

跟踪评级公告

联合[2018] 704 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持中融新大集团有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“17中融新大MTN001”、“18中融新大MTN001”和“18中融新大MTN002”的信用等级为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年四月二十六日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

中融新大集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA 评级展望: 稳定
 上次评级结果: AAA 评级展望: 稳定

债项信用

名称	金额	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
17 中融新大 MTN001	15 亿元	2017/07/18~2022/07/18	AAA	AAA
18 中融新大 MTN001	15 亿元	2018/03/02~2023/03/02	AAA	AAA
18 中融新大 MTN002	10 亿元	2018/04/19~2022/04/19	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2018 年 4 月 26 日

财务数据

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(亿元)	101.36	172.73	254.87	253.46
资产总额(亿元)	604.03	1402.69	1578.30	1557.50
所有者权益(亿元)	306.51	874.64	910.23	919.65
短期债务(亿元)	154.44	157.52	226.62	158.48
长期债务(亿元)	113.91	175.34	241.06	265.17
全部债务(亿元)	268.35	332.86	467.68	423.65
营业收入(亿元)	418.80	651.17	753.32	220.70
利润总额(亿元)	27.99	494.27	48.66	11.85
EBITDA(亿元)	42.47	515.95	79.11	--
经营性净现金流(亿元)	16.40	31.55	46.71	52.07
营业利润率(%)	7.86	6.31	6.28	6.36
净资产收益率(%)	6.90	55.47	3.86	--
资产负债率(%)	49.25	37.65	42.33	40.95
全部债务资本化比率(%)	46.68	27.57	33.94	31.54
流动比率(%)	171.11	200.13	205.82	244.90
经营现金流动负债比(%)	9.17	17.93	19.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.32	0.65	5.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.65	48.90	4.02	--

注: 公司 2018 年 1~3 月财务数据未经审计; 现金类资产已剔除受限货币资金; 其他流动负债为短期债券, 计入短期债务; 长期应付款为融资租赁款, 计入长期债务。

分析师

唐 岩 李博恒

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”)对中融新大集团有限公司(以下简称“公司”)的评级反映了公司作为主营能源化工、物流清洁能源、金融投资及矿产资源开发的特大型综合性民营企业,在经营规模、板块间协同、技术水平与环保水平等方面具备的综合竞争优势。同时联合资信也关注到,公司近年来投资支出规模较大,且投资性金融资产流动性有待观察;公允价值变动收益和投资收益对公司利润总额影响大;物流清洁能源板块毛利率持续下降;秘鲁多金属矿产资源开发存在一定不确定性等因素对其信用基本面可能带来的不利影响。

跟踪期内,公司焦化业务保持较强的竞争优势,2017 年所控制产能规模进一步提高;物流清洁能源板块已形成规模,成为公司主要收入来源;金融投资为公司带来新的利润增长;所持有秘鲁邦沟金铜钴铁多金属矿未来开采潜力较大。公司整体资产规模大,债务负担适宜,近年来营业收入及营业利润保持增长,盈利能力和整体偿债能力较为稳定。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估,联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,并维持“17 中融新大 MTN001”、“18 中融新大 MTN001”和“18 中融新大 MTN002”的信用等级为 AAA。

优势

1. 公司四大业务板块关联度高,协同发展,在一定程度上能够分散公司的经营风险。
2. 公司独立焦化产能全国领先,竞争优势较强,通过合作代工模式进一步提高了控制产能规模。
3. 近年来随着业务规模扩大,公司收入规模快速提升。

4. 公司债务水平适宜，财务状况良好。2018年一季度，公司有息债务规模有所减少，短期债务压力下降，债务结构持续改善。
5. 公司现金类资产、经营活动现金流及EBITDA对存续债券保障程度较高。

关注

1. 公司投资支出规模较大，存在一定筹资压力。
2. 公司持有的大部分投资性金融资产不具有活跃交易市场，实际流动性有待观察；公允价值变动收益和投资收益对公司利润总额影响大。
3. 近年来，公司物流清洁能源板块收入占比保持较高水平，毛利率持续下降，对公司整体盈利能力产生一定影响。
4. 公司已取得秘鲁邦沟金铜钴铁多金属矿部分矿区剥岩许可，但后期矿产开发仍存在不确定性，未来发展有待观察。
5. 公司无形资产占比较高，资产结构稳定性有待提高；部分土地使用权尚未办理权证。

声 明

一、本报告引用的资料主要由中融新大集团有限公司（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。

中融新大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（以下简称“联合资信”）关于中融新大集团有限公司主体长期信用及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

中融新大集团有限公司（原名为“山东焦化集团有限公司”，以下简称“公司”）于2004年10月29日在山东省淄博市成立，是以能源化工、物流清洁能源、矿产资源、金融投资综合运营为主营业务的特大型综合性企业集团。截至2018年3月底，公司注册资本为33.81亿元，自然人王清涛持有公司64.84%的股权，为公司第一大股东及实际控制人。

公司原为山东省大型焦化生产企业，因转型升级及业务发展需要，于2015年逐步由单一传统的生产型企业转型为特大型综合性企业，现已形成了“以能源化工为基础，金融投资为主体，物流清洁能源、矿产资源运营为两翼”的总体发展格局。2016年3月，公司名称由“山东焦化集团有限公司”变更为“中融新大集团有限公司”，下设山东铁雄冶金科技有限公司（以下简称“铁雄冶金”）、中融金控（青岛）集团有限公司、山东物流集团有限公司、中融新大矿产资源有限公司等多家权属（集团）公司，现有员工1万余人，其中中高层管理和专业技术人员5500余人。

截至2018年3月底，公司本部下设董事会办公室、战略协同部、组织人事部、风险管理部、行政办公室、财务中心、审计部、金融事业部、投行业务部、品牌公关部、基建工程部、法律事务部、纪检监察部、信息技术部、技术研发中心、安全环保部和企业管理部等共17个职能部门。

截至2017年底，公司纳入合并范围子公司共172户（含本部）。其中：10个二级子公司；30个三级子公司；109个四级子公司；18个五级子公司；4个六级子公司和1个七级子公司。

截至2017年底，公司资产（合并）总额为1578.30亿元，所有者权益合计910.23亿元（含少数股东权231.91亿元）；2017年公司实现营业收入753.32亿元，利润总额48.66亿元。

截至2018年3月底，公司资产（合并）总额为1557.50亿元，所有者权益合计919.65亿元（含少数股东权益232.65亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入220.70亿元，利润总额11.85亿元。

公司住所：山东省淄博市张店区柳泉路97号；法定代表人：王清涛。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续债券“17中融新大MTN001”、“18中融新大MTN001”和“18中融新大MTN002”委托联合资信进行信用评级。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	兑付日
17中融新大MTN001	15	15	2017/07/18	2022/07/18
18中融新大MTN001	15	15	2018/03/02	2023/03/02
18中融新大MTN002	10	15	2018/04/19	2022/04/19

资料来源：Wind

按照公司发行计划，“17中融新大MTN001”募集资金中5亿元拟用于补充公司以及下属子公司的营运资金，10亿元用于偿还公司以及下属子公司有息债务。

“18中融新大MTN001”募集资金中5亿元拟用于补充公司以及下属子公司的营运资金，10亿元拟用于偿还公司以及下属子公司有息债务。该中期票据期限为3+2年，将于2023

年3月2日到期，附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。存续期的第3年末，公司可选择调整票面利率，调整后的票面利率在第四、第五个计息年度固定不变；公司作出关于是否调整中期票据票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权将持有的中期票据按面值全部或部分回售给公司。

“18中融新大 MTN002”募集资金拟全部用于偿还公司以及下属子公司有息债务。该中期票据期限为2+2年，将于2022年4月19日到期，附公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。存续期的第2年末，公司可选择调整票面利率，调整后的票面利率在第三、第四个计息年度固定不变；公司作出关于是否调整中期票据票面利率及调整幅度的公告后，投资者有权将持有的中期票据按面值全部或部分回售给公司。

“17中融新大 MTN001”实际募集资金净额14.78亿元，其中5.00亿元用于补充公司下属焦化厂营运资金，其余资金用于偿还公司本部及子公司各类银行借款；“18中融新大 MTN001”实际募集资金净额14.87亿元，其中10.00亿元用于偿还公司到期短期融资券，其余资金用于补充公司下属焦化厂营运资金；“18中融新大 MTN002”募集资金尚处于规划使用中，联合资信将持续关注公司募集资金实际使用情况。

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放

缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

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

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2

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

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8% 和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进

出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5% 和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

五、行业及区域经济环境

1. 焦化行业概况

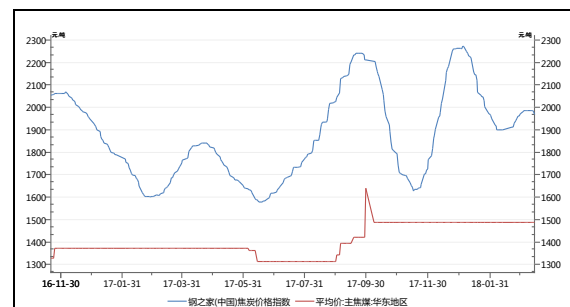
本世纪以来，中国主要煤化工产品产能、产量及消费量均保持世界第一。焦化工业是发展最成熟、最具代表性的煤化工产业。2017年，中国焦炭产量为 4.31 亿吨，同比下降约 3.3%。近年来，随着国家一系列淘汰落后产能、提高准入门槛等政策的制定和实施，焦化行业逐渐进入规范发展的轨道，进而为技术先进、环保水平高、产业链长、竞争力强的企业带来了发展机遇。

焦炭

煤化工产业链较长，产品品种丰富，焦炭是中国煤化工的最主要产品之一。2013~2015 年，受经济增速减缓、环保压力加大和行业过剩情况加剧等多方面影响，焦炭及其上游煤炭、下游钢铁价格呈现同步下降，需求量也在连续长时间增长后于 2015 年首次出现萎缩，行业产能过剩，焦炭生产企业利润空间逐步缩小，2016 年 2 月，国内焦炭兰炭市场均价下探至 680 元/吨。2016 年 3 月后，焦炭价格快速上涨，一级河北产冶金焦价格从 2016 年 3 月初的 740 元/吨，快速上涨到 2016 年 12 月的 2180 元/吨，随后逐渐回落到 1700 元/吨，该轮价格上涨的主要原因是 2016 年 2 月 5 号开始执行《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，要求 2016 年煤炭行业去产能 2.50 亿吨/年，煤炭企业按全年作业时间不超过 276 个工作日重新确定煤矿产能，全年焦煤产量下降超过 10%，导致上游焦煤价格上涨，带动焦炭价格上涨，随后 2016 年 11 月份，由于煤炭供不应求且冬季煤炭需求较大，发改委要求具备安全生产条件的煤矿，在采暖季（2017 年 3 月）结束前可按照 330 个工作日生产，供给有所增加，使得焦炭价格迅速回落。2017 年 7 月以来的一级冶金焦(太原产)的价格再次反弹，从 7 月的 1730 元/吨波动上涨到 2017 年 12 月的 2180

元/吨，上涨主要原因是由于供给受到 7 月以来的新一轮环保督查的抑制，导致主流焦区河北山西受到影响，焦化企业开工率不足，同时下游主要需求粗钢景气度回升，导致供需失衡。进入 2018 年 2 月以来，随着上游供应的逐渐企稳，以及下游钢企出厂价格走弱、库存提高，焦炭价格暂时稳定于 1900~2000 元/吨区间。

图 1 焦炭和主焦煤价格走势



资料来源: Wind

总体看，焦炭行业呈现较为明显的周期性，受经济、环境和政策因素影响较大，且同时受到上下游煤炭、钢铁等供需关系制约。2017 年焦炭市场现货价格整体（均价）较 2016 年有明显提升，焦化行业在煤焦钢产业链中的议价权仍相对较弱，受行政（环保）限产影响明显，价格弹性巨大，短期的边际变化对价格造成的影响明显。

预计经过 2017 年去产能政策进一步深化，2018 年焦炭仍将出现阶段性的供需不平衡状态，在需求较为稳定的状态下，主要变量仍将由供应端的变量来实现供需平衡点的移动。在供暖季之后，钢厂复产有主动补库的需求，对焦炭价格仍将由所支撑，但长期的高利润也必将出现产业链间的利润传导，焦化厂重新回归的利润也必将刺激供应的增加，2017 年下半年的紧平衡状态可能被供应的增加所打破。

焦炉煤气、焦油及苯

在煤焦化产业链中，目前技术较为成熟且已形成工业规模的炼焦副产品主要为焦炉煤气、焦油及粗苯。其产量与焦炭产量高度相关，但下游需求主要来自化工行业，与钢铁行业相

关度较低，导致甲醇及粗苯价格与焦炭价格波动趋势存在一定差异。在焦炭价格低迷时期，焦炉煤气、焦油、粗苯等副产品成为焦化企业的重要利润来源。

焦炉煤气有较为明显的地区性质，一般选择就近供应给下游生产企业，因而没有较强的市场波动性，营销较为稳定。受化工行业强周期性传导，焦油、粗苯价格表现出一定周期性波动。

粗苯方面，2016年粗苯市场表现为震荡中上扬，主要原因有国际油价上调、焦炭企业环保压力加大、粗苯产量增长趋缓等。尽管年中受下游行业偶然减产事件和华北地区暴雨因素影响，粗苯价格出现一定的震荡整理，但下半年环保稽查小组进驻各地，市场货源紧张，以及煤炭价格上涨，加剧了粗苯价格的快速上涨。2017年1~2月，粗苯行情大幅攀涨，以华东地区为例，粗苯从5300元/吨左右涨至6900元/吨，粗苯价格直线上涨，涨幅超出市场预期。从2月下旬到3月底，粗苯市场暴跌，这主要是因为节后粗苯市场暴涨，但速涨过后市场并没有完全消化，下游成本压力较大，对粗苯多持抵触心理，且加氢苯价格超跌，开工率偏低，对原料采购意向偏淡，令粗苯市场承压，在下游的压价下，华东市场跌至5000元/吨左右。截至2018年3月19日，华东地区粗苯市场价（均价）为4660元/吨，较春节前高点降低约900元/吨。

图2 粗苯2017年价格走势



资料来源：金联创

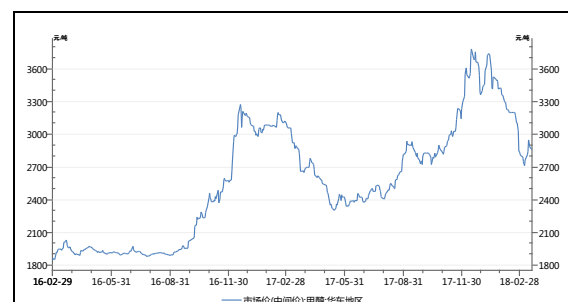
煤焦油方面，2017年国内煤焦油市场走势较好，成功突破主流价格2000元/吨的价格顶部。第一季度连续大涨，在今年三月份成功突

破3000元/吨大关，随后的市场有几波震荡，但始终维持在较高的价格水平。在年内第二波行情中，高端价格刷新近几年历史新高，华东及河北邯郸地区主流价格均在4000元/吨以上。据金联创数据显示，2017年国内煤焦油均价在2790元/吨，较去年均价上涨83.79个百分点。上涨原因主要与环保限产有关，2017年全国煤焦油产量同比下降2.59个百分点。随着环保限产深入执行，预期2018年煤焦油价格仍将处于高位运行阶段，对合规产能产生持续利好。

甲醇

甲醇作为焦化行业下游产业链的一种产品，在全国甲醇生产中占有一定的比例。2017年全国甲醇产能继续增加，但增速明显放缓，国内总产能达8520万吨/年，年内新增产能在420万吨/年，增速不足5%。据生意社统计，截至2017年12月中旬，甲醇装置开工率均值66.03%、环比上升4.38%，甲醇行业利润增加、行业利润率暂处高位，同时进口数量不及市场预期，为满足国内下游需求，甲醇装置开工率重心明显上移。产量方面，根据国家统计局数据，2017年前11个月，全国精甲醇产量4178.91万吨，预计2017年全年全国甲醇总产量约在4550.00万吨左右，同比增长约5.50%左右，产能产量增速稳定增长。

图3 华东地区甲醇市场价（中间价）走势



资料来源：Wind

价格方面，受煤炭价格上涨、进口数量不及预期、下游煤制烯烃进一步扩产以及天然气、石油等燃料产品价格普涨等因素影响，2017年全国甲醇价格普遍同比上涨，尤其是年

内甲醇燃料在甲醇需求占比已在 15%左右,且发展仍然可期,带动甲醇价格向好。截至 2018 年 3 月 19 日,华东地区甲醇市场价(平均价)调整至 2860 元/吨。

行业政策

2014 年 3 月,为促进焦化行业结构调整和转型升级,引导和规范焦化企业投资和生产经营,中国工信部制定并发布《焦化行业准入条件(2014 年修订)》。该文件按照“总量控制、科学规划、合理布局、节约能(资)源、保护环境、技术进步、创新转型”的原则,在一定程度上提高了焦化行业的准入条件。同年 12 月,为进一步加强焦化生产企业管理工作,工信部发布《工业和信息化部办公厅关于进一步加强焦化生产企业公告管理工作的通知》,要求自 2017 年 1 月 1 日起,全面按照《焦化行业准入条件(2014 年修订)》标准受理企业焦炉项目申请。提高焦化企业准入门槛后,一定程度上加快了焦化行业去产能进程。

2016 年 1 月,中国炼焦协会发布《焦化行业“十三五”发展规划纲要》(以下简称“《规划纲要》”)。《规划纲要》提出,“十三五”时期,焦化行业将淘汰全部落后产能,产能满足准入标准的比值达 70%以上。《规划纲要》还提出,优质炼焦煤配比降低 4%(保持焦炭质量不降低);200 万吨/年及以上规模焦化企业基本实现能源管理中心和信息化管理模式;钢铁企业干熄焦装置配置率达到 90%以上;炉煤气利用率达到 98%以上,水循环率达到 98%以上,吨焦耗新水降至 1.50 吨以下;化解过剩产能 5000 万吨/年;焦化准入企业污染物排放基本达到《炼焦化学工业污染物排放标准》。

2016 年 8 月,山东省环保厅、省经济和信息化委、省财政厅等五部门发布《山东省焦化行业环保整治专项行动方案》,要求自 2017 年 1 月 1 日起,全省焦化企业外排废气污染物中各指标均应符合《炼焦排放标准》和《区域排放标准》第三时段的排放要求。到 2017 年底,全省焦化行业达到国家清洁生产二级标准以

上水平。严格控制焦炭产能。严把炼焦项目审批关,不再审批炼焦新增产能项目。严格管理行业准入,实行公告企业动态调整。积极探索实施政府引导、企业自愿、市场化运作的产能置换方式,提高资源的配置效率。2016 年年底,通过退出转型压减焦化产能 200 万吨/年。

2017 年初,环境保护部、国家发改委、财政部、国家能源局和北京市、天津市、河北省、山西省、山东省、河南省人民政府印发了《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》。方案明确以改善区域环境空气质量为核心,以减少重污染天气为重点,多措并举强化冬季大气污染防治,全面降低区域污染排放负荷。同时,要求加强调度,强化考核。2017 年末采暖季,部分地区出台相关政策,要求焦化企业限产 30%~50%,出焦时间延长至 36 小时~48 小时不等。

2018 年 2 月 27 日,环保部召开例行发布会,透露将制定打赢蓝天保卫战三年作战计划,明确具体战役及其时间表和路线图,以京津冀及周边、长三角等重点区域为主战场。其中要求坚决调整产业结构,全面推进“散乱污”企业及集群综合整治,将所有固定污染源纳入环境监管,对所有重点工业污染源全面安装在线监控,明确无证排污和排放不达标企业最后改正时限,逾期依法一律关停。在重点区域实施大气污染物特别排放限值,实施深度治理,对钢铁、焦化行业开展超低排放改造重大工程。

从政策方面看,近年来,焦化行业整体政策以环保为重点,不断加强对从业企业的环保要求,对不合规产能造成较大的经营压力,同时也推动了行业整理,并对合规产能形成了一定利好。

行业发展

山东省将以全面推进供给侧改革为抓手,把山东焦化行业建成资源配置合理、污染物排放达标的节约型、清洁型、循环型行业发展模式,实现转型升级。重点打造产业链中资源综

合利用及循环经济集群、清洁型燃气能源集群、化工产品深加工集群三大产业集群；建立转型升级机制，推进供给侧结构性改革；推广煤炭清洁高效利用新工艺、新技术；创新生产经营模式，实现煤焦化企业与上下游行业互利共赢。

按照山东省发展规划，到 2017 年，全省焦化行业完成淘汰 4.3 米以下焦炉落后产能，焦化产业链重点项目基本完成；到 2017 年底，行业骨干企业科研开发投入占主营业务收入的比重提高到 3% 以上，到 2020 年底，力争行业骨干企业科研开发投入占主营业务收入的比重提高到 3.5% 以上；建立健全能源管理体系，提高资源和能源利用率，重点企业实现主要污染物排放各项指标优于国家、行业或地方强制标准。到 2017 年，煤化工产业万元产值综合能耗比 2013 年降低 3.5%；到 2020 年，万元产值综合能耗比 2017 年降低 3%。

总体看，山东省焦化行业将全面推进供给侧改革，行业将会实行企业大型化、产业集群化、市场集约化和可持续性发展的战略发展方式，在战略管理、规划发展、技术创新、人财物、产供销等方面进行实质性整合。但短期内，产业结构调整任务艰巨，淘汰低端产能、发展精细化工是行业发展的必然趋势。行业内原有大型骨干企业将在行业整合中获益，技术研发能力强的企业将在产业链延伸方面占据优势。

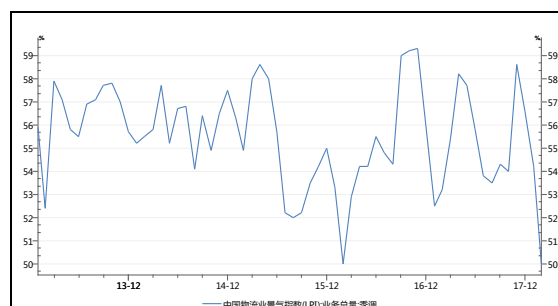
2. 物流行业概况

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

货运总规模实现连续四年增长，市场规模巨大，前景广阔。

物流业景气指数反映物流业经济发展的总体变化情况，以 50.00% 作为经济强弱分界点，高于 50.00% 时，反映物流业经济扩张；低于 50.00%，则反映物流业经济收缩。中国物流业景气指数（LPI）从 2014 年 1 月份至 2018 年 2 月份均保持在 50% 以上，反映出中国物流业总体仍处在平稳较快的发展周期。

图 4 中国物流业景气指数



资料来源：Wind

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

近年来，中国物流业发展环境进一步改善，与各行业特别是制造业的融合进程加快。现代物流业发展开始由珠三角、长江三角地

区，迅速向渤海和中西部地区延伸。物流服务体系正在逐步形成，物流业发展对于提高国民经济增长的质量和效益的作用越来越明显。

虽然中国物流行业已取得一定发展，但是还存在不足，主要表现在：总体创新水平较低、产业机构升级缓慢、体制机制建设不完善等方面。总体看，物流行业发展环境较好，但是仍存在诸多问题。

行业政策

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

行业发展

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

2018年，供给侧结构性改革仍将进一步深化，去产能、去杠杆和降成本效果有望持续显现，优质增量供给将逐步提升。预计2018年

社会物流运行将继续保持稳中有进，全国社会物流总额增速在6.50%左右，社会物流总费用与GDP的比率则延续稳步回落的走势。

总体看，全国物流业近年加紧与制造业联动，延续了稳中有进、稳中向好的发展态势，物流发展的质量和效益稳步提升，政策环境持续改善，为2018年继续保持稳中向好奠定较好基础。但短期内，物流行业整体产业结构调整、资源整合及技术更新仍是主要任务。

3. 区域经济环境

根据山东省统计局《2017年山东省国民经济和社会发展统计公报》，2017年山东省实现生产总值72678.20亿元，按可比价格计算，比上年增长7.40%。其中，第一产业增加值4876.70亿元，增长3.50%；第二产业增加值32925.10亿元，增长6.30%；第三产业增加值34876.30亿元，增长9.10%。三次产业结构成为6.70：45.30：48.00。人均生产总值72851.00元，按年均汇率折算为10790.00美元。城镇新增就业128.30万人。失业人员再就业58.10万人，困难群体再就业8.80万人。城镇登记失业率为3.40%，低于4.00%的全年控制目标。

物价水平温和上涨。居民消费价格比上年上涨1.50%，涨幅较上年回落0.60个百分点。其中，城市上涨1.60%，农村上涨1.40%；服务项目价格上涨2.90%，消费品价格上涨0.70%；非食品价格上涨2.30%，食品价格下降1.70%，自2003年以来首次转降。农业生产资料价格上涨0.90%，农产品生产者价格下降1.40%。工业生产者价格连降五年后首次转涨，出厂价格上涨5.50%，购进价格上涨7.30%。固定资产投资价格上涨5.80%。

工业生产方面，2017年山东省全部工业增加值28705.70亿元，比上年增长6.60%。规模以上工业增加值增长6.90%。其中，轻工业增长6.90%，重工业增长6.90%；装备制造业增长11.00%，高技术产业增长10.90%，六大高耗能行业增长3.60%。工业产销率为98.90%。

山东省是焦炭生产大省，焦化行业上下游产业链完善。截至 2017 年底，全省共有规模以上焦化企业 57 家（正常生产的焦化企业有 40 家，4 家于 2017 年关停），产能 5860 万吨，2017 年焦炭产量 4416 万吨，均居全国第三位。2017 年全行业实现主营业务收入 1156.33 亿元，利润 69.07 亿元，利税 89.98 亿元。山东省近年大力推进焦化行业结构调整，淘汰落后产能，省内重点大型企业集团综合实力进一步增强，企业正在向煤焦油深加工、粗苯加氢精制、焦炉煤气制甲醇、精细化工等方向转变。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本为 33.81 亿元。自然人王清涛持有公司 64.84% 的股权，为公司第一大股东及实际控制人。

2. 企业规模

截至 2018 年 3 月底，公司产业主要集中在能源化工、物流清洁能源、金融投资三大板块，并向矿产资源综合运营拓展。能源化工方面，公司独立焦化产能为全国领先，具备自有冶金焦产能 800 万吨/年、铸造焦产能 100 万吨/年。2017 年公司通过与山东洪达化工有限公司签订委托加工协议的模式，控制冶金焦产能 120 万吨/年。公司还具有 20 亿立方米煤气、40 万吨焦油、12 万吨粗苯、15 万吨甲醇、10 万吨硫铵、7.7 亿千瓦时发电的综合生产能力；物流清洁能源方面，公司已投运综合能源油气站 209 个，运输车辆 1 万余辆，物流清洁能源供应为全国民营企业前列；金融投资方面，公司先后参股晋城银行股份有限公司（以下简称“晋城银行”）、厦门国际银行股份有限公司（以下简称“厦门国际银行”）、中华联合财产保险股份有限公司（以下简称“中华联合财险”）、厦门农村商业银行股份有限公司（以下简称“厦门农商行”）；矿产资源运营方面，公司于 2016 年完成了对秘鲁邦沟金铜钴铁多

金属矿的全部收购，并完成了中国政府相关部门核准备案与秘鲁有关部门相应手续，该矿区为全球最大单体夕卡岩型多金属矿床，目前公司尚处于对该矿区的持续勘探和规划建设阶段。

3. 人员素质

跟踪期内，公司于 2018 年 2 月 23 日召开董事会会议，会议通过决议，同意免去崔聚荣先生公司总经理（总裁）职务，聘任张亿贵先生为公司总经理（总裁）。张亿贵先生，1955 年出生，汉族，籍贯山东省淄博市，中共党员、硕士学位、高级经济师，毕业于南开大学世界经济专业。曾任山东张店钢铁总厂厂长、山东省冶金工业总公司副总经理，现任公司副董事长兼总裁。张亿贵先生长期在公司任高级管理岗位，熟悉公司管理运营，联合资信认为上述人事变动对公司日常经营不会造成重大影响。

截至 2017 年底，公司共有职工 10912 人，从专业构成来看，管理人员占比 14.81%，技术人员占比 5.23%，生产人员占比 49.46%，销售人员占比 30.50%；从学历构成来看，硕士以上学历 293 人，大专及本科学历 5608 人，大专以下学历 5011 人；从年龄分布上看，30 岁~50 岁的人员约有 5679 人，占比约为 52.04%。

4. 安全生产与环境保护

安全生产方面，2015 年以来，公司合并范围内主体未发生安全事故。2018 年 3 月，山东省安监局发布《关于开展危险化学品生产企业双重预防体系建设评估工作的通知》（鲁安监发〔2018〕32 号），决定部署开展全省危险化学品生产企业双体系建设评估工作。该通知明确，委托以公司子公司山东铁雄新沙能源有限公司（以下简称“铁雄新沙”）为代表的 6 家省级标杆企业，成立第三方服务机构，面向省内同行业企业开展双体系建设评估工作，铁雄新沙能源有限公司负责对 38 家省内煤焦化企业开展评估。该通知体现了省级监管部门对公

司安全生产管理水平的认可。

环境保护方面，公司在发展过程中重视对环境的保护，坚持循环经济的理念，加强对新工艺、新技术的应用，优化产业布局，按上下游产品、原料和废弃物的依存关系兴建项目，使生产工序和物料上下衔接，提高了煤炭综合利用效率，形成了完整的资源综合利用产业链和“节约型、清洁型、循环型”的发展模式，提高公司的综合效益。跟踪期内，公司未发生因环保问题受到的相关部门处罚记录。

公司先后投资 5 亿元，建立了包括废水处理、废气回收利用、噪音防治、废渣回收在内的环境治理和检测系统，在全国焦化行业实现了“三个率先”：率先实现了污水零排放、烟尘零排放和废气废渣的零排放；率先实现三个 100%：环境友好评价执行率 100%；环保稳定运行率 100%；废物处置率 100%；率先实现厂区空气质量的在线监控，逐步实现焦化行业的清洁生产。

公司下属铁雄新沙建设套焦炉烟气中低温 SCR 脱硝示范工程，该技术利用 20% 的氨水为原料，经过低温 SCR 反应器内，烟气中的氮氧化物转化为氮气和水，从而实现脱除氮氧化物的目的。该焦炉烟气低温 SCR 脱硝应用技术获得第二届中国焦化行业科技大会“焦化技术创新成果一等奖”。截至 2018 年 3 月底，该技术已在河北常恒能源技术开发有限公司、菏泽富海能源发展有限公司、铁雄冶金等集团内外公司推广应用。

5. 外部环境

公司总部位于国家重要区域性经济中心、航运发达、金融体系完善副省级城市山东省青岛市。生产性公司设置于工业体系完善、资源丰富、交通发达、经济繁荣的全国前三位的山东省境内；金融投资公司设置于全球金融中心之一上海市；物流公司设置于政治、经济、教育、金融、华东地区交通中心枢纽集于一身的山东省济南市。

公司旗下重要子公司铁雄冶金地处邹平工业园区，形成了焦化、冶金、钢铁、化工一体化产业园。周边主要有山东西王特钢有限公司、山东传洋集团有限公司等钢铁企业，方圆 200 公里以内分布包括山东钢铁集团永锋淄博有限公司、山东鲁丽钢铁有限公司、山东莱钢永锋钢铁有限公司在内多家钢铁企业，销售以山东为主、兼顾沿海，有效节省运输费用，增强了公司的盈利能力。

公司旗下另一重要子公司铁雄新沙是由公司与江苏沙钢、新汶矿业集团、铁雄冶金共同出资组建的焦化厂，该厂所在巨野高新化工园区位于巨野煤田矿区，周边有山东能源和兖矿生产矿井提供丰富的炼焦煤资源，是全国第一个钢、焦、煤联产的坑口焦化厂。运输上有运河水运优势，销售面向山东、苏浙市场，可覆盖徐州华宏钢铁集团有限公司、连云港兴鑫钢铁有限公司、连云港镇鑫钢铁有限公司、临沂三德特钢有限公司等钢铁企业，同时，铁雄新沙甲醇等焦炭副产品可就近供给园区内下游企业。

总体看，公司作为国内集能源化工、物流清洁能源、矿产资源、金融投资为一体的大型企业，在产能规模、技术水平、环保水平和地理区位等方面具备一定优势。

七、管理分析

1. 法人治理结构

公司于 2018 年 2 月 14 日对公司章程进行修订，目前，公司董事会由 6 人组成，监事会由 3 人组成，高管层 5 人。公司设董事长 1 人，副董事长 2 人（依公司章程，尚待选 1 名副董事长），董事 3 人；设总裁 1 人，副总裁 3 人，财务总监 1 人；设监事会主席 1 人，监事 2 人。公司章程其余内容不变。

跟踪期内，公司在法人治理结构的其他方面无重大变化。

2. 管理水平

跟踪期内,为进一步完善银行间市场信息披露体制建设,不断提高信息披露的质量和效率,公司修订完善了《中融新大集团有限公司银行间债券市场债务融资工具信息披露管理制度》并予以公告。公司对《银行间债券市场非金融公司债务融资工具管理办法》、《银行间债券市场非金融公司债务融资工具信息披露规则》、中国人民银行和交易商协会对在银行间债券市场发行债务融资工具的非金融公司信息披露规定的事项,以公司董事长作为信息披露第一责任人,以董事会办公室为信息披露常设负责机构,以财务中心、企管部、金融事业部和投行业务部等部门作为具体执行部门,对发行公告、募集说明书、评级报告、法律意见书进行披露,并对年度报告、半年度报告和季度报告进行定期披露,对可能影响偿债能力的重大事项进行非定期披露,并对具体披露日期和披露责任进行了详细认定。

跟踪期内,公司其他管理制度方面无重大变化。

总体看,公司依据集团化管控模式建立了各项规章制度,并根据后续新的监管规定要求,以及在实施过程中出现的问题进行修订和完善,不断提高公司整体管理水平。但随着公司整体规模的扩大,合并报表范围内子公司数量不断增多,分布范围越来越广,部分制度推行效果尚待检验,对子公司管理和资金管控的能力尚待观察。

八、经营分析

1. 经营现状

公司原为山东省大型焦化生产企业,主营业务包括焦化产品和物流供应链业务。2015年以来,公司由传统实业经营向物流供应链等多元综合业务进行扩展,目前主要涵盖金融投资、物流清洁能源、能源化工和矿产资源四大业务板块。

从收入构成看,能源化工板块是公司的传统业务;物流清洁能源板块近年来收入规模不断扩大,是公司收入的主要来源;金融投资板块为公司 2015 年新增业务板块,收入来源主要为金融服务类,收入规模较小。2017 年,公司实现营业收入合计 753.32 亿元,同比增长 15.69%,其中,能源化工板块实现收入 187.91 亿元(占比 24.94%),物流清洁能源板块实现收入 564.66 亿元(占比 74.96%),金融投资板块实现收入 0.74 亿元(占比 0.10%)。焦化业务受焦炭及相关产品价格上升影响,2017 年板块收入同比上升 61.40%;物流清洁能源板块收入近年来快速增长,2017 年板块收入同比增长 5.96%。

毛利率方面,2015~2017 年,公司整体毛利率波动下降。公司在核算焦油、煤气、粗苯等焦炭副产品(也称化产品)成本时,主要包括了相应的折旧和人工费,煤炭等原材料费用大部分由焦炭产品承担,所以化产品的毛利率较高。2017 年,受行业环保督查、供需偏紧等综合因素影响,公司焦炭、化产品销售均价同比大幅上涨,产销量同比均有扩大,带动能源化工板块毛利率整体同比上升 0.93 个百分点,为 16.08%;近年来公司物流清洁能源板块毛利率水平持续下降,2017 年物流清洁能源板块毛利率同比下降 1.07 个百分点,为 3.15%。受较高毛利率水平能源化工板块收入占比提升及物流清洁能源板块毛利率水平下降综合影响,2017 年公司综合毛利率同比变化不大,为 6.47%。

2018 年 1~3 月,公司实现营业收入 220.70 亿元,较上年同期增长 6.88%。其中,公司能源化工板块收入规模为 51.35 亿元,较上年同期增长 22.20%,毛利率同比增长 3.11 个百分点,主要原因为公司去年通过签署代加工协议控制冶金焦 120 万吨/年产能,冶金焦产量较上年同期有所提高;物流清洁能源板块实现收入 169.35 亿元,较上年同期增长 2.96%,毛利率水平同比增长 0.09 个百分点,变化较小;2018

年一季度公司无金融投资板块收入确认。

总体看, 2015~2017年, 在能源化工板块和物流清洁能源板块收入规模同步增长, 公司收入规模快速上升, 但综合盈利水平有所下

降。2017年, 公司能源化工板块收入规模及盈利能力有所提升, 整体处于行业优秀水平; 物流清洁能源板块收入规模进一步扩大, 但盈利能力持续下降, 影响了公司整体毛利率。

表2 公司营业收入构成情况(单位: 亿元、%)

名称	2015年			2016年			2017年			2018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
能源化工板块	99.79	23.83	13.84	116.44	17.88	15.15	187.91	24.94	16.08	51.35	23.27	17.13
焦炭	73.62	17.58	3.87	82.97	12.74	8.06	148.47	19.71	12.21	40.95	18.55	13.68
焦油	5.57	1.33	33.24	5.24	0.81	34.14	8.66	1.15	38.33	2.38	1.08	36.82
粗苯	4.21	1.01	39.54	4.54	0.70	36.97	5.13	0.68	36.96	1.27	0.57	38.84
煤气	9.89	2.36	49.58	7.30	1.12	53.09	7.21	0.96	51.94	1.76	0.8	52.53
其他	6.50	1.55	39.06	16.37	2.51	22.00	18.44	2.45	16.91	4.99	2.27	18.05
物流清洁能源板块	316.61	75.60	5.43	532.90	81.84	4.22	564.66	74.96	3.15	169.35	76.73	3.34
物流供应链业务	305.67	72.99	5.11	503.10	77.26	3.42	512.45	68.03	2.50	159.21	72.14	2.91
LNG、CNG等清洁能源	10.94	2.61	14.59	29.80	4.58	17.74	52.21	6.93	9.47	10.14	4.59	10.14
金融投资板块	2.40	0.57	100.00	1.84	0.28	100.00	0.74	0.10	100.00	0.00	0.00	--
合计	418.80	100.00	7.98	651.17	100.00	6.45	753.32	100.00	6.47	220.70	100.00	6.55

资料来源: 公司提供

注: 上表中部分合计值位数不一致为四舍五入所致。

2. 能源化工板块

能源化工板块作为公司发展的基础, 经营主体主要为铁雄冶金、铁雄新沙和山东焦化集团铸造焦有限公司(以下简称“铸造焦公司”)三家焦化企业, 公司独立焦化产能900万吨/年, 同时2017年公司与洪达化工签订合作协议, 对其产能形成控制, 将洪达化工120万吨/年冶金焦产能列入公司能源化工板块主营业务统计。

原材料采购

公司焦化生产的原材料主要为焦煤、肥煤、气煤及瘦煤四类炼焦煤, 主要原料供应商包括兖州煤业股份有限公司以及山东能源集团等, 并签订相应战略合作协议, 约定年供应量, 保障公司焦化生产正常运营。

山东省是国内主要产煤省, 境内煤炭资源丰富, 煤种齐全, 交通运输条件发达, 公司主要生产基地距离原煤产区较近, 能够有效节省物流成本。2015年以来, 公司炼焦装置开工率保持较高水平。2017年公司并入洪达化工产能, 公司原料煤采购量合计1244.67万吨, 同比增长4.58%。采购价格方面, 2015年以来, 受全国煤炭市场平均价格上升影响, 公司煤炭采购支出不断提高, 2017年采购均价达到1047.60元/吨, 较上年增长59.19%, 各煤种吨采购均价均达到千元上下, 成本压力有所加大。2018年1~3月, 公司采购均价上升至1078.93元/吨, 除1/3焦煤外, 其他各原材料均价均高于2017年全年平均水平。

表3 公司原料煤采购情况(单位: 万吨、元/吨)

原料煤种类	2015年		2016年		2017年		2018年1-3月	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
气煤	166.71	541.53	180.64	610.91	416.29	947.47	116.4	989.51
气肥煤	159.89	565.45	205.00	627.01				
肥煤	172.39	572.47	162.68	697.72	173.66	1067.82	39.61	1098.63
主焦煤	171.78	612.74	225.76	701.73	254.11	1151.27	68.49	1205.97

1/3 焦煤	192.97	536.92	155.61	697.74	198.13	1118.74	55.84	1057.20
贫瘦煤	158.61	581.21	116.59	646.17	202.48	1036.40	43.28	1128.40
瘦煤	163.77	571.72	143.91	615.19				
合计	1186.12	574.37	1190.19	658.10	1244.67	1047.60	323.62	1078.93

资料来源：公司提供

注：2017 年起公司在统计中将气肥煤与气煤合并为气煤、将贫瘦煤与瘦煤合并为瘦煤列示。

表 4 2017 年公司能源化工板块原料供应商
(单位: 万吨、万元)

客户	产品	结算方式	金额
山东能源集团有限公司	精煤	银承、现汇	171252.27
兖州煤业股份有限公司	精煤	银承、现汇	167415.63
柳林县华泰洗煤焦化有限公司	精煤	银承、现汇	123726.76
河南能源化工集团有限公司	精煤	银承、现汇	111093.09
华阳能源发展有限公司	精煤	银承、现汇	99701.23
合计	--	--	673188.98

资料来源：公司提供

电力供应方面，公司通过干熄焦发电、余热回收循环发电逐步形成 30 亿千瓦时发电能力。截至 2017 年底，公司已形成 7.7 亿千瓦时发电的年生产能力，其中铁雄冶金园区具备 3.67 亿千瓦时的年发电能力，与上年持平；铁雄新沙具备 3.68 亿千瓦时的年发电能力；铸造焦公司具备年产 0.34 亿千瓦时的发电能力，与上年持平。2017 年，铁雄冶金实际年发电 3.10 亿度，铁雄新沙实际年发电 2.00 亿度，铸造焦实际年发电 0.34 亿度。上述电量除自用外，其余入网对外销售，销售收入约为 7780 万元。

生产经营

截至 2018 年 3 月底，公司冶金焦和铸造焦产能分别为 800 万吨/年(铁雄冶金 400 万吨/年、铁雄新沙 400 万吨/年)和 100 万吨/年(铸造焦公司 100 万吨/年)。

铁雄冶金位于山东省邹平县，成立于 2003 年 6 月，2006 年 5 月经国家发改委验收，成为全国 74 家首批市场准入的焦化企业之一，先后荣获“国家焦化行业示范基地”、“山东省 A 级清洁生产企业”、“山东省节能工作先进企业”、“山东省环境友好型企业”、“滨州市民营科技企业”、“滨州市信息化示范企业”等荣誉称号。

铁雄新沙位于山东省巨野县，成立于 2007

年，由铁雄冶金、江苏沙钢集团有限公司和新汶矿业集团有限责任公司合资创立。2013 年 4 月，铁雄冶金收购江苏沙钢集团有限公司、江苏永钢集团有限公司所持铁雄新沙股权，截至 2017 年底，铁雄冶金合计持有铁雄新沙 85% 股权。

铸造焦公司位于山东省临沂市，成立于 2003 年，2013 年通过技改扩能至年产 100 万吨铸造焦，其生产的特级、一级铸造焦产品具有低灰、低水分、低硫、低磷、固定碳含量高、机械强度高、块度大等特点，广泛用于机械制造、精密铸造等行业，在国内具备较强的区域竞争力。铸造焦主要为山东省内重型装备生产企业的精密产品铸造提供特级铸造焦，同时产品出口日本、韩国、东南亚等国家和地区，占国内出口量的 70% 以上。

2017 年，公司与洪达化工签订合作协议，协议期限为 3 年，自 2017 年 4 月起实施，规定公司将精煤运给洪达化工进行加工；生产计划和详细技术指标由公司制定；要求洪达化工全年加工量不低于 100 万吨，加工费计算方式为 105 元/吨(湿基含水不超过 7%)焦炭(含焦丁焦粉)，煤焦差高于 600 元后每高 100 元洪达化工可享受 50% 分成；洪达化工对公司精煤、焦炭无销售权；公司同洪达化工共同管理精煤场、焦炭场、化验和过磅。通过分析合作协议，联合资信认为，公司已采用签署合作协议形式，对洪达化工形成产能托管。

洪达化工为洪业化工集团股份有限公司(以下简称“洪业化工”)能源化工板块主体，2017 年洪业化工业绩出现重大不确定性，经营出现困难。截至 2018 年 3 月底，公司仅对洪达化工日常经营进行托管，并未对其进行完全财务合并。

表 5 公司近年主要能源化工产品产销情况

产品		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
冶金焦	设计产能 (万吨/年)	800.00	800.00	920.00	920.00
	实际产量 (万吨)	789.87	790.46	820.06	218.67
	实际销量 (万吨)	785.03	780.14	816.48	213.16
	销售平均单价 (元/吨)	799.01	942.83	1635.42	1724.67
铸造焦	设计产能 (万吨/年)	100.00	100.00	100.00	100.00
	实际产量 (万吨)	79.77	79.65	83.80	22.41
	实际销量 (万吨)	79.85	79.12	83.76	22.35
	销售平均单价 (元/吨)	1364.20	1190.67	1783.22	1873.53
焦油	设计产能 (万吨/年)	40.00	40.00	40.00	40.00
	实际产量 (万吨)	36.23	36.30	33.87	8.66
	实际销量 (万吨)	36.06	36.19	34.52	8.41
	销售平均单价 (元/吨)	1545.01	1449.13	2508.22	2835.07
煤气	设计产能 (亿立方米/年)	20.00	20.00	20.00	20.00
	实际产量 (亿立方米)	14.30	11.54	11.66	2.98
	实际销量 (亿立方米)	14.30	11.54	11.66	2.98
	销售平均单价 (元/立方米)	0.70	0.64	0.62	0.59
粗苯	设计产能 (万吨/年)	12.00	12.00	12.00	12.00
	实际产量 (万吨)	11.88	11.44	11.24	2.86
	实际销量 (万吨)	11.85	11.53	11.34	2.82
	销售平均单价 (元/吨)	3555.54	3940.08	4525.52	4495.00
甲醇	设计产能 (万吨/年)	15.00	15.00	15.00	15.00
	实际产量 (万吨)	15.94	15.57	14.18	3.86
	实际销量 (万吨)	15.81	15.52	14.13	3.82
	销售平均单价 (元/吨)	1769.04	1731.66	2071.22	2369.31

资料来源：公司提供

注：公司将委托加工焦炭合作方洪达化工产能并入产能统计，受统计口径变更影响，2017 年公司设计产能、实际产量和实际销量有所调整。

产量方面，2015 年，公司冶金焦产量达到 789.87 万吨，铸造焦产量为 79.77 万吨，产能利用率分别达到 98.73% 和 79.77%，高于全国平均水平和山东省内水平；2016 年公司生产冶金焦 790.46 万吨，生产铸造焦 79.65 万吨，与 2015 年基本持平；2017 年，公司冶金焦、铸造焦实际产量均达到近年来新高，分别为 820.06 万吨和 83.80 万吨，主要原因为公司 2017 年将洪达化工委托加工计入公司产能产量统计所致。公司依靠大规模大批次的稳定产量和质量控制，近年来焦炭产品需求较好，连续实现全产全销，显示公司在焦化行业内较强的竞争能力。

焦炭副产品方面，公司拥有系统完善的炼焦配煤体系，能够根据各类副产品价格走势适时调整原料配比及副产品产出比例，但总体上，各类副产品产量仍受制于焦炭产量。2015

年以来，公司焦油、煤气、粗苯和甲醇产能分别为 40 万吨/年、20 亿立方米/年、12 万吨/年和 15 万吨/年，未发生变化；2017 年实际产量分别为焦油 33.87 万吨、煤气 11.66 亿立方米、粗苯 11.24 万吨以及甲醇 14.18 万吨，其中煤气部分产品部分供应公司子公司甲醇项目与玻璃生产项目，近年来供应量有所增长。公司各类副产品运营较为稳定，并基本实现全产全销。

2018 年 1~3 月，公司能源化工板块各产品产销良好，受统计并入洪达化工产能影响，公司冶金焦合并产量达到 218.67 万吨，产能利用率 95.07%，其余产品的产量保持单季度稳定；售价方面，焦炭、焦油和甲醇产品销售均价较 2017 年全年水平有所上升，粗苯销售均价较 2017 年全年均价略有下降，煤气产品价格则延续了下降趋势；销售方面，产销率仍然保持较

高水平，基本实现全产全销。

产品销售

销售区域方面，铁雄新沙利用运河优势，销售区域主要为山东省内、苏浙市场及长江流域；铁雄冶金主要面向周边钢铁企业，以山东省内为主、辐射沿海；铸造焦公司主产高级精密铸造焦，产品大部分出口至日本、韩国等。销售渠道方面，以直销钢企为主、贸易商为辅。销售客户主要为省内外大型钢铁集团。

表 6 2017 年公司焦炭产品前五大客户出货量
(单位：万吨、万元)

客户	产品	累计数量	销售金额
江苏镇鑫钢铁集团有限公司	焦炭	68.13	112368.17
安徽贵航特钢有限公司	焦炭	65.14	108208.61
山东传洋集团有限公司	焦炭	63.37	104232.24
中新钢铁集团有限公司	焦炭	61.76	102743.32
连云港兴鑫钢铁有限公司	焦炭	60.31	97785.43
合计	--	318.71	525337.78

资料来源：公司提供

产品定价方面，公司以山东焦化协会政策为指导，结合各地钢企采购价格、精煤采购价格及其他钢企销售价格，并综合考虑国家政策、公司库存来制定销售价格。总体上，公司产品销售以市价为主。

结算模式方面，公司销售产品原则上实行全额预收款（票据）政策，但近年在回款信用政策上有所放宽。公司对部分合作基础较好但资金周转较慢的主要产品客户延长信用期限，以促进销售。焦油等焦炭副产品均采用全额预收模式结算。

销售价格方面，受 2017 年原料煤炭价格上涨和下游供需偏紧影响，下游系列产品均价总体大幅上涨。2017 年公司冶金焦及铸造焦为 1635.42 元/吨和 1783.22 元/吨，分别较上年上涨 692.59 元/吨和 592.55 元/吨；焦油、粗苯和甲醇价格为 2508.22 元/吨、4525.52 元/吨和 2071.22 元/吨，分别上涨 1059.09 元/吨、585.44 元/吨和 339.56 元/吨；公司生产的工业煤气主要通过管道运输供应给焦化厂区附近的工业企业，近年来煤气价格呈下降趋势，主要原因

为公司为巩固下游销售渠道，对需求大、回款快、可预付的客户进行让利优惠，2017 年公司煤气销售均价为 0.62 元/立方米，较上年下跌 0.02 元/立方米。

总体看，公司能源化工板块各产品产能利用率及产销率维持较高水平，是公司较为稳定的收入来源。2017 年公司通过签订委托加工协议形式对洪达化工焦化产能实现控制，近年来市场环境利好下，公司炼焦产生的其他化工化产品毛利率水平较高，对公司利润水平形成了较好的支撑。

3. 物流清洁能源板块

公司物流清洁能源板块经营主体除铁雄冶金、铁雄新沙外，板块最大经营主体主要为山东物流集团有限公司（以下简称“物流集团”）及其权属子公司。物流集团系 2013 年经山东省政府批准，公司出资设立，总部设在济南，截至 2017 年底，物流集团注册资本为 28 亿元，公司持股 89.29%，总资产为 180.24 亿元，净资产为 93.33 亿元；2017 年实现营业收入 313.24 亿元，净利润 4.76 亿元。该板块主要分为物流供应链业务与 LNG 业务。

物流供应链业务

公司物流供应链业务以物流集团及其权属子公司为基础，建设“物流业务、金融、电子商务”一体化的金融服务型物流供应链集团公司，并逐步建成大宗原材料采购中心，为公司大宗原材料的采购提供保障，以有效降低原材料采购成本，提高企业议价能力。

在物流供应链业务商品定价方面，公司利用所经营业务品种的市场规律，对所经营商品价格波动在走势预测的基础上进行定价，择机进行交易。

结算制度方面，物流集团贸易交易采用集团和子公司两级审批制，现正开发供应链贸易管控平台，通过集团内部不同层级和不同部门以区块链模式进行分节点进行流程审批和管控，同时使用履约保函等进行风险规避，在合

同中明确约定货物品质、验收、数量争议、逾期付款和不（完全）履行合同等协商和处理条款，确保物流供应链贸易风险可控。供应链贸易合同涉及的贸易结算制度主要有（1）现汇/电汇（先货后款或先款后货）：全部货到卸完且验收合格后需方支付货款，供方为买方开具17%增值税专用发票；（2）部分现汇：部分银行承兑，合同总货款约50%以现汇方式支付，约50%以银承方式支付，供方提供装车数量及磅单后，待需方收到供方提供的17%增值税专用发票后，需方支付已发运货物货款；（3）银行承兑汇票等票据结算：供方合同约定供货量供货并开具17%全额增值税发票，承兑结算（承兑为六个月），同时要求下游企业先行支付与开立证保证金比例相当的预付款，余款在信用证和银行票据到期之前付齐，确保在信用证到期之时能够不动用集团自有现金实现业务自偿，同时公司利用金融结算工具获得赊销资金的时间价值回报，达到物流供应链业务与金融的有机结合，多方面提高盈利能力。

公司在实际操作过程中将预留账期的利率放到交易价格中，在面对大客户时，在保证余款可以在公司票据到期之前回收款项，在不动用公司自有现金的前提下，预留账期的利率可以在交易价格中进行让利。集团在供应链金融业务运作中选择上下游时均为选择规模大、有影响力、信誉好的客户运作，降低应收账款发生坏账可能。

2015年以来，公司物流供应链业务收入规模不断扩大，公司通过对客户商品资料的深入比对分析，市场的深度调查分析以及充分利用各大矿务局的量价优惠条件，通过集中采购等方式降低采购成本，加强与国有大中型企业等的联系和合作，不断拓展物流供应链业务，促使物流供应链收入不断提高。

物流集团具备省建设厅颁发的省级燃气经营许可资质，具备商务部颁发的成品油批发资质，具备危化品经营、仓储、运输资质。同时，物流集团依托与中海油的合作，打造形成

集原油供应、加工到成品油批发、零售一体化的产业链条，以自有油气站点为平台，以互联网“大数据”为支撑，最终形成“云邦”油气智能联盟终端。

公司物流供应链业务主要品种为煤炭、焦炭及化产品、钢材矿石等大宗商品。煤炭、焦炭方面，煤炭是公司主营实体所需的最主要原材料，煤炭贸易是公司产业链上游的延伸。集团公司焦炭产能每年900万吨，每年生产用煤量为1200~1300万吨，煤炭采购用量处于国内用量前列。公司与大型煤企签订了《煤炭采购战略合作协议》，物流集团利用差价进行“产品供销+质量管理+运输双向配货”的物流供应链综合运营，与客户分享利润差。公司是山东能源集团、兖矿集团同意使用商业承兑汇票结算的客户，财务费用低于同行业平均水平。公司利用银行信用证和商业承兑授信财务成本低的优势，为上下游客户提供物流供应链服务，节约的财务费用由双方分享，使之占有优势客户群。同时利用物流集团的运输车辆，进行统筹调度，上下游运输实现双向配货。

2017年，公司物流供应链业务实现收入512.45亿元，同比增长1.86%，实现毛利润12.83亿元，同比减少25.49%，实现毛利率2.50%，同比下降0.92个百分点。排除价格变动因素，公司实际贸易供应量业务量有所降低。公司物流供应链业务包含贸易业务与供应链业务，其中公司对供应链业务提供资金代垫服务，毛利率较一般贸易业务高。2017年煤炭、焦炭及化产品、钢材等大宗商品的价格大幅上涨，下游客户需求量减少。在此市场行情下，公司为减少资金占用而适度降低了供应链业务比重，低毛利率的贸易业务比重增加，造成公司物流供应链板块毛利率整体下降。

与公司能源化工板块密切相关的煤炭贸易业务额占39.17%，焦炭及化产品业务额占38.60%，其他产品业务额占比较为分散。

2018年1~3月，公司物流供应链业务实现业务额159.20亿元，毛利率为2.91%，较2017

年全年水平有所回升；结构方面，公司主要贸易品类仍然为煤炭、焦炭及化工产品为主，其他品类比重较 2017 年略有调整。

表 7 公司物流供应链业务收入构成统计（单位：亿元、%）

产品类别	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	业务额	占比	毛利润	业务额	占比	毛利润	业务额	占比	毛利润	业务额	占比	毛利润
煤炭	131.35	43.62	7.31	176.35	35.05	6.75	200.74	39.17	4.87	53.05	33.32	1.57
棉花	5.71	1.90	0.25	4.48	0.89	0.15	11.32	2.21	0.23	2.33	1.46	0.05
焦炭及化工产品	97.62	32.41	5.24	149.32	29.68	5.43	197.82	38.60	5.25	69.28	43.51	2.17
各类钢材矿石	59.65	19.81	2.08	--	--	--	--	--	--	--	--	--
钢材线材板材	--	--	--	66.88	13.29	1.09	26.82	5.23	0.61	7.64	4.8	0.20
矿石矿粉	--	--	--	42.87	8.52	2.1	13.60	2.65	0.47	13.06	8.21	0.27
橡胶、铝锭铅锭等	4.21	1.4	0.18	--	--	--	--	--	--	--	--	--
大豆	1.33	0.44	0.05	--	--	--	--	--	--	--	--	--
聚乙烯	1.28	0.42	0.05	2.96	0.59	0.09	--	--	--	--	--	--
纯碱	--	--	--	22.04	4.38	0.45	10.13	1.98	0.25	7.07	4.44	0.17
油料	--	--	--	30.03	5.97	0.69	20.72	4.04	0.37	--	--	--
运输仓储及其他物流产品收入	--	--	--	8.17	1.62	0.47	31.29	6.11	0.78	6.77	4.25	0.21
总计	301.16	100.00	15.16	503.10	100.00	17.22	512.45	100.00	12.83	159.20	100.00	4.64

资料来源：公司提供

注：上表中部分合计值位数不一致为四舍五入所致。

2017 年，公司物流供应链业务前五大客户包括青岛港国际贸易物流有限公司、珠海粤裕丰钢铁有限公司、中铝青岛国际贸易有限公司、济南铁路煤炭运贸集团有限公司和厦门恒兴集团有限公司，交易产品主要以煤炭和焦炭及化工产品为主，合计金额约 75.28 亿元，占公司物流供应链业务板块收入的 14.69%，大客户集中度较低。

表 8 2017 年贸易前五大客户情况

（单位：万吨、亿元）

单位名称	产品	销量	金额
青岛港国际贸易物流有限公司	焦炭、煤炭	116.61	17.87
珠海粤裕丰钢铁有限公司	焦炭、煤炭	103.94	16.05
中铝青岛国际贸易有限公司	焦炭、煤炭	168.96	14.64
济南铁路煤炭运贸集团有限公司	焦炭、煤炭	158.81	13.82
厦门恒兴集团有限公司	焦炭及化工产品	29.89	12.90
合计	--	--	75.28

资料来源：公司提供

2017 年，公司物流供应链业务供应商方面，煤炭贸易前五大供应商以煤炭生产商为主，前五大供应商交易金额 89.58 亿元；焦炭贸易前五大供应商以贸易公司为主，前五大供

应商交易金额为 81.52 亿元。

总体看，物流供应链业务的发展有助于沟通协调公司各生产基地采购、销售等信息，并培育大客户，稳定客户群，较大规模的物流供应链业务也为公司采取承兑汇票、国内信用证等方式融资提供了运作平台。但同时近年来公司物流供应链业务毛利润水平不断下降，影响了公司整体盈利水平。

清洁能源（LNG 加气站）项目

为了深入贯彻《山东省现代物流业“十二五”发展规划》的要求，解决雾霾等环境污染问题，加快环境治理步伐，响应山东省淘汰 116 万辆黄标车的大趋势，山东省经济和信息委员会推动并组织物流集团编制了《山东省物流园区 LNG 加气站申报站点方案》（鲁建燃热字【2013】27 号），该方案要求物流集团在全省范围内新建 305 个 LNG 加气站，同时形成统一管控平台。

2015 年 1 月，山东省住房和城乡建设厅、山东省发展和改革委员会、山东省国土资源厅等九大部门联合下发《关于组织做好〈山东省物流园区 LNG 加气站建设规划〉实施的通知》

(鲁建燃热字【2015】1号), 该文件的下发, 赋予了物流集团在物流园区内建设 LNG 加气站的排他性权利, 对物流集团牵头整合山东省物流产业及推广清洁能源提供了支持。规划最终建设共计 305 座加气站, 总投资约为 25.00 亿元 (不含土地价值), 公司目前工程投入合计 13.84 亿元。

2015~2017 年, 公司分别投运各类油气站 124 座、80 座和 4 座, 截至 2017 年底, 物流集团已运营油气站合计总数为 209 座, 其中 LNG 站为 155 座, 其余 54 座为 CNG、LNG、柴油、汽油综合站。公司于 2017 年放缓油气站收购进度, 主要系山东省内 LNG 需求增速放缓, 部分地区终端用量不及预期所致。

表 9 公司油气站发展规划 (单位: 座)

年份	投运油气站数 (累计)	投资金额
2016 年	204 (2015 年 124 座、2016 年 80 座)	19.90 亿元 (2015、2016 年累计)
2017 年	至 2017 年底已投运 209 座	0.60 亿元
2018 年	计划投运 230 座	2.00 亿元

资料来源: 公司提供

自公司清洁能源项目推进以来, 公司 LNG、CNG 等清洁能源收入快速提升, 2017 年实现收入 52.21 亿元, 板块毛利率 9.47%, 较上年同比下降 8.27 个百分点, 主要因为清洁能源收入除了场站销售的收入以外, 增加了规模采购销售等其他的经营模式, 新增板块毛利率较低, 拉低了整体毛利率。

4. 金融投资板块

公司金融投资板块经营主体为中融金控 (青岛) 集团有限公司 (以下简称“中融金控”)。2015 年, 公司成立中融金控 (青岛) 资本管理有限公司 (2016 年 1 月 22 日更为现名) 作为公司金融投资板块的业务主体, 注册资本 (实收资本) 125 亿元。截至 2017 年底, 公司持有中融金控 67.20% 的股份。

中融金控总部设在上海, 下设上海朴沃资产管理有限公司、北京川沃股权投资基金管理

有限公司、深圳深沃资产管理有限公司、青岛融衍资产管理有限公司等。中融金控致力于完善金控平台、做大资管规模、强化产融结合, 开展了股权投资、资产管理、并购重组和财务顾问四条业务线。

公司金融资产收益主要体现于金融投资板块营业收入 (控股)、投资收益 (参股) 和公允价值变动损益, 金融投资板块收入来源主要是财务顾问及咨询、基金和理财产品。2017 年, 金融投资板块营业收入为 0.74 亿元, 其中 0.63 亿元为资金使用费收入, 0.11 亿元为收取的基金管理费收入。2018 年 1~3 月, 公司金融投资板块无营业收入。

表 10 公司主要参控股金融机构情况 (单位: 万元、%)

名称	时间	取得成本	持股比例	2017 年底净值
晋城银行	201512	75563.45	14.29	92324.42
厦门国际银行	201604	80512.54	3.35	130123.10
中华联合财产保险股份有限公司	201609	194940.00	7.79	263302.63
厦门农村商业银行	201612	54000.00	5.39	67705.40

资料来源: 公司提供

2015 年 12 月, 公司以 7.56 亿元总投资获得晋城银行 14.29% 的股权, 成为该行第一大股东, 截至 2017 年底, 公司所持晋城银行股权净值为 9.23 亿元, 较持有成本增值 22.18%。

公司于 2016 年 4 月与亚洲开发银行签署相关协议, 约定以每股 3.76 元的价格收购亚洲开发持有的厦门国际银行 213792000 股 (占总股本比例为 3.35%), 交易总金额为 8.05 亿元。截至 2017 年底, 公司将所持厦门国际银行股权列入交易性金融资产科目, 账面价值为 13.01 亿元, 较持有成本增值 61.62%。

2016 年 9 月, 公司以 19.49 亿元总投资获得中华联合财险 11.40 亿股的股权, 2017 年公司所持中华联合财产保险股份净值为 26.33 亿元, 较取得成本增值 35.07%。2017 年, 公司权益法下对所持中华联合财险股份确认收益 1.22 亿元。

2016年12月，公司以5.40亿元总投资获得厦门农商行5.39%的股权。2016年公司参股厦门农商行获得投资收益为0.86亿元。2017年公司权益法下对所持厦门农商行股份确认收益0.51亿元。

除投资入股银行、保险类大型金融机构外，公司近年来设立多个基金，包括：

宁波梅山保税港区融沃股权投资基金合伙企业（有限合伙），该基金的投资和设立与公司矿业开发相结合，投资方向为境内外的贵金属、有色金属、稀有金属矿产资源勘探、开发、采选冶炼、区域矿业行业整合等，目的为助力公司矿业板块实现产业链完善与整合，实现规模效应。截至2017年底，该基金账面余额20.00亿元，列入公司可供出售金融资产。

青岛鼎胜鑫达股权投资基金有限公司：该基金投资方向主要为清洁能源、节能降耗、环保治理三个领域，以助力新大集团化工能源板块的做大做强，包括使用清洁能源LNG、CNG替代煤炭等高污染燃料、LNG新能源载重汽车的使用推广，LNG、CNG综合能源站建设，能源使用过程的节能降耗、煤化工生产企业的烟尘治理和脱硫脱硝。截至2017年底，该基金账面余额20.00亿元，列入公司可供出售金融资产。

青岛财赢智通基金管理有限公司：该基金成立目的为助力新大集团物流清洁能源板块的产业价值链整合，加速物流清洁能源板块中的运输、清洁能源站、供应链管理及物流园区项目发展，寻找机会入股港口等，为集团物流清洁能源板块提供协同支持。截至2017年底，该基金账面余额10.00亿元，列入公司可供出售金融资产。

2017年公司收回对青岛一水资产管理有限公司（减少5.49亿元）、诚联融资租赁有限责任公司（减少8.20亿元）、上海弘特资产管理有限公司（减少20.00亿元）、北京朴华永屹资产管理有限公司（减少10.00亿元）等对象投资。

表11 公司2017年重大投资回收情况（单位：万元）

收回对象	收回金额	2017年收益
青岛一水资产管理有限公司	5.49	0.33
诚联融资租赁有限责任公司	8.20	0.31
上海弘特资产管理有限公司	20.00	0.59
北京朴华永屹资产管理有限公司	10.00	0.01

资料来源：企业提供

注：北京朴华永屹资产管理有限公司收益实际为存款利息。

公司投资青岛一水资产的原因为看好不良资产处置业务的前景，投资诚联融资租赁的原因为看好融资租赁市场的前景。为保证资产安全性，采用可转债的形式进行投资（保留退出投资或者债权转股权的选择权）。随着公司金融股权投资和资产管理业务的开展，公司决定收回对青岛一水资产和诚联融资租赁的投资，用于投资更好的项目。公司上述投资2017年分别获得收益3326.83万元和3144.88万元。

公司投资上海弘特资产管理有限公司项目计划为增加短期闲置资金的投资收益，即利用上海弘特的渠道优势在保证资金安全的前提下，获取更高的收益，未计划长期持有，目前已收回该笔投资用于其他项目。公司收回上述投资2017年共获得收益5856.03万元。

公司收回对北京朴华永屹资产管理有限公司投资10亿元的原因为公司欲设立的基金未在规定时间内募集完毕，公司收回了该笔投资。

2017年，公司上述按成本计量的金额较大的可供出售金融资产无现金分红和减值准备。

总体看，公司金融投资板块业务中，对外金融股权投资近年来取得了较好的投资增值效果；公司成立各类基金，以服务公司各实体板块为出发点。但同时联合资信也关注到，公司投资金融资产规模庞大，对公司投资管理能力提出挑战；公司所投资标的资产多未在公开市场交易，金融资产流动性有待观察；不断加强的金融监管对公司金融投资板块经营可能造成压力。

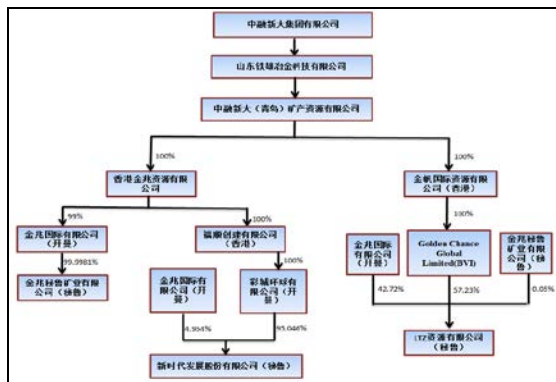
5. 矿产资源

为实现产业的多元化发展目标，公司于

2016 年通过下属子公司铁雄冶金先后收购了香港金兆资源有限公司（以下简称“香港金兆”）、金帆国际资源有限公司（香港）（以下简称“香港金帆”）和福顺创建有限公司（香港）（以下简称“香港福顺”）100%股权，股权转让价款合计 55.24 亿元，通过现金和双方债务冲抵等方式完成交割，并分别进行了公示。

收购完成后，综合考虑项目备案及办理外汇、海关、出入境管理、税收等相关事项的便利性，公司对相关主体的股权又进行了调整，调整后股权架构如下：

图 5 股权转让完成后相关主体股权架构图



资料来源：公司提供

上述收购及调整完成后，公司实际拥有了金兆秘鲁矿业有限公司（秘鲁）、LTZ 资源有限公司（秘鲁）、新时代发展股份有限公司（秘鲁）名下 39 个矿权（矿权占地面积 263 平方公里）的所有权，其中 15 个矿权已探明。

收购完成后，公司聘请多家第三方评估机构对已探明的 15 个矿权价值进行评估，受评估采选方案调整影响，矿石开采规模大幅增加，采选工艺增加浮选磁选过程，产品由单一低品位的铁精矿变成 68% 高品位铁精矿及铜金矿和硫钴精矿。经中国国际工程咨询公司、中国冶金地质勘探总局山东分局正元公司、北方亚事资产评估有限公司、国土资源部储量评审中心等评估机构核实认定，秘鲁邦沟多金属矿属于世界上最大的单体夕卡岩型金铜铁多金属矿床。按照国土资源部储量评审中心评审数据，上述 15 个矿权已探明储量为铁

矿 38.49 亿吨、铜金属量 366.63 万吨、金金属量 215.29 吨、银金属量 2.9 万吨、钴金属量 20.66 万吨。经上述储量调整后，主要受矿权价值变动影响，公司 2016 年度审计报告无形资产为 800.11 亿元，同比增加 690.04 亿元；未分配利润为 523.14 亿元，同比增加 469.51 亿元；2016 年公司实现营业外收入 460.49 亿元。截至 2017 年底，公司无形资产中矿权资产年末余额 687.89 亿元，占公司资产总额的 43.58%。

目前公司矿产资源经营主体为中融新大（青岛）矿产资源有限公司，办公地点为青岛市崂山区东海东路 58 号极地金岸 4 号楼；注册资本为人民币 105 亿，其中山东铁雄冶金科技有限公司占股 80%，永泰控股集团有限公司占股 20%。截至 2018 年 3 月底，员工 118 人，国内 40 人，秘鲁 78 人，其中高层管理 15 人，外籍员工 51 人。2016 年 12 月，永泰控股集团有限公司通过增资扩股，投资人民币 100 亿元入股中融新大（青岛）矿产资源有限公司，持股比例为 20%，根据公司提供的转账记录，该笔投资资金已全部到位。

截至 2017 年底，公司秘鲁矿产资源仍处于进一步勘探阶段，2017 年勘探工程量 11674.24 米，钻孔 18 个；平均见矿厚度 101 米。累计取样 4751 件。水文地质孔 2 个，工程量 775 米，矿产增储 3800 万吨（公司 2017 年末对矿产资源价值进行重估）；边坡稳定性评价工程地质孔 2 个，工程量 200 米。目前公司尚未对矿产实施开采，根据公司开发计划，矿山开采将采用外包形式进行，已开展与潜在外包合作方的谈判工作，规划项目一期开采规模 5000 万吨/年，预计一期投资金额为 19.58 亿美元，并计划项目二期开采规模 7000 万吨/年、项目三期开采规模为 1500 万吨/年。截至 2018 年 3 月底，矿区营地房建设已部分完工；矿区电力线路、道路等辅助工程正在进行中；公司矿山环评批复已获得，并取得了公司位于秘鲁阿雷基帕大区，卡拉贝利省，贝拉和洛马

斯地区的4个矿权的第一阶段剥岩开采活动许可。

公司同时计划建设配套港口圣胡安港口，位于秘鲁西南部伊卡省马尔科纳市圣胡安湾。港口西临太平洋，南侧为已废弃的军用码头，北为首钢秘鲁铁矿股份有限公司所属圣尼古拉斯码头，距离矿区选厂约30公里。港口西南边有突出的岬角掩护，海洋条件良好，属于天然的良港。港口计划建设为公共码头项目，承担一般海运货物的进出口业务，主要承担公司铁精矿产品的海运装货。按照公司规划，港口一期计划建设1个30万吨级散货泊位（兼靠40万吨级）、工作船泊位及1个5万吨级综合泊位；二期计划建成后规模为2个30万吨级泊位（外挡兼靠40万吨级船舶）、工作船泊位、1个3万吨级综合泊位及1个5万吨级集装箱泊位。建设投入方面，计划寻找合作伙伴共同建设。截至2018年3月底，预环评已获得批复，公司等待圣胡安港口的私人申请公共码头项目的申请批复以及港口环评批复。

总体看，公司矿产资源储量丰富，价值得到评估机构和审计机构认可，后期开发潜力较大，顺利开发后有望大幅提升公司营业收入规模；同时联合资信关注到，上述矿产资源后期开发进度具有一定不确定性，同时矿产资源价

值占公司资产规模比例较高，一定程度上影响了公司资产稳定性和流动性，且矿产开发与港口建设所需投资规模较大，联合资信将密切关注公司矿产资源板块后续发展。

6. 经营效率

2015~2017年，受公司票据结算增多，应收类资产比例逐年上升影响，公司销售债权周转次数波动下降，近三年加权平均值为7.43次，2017年为6.49次；同时，受以贸易为主的营业收入规模持续增长影响，公司存货周转次数持续增长，近三年加权平均值为21.92次，2017年为23.87次；公司总资产周转次数受资产总额快速增长影响有所下降，近三年加权平均值为0.62次，2017年为0.51次。

总体看，公司经营效率正常。

7. 在建项目及未来发展

截至2017年底，公司主要在建项目包括清洁能源加气站项目、新沙焦炉煤气综合利用项目等，其中，多数项目已建成投入使用；北海临港物流工业园项目工程正在按政府新的规划，进行调整设计，暂停投资。除北海临港物流工业园项目外，项目总体投资约51.75亿元，已投资金额36.42亿元。

表12 截至2017年底公司主要在建项目（单位：亿元、%）

	项目名称	计划投资	截至2017年底已完成投资额	完工进度	未来计划投资		
					2018年	2019年	2020年
1	办公楼项目	1.75	1.87	100.00	0.00	0.00	0.00
2	铁雄技改项目	3.50	3.40	97.14	0.10	0.00	0.00
3	铁雄冶金干熄焦项目	1.80	1.36	75.56	0.20	0.00	0.00
4	北海临港物流工业园项目	--	4.84	--	--	--	--
5	清洁能源加气站项目	25.00	13.84	55.35	3.72	3.72	3.72
6	干熄焦及余热发电项目	4.70	4.71	10.00	0.00	0.00	0.00
7	新沙焦炉煤气综合利用项目	7.50	7.10	94.55	0.40	0.00	0.00
8	新沙二期生产线建设及玻璃生产线升级改造	2.00	1.68	84.50	0.32	0.00	0.00
9	铁雄、新沙脱硫脱硝改造等	2.00	1.86	93.00	0.14	0.00	0.00
10	储配一体化煤仓项目	3.50	0.60	17.00	1.70	1.20	0.00
合计		51.75	36.42(除北海临港物流工业园项目)	--	6.58	4.92	3.72

资料来源：公司提供

注：完工进度按投资额概算；部分项目中公共费用划出核算口径，数值较上期有所调整；北海临港物流工业园项目涉及调整，暂停投资；统计口径与财务统计口径存在差异，部分项目已经转入固定资产；未来投资额为估算数据。

“十三五”期间，在金融业务方面，公司将以中融金控为运营主体，立足北京、上海、深圳、青岛发展包括股权投资、并购重组、资产管理、财务顾问等在内的主营业务，并以金融为切入点，深化产融结构，推动产融结合，为公司能源化工、物流清洁能源、矿产板块的实体运营提供全面且有针对性的金融服务。

大宗商品物流方面，公司以山东物流集团有限公司为主体平台，在全省内建设物流体系整合集团现有物流资源，同时积极寻求省内外合作伙伴，计划控股或相对控股 30 家以上有区位优势物流企业及园区，直接或间接管理运营 10000 辆以上运输车辆；高效运营年吞吐量 1000 万吨、10 万吨级的龙口宏港公司深水码头。参与秘鲁邦沟金铜钴铁多金属矿专用码头的建设运营，承揽远洋运输业务。利用北海冶金临港工业区的土地资源，依托滨州港优势建设临港现代物流工业园区。

在 LNG 新能源板块，公司计划依托与中海油的油气供应合作项目价格优势，成为山东省 LNG 最大的贸易供应商。按照九厅局建设物流园区 LNG 站点的要求，全力实施 305 个 LNG 站点的建设。依托自有油品码头及仓储设施，打造从原油供应、加工、成品油批发、零售一体化的产业链条，最终形成“云邦”油气智能联盟终端。

在能源化工板块，公司计划依托资本和现有规模优势，纵向延伸化工产业链，横向依托清洁燃气和化产资源，整合相关、相近的产能资源，引进吸收环保、安全先进技术，形成资源循环、热电循环、产业延伸的绿色循环经济运行体。

矿产资源板块，公司在保持控股的前提下，将通过勘探增储、部分股权出让等方式取得整个项目的开发、建设及流动资金，使项目获得充足的开发资金，确保矿产公司实现开发收益和资产增值。矿产公司通过开发运营邦沟多金属矿项目实现稳定收益，同时将通过矿产资源资产的证券化，实现中融新大矿产资源板

块的可持续发展。

金融投资板块，公司该板块主要重点领域为股权投资、资产管理、并购重组和财务顾问等业务。目前已投资多家银行和保险机构，以物流云结算平台、财产保险、产业基金、资金中心为载体，为实体产业提供全方位支持。目前，金融股权基本配置完毕，规模不会大幅增加。未来将进一步优化组合，保持持有资产的规模及流动性，加强战略合作，拓宽融资渠道，与实体主业产融结合，实现协同效应。

总体看，“十三五”期间是公司的重要转型期，公司在保持传统焦化行业龙头地位的同时，主动向物流清洁能源、金融投资、矿产资源行业拓展业务，以规避单一焦化行业的运营风险，有效提升公司的可持续发展能力。

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2015~2017 年合并财务报告，中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）分别对各年度财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2018 年 1~3 月财务数据未经审计。

2015 年，公司合并报表范围新纳入子公司 40 家，其中投资设立 34 家，非同一控制下合并纳入 6 家；2016 年，公司纳入合并范围的子公司比上年度增加 81 家，其中投资新设立子公司 22 家，非同一控制下合并纳入 13 家；2017 年，公司纳入合并范围子公司比上年度增加 14 家，其中投资新设立 21 家，非同一控制下企业 1 家，另有新泰市宝泉成品油有限公司、莱芜恒运能源有限公司、泰安市清恒能源有限公司于年内注销。2015 年以来公司合并范围变动较大，对财务数据可比性有一定影响。

截至 2017 年底，公司资产（合并）总额为 1578.30 亿元，所有者权益合计 910.23 亿元（含少数股东权 231.91 亿元）；2017 年公司实现营业收入 753.32 亿元，利润总额 48.66 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产（合并）总额为 1557.50 亿元，所有者权益合计 919.65 亿元（含少数股东权益 232.65 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 220.70 亿元，利润总额 11.85 亿元。

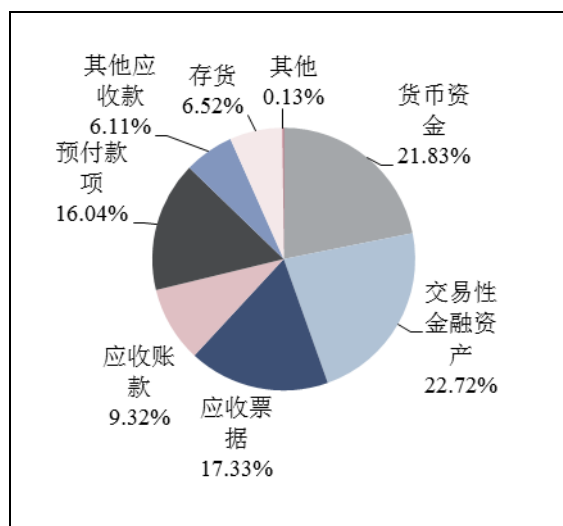
2. 资产质量

2015~2017 年，受公司业务规模的快速扩张和 2016 年秘鲁矿产评估增值影响，公司资产总额快速增长，年均复合增长率为 61.65%。截至 2017 年底，公司资产总额合计 1578.30 亿元，同比增长 12.52%。其中，流动资产占比 31.79%，非流动资产占比 68.21%。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长率为 28.06%，增长主要来自货币资金、交易性金融资产和应收票据增长所致。截至 2017 年底，公司流动资产合 501.77 亿元，主要由货币资金、交易性金融资产、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。

图 6 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

注：以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产和衍生金融资产合计计入交易性金融资产核算

2015~2017 年，公司货币资金波动中有所增长，年均复合增长率为 19.48%。截至 2017 年底，公司货币资金合计 109.44 亿元，其中 75.93 亿元为公司向银行申请开具银行承兑汇

票所存入的保证金存款及定期存款等，保证金比例 50%~100%不等，受限的银行承兑汇票保证金金额及受限定期存款为 55.32 亿元，受限规模较 2016 年底的 15.05 亿元大幅增长，主要原因为票据保证金受限期限有所延长所致。

2015~2017 年，公司交易性金融资产快速增长，年均复合增长 74.84%，截至 2017 年底为 113.89 亿元，同比增长 156.53%，其中公司权益工具投资由 2016 年底的 44.37 亿元减少至 7.12 亿元，部分 2017 年重分类至以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产；指定为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产合计 106.77 亿元，包括公司于 2017 年 1 月与烟台润仕通投资企业（有限合伙）签订股份权益转让协议所收购的金融资产 93.73 亿元（吉林天兴资产评估有限公司于 2018 年 1 月 25 日对该部分金融资产公允价值进行了评估确认）和厦门国际银行有限公司股权 13.01 亿元，该部分金融资产并无公开市场交易，流动性有待考察。

2015~2017 年，随着能源化工、金融投资、物流业务与 LNG 新能源、矿产资源四大业务板块规模的扩大及业务总量的增长，公司采用票据结算方式增多，应收票据快速增长，年均复合增长率为 205.87%。截至 2017 年底，公司应收票据为 86.86 亿元，同比增长 47.00%，全部为银行承兑汇票。

截至 2017 年底，公司非受限现金类资产合计 254.87 亿元，占流动资产比例为 50.80%。

2015~2017 年，公司应收账款有所波动，年均复合变动率为 0.29%，截至 2017 年底，公司应收账款账面余额合计 46.74 亿元，同比增长 18.12%，与收入规模增长相符。公司应收账款中账龄 1 年以内款项占比 95.44%，1~2 年款项占比 3.52%，2 年以上款项占比 1.04%，共计提 0.14 亿元坏账准备。按欠款方归集的期末余额前五名应收账款合计金额占应收账款期末余额合计数的比例为 15.59%。公司应收账款整体账龄较短，集中度较低。

表 13 截至 2017 年底公司前五大应收账款客户情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	期末余额	账龄	占应收账款总额比例
山东鲁丽钢铁有限公司	2.12	1 年以内	4.52
江苏省镇鑫钢铁集团有限公司	1.59	1 年以内	3.38
连云港兴鑫钢铁有限公司	1.24	1 年以内	2.64
安徽省贵航特钢有限公司	1.21	1 年以内	2.57
珠海粤裕丰钢铁有限公司	1.16	1 年以内	2.48
合计	7.31	--	15.59

资料来源: 公司财务报告

2015~2017 年, 公司预付款项快速增长, 年均复合增长率为 36.13%, 截至 2017 年底, 公司预付账款为 80.39 亿元, 较上年底增长 6.77%, 主要为预付货款、预付加气站合作方收购意向款和预付技改、环保等设施工程款。账龄方面, 公司预付款项 1 年以内款项占比 97.37%, 1~2 年款项占比 2.62%, 2 年以上款项占比 0.01%。公司前五大预付对象全部为供应商, 占预付款总额比例为 26.53%。

表 14 截至 2017 年底公司前五大预付对象情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	期末余额	账龄	占预付账款总额比例
金建工程设计有限公司	11.54	1 年以内	14.34
柳林县华泰洗煤焦化有限公司	3.94	1 年以内	4.90
华阳能源发展有限公司	2.92	1 年以内	3.62
青岛隆宇坤国际贸易有限公司	1.56	1 年以内	1.94
兖州煤业股份有限公司	1.39	1 年以内	1.73
合计	21.36	--	26.53

资料来源: 公司财务报告

2015~2017 年, 公司其他应收款波动下降, 年均复合变动率为-31.87%。截至 2017 年底, 公司其他应收款受业务款、保证金及抵押金等增长影响, 为 30.61 亿元, 同比增长 36.41%。账龄方面, 账龄 1 年以内款项占比 89.65%, 1~2 年款项占比 7.88%, 2 年以上款项占比 2.47%。共计提坏账准备 0.20 亿元。其他应收款前五名合计 8.00 亿元, 占其他应收款账面余额的 24.90%, 均为业务往来款。

表 15 截至 2017 年底前五大其他应收款客户情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	期末余额	账龄	占总额比例	款项性质
青岛泰格企业发展有限公司	2.20	一年以内	6.85	业务往来款
山东中博建安有限公司	1.97	一年以内	6.14	业务往来款
山东新智能源科技有限公司	1.40	一年以内	4.36	业务往来款
山东万和通物流有限公司	1.38	一年以内	4.31	业务往来款
山东天业建设工程有限公司	1.04	一年以内	3.24	业务往来款
合计	8.00	--	24.90	--

资料来源: 公司财务报告

2015~2017 年, 公司存货规模波动增长, 年均复合增长率为 10.16%。截至 2017 年底, 公司存货为 32.67 亿元, 同比增长 23.82%, 主要为原材料 14.20 亿元和库存商品 17.04 亿元, 其中, 原材料较年初增长 30.83%, 库存商品较年初增长 17.39%, 该变化主要原因为 2017 年底原材料煤炭和库存商品焦炭等产品单位价格的上升。公司未计提存货跌价准备, 存在一定存货跌价风险。

非流动资产

2015~2017 年, 公司非流动资产规模快速增长, 年均复合增长率为 90.05%, 截至 2017 年底, 公司非流动资产合计 1076.53 亿元, 同比增长 2.47%, 主要包括可供出售金融资产(占 8.01%)、长期股权投资(占 4.02%)、投资性房地产(占 3.38%)、固定资产(占 7.75%)和无形资产(占 74.23%)等。

2015~2017 年, 公司可供出售金融资产规模快速增长, 年均复合增长率为 24.67%, 截至 2017 年底, 公司可供出售金融资产同比大幅增长, 为 86.24 亿元, 同比增长 30.84%, 全部为按成本计量的可供出售权益工具, 金额较大的被投资单位包括宁波梅山保税港区融沃股权投资基金合伙企业(有限合伙)(20.00 亿元)、苏州京沃富达投资合伙企业(有限合伙)(32.60 亿元)、青岛财赢智通基金管理有限公司(10.00 亿元)和青岛鼎盛鑫达股权投资基金有限公司(20.00 亿元)。2017 年公司收回对青岛一水资

产管理有限公司（减少 5.49 亿元）、诚联融资租赁有限责任公司（减少 8.20 亿元）、上海弘特资产管理有限公司（减少 20.00 亿元）、北京朴华永屹资产管理有限公司（减少 10.00 亿元）等对象投资。

2015~2017 年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长率为 129.03%，主要为公司 2016 年增加对厦门农村商业银行股份有限公司和中华联合财产保险股份有限公司投资所致。截至 2017 年底，公司长期股权投资为 43.29 亿元，同比增长 7.12%，全部为权益法下确认的投资收益。公司长期股权投资均为对联营企业的投资，主要被投资单位为山西晋城银行股份有限公司、中华联合财产保险股份有限公司和厦门农村商业银行股份有限公司。2017 年公司长期股权投资对象发放现金股利或利润为厦门农村商业银行股份有限公司的 16.60 万元，无其他现金收益。

2015~2017 年，公司投资性房地产全部为采用公允价值计量模式的投资性房地产，受房地产价格上涨影响，公司投资性房地产快速增长，年均复合增长率为 36.26%。公司投资性房地产主要涉及公司在淄博市张店区柳泉路 97 号办公楼项目、张店区中心路 188 号综合楼项目及青岛市崂山区东海东路 58 号办公楼项目，山东智乾土地房地产评估咨询有限公司对上述房地产价值出具了评估报告。截至 2017 年底，公司投资性房地产为 36.43 亿元，同比增长 42.74%，主要原因为公允价值变动 4.07 亿元和转入 6.84 亿元，总成本为 11.30 亿元。投资性房地产中部分青岛办公楼项目（账面价值 3.37 亿元）产权证书仍在办理中。

2015~2017 年，公司固定资产波动增长，年均复合增长率为 4.92%。截至 2017 年底，公司固定资产同比减少 5.78%，为 83.42 亿元，年内公司购置（5.46 亿元）和在建工程转入（6.40 亿元）等合计增加固定资产账面原值 11.90 亿元，其中购置项目为公司下属生产企业购置的用于脱硫脱硝、脱盐水、余热回收、

减温减压、干熄炉等项目的机器设备及物流集团下属子公司清恒集团购置的场站加油加气设备；固定资产减少 12.70 亿元，其中房屋建筑物原值减少 8.12 亿元的主要原因为青岛房地产因管理层持有意图的改变，将该部分房产由固定资产转入投资性房地产，机器设备原值减少 2.60 亿元的主要原因为新沙下属子公司巨润玻璃生产线冷修项目因更新改造由固定资产转入在建工程，项目完工后将由在建工程转入固定资产项目核算；构成方面，主要由房屋建筑物（占 36.51%）和机器设备（占 60.36%）构成，其中通过融资租赁租入的机器设备账面价值为 14.19 亿元。公司未办妥产权证书的固定资产合计账面价值 4.83 亿元。

2015~2017 年，公司在建工程规模波动减少，年均复合变动率为-1.58%。截至 2017 年底，公司在建工程合计 25.95 亿元，同比减少 7.16%，主要为新沙焦炉煤气综合利用项目、铁雄冶金技改项目、办公楼项目、清洁能源加气站项目、干熄焦及余热发电项目和储配一体化煤仓项目，整体建设完成度较高。

2015~2017 年，公司无形资产快速增长，年均复合增长率为 169.44%。截至 2017 年底，公司无形资产为 799.06 亿元，同比变化不大。公司 2016 年底无形资产为 800.11 亿元，较 2015 年底大幅增长 626.95%，主要为公司 2016 年通过下属子公司收购取得了秘鲁邦沟金铜钴铁多金属矿区所有权及控制权，该项收购列为非同一控制下合并，使得无形资产当年增加 687.89 亿元。2017 年公司未对该矿权账面价值进行调整。截至 2017 年底，公司土地使用权账面价值合计 109.70 亿元，年内计提摊销 2.37 亿元，已办理土地证的土地面积共计 17782.44 亩，账面金额合计 57.67 亿元，其余土地的土地使用权证正在办理中，土地证办理进度较 2016 年底变化较小。

公司土地入账价值以政府相关批复指导价为估值依据，其实际市场价值与评估入账价值可能有所出入，相关地块主要为沿海滩涂地

块，且土地证办理进度较慢，尚无法投入全面开发，存在较大的减值损失风险。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总计 1557.50 亿元，较上年底减少 1.32%。流动资产 462.07 亿元，较上年底减少 7.91%，主要原因为应收账款、预付款项和其他应收款的减少。截至 2018 年 3 月底，公司货币资金 110.15 亿元，其中受限资金 43.20 亿元；交易性金融资产 117.16 亿元，较上年底增长 3.27 亿元，主要原因为公司对投资标的权益的增值确认；应收票据 69.35 亿元，较上年底减少 20.16%，主要原因为公司加大业务支付，票据金额减少；预付款项 68.66 亿元，较上年底减少 14.59%，主要原因为 2017 年末集中预付的部分原材料采购款相继完成采购；其他应收款 18.76 亿元，较上年底减少 38.71%，主要原因为业务往来款结转增加；其他流动资产科目较上年底变化不大。非流动资产总额 1095.42 亿元，较年初增长 1.75%，主要来自长期股权投资的增长。公司长期股权投资 63.44 亿元，较上年底增长 46.55%，增长主要来自公司对中华联合财险、晋城银行、厦门农商行权益法核算投资收益 0.82 亿元、对中国旭阳煤化工集团有限公司（以下简称“中国旭阳”）的增资款 16.47 亿元及对其权益法核算产生的初始投资差异和投资收益。截至 2018 年 3 月底，公司对中国旭阳的投资成本尚未支付。

总体看，近年来公司资产规模增长较快，整体资产流动性一般；货币资金受限规模较大；近年来公司对外投资形成的交易性金融资产、可供出售金融资产和长期股权投资金额较大，存在一定的对外投资风险，且该部分投资性资产流动性有待考察；部分无形资产（土地使用权）权属仍有待进一步明确；2016 年，公司取得秘鲁邦沟金铜钴铁多金属矿区所有权及控制权，无形资产规模大幅上升，该部分资产后续转收入能力尚有待观察。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益规模快速增长，年均复合增长率为 72.33%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 910.23 亿元，同比增长 4.07%，主要是未分配利润增长所致。截至 2017 年底公司实收资本为 33.81 亿元，资本公积为 93.12 亿元，同比未发生变化；未分配利润 549.20 亿元，较上年底增长 26.06 亿元，公司未分配利润规模较大主要为公司 2016 年收购秘鲁邦沟金铜钴铁多金属矿权后，对矿产估值增值部分计入营业外收入所致；2016 年公司业务转型后，下属控股公司少数股东增资，公司通过参股、控股获得部分加气站以及收购公司等，使得少数股东权益大幅增长至 222.55 亿元，截至 2017 年底，公司少数股东权益为 231.91 亿元，同比增长 4.20%。归属于母公司的权益结构方面，实收资本占比 4.98%，资本公积占比 13.73%，未分配利润占比 80.96%。

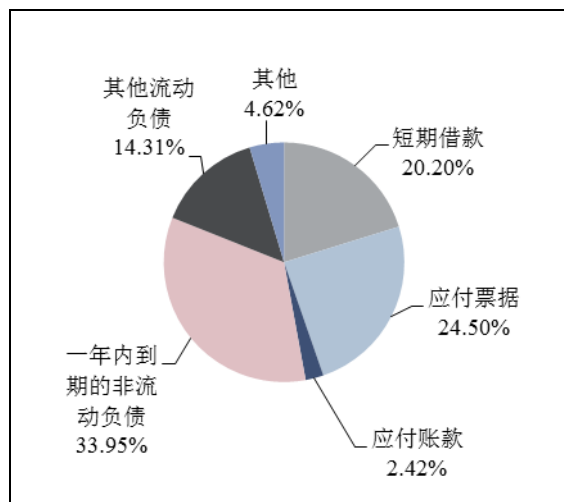
截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 919.65 亿元，其中未分配利润 557.91 亿元，较上年底增长 1.59%，其余所有者权益科目较上年底变化不大。

考虑到由政府无偿划入土地形成资本公积中，尚有较大比例土地尚未办理完成土地权证，且由矿产和投资性资产增值带来的未分配利润占比高，公司所有者权益稳定性较弱。

负债

2015~2017 年，公司负债规模快速增长，年均复合增长率为 49.85%，截至 2017 年底，公司负债合计 668.07 亿元，增长主要来自一年内到期的非流动负债和长期借款。截至 2017 年底公司流动负债占比 36.49%，非流动负债占比 63.51%。

图 7 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长率为 16.76%。截至 2017 年底，公司流动负债合计 243.79 亿元，同比增长 38.56%，主要由短期借款（占 20.20%）、应付票据（占 24.50%）、一年内到期的非流动负债（占 33.95%）和其他流动负债（占 14.31%）构成。

2015~2017 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长率为 9.36%。截至 2017 年底，公司短期借款合计 49.24 亿元，同比增长 24.34% 其中，保证借款占 79.15%，抵押借款占 15.90%，质押借款占 4.95%。

2015~2017 年，公司应付票据持续下降，年均复合变动率为-2.15%。截至 2017 年底，公司应付票据为 59.72 亿元，其中银行承兑汇票 56.07 亿元，商业承兑汇票 3.65 亿元。

2015~2017 年，公司应付账款快速下降，年均复合变动率为-21.43%。截至 2017 年底，公司应付账款为 5.91 亿元，同比减少 7.27%，主要包括应付货款、工程款和运费等，其中账龄超过 1 年的重要应付款金额 0.24 亿元，规模较小，均为合同约定未到结算期。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底大幅增长 283.72%，主要为公司部分应付债券将于 2018 年兑付所致。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债账面

价值为 82.76 亿元，其中一年内到期的应付债券 64.81 亿元，长期借款 15.80 亿元，长期应付款 2.16 亿元。

截至 2017 年底，公司其他流动负债为 34.89 亿元，较上年底减少 2.79%，主要为公司 2017 年发行的 1 期短期融资券和 3 期超短期融资券，账面价值 34.87 亿元，计入短期债务核算，均于 2018 年一季度偿还完毕。2017 年公司合计偿还短期融资券和超短期融资券 53.31 亿元，发行 10.00 亿元，总体规模变动不大。

2018 年 1~4 季度，公司各类到期或可能行权到期的各类直接融资工具总发行金额合计 145.22 亿元，其中 1 季度已偿还 81.75 亿元（含到期长期债券 30.00 亿元、投资行使回售债券 16.75 亿元及到期超短期融资券 35.00 亿元）；2~4 季度公司可能面临的最大偿还金额（债券到期及投资者行使全部债券回售权）分别为 15.05 亿元、32.67 亿元和 15.74 亿元。公司偿债压力集中于 1 季度。

2015~2017 年，随着融资规模快速上升和秘鲁邦沟金铜钴铁多金属矿权收购完成，公司非流动负债快速增长，年均复合增长率为 89.07%。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 424.28 亿元，同比增长 20.50%，主要为长期借款（占比 22.71%）、应付债券（占比 32.20%）和递延所得税负债（占 43.10%）。

2015~2017 年，公司长期借款快速增长，年均复合增长 38.30%。截至 2017 年底，公司长期借款合计 96.34 亿元，同比增长 170.61%，主要包括保证借款 86.62 亿元、抵押借款 8.62 亿元和质押借款 16.90 亿元，同时扣减一年内到期长期借款 15.80 亿元。截至 2017 年底，公司长短期借款抵押物账面价值总额合计 81.16 亿元。

截至 2017 年底，公司应付债券合计 136.64 亿元，同比增长 1.28%，总体规模变化不大，主要为发行的非公开定向债务融资工具和公司债券。2017 年度公司新发行长期债券含公开发行公司债券 40 亿元、中期票据 15 亿元以及

“中融新大高级无抵押美元债券”33.18亿元。从年内变动来看，公司加大了公开市场债务融资工具发行力度，非公开定向债务融资工具比重有所减轻。

2015~2017年，公司长期应付款有所增加，年均复合变动率为65.84%。截至2017年底，公司长期应付款为8.08亿元，同比增长67.37%，全部为融资租入固定资产应付款，本评级报告中已计入长期债务计算。

截至2017年底，公司递延所得税负债为182.86亿元，较上年增长3.73%，主要为以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产公允价值变动25.65亿元和投资性房地产公允价值变动25.12亿元分别产生递延所得税负债6.41亿元和6.28亿元所致。公司递延所得税负债规模较大主要为公司2016年完成对秘鲁邦沟金铜钴铁多金属矿权收购后，该矿权估值大幅增加，致使非同一控制下企业合并资产评估增值，产生应纳税暂时性差异680.30亿元所致。

有息债务方面，2015~2017年，公司全部债务快速增长，年均复合增长率为32.02%。截至2017年底，公司全部债务为467.68亿元，其中短期债务占48.46%，长期债务占51.54%。去除公司递延所得税负债影响后，有息债务占公司债务比例较高。

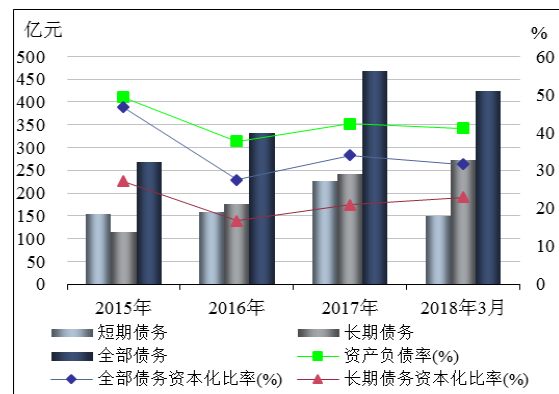
债务指标方面，2015~2017年，受长期债务规模快速增长和2016年公司所有者权益大幅增长双重影响，公司长期债务资本化比率波动下降，近三年加权平均值为20.90%，截至2017年底为20.94%；同期，得益于所有者权益规模的大幅增长，公司资产负债率和全部债务资本化比率波动下降，近三年加权平均值分别为42.31%和34.58%，截至2017年底分别为42.33%和33.94%，负债水平较低。

截至2018年3月底，公司负债合计637.85亿元，较上年底减少4.52%，负债规模有所缩减。流动负债为188.68亿元，其中短期借款46.42亿元，较上年底减少5.74%；应付票据

62.18亿元，较上年底增长4.12%；其他应付款19.48亿元，较上年底增长16.35亿元，主要原因为公司对中国旭阳的投资款尚未支付，计入其他应付款项目；公司2018年一季度已完成对2017年底存续全部短期融资券和超短期融资券的兑付，其他流动负债相应清零。截至2018年3月底，公司非流动负债合计449.17亿元，其中应付债券154.83亿元，同比增长13.32%，主要为公司2018年一季度发行10亿元“18新大01”和15亿元“18中融新大MTN001”；长期应付款12.75亿元，较上年底增长57.76%，来自融资租赁款增长。其余负债科目较2017年底变化不大。

截至2018年3月底，公司有息负债规模较上年底有所缩减，全部债务为423.65亿元，较上年底减少9.41%，其中短期债务158.48亿元，较上年底减少30.07%，长期债务265.17亿元，较上年底增长10.00%。债务指标方面，截至2018年3月底公司资产负债率为40.95%，较上年底下降1.38个百分点；长期债务资本化比率22.38%，全部债务资本化比率31.54%。2018年1~3月，偿还债务支付的现金为101.77亿，还款来源主要分为两部分，除采用债务融资偿还（取得借款收到的现金为15.22亿，发行债券收到的现金为35.00亿元）外，公司使用主营业务产生的经营活动现金流量净额52.07亿元进行债务偿还。全部有息债务压力有所减轻，同时长期债务比例有所上升，债务结构得到一定的改善。

图8 公司有息债务情况



资料来源：公司财务报告

总体看，随着业务规模快速扩张，2015~2017 年公司负债规模不断上升，排除递延所得税负债后，公司负债中有息负债占比较高，规模增长较快，总体债务指标适宜。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长率为 34.12%。2017 年，得益于公司能源化工板块运营稳定、价量提升以及公司物流贸易、清洁能源业务不断发展，公司实现营业收入 753.32 亿元，同比增长 15.69%；2015~2017 年，公司营业成本快速增长，年均复合增长率为 35.21%，2017 年为 704.59 亿元，同比增长 15.66%，变化趋势与营业收入变化相近。

2015~2017 年公司能源化工板块收入规模及利润水平均有不同程度提高；但受盈利能力较低的物流供应链收入规模逐年提升、毛利率逐年下降影响，公司营业利润率持续下降，2015~2017 年分别为 7.86%、6.31%和 6.28%。

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用总额持续增长，年均增长 41.80%，2017 年公司期间费用合计 30.61 亿元，同比增长 54.66%，主要原因为受有息债务规模增长影响，近年来公司财务费用持续快速上升，2017 年公司财务费用为 18.62 亿元，同比增长 105.28%；同期公司销售费用为 4.12 亿元，管理费用为 7.87 亿元。2015~2017 年，公司期间费用在营业收入中占比分别为 3.64%、3.04%和 4.06%，公司期间费用控制能力较强。

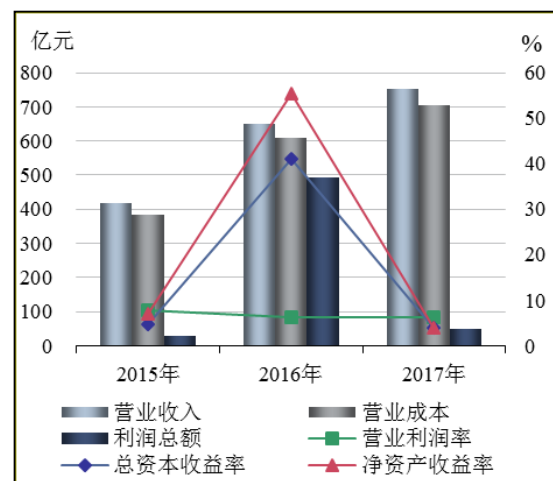
非经常性损益方面，2015~2017 年，公司公允价值变动收益快速增长，年均复合增长率为 117.42%，2017 年公司公允价值变动收益为 25.89 亿元，其中投资性房地产产生公允价值变动收益 4.07 亿元，金融资产产生公允价值变动收益 21.82 亿元。2015~2017 年，公司投资收益快速增长，年均复合增长率为 377.91%，2017 年公司投资收益为 5.53 亿元，包括权益法核算的长期股权投资收益 2.62 亿元、金控板

块处置其持有的相关股权投资取得的收益取得的投资收益 2.02 亿元和处置可供出售金融资产（上海弘特资产管理有限公司）取得的投资收益 0.59 亿元。2017 年公司公允价值变动收益和投资收益合计达 31.42 亿元，占公司利润总额 48.66 亿元的 64.58%。

2016 年公司实现营业外收入 460.49 亿元，主要系公司通过下属子公司收购了香港金兆、香港金帆和香港福顺股权，取得了对秘鲁邦沟金铜钴铁多金属矿区的所有权及控制权。公司合并会计报表将该项收购列为非同一控制下合并，将投资成本小于被投资单位可辨认净资产公允价值份额的金额计入营业外收入。非同一控制下企业合并形成的营业外收入为 459.73 亿元。2017 年公司营业外收入 0.20 亿元，规模较小。

2015~2017 年，公司实现利润总额分别为 27.99 亿元、494.27 亿元和 48.66 亿元，如不考虑无形资产增值等营业外收入而只考察营业利润，公司同期营业利润分别为 23.48 亿元、33.93 亿元和 48.52 亿元，三年复合增长率达到 43.74%。

图 9 公司盈利能力情况



资料来源：公司财务报告

盈利指标方面，2015~2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率加权平均值分别为 15.25%和 19.95%，盈利水平较高，主要为 2016 年无形资产增值收益规模较大所致，2017 年公

司总资本收益率和净资产收益率分别为 3.96% 和 3.86%。

2018 年 1~3 月, 公司实现营业收入 220.70 亿元, 较上年同期增长 6.88%; 营业成本 206.24 亿元, 较上年同期增长 5.63%; 销售费用、管理费用较上年同期变化不大; 财务费用 6.16 亿元, 较上年同期增长 3.41 亿元, 主要为公司一季度到期各类债务工具规模较大, 付息增长所致; 公允价值变动收益 3.27 亿元, 主要为对烟台润仕通投资企业(有限合伙) 签订股份权益转让协议所收购的金融资产的增值 2.79 亿元及确认的厦门国际银行权益增值 0.48 亿元; 投资收益 1.52 亿元, 主要为权益法确认的对中华联合财险、厦门农商行、晋城银行和中国旭阳的投资收益。主要受财务费用支出增长和公允价值变动收益较上年同期减少影响, 2018 年 1~3 月公司实现营业利润 9.66 亿元, 较上年同期减少 49.86%。公司获得营业外收入 2.20 亿元, 主要为公司投资中国旭阳初始投资成本与公司在其权益份额中所享有的比例产生的价差。2018 年 1~3 月公司实现利润总额 11.85 亿元。

总体看, 随着业务规模扩大, 公司收入规模快速提升, 但受物流供应链业务收入占比提升影响, 公司营业利润率有所下降; 受公司债务规模扩大影响, 公司财务费用增长较多, 但期间费用控制能力较好; 公司公允价值变动收益和投资收益在利润总额中占比较高; 2016 年公司收购秘鲁邦沟金铜钴铁多金属矿区的所有权及控制权, 对公司盈利表现有较大影响。

5. 现金流分析

经营活动方面, 2015~2017 年, 公司经营活动现金流入量持续增长, 年均复合增长 40.38%。2017 年公司经营活动现金流入 773.30 亿元, 同比增长 42.80%, 其中销售商品、提供劳务收到的现金 750.50 亿元; 收到其他与经营活动有关的现金 22.79 亿元, 以往来款以及利

息收入、政府补助为主。经营活动现金流出总额为 726.59 亿元, 同比增长 42.48%, 以购买商品、接受劳务支付的现金(686.39 亿元) 和支付其他与经营活动有关的现金(21.30 亿元) 为主, 公司收到及支付其他与经营活动有关的现金主要为往来款、运费及仓储租赁保险费等。2015~2017 年, 公司经营净现金流快速增长, 三年分别为 16.40 亿元、31.55 亿元和 46.71 亿元。

从收入实现质量方面看, 近三年公司的现金收入比波动下降, 三年加权平均值为 90.01%, 2017 年为 99.63%, 收入实现质量有所提升, 但整体仍然偏低。

投资活动方面, 近三年, 公司投资活动现金流入规模快速增长, 同期, 公司投资活动现金流出规模持续减少。2017 年, 投资活动现金流入 75.89 亿元, 同比增长 105.45%, 主要为收回投资收到现金增长所致。同期, 公司投资活动现金流出为 170.69 亿元, 较上年减少 6.49%, 主要为投资支付的现金(140.49 亿元) 和公司购建固定资产、无形资产等支付的现金(30.20 亿元)。投资活动现金净流出持续下降, 2017 年投资活动现金流净额为-94.80 亿元。2015~2017 年, 公司筹资活动前现金流量净额分别为-192.19 亿元、-114.06 亿元和-48.09 亿元, 现金净流出规模有所减小, 但公司外部资金需求仍然较高。

筹资活动现金流方面, 2015~2017 年, 公司筹资规模有所波动, 筹资活动现金流入量年均复合变动率为-0.76%。2016 年筹资活动现金流入量为 328.94 亿元, 主要为取得借款和发行债券收到的现金, 分别为 166.71 亿元和 137.94 亿元, 另有收到其他与筹资活动有关的现金 23.97 亿元, 主要为部分受限银行承兑汇票保证金到期收回和融资租赁款。2015~2017 年, 公司筹资活动现金流出不断增长, 年均复合增长率为 39.76%, 2017 年为 252.99 亿元, 主要为偿还债务支付的现金。2015~2017 年, 公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 204.51

亿元、128.53 亿元和 75.94 亿元。

2018 年 1~3 月,公司经营活动现金流入量为 206.38 亿元,较上年同期增长 13.54%;经营活动现金流出量为 154.31 亿元;较上年同期增长 13.84%,经营活动产生的现金流量净额为 52.07 亿元;现金收入比降至 88.12%,主要为公司使用票据结算增多所致。同期,公司投资活动产生的现金流量净额为-1.41 亿元,除购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金流出外,无其他重要投资活动现金流动;公司筹资活动产生的现金流量净额为-40.84 亿元,主要为公司加大债务偿还所致。

总体看,公司经营获现能力较为稳定,现金收入实现质量一般;近年来,公司对外投资规模较大,但投资活动产生的现金净流出规模有所减少;2018 年一季度公司加大对债务融资的偿还力度,筹资活动现金流出规模明显增长,但 2015~2017 年公司筹资活动前现金净流出规模较大,公司对银行贷款和发行债券等融资渠道仍将保持一定依赖。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2015~2017 年,随着流动资产规模的快速增长,公司流动比率和速动比率快速提升,近三年加权平均值分别为 197.17%和 182.96%,截至 2017 年底分别为 205.82%和 192.42%,截至 2018 年 3 月底分别为 244.90%和 228.25%。近三年,公司经营现金流动负债比率分别为 9.17%、17.93%和 19.16%。短期偿债能力指标持续增强,但公司现金类资产受限规模较大,流动资产实际流动性有待观察。

从长期偿债能力指标看,2015~2017 年,受 2016 年无形资产增值影响,公司 EBITDA 波动较大,分别为 42.47 亿元、515.95 亿元和 79.11 亿元;同期,公司 EBITDA 利息倍数波动下降,近三年加权平均值为 18.01 倍,2017 年为 4.02 倍;公司全部债务/EBITDA 波动下降,近三年加权平均值为 4.41 倍,2017 年为

5.91 倍。公司整体偿债能力较强。

截至 2018 年 3 月底,公司对外担保合计约 60.02 亿元,净资产为 919.65 亿元,公司对外担保比率为 6.53%。公司担保对象主要为山东地区民营企业,其中对山东泰山钢铁集团有限公司的担保金额为 26.20 亿元(占比 43.65%),其他对外担保对象较为分散。公司存在一定或有负债风险。公司主要担保对象对公司提供反担保金额为 31.45 亿元。

表 16 截至 2018 年 3 月底公司主要对外担保情况
(单位:亿元)

担保对象名称	实际担保金额	占比
山东泰山钢铁集团有限公司	26.20	43.65
青岛泰格企业发展有限公司	6.02	10.03
瑞星集团有限公司	5.35	8.91
巨野利伟投资有限责任公司	4.70	7.83
淄博宏达矿业有限公司	3.82	6.36
山东贵和纸业集团有限公司	3.81	6.35
南金兆集团有限公司	0.26	0.43
华阳能源发展有限公司	2.00	3.33
青岛普嘉德实业有限公司	1.25	2.08
山东齐明实业有限公司	1.50	2.50
山东润峰集团有限公司	1.05	1.75
其他	4.06	6.76
合计	60.02	100.00

资料来源:公司提供

银行授信方面,根据公司提供的授信列表,截至 2018 年 3 月底公司共获各类授信额度总计 211.40 亿元,剩余额度 51.96 亿元。其中银行授信额度 113.08 亿元,已使用 87.07 亿元,剩余额度 26.01 亿元;其余非银行机构授信额度 98.32 亿元,已使用 72.37 亿元,剩余额度 25.95 亿元,剩余授信额度较为充足。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告(银行版)(机构信用代码:G1037030300063250C),截至 2018 年 3 月 19 日,公司无未结清不良或关注类信贷信息记录,过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

基于对公司所处行业的发展趋势、公司自身经营和财务风险，以及公司未来发展的综合判断，公司整体抗风险能力很强。

十、存续债券偿还能力分析

截至 2018 年 3 月底，公司存续期债券合计 158.96 亿元，如不考虑投资者行使部分债券可回售期权，则其中 2018 年内到期债券余额为 38.41 亿元，2019 年到期金额 30.55 亿元，2021 年到期金额为 20.00 亿元，2022 年到期金额为 45.00 亿元，同时考虑公司于 2018 年 4 月发行的“18 中融新大 MTN002”10 亿元，公司 2022 年到期债券金额合计 55 亿元。以 2018 年以及到期最为集中的 2022 年进行讨论。截至 2017 年底，公司现金类资产合计 254.87 亿元；2017 年公司经营活动现金流入量 773.30 亿元，经营活动现金净流量 46.71 亿元，EBITDA 为 79.11 亿元。现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 对 2018 年即将到期债务保障倍数分别为 6.64 倍、20.13 倍、1.22 倍和 2.06 倍，对 2022 年到期债券保障倍数分别为 4.63 倍、14.06 倍、0.85 倍和 1.44 倍，对存续债券保障能力很强。

表17 公司存续债券保障情况（单位：倍）

项目	2018 年	2022 年
现金类资产/一年内到期债券余额	6.64	4.63
经营活动现金流入量/应付债券余额	20.13	14.06
经营活动现金流净额/应付债券余额	1.22	0.85
EBITDA/应付债券余额	2.06	1.44

资料来源：联合资信整理

公司 15 亿元“17 中融新大 MTN001”于 2017 年 7 月 18 日起息，15 亿元“18 中融新大 MTN001”于 2018 年 3 月 2 日起息，10 亿元“18 中融新大 MTN002”于 2018 年 4 月 19 日起息，分别将于 2022 年、2023 年和 2022 年到期，单年最大待偿还本金 25.00 亿元。截至 2017 年底，

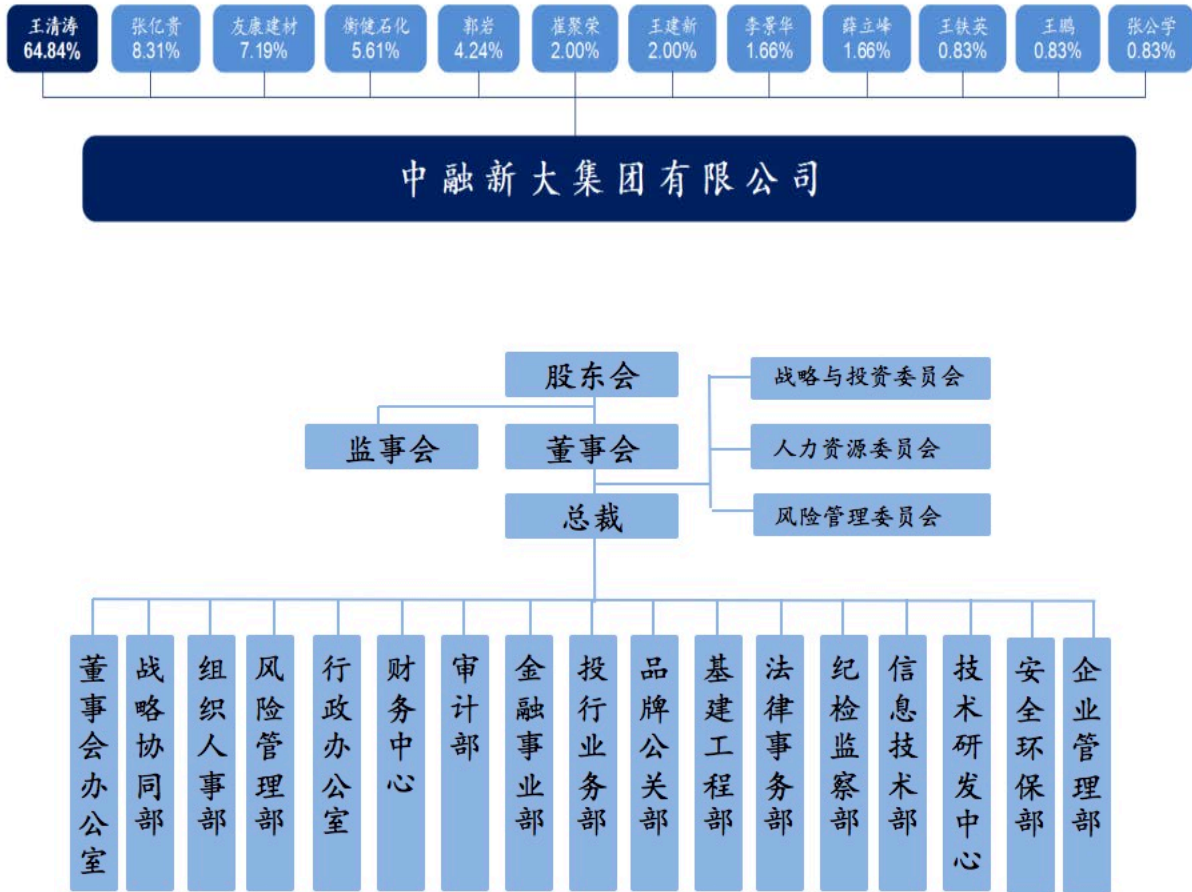
公司现金类资产合计 254.87 亿元；2017 年公司经营活动现金流入量 773.30 亿元，经营活动现金净流量 46.71 亿元，EBITDA 为 79.11 亿元。现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 对单年最大待偿还本金 25 亿元的保障倍数分别为 10.19 倍、30.93 倍、1.87 倍和 3.16 倍，公司对“17 中融新大 MTN001”、“18 中融新大 MTN001”和“18 中融新大 MTN002”的保障程度很高。

总体看，公司对“17 中融新大 MTN001”、“18 中融新大 MTN001”和“18 中融新大 MTN002”三期中期票据的保障程度很高。

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持中融新大集团有限公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“17 中融新大 MTN001”、“18 中融新大 MTN001”和“18 中融新大 MTN002”的信用等级为 AAA。

附件 1 公司股权结构图及组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	101.36	172.73	254.87	253.46
资产总额(亿元)	604.03	1402.69	1578.30	1557.50
所有者权益(亿元)	306.51	874.64	910.23	919.65
短期债务(亿元)	154.44	157.52	226.62	158.48
长期债务(亿元)	113.91	175.34	241.06	265.17
全部债务(亿元)	268.35	332.86	467.68	423.65
营业收入(亿元)	418.80	651.17	753.32	220.70
利润总额(亿元)	27.99	494.27	48.66	11.85
EBITDA(亿元)	42.47	515.95	79.11	--
经营性净现金流(亿元)	16.40	31.55	46.71	52.07
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.30	8.43	6.49	--
存货周转次数(次)	15.63	22.86	23.87	--
总资产周转次数(次)	0.86	0.65	0.51	--
现金收入比(%)	83.66	78.21	99.63	88.12
营业利润率(%)	7.86	6.31	6.28	6.36
总资本收益率(%)	4.79	41.04	3.96	--
净资产收益率(%)	6.90	55.47	3.86	--
长期债务资本化比率(%)	27.09	16.70	20.94	22.38
全部债务资本化比率(%)	46.68	27.57	33.94	31.54
资产负债率(%)	49.25	37.65	42.33	40.95
流动比率(%)	171.11	200.13	205.82	244.90
速动比率(%)	156.06	185.13	192.42	228.25
经营现金流动负债比(%)	9.17	17.93	19.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.65	48.90	4.02	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.32	0.65	5.91	--

注：公司 2018 年 1-3 月财务数据未经审计；现金类资产已剔除货币资金中受限资金；其他流动负债为短期债券，计入短期债务；长期应付款为融资租赁款，计入长期债务。

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%
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+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。