跟 踪 评 级 公 告

联合评字[2016]321 号

中融新大集团有限公司：

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：

中融新大集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

中融新大集团有限公司发行的“15 鲁焦 01”、“15 鲁焦 02”、“16 鲁焦 01”、“16 新大 02”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年四月二十九日

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

中融新大集团有限公司
公司债券 2016 年跟踪评级分析报告

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	债券规模	债券期限	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
15 鲁焦 01	15 亿元	3 年	AA+	AA	2015.5.21
15 鲁焦 02	15 亿元	3 年	AA+	AA	2015.10.16
16 鲁焦 01	8.2 亿元	3 年	AA+	AA	2015.8.6
16 新大 02	11.8 亿元	3 年	AA+	AA	2016.3.11

跟踪评级时间： 2016 年 4 月 29 日

财务数据：

项　目	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	364.32	604.03
所有者权益(亿元)	168.81	306.51
长期债务(亿元)	23.88	113.91
全部债务(亿元)	167.90	268.35
营业收入(亿元)	305.68	418.80
净利润(亿元)	10.40	21.14
EBITDA(亿元)	26.99	42.47
经营性净现金流(亿元)	10.78	16.40
经营活动流入量(亿元)	263.90	392.42
营业利润率(%)	8.55	7.86
净资产收益率(%)	6.32	8.90
资产负债率(%)	53.66	49.25
全部债务资本化比率(%)	49.86	46.68
流动比率	1.10	1.71
EBITDA 全部债务比	0.16	0.16
EBITDA 利息倍数(倍)	4.41	6.65
EBITDA/债券本金合计(倍)	0.45	0.71

注：1. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径。
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。

评级观点

2015 年，焦化行业在宏观经济下行压力加大的情况下低位运行，中融新大集团有限公司（以下简称“公司”或“中融新大”）焦化板块下游客户稳定，产能利用率仍处于较高水平，收入虽略有下降，但毛利率仍保持稳定；公司开始由传统实业经营向金融、产业股权投资为主转变，打造“以金融投资为主体，物流贸易与 LNG 新能源、焦化及其深加工为两翼”的发展格局。2015 年，公司出资成立中融金控（青岛）资本管理有限公司，注册资本为 125 亿元，并直接控股晋城银行股份有限公司和参股厦门国际银行股份有限公司，金融板块开始成为公司的主要业务板块之一。公司并购及新设较多子公司，资产及所有者权益大幅增加，有利于提升公司的财务安全性。

公司为山东省政府批准成立的创新性、综合型、服务型现代大型物流集团，为山东省最大的 LNG 清洁能源销售商，行业地位突出。随着公司贸易规模的扩大以及投入运营的 LNG 加气站数量增多，公司盈利能力大幅提高。同时，联合评级也关注到焦化行业景气度不高、公司新进入金融行业存在一定不确定性、资金压力较大、权益结构稳定性一般及存在或有风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司投入运营的 LNG 加气站数量进一步增加和金融、股权投资规模扩大，以及贸易规模的进一步扩大，公司盈利能力有望进一步增强。

综上，联合评级上调公司主体长期信用评级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时上调“15 鲁焦 01”、“15 鲁焦 02”、“16 鲁焦 01”和“16 新大 02”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1．2015 年，在焦化行业景气度进一步下降的情况下，公司焦化板块下游客户稳定，产能利用率仍保持在较高水平。

2．公司为山东省政府批准成立的创新性、综合型、服务型现代大型物流集团，为山东省最大的 LNG 清洁能源销售商，行业地位突出。

3．公司积极进行业务转型，形成“以金融投资为主体，物流贸易与 LNG 新能源、焦化及其深加工为两翼”的发展格局，有助于公司分散风险。

4．公司出资成立中融金控（青岛）资本管理有限公司，注册资本为 125 亿元，实力较强，未来公司金融板块发展可期。

5．随着公司并购及新设公司增加，资产及所有者权益大幅增加，有利于提升公司的财务安全性。

6．2015 年，在贸易业务大幅增长的带动下，公司营业收入和净利润大幅增长，盈利能力有所增强。

关注

1．受宏观经济波动、国家产业政策的影响，国内焦炭产能过剩问题依然严重，焦炭价格整体持续下行，对公司盈利能力产生不利影响。

2．公司新进入的金融投资行业与公司传统业务差别较大，其业务开展和风险控制能力存在一定不确定性。

3．公司有息债务规模增长较快，短期债务占比较大，债务期限结构有待改善；且在建拟建项目较多，未来存在较大的资金压力。

4．公司所有者权益中少数股东占比较高，权益结构的稳定性一般。

5．公司对外担保比率较高，存在一定或有负债风险。

6．受下游钢铁行业的影响，公司应收账款增长快。

分析师

冯　磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

林嘉滨

电话：010-85172818

邮箱：linjb@unitedratings.com.cn

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

中融新大集团有限公司（原山东焦化集团有限公司，以下简称“公司”或“中融新大”）为集焦化、现代物流贸易及金融于一体的大型综合型企业，前身为淄博—山焦化有限公司，成立时注册资本 100 万元，其中自然人王清涛出资 90 万元，占比 90%，王鹏出资 10 万元，占比 10%。后经多次增资和股权转让，截至 2012 年底，公司实收资本合计 12.00 亿元，自然人王清涛持有公司 78.00%股权，为公司单一最大股东。2013 年底，永泰投资控股有限公司通过其关联公司山东鲁润石化有限公司（以下简称“鲁润石化”）对公司投资 10.00 亿元（其中 1.35 亿元计入实收资本，8.65 亿元计入资本公积溢价后对全体股东转增股本），公司原股东以货币增资 8.00 亿元。本次增资扩股后，公司实收资本增加至 30.00 亿元。截至 2015 年底，公司股东包括鲁润石化及王清涛等 8 名自然人。自然人王清涛持有公司 73.07%股权，为公司单一最大股东及实际控制人。2016 年 2 月 25 日，公司名称变更为中融新大集团有限公司。

表 1　截至 2015 年底公司股权结构 （单位：万元，%）

投资人	投资金额	所占比例
王清涛	219,204.00	73.07
张亿贵	28,103.00	9.37
山东鲁润石化有限公司	18,970.00	6.32
郭岩	14,051.00	4.68
李景华	5,621.00	1.87
薛立峰	5,621.00	1.87
张公学	2,810.00	0.94
王铁英	2,810.00	0.94
王鹏	2,810.00	0.94
合计	300,000.00	100.00

资料来源：公司提供

公司的经营范围包括：以自有资金对外投资（未经金融监管部门批准，不得从事吸收存款、融资担保、代理理财等金融业务）；股权投资；企业营销策划；企业管理信息咨询；经济信息咨询（不含证券、期货、投资咨询）；财务顾问；焦碳加工（仅限分检）、销售；煤炭、化工产品（不含危险品、易制毒化学品）、金属材料、建材、铁矿石、铝矿石、燃料油、石油焦、橡胶制品、木材、棉花、塑料制品、球团、机械电子产品、环保材料的销售；煤化工、焦化、精细化工、新能源、节能工程的咨询、技术转让；仓储服务（不含危险品）；房屋租赁；货物进出口。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

截至 2015 年底，公司本部下设战略发展部、人力资源部、财务中心、金融事业部、投行事业部、品牌公关部、基建工程部、监督纪检部、法律事务部、行政办公室等共 14 个部门科室，纳入合并范围的子公司共 77 家。公司共有员工合计 10,826 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 604.03 亿元，负债合计 297.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益 161.40 亿元）306.51 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 145.12 亿元。2015 年度，公司实现合并营业收入 418.80 亿元，净利润 21.14 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 17.11 亿元；经营活动产生的现金流量净额 16.40 亿元，现金及现金等价物净增加额 12.32 亿元。

公司注册地址：山东省淄博市张店区柳泉路 97 号；法人代表：王清涛。

二、债券概况

15鲁焦01

本期债券名称为“山东焦化集团有限公司公开发行2015年公司债券(第一期)”，票面金额100元/张，按面值平价发行,发行规模15亿元。本次债券为3年期，附第2年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券为固定利率，按年计息，不计复利，每年付息一次、最后一期利息随本金一同支付。本期债券于2015年8月26日发行结束。本期债券于2015年10月23日在上海证券交易所上市，证券简称“15鲁焦01”，证券代码122442.SH。

本期债券的募集资金扣发行费用后将用于偿还公司债务，调整负债结构，补充流动资金。截至2016年3月31日，本期债券募集资金已全部用于上述目的。

本期债券跟踪期内因未到付息日，尚未支付利息。

15鲁焦02

本期债券名称为“山东焦化集团有限公司公开发行2015年公司债券（第二期）”，票面金额100元/张，按面值平价发行,发行规模15亿元。本次债券为3年期，附第2年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券为固定利率，按年计息，不计复利，每年付息一次、最后一期利息随本金一同支付。本期债券于2015年11月9日发行结束。本期债券于2015年12月7日在上海证券交易所上市，证券简称“15鲁焦02”，证券代码136007.SH。

本期债券的募集资金扣发行费用后将用于偿还公司债务，补充流动资金。截至目前，本期债券募集资金已全部用于上述目的。

本期债券跟踪期内因未到付息日，尚未支付利息。

16鲁焦01

本期债券名称为“山东焦化集团有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券(第一期)”，票面金额100元/张，按面值平价发行,发行规模8.2亿元。本次债券为3年期，附第2年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券为固定利率，按年计息，不计复利，每年付息一次、最后一期利息随本金一同支付。本期债券于2016年2月1日发行结束。本期债券于2016年3月24日在深圳证券交易所上市，证券简称“16鲁焦01”，证券代码112333.SZ。

本期债券的募集资金扣发行费用后将全部用于补充流动资金。截至目前，本期债券募集资金已全部用于上述目的。

本期债券跟踪期内因未到付息日，尚未支付利息。

16新大02

本期债券名称为“中融新大集团有限公司2016年面向合格投资者公开发行公司债券(第二期)”，票面金额100元/张，按面值平价发行,发行规模11.8亿元。本次债券为3年期，附第2年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券为固定利率，按年计息，不计复利，每年付息一次、最后一期利息随本金一同支付。本期债券于2016年3月23日发行结束。本期债券证券简称“16新大02”，证券代码112361.SZ。

本期债券的募集资金扣发行费用后将用于偿还公司债务，补充流动资金。截至目前，本期债券募集资金已全部用于上述目的。

本期债券跟踪期内因未到付息日，尚未支付利息。

三、行业分析

目前，公司收入和利润主要来自物流贸易、焦炭及其下游产品的生产和销售，分别属于物流行业、LNG 行业和煤化工行业中的煤焦化行业。LNG 加气站运营、金融投资业务虽是公司未来发展重点，但目前对收入和利润的贡献仍不大。

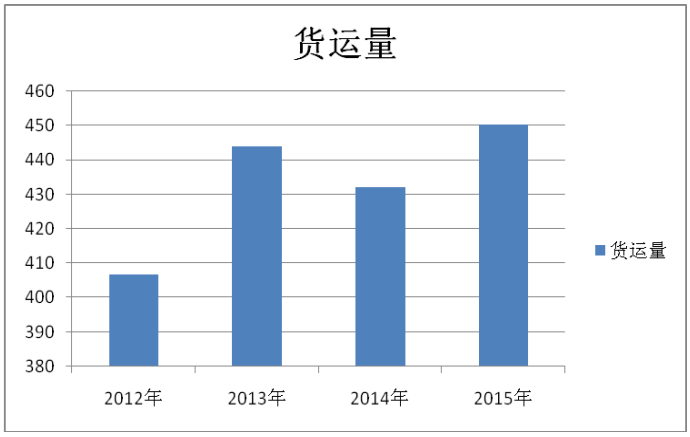
1. 物流贸易

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。据国家发改委统计，2015 年，全国公路完成货运量 354.5 亿吨，同比增长 6.4%，货运量保持平稳较快增长态势，公路完成货物周转量 64705 亿吨公里，同比增长 6%。但铁路运输量有所下降，2015 年，全国铁路累计完成货运量 33.6 亿吨，同比下降 11.9%，前三个季度分别下降 9.4%、10.8%和 13.9%，四季度下降 13.4%，降幅有所收窄。全国铁路完成货物周转量 23,754 亿吨公里，同比下降 13.7%。

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%作为经济强弱分界点，高于 50%时，反映物流业经济扩张；低于 50%，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 2015 年 11 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 1　近年来全国货运量走势



资料来源：国家统计局

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。

行业竞争

近年来，我国物流行业总量虽然发展速度较快，但行业内企业发展水平参差不齐，大部分本土物流服务商只能提供简单的物流服务，提供规模化、集约型、一体化综合物流服务的现代物流企业较少。目前我国物流行业的竞争呈现“三足鼎立”的格局：一是由传统国有企业转型的物流企业，如中海物流、中邮物流、中外运长航、中国储运等，大部分通过重资产投入占据市场主导地位；二是新兴民营物流企业，如锦程国际、怡亚通、飞马国际、新宁物流等，市场份额上升较快；三是外资物流企业，如丹沙中福、辛克、泛亚班拿、康捷空、德迅（中国）、嘉里大通等，国际国内网络和经营规模较大，占有较高的市场份额。

未来发展

当前，以物联网、云计算、移动互联网、大数据等为核心的新一代信息技术正在加速发展，其在物流领域的日益普及和广泛应用，将深刻改变物流资源配置的方式，促进物流产业加快转型升级，为物流产业实现创新驱动发展提供强大动力。2015 年百度地图新版将加油服务提到更重要的入口位置。推出加油站领域 O2O 布局，各家石化企业欲通过新一轮科技产业变革中抢得先机，实现转型发展。这一变革或将颠覆中国数以万计加油站的经营模式，迎来“互联网能源”的新时代。

随着我国制造业转型升级进一步加速，物流业将进一步深化与产业物流的联动融合，通过流程优化、效率提升和模式创新，发挥协同效应，建立新型的产业联动战略合作关系，打造一体化竞争新优势。

总体看，物流行业近年来处于平稳发展阶段，但公路运输和铁路运输出现分化。

2．焦化及其深加工行业

行业概况

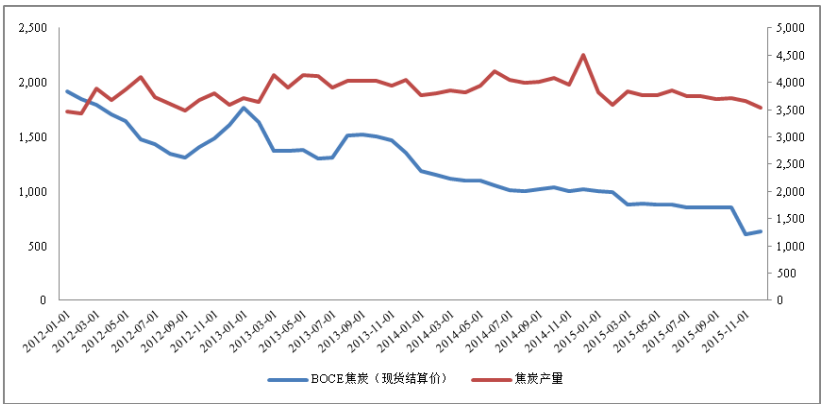
2015 年，在宏观经济不振，下游行业低迷的影响下，焦化行业在市场供需矛盾更加突出，产品产量和价格持续下跌的情况下，出现了经营效益显著下滑的局面。

产能方面，根据中国炼焦行业协会统计的数据，截至 2015 年底，规模以上企业焦炭总产能达到 6.87 亿吨；企业数量由 2010 年的 730 多家减少到 602 家。虽然企业平均焦炭产能规模从 68 万吨提升到 114 万吨，但产能利用率在下降。根据国家统计局数据显示，自 2011 年以来规模以上焦化企业产能平均利用率呈下降趋势，其中 100~200 万吨规模焦化企业产能平均利用率从 2011 年的 79.25%下降到 2015 年 1~11 月份的 69%，下降 10.25 个百分点；200 万吨以上规模焦化企业产能平均利用率从 2011 年的 85.5%下降到 2015 年 1~11 月份的 76%，下降 9.5 个百分点。2011 年至 2015 年，独立焦化企业焦炭出厂含税价整体呈持续下跌状态。2011 年大于 40 毫米焦炭平均价格为 2,122 元/吨，2015 年 1~11 月份为 993 元/吨，比四年前下降 1,129 元/吨，降幅 53.20%。而同期焦肥煤价格下降 42.39%，下降幅度远低于焦炭价格下降幅度。规模以上企业实现利润由 2011 年的 178.77 亿元，下降到 2015 年 1~10 月份的亏损 99.45 亿元，企业亏损面达 56%；应收账款净额 723 亿元。独立焦化企业经营效益正在持续分化，资金紧张的状况呈现进一步恶化趋势。

产量和出口方面，根据国家统计局发布的数据，2015 年全国焦炭产量为 44,778.2 万吨，同比下降了 6.5%。海关总署发布数据显示，2015 年我国出口焦炭 985.6 万吨，同比增长 15.7%；但由于焦炭产品价格的降低，出口金额合计 949.5 亿元，同比下降 9.5%。目前，我国焦炭出口基本呈现量增价跌的趋势。究其原因，一方面是自焦炭出口关税取消以来，出口成本降低，价格持续下跌，提升了我国焦炭在国际市场的竞争力，国外企业逐渐增加了对我国焦炭的采购力度，焦炭出口量呈恢复性增长；另一方面，近年来，国内淘汰落后产能，焦炭行业产能过剩情况愈发严重，焦化企业为维持企业生存发展，积极拓展海外市场；第三方面，国内焦炭市场低迷，焦炭价格下跌不止，焦化企业为拓展出口无序竞争，而国内焦企缺少具有代表性的龙头企业，在国际市场上的影响力和业务拓展能力十分有限，难以掌握焦炭定价权，严重受制于下游企业的采购意愿，缺乏提价空间。

2015年，随着我国经济增速放缓，焦炭价格随着钢铁价格进一步下跌。截至2015年底，焦炭价格较上年末下降37.84%。由于上游焦煤市场弱势持稳，下游钢铁行业需求较为疲软，预计未来一段时间内焦炭价格将处于弱势盘整状态。

图 2　2002 年~2015 年焦炭价格和产量（单位:）



数据来源：Wind 资讯

总体看，焦化行业受宏观经济下行影响，价格和产能利用率都处于低位。

行业上下游

炼焦行业的上游主要是煤炭行业。

从煤炭行业产量来看，2015 年我国原煤产量完成 37.50 亿吨左右，较上年同期减少 3.20%，其中，全国炼焦原煤产量 12.18 亿吨，同比下降 4.27%；炼焦精煤产量 4.84 亿吨，同比下降 3.64%，炼焦煤有效供应量为 4.87 亿吨。分区域看，2015 年，我国炼焦煤产量排名前五省份依次是：山西、河北、山东、陕西以及内蒙古，合计产量占全国总产量的 20%。其中，山西省累计产焦炭 8,035 万吨，较上年同期下降 8.40%；河北省累计产焦炭 5,181 万吨，同比下降 5.60%；山东省累计产焦炭 4,365 万吨，同比下降 5.30%；陕西省累计产焦炭 3,644 万吨，同比下降 5.40%；内蒙古累计产焦炭 3,041 万吨，同比下降 11.80%。

价格方面，在经济下行压力加大的背景下，煤炭行业下游需求不振，产能过剩而产生的供大于求矛盾更加突出。全社会库存持续高位和煤炭价格连续下跌，导致煤企效益大幅下滑，行业亏损面进一步扩大，加之企业自身的经营弊端、资金紧张等问题暴露，使得煤炭经济运行形势更加严峻。2015 年，我国炼焦煤平均价格持续降至 573 元/吨。

煤化工行业中焦化行业下游行业为钢铁，钢铁工业对焦炭的需求量占焦炭总需求的 80%以上。

自 2008 年全球金融危机引发全球经济衰退以来，钢铁行业出现了明显的波动，粗钢产量整体仍呈上升趋势，但增速明显下滑。2015 年，在钢材下游需求继续萎缩、钢价大幅下跌和亏损不断加剧等多重因素倒逼下，中国粗钢产量出现 20 年首次负增长。根据工信部数据显示，2015 年，全国粗钢产量 8.04 亿吨，同比下降 2.3%，近 30 年来首次出现下降；国内粗钢表观消费量 7 亿吨，同比下降 5.4%，连续两年出现下降，降幅扩大 1.4 个百分点。钢材(含重复材)产量 11.2 亿吨，同比增长 0.6%，增幅下降 3.9 个百分点。钢铁价格也持续走低，截至 2015 年末，钢铁协会 CSPI 中国钢材价格指数为 56.37 点，较 2014 年末下降 26.72 点，降幅 32.16%。从全年看，钢材价格各月指数均低于上年同期。分品种来看，2015 年，长材价格下跌超过 800 元/吨，板带材及管材价格下跌超过 1,000 元/吨，钢材各品种价格均有较大幅度的下跌。

总体看，2015 年，下游钢铁行业经营状况不佳，对焦炭的需求进一步下降；同时受下游行业需求减少的影响，炼焦煤价格逐渐下降，降低了焦炭行业经营压力。

行业发展

短期看，未来钢铁行业需求低迷的现状仍将持续，加之钢铁行业固定资产投资增速出现下滑，焦炭需求面临较大压力。上游供给方面，全国焦煤资源稀缺，其中山西省拥有炼焦煤绝对话语权，

其他主要省份焦煤资源集中度也呈现提高趋势，对下游焦炭企业的议价能力进一步增强；虽然近几年焦煤进口量的提高在一定程度上增加了供给并拉低国内焦煤价格，但有限的焦煤进口量对国内焦煤的市场格局影响有限，不改变行业基本走势。另一方面，焦炭市场的不景气促使越来越多的煤化工企业向下游深入。近年来，越来越多的煤制甲醇、煤制气等项目的投产，有利与煤化工企业优化自身产业结构，形成了新的利润增长点。

总体看，随着相关煤化工技术的更加完善成熟，拥有较长煤化工产业链的企业，将更有效利用自身资源优势，充分提高焦化工程的附加值，提高企业盈利水平，同时，在应对市场波动方面具有较强抗风险能力。

四、经营管理分析

1. 管理分析

2015年，公司高级管理人员无重大变化。目前公司董事长仍由王清涛先生担任，公司经营团队基本保持稳定。公司相关管理架构、管理制度延续以往模式，核心技术人员无变动。

2. 经营分析

（1）经营概况

2015 年，公司由投资、建设、运营企业为主的方式向股权经营、投资管控企业为主的方式转变，形成以金融投资为主体，物流贸易与 LNG 新能源、焦化及其深加工为两翼的发展格局。2015 年，公司出资注册成立中融金控（青岛）资本管理有限公司，作为公司金融投资板块的业务主体。中融金控注册资本（实收资本）为 125 亿元，居山东省金控行业首位、全国前列。公司持有中融金控 51.20%的股份。在原有焦化板块的基础上，物流贸易与 LNG 新能源和金融投资板块成为公司未来的主要发展方向，将为公司带来新的收入增长点。

2015 年公司实现营业收入 418.80 亿元，主要来自于物流板块收入的快速增长。同期，公司利润总额及净利润随之增长，分别为 27.99 亿元和 21.14 亿元。

从收入构成看，物流业务收入为公司第一大收入来源，由于公司调整战略，增加了贸易业务，LNG/CNG 加气站项目初步形成规模，同时收购山东万向物流有限公司（以下简称“万向物流”）等公司扩张业务规模，物流板块收入规模及占总收入的比重均大幅增长，2015 年该板块收入为 316.59 亿元，占比升至 75.60%；焦化及其深加工板块是公司的传统业务，2015 年焦炭及焦炭副产品仍是公司的主要收入来源之一，但随着焦化产品价格持续下降和物流业务收入迅速增长，2015 年公司焦化板块收入及占总收入比重均有所下降，2015 年公司焦化板块收入为 99.79 亿元，占比降至 23.83%；2015 年，金融板块收入为 2.40 亿元，主要为财务顾问及咨询服务收入，占总收入的 0.57%。

毛利率方面，物流贸易业务方面，受益于较强的议价能力和质量、品牌优势，公司物流贸易业务毛利率波动增长，2015 年增至 5.43%，较上年增长 0.63 个百分点；焦化板块方面，2014~2015 年，公司焦化板块毛利率呈下降趋势，2015 年降至 13.84%，同比下降了 1.18 个百分点，主要系下游钢铁市场景气度持续下行，公司焦化产品价格持续下降所致；2015 年公司新增金融业务，毛利率为 100.00%。受焦化板块毛利率下降和毛利率较低的物流板块占比大幅上升影响，公司综合毛利率逐年递减，2015 年降至 7.98%。

表 2　2014~2015 年公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

分行业/分产品	2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
焦化板块	114.66	37.51	15.02	99.79	23.83	13.84
焦炭	84.53	27.65	3.92	73.62	17.58	3.87
焦油	7.78	2.55	43.18	5.57	1.33	33.24
粗苯	7.09	2.32	48.51	4.21	1.01	39.54
煤气	9.61	3.14	61.55	9.89	2.36	49.58
其他	5.65	1.85	21.04	6.49	1.55	39.06
物流板块	191.02	62.49	4.80	316.59	75.60	5.43
物流贸易	191.02	62.49	4.80	301.16	71.92	5.03
物流运输、仓储	--	--	--	4.48	1.07	9.72
LNG、CNG 等清洁能源	--	--	--	10.94	2.61	14.59
金融板块	--	--	--	2.40	0.57	100.00
合计	**305.68**	**100.00**	**8.63**	**418.77**	**100.00**	**7.98**

资料来源：公司提供

总体看，2015 年在物流贸易规模增长的带动下，公司收入规模大幅上升。焦化板块受产能过剩等因素影响，收入规模有所下降，盈利能力有所下降；物流板块和金融板块为公司重点发展板块，物流板块盈利能力有所提高，金融板块盈利能力强，但目前收入规模仍小。

（2）运营情况

公司主要业务板块包括焦化及其深加工板块、物流板块和金融板块，其中金融板块为 2015 年新增。

焦化及其深加工板块

焦化及其深加工板块经营主体主要为铁雄冶金、山东铁雄新沙能源有限公司（以下简称“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。

产能方面，2015 年，公司独立炼焦能力仍为 900 万吨/年，焦油、粗苯、煤气等炼焦副产品产能也较 2014 年无变化。产量方面，2015 年，公司实际生产焦炭 869.64 万吨，同比增长 4.83%，生产量提高有利于公司降低单位产品成本。焦炭副产品方面，各类副产品产量受制于焦炭产量，2015 年，公司焦油、粗苯和煤气的产量分别为 36.23 万吨、11.88 万吨和 14.30 万吨，变化不大。产能利用率方面，2014~2015 年公司主要产品产能利用率均维持在较高水平，焦炭、焦油和粗苯的产能利用率均维持在 80%以上。2015 年，公司焦炭产能利用率为 96.63%，焦油产能利用率为 90.58%，粗苯产能利用率为 99.00%，煤气产能利用率为 71.50%。

表 3　公司 2014~2015 年主要产品生产情况 （单位：万吨）

项目	2014 年			2015 年		
	设计产能	产量	产能利用率	设计产能	产量	产能利用率
焦炭	900	829.55	92.17	900	869.64	96.63
焦油	40	34.15	85.38	40	36.23	90.58
粗苯	12	12.23	101.92	12	11.88	99.00
煤气	20	13.70	68.50	20	14.30	71.50

资料来源：公司提供

原材料采购方面，公司原煤采购量逐年增长，2015 年公司原煤采购量合计 1,186.12 万吨，同

比增长 4.54%，主要系产能利用率提高导致；采购均价 574.37 元/吨，同比下降 20.60%。受到煤炭市场不景气影响，原料煤价格持续下滑，降低了公司的成本压力。

表 4　公司 2014~2015 年原料煤采购情况（万吨、元/吨）

原材料种类	2014 年		2015 年	
	采购量	均价	采购量	均价
气煤	170.76	685.98	166.71	541.53
气肥煤	158.96	680.06	159.89	565.45
肥煤	154.30	690.25	172.39	572.47
主焦煤	169.39	838.20	171.78	612.74
1/3 焦煤	159.52	680.57	192.97	536.92
贫瘦煤	159.07	739.61	158.61	581.21
瘦煤	162.59	742.94	163.77	571.72
合计	**1,134.59**	**723.38**	**1,186.12**	**574.37**

资料来源：公司提供

销量方面，随着公司积极开拓下游市场，焦炭产品销售整体呈增长趋势，其中，冶炼焦和铸造焦 2015 年销量分别为 785.03 万吨和 79.85 万吨。公司各类副产品产量仍受制于焦炭产量，实际销量随着产量的波动有所波动，2015 年焦油、粗苯、煤气实际销量分别为 36.06 万吨、11.85 万吨和 14.30 万吨。

销售价格方面，焦炭产品受下游钢铁需求减弱影响，销售均价逐年下降，2015 年，公司冶炼焦和铸造焦销售均价分别降至 799.01 元/吨和 1,364.20 元/吨；同时、焦油、粗苯作为化工行业原料，受行业价格波动影响，2015 年焦油价格降至 1,545.01 元/吨，粗苯价格降至 3,555.54 元/吨；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，由于能够有效节约运输成本，其议价能力较强，近年价格稳定在 0.70 元/吨左右。

产销率方面，公司主要采取以销定产策略，产销率较高，2015 年焦炭及其副产品产销率维持在接近 100%的水平。

表 5　公司 2014~2015 年主要产品产销情况 （单位：万吨）

产品	项目	2014 年	2015 年
冶炼焦	实际销量（万吨）	745.60	785.03
	销售平均单价（元/吨）	970.11	799.01
	产销率	100.05	99.39
铸造焦	实际销量（万吨）	84.18	79.85
	销售平均单价（元/吨）	1,449.34	1,364.20
	产销率	99.82	100.10
焦油	实际销量（万吨）	34.28	36.06
	销售平均单价（元/吨）	2,268.26	1,545.01
	产销率	100.38	99.53
粗苯	实际销量（万吨）	12.27	11.85
	销售平均单价（元/吨）	5,780.58	3,555.54
	产销率	100.33	99.75
煤气	实际销量（万吨）	13.67	14.30
	销售平均单价（元/吨）	0.70	0.70
	产销率	99.78	100.00

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至 2015 年末公司主要在建工程有新沙安装工程、新沙 LNG 及氢气分离建设工程、技改项目以及脱硫、脱销改造等。总计划投资额 15.43 亿元，已投资 10.93 亿元，未来仍需投入 4.50 亿元，焦化及其深加工板块公司对外融资需求较小。

表 6　主要在建工程明细表（单位：万元）

项目	总计划投资额	截至 2015 年底已投资	工程投入占预算的比例	工程进度
铁雄技改项目	35,000.00	30,477.20	87.08	建设阶段
新沙 LNG 及氢气分离建设工程	69,300.00	37,248.07	53.75	建设阶段
脱硫、脱销改造	20,000.00	15,475.27	77.38	建设阶段
新沙安装工程	30,000.00	26,137.11	87.12	建设阶段
合计	**154,300.00**	**109,337.65**	--	--

资料来源：公司提供

总体看，2015 年公司焦化板块产品价格受下游需求不振影响有所下降，但产量和销售量稳中有升，产能利用率和产销率维持在较高水平。

物流贸易与 LNG 新能源板块

物流贸易与 LNG 新能源板块中物流贸易的经营主体包括两大贸易实体山东焦化企业集团实业有限公司和山东物流集团（青岛）有限公司，LNG 项目的经营主体为山东物流集团有限公司（以下简称“物流集团”）。

物流贸易方面，2015 年，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，不断拓展物流贸易业务，当年贸易业务实现收入 316.59 亿元。随着物流贸易规模快速扩大，公司物流贸易业务板块实现毛利润 15.16 亿元，成为重要的新增利润来源。贸易品种方面，2015 年，公司贸易品种构成变化不大，主要以煤炭、焦炭及化产品和各类钢材矿石为主，2015 年占物流贸易业务总收入的比例分比为 43.62%、32.41%和 19.81%。

表 7　2014~2015 年公司分产品贸易业务统计（单位：亿元、%）

产品类别	2014 年			2015 年		
	贸易额	占比	毛利率	贸易额	占比	毛利率
煤炭	89.08	46.64	5.65	131.35	43.62	5.57
棉花	4.91	2.57	4.48	5.71	1.90	4.43
焦炭及化产品	43.22	22.63	4.30	97.62	32.41	5.37
各类钢材矿石	45.04	23.58	3.77	59.65	19.81	3.49
橡胶、铝锭铅锭等	8.77	4.59	3.99	4.21	1.40	0.43
大豆	--	--	--	1.33	0.44	3.80
聚乙烯	--	--	--	1.28	0.42	4.02
合计	**191.02**	**100**	**4.80**	**301.16**	**100.00**	**5.03**

资料来源：公司提供

LNG 加气站方面，公司 LNG 加气站和物流运输仓储经营主体为物流集团。截至 2015 年底，物流集团总资产为 114.48 亿元，净资产为 70.87 亿元；2015 年实现营业收入 130.95 亿元，净利润 3.04 亿元。截至 2015 年底，物流集团已运营加气站共 73 座，已建成加气站共 95 座。物流集团在

综合考虑山东省内现存的许多 LNG 加气站牌照不齐全的现状的基础上，除新建 305 个站点以外，拟收购 300 余座现存站点，并办理相关手续，力争在 2018 年形成 600 个站点的规模，并实际运营 500 个站点以上。投资进度方面，截至 2015 年底公司已投资 8.50 亿元，并计划 2016 年与 2017 年分别投资 11.95 亿元及 4.55 亿元。

此外，公司还计划大力发展物流运输仓储业务，计划控股或相对控股 30 家以上有区位优势的物流企业及园区，直接或间接管理运营 10,000 辆以上运输车辆；高效运营年吞吐量 1,000 万吨、10 万吨级的龙口宏港公司深水码头。以青岛大宗电子商务交易为主体，整合物流集团信息资源，构建物流云信息平台、物流智卡金融平台，为全省物流园区提供一站式整体解决方案。

总体看，公司物流贸易板块收入持续增长，且毛利率稳步提升，已成为公司较为重要的利润增长点；LNG 加气站和物流运输仓储业务为公司未来发展建设重点，但项目建设将面临一定资金需求。

金融投资板块

金融投资板块为公司“一体两翼”经营布局的“一体”，经营主体为中融金控。2015 年，公司出资注册成立中融金控（青岛）资本管理有限公司，作为公司金融投资板块的业务主体。中融金控注册资本（实收资本）为 125 亿元，居山东省金控行业首位、全国前列。公司持有中融金控 51.20%的股份。

中融金控业务以投资股权、经营管理为主，总部设在上海，下设北京川沃股权投资基金管理有限公司、上海朴沃资产管理有限公司、上海益仟投资有限公司、深圳深沃资产管理有限公司等。中融金控坚持“4+4”的发展模式，即立足北京、上海、深圳、青岛形成“四城联动”，主营业务形成股权投资、并购重组、资产管理、财务顾问“四轮驱动”。

截至 2015 年底，中融金控资产总额为 129.96 亿元，所有者权益为 128.25 亿元；2015 年实现营业收入 2.40 亿元，净利润 3.34 亿元。

公司金融板块收益主要体现在金融板块营业收入（控股）、投资收益（参股）和公允价值变动损益，目前集团金融板块下的收入来源主要是基金和理财产品。

公司直投项目主要包括控股晋城银行股份有限公司和参股厦门国际银行股份有限公司，具体情况见下表。

表 8　公司主要在投的直投项目情况表（单位：万元）

企业名称	简介
晋城银行股份有限公司	晋城银行股份有限公司前身是晋城市商业银行，是中国银监会山西监管局于 2005 年 12 月 27 日核准设立的，2011 年 4 月 8 日更为现名。总行设在山西省晋城市，下设晋城分行、太原分行、朔州分行、运城分行、吕梁分行、忻州分行（筹）、长治分行（筹），晋中分行（筹）。截止 2015 年底，资产总额约 657 亿元，监管评级和发展质量在山西和中西部城市商业银行中均位居前列。 2015 年 12 月，公司以 7.55 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，标志着公司由实体产业向金融产业的重大转变。2015 年公司参股晋城银行获得投资收益 37 万元。
厦门国际银行股份有限公司	厦门国际银行成立于 1985 年 8 月 31 日，是中国第一家中外合资银行，总部设于厦门。该行于 2013 年完成全部改制工作，从有限责任公司整体变更为股份有限公司，从中外合资银行改制为中资商业银行。在 2015 年英国《银行家》杂志评选的“全球 1000 大银行排名”中，该行按总资产排名第 254 位，按一级资本排名第 356 位，排名持续攀升。该行在香港和澳门分别拥有全资附属机构——厦门国际投资有限公司（香港）和澳门国际银行股份有限公司，其中澳门国际银行是澳门本地主要业务指标排名前三位的综合性银行，下辖 12 家分行；在中国境内共设有 40 余家分支机构，全国性网点布局逐步完善。 公司于 2016 年 4 月以每股 3.76 元的价格收购厦门国际银行 213,792,000 股（占总股本比例为 3.35%），交易总金额为 8.05 亿元，并已完成过户手续；厦门国际银行拟后续增资扩股 20 亿股，公司拟以每股 4.5 元的价格认购其中约 4.18 亿股（占增资扩股后总股本的比例为 4.99%），交易总资金约为 18.82 亿元，上述增资扩股完成后，公司将持有厦门国际银行约 7.54%的股权，成为厦门国际银行第三大股东，并取得董事会席位。

资料来源：公司提供

公司在综合考虑整体产业布局的基础上，参与了多家优质上市公司的定向增发项目（收益主要体现为公允价值变动损益），项目包括银之杰（股票代码：300085）、网宿科技（股票代码：300017）等。银之杰是中国首批获得个人征信牌照的 8 家机构之一，其个人征信系统可以对山东物流集团有限公司的 LNG 加气站及车辆管理提供强有力的信息支持。2015 年公司通过参与二级市场定向增发项目等获得公允价值变动收益 1.60 亿元，截至 2015 年底，公司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为 34.45 亿元。

总体看，2015 年公司金融投资业务取得较大突破，控股、参股的银行经营状况良好，参与二级市场定向增发利润较高。

3. 经营效率

2014~2015 年，公司应收账款周转次数分别为 9.54 次和 9.91 次，变化不大；同期，公司稳定的客户渠道有助于公司进行库存管理，贸易类业务扩张也提升了存货周转效率，存货周转次数持续上升，分别为 13.43 次和 15.63 次；2014~2015 年公司总资产周转次数受资产大幅增长影响有所下降，分别为 0.87 次和 0.86 次。

总体看，公司经营效率保持稳定。

4. 经营关注

下游钢铁行业波动风险

焦炭主要应用于钢铁行业，下游钢铁行业的发展直接决定着焦炭的需求量和发展空间。2015 年钢铁行业经营形势有所恶化，对公司焦炭板块的收入和盈利造成负面影响。

在建项目风险

公司在建项目初始投资规模大，投资周期长，但公司现有业务盈利能力偏低，未来项目投资对外部融资需求大，对外部融资渠道及资金来源的稳定性有较高要求，短期内债务负担可能有一定程度上升。

管理风险

公司未来发展定位为以金融投资为主体，物流贸易及 LNG 新能源、焦化及其深加工为两翼的“一体两翼”的格局，金融、冶金及新材料、LNG 加气站领域与公司传统焦化业务具有一定行业跨度，公司可能面临一定的管理及技术压力。

5. 未来发展

公司的总体发展战略为由传统实业经营向金融、产业股权经营为主转变，由投资、建设、运营企业为主的方式向股权经营、投资管控企业为主的方式转变，形成以金融投资为主体，物流贸易与 LNG 新能源、焦化及其深加工为两翼的“一体两翼”发展格局，着力打造主业突出、功能完善、竞争力强、国际一流的金融资本和产业资本相融合的新兴经济运行体。

公司依托现有现有资源推进“一体两翼”产业布局，建设金融投资、物流贸易与 LNG 新能源、焦化及其深加工三大板块。

金融投资板块。

在目前已控股晋城银行、参股厦门国际银行和齐商银行的基础上，到 2020 年实现参控股保险、证券、期货、信托、公募基金等 10 家年营业收入超过 50 亿元的金融机构；参控 10 家以上战略新型行业龙头上市公司；全力开展并购重组、资产管理和财务顾问等业务。

物流贸易与 LNG 新能源

公司力争“十三五”期间建成以清洁能源、物流网络、物流信息平台为主的新型路港航立体物流体系。

（1）物流贸易业务以现有山东焦化企业集团实业有限公司、山东焦化集团（青岛）有限公司为基础，建设“贸易、金融、物流、电子商务”一体化的金融服务型贸易集团公司，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。

以山东物流集团（青岛）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，控股或相对控股 30 家以上有区位优势的物流企业及园区，直接或间接管理运营 10000 辆以上运输车辆。以青岛大宗电子商务交易为主体，整合物流集团信息资源，倾力打造物流云信息平台、物流智卡金融平台，为全省物流园区提供一站式整体解决方案。拓展国际进出口物流业务，建设高效的物资与流通体系。

（2）LNG 新能源业务以山东物流集团为主体平台，以综合能源站建设运营和油气经营业务为主，推进省政府授权山东省九个厅委局联合下文批复的山东物流集团在省内 17 个地市物流园区建设、运营清洁能源加气站规划实施，通过自建和重组方式，2018 年形成 600 个站规模，运营 500 个站以上；2020 年建成运营 800 个站。

焦化及其深加工

公司“一体两翼”经营布局的“右翼”为焦化及其深加工板块。

能源化工及新型建材产业：铁雄冶金、铁雄新沙、铸造焦公司三家焦化企业，坚持绿色发展、安全发展理念，以提质增效为中心，以技术改造为支撑，围绕品种质量、节能降耗、清洁生产、

“两化”融合和安全生产等重点，加快应用新技术、新工艺、新装备，促进焦化做优做强，发展现代新型煤化工，延伸产业链和价值链，为物流集团清洁能源板块提供油气原料；巨润建材和华平新材料有限公司致力发展新型建材。

公司以铁雄冶金科技有限公司为主，打造绿色能源生产园区，实施 50000m^3/h 焦炉气制 13 万吨/年 LNG 项目；以铁雄新沙能源有限公司为主，联合华平新材料有限公司，打造鲁西南新型煤化工和新型建材园区；铁雄新沙按煤基精细化路线实施焦炉气综合利用制 22 万吨/年乙二醇、8.5 万吨/年 LNG 项目以及 15 万吨/年煤焦油加氢项目，实施玻璃产品升级，开发生产高附加值特殊玻璃，引进华平新材料熔岩造石生产线，生产新型石材；以铸造焦公司为主，发挥区位优势，焦、热、电、物流并举，打造中国铸造焦基地、开发区供热中心，做大物流产业。

总体看，“十三五”期间是公司的重要转型期，公司在管控模式、业务结构方面均存在一定调整。在传统焦化行业面临一定发展瓶颈时，公司主动向金融行业拓展业务，以规避单一焦化行业的运营风险，提升公司的可持续发展能力，但金融行业与公司传统焦化行业差别过大，公司面临一定管理风险。

五、财务分析

1. 财务概况

公司 2015 年度财务报告已经中兴财光华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具标准无保留审计意见。公司执行财政部最新颁布的《企业会计准则》和各项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定。

2015 年，公司通过收购分别取得万向物流 52.38%股权、鲁润石化泰安市泰山区石油化工有限公司 100.00%股权和山东巨润建材有限公司 85.00%股权，同年新设子公司共 34 户，合并范围的变化使得财务数据可比性受到一定影响。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 604.03 亿元，负债合计 297.51 亿元，所有者权益 306.51 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 145.12 亿元。2015 年度，公司实现合并营业收入 418.80 亿元，净利润（含少数股东损益 4.14 亿元）21.14 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 17.11 亿元；经营活动产生的现金流量净额 16.40 亿元，现金及现金等价物净增加额 12.32 亿元。

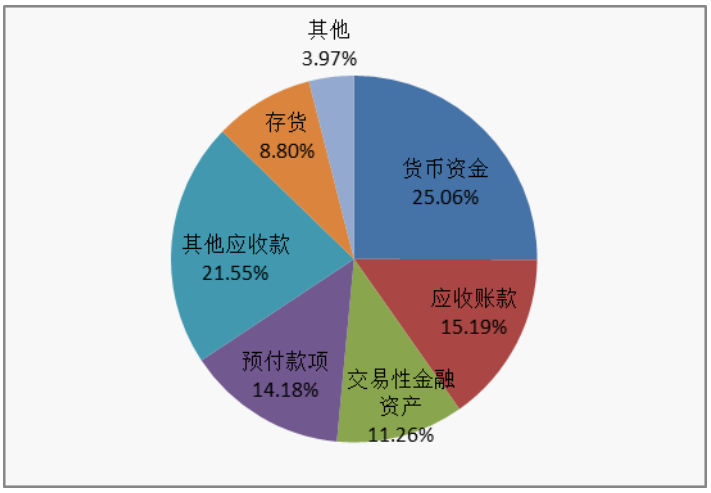
2. 资产质量

随着公司业务发展，经营规模不断扩大，公司资产规模逐年增加。截至 2015 年底，公司资产总额为 604.03 亿元，较上年末增长 65.80%，其中流动资产合计占 50.66%，非流动资产合计占 49.34%。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产共计 305.98 亿元，较上年末增长 66.02%，主要系 2015 年公司合并范围增大所致，2015 年末，公司流动资产主要包括货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货（如下图所示）。

图 3　截至 2015 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

由于公司以承兑汇票支付规模增加，保证金存款有所上升，带动公司货币资金上升，截至 2015 年底，公司货币资金为 76.67 亿元，较上年末增长 21.20%，其中 70.30 亿元系公司开具银行承兑汇票存入的保证金存款，系使用受限的货币资金，占货币资金的比例为 91.69%，公司货币资金受限比例较高。

在公司业务规模的扩大和下游钢铁行业不景气公司对钢铁企业信用政策放宽共同作用下，公司应收账款不断增长。截至 2015 年底，公司应收账款账面余额为 46.47 亿元，较年初增长了 23.11%。公司应收账款主要为应收下游客户货款。其中账龄在 1 年以内的占比为 94.30%，1~2 年的占比为 5.33%，2~3 年的占比为 0.37%，3 年以上的占比为 0.01%。公司按账龄法对应收账款计提了 0.14 亿元的坏账准备，计提比率为 0.30%，公司下游钢铁行业景气度下行，应收账款面临一定回收风险，该计提比例较低。截至 2015 年底，公司应收账款余额前 5 名客户应收账款余额合计 9.63 亿元，占比 20.67%，公司应收账款集中度不高。

公司业务规模的不断扩大带动预付款项不断增长。截至 2015 年底，公司预付款项账面余额为 43.54 亿元，主要为预付上游煤炭企业的货款，其中账龄在 1 年以内的占比 72.88%，1~2 年的占比为 26.84%，2 年以上的合计占比为 0.29%。公司按账龄法对预付款项已计提 0.16 亿元坏账准备，账面净值为 43.38 亿元，较上年末增长 42.67%。

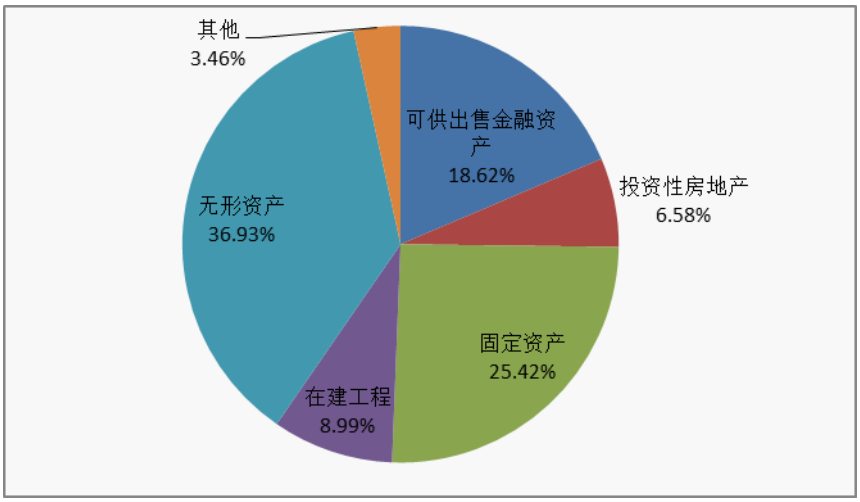
截至 2015 年底，公司其他应收款账面余额为 67.51 亿元，主要由与其他单位的往来款（占比 99.21%）构成，主要为业务往来款。供应部采购款、建设部工程款已支付尚未收到发票，暂计入其他应收款，待收到发票后再进行冲销。截至 2015 年底，公司对其他应收款已计提 1.56 亿元的坏账准备，账面价值为 65.95 亿元，较上年末大幅增加 189.74%，主要系业务往来款大幅增加所致。截至 2015 年末，公司其他应收款余额前五名单位共占比 27.80%，账龄均在 1 年以内，其他应收款集中度较低。

随着经营规模的扩大，公司的存货呈上升态势。截至 2015 年底，公司存货为 26.92 亿元，较年初增长了 20.24%。公司存货中原材料占比为 31.8%，在产品占比为 1.8%，库存商品占比为 66.05%，此外尚有小部分周转材料和其他。期末公司存货未出现可变现净值低于其成本的情况，公司未对存货计提跌价准备。公司存货中有账面价值为 2.23 亿元的炼焦煤和焦炭被用于借款质押。目前煤炭、焦炭价格下降幅度较大，公司存货存在一定的跌价风险。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产共计 298.05 亿元，较年初增长了 65.56%，主要系合并范围扩大导致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、固定资产、在建工程和无形资产构成（如下图所示）。

图 4　截至 2015 年底公司非流动资产构成情况



数据来源：审计报告

截至 2015 年末，公司可供出售金融资产从上年末的 1.97 亿元大幅增至 55.48 亿元，主要系对青岛一水资产管理有限公司、诚联融资租赁有限责任公司和上海衍融投资中心（有限合伙）的可供出售权益工具增加所致。

随着在建工程的不断投入和转固，合并范围也变化较大，公司在建工程和固定资产均不断上升。截至 2015 年底，公司在建工程账面价值为 26.79 亿元，较年初大幅增长了 69.46%；固定资产为 75.78 亿元，较年初增长了 23.92%，公司固定资产已计提累计折旧 31.40 亿元，成新率为 70.70%，成新率较高。

公司无形资产主要为土地使用权。截至 2015 年底，公司无形资产为 110.06 亿元，较上年末增长 31.34%，主要系 2015 年 3 月 24 日，公司三级子公司山东焦化北海冶金科技有限公司与山东省滨州北海经济开发区管理委员会及山东省滨州港正海生态科技有限公司三方签定《用地协议》，将总面积 5,072 亩的土地收回后出让给公司导致。公司无形资产主要由土地使用权证（占比 99.98%）构成，其中，截至 2015 年底，公司已办理土地证的土地面积共计 16,917.85 亩，账面金额合计 52.21 亿元，其余土地的土地使用权证正在办理中。

受限资产方面，截至 2015 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产为 60.24 亿元，占总资产比重为 9.97%，其中 21.85 亿元为银行承兑汇票保证金（占比 36.27%），38.39 亿元为借款质押物（占比 63.73%），共涉及货币资金、存货、土地使用权、投资性房地产等。

总体看，2015 年公司合并范围扩大，资产规模快速增长。公司资产以非流动资产为主；但受限资产特别是受限的货币资金占比较大，应收账款计提比例较低，面临一定回收风险，公司资产质量整体一般。

3. 负债和权益

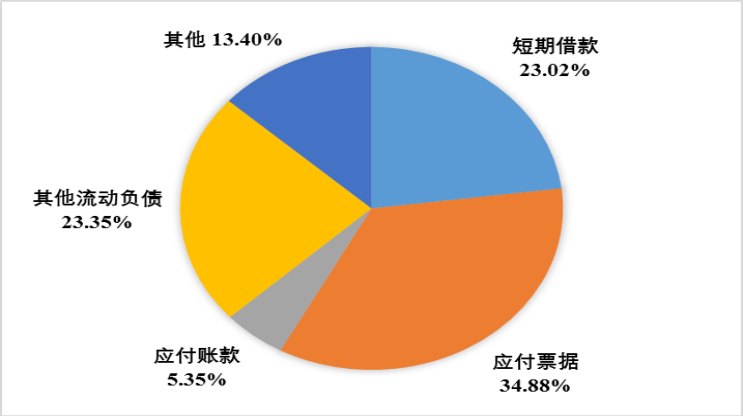
负债

截至 2015 年底，公司负债合计 297.51 亿元，较年初增长了 52.17%，主要系非流动负债增长

导致。其中流动负债占比 60.11%，非流动负债占比 39.89%，流动负债占比较年初的 86.06%有明显下降，公司负债结构有所改善。

截至 2015 年底，公司流动负债规模为 178.82 亿元，较年初增长了 6.28%；公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和其他流动负债构成（具体构成详见下图）。

图 5　截至 2015 年底公司流动负债构成情况



数据来源：审计报告

截至 2015 年底，公司短期借款为 41.17 亿元，较年初增长了 12.08%，主要系经营规模扩大流动资金贷款增加和合并范围变化导致。公司短期借款包括信用借款（占比 3.09%）、保证借款（占比 88.64%）、抵押借款（占比 8.26%）和质押借款（占比 0.01%）。

2015 年，公司减少了票据的使用，使公司应付票据有所下降。截至 2015 年底，公司应付票据为 62.38 亿元，较年初下降了 26.75%。公司应付票据包括银行承兑汇票（占比 68.99%）和商业承兑汇票（占比 31.01%）。

截至 2015 年底，公司应付账款为 9.57 亿元，较年初下降了 6.13%，主要系公司原材料煤炭价格下降导致。

截至 2015 年底，公司其他流动负债为 41.76 亿元，主要为 2015 年公司发行的中融新大集团有限公司 2015 年度第一期、第二期、第三期短期融资券（期限均为 1 年）和中融新大集团有限公司 2015 年度第一期、第二期超短期融券（期限均为 270 天）。

截至 2015 年底，公司非流动负债共计 118.69 亿元，较年初大幅增长了 335.59%，主要系合并范围扩大和公司对外融资规模扩大共同导致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 42.44%）、应付债券（占比 51.06%）、长期应付款（占比 2.48%）和递延所得税负债（占比 3.59%）构成。

公司优化债务结构，提高长期借款比例，长期借款呈不断上升态势。截至 2015 年底，公司长期借款 50.37 亿元。公司长期借款每年需偿付金额分布较为均匀，不存在集中偿付的风险。

2015 年，公司发行非公开定向融资工具和公司债规模较大，应付债券迅速增长。截至 2015 年末，公司应付债券为 60.60 亿元，主要为公司发行的 2014 年度第一期非公开定向债务融资工具、中融新大集团有限公司非公开定向债务融资工具、中融新大集团有限公司 2015 年非公开发行公司债券、中融新大集团有限公司 2015 年度（第一期）公司债券、中融新大集团有限公司 2014~2016 年度非公开定向债务融资工具、中融新大集团有限公司 2015 年第二期非公开发行公司债券和下属山东焦化集团（青岛）有限公司发行的 2014 年中小企业私募债，其中 2016 年到期 5.00 亿元，2017 年到期 16.40 亿元，2018 年到期 45 亿元。

公司长期应付款为应付融资租赁款，随着支付进度的增加呈不断下降趋势。截至 2015 年底，

公司长期应付款为 2.94 亿元。

公司递延所得税负债主要由投资性房地产公允价值变动形成。截至 2015 年底，公司递延所得税负债为 4.26 亿元，较年初下降 24.17%。

为满足业务发展需要，公司融资渠道不断拓宽，债务融资规模不断上升。截至 2015 年底，公司全部债务为 268.35 亿元，其中短期债务 154.44 亿元，长期债务 113.91 亿元，短期债务占比较高。，债务结构不尽合理。截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.25%、46.68%和 27.09%，其中资产负债率和全部债务资本化比率较上年末分别下降 4.41、3.18 个百分点，长期债务资本化比率较上年末提高 14.70 个百分点，债务负担略有下降，仍属适中水平。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，其中短期借款、应付票据占比较高。公司债务负担适中，但短期债务占比较大。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 306.51 亿元，其中归属于母公司所有者权益 145.12 亿元，占比 47.34%。2015 年少数股东权益由 2014 年的 18.43 亿元增至 161.40 亿元，一方面来自铁雄冶金、山东帆岛化工燃气有限公司、物流集团等公司，少数股东增资导致公司少数股东权益增加 50 亿元，一方面是公司成立中融金控有限公司、收购万向物流、巨润集团增加少数股东权益 94 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积、专项储备、盈余公积和未分配利润分别占比 20.67%、40.98%、0.64%、0.74%和 36.96%，未分配利润占比较高。

总体看，公司所有者权益的增长主要来自少数股东权益的增长，且少数股东权益占比较高，归属于母公司所有者权益中，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

2015 年，随着贸易规模的扩大，公司营业收入有所增长，实现营业收入 418.80 亿元，同比增长了 37.01%；由于 2015 年贸易规模扩大的影响，2015 年公司实现净利润 21.14 亿元，实现归属于母公司所有者净利润 17.11 亿元，分别同比提高了 103.35%和 75.93%。

费用控制方面，2015 年，公司销售费用为 3.52 亿元，同比下降 10.44%，主要系上年度公司业务规模扩大导致车辆、运输及仓储费较高所致；管理费用为 5.04 亿元，同比增长 31.58%，系公司合并范围扩大导致人力成本、租赁费、摊销费增加较快所致；财务费用为 6.67 亿元，同比增长了 11.56%，主要系债务融资规模扩大导致。2015 年，公司的费用收入比为 3.64%，贸易板块的收入占比不断增加，使得公司费用收入比处于较低水平。总体看，公司费用规模有所增加，但费用控制能力仍旧良好。

随着投资性房地产公允价值提高，公司获得较大规模的公允价值变动收益，2015 年为 5.48 亿元，占营业利润的比为 23.32%，对营业利润贡献较大；2015 年，公司营业外收入为 4.63 亿元，主要系当期公司发生非同一控制下的合并产生，占公司的利润总额之比为 16.39%，公司利润总额对营业外收入不存在过度依赖。

从盈利指标来看，2015 年公司营业利润率为 7.86%，同比下降了 0.69 个百分点，营业利润率下降的主要原因是焦炭业务毛利率下降和毛利率较低的贸易收入占比上升共同导致。随着净利润的迅速增长，2015 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.04%、7.10%和 8.90%，同比均有所提高。总体看，公司上述盈利指标处于正常水平。

总体看，公司营业收入大幅增长，费用控制能力仍较强，整体盈利能力较强。

5. 现金流

从经营活动看，随着贸易板块收入的增加，公司 2015 年销售商品、提供劳务收到的现金为 350.35 亿元，同比增长了 43.71%；而购买商品、接受劳务支付的现金为 328.44 亿元，同比增长了 43.19%。公司收到其他与经营活动有关的现金和支付其他与经营活动有关的现金变动趋势一致，2015 年均大幅增长，主要来自新增合并范围单位往来款增加所致。受上述因素影响，公司 2015 年经营活动净现金流为 16.40 亿元，同比提高了 52.12%，处于较高水平。从收入实现质量上来看 2015 年公司现金收入比为 83.66%，较 2014 年略有提高，但收入实现质量仍较低。

从投资活动看，2015 年公司投资活动现金流入规模较小；投资活动现金流出方面，2015 年公司投资支付的现金为 119.71 亿元，主要系可供出售金融资产和长期股权投资增长所致，同时公司保持一定规模的固定资产投资规模，2015 年投资活动现金流出合计 214.61 亿元。2015 年，公司投资活动现金流量净流量为-208.59 亿元，净流出规模大幅提高了 1176.63%。

从筹资活动看，2015 年公司长期借款及应付债券规模增长，2015 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 204.51 亿元，净流入规模较大。

总体看，公司经营活动净现金流状况较好，但收入实现质量表现一般；公司近年来投资规模较大，经营活动净现金流虽然较高但仍不能满足投资需求，需要通过筹资活动来平衡资金需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，随着流动资产的较快增长，截至 2015 年末公司流动比率为 1.71 倍，较年初提高了 0.61 倍；速动比率为 1.56 倍，较年初提高了 0.60 倍。2015 年，随经营活动净现金流状况的大幅改善，公司经营现金流动负债比率为 9.17%，同比提高了 2.76 个百分点，保障水平仍不高；公司持有较大规模的货币资产，截至 2015 年底公司现金短期债务比为 0.78 倍，水平尚可。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2015 年公司 EBITDA 全部债务比为 0.16 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较低；EBITDA 利息倍数为 6.65 倍，对利息的保障能力尚可。公司长期偿债能力一般。

截至 2015 年底，公司对外担保为 34.58 亿元，占公司所有者权益的 11.28%，被担保企业主要包括山东泰山钢铁集团有限公司、南金兆集团有限公司、瑞星集团等单位，目前被担保企业经营状况良好，但公司对外担保比率较高，存在一定或有负债风险。

截至 2015 年底，公司无重大对外诉讼。

根据公司提供企业信用报告，截至 2016 年 4 月 14 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2015 年底，公司已获银行授信额度 137.59 亿元，已使用 120.13 亿元，公司间接融资空间有限。

总体看，公司债务规模较大，结构不尽合理，存在一定的偿债压力；考虑到公司在山东省焦化行业内的地位和未来物流板块的良好发展前景，公司综合偿债能力较强。

六、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达120.41亿元，约为“15鲁焦01”、“15鲁焦02”、“16鲁焦01”、“16新大02”及“山东焦化集团有限公司2015年非公开发行公司债券(第二期)”（以下简称“15山焦02”）本金合计（60亿元）的2.01倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达306.51亿元，约为以上债券本金合计（60

亿元）的5.11倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15鲁焦01”、“15鲁焦02”、“16鲁焦01”、“16新大02”和“15山焦02”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为42.47亿元，约为“15鲁焦01”、“15鲁焦02”、“16鲁焦01”、“16新大02”和“15山焦02”本金合计（60亿元）的0.71倍，公司EBITDA对“15鲁焦01”、“15鲁焦02”、“16鲁焦01”、“16新大02”和“15山焦02”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入392.42亿元，约为“15鲁焦01”、“15鲁焦02”、“16鲁焦01”、“16新大02”和“15山焦02”本金合计（60亿元）的6.54倍，公司经营活动现金流入量对“15鲁焦01”、“15鲁焦02”、“16鲁焦01”、“16新大02”和“15山焦02”的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为山东省内规模较大的独立焦化企业，在行业地位、生产规模、政策支持等方面具有综合竞争优势，公司对“15 鲁焦 01”、“15 鲁焦 02”、“16 鲁焦 01”、“16 新大 02”和“15 山焦 02”的偿还能力强。

七、综合评价

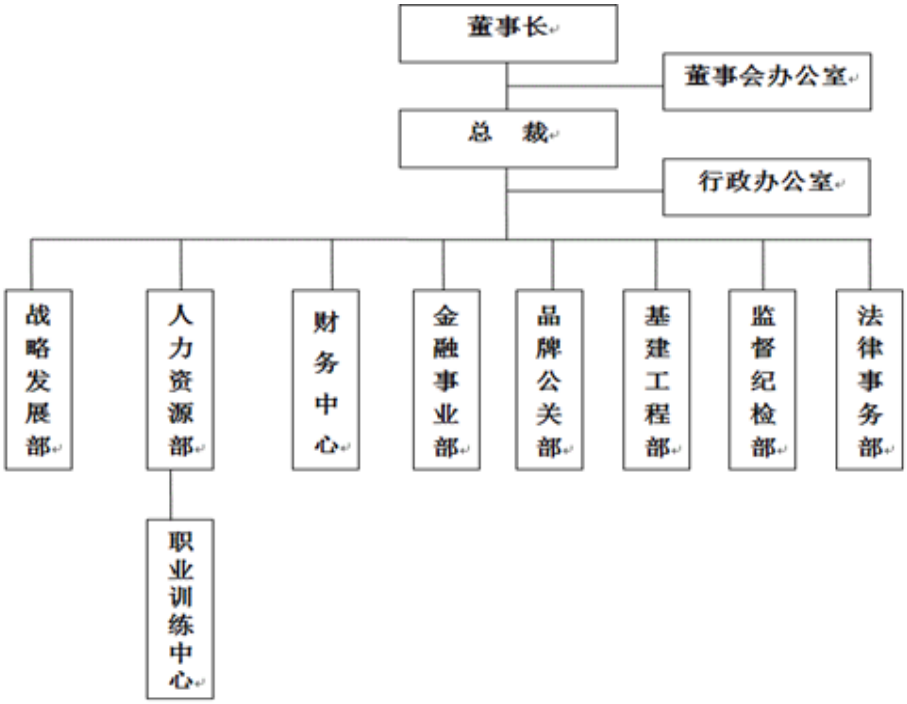
2015 年，焦化行业在宏观经济下行压力加大的情况下低位运行，公司焦化板块下游客户稳定，产能利用率仍处于较高水平，收入虽略有下降，但毛利率仍保持稳定；公司开始由传统实业经营向金融、产业股权投资为主转变，打造“以金融投资为主体，物流贸易与 LNG 新能源、焦化及其深加工为两翼”的发展格局。2015 年，公司出资注册成立中融金控（青岛）资本管理有限公司，并控股晋城银行股份有限公司和参股厦门国际银行股份有限公司，金融板块开始成为公司的主要业务板块之一。2015 年，公司并购及新设较多子公司，资产及所有者权益大幅增加，有利于提升公司的财务安全性。

公司为山东省政府批准成立的创新性、综合型、服务型现代大型物流集团，为山东省最大的 LNG 清洁能源销售商，行业地位突出。随着公司贸易规模的扩大以及投入运营的 LNG 加气站数量增多，公司盈利能力大幅提高。同时，联合评级也关注到焦化行业景气度不高、公司新进入金融行业存在一定不确定性、资金压力较大及存在或有风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司投入运营的 LNG 加气站数量进一步增加和金融、股权投资规模扩大，以及贸易规模的进一步扩大，公司盈利能力有望进一步增强。

综上，联合评级上调公司主体长期信用评级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时上调“15 鲁焦 01”、“15 鲁焦 02”、“16 鲁焦 01”和“16 新大 02”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1　中融新大集团有限公司组织结构图



附件 2　中融新大集团有限公司
主要计算指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	364.32	604.03
所有者权益（亿元）	168.81	306.51
短期债务（亿元）	144.02	154.44
长期债务（亿元）	23.88	113.91
全部债务（亿元）	167.90	268.35
营业收入（亿元）	305.68	418.80
净利润（亿元）	10.40	21.14
EBITDA（亿元）	26.99	42.47
经营性净现金流（亿元）	10.78	16.40
应收账款周转次数(次)	9.54	9.91
存货周转次数（次）	13.43	15.63
总资产周转次数（次）	0.87	0.86
现金收入比率（%）	79.75	83.66
总资本收益率（%）	5.09	6.04
总资产报酬率（%）	5.80	7.10
净资产收益率（%）	6.32	8.90
营业利润率（%）	8.55	7.86
费用收入比（%）	4.49	3.64
资产负债率（%）	53.66	49.25
全部债务资本化比率（%）	49.86	46.68
长期债务资本化比率（%）	12.39	27.09
EBITDA 利息倍数（倍）	4.41	6.65
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.16
流动比率（倍）	1.10	1.71
速动比率（倍）	0.96	1.56
现金短期债务比（倍）	0.49	0.78
经营现金流动负债比率（%）	6.41	9.17
EBITDA/债券本金合计（倍）	0.45	0.71

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；
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；
3、2015 年公司发生同一控制下的企业合并，并对 2015 年期初数和上期数进行了追溯调整，本报告中涉及 2014 年数据均采用 2015 年财务报告期初数或上期数。

附件 3　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/本期公司债券发行额度
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/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+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 4　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。