跟 踪 评 级 公 告

联合 [2018]444 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 AAA，评级展望为“稳定”

中融新大集团有限公司公开发行的“15 鲁焦 01”、“15 鲁焦 02”、“16 鲁焦 01”、“16 新大 02”、“17 新大 01”、“17 新大 02”、“17 新大 03”、“18 新大 01”、“18 新大 02”债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年四月二十七日

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
公开发行公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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
18 新大 01	10.00 亿元	3 年	AAA	AAA	2018.01.09
15 鲁焦 01	12.67 亿元	3 年	AAA	AAA	2017.04.27
16 鲁焦 01	1.70 亿元	3 年	AAA	AAA	2017.04.27
17 新大 03	20.00 亿元	5 年	AAA	AAA	2017.12.06
15 鲁焦 02	8.44 亿元	3 年	AAA	AAA	2017.04.27
18 新大 02	10.00 亿元	3 年	AAA	AAA	2018.01.09
16 新大 02	1.54 亿元	3 年	AAA	AAA	2017.04.27
17 新大 01	10.00 亿元	5 年	AAA	AAA	2017.09.13
17 新大 02	10.00 亿元	7 年	AAA	AAA	2017.09.13

跟踪评级时间：2018 年 4 月 27 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	1,402.69	1,578.30
所有者权益(亿元)	874.64	910.23
长期债务(亿元)	175.34	241.06
全部债务(亿元)	332.86	467.68
营业收入(亿元)	651.17	753.32
净利润(亿元)	485.17	35.15
EBITDA(亿元)	515.95	79.11
经营性净现金流(亿元)	31.55	46.71
营业利润率(%)	6.31	6.28
净资产收益率(%)	82.15	3.94
资产负债率(%)	37.65	42.33
全部债务资本化比率(%)	27.57	33.94
流动比率（倍）	2.00	2.06
EBITDA 全部债务比（倍）	1.55	0.17
EBITDA 利息倍数(倍)	49.91	4.02
EBITDA/待偿本金合计(倍)	6.12	0.94

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；3. 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

跟踪期内，中融新大集团有限公司（以下简称“中融新大”或“公司”）延续了以能源化工为基础，以金融投资为主体，物流清洁能源、矿产资源为两翼的发展策略。受益于上下游供给侧改革，焦炭行业景气度得以提升，公司能源化工板块经营向好，此外，公司受让部分金融机构收益权显著增厚公司营业利润。2017 年，公司经营活动现金继续保持较大规模净流入态势。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）关注到公司海外矿产资源开发进度存在不确定性、对外担保规模较大、负债率上升、公允价值变动收益稳定性较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着 LNG 加气站规模的扩大、能源化工板块的技术改造及深加工完成，加之若未来矿产资源开发进展顺利，公司经营规模有望进一步扩大。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；并维持“15 鲁焦 01”、“15 鲁焦 02”、“16 鲁焦 01”、“16 新大 02”、“17 新大 01”、“17 新大 02”、“17 新大 03”、“18 新大 01”和“18 新大 02”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．跟踪期内，焦炭行业受益于上下游供给侧改革景气度得以提升，公司焦炭产品价格上行，带动能源化工板块收入和盈利增强。

2.2017 年，公司通过受让金融机构收益权，获得大量公允价值变动收益，显著增厚了公司营业利润。

3．2017 年，公司经营活动现金继续保持较大规模净流入态势，为公司投资及债务偿还提供一定支持。

关注

1．跟踪期内，公司积极推进对秘鲁邦沟多金属矿区开发准备工作，但后期进度仍存在不确定性。同时，该部分资产在公司总资产占比很高，若未来开发收益不及预期，该部分资产将面临减值风险。

2．2017 年，公司营业利润中受让恒丰银行收益权带来的公允价值变动收益占比高，恒丰银行由于经营管理问题受到监管和舆论关注，可能会对其经营带来影响，进而影响公司该部分收益的稳定性。

3．2017 年，公司负债率上升，有息债务占比较高；对外担保规模仍然较大，给公司带来一定或有债务风险。存续期债券回售较多，加之部分债务集中到期，公司面临集中偿付压力较大。

分析师

李　晶
电话：010-85172818
邮箱：lij@unitedratings.com.cn

任贵永
电话：010-85172818
邮箱：rengy@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。

本跟踪评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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（以下简称“中融新大”或“公司”）是山东省集物流清洁能源、能源化工、矿产资源综合运营于一体，并且围绕产业板块适度进行金融投资的大型综合型企业，前身为淄博一山焦化有限公司，初始注册资本 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、股权转让以及公司名称变更，截至 2017 年底，公司注册资本 33.81 亿元，自然人王清涛持有公司 64.83%股权，为公司单一最大股东及实际控制人，实际控制人未发生变动。

公司的经营范围包括：以自有资金对外投资；股权投资（以上两项未经金融监管部门批准，不得从事吸收存款、融资担保、代客理财等金融业务）；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、监控及易制毒化学品)、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）

2017 年，公司主要职能部门未发生变动。纳入合并范围的子公司共 172 家，与 2016 年度相比，投资新设立子公司 21 户；非同一控制下企业合 1 户；另有新泰市宝泉成品油有限公司、莱芜恒运能源有限公司已转让，泰安市清恒能源有限公司已注销。公司员工合计 10,912 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 1,578.30 亿元，负债合计 668.07 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 910.23 亿元，归属母公司所有者权益 678.32 亿元。2017 年，公司实现合并营业收入 753.32 亿元，净利润（含少数股东损益）35.15 亿元，归属于母公司所有者净利润 26.07 亿元；经营活动产生的现金流量净额 46.71 亿元，现金及现金等价物净增加额 27.85 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。本期债券于 2015 年 8 月 26 日发行结束，票面利率为 6.60%。本期债券简称“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。截至目前，本期债券募集资金已全部用于上述目的。

本期债券为含权债券，在存续期的第 2 年末设置了公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。跟踪期内，本期债券面临第 2 年末相关债券条款执行，公司调整本期债券票面利率为 6.90%，投资者回售金额 2.33 亿元，公司已支付回售款项。截至目前，本期债券余额 12.67 亿元。

公司已于 2017 年 8 月 24 日支付本次债券 2016 年 8 月 24 日至 2017 年 8 月 23 日期间的利息。

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。本期债券于 2015 年 11 月 9 日发行结束，票面利率为 6.80%，本期债券简称“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。

本期债券为含权债券，在存续期的第 2 年末设置了公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。跟踪期内，本期债券面临第 2 年末相关债券条款执行，公司调整本期债券票面利率为 6.90%，投资者回售金额 6.56 亿元，公司已支付回售款项。截至目前，本期债券余额 8.44 亿元。

公司已于 2017 年 11 月 5 日支付本次债券 2016 年 11 月 5 日至 2017 年 11 月 4 日期间的利息。

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。本期债券于 2016 年 2 月 1 日发行结束，票面利率为 6.80%，本期债券简称“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。

本期债券为含权债券，在存续期的第 2 年末设置了公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。跟踪期内，本期债券面临第 2 年末相关债券条款执行，公司选择不调整本期债券票面利率，投资者回售金额 6.50 亿元，公司已支付回售款项。截至目前，本期债券余额 1.70 亿元。

公司已于 2018 年 1 月 29 日支付本次债券 2017 年 1 月 29 日至 2018 年 1 月 28 日期间的利息。

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。本期债券于 2016 年 3 月 23 日发行结束，票面利率为 6.60%。本期债券简称“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。

本期债券为含权债券，在存续期的第 2 年末设置了公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。跟踪期内，本期债券面临第 2 年末相关债券条款执行，公司调整本期债券票面利率为 6.80%，投资者回售金额 10.26 亿元，公司已支付回售款项。截至目前，本期债券余额 1.54 亿元。

公司已于 2018 年 3 月 22 日支付本次债券 2017 年 3 月 22 日至 2018 年 3 月 21 日期间的利息。

17新大01

本期债券名称为“中融新大集团有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）（品种一）”，票面金额 100 元/张，按面值平价发行，发行规模 10 亿元。本次债券为 5 年期，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券于 2017 年 11 月 20 日发行结束，票面利率为 7.00%。本期债券简称“17 新大 01”，证券代码“143405.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。

截至本报告出具日，本期债券尚未到首个付息日，无利息支出。

17新大02

本期债券名称为“中融新大集团有限公司公开发行 2017 年公司债券（第一期）（品种二）”，票

面金额 100 元/张，按面值平价发行，发行规模 10 亿元。本次债券为 7 年期，附第 5 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券于 2017 年 11 月 20 日发行结束，票面利率为 7.50%。本期债券证券“17 新大 02”，证券代码“143406.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。

截至本报告出具日，本期债券尚未到首个付息日，无利息支出。

17新大03

本期债券名称为“中融新大集团有限公司公开发行 2017 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 20 亿元。本次债券为 5 年期，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券于 2017 年 12 月 15 日发行结束，票面利率为 7.20%。本期债券简称“17 新大 03”，证券代码“143437.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。

截至本报告出具日，本期债券尚未到首个付息日，无利息支出。

18新大01

本期债券名称为“中融新大集团有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）（品种一）”，票面金额 100 元/张，按面值平价发行，发行规模 10 亿元。本次债券为 3 年期，附第 1 年末和第 2 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券于 2018 年 1 月 23 日发行结束，票面利率为 7.00%。本期债券简称“18 新大 01”，证券代码“143456.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。

截至本报告出具日，本期债券尚未到首个付息日，无利息支出。

18新大02

本期债券名称为“中融新大集团有限公司公开发行 2018 年公司债券（第一期）（品种二）”，票面金额 100 元/张，按面值平价发行，发行规模 10 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。本期债券于 2018 年 1 月 23 日发行结束，票面利率为 6.80%。本期债券简称“18 新大 02”，证券代码“143457.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。

截至本报告出具日，本期债券尚未到首个付息日，无利息支出。

三、行业分析

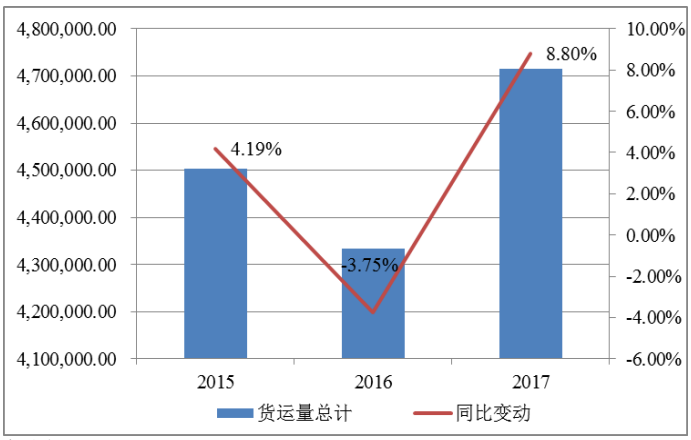
目前，公司营业收入主要来自于物流清洁能源、能源化工两大产业板块，物流行业及焦化行业的状况对公司经营情况影响较大。

1．物流供应链

2017 年，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，我国交通运输与物流业发展保持缓中趋稳、稳中向好的基本态势。据国家统计局数据显示，在经历了 2016 年小幅调整后，2017 年我国货运量重回升势，全年货运量为 471.48 亿吨，较上年增长

8.80%，同时较 2015 年增长 4.72%，物流供应链市场景气度恢复。

图 1　近年来全国货运量走势（单位：万吨）



资料来源：国家统计局

我国物流服务体系正在逐步形成，物流业发展的重要性正逐步被人们重视。2017 年，韵达快递、顺丰快递、嘉诚国际物流、上海畅联物流等众多物流供应链行业中优秀企业扎堆上市，资本市场对物流行业关注度大幅提升。

2017 年 10 月，国务院办公厅发布了《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》，首次将供应链的创新与应用上升为国家战略，既是一直强调降本增效的物流业获得跨越式发展的机遇，也是农业、制造业和服务业全面形成产业生态链从而获得全球竞争优势的机遇。十九大报告又明确提出现代供应链，再次提升物流供应链行业发展的重要性。

总体看，2017 年我国物流供应链行业快速发展，市场规模巨大，未来面临较好的发展机遇。

2．焦化行业

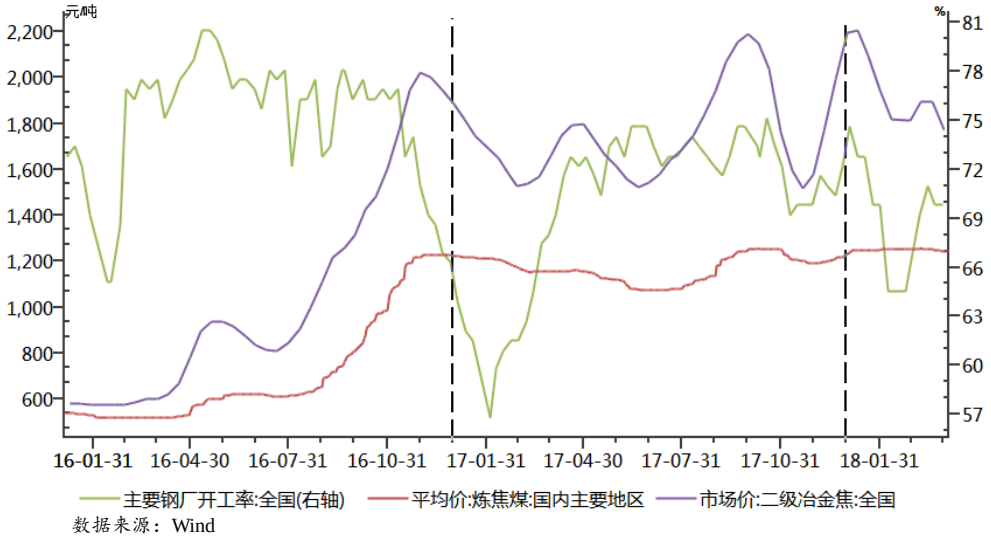
（1）行业概况

焦化行业以煤炭为主要原料，产品以焦炭及相关化工产品为主。焦炭主要供应钢铁企业，因此，焦化行业整体运行情况与煤炭和钢铁行业联系紧密。

从上游煤炭行业来看，2017 年，全国煤炭产量约 35 亿吨，同比增长 3.2%。2017 年，全国煤炭去产能为 1.83 亿吨，加上 2016 年全国煤炭去产能 2.9 亿吨，合计达到 4.73 亿吨，随着煤炭供给侧结构性改革向纵深发展，全国煤炭去产能已经由前期的化解过剩产能为主转向以去落后产能为主。得益于煤炭去产能影响，煤炭价格高位稳定运行。截至 2017 年末，国内炼焦煤价格 1,230 元/吨，较年初 1,220 元/吨的价格变动不大，全年振幅小于 200 元/吨。

从下游钢铁行业来看，2017 年全国粗钢产量约 8.3 亿吨，同比增长 5.7%。钢铁行业全年去产能工作落实有力，超额完成 5,000 万吨的去产能目标。截至 2017 年末，退出过剩钢铁产能已超过 1 亿吨，有望在 2018 年提前完成“十三五”钢铁去产能 1.5 亿吨的上限目标。从钢材价格来看，全年呈上升态势。截至 2017 年末，国内钢材价格指数（中钢协）121.8 点，较年初的 99.0 点上涨了约 23%，2018 年一季度，钢材价格有所回落，但仍处于相对高位。

图 2　炼焦煤和焦炭价格以及下游钢厂开工率情况（单位：元/吨、%）



数据来源：Wind

从焦炭市场运行来看，2017 年，焦炭产量 4.3 亿吨，同比减少 3.3%；2017 年,我国焦炭实现去产能 1,682 万吨，新增 510 万吨，净减少 1,172 万吨。焦炭价格整体高于 2016 年，截至 2017 年末国内焦炭二级冶金焦市场价格约为 2,200 元/吨，较年初 1,900 元/吨的市场价格上涨 15.79%。价格作为供需的最终体现，直观及时的反映了上下游供需以及价格传导的情况。从全年变动看焦炭价格大体分四个阶段。

上半年焦炭市场承压，价格表现相对疲软。主要系钢厂开工率仍低，又因之前采购力度较大，钢厂库存至饱和状态，采购积极性较弱所致。

6 月~9 月，焦炭价格呈上涨趋势。从上游来看，部分地区进行环保检查，炼焦煤的生产受到一定的阻碍，焦化企业采购原料比较吃力，导致焦炭库存量偏低，且焦炭原料价格居高不下，推升焦炭价格走高；其次，从焦炭本身来看，受到焦化企业内焦炭库存偏低的影响，焦企出货少，对价格的上涨有一定的推动力；另外，从下游钢企来看，部分钢铁企业焦炭到货情况较差，且有部分钢厂计划恢复生产，从需求方面支持了煤焦的价格上涨。

9 月~11 月，焦炭市场呈下跌趋势。下游钢厂的焦炭库存在高位，焦炭补库疲软，随着天气转冷，北方进入供暖季，焦企钢厂开工率受限，钢材市场逐渐进入需求淡季，钢企库存压力增大，开工率降低，钢厂焦炭库存居高不下，使得焦炭价格有所回落。

12 月，焦炭市场再次表现强势。从焦炭本身来看，冬季环保限产的持续推进，焦化企业开工率下降，产能受限，焦炭供应短缺，焦企挺价拉涨的信心较强；另外，从下游钢企来看，在钢厂以及贸易商补库存积极。另外，北方供暖季，钢厂开工率受限，随着库存的不断消耗钢材价格持续上涨，钢材市场需要补库存，对原材料焦炭的需求变大，焦炭价格回升。

2018 年一季度焦炭价格整体呈下降趋势，主要系一季度为焦炭行业传统淡季，加之春节、环保以及北方冬季供暖等因素影响所致，截至 2018 年 3 月末，二级冶金焦市场价 1,771 元/吨，较年初下降 19.5%，较上年同期上涨 6.68%。

总体看，受去产能政策及秋冬季大气污染治理等因素叠加影响，焦炭产量略有下降，但价格维持高位，未来主要受环保影响以及下游钢厂开工率和焦炭库存影响较大。

（2）行业发展

2017 年 3 月，李克强总理在政府工作报告中提出，2018 年要继续破除无效供给，坚持用市场化

法制化手段，严格执行环保、质量、安全等法规标准，化解过剩产能、淘汰落后产能。充分表明中央去产能“高压、提速”决心不变。未来焦化行业竞争将进一步规范，以往劣币驱逐良币的情况有望改善，为规范运营的行业内龙头企业提供更好地经营和竞争环境。

四、经营管理分析

1．管理分析

跟踪期内，公司董事会及管理层人员调整，2017 年 10 月，公司股东会会议通过决议，免去朱相宇和李强董事职务，免去田德新监事职务；同时，选举郭岩为公司董事，杨建刚为公司监事。2018 年 2 月，公司董事会会议通过决议，免去崔聚荣先生公司总经理职务，聘任公司常务副董事长张亿贵先生为公司总经理。

张亿贵先生，1955 年生，硕士学历，高级经济师。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。现任公司常务副董事长兼总经理。

郭岩女士，1970 年生，大学本科学历。曾任山东齐鲁石化第六中学教师、山东烟台永恩公司市场经理、山东焦化集团总裁助理、董事会秘书。现任公司董事。

杨建刚先生，1964 年生，硕士学历。曾任兖州矿务局唐村煤矿总会计师、兖矿鲁南化肥厂副厂长、兖矿煤化分公司总会计师、兖矿科蓝煤焦化有限公司董事长。现任公司监事。

总体看，跟踪期内，公司高管人员有所调整，未对公司日常生产经营产生重大不利影响，现有管理团队可满足公司运营需求。

2．经营分析

（1）经营概况

公司原为山东省大型焦化生产企业，在原有能源化工板块的基础上，发展物流供应链与清洁能源、矿产资源综合运营等业务，并适度兼顾金融投资。2017 年，公司实现营业收入 753.32 亿元，较上年增长 15.69%，主要系能源化工板块收入快速增长所致。2017 年，公司实现营业利润 48.52 亿元，较上年大幅增长 43.04%，主要系公允价值变动收益大幅提高所致。由于 2016 年公司合并入秘鲁矿产形成大量营业外收入导致净利润波动较大，可比性较差，2017 年公司实现净利润 35.15 亿元。

从收入构成看，能源化工板块作为公司的传统业务，2017 年经营状况较好，焦炭及焦炭副产品是公司的主要利润来源。2017 年，公司焦化板块实现收入 187.91 亿元，较上年增长 61.38%，焦化板块收入占比提高至 24.94%，主要系全年焦炭行情较好所致；能源化工板块中焦炭和焦油产品收入增幅居前，分别增长 78.94%和 65.27%。由于能源化工板块收入大幅增长，物流业务收入占比降至 74.96%，但仍为公司第一大收入来源。2017 年公司物流板块实现收入 564.66 亿元，较上年增长 5.96%，其中 LNG/CNG 加气站项目初具规模，全年实现 LNG、CNG 等清洁能源收入 52.21 亿元，较上增长 75.20%，主要系 LNG/CNG 加气站项目经营不断完善所致；金融板块营业收入主要为财务顾问及咨询服务收入，规模小对公司整体收入影响不显著。

毛利率方面，受益于行业景气度上行公司焦炭产品盈利能力增强，能源化工板块整体盈利水平提高，2017 年能源化工板块毛利率 16.08%，较上年提高 0.93 个百分点；其中，焦炭毛利率 12.21%，较上年提高 4.15 个百分点；其余化工产品维持在较高毛利水平对利润形成有效补充。2017 年公司物流板块毛利率 3.15%，较上年下降 1.07 个百分点，其中，物流供应链业务毛利率 2.50%，较上年下降 0.92 个百分点，主要系代垫资金服务减少，纯贸易业务比重增加所致；LNG、CNG 等清洁能源业

务毛利率 9.47%，较上年大幅下降 8.27 个百分点，主要系公司为扩展业务，增加对规模化采购的大客户销售量，该部分销售毛利率较场站零售毛利率低所致。公司金融业务成本全部费用化，故毛利率为 100.00%。受上述因素影响，公司 2017 年综合毛利率 6.47%，与上年基本持平。

表 1　公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

分行业/分产品	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
能源化工板块	**116.44**	**17.88**	**15.15**	**187.91**	**24.94**	**16.08**
焦炭	82.97	12.74	8.06	148.47	19.71	12.21
焦油	5.24	0.81	34.14	8.66	1.15	38.33
粗苯	4.54	0.70	36.97	5.13	0.68	36.96
煤气	7.30	1.12	53.09	7.21	0.96	51.94
其他	16.37	2.51	22.00	18.44	2.45	16.91
物流板块	**532.90**	**81.84**	**4.22**	**564.66**	**74.96**	**3.15**
物流供应链业务	503.10	77.26	3.42	512.45	68.03	2.50
LNG、CNG 等清洁能源	29.80	4.58	17.74	52.21	6.93	9.47
金融投资板块	**1.84**	**0.28**	**100.00**	**0.74**	**0.10**	**100.00**
合计	**651.17**	**100.00**	**6.45**	**753.32**	**100.00**	**6.47**

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司收入构成未发生大的转变，焦化行业景气度较高使得能源化工板块带动公司收入实现较快增长，物流板块收入占比仍然很高。从盈利能力来看，焦化行业景气度提升导致能源化工板块毛利率水平有所提升，但物流板块整体盈利能力下滑，抵消了能源化工板块对盈利能力的提升效果，公司综合毛利率水平与上年基本持平。

（2）运营情况

能源化工板块

能源化工板块经营主体仍为铁雄冶金、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，主要经营焦化产业。

2017 年，公司能源化工板块整体业务运行稳定，公司通过与山东洪达化工有限公司（以下简称“洪达化工”）签订合作协议，2017 年 4 月份起，对其产能形成控制，将洪达化工每年 120 万吨冶炼焦产能列入公司能源化工板块主营业务统计，故 2017 年末公司冶炼焦产能提升至每年 920 万吨。产量方面，受益于焦炭产品市场行情较好，公司装置运行效率提升，生产冶炼焦 820.06 万吨，较上年增长 3.74%，产能利用率降至 89.13%，主要系二季度开始托管洪达化工，并历时多月对其进行了重整调试，其下半年四季度前后才正式复产，因此，该部分产能未能完全释放。生产铸造焦 83.80 万吨，较上年增长 5.21%，产能利用率 83.80%。公司铸造焦主产高端产品，因此，整体产能利用率低于 100%。焦油、粗苯和煤气等各类副产品产量小幅波动，主要系公司根据各类产品价格走势适时调整原料配比及副产品产出比所致（详见下表）。煤气产能利用率较低为 58.30%，主要系公司煤气作为甲醇原材料自用部分未计入实际产量。公司装置产能利用率较高。

表 2　公司 2016~2017 年主要产品生产情况（单位：万吨、%、亿立方米）

项目	2016 年			2017 年		
	设计产能	产量	产能利用率	设计产能	产量	产能利用率
冶炼焦	800	790.46	98.81	920	820.06	89.13

铸造焦	100	79.65	79.65	100	83.80	83.80
焦油	40	36.30	90.75	40	33.87	84.68
粗苯	12	11.44	95.33	12	11.24	93.67
煤气	20	11.54	57.70	20	11.66	58.30
甲醇	15	15.57	103.80	15	14.18	94.53

资料来源：公司提供

原材料采购方面，公司根据生产需求采购煤炭，随着公司焦炭产量增加，2017 年公司原煤采购量合计 1,244.67 万吨，较上年增长 4.58%。2017 年煤炭市场价格中枢较 2016 年大幅上升，2017 年公司原煤整体采购均价达到了 1,047.60 元/吨，较上年大幅增长 59.19%。

销售方面，公司主要采取以销定产策略，2017 年焦炭及其副产品产销率维持在 100%左右的水平（具体销量见下表）。销售价格方面，受原料煤炭价格推动及下游钢铁行业景气度上行影响，2017 年公司主要焦化产品均价上涨。2017 年，公司冶炼焦及铸造焦销售均价分别为 1,635.42 元/吨和 1,783.22 元/吨，分别较上年上涨 73.46%和 49.77%。焦油、粗苯和甲醇等副产品销售价格采取随行就市的方式，2017 年均有不同程度上涨；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，价格较为稳定。

表 3　公司 2016~2017 年主要产品产销情况（单位：万吨、元/吨、亿立方米、%）

产品	项目	2016 年	2017 年	变动率
冶炼焦	实际销量	780.14	816.48	4.66
	销售平均单价	942.83	1,635.42	73.46
	产销率	98.69	99.56	升 0.70 个百分点
铸造焦	实际销量	79.12	83.76	5.86
	销售平均单价	1,190.67	1,783.22	49.77
	产销率	99.33	99.95	升 0.01 个百分点
焦油	实际销量	36.19	34.52	-4.61
	销售平均单价	1,449.13	2,508.22	73.08
	产销率	99.70	101.92	降 0.17 个百分点
粗苯	实际销量	11.53	11.34	-1.65
	销售平均单价	3,940.08	4,525.52	14.86
	产销率	100.79	100.89	升 0.70 个百分点
煤气	实际销量	11.54	11.66	1.04
	销售平均单价	0.64	0.62	-3.13
	产销率	100.00	100.00	升 0.00 个百分点
甲醇	实际销量	15.52	14.13	-8.96
	销售平均单价	1,731.66	2,071.22	19.61
	产销率	99.68	99.65	降 0.03 个百分点

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，焦炭行情及市场需求较好，公司能源化工板块内产品产销两旺，产能利用率和产销率维持在较高水平，焦化板块产品价格总体上涨。

物流清洁能源板块

公司物流供应链业务经营主体仍为山东物流集团有限公司（以下简称“物流集团”）、山东物流集团（青岛）有限公司、青岛大宗商品交易中心有限公司、山东焦化企业集团实业有限公司等。其中，物流集团同时为清洁能源业务的经营主体。

物流供应链业务方面，公司凭借在焦化领域多年的行业积累以及较高的行业地位，积极开展以

煤炭、焦炭及化产品等焦化的相关产品为主的贸易及物流供应链业务。2017 年，物流供应链业务实现收入 512.45 亿元，较上年增长 1.86%，其中，煤炭和焦炭收入占比分别 39.17%和 38.60%。

公司物流供应链业务中细分为纯贸易业务和供应链业务，后者需要代垫资金有资金成本，毛利率相对前者较高。2017 年煤炭、焦炭及化产品、钢材等大宗商品的价格大幅上涨，在此市场行情下，公司降低了供应链业务比重，减少了资金占用；贸易业务比重相应增加，因此，2017 年综合毛利率有所下降。

表 4　2016~2017 年公司物流供应业务统计（单位：亿元、%）

产品类别	2016 年			2017 年		
	贸易额	占比	毛利率	贸易额	占比	毛利率
煤炭	176.35	35.05	3.83	200.74	39.17	2.43
棉花	4.48	0.89	3.35	11.32	2.21	2.03
焦炭及化产品	149.32	29.68	3.64	197.82	38.60	2.65
各类钢材矿石	109.75	21.81	2.91	40.42	7.88	2.67
聚乙烯	2.96	0.59	3.04	--	--	--
纯碱	22.04	4.38	2.04	10.13	1.98	2.47
油料	30.03	5.97	2.30	20.72	4.04	1.79
运输仓储及其他物流产品收入	8.17	1.62	5.75	31.29	6.11	2.49
合计	**503.10**	**100.00**	**3.42**	**512.45**	**100.00**	**2.50**

资料来源：公司提供

LNG、CNG 等清洁能源业务经营主体为物流集团。截至 2017 年底，物流集团已投资超过 20 亿元，运营油气站 209 座，较上年增加 5 座，随着 LNG/CNG 加气站项目初具规模，清洁能源业务营业收入 52.21 亿元，较上年增长 75.20%，主要系增加对规模化采购的大客户销售量所致，但该部分销售毛利率较场站零售毛利率低，导致业务盈利能力有所下降。2018 年公司计划再投入 2 亿元左右，新增 20 座油气站。

总体看，受益于 LNG/CNG 加气站业务不断完善，公司物流清洁能源板块收入持续增长，板块为公司重要的收入来源，但联合评级也关注到该业务结构改变导致盈利水平有所弱化。

金融投资板块

公司为规避产业板块的行业强周期风险，开展金融投资业务，该板块经营主体仍为中融金控（青岛）资本管理有限公司（以下简称“中融金控”）。截至 2017 年底，公司直投项目与年初相同（具体情况见下表）。2017 年获取投资收益 4.37 亿元，较上年大幅减少 61.71%，主要系所投金融机构经营业绩下滑所致。

表 5　公司主要参控股金融机构情况（单位：万元、%）

名称	取得时间	取得成本	2016 年		2017 年	
			年底持股比例	投资收益	年底持股比例	投资收益
晋城银行	2015.12	75,563.45	14.29	11,392.00	14.29	8,415.00
厦门国际银行	2016.04	80,512.54	3.35	37,840.21	2.55	18,027.17
中华联合财产保险股份有限公司	2016.09	194,940.00	7.79	56,207.50	7.79	12,155.13
厦门农村商业银行	2016.12	54,000.00	5.39	8,640.00	3.62	5,082.00
合计	--	**405,015.99**	--	**114,079.71**	--	**43,679.30**

资料来源：公司提供

同时，2017 年 1 月 16 日，经烟台润仕通投资企业（有限合伙）（以下简称“润仕通”）企业合伙人会议一致同意，润仕通与公司签署股份权益转让协议，公司以 71.88 亿元受让润仕通所持对外投资的恒丰银行股份有限公司（以下简称“恒丰银行”）10.46%的收益权，该部分收益权为公司委托第三方公司代持恒丰银行股权，公司与该第三方公司没有任何股权关系，也没有参与任何经营和管理，该部分资产计入以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产。2017 年受益于该部分收益权公司公允价值变动收益达 21.82 亿元。近期，恒丰银行因管理层变动被舆论关注，恐对其经营稳定产生不利影响，进而影响公司该部分收益权利益稳定性。

总体看，2017 年，公司金融投资业务规模保持平稳，但投资收益大幅下滑。间接持有的恒丰银行收益权对公司利润贡献较大，需关注该部分资产未来收益稳定性。

在建项目

在建项目方面，截至 2017 年底，公司主要在建工程有铁雄技改项目、新沙焦炉煤气综合利用项目和物流园区及清洁能源等。计划总投资额 51.75 亿元，已投资 36.95 亿元，未来仍需投入约 14.80 亿元，后续公司根据自身发展规划、财务能力以及外部融资环境推进项目建设。

表 6　截至 2017 年末主要在建工程明细表（单位：万元、%）

	项目名称	计划总投资	截至 2017 年底已完成投资额	完工进度	未来计划投资		
					2018	2019	2020
1	办公楼项目	1.75	1.87	100.00	--	--	--
2	铁雄技改项目	3.50	3.93	97.00	0.10	--	--
3	铁雄冶金干熄焦项目	1.80	1.36	76.00	0.20	--	--
4	北海临港物流工业园项目	待定	4.84	--	待定	待定	--
5	物流园区及清洁能源	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	100.00	--	--	--
7	新沙焦炉煤气综合利用项目	7.50	7.10	94.55	0.40	--	--
8	新沙二期生产线建设及玻璃生产线升级改造	2.00	1.68	84.00	0.32	--	--
9	铁雄、新沙脱硫脱销改造等	2.00	1.86	93.00	0.14	--	--
10	储配一体化煤仓项目	3.50	0.60	17.00	1.70	1.20	--
合计	--	**51.75**	**36.95**	--	**6.58**	**4.92**	**3.72**

资料来源：公司提供

注：截至 2017 年底已完成投资额合计数未统计“北海临港物流工业园项目”

总体看，公司在建项目体量不大，主要集中在传统能源化工板块的环保和技改项目以及物流板块的扩张，后续资金公司按项目进度分批投入，资金压力不大。

3．经营效率

受益于经营规模扩大，2017 年，公司主业经营效率提升，应收账款周转次数和存货周转次数（次）分别由上年的 15.09 次和 22.86 次提高至 17.41 次和 23.87 次；公司总资产周转次数受资产大幅增长影响有所下降，2017 年为 0.51 次。

总体看，2017 年，公司经营效率有所提升。

4．重大事项

（1）海外矿产开发

为实现产业的多元化发展目标，公司于 2016 年通过下属子公司以 55.24 亿元收购价款取得了金

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。

2017 年，公司积极推进该项目勘测工作，完成勘探工程量 11,674.24 米，18 个钻孔；平均见矿厚度 101 米。累计取样 4,751 件。水文地质孔两个，工程量 775 米，增储 3,800 万吨；边坡稳定性评价工程地质孔两个，工程量 200 米。

截至目前，公司已获矿山环评批复、矿山采剥动工许可等批复，公司尚在推进矿山环评修改批复和选厂动工许可批复等批复获取工作。同时，为保证所产矿石运输，该项目需依赖配套的圣胡安港口，该港口规划、投资及建设相关文件尚在制定或上报阶段。

未来，项目一期计划主开采区 2 号矿，开采规模 5,000 万吨/年，预计总投资金额 19.58 亿美元。公司计划采取以股权融资的策略，配合港口的施工方垫资、BOT 等模式，及机械设备的出口买方信贷等方式建设。2016 年，永泰控股集团有限公司通过溢价增资的方式以 100 亿元参股该项目，持股比例为 20%。目前，公司正与若干家有意向参与该项目的战略投资者积极沟通。在融资到位前，公司仍将以推进批文的获取及持续勘探工作，相关支出较少。

总体看，当地法律法规、政府审批及资金募集对未来该项目推进影响较大，该矿山后期开发进度具有一定不确定性，同时，若该项目投产后盈利难达评估水平，公司将面临一定减值风险，联合评级将密切关注上述事项对公司的影响。

（2）托管洪达化工

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，对其产能形成控制，协议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/吨后每高 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；公司与洪达化工共同管理精煤场、焦炭场、化验和过磅，同时委派公司技术骨干驻地办公。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。

总体看，公司托管洪达化工有助于提升公司生产经营能力，同时，有助于在洪达化工整体处置方案明确后公司对其处置保持主动权。

（3）投资旭阳

公司与中国旭阳煤化工集团有限公司（以下简称“中国旭阳”）签订投资协议，公司将以 16.47 亿元通过子公司购买中国旭阳上市前新发行股份，占上市前股本 28%，双方约定增资款于 2018 年 6 月 30 日前支付，届时公司将成为中国旭阳第二大股东。投资资金到位后公司将委派董事，同时，双方约定，在股权拆分、利润分配、增减注册资本、合并与分立、股权激励及回购股份等重大事项方面须经 73%以上股份表决通过。中国旭阳为集化工、焦炭、贸易、科技、金融协同发展的大型企业集团，在焦炭、苯加氢、焦炉煤气制甲醇、苯酐等产品方面处于行业领先地位。中国旭阳与公司在能源化工领域有诸多相同点，投资中国旭阳有助于加强双方协同合作，巩固公司在能源化工领域的领先地位。截至 2018 年 3 月底，公司对中国旭阳的投资款尚未支付。

5．经营关注

（1）下游钢铁行业波动风险

公司焦化产品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。钢铁行业仍面临去产能压力，其对焦炭需求增速将放缓，进而对焦炭行业的发展和盈利能力造成不

利影响。

（2）安全生产及环保风险

由于焦化产品生产过程中存在高温高压、易燃易爆和有毒有害的危险，同时，国际对环保监督检查力度不断加强，公司在环保和技改方面积极投入，为公司稳定经营提供保障，但公司焦化业务仍面临较大安全生产和环保压力，不排除未来因该方面风险给公司的经营业绩和财务状况带来一定影响。

（3）海外项目运营风险

公司秘鲁邦沟金铜钴铁多金属矿区开发项目位于海外，该项目后续开发受当地政策及审批影响大，且后续开发需较大规模的资本化支出对公司造成较大的融资压力，且其收益的实现受到地质条件、税收、运输、金属价格等多方面因素影响，面临收益无法达到预期水平的风险。

6．未来发展

未来，公司仍将坚持以能源化工为基础，以金融投资为主体，物流清洁能源、矿产资源为两翼的发展策略。具体来看，物流板块按照九厅局建设物流园区 LNG 站点的要求，通过自建和重组方式继续推进 LNG 站点的建设，同时，以物流集团主体平台，在全省内建设物流体系，整合集团现有物流资源，完善公司物流体系。能源化工板块，公司将继续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，通过勘探增储、部分股权出让等方式取得项目的开发、建设及流动资金，以尽快实现该矿产资源的开发。金融投资业务，继续依托中融新大集团产业布局，建设产业与资本相结合的运行体系，实现产融深度融合，为公司持续发展提供支撑。

总体看，跟踪期内，公司发展总体发展战略未发生变动，公司仍将延续各板块既有战略规划。

五、财务分析

1．财务概况

公司 2017 年度财务报表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。

截至 2017 年底，公司非同一控制下企业合并 1 家，新设立子公司 21 户，转让和注销子公司 3 家，公司合并范围变化企业规模均较小且未涉及公司主营业务变化。公司合并范围变动对财务数据可比性影响较小。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 1,578.30 亿元，负债合计 668.07 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 910.23 亿元，归属母公司所有者权益 678.32 亿元。2017 年，公司实现合并营业收入 753.32 亿元，净利润（含少数股东损益）35.15 亿元，归属于母公司所有者净利润 26.07 亿元；经营活动产生的现金流量净额 46.71 亿元，现金及现金等价物净增加额 27.85 亿元。

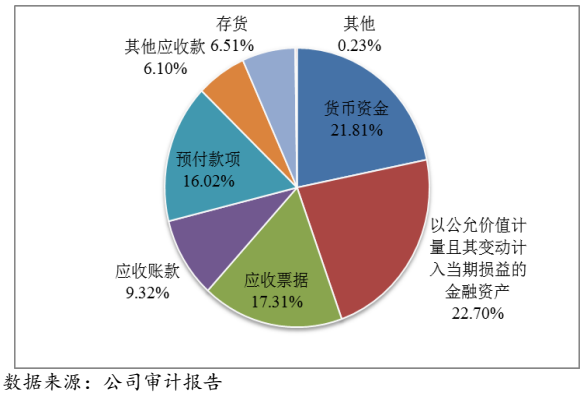
2．资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额为 1,578.30 亿元，较年初增长 12.52%，主要系流动资产的增长所致，流动资产占比提升至 31.79%，较年初提高 6.69 个百分点，但整体资产仍以非流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 501.77 亿元，较年初增长 42.50%，主要系 2017 年公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产大幅增长所致，截至 2017 年底，公司流动资产构成较上年变动不大，仍以货币资金、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、应收账款、预付款项、其他应收款和存货为主（占比如下图所示）。

图 3　截至 2017 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司货币资金为 109.44 亿元，较年初增长 29.83%，主要系收入增长带来的现金净流入增加以及较大规模融资流入所致，其中 55.32 亿元银行承兑汇票保证金及定期存款受限，占货币资金的 50.55%。

截至 2017 年底，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为 113.89 亿元，较年初大幅增长 156.56%，主要系公司受让润仕通对外投资收益权所致。

表 7　公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产明细（单位：亿元）

2016 年底		2017 年底	
名称	金额	名称	金额
宁波梅山保税港区普沃文创股权投资基金合伙企业（有限合伙）	21.50	烟台润仕通投资企业（有限合伙）	93.73
厦门国际银行	11.50	厦门国际银行	13.01
基金理财及其他	11.39	基金理财及其他	7.15
合计	**44.39**	**合计**	**113.89**

资料来源：公司提供

随着公司业务量的增长，公司采用票据结算方式增多，截至 2017 年底，公司应收票据为 86.86 亿元，较年初增长 47.00%，全部为银行承兑汇票。

截至 2017 年底，公司应收账款账面余额为 46.74 亿元，较年初增长 18.12%，主要系收入结算规模扩大所致。其中，账龄在 1 年以内的应收账款占比为 95.44%。公司按账龄法对应收账款计提了 0.14 亿元的坏账准备，应收账款余额前 5 名客户合计 7.31 亿元（占比 15.59%）。公司应收账款账龄短，坏账准备计提充分且集中度不高，预计收回风险较低。

截至 2017 年底，公司预付款项账面余额为 80.39 亿元，较年初增长 6.77%，主要为预付上游煤炭企业的货款和预付技改、环保等设施工程款项。其中账龄在 1 年以内的占比 97.37%，预付占款较多但账龄较短。

截至 2017 年底，公司其他应收款账面余额为 30.61 亿元，较年初增长 36.41%，主要系保证金、

抵押金和往来款增加所致。其中，公司有 1.33 亿元历史呆账无法收回，已全额计提坏账准备；对关联方应收款项，项目前期费用及备用金等性质款项合计 6.28 亿元公司未计提坏账准备；剩余其他应收账款（占 76.30%）公司按账龄计提坏账准备 0.20 亿元，该部分应收款项主要为账龄在 1 年以内的款项（占比 89.65%）。其他应收款前五名合计 8.00 亿元，占其他应收款总额的 24.90%，均为非关联方。公司其他应收款主要为往来款、备用金、保证金及抵押金等。

截至 2017 年底，公司存货为 32.67 亿元，较年初增长 23.82%，主要系业务规模扩大和存货价格上涨使货值增加所致。公司存货主要为原材料（占比 43.48%）和库存商品（占比 52.16%）。截至 2017 年底，公司存货无减值迹象，未对存货计提跌价准备。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产共计 1,076.53 亿元，较年初增长 2.47%，基本保持稳定，公司非流动资产构成较年初变动较小，仍主要由可供出售金融资产（占比 8.01%）、固定资产（占比 7.75%）和无形资产（占比 74.23%）等构成。

随着公司金融板块业务快速发展，可供出售金融资产增长较快，截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 86.24 亿元，较年初增长 30.84%，主要系成立产业相关投资合伙企业、投资基金所致。公司可供出售金融资产主要为对证券、银行和基金等的投资，全部为可供出售权益工具。

截至 2017 年底，公司固定资产 83.42 亿元，较年初减少 5.78%，其中，通过融资租赁租入的机器设备账面价值为 14.19 亿元，未办妥产权证书的固定资产 4.83 亿元。固定资产未计提减值准备，固定资产累计计提折旧 42.39 亿元，成新率为 66.31%，成新率一般。

截至 2017 年底，公司无形资产为 799.06 亿元，较年初减少 0.13%，主要为秘鲁邦沟金铜钴铁多金属矿区 2、3、4 号矿的矿权（占比 86.09%）、土地使用权（占比 13.73%）。公司秘鲁邦沟金铜钴铁多金属矿区勘探及开发规划尚在推进中，未来投产尚待时日且受海外经济政治环境影响较大。

受限资产方面，截至 2017 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产为 136.44 亿元，占总资产比重为 8.64%，其中 55.32 亿元为受限货币资金（占比 40.55%），其余 81.12 亿元为借款质押物（占比 59.45%），若扣除海外待开发矿权，受限资产占比 15.32%，受限资产占比不高。

总体看，2017 年，公司资产规模保持较快增长，持有以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产大幅增加使流动资产占比提高，但由于无形资产海外矿权账面价值大，整体资产仍以非流动资产为主，公司大量海外矿权后续创收能力尚待观察。

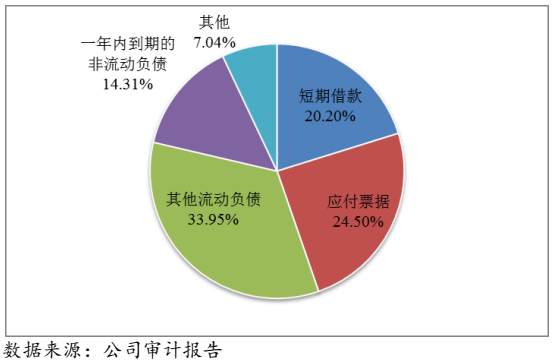
3. 负债和权益

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 668.07 亿元，较年初增长 26.52%，流动负债和非流动负债均有增长，其中流动负债增长较快，流动负债占比 36.49%，较年初提高 3.17 个百分点。

截至 2017 年底，公司流动负债规模为 243.79 亿元，较年初增长 38.56%。主要由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债和其他流动负债构成（占比如下图所示）。

图 4　截至 2017 年底公司流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告

截至 2017 年底，公司短期借款为 49.24 亿元，较年初增长 24.34%，主要系公司经营规模扩大，融资需求增加所致。包括保证借款（占比 79.15%）、抵押借款（占比 15.90%）和质押借款（占比 4.95%）。

2017 年公司使用了较多债券融资工具，适当控制了票据的使用。截至 2017 年底，公司应付票据降至 59.72 亿元，较年初下降 1.20%，基本保持稳定，应付票据仍以银行承兑汇票为主（占比 93.89%）。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 82.76 亿元，较年初大幅增长 283.72%，主要系公司部分长期债券将于 2018 年兑付所致。其中，一年内到期应付债券 64.81 亿元（不含附 2018 年回售选择权债券 47.10 亿元），长期借款 15.80 亿元，长期应付款 2.16 亿元，公司债务 2018 年集中到期情况明显。

截至 2017 年底，公司其他流动负债主要为短期融资券和超短期融资券，合计 34.89 亿元，较年初减少 2.79%。

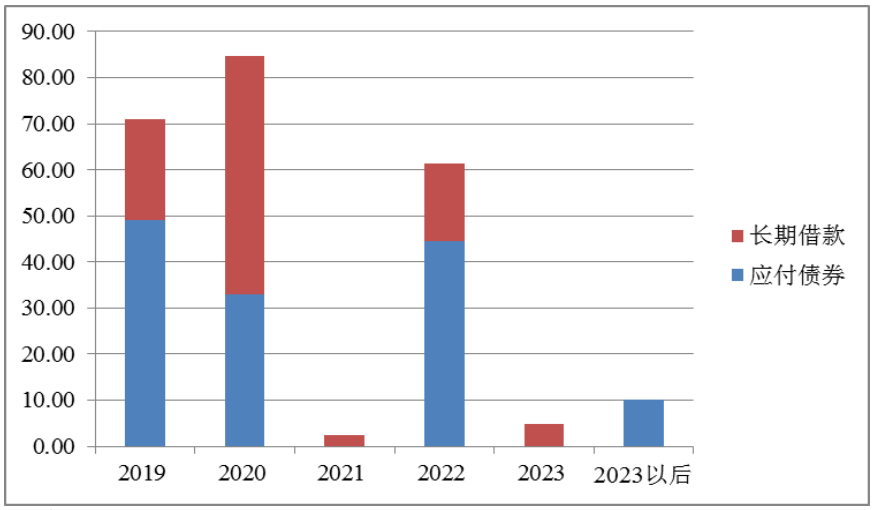
截至 2017 年底，公司非流动负债合计 424.28 亿元，较年初增长 20.50%，主要系长期借款增长所致。公司非流动负债中长期借款占比提高至 22.71%、应付债券占比降至 32.20%、递延所得税负债占比降至 43.10%。

截至 2017 年底，公司递延所得税负债为 182.86 亿元，较年初增长 3.73%，递延所得税负债主要为公司完成对秘鲁邦沟金铜钴铁多金属矿权收购后评估增值产生应纳税暂时性差异。

截至 2017 年底，公司长期借款 96.34 亿元，较年初大幅增长 170.61%，主要系经营规模扩大融资需求增加所致。

截至 2017 年底，公司应付债券为 136.64 亿元，较年初增长 1.28%，主要为发行的公司债券。从公司长期借款及应付债券到期情况看，主要集中在 2019 年、2020 年以及 2022 年（见下图）。

图 5　截至 2017 年底公司长期借款及应付债券到期分布情况（未考虑回售因素）



数据来源：公司提供，联合评级整理

截至 2017 年底，公司全部债务为 467.68 亿元，较年初增长 40.50%。其中，短期债务 226.62 亿元，较年初增长 43.87%；长期债务 241.06 亿元，较年初增长 37.48%，长短期债务趋于均衡。若考虑债券回售因素（假设投资者全部行使回售选择权）公司短期债务增至 273.72 亿元，长期债券降至 193.96 亿元，短期债务占比 58.53%，短期偿债压力显著增加。随着负债规模增长，公司各项债务指标均有所上升，截至 2017 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 42.33%、33.94%和 20.94%，分别较年初上升 4.68 个百分点、6.38 个百分点和 4.24 个百分点，负债率指标尚属可控，以有息债务为主，由于公司大量海外矿权尚未能产生实际收益，实际偿债能力受到一定影响。

总体看，公司负债结构仍以非流动负债为主，大量即将到期长期债务转入流动负债，导致公司流动负债增长较快，债务集中偿付压力增加。随着债务规模扩大，公司各项债务指标均有所上升。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 910.23 亿元，较年初增长 4.07%，主要系未分配利润增长所致，其中，归属于母公司所有者权益合计 678.32 亿元，较年初增长 4.02%。公司实收资本和资本公积分别为 33.81 亿元和 93.12 亿元，较年初无变动；未分配利润 549.20 亿元，较年初增长 4.98%。归属母公司所有者权益中未分配利润占比 80.96%，所有者权益稳定性较弱。

总体看，公司所有者权益较年初小幅增长，权益结构与年初变化不大，但未分配利润占比高，公司所有者权益稳定性较弱。

4．盈利能力

2017 年，公司收入较快增长，全年实现营业收入 753.32 亿元，较上年增长 15.69%，主要系焦化生产板块产品销售价格上涨，以及物流板块业务规模扩大所致；实现营业利润较上年增长 43.04%至 48.52 亿元，主要系公允价值变动收益大幅提高所致。由于上年公司合并秘鲁矿产，初始投资额和实际价值的差值计入营业外收入导致净利润波动较大，数据可比性较差，2017 年，公司实现净利润 35.15 亿元。

期间费用方面，2017 年，公司销售费用为 4.12 亿元，较上年增长 7.19%；管理费用为 7.87 亿元，较上年增长 14.46%，系人力资源成本和折旧费用上升所致，公司销售费用和管理费用增幅均低于营业收入增幅。2017 年，公司财务费用为 18.62 亿元，较上年大幅增长 105.28%，主要系有息债务规

模扩大同时综合融资成本上升所致。2017 年，公司的费用收入比为 4.06%，较上年上升 1.02 个百分点，需关注财务费用对利润的侵蚀。总体看，随着经营规模扩张，公司各项费用有所增加，但费用控制能力尚可。

2017 年，公司公允价值变动收益为 25.89 亿元，较上年大幅增长 218.60%，主要系公司持有部分恒丰银行收益权贡献公允价值变动收益较多所致。其中，投资性房地产产生公允价值收益 4.07 亿元；金融资产产生公允价值收益 21.82 亿元。目前，恒丰银行因管理层变动被舆论关注，恐对其经营稳定产生不利影响，进而影响公司该部分收益权利益。由于公允价值变动收益在全年营业利润中占比达 53.36%，该部分收益的不确定性对公司整体利润实现影响大。2017 年公司营业外收入较少，仅有 0.20 亿元，营业外收入对利润总额贡献弱。

从盈利指标来看，2017 年公司营业利润率为 6.28%，较上年微降 0.03 个百分点，降幅有所收窄，营业利润率下降的主要系毛利率较低的贸易收入占比上升所致。由于 2017 年无海外矿产评估增值影响，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率大幅下降，分别为 4.22%、4.57%和 3.94%。

总体看，2017 年，公司营业收入大幅增长，费用控制能力尚可，公司盈利主要来自于公允价值变动，盈利稳定性较弱，公司主营业务盈利能力有待提高。

5. 现金流

从经营活动看，随着收入的增加，公司 2017 年销售商品、提供劳务收到的现金为 750.50 亿元，较上年增长 47.37%，现金收入比为 99.63%，收入实现质量较高；购买商品、接受劳务支付的现金为 686.39 亿元，较上年增长 47.29%。受上述因素影响，公司 2017 年经营活动现金净流入 46.71 亿元，较上年增长 48.06%，处于较高水平。

从投资活动看，2017 年公司投资活动现金流入为 75.89 亿元，较上年大幅增长 105.45%，主要系公司根据投资战略调整处置部分可供出售金融资产及交易性金融资产所致；投资活动现金流出方面，2017 年公司投资活动现金流出 170.69 亿元，较上年减少 6.49%，投资主要流向以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，同时，公司保持一定规模的固定资产投资规模。2017 年，公司投资活动现金净流出 94.80 亿元，较上年减少 34.89%。

从筹资活动看，2017 年公司筹资活动现金流入 328.94 亿元，较上年微降 0.79%；筹资活动现金流出 252.99 亿元，较上年增长 24.61%。受上述因素影响，2017 年公司筹资活动产生的现金净流入 75.94 亿元，较上年减少 40.91%。

总体看，2017 年，公司收入实现质量提升较快，经营活动净现金流状况较好；投资活动净流出资金较上年下降较多，但仍保持较大规模。公司经营活动净现金流无法满足投资需求，需通过筹资活动来平衡资金需求。随着公司到期债务的增加，公司筹资能力有待增强。

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，近两年公司流动比率分别为 2.00 倍和 2.06 倍；速动比率分别为 1.85 倍和 1.92 倍，均有所上升。公司经营现金流动负债比率分别为 17.93%和 19.16%；由于 2017 年底公司持有大量以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，2017 年公司现金短期债务比由上年的 1.19 倍上升至 1.37 倍，总体看，公司短期偿债能力较强，但需关注持公司有的以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产变现能力。

从长期偿债能力指标看，2017 年公司 EBITDA 为 79.11 亿元，EBITDA 构成中，利润总额占 61.51%，计入财务费用的利息支出占 24.59%，折旧占 9.83%，摊销占 4.07%。由于上年产生 460.49

亿元营业外收入对当年 EBITDA 影响大，因此可比性较差。2017 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 4.02 倍，EBITDA 全部债务比为 0.17 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年 3 底，公司对外担保合计 60.03 亿元，担保比率为 6.60%；公司担保对象主要为山东地区民营企业，主要集中在公司上下游相关企业，由于区域集中，且近两年山东地区互保问题较为突出，存在一定或有负债风险。

截至 2017 年底，公司无重大未决诉讼。

根据公司提供企业信用报告，截至 2018 年 4 月 2 日，公司无未结清和已结清的不良类信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得银行授信额度合计 215.12 亿元，已使用额度 169.05 亿元，剩余额度 46.07 亿元，公司间接融资渠道较畅通。

总体看，跟踪期内，公司仍保持很强的偿债能力，考虑到公司在山东省焦化行业内的地位、未来物流板块的良好发展前景以及收购矿产资源带来的所有者权益大幅增长等因素，公司综合偿债能力极强。

六、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年底，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）达 310.19 亿元，约为“15 鲁焦 01”、“15 鲁焦 02”、“16 鲁焦 01”、“16 新大 02”、“17 新大 01”、“17 新大 02”、“17 新大 03”、“18 新大 01”和“18 新大 02”余额合计（84.36 亿元）的 3.68 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产达 910.22 亿元，约为以上债券本金合计（84.36 亿元）的 10.79 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对以上债券的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 79.11 亿元，约为“15 鲁焦 01”、“15 鲁焦 02”、“16 鲁焦 01”、“16 新大 02”、“17 新大 01”、“17 新大 02”、“17 新大 03”、“18 新大 01”和“18 新大 02”本金合计（84.36 亿元）的 0.94 倍，公司 EBITDA 对以上债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，2017 年，公司经营活动产生的现金流入 773.30 亿元，约为“15 鲁焦 01”、“15 鲁焦 02”、“16 鲁焦 01”、“16 新大 02”、“17 新大 01”、“17 新大 02”、“17 新大 03”、“18 新大 01”和“18 新大 02”本金合计（84.36 亿元）的 9.17 倍，公司经营活动现金流入量对以上债券的覆盖程度很高。

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，跟踪期内，其在行业地位、生产规模、较大规模的多金属资源储备等方面仍保持综合竞争优势，联合评级认为，公司对“15 鲁焦 01”、“15 鲁焦 02”、“16 鲁焦 01”、“16 新大 02”、“17 新大 01”、“17 新大 02”、“17 新大 03”、“18 新大 01”和“18 新大 02”的偿还能力极强。

七、综合评价

跟踪期内，公司以能源化工为基础，以金融投资为主体，物流清洁能源、矿产资源为两翼的发展策略。受益于上下游供给侧改革焦炭行业景气度得以提升，公司能源化工板块经营向好，此外，公司受让部分金融机构收益权显著增厚公司营业利润。2017 年，公司经营活动现金继续保持较大规

模净流入态势。同时，联合评级关注到公司海外矿产资源开发存在不确定性、对外担保规模较大、负债率上升、公允价值变动收益稳定性较弱等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着 LNG 加气站规模的扩大、能源化工板块的技术改造及深加工完成，加之若未来矿产资源开发进展顺利，公司经营规模有望进一步扩大。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

综上，联合评级维持公司主体长期信用等级为“AAA”，评级展望为“稳定”；并维持“15 鲁焦 01”、“15 鲁焦 02”、“16 鲁焦 01”、“16 新大 02”、“17 新大 01”、“17 新大 02”、“17 新大 03”、“18 新大 01”和“18 新大 02”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　中融新大集团有限公司
主要计算指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	1,402.69	1,578.30
所有者权益（亿元）	874.64	910.23
短期债务（亿元）	157.52	226.62
长期债务（亿元）	175.34	241.06
全部债务（亿元）	332.86	467.68
营业收入（亿元）	651.17	753.32
净利润（亿元）	485.17	35.15
EBITDA（亿元）	515.95	79.11
经营性净现金流（亿元）	31.55	46.71
应收账款周转次数(次)	15.09	17.41
存货周转次数（次）	22.86	23.87
总资产周转次数（次）	0.65	0.51
现金收入比率（%）	78.21	99.63
总资本收益率（%）	55.60	4.22
总资产报酬率（%）	50.29	4.57
净资产收益率（%）	82.15	3.94
营业利润率（%）	6.31	6.28
费用收入比（%）	3.04	4.06
资产负债率（%）	37.65	42.33
全部债务资本化比率（%）	27.57	33.94
长期债务资本化比率（%）	16.70	20.94
EBITDA 利息倍数（倍）	49.91	4.02
EBITDA 全部债务比（倍）	1.55	0.17
流动比率（倍）	2.00	2.06
速动比率（倍）	1.85	1.92
现金短期债务比（倍）	1.19	1.37
经营现金流动负债比率（%）	17.93	19.16
EBITDA/待偿本金合计（倍）	6.12	0.94

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；
3．EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　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+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+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 3　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。