

信用等级公告

联合[2018]2027 号

中融新大集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对中融新大集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2018 年公司债券（第三期）进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2018 年公司债券（第三期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年十二月十四日

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 2018 年公司债券（第三期）信用评级报告

本期公司债券信用等级：AAA

公司主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 15.00 亿元

债券期限：1+1+1（5 亿元）、3 年（10 亿元）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2018 年 12 月 14 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	604.03	1,402.69	1,578.30	1,557.50
所有者权益（亿元）	306.51	874.64	910.23	919.65
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
净利润（亿元）	21.14	485.17	35.15	9.46
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（%）	9.06	82.15	3.94	1.03
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（倍）	1.71	2.00	2.06	2.45
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	1.55	0.17	--
EBITDA 利息倍数（倍）	6.65	49.91	4.02	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.83	34.40	5.27	--

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，系四舍五入原因。3. 2018 年一季度数据未经审计

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对中融新大集团有限公司（以下简称“公司”或“中融新大”）的评级反映了公司作为国内主营能源化工、物流清洁能源、矿产资源开发以及金融投资的大型综合性企业，在行业地位、经营规模、板块间协同以及多金属矿产资源储备等方面具有综合竞争优势。近年来，公司经营规模持续扩张，收入增长较快，经营活动现金保持较大规模净流入态势。同时，联合评级关注到近年来公司持续对外投资，资本支出压力大；收购的秘鲁多金属矿产资源未来开发进度存在一定不确定性；公允价值变动收益和投资收益对营业利润影响大等因素对其信用水平带来的不利影响。

随着公司 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，有望为公司持续贡献收益。未来，若公司矿产资源开发进展顺利，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，基于对公司主体长期信用水平以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司涉足能源化工、物流清洁能源、矿产资源开发以及金融投资等业务，实现了多元化经营格局，有利于分散经营风险。

2. 公司独立焦化产能全国领先，焦炭价格受益于上下游供给侧改革得以上行，带动能源化工板块收入和盈利增强。

3. 公司经营规模持续扩张，收入增长较快，经营活动现金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撑。

4. 公司待开发的秘鲁邦沟多金属矿区项目资源储量丰富，品位较高，项目具备较大的开发价值。

关注

1. 近年来，公司物流清洁能源板块收入占比高，但该业务毛利率持续下降，对公司整体盈利能力产生一定不利影响。近两年，公司公允价值变动收益和投资收益在营业利润中占比高，该部分收益稳定性较弱。

2. 公司秘鲁邦沟多金属矿区项目尚处于开发前准备阶段，后期开发进度存在不确定性。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。

3. 公司持有的大部分投资性金融资产不具有活跃交易市场，流动性较弱；同时，由于对外投资规模大，未来公司面临较大的资本支出压力及融资压力。

4. 公司对外担保规模较大，担保集中度高，但个别担保对象信用水平不佳。2018年下半年，公司融资环境受到不利影响，借款纠纷及业务纠纷等涉诉增多，给公司在声誉及融资方面带来不利影响。

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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用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”）是以能源化工、物流业务与清洁能源、矿产资源综合运营为主营业务，同时兼顾金融投资的综合性大型企业集团，公司前身为淄博一山焦化有限公司，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，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向全体股东转增股本），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。2016 年 3 月，山东焦化集团有限公司更名为“中融新大集团有限公司”。后经多次股权变更及增资，截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 33.81 亿元，股东包括鲁润石化及王清涛等。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。

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、代客理财等金融业务）；股权投资；企业营销策划；企业管理咨询；经济信息咨询（不含证券、期货、投资咨询）；财务顾问；焦炭加工（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 2017 年底，公司本部下设董事会办公室、战略发展部、组织人事部、监督纪检部、总裁办公室、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、党群工作部、政策研究室和技术研发中心共 15 个职能部门；纳入合并范围的子公司共 172 家；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。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 1,557.50 亿元，负债合计 637.85 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 919.65 亿元，归属母公司所有者权益 687.00 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 220.70 亿元，净利润（含少数股东损益）9.46 亿元，归属于母公司所有者净利润 8.72 亿元；经营活动产生的现金流量净额 52.07 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.82 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、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

“中融新大集团有限公司公开发行 2018 年公司债券”（以下简称“本次债券”）拟发行额度不超过人民币 30 亿元（含 30 亿元），该债券首期已发行 15.00 亿元，本期为本次债券第二期名称为“中融新大集团有限公司公开发行 2018 年公司债券（第三期）”，本期发行的公司债券面值总额不超过人

人民币 15.00 亿元（含），票面金额 100 元，按面值平价发行。本期债券分两个品种，品种 1 为 3 年期，附第 1 个计息年度末及第 2 个计息年度末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权，发行规模为人民币 5 亿元；品种 2 为 3 年期，不附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，发行规模为人民币 10 亿元，品种间不设置回拨机制。本期债券为固定利率，各品种票面利率由公司与主承销商根据市场情况确定，本期债券按年计息，不计复利，每年付息一次、最后一期利息随本金一同支付。本期债券向合格投资者公开发行，不向公司股东优先配售。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金扣发行费用后将全部用于偿还公司有息负债。

三、行业分析

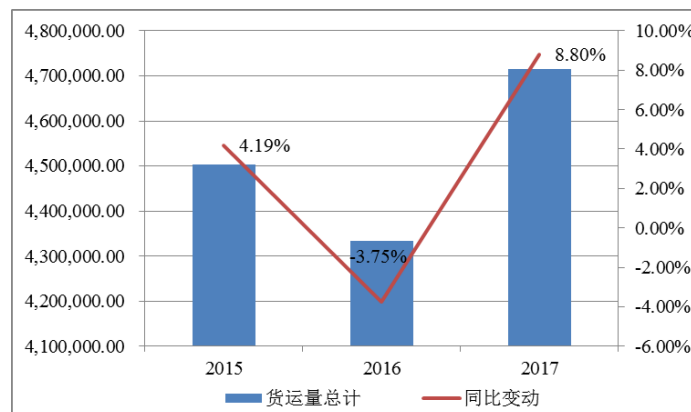
目前，公司营业收入主要来自于物流清洁能源、能源化工两大产业板块，因此，物流行业及焦化行业的状况对公司经营情况影响较大。

1. 物流供应链

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。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）自 2012 年以来，我国 LPI 指数较为平稳，均维持在 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。

据国家统计局数据显示，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，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。

为促进物流业健康发展，我国出台一系列鼓励政策，以降低物流成本、提升物流企业规模化及集约化水平、提升物流业电子商务水平，以提高流通效率等，具体情况如下表所示。

表1 近年来物流贸易主要政策

年份	调控政策
2015年8月	财政部和国家税务总局联合发布《关于继续实施物流企业大宗商品仓储设施用地城镇土地使用税优惠政策的通知》
2015年11月	山东省政府《山东省物流业转型升级实施方案（2015—2020年）的通知》
2016年2月	发改委《关于加强物流短板建设促进有效投资和居民消费的若干意见》
2016年3月	《全国电子商务物流发展专项规划（2016-2020年）》
2017年10月	《关于积极推进供应链创新与应用的指导意见》

数据来源：联合评级收集整理

总体看，我国物流行业发展形势较好，物流业发展的重要性正逐步被人们重视，此外，政府在发展电商、信息化、标准化以及绿色能源的推广方面给予支持，以实现物流业平稳发展，物流服务体系逐步完善，物流基础设施不断完善，物流企业和物流园区不断发展。

2. 焦化行业

（1）行业概况

煤焦化行业主要由两个部分组成，其一是焦炭业务，也是目前多数焦化企业的主要利润来源，企业盈利随着焦炭产品价格的变化而变化。其二是化工业务，即对炼焦过程中伴随产生的焦炉煤气、煤焦油、粗苯等初级产品进行深加工，包括利用焦炉煤气制甲醇、生产煤焦油深加工产品等。

针对焦炭产能过剩、结构不合理的现状，国家相继出台了一系列焦化行业宏观调控政策，加快了焦化行业的产业结构调整。“十二五”期间，我国累计淘汰焦炭落后产能9,700万吨。2017年，焦炭产量4.3亿吨，同比减少3.3%；全年焦炭实现去产能1,682万吨，新增510万吨，净减少1,172万吨。

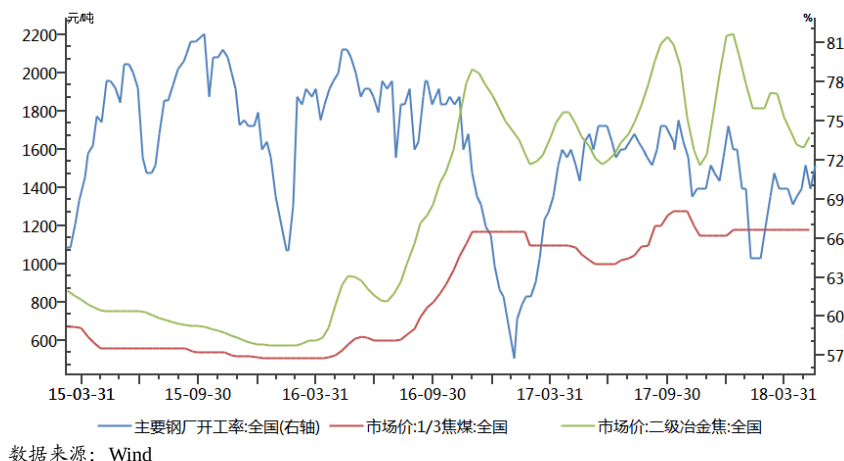
在煤化工行业中，用于炼焦的主要原材料为炼焦煤（包括焦煤、气煤、瘦煤和肥煤等煤种）。煤炭产量方面，2016年初，我国开始煤炭去产能工作，到2017年，全国煤炭产量约35亿吨，同比增长3.2%。2017年，全国煤炭去产能为1.83亿吨，加上2016年全国煤炭去产能2.9亿吨，合计达到4.73亿吨，随着煤炭供给侧结构性改革向纵深发展，全国煤炭去产能已经由前期的化解过剩产能为主转向以去落后产能为主。得益于煤炭去产能影响，煤炭价格高位稳定运行。截至2017年末，国内炼焦煤价格1,230元/吨，较年初1,220元/吨的价格变动不大，全年振幅小于200元/吨。

煤化工行业中焦化工下游行业为钢铁，钢铁工业对焦炭的需求量占焦炭总需求的80%以上。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，钢铁行业出现了明显的波动。2016年3月起，受去产能政策效果显现影响，钢铁价格上调，生产回暖。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。

由于钢材上涨，钢企对焦炭采购积极，焦炭供需失衡，同时，高位坚挺的煤价及运费大大拉高了焦炭成本，对焦价形成一定支撑；加之各地环保严查焦企开工不高，焦炭库存偏紧，大都供不应求。

求,使得主焦煤价格未发生大幅上涨的情况下焦炭价格走高。根据国家统计局数字,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%。

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、%)



总体看,焦化行业近年来发展迅速,产能过剩的问题较为突出,近年来,受益于国家供给侧改革对焦化行业全产业链的影响,产业链各环节产品价格上行,焦化行业景气度得以提升。

(2) 行业竞争

焦炭行业竞争方面,目前,全国现有规模以上焦化企业700多家,其中产能规模100万吨及以上的仅有180家左右,我国中小焦化企业数量在80%以上。我国的煤化工行业集中度低,煤化工企业生产规模普遍较小,煤化工行业存在钢铁企业下属的炼焦企业、独立焦化企业和煤炭企业相互之间及内部之间的竞争格局,行业竞争十分激烈;随着行业结构调整的不断深入,技术落后、资金薄弱、产业集中度低的中小焦炭企业将逐步退出,大型企业竞争优势将日趋明显。

总体看,行业竞争激烈,但随着供给侧改革的推进,行业整合也在不断深入,大型企业凭借技术和资金方面的优势有望在竞争中抢的更多机会。

(3) 行业政策

我国“富煤、少油、缺气”的能源结构决定了充分利用煤炭资源优势发展煤化工产业是符合我国国情的实现能源多元化的首选。因此,加快煤化工产业发展是必要的。焦化行业的产业政策是按照“总量控制、调整结构、节约能(资)源、保护环境、合理布局”的可持续发展原则制定的。就煤化工行业而言,近年来国家颁布实施了一系列行业政策,主要包括:

表2 煤化工行业相关政策

公布时间	公布文件
2015年7月	焦化行业新标准
2016年1月	中国炼焦行业协会焦化行业“十三五”发展规划纲要
2016年2月	国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见
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》
2016年12月	《煤炭工业发展“十三五”规划》、《能源发展“十三五”规划》
2017年2月	《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》
2017年4月	关于做好2017年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见
2017年11月	关于推进2018年煤炭中长期合同签订履行工作的通知

资料来源:联合评级收集整理

此外 2017 年 1 月 1 日起，工业和信息化部发布《焦化行业准入条件（2014 年修订）》全面实行，新申请焦炉项目要参照该标准受理。新标准加强了节能环保、综合利用与安全生产等方面的要求，强调完善产业链管理，突出相关要求的针对性和可考核性。

总体看，我国能源结构现状决定了发展煤化工的必要性，当前出台的部分产业政策目的主要在于遏制煤化工行业低水平重复建设和盲目扩张，推动产业结构优化和转型升级，促进节能减排和技术进步，提高经济运行质量和效益，规范行业健康发展，维护市场竞争秩序。

（4）行业关注

行业易受宏观经济周期性影响

历史情况看，受宏观经济周期性波动影响，钢铁市场曾持续低迷，导致煤化工行业在钢铁行业需求萎缩的情况下，焦炭出现供大于求的局面，焦炭企业被迫降低开工率。

行业面临较大环保压力

近年来，随着全国范围内的环境问题日渐突出，国家也对煤化工行业的节能减排制定了更加严格和标准更高的规定。严格的环保要求给煤化工企业的生产经营带增加了环保风险，同时相应的环保处理设备也进一步加大了企业的经营成本。

行业产能过剩凸显

煤化工行业中重要的产品为焦炭，目前行业中焦炭产能严重过剩情况。由于焦化行业产业集中度较低，化解产能过剩问题，交织着多方面利益调整因素。全国现有 700 多家规模以上焦化企业，而产能规模 100 万吨及以上的仅有 180 家左右，总体上仍处于多、小、散的状况。

（5）行业发展

随着供给侧改革的推进，且随着焦化企业经营者观念的转变、及时的行业沟通、对市场变化敏感灵活的应对、以及成本端、下游钢材价格支撑等，焦炭景气度将在短期内维持。另外，基于政府对环保、供给侧改革的重视，华北、东北等主要产区的焦钢企业限产成常态。行业淘汰低端产能、发展精细化工是行业发展的必然趋势，但短期内，产业结构调整任务艰巨，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。

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。

3. 矿产资源开发行业

中国是全球最大的金属和矿产消费国，也是全球最大的铁矿石进口国。近年来由于中国经济增速放缓，全球铁、铝、镍、铜、锌等各类矿产大幅调整，进口铁矿石平均价曾一度由 130.74 美元/吨下降至 42.81 美元/吨，2016 年随着钢铁价格上涨，铁矿石价格有恢复上涨。2017 年 12 月底，进口粉矿（62%）到岸价格回升至 70.02 美元/吨。

中国铁矿石资源品位低、自然赋存条件较差，产业集中度低，抗风险能力弱，综合发展能力弱。受此影响中国铁矿石进口的绝对数量和占铁矿石原料的比重呈现较快增长。海关数据显示，2017 年，中国铁矿石的进口地中：澳洲占了 61%，巴西占了 21%，这两家占了 82%。澳大利亚是世界主要的铁矿石出口国之一。在 2016 至 2017 财年，澳大利亚出口了 8.19 亿吨铁矿石，其中 83%销往中国。

中企近年来积极布局海外矿产资源，2012 年以前，中企海外矿产并购活动活跃，2013 年，随着矿产品价格下跌，并购活动相应减少，在国内较高开采代价和中企海外投资需求增长的推动下，近年来并购重新开始活跃。2016 年，全球采矿领域共发生并购事件涉及金额高达 679.7 亿美元。在经

历了 2016 年全球采矿领域并购（包括股权投资）金额创之前四年新高之后，2017 年以来市场有所降温。彭博统计数据显示，2017 年，全球采矿领域共发生并购事件涉及金额预计全年在 400 亿美元左右。在已发生的 74 件单笔金额超过 1 亿美元的案件中，三分之一的买方为中资背景企业；而在金额规模前 20 的案件中，8 个项目的买方为中资企业。可见中资企业在海外矿产资源投资中保持活跃。

行业政策方面，海外矿产资源受政策影响较为复杂，需综合考虑中国政府和矿产所在国地方法律和政策影响及风险。中国政府近年来一直在不断地出台并完善投资海外矿产的鼓励政策。随着当前国家“走出去”战略的深化和“一带一路”战略的实施，中国进出口银行、国家开发银行等政策性金融机构以及各大商业银行也纷纷为中国企业投资海外矿产资源开放了融资渠道。

随着近年来全球矿产投资的降温，世界主要矿产大国纷纷改善矿产投资环境，以吸引投资者的进入。一是放宽外资准入条件，简化审批手续，促进矿业投资便利化。如澳大利亚将西澳矿产开发项目的审批时间从 5 年减少到 2.5 年，使矿山项目投资成本直接下降了 20%~30%。二是实施优惠税收政策，鼓励矿山项目投资。如秘鲁 2015 年将所得税从 30% 降至 28%，并承诺 2017 年、2019 年分别下降至 27%、26%。赞比亚将地下开采矿产权利金由 9% 降至 6%，并对所有涉及矿产投资项目的设备、材料进口实施“零关税”政策。三是鼓励矿产品深加工，推动工业化发展，吸引投资者进入。

全球矿业处于复苏态势，矿产品价格上涨将进一步刺激矿业公司增加勘探开发投入。长期来看，在“一带一路”和“走出去”政策利好、全球商品价格复苏和中国矿石消费量继续领跑全球的大环境下，未来中企还将继续推进海外矿业布局，并将向投资方式多元化、投资思路成熟化的方向发展。但与此同时，对外矿业投资开发依然将面临汇率波动、企业债务违约、贸易保护和社会冲突等方面的风险。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司为山东省集物流清洁能源、能源化工、矿产资源综合运营及金融投资于一体的大型综合型企业，目前，公司业务主要集中于物流清洁能源、能源化工与金融投资三大板块，并向矿产资源综合运营拓展。多元化的经营布局有效提高了公司的整体抗风险能力，且板块间协同性较好。

公司自 2013 年底开始涉足 LNG、CNG 等清洁能源领域，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有限公司（以下简称“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。截至 2017 年底，物流集团已运营油气站合计总数为 209 个，其中含 CNG、LNG、柴油、汽油综合站。物流集团拟收购山东省内现存的部分牌照不齐全油气站并办理相关手续。

公司能源化工板块，截至 2017 年底，已具备年产冶金焦和铸造焦 900 万吨（铁雄冶金 400 万吨冶金焦、新沙公司 400 万吨冶金焦、临沂公司 100 万吨铸造焦）、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、6 亿千瓦时发电的生产能力。

矿产资源方面，2016 年公司收购秘鲁邦沟多金属矿。按照国土资源部储量评审中心评审数据，该矿已探明的 15 个矿权储量为铁矿 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，财务净现值为 1,049,631 万美元。

金融投资板块经营主体为中融金控（青岛）集团有限公司（简称“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，中融金控业务以投资股权、经营管理为主，拥有银行、保险牌照以及私募基金管理人资质。截至 2017 年底，公司持有晋城银行、厦门农商

行、厦门国际银行及中华联合财险等金融和保险机构股权。

公司先后获得全国环境保护友好企业、山东省高新技术企业等数十项省级以上荣誉称号，首批获得国家焦化行业准入资格认定、大连商品交易所期货交割厂库资质认定。同时是经国家发改委、全国行业管理协会、权威科研单位认定的国家焦化行业示范基地、中国铸造焦生产基地、国家特种玻璃和新型建材产品示范基地。

总体看，公司经营规模和生产能力较大，各板块规模效益明显。

2. 研发技术及装备工艺

公司的主营产业煤焦化的工艺水平处于国内行业的领先地位，具有一定的技术优势。公司的纳米级铈酸锂单晶薄膜材料工艺处于国际领先地位。

公司现有设备的先进程度较高，冶金焦炉具有国际先进水平，其中，TJL4350D 型焦炉可生产 60 万吨焦炭、ZH4350D 型焦炉可生产 140 万吨焦煤、ZHJL5552D 型捣固焦炉具有 200 万吨产能，山东铁雄冶金科技有限公司的下属子公司拥有 ZHZL5552D 型 400 万吨捣固焦炉、QRD-2000（III）清洁型热回收捣固式炼焦炉 100 万吨。

公司以山东联合冶金研究院、山东焦化北海冶金科技有限公司为技术核心，不断充实科研队伍，提升自主研发能力和设备生产能力。2012 年公司成立山东联合冶金研究院，拥有 350 余名科技研发人才。目前，公司还同山西焦煤企业、山东各大煤矿集团、国际煤炭集团、英国曼彻斯特大学、美国陶氏化学、中冶焦耐院、西南化工研究院、第二化工研究院和中科院煤化所等建立了长期稳定的战略合作伙伴关系。

总体看，公司业务规模较大，专注于焦炭的精细化生产，技术水平较高，具有较强的竞争优势。

3. 人员素质

公司董事会由 6 人组成，监事会由 3 人组成，经理层 11 人。公司核心管理团队从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长（法人代表）王清涛先生，1962 年出生，中共党员，大专学历，毕业于山东理工大学。曾任邹平县物资局副总经理、邹平县铁雄煤炭有限公司总经理，现任中融新大集团有限公司董事长，同时是山东省焦化行业协会会长、全国焦化行业协会副理事长，山东物流与交通运输协会会长、全国五一劳动奖章获得者。

公司常务副董事长兼总经理张亿贵先生，1955 年 3 月 11 日出生，硕士学位、高级经济师职称，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，公司副董事长，现任公司常务副董事长兼总经理。

截至 2017 年底，公司共有职工 10,912 人，从专业构成来看，管理人员占 14.81%，技术人员占 5.23%，生产人员占 49.46%，销售人员占 30.50%；从学历构成来看，硕士以上学历占 2.69%，大专及本科学历占 51.39%，大专以下学历占 45.92%；从年龄分布上看，30~50 岁的人员占比约为 52.04%。

总体看，公司高管人员均具有丰富的经营管理经验，整体素质较高；公司员工结构较为合理，可以满足公司的生产经营所需。

4. 外部环境

公司总部位于山东省青岛市。青岛是面向世界的国家重要区域性经济中心，东北亚国际航运中心，国际著名港口城市，国家历史文化名城。青岛东北与烟台市毗邻，西与潍坊市相连，西南与日

照市接壤。青岛是副省级城市和全国 5 个计划单列市之一，是中国东部沿海重要的经济中心城市，其所在的山东半岛经济区（8 市）经济总量高达 2.6 万亿元，仅次于长三角、珠三角和京津唐经济区，居全国第四位，青岛周边有 19 个县进入全国百强县。

此外，青岛整体教育水平较高，中国海洋大学、中国石油大学（华东）以及青岛大学等国内知名高校都处于城市核心区域；青岛市两院院士（全职，不含双聘、外聘）人数居全国计划单列市首位，占山东省的三分之二。青岛教育科技水平较高，人才素质较高，便于公司的人才战略发展计划和科技创新能力的提高。

物流集团设置于华东地区交通中心枢纽之一的山东省省会济南市。济南是全省政治、经济、科技、文化、金融和商贸流通中心，交通区位优势明显。济南是环渤海经济区及京沪发展轴上的中心城市，也是全国 21 个物流节点城市之一，拥有发展现代物流业的优势。济南北连京津大都市圈，南通长江三角洲经济区，西靠内陆陆地，并与山西、河南等能源基地相通，东邻青岛、烟台、日照等港口群，并与青岛一起构成全省经济中心和山东半岛城市群的核心城市，处于南北交流、东西交流、国内外交流的三重枢纽地位。

公司重要子公司山东铁雄冶金科技有限公司（以下简称“铁雄冶金”）位于滨州市邹平县。邹平是全国百强县第 13 位，经济实力较强，整个工业区域布局合理。铁雄冶金所在的园区 2010 年被列为国家级经济开发区，形成了焦化、冶金、钢铁、化工一体化产业园区。铁雄冶金的焦炭及焦炉煤气等产品均可就近供应给园区内下游企业，在有效节省运输费用的同时，增强了其盈利能力。

公司另一重要控股公司山东铁雄新沙能源有限公司（以下简称“铁雄新沙”）是由公司与江苏沙钢、新汶矿业集团、山东铁雄冶金科技有限公司共同出资组建的焦化厂，该厂位于巨野煤田矿区，距离煤矿坑口仅 10 公里，是全国第一个钢、焦、煤联产的坑口焦化厂。同时，新沙公司位于巨野省级煤化工产业园区内，甲醇等焦炭副产品可就近供给园区内下游企业。

总体看，公司及重要子公司所处区域经济较为发达，产业配套齐全，为公司发展提供了良好的外部环境。

五、公司管理

1. 公司治理

公司已按照《中华人民共和国公司法》等相关法律法规，设立了股东会、董事会和监事会，建立了相对完善的法人治理结构。

根据最新的《公司章程》，股东会是公司权力机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划；审议批准董事会报告、监事会报告、公司的年度财务预算方案和决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案等职权。股东大会由董事会依法召集，由董事长主持。

公司董事会由 6 人组成，由股东会选举产生。董事任期 3 年，任期届满，可连选连任。董事在任期届满前，股东会不得无故解除其职务。董事会设董事长 1 人，副董事长 3 人。董事长任期 3 年，任期届满，可连选连任。董事长为公司法定代表人，对公司股东会负责。

公司设监事会，监事会成员 3 人，其中 2 名股东代表，由公司股东会选举产生，1 名职工代表监事，由职工代表大会选举产生。监事会设监事会主席 1 名，副主席 1 人，由监事会选举产生。监事每届任期 3 年，任期届满可连选连任。

公司设总裁 1 名，副总裁 3 名，由董事会聘任或解聘。总裁每届任期 3 年，可以连任，对董事会负责。

总体看，公司法人治理结构完善，实际运行情况良好。

2. 管理体制

公司创立于 2004 年，晚于部分核心子公司的成立时间。公司本部属于控股性质母公司，目前营业收入基本来自于集团下属物流集团、铁雄冶金、铁雄新沙等子公司的日常经营收入，公司主要从财务、资金、投融资、人员、审计监察等方面对下属企业进行管控，不负责具体生产经营。随着公司对下属子公司整合进程的深入，公司逐步制定完善了一系列内部控制制度。

财务会计方面，公司根据资本权属清晰、财务关系明确、符合法人治理结构的要求，实行统一管理与分层、分级管理相结合的财务管理体制。公司目前的日常营业收入基本来自于集团下属铁雄冶金、铁雄新沙等子公司的日常经营收入，为此公司本部专门设立了资金管理部门对集团下属公司资金进行统筹管理，集团本部具有集中统一调配集团资金现金的能力。目前公司正在推行全面预算管理，以现金流为核心，按照实际企业价值最大化等财务目标的要求，对资金筹集、资产运营、成本控制、收益分配等财务活动进行全面规划与管理。

担保管理方面，公司实行集中管理，未经公司本部批准，各子公司不得自行对外提供担保。集团公司对各子公司提供担保必须严格审查被担保方的偿债能力和信用状况及行业前景，明确担保标准、条件、责任，防范潜在风险，避免或减少可能发生的损失。公司对外提供担保事项须经公司董事会或股东大会审议通过后方可实施，未经公司董事会或股东大会批准，公司不得对外提供担保。

关联交易方面，公司尽量避免或减少与关联人之间的关联交易；对于必须发生的关联交易，应切实履行信息披露的有关规定；确定关联交易价格时，应遵循“公平、公正、公开、公允”的原则，并以书面协议方式予以确定；对于必须发生的关联交易，切实履行信息披露的有关规定；关联董事和关联股东回避表决的原则；必要时聘请独立财务顾问或专业评估机构发表意见和报告；处理与关联人之间的关联交易时，以不损害全体股东特别是中小股东的合法权益为原则。

对外投资管理方面，公司董事会战略委员会为对外投资管理的领导机构，负责统筹、协调和组织对外投资项目的分析和研究，为决策提供建议。公司对外投资遵循符合国家相关法律、法规的规定，符合公司的发展战略，规模适度、量力而行，效益优先等原则。公司制定《中融新大集团有限公司对外投资管理办法》，旨在建立有效的控制机制，对公司及子公司在组织资源、资产、投资等经营运作过程中进行风险控制，保障资金运营的安全性和收益性，提高公司抗风险能力。

安全管理方面，公司坚持“安全第一、预防为主”的安全生产方针，公司各项生产的进行首先要保证安全，杜绝违章操作，为加强公司安全生产管理，营造良好的安全作业环境，防范安全事故，建立《中融新大集团有限公司安全管理制度》。公司同时加强安全培训，设立安全主任职位，组织编制公司安全培训教材。公司管理人员要接受经常性的安全思想、安全生产方针政策方面的教育，并按要求参加政府组织的有关安全培训班，公司主要负责人和安全主任定期接受安全考核。新进员工上岗前须接受安全培训和教育，员工转岗的须接受与其新岗位相适应的岗前安全培训。

总体看，公司依据集团化管控模式初步建立了各项规章制度，但公司集团化整合时间尚短，部分制度推行效果尚待检验，对子公司、资金方面的管控能力尚待观察。

六、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。目前，公司逐

渐形成了“以能源化工为基础，金融投资为主体，物流清洁能源、矿产资源综合运营为两翼”的总体发展格局。在原有焦化板块的基础上，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，产融结合，为公司带来新的盈利增长点。

2015~2017 年，公司营业收入快速增长，年均增长 34.12%，主要来自于焦化和物流板块收入的快速增长。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。

收入构成看，能源化工板块是公司的传统业务，焦炭及焦炭副产品是公司的主要收入来源。随着行业内焦化行业景气度上行，公司能源化工板块收入持续增长，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%；物流业务收入为公司第一大收入来源，由于公司调整战略，增加了公司物流板块中的贸易业务，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”）等子公司扩张公司业务规模，物流板块收入持续增长，2017 年公司物流板块实现收入 564.66 亿元，较上年增长 5.96%，占营业收入的 74.96%；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，2015~2017 年，公司能源化工板块毛利率得益于焦炭产品价格大幅上涨而得以提升，近三年分别为 13.84%、15.15%和 16.08%，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，煤炭等原材料成本大部分由焦炭产品承担，因此化产品的毛利率较高。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%，主要系代垫资金服务减少，纯贸易业务比重增加，同时公司为扩展清洁能源业务，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。公司金融业务主要为咨询管理费用，毛利率均为 100.00%。受上述因素影响。2015~2017 年，公司整体毛利率波动下降。

表 3 公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

名称	2015 年			2016 年			2017 年		
	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
焦炭	73.62	17.58	3.87	82.97	12.74	8.06	148.47	19.71	12.21
焦油	5.57	1.33	33.24	5.24	0.81	34.14	8.66	1.15	38.33
粗苯	4.21	1.01	39.54	4.54	0.70	36.97	5.13	0.68	36.96
煤气	9.89	2.36	49.58	7.30	1.12	53.09	7.21	0.96	51.94
其他	6.50	1.55	39.06	16.37	2.51	22.00	18.44	2.45	16.91
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
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
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
金融投资板块	2.40	0.57	100.00	1.84	0.28	100.00	0.74	0.10	100.00
合计	418.80	100.00	7.98	651.17	100.00	6.45	753.32	100.00	6.47

资料来源：公司提供

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，主要系公司

2017年4月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提高所致；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。

总体看，近年来，公司收入构成未发生大的转变，受能源化工板块和物流清洁能源板块收入规模同步增长影响，公司收入规模快速增长。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，综合盈利水平有所下降。

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，公司独立焦化能力900万吨/年，近三年，公司各主要产品产能无变化。公司通过与山东洪达化工有限公司（以下简称“洪达化工”）签订三年期合作协议，2017年4月份起，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。通过该协议公司对宏达化工焦化产能形成控制，因此，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，截至2017年末公司冶炼焦产能提升至每年920万吨。详见下表。

（1）产品生产

公司以产定销，生产体系完善，企业生产持续高负荷运行，焦炭质量稳定，经营多年来企业已与许多大型钢铁企业建立了良好的合作关系。同时，公司在化工产品方面形成预收货款、客户自提的经营结算方式。

公司现已形成较为完整的资源综合利用产业链：“焦炭—煤焦油—粗苯—液氨—硫酸化肥—工业萘—煤气发电”。其中，液氨、硫酸化肥和工业萘为煤化工深加工产品，煤气发电主要为公司自用。

表4 公司近年主要产品生产情况（单位：万吨、%、亿立方米）

产品	指标	2015年	2016年	2017年
冶金焦	设计产能	800.00	800.00	920.00
	实际产量	789.87	790.46	820.06
	产能利用率	98.73	98.81	89.13
铸造焦	设计产能	100.00	100.00	100.00
	实际产量	79.77	79.65	83.80
	产能利用率	79.77	79.65	83.80
焦油	设计产能	40.00	40.00	40.00
	实际产量	36.23	36.30	33.87
	产能利用率	90.58	90.75	84.68
煤气	设计产能	20.00	20.00	20.00
	实际产量	14.30	11.54	11.66
	产能利用率	71.50	57.70	58.30
粗苯	设计产能	12.00	12.00	12.00
	实际产量	11.88	11.44	11.24
	产能利用率	99.00	95.33	93.67
甲醇	设计产能	15.00	15.00	15.00

	实际产量	15.94	15.57	14.18
	产能利用率	106.27	103.80	94.53

资料来源：公司提供

随着焦炭行业整体回暖，近三年产量提升，公司装置运行效率较高，2017 年生产冶金焦 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。公司铸造焦主产高端产品，因此，整体产能利用率略低，生产铸造焦 83.80 万吨，较上年增长 5.21%，产能利用率 83.80%。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，焦油、粗苯和甲醇的产能利用率均维持在较高水平，但总体上，煤气产能利用率较低，主要系公司甲醇投产，煤气作为原材料自用，未计入实际产量。

2018 年 1~3 月，公司能源化工板块产能较年初无变化，各产品生产情况正常，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

总体看，随着公司焦炭产品产能的逐步释放，焦炭产量稳中有增；各类副产品整体产量较低；公司各产品产能利用率均维持在较高水平。

（2）原材料采购

作为以焦化业务为主的生产型企业，公司原料主要为焦煤、肥煤、气煤及瘦煤四类炼焦原料煤。主要原料供应商包括兖州煤业股份有限公司、临沂矿业集团有限责任公司以及山东能源集团等，公司与供应商保持较好的合作关系，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。公司采购模式以矿务局进煤为主，其他直供煤场为辅助的采购模式，相应的采购价格以矿务局为准，中间商价格根据矿务局价格及指标情况做适当调整。但为维持长期合作，大部分供应商为公司制定单独的优惠政策。

公司焦炭采用的原煤配比会有所变化，因此各煤种采购量有所波动。整体看，公司原煤采购量逐年递增，2017 年公司原煤采购量合计 1,244.67 万吨；原煤采购均价随市场价格呈逐年上升趋势，2017 年公司原煤采购均价 1,047.60 元/吨，较上年增长 59.19%，公司成本压力加大。2018 年 1~3 月，公司主要原材料均价上涨，不同程度高于 2017 年全年平均水平，原煤采购均价 1,078.93 元/吨。

表 5 公司近年原料煤采购情况（万吨、元/吨）

原材料种类	2015 年		2016 年		2017 年	
	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
气肥煤	159.89	565.45	205.00	627.01	--	--
肥煤	172.39	572.47	162.68	697.72	173.66	1,067.82
主焦煤	171.78	612.74	225.76	701.73	254.11	1,151.27
1/3 焦煤	192.97	536.92	155.61	697.74	198.13	1,118.74
贫瘦煤	158.61	581.21	116.59	646.17	--	--
瘦煤	163.77	571.72	143.91	615.19	202.48	1,036.40
合计	1,186.12	574.37	1,190.19	658.10	1,244.67	1,047.60

资料来源：公司提供

电力供应方面，公司计划通过干熄焦发电、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 7,780 万元。

采购结算方式方面，公司主要以现汇和银行承兑汇票为主，其中银行承兑支付占比 60%左右，其他 40%为电汇、转账支票、信用证等，结算周期一般为 1~3 个月，平均周期在 45 天左右。

在供应商集中度方面，2017 年公司前 5 大供应商采购金额合计 67.32 亿元，约占原料采购总额的一半，集中度较高。

总体看，近几年，随着焦化产量的逐渐提升，公司原材料采购量逐年上升，而原材料价格逐年上升；公司用电基本实现自给自足，较大程度的节约了成本；公司原材料采购集中度较高，与主要供应商合作关系较好，近年来原材料供应稳定。

（3）产品销售

销售区域方面，铁雄新沙销售区域主要为山东省内、苏北市场及长江流域；铁雄冶金主要面向山东省内销售；铸造焦公司主产高端铸造焦，产品大部分出口至日本、韩国等。

销售渠道方面，公司以直销钢企为主、贸易商为辅。销售客户主要为济钢集团有限公司、莱芜钢铁集团有限公司、日照钢铁控股集团有限公司、江苏沙钢集团等省内外大型钢铁集团。公司焦炭产品产量规模大，产品质量稳定，能够有效满足大型钢铁企业对焦炭品质的严格要求，客户渠道较为稳定。

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。

表 6 公司近年主要产品产销情况（单位：万吨、元/吨）

产品	项目	2015 年	2016 年	2017 年
冶炼焦	实际销量	785.03	780.14	816.48
	销售平均单价	799.01	942.83	1,635.42
	产销率	99.39	98.69	99.56
铸造焦	实际销量	79.85	79.12	83.76
	销售平均单价	1,364.20	1,190.67	1,783.22
	产销率	100.10	99.33	99.95
焦油	实际销量	36.06	36.19	34.52
	销售平均单价	1,545.01	1,449.13	2,508.22
	产销率	99.53	99.70	101.92
粗苯	实际销量	11.85	11.53	11.34
	销售平均单价	3,555.54	3,940.08	4,525.52
	产销率	99.75	100.79	100.89
煤气	实际销量	14.30	11.54	11.66
	销售平均单价	0.70	0.64	0.62
	产销率	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

销量方面，公司焦炭板块经营模式成熟，受行业波动影响较小，产品销量整体保持平稳，2017

年由于托管洪达化工产能影响，焦炭销量较 2015 年和 2016 年有所提升，2017 年冶炼焦和铸造焦销量分别为 816.48 万吨和 83.76 万吨，分别较上年增长 4.66% 和 5.86%。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，2017 年焦油、粗苯、煤气实际销量分别为 34.52 万吨、11.34 万吨和 11.66 万吨。公司产销率较高，近三年焦炭板块产品产销率均维持在 100% 的水平。公司依靠大规模大批次的稳定产量和质量控制，焦炭下游需求较为稳定，焦化生产线产能利用率显著高于行业平均水平。

销售价格方面，受 2016 年原料煤炭价格强力反弹影响，近三年下游系列产品年度均价总体呈波动上升态势。2017 年公司冶金焦及铸造焦为 1,635.42 元/吨和 1,783.22 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 2,508.22 元/吨、4,525.52 元/吨和 2,071.22 元/吨，分别上涨 1,059.09 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，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，近年来价格逐年下调，2017 年公司煤气销售均价为 0.62 元/立方米，较上年下降 0.02 元/立方米。

在销售集中度方面，2017 年公司前 5 大销售客户金额合计 52.53 亿元，占该业务营业收入的比例为 27.95%，集中度较低。

在货款结算方面，受焦化行业弱势运行影响，近年公司针对长期合作的战略客户在焦炭回款信用政策上有所放宽，主要体现在：一、公司对下游客户延长信用期，账期由 30 天之内变为 30~45 天；二、由 60% 现汇变为 60% 银行承兑汇票，40% 现汇形式。货款结算以银行承兑汇票、电汇为主，其中银承占比 60% 左右，其他 40% 为电汇、转账支票等方式结算，结算周期约 1 个月。焦油、粗苯等煤化工产品均采用全额预收现汇模式结算，公司回款状况良好。

2018 年 1~3 月，公司产品销售情况正常，产销率维持 100% 左右，产品价格延续上年态势，一季度焦炭销售均价较 2017 年全年均价有 5% 左右涨幅。

总体看，公司主要产品焦炭销量呈增长趋势，且销售均价逐年上升，公司依靠稳定的质量和产量控制，产能利用率显著高于行业平均水平；其他化产品销量随着产量的波动有所波动，价格随行就市。

3. 物流板块

公司物流供应链业务经营主体包括：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，万向物流。其中，物流集团也是清洁能源（LNG 加气站）的经营主体，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。

（1）物流供应链业务

公司物流供应链业务以现有山东焦化企业集团实业有限公司、山东物流集团（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；沟通协调公司销售方面的信息，并培育大客户，稳定客户群；同时较大规模的贸易业务，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。

收入构成方面，近三年，公司贸易品种主要以煤炭、焦炭及化产品和各类钢材矿石为主，并逐

步向与公司能源化工板块密切相关品种收缩，其中，煤炭贸易业务额占 39.17%，焦炭及化工产品业务额占 38.60%，其他产品业务额占比较为分散。

近三年，公司贸易额持续增长，主要系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所致，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%。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，近年来，公司为控制经营风险，资金代垫服务逐步减少，导致毛利率有所下降，实现毛利率 2.50%。

表 7 分产品物流供应链业务统计（单位：亿元、%）

产品类别	2015 年			2016 年			2017 年		
	贸易额	占比	毛利率	贸易额	占比	毛利率	贸易额	占比	毛利率
煤炭	131.35	43.62	5.57	176.35	35.05	3.83	200.74	39.17	2.43
棉花	5.71	1.90	4.43	4.48	0.89	3.35	11.32	2.21	2.03
焦炭及化工产品	97.62	32.41	5.37	149.32	29.68	3.64	197.82	38.60	2.65
各类钢材矿石	59.65	19.81	3.49	109.75	21.81	2.91	40.42	7.88	2.67
橡胶、铝锭铅锭等	4.21	1.40	0.43	--	--	--	--	--	--
大豆	1.33	0.44	3.80	--	--	--	--	--	--
聚乙烯	1.28	0.42	4.02	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	301.16	100.00	5.03	503.10	100.00	3.42	512.45	100.00	2.50

资料来源：公司提供

采购结算方式方面，公司物流供应链板块主要采用以下几种方式：1、信用证结算。采购进口国外棉花、橡胶、煤炭等大宗商品，大部分采用信用证结算方式，按照国际信用证结算规则办理。采购国内煤炭、钢材、焦炭等大宗商品，大部分也采取信用证结算方式，以 90 天远期信用证和即期信用证押汇方式居多。2、对进口棉花的销售，部分业务向棉纺织厂收取即期或远期信用证，保证及时成交，确保利润空间，无价格波动风险。3、开立远期信用证，即期收汇，公司以该种方式进行橡胶的采购及销售。

从下游客户情况来看，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%，客户集中度较低。

对下游客户结算方面，公司物流供应链业务对下游不同客户有不同的结算政策。结算方式与国外主要以信用证、电汇为主，国内主要以电汇、国内信用证、银行承兑汇票为主。结算周期一般是现款现货或者为预收款业务，结合下游客户的资信状况、运输距离等情况给予不同账期，平均约在 20 天左右。

控制价格波动风险和汇率风险方面，公司与下游客户签订了购买合同而后进行采购。为最大限度化解进口价格波动的影响，公司根据大宗商品价格走势，在合同订立时约定结算参照价格，比如

货物到港前一定时间段内普氏指数平均价格等；同时为了规避汇率变动的影响，公司也会根据人民币的走势在适当时机锁定远期购汇的汇率，降低人民币贬值趋势带来的汇兑损失。

（2）LNG 加气站和物流运输仓储

公司 LNG 加气站和物流运输仓储经营主体为物流集团，物流集团系 2003 年由山东省政府批准，公司出资设立。注册资本为 28 亿元。山东省政府要求公司打造以焦化行业上游煤炭、下游钢铁为纵向，以建材、铝业、石化为横向，以全省 339 个大型物流园区为依托的现代物流体系。同时根据《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），物流集团需在全省范围内新建 305 个 LNG 加气站，同时形成统一管控平台。该项目计划总投资约为 25.00 亿元（不含土地价值）。

LNG 加气站项目

公司将对各 LNG 加气站以资金形式投入约占 60%~70%股权（不低于 51%），其他部分股权与在建加气站所在的物流园区及相关企业合作，引入一部分投资者，以资金或土地等其他方式出资，以此保持建设资金的充足，加快 LNG 加气站项目规模的形成。

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 8 公司 LNG 加气站发展规划

年份	实际投运（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	209 座	0.60 亿元
2018 年	计划 230 座	2.00 亿元

资料来源：公司提供

公司 LNG 采购渠道较为丰富。一、与中海石油气电集团有限责任公司合作，直接从天津浮式 LNG 接收港提海气，在合同价格基础上优惠 10%，为公司盈利创造一定有利条件；二、与中石化海外气合作，公司与青岛董家口 LNG 接收港建立战略合作，获得相对其他提货商低 5%的价格优势；三、与内蒙地区星星能源、宏基亿泰、内蒙汇能、内蒙图克的 LNG 液化公司合作，到山东地区到岸价格基础上优惠 50~100 元/吨价格优势；四、焦炉气制 LNG，与陕西榆林圆恒、定边、盐池、米脂，山西韩城、易高等高品质焦炉气制 LNG 公司合作，厂家山东地区到岸价格基础上优惠 100 元/吨的价格优势；五、公司投资建设的焦炉气制 LNG。

物流运输仓储

公司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 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，公司物流供应链板块收入持续增长，但需关注毛利率下降情况；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。

4. 金融投资板块

金融投资板块经营主体为中融金控。中融金控以产融结合为导向，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”。

投资流程方面，公司对提报项目进行初步审核，并决定项目是否提请立项，提请立项的项目，通过召开立项会的方式，由投决会主任根据会议讨论意见作出结论；立项会通过的项目，公司会安排尽职调查及复审；通过复审的项目提请投决会进行项目终审，投资决策委员会是业务项目终审的权力机构；项目通过终审进入实施阶段后，将由指定的投后管理主体进行实时跟踪，做好全面风险防控。法务部、风控部、财务部、金融研究所等部门贯穿于项目立项、复审、终审、投后管理等各个阶段，从不同角度对项目的风险进行分析、把控。

风控管理方面，金融板块有严格的项目审核流程和风险把控措施，中融金控出台了《业务项目管理办法》、《投资决策委员会制度》、《项目风控管理试行办法》、《投后管理制度》等，严格规范投资流程、全面防范投资风险。项目投资实行三级审批制度，即：项目立项、项目复审、项目终审。

截至 2017 年 9 月底，中融金控资产总额为 165.49 亿元，所有者权益为 143.27 亿元；2017 年 1~9 月实现营业收入 0.33 亿元，利润总额 3.91 亿元。

公司金融板块收益主要体现于金融板块营业收入（控股）、投资收益（参股）和公允价值变动损益，金融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。

直投项目方面，公司直投项目主要包括控股晋城银行股份有限公司、参股厦门国际银行股份有限公司和参股中国联合财产保险股份有限公司，具体情况见下表。

表 9 截至 2017 年底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	2017 年	
			年底持股比例	投资收益
晋城银行	2015.12	75,563.45	14.29	8,415.00
厦门国际银行	2016.04	80,512.54	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	12,155.13
厦门农村商业银行	2016.12	54,000.00	3.62	5,082.00
合计	--	405,015.99	--	43,679.30

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¹，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 213,792,000 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产保险股份有限公司 11.4 亿股的股权，股权占比为 7.79%，位列第二大股东。2017 年公司所持中华联合财产保险股份有限公司净值为 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。

¹ 公司无实际控制权，采用权益法核算。

2016 年 12 月，公司以 5.40 亿元总投资获得厦门农村商业银行 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，近年来，公司还参与设立宁波梅山保税港区融沃股权投资基金合伙企业（有限合伙）、青岛鼎胜鑫达股权投资基金有限公司和青岛财赢智通基金管理有限公司等多个基金。

总体看，公司金融投资业务在不影响公司主营业务发展的前提下，稳步发展，规模适度、量力而行，为公司带来新的利润增长点，并分担了产业板块的行业强周期风险。同时，联合评级也关注到，公司投资金融资产规模庞大，不断加强的金融监管，对公司金融投资板块经营管理能力提出挑战。同时，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。

5. 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 10 截至 2017 年底主要在建工程明细表（单位：亿元、%）

	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。

6. 经营效率

2015~2017 年，受公司票据结算使用量增加影响，公司应收账款周转次数呈增长趋势，分别为 9.91 次、15.09 次和 17.41 次；同时，近三年公司存货周转次数持续增长，分别为 15.63 次、22.86 次和 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，近三年分别为 0.86 次、0.65 次和 0.51 次。

总体看，近三年，公司经营效率有所提高。

7. 重大事项

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。

8. 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。

9. 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。

七、财务分析

1. 财务概况

公司的 2015~2017 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，均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。公司合并范围变动对财务数据可比性有较大影响。

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。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 1,557.50 亿元，负债合计 637.85 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 919.65 亿元，归属母公司所有者权益 687.00 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 220.70 亿元，净利润（含少数股东损益）9.46 亿元，归属于母公司所有者净利润 8.72 亿元；经营活动产生的现金流量净额 52.07 亿元，现金及现金等价物净增加额 9.82 亿元。

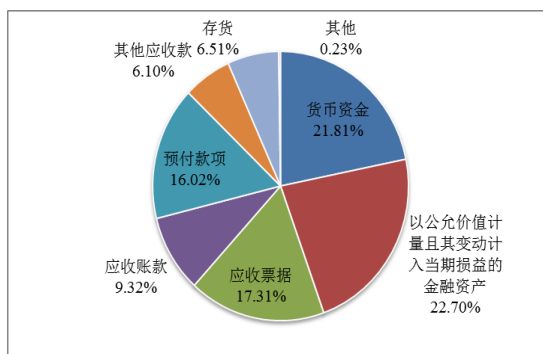
2. 资产质量

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 1,578.30 亿元，较年初增长 12.52%。其中，流动资产占比 31.79%，非流动资产占比 68.21%。资产构成由以流动资产为主转变为以非流动资产为主。

流动资产

近三年，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、以公允价值计量且其变动计入当期损益的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（如下图所示）。

图3 公司2017年底流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

近三年，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%。

近三年，公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产快速增长，年均复合增长81.82%。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%，主要系公司受让烟台润仕通投资企业（有限合伙）对外投资收益权所致。该部分金融资产并无公开市场交易，该部分金融资产价值的真实性以及未来变现的及时性有待观察。

表11 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）

名称	金额
烟台润仕通投资企业（有限合伙）	93.73
厦门国际银行	13.01
基金理财及其他	7.15
合计	113.89

资料来源：公司提供

近三年，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205.87%。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。

近三年，公司应收账款波动变化，年均复合增长0.29%，其中2016年应收账款减少，主要系公司结算政策变化，增加票据结算比例所致。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。

近三年，受公司业务规模扩大及收购合并项目增多，公司预付款项快速增长，年均复合增长36.13%。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，预付加气站合作方收购意向款和预付技改、环保等设施工程款项。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%。

近三年，公司其他应收款呈波动下降态势，年均复合减少31.87%。截至2016年底，公司其他应收款中业务结算受投资支出增长影响，同比大幅减少至22.44亿元。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，较年初增长 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。

近三年，公司的存货呈波动增长态势，年均复合增长 10.16%。截至 2017 年底，公司存货为 32.67 亿元，较年初增长 23.82%。公司存货主要为原材料 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

近三年，受合并范围扩大导致无形资产大幅增长影响，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 90.05%。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。

近三年，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，年均复合增长 24.67%。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。其中，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）。

近三年，公司长期股权投资快速增长，年均复合增长 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。

近三年，公司固定资产波动增长，年均复合增长 4.92%。截至 2016 年底，公司固定资产 88.54 亿元，较年初增长 16.85%，主要系合并企业增加（2.83 亿元）、购置（8.67 亿元）和在建工程转入（10.88 亿元）所致。截至 2017 年底，公司固定资产 83.42 亿元，较年初减少 5.78%，主要由房屋建筑物（占 36.51%）和机器设备（占 60.36%）构成。固定资产中，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。

近三年，公司无形资产快速增长，年均复合增长 169.44%。截至 2016 年底公司无形资产为 800.11 亿元，较年初大幅增长 626.95%，主要系公司 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 2、3、4 号矿的所有权及控制权，该项收购列为非同一控制下合并，使得无形资产较年初增加 687.89 亿元。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。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总计 1,557.50 亿元，较上年底减少 1.32%，仍以非流动资产为主，占比 70.33%。截至 2018 年 3 月底，非流动资产总额 1,095.42 亿元，较上年底增长 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%。截至 2018 年 3 月底，

公司流动资产 462.07 亿元，较上年底减少 7.91%，主要系应收账款、预付款项和其他应收款减少所致。

总体看，近年来公司资产规模增长较快，资产整体流动性一般；货币资金受限规模较大；近年来公司对外投资形成的以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、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；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，该部分资产后续创造收入的能力尚有待观察。

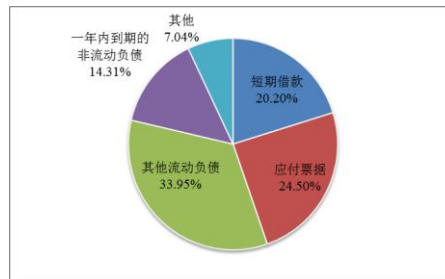
3. 负债及所有者权益

负债

近三年，公司负债总额逐年递增，年均复合增长 49.85%，主要来自非流动负债的增长。截至 2017 年底，公司负债合计 668.07 亿元，较年初增长 26.52%，其中，流动负债占比 36.49%，非流动负债占比 63.51%。

近三年，公司流动负债规模波动增长，年均复合增长 16.76%。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 公司 2017 年底流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告

近三年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 9.36%。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%）。

2014 年以来，公司融资力度较大，适当控制了票据的使用，使近三年公司应付票据持续下降，年均复合减少 2.15%。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%）。

近三年，公司一年内到期的非流动负债逐年大幅增长，年均复合增长 201.16%，主要系部分长期债券即将到期所致。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%。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。

近三年，公司其他流动负债逐年下降，年均复合减少 8.60%，主要系公司减少短期融资券和超短期融资券等融资工具发行所致。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%。

近三年，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 89.07%。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%，

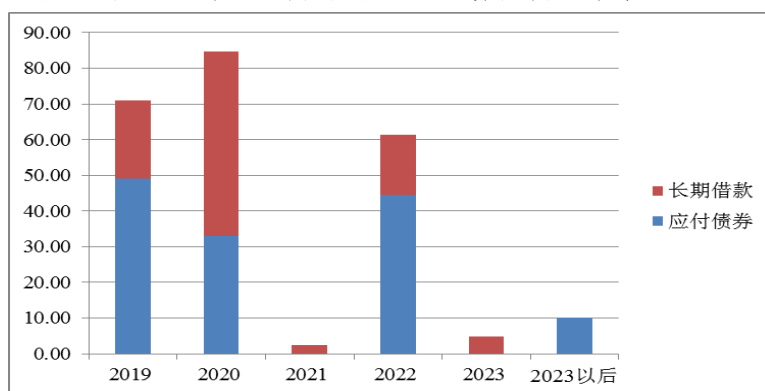
主要系长期借款增长所致。公司非流动负债中长期借款占比 22.71%、应付债券占比 32.20%、递延所得税负债占比 43.10%。

近三年，公司优化债务结构，提高长期借款比例，长期借款呈大幅上升态势，年均复合增长 38.30%。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。

近三年公司应付债券规模快速增长，年均复合增长 50.16%，截至 2016 年底，公司应付债券为 134.91 亿元，较年初增长 122.63%。主要为发行的非公开定向债务融资工具和公司债券。截至 2017 年底，公司应付债券为 136.64 亿元，较年初增长 1.28%。

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（亿元）



数据来源：公司提供，联合评级整理

注：未考虑回售因素

近三年，公司递延所得税负债快速增长，年均复合增长 555.12%。截至 2016 年底，公司递延所得税负债为 176.30 亿元，较上年大幅增长 172.03 亿元，主要系公司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，以及公司投资性房地产项目增值产生应纳税暂时性差异 21.05 亿元所致。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%。

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，近三年全部债务不断增长，年均复合增长 32.02%。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，长期债务降至 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%，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。

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%，主要系公司偿还到期债务所致，流动负债占比降至 29.58%。流动负债中其他应付款 19.48 亿元，较上年底增长 16.35 亿元，主要系公司对中国旭阳的投资款尚未支付计入其他应付款项目所致；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，较上年底增长 5.87%，其中应付债券 154.83 亿元，较上年底增长 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%，主要系融资租赁款增加所致。其余负债科目较 2017 年底变化不大。

2018 年 1 季度，公司偿还各类到期或行权的各类直接融资工具 81.75 亿元，1 季度偿债压力集中，公司还款来源主要为：经营活动现金流量净额 52.07 亿元、取得借款收到的现金为 15.22 亿元以及发行债券收到的现金 35.00 亿元。截至 2018 年 3 月底，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，公司资产负债率为 40.95%，较上年底下降 1.38 个百分点；全部债务资本化比率 31.54%，较上年底下降 2.40 个百分点；长期债务资本化比率 22.38%，较上年底上升 1.44 个百分点。全部有息债务压力有所减轻，长期债务比例有所上升，债务结构得到一定的改善。

总体看，随着业务规模快速扩张，公司负债规模快速上升，公司负债中有息负债占比较高，整体债务负担适宜。

所有者权益

近三年，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 72.33%。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%，主要由股本（占 4.98%）、资本公积（占 13.73%）和未分配利润（占 80.96%）构成。

近三年，公司实收资本小幅增长，年均复合增长 6.16%，其中 2016 年公司实收资本增加 3.81 亿元，主要为山东中泰创和工贸有限公司、山东泰和智丰工贸有限公司和滨州市友康建材有限公司对公司增资入股所致。截至 2016 年底，公司实收资本 33.81 亿元，2017 年公司实收资本未发生变动。

近三年，公司资本公积增长较快，主要系 2016 年公司吸收三个少数股东增资产生资本溢价 18.34 亿元，以及公司合并范围发生变化，对子公司持股比例发生变化，影响本期其他资本公积增加 15.30 亿元所致，截至 2016 年底，公司资本公积为 93.12 亿元，较年初增长 56.57%，2017 年公司资本公积未发生变动。

近三年，公司未分配利润大幅增长，年均复合增长 219.99%，主要系 2016 年公司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，截至 2016 年末，公司未分配利润较年初增长 469.51 亿元至 523.14 亿元，截至 2017 年底，公司未分配利润 549.20 亿元，较年初增长 4.98%。

近年来，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，使得少数股东权益同比大幅增长，年均复合增长 19.87%。截至 2017 年底，公司少数股东权益为 231.91 亿元，同比增长 4.20%。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 919.65 亿元，较上年底增长 1.04%，其中归属于母公司所有者权益 687.00 亿元，较上年底增长 1.28%，所有者权益科目占比较年初变动较小。

总体看，考虑到由政府无偿划入土地形成的资本公积中，尚有大量土地未办理完成土地权证，且由矿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。

4. 盈利能力

近三年，公司根据行业形势及时调整公司战略，在保证焦化板块稳定运营的基础上，适时增加了物流板块中的物流供应链业务，同时在加气站项目逐步投入运营、万向物流等公司的收购以及金融板块业务逐渐开展的共同作用下，公司营业收入快速增长，年均复合增长 34.12%。2017 年，公司实现营业收入 753.32 亿元，同比增长 15.69%。同期，公司营业成本年均复合增长率为 35.21%，2017

年为 704.59 亿元，同比增长 15.66%。受盈利能力较弱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%。

近三年，公司实现净利润分别为 21.14 亿元、485.17 亿元和 35.15 亿元，一方面公司净利润随收入逐年递增，另一方面 2016 年公司合并入秘鲁多金属矿，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大幅增长。

期间费用方面，近三年，公司期间费用总额持续增长，年均复合增长 41.80%，2017 年公司期间费用合计 30.61 亿元，同比增长 54.66%，主要系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所致，2017 年公司财务费用为 18.62 亿元，同比增长 105.28%；近三年，公司销售费用为随收入增长逐年增加，年均复合增长 8.29%，增幅小于营业收入增长，2017 年，公司销售费用 4.12 亿元，同比增长 7.19%；近三年，公司管理费用随折旧、摊销以及员工薪酬增加而上涨，年均复合增长 25.01%，2017 年公司管理费用为 7.87 亿元，同比增长 14.46%。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尚可。

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，金融资产公允价值变动主要由持有部分恒丰银行收益权所贡献，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。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，占公司营业利润的 64.76%，非经常性损益对公司营业利润影响很大。

近三年，公司营业外收入大幅波动，其中，2016 年实现营业外收入 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。公司本期合并会计报表将该项收购列为非同一控制下合并，因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，该部分收入不具有可持续性。2017 年公司营业外收入 0.20 亿元，规模较小。

从盈利指标来看，近三年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率等盈利指标均因 2016 年无形资产增值收益规模较大而大幅波动，可比性不强。2017 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 4.22%、4.57%和 3.94%。总体看，公司上述盈利指标处于正常水平。

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%；实现营业利润 9.66 亿元，较上年同期减少 49.86%，主要系公允价值变动收益较上年同期减少所致，2018 年 1~3 月公司实现净利润 9.46 亿元，较上年同期减少 36.40%。

总体看，随着业务规模扩大，公司收入快速提升，但受物流供应链业务收入占比提升影响，公司毛利率有所下降。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，营业外收入对公司盈利表现有较大影响。公司整体盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动看，随着收入的增加，近三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，公司经营性净现金流快速增长，三年分别为 16.40 亿元、31.55 亿元和 46.71 亿元。从收入实现质量上来看，近三年分别 83.66%、78.21%和 99.63%，收入实现质量有所提升，考虑到公司票据结算较多，收入实现质量尚可。

从投资活动看，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，近三年，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 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%，经营活动产生的现金流量净额为 52.07 亿元，较上年同期增长 12.56%，现金收入比降至 88.12%，主要系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，投资净流出大幅缩减 97.06%，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由上年的净流入 6.36 亿元转为净流出 40.84 亿元，主要系公司集中偿还到期债务较多所致。

总体看，公司经营获现能力较为稳定，近年来，公司对外投资规模较大，筹资压力加大，投资资金来源对银行贷款和发行债券等融资渠道将保持一定依赖。

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，近三年，公司流动比率分别为 1.71 倍、2.00 倍和 2.06 倍；速动比率分别为 1.56 倍、1.85 倍和 1.92 倍，均呈上升趋势。公司经营现金流动负债比率分别为 9.17%、17.93%和 19.16%，持续上升。短期偿债能力指标持续增强，但考虑到公司现金类资产受限规模较大，将对公司短期偿债能力产生一定不利影响，公司实际短期偿债能较强。

从长期偿债能力指标看，2016 年，EBITDA 剔除当年营业外收入 460.49 亿元，并假设 2016 年营业外收入与 2015 年相同，加入 4.63 亿元后，近三年，公司 EBITDA 分别为 42.47 亿元、60.10 亿元和 79.11 亿元，公司 EBITDA 持续增长。2017 年 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%。公司 EBITDA 利息保障倍数逐年下降，分别为 6.65 倍和 5.81 倍和 4.02 倍；EBITDA 全部债务比小幅波动变化，分别为 0.16 倍和 0.18 倍和 0.17 倍。EBITDA 对全部债务及其利息的覆盖程度均属一般。但考虑到公司于 2016 年收购秘鲁多金属矿，该矿山评估价值合计 680.70 亿元，该矿山资产对公司偿债能力有一定积极作用，整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年 9 月底，公司对外担保合计 79.32 亿元，占当期净资产的 8.52%，其中对山东泰山钢铁集团有限公司担保 23.41 亿元，占公司对外担保余额的 29.51%，对青岛泰格企业发展有限公司担保 23.09 亿元，占公司对外担保余额的 29.11%，公司对外担保较为集中且对外担保对象主要为上下游相关企业，担保主体间可能面临行业周期波动风险。此外，联合评级关注到公司担保对象中个别主体信用水平不佳，已出现无法按期偿还相关贷款本息情况，部分担保已被列为关注、次级甚至可疑类，考虑到近期山东地区互保问题较为突出，公司面临一定诉讼和代偿风险以及因此可能给公司经营和融资带来的不利影响。

经公开信息查询，公司及下属子公司近期借款纠纷有所增加。2018 年 8 月，焦作市中站区亿利小额贷款有限公司因贷款纠纷申请冻结公司及相关方财产，截至目前，该笔借款已经结清，相关冻结资产在陆续解冻中；2018 年 11 月，星展银行（中国）有限公司上海分行因贷款纠纷将子公司铁雄冶金及公司诉至法庭，经与公司及星展银行核实，此次并未触发美元债附有的交叉违约条款；浦发银行因重组项目与公司产生纠纷，涉及贷款金额 1.00 亿元；此外，公司还存在其他因生产经营而产生的合同纠纷。目前，公司通过积极协商解决了上述主要纠纷，但不排除由此给公司在声誉及未来融资方面带来的不利影响。考虑到公司美元债附有交叉违约条款，若公司借款存在其他逾期，将可能触发交叉违约条款，从而增加公司提前偿还压力。

公司提供的最新人民银行企业信用报告显示，截至 2018 年 12 月 3 日，公司未结清记录中存在未结清欠息记录 4 条，合计金额 254.93 万元；关注类贷款记录 17 条；子公司铁雄冶金存在 2.91 亿元未结清可疑类贷款记录并由公司提供担保。已结清业务记录中存在已结清欠息记录 4 条，合计金额 491.98 万元；已结清关注类垫款记录 15 条。

截至 2018 年 10 月底，公司共获得各类机构（银行+信托）授信额度 220.27 亿元，已使用额度 176.67 亿元，已使用授信占 80.21%，全国性大型国有银行对公司授信总额较上年略有收缩，公司间接融资渠道有待拓宽。

总体看，近半年公司负面舆情增加使融资受到影响，各类纠纷增多，但公司积极应对，整体履约情况较好。基于对公司自身经营和财务分析，并考虑到公司在独立焦化行业的地位、行业发展前景以及未来矿产资源开发可能给公司带来的积极因素，公司整体偿债能力极强。

八、本期债券偿债能力分析

1. 本期债券的发行对目前负债的影响

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 637.85 亿元，全部债务合计 423.65 亿元，本期拟发行债券规模为不超过 15.00 亿元，相对于目前公司负债和债务规模，本期债券发债额度一般。

以截至 2018 年 3 月底财务数据为基础，考虑到本次债券第一期已发行 15.00 亿元，若本期债券募集资金净额为 15.00 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 42.07%、33.03%和 24.30%，分别提高 1.12 个百分点、1.50 个百分点和 1.92 个百分点。考虑到公司本期债券筹集的资金将用于偿还现有债务，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将低于上述测算值。

2. 本期债券偿债能力分析

以 2017 年的相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 79.11 亿元，为本期公司债券发行额度（15.00 亿元）的 5.27 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高；2017 年经营活动产生的现金

流入为 773.30 亿元，为本期公司债券发行额度（15.00 亿元）的 51.55 倍，对本期债券覆盖程度高；2017 年经营活动现金净流量为 46.71 亿元，为本期公司债券发行额度（15.00 亿元）的 3.11 倍，对本期债券覆盖程度较高。

考虑到本次债券第一期已经发行 15.00 亿元，以 2017 年的相关财务数据为基础，公司 2017 年 EBITDA 为 79.11 亿元，为本次公司债券发行总额（30 亿元）的 2.64 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；2017 年经营活动产生的现金流入为 773.30 亿元，为本次公司债券发行总额（30 亿元）的 25.78 倍，对本次债券覆盖程度高；2017 年经营活动现金净流量为 46.71 亿元，为本次公司债券发行额度（30 亿元）的 1.56 倍，对本次债券覆盖程度较高。

综合以上分析，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

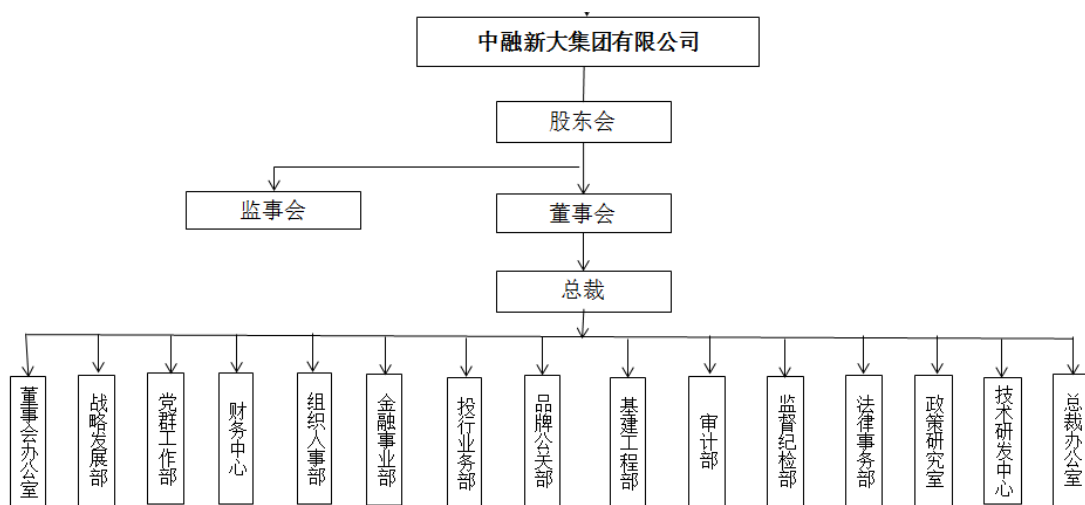
九、综合评价

公司作为国内主营能源化工、物流清洁能源、矿产资源开发以及金融投资的大型综合性企业，在行业地位、经营规模、板块间协同以及多金属矿资源储备等方面具有综合竞争优势。近年来，公司经营规模持续扩张，收入增长较快，经营活动现金保持较大规模净流入态势。同时，联合评级关注到近年来公司持续对外投资，资本支出压力大；收购的秘鲁多金属矿产资源未来开发进度存在一定不确定性；公允价值变动收益和投资收益对营业利润影响大等因素对其信用水平带来的不利影响。

随着公司 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，有望为公司持续贡献收益。未来，若公司矿产资源开发进展顺利，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，基于对公司主体长期信用水平以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 中融新大集团有限公司股权结构图及组织结构图



附件 2 中融新大集团有限公司

主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	604.03	1,402.69	1,578.30	1,557.50
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
净利润（亿元）	21.14	485.17	35.15	9.46
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
应收账款周转次数（次）	9.91	15.09	17.41	--
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	0.14
现金收入比率（%）	83.66	78.21	99.63	88.12
总资本收益率（%）	6.09	55.60	4.22	--
总资产报酬率（%）	7.10	50.29	4.57	--
净资产收益率（%）	8.90	82.15	3.94	1.03
营业利润率（%）	7.86	6.31	6.28	6.36
费用收入比（%）	3.64	3.04	4.06	4.16
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
长期债务资本化比率（%）	27.09	16.70	20.94	22.38
EBITDA 利息倍数（倍）	6.65	49.91	4.02	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	1.55	0.17	--
流动比率（倍）	1.71	2.00	2.06	2.45
速动比率（倍）	1.56	1.85	1.92	2.28
现金短期债务比（倍）	0.78	1.19	1.37	1.87
经营现金流动负债比率（%）	9.17	17.93	19.16	27.60
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.83	34.40	5.27	--

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，系四舍五入原因；3. 2018 年一季度数据未经审计。

附件 3 公司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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

联合信用评级有限公司关于 中融新大集团有限公司 公开发行 2018 年公司债券（第三期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年中融新大集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

中融新大集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。中融新大集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注中融新大集团有限公司的相关状况，如发现中融新大集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如中融新大集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可宣布信用等级暂时失效，直至中融新大集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送中融新大集团有限公司、监管部门等。

