跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1699 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公开发行的“17 新大 01”、“17 新大 02”、“17 新大 03”、“18 新大 01”、“18 新大 02”、“18 新大 03”和“18 新大 04”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十五日

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 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+ 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望："列入评级观察"

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
17 新大 01	10.00 亿元	5 年	AA+	AAA	2019.04.04
17 新大 02	10.00 亿元	7 年	AA+	AAA	2019.04.04
17 新大 03	20.00 亿元	5 年	AA+	AAA	2019.04.04
18 新大 01	10.00 亿元	3 年	AA+	AAA	2019.04.04
18 新大 02	5.81 亿元	3 年	AA+	AAA	2019.04.04
18 新大 03	15.00 亿元	3 年	AA+	AAA	2019.04.04
18 新大 04	10.00 亿元	3 年	AA+	AAA	2019.04.04

跟踪评级时间：2019 年 6 月 25 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	1,402.69	1,578.30	1,553.24
所有者权益(亿元)	874.64	910.23	940.85
长期债务(亿元)	175.34	241.06	282.68
全部债务(亿元)	332.86	467.68	407.04
营业收入(亿元)	651.17	753.32	807.60
净利润(亿元)	485.17	35.15	32.12
EBITDA(亿元)	515.95	79.11	83.84
经营性净现金流(亿元)	31.55	46.71	27.66
营业利润率(%)	6.31	6.28	7.68
净资产收益率(%)	82.15	3.94	3.47
资产负债率(%)	37.65	42.33	39.43
全部债务资本化比率(%)	27.57	33.94	30.20
流动比率（倍）	2.00	2.06	3.26
EBITDA 全部债务比（倍）	1.55	0.17	0.21
EBITDA 利息倍数(倍)	49.91	4.02	2.96
EBITDA/待偿本金合计(倍)	6.38	0.98	1.04

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，受益于焦炭产品良好的市场环境，中融新大集团有限公司（以下简称"中融新大"或"公司"）焦化板块经营表现较好，盈利能力提升，物流板块整体表现较为稳定。2018 年，公司收入和主营业务利润率均有提升，经营活动现金继续保持较大规模的净流入态势；公司偿还了大量集中到期债务并成功发行多笔公司债券，债务规模下降且债务结构有所改善。同时，联合信用评级有限公司（以下简称"联合评级"）关注到公司融资难度加大、公司融资纠纷增多、大量资产和股权因质押或冻结受限、对外担保规模较大、利润对公允价值变动收益依赖度较高、海外矿产资源短期难以对公司实现现金回报等因素对公司信用水平带来的不利影响。

综上，并考虑到公司秘鲁邦沟金铜钴铁多金属矿的开发仍存在较大的持续投资压力等因素，联合评级将公司移出信用评级观察名单，主体长期信用等级下调为"AA+"，评级展望为"稳定"；并将"17 新大 01"、"17 新大 02"、"17 新大 03"、"18 新大 01"、"18 新大 02"、"18 新大 03"和"18 新大 04"的债项信用等级下调为"AA+"。

优势

1．跟踪期内，焦炭行业景气度较高，2018 年，公司焦炭产品量价齐升，带动焦化板块收入和盈利增强。

2．2018 年，公司偿还大量集中到期债务，债务规模和负债率均有所下降，债务结构改善。

3．2018 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．公司秘鲁邦沟多金属矿区后期开发存在较大的持续投资压力。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。

2．2018 年，公司费用支出增多，对主业利润侵蚀较为严重，公司营业利润中公允价值变动收益占比较高，该部分收益稳定性较弱。

3．跟踪期内，借款纠纷及业务纠纷等涉诉增多，对外担保规模较大且担保集中度高等因素对公司构成潜在的或有风险。

4、公司融资难度加大，现有金融资产给公司造成了较大的资金沉淀，该部分资产未来变现存在不确定，同时，大量资产股权因质押或冻结受限，对公司再融资造成不利影响。

分析师

任贵永

电话：010-85172818

邮箱：rengy@unitedratings.com.cn

樊　思

电话：010-85172818

邮箱：fans@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 2018 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。公司 40.22%的股权因融资质押。

跟踪期内，公司经营范围未发生改变，主要职能部门未发生变动。截至 2018 年末，公司纳入合并范围的子公司共 165 家，较上年末减少 7 家，公司员工合计 11,000 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 1,553.24 亿元，负债合计 612.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 940.85 亿元，归属母公司所有者权益 703.49 亿元。2018 年，公司实现合并营业收入 807.60 亿元，净利润（含少数股东损益）32.12 亿元，归属于母公司所有者的净利润 25.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额 27.66 亿元，现金及现金等价物净增加额-35.59 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

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。本期债券为 5 年期，附第 3 年末公司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”。

截至目前，本期债券募集资金已按募集说明书约定用途全部使用完毕。

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。本期债券为 7 年期，附第 5 年末公司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”。

截至目前，本期债券募集资金已按募集说明书约定用途全部使用完毕。

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。本期债券为 5 年期，附第 3 年末公司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”。

截至目前，本期债券募集资金已按募集说明书约定用途全部使用完毕。

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。本期债券为 3 年期，附第 1 年末和第 2 年末公司上调票面利率选择权及投资者回售选择权。附第 2 年末公司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”。

截至目前，本期债券募集资金已按募集说明书约定用途全部使用完毕。

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。本期债券为 3 年期，附第 1 年末和第 2 年末公司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”。

跟踪期内，公司将“18 新大 02”2019 年 1 月 22 日至 2020 年 1 月 21 日的票面利率调整为 7.10%。2019 年 1 月 22 日公司对投资者登记回售 419,008 手债券实施回售，回售金额 4.19 亿元，本期债券余额 5.81 亿元。

截至目前，本期债券募集资金已按募集说明书约定用途全部使用完毕。

18新大03

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（第二期）”，票面金额 100 元/张，按面值平价发行，发行规模 15 亿元。本期债券为 3 年期，附第 1 年末公司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 12 月 4 日发行结束，票面利率为 7.10%。本期债券简称“18 新大 03”，证券代码“155079.SH”。

截至目前，本期债券募集资金已按募集说明书约定用途全部使用完毕。

18新大04

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（第三期）”，票面金额 100 元/张，按面值平价发行，发行规模 10 亿元，本期债券为 3 年期。本期债券于 2018 年 12 月 27 日发行结束，票面利率为 7.70%。本期债券简称“18 新大 04”，证券代码“155120.SH”。

截至目前，本期债券募集资金已按募集说明书约定用途全部使用完毕。

跟踪期内，上述债券付息情况正常，但由于公司债券二级市场价格异常波动，“17 新大 01”、“17 新大 02”、“17 新大 03”、“18 新大 01”和“18 新大 02”关闭竞价系统交易，仅保留固收系统交易。2018 年 12 月发行的“18 新大 03”和“18 新大 04”竞价和固收系统交易保持正常。。

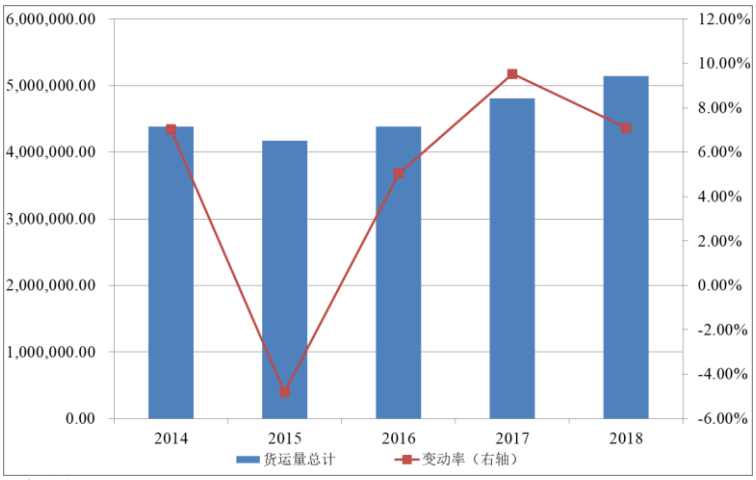
三、行业分析

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

2018 年，在国际国内环境复杂多变的大背景下，我国经济保持平稳增长，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，2018 年全国货运量保持增长态势，全年货运量为 514.6 亿吨，较上年增长 7.1%，增速同比回落 2.4 个百分点，2018 年全国社会物流总额 283.1 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.4%，增速较上年回落 0.2 个百分点，运输环节效率明显改善。物流供应链市场景气度较高。

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

从物流运行效率来看，随着无人仓、互联网运输、物流货物追溯等智慧物流加速发展，运输环节降本增效继续显现，物流领域降本增效取得初步成效，运输费用下降比较明显。2018 年，社会物流总费用与 GDP 的比率为 14.8%。其中，运输费用（6.9 万亿元）与 GDP 的比率为 7.7%，较上年同期下降 0.3 个百分点。

但受国际经贸摩擦影响，进口货物物流增速放缓较为明显，2018 年进口货物物流总额为 14.1 万亿元，同比增长 3.7%，增速较上年回落 5 个百分点。

总体看，2018 年我国物流供应链行业保持良好发展态势，物流服务效率不断提升，但受国际经贸摩擦影响，进口货物物流增速放缓。

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。

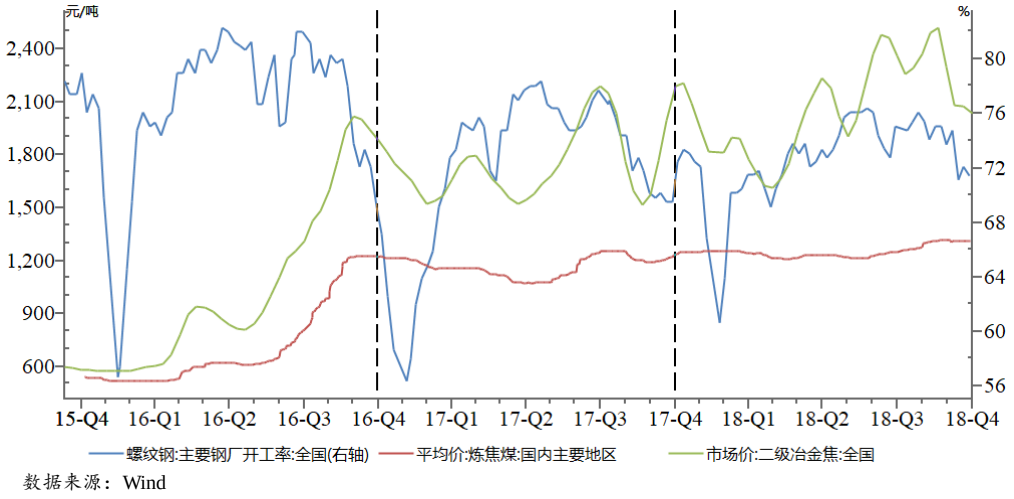
从上游煤炭行业来看，随着完善煤炭产能置换加快优质产能释放等政策的持续推进，原煤生产逐步恢复，2018 年 1~12 月份，全国原煤累计产量 35.5 亿吨，同比增长 5.2%，比上年加快 2.0 个百分点。累计进口煤 2.8 亿吨，同比增长 3.9%。随着煤炭供给侧结构性改革向纵深发展，全国煤炭去产能已经由前期的化解过剩产能为主转向以去落后产能为主。2018 年受开发布局集中、优质产能释放影响，煤炭产量有所增长。但在下游消费增长的支撑下煤炭价格高位稳定运行。截至 2018 年末，国内炼焦煤价格 1,312 元/吨，较年初 1,230 元/吨的价格略有增长，全年振幅小于 200 元/吨。

从下游钢铁行业来看，钢铁行业全年去产能工作落实有力，截至 2018 年底，我国钢铁行业化解炼铁产能 1,531 万吨，炼钢产能 2,335 万吨，此前 2016、2017 年已经化解过剩产能 1.2 亿吨，我国钢铁行业“十三五”去产能 1.5 亿吨的上限目标已经提前两年基本完成。受填补去除“地条钢”后腾出的市场空间以及国内市场需求增长的因素影响，现存钢铁产能较快释放。2018 年，黑色金属冶炼和压延加工业产能利用率为 78%，较 2017 年上升 2.2 个百分点，2018 年，中国生铁、粗钢和钢材累计产量分别为 7.71 亿吨、9.28 亿吨和 11.06 亿吨，同比分别增长 3%、6.6%和 8.5%，

从钢材价格来看，全年呈前高后低走势。钢铁协会 CSPI 中国钢材价格指数为 107.12 点，同比下降 14.68 点，降幅为 12.05%。从全年情况看，2018 年 CSPI 国内钢材价格平均指数为 114.75 点，

同比上升 7.01 点，升幅为 6.51%。其中 1~10 月高于上年同期，11~12 月同比大幅下降。虽然 2018 年四季度，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



数据来源：Wind

从焦炭市场运行来看，2018 年，我国焦炭累计产量为 4.4 亿吨，同比增长 0.8%。2018 年，焦炭价格震荡较为剧烈，全年均价较上年略有提升，焦炭企业利润回升，但截至 2018 年底，全国二级冶金焦价格为 2,035.80 元/吨，较年初下降 7.17%。具体看，2018 年 1~4 月，受下游钢铁企业需求下降影响，焦炭价格震荡下行。2018 年 5 月起，行业开始限产保价，同时环保严查逐步深化，焦化行业限产力度增大；同期需求端国内钢厂复产加快，高炉开工率呈回升态势。供需边际持续改善，焦炭市场摆脱颓势，上升通道开启。至 9 月上旬，焦炭价格升至近年来的高点。2018 年 9~11 月中旬焦价高位震荡。2018 年 11 月下旬在钢市价格大幅下挫影响下，焦炭价格高位回落。

总体看，受去产能政策及大气污染治理等因素叠加影响，焦炭产量得以控制，价格震荡加剧，全年均价上移，未来主要下游钢厂开工率和环保限产影响较大。

（2）行业发展

未来环保和去产能是影响焦炭价格变化的重要因素。焦炭去产能侧重环保与产业升级。由于焦化比钢铁污染更重，此轮对焦炭去产能的要求都包含在环保政策文件中，因此焦化去产能重在解决污染问题，推动行业转型升级。在钢铁供给侧改革中，重要的去产能举措是出清中频炉生产的“地条钢”，而在焦炭去产能中，提及最多的是 4.3 米焦炉淘汰，且落后产能淘汰与先进产能新增并举，预计 2019 年全国约有 2,000 万吨落后产能淘汰及 1,000 万吨新增产能投放，焦炭去产能执行也可能打折扣。若执行力度偏弱、淘汰产能少于新增产能，则可能导致供大于需，进一步导致焦炭价格下跌。

四、经营管理分析

跟踪期内，公司实际控制人未发生变动，2018 年 12 月，公司选举实际控制人之子王鹏先生为副董事长。王鹏先生，1986 年出生，硕士研究生，曾任青岛中金实业公司总裁。2018 年 12 月至今为公司副董事长。

跟踪期内，公司高管团队保持稳定，管理制度延续，公司经营管理秩序正常。

五、经营分析

1．经营概况

跟踪期内，公司主业未发生变化。2018 年，公司实现营业收入 807.60 亿元，较上年增长 7.21%，主要系焦化板块收入快速增长所致。2018 年，公司实现净利润 32.12 亿元，同比下降 8.61%，主要系财务费用支出增加，同时公允价值变动收益减少所致。

从收入构成看，焦化板块作为公司的传统业务，2018 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。2018 年，公司焦化板块实现收入 224.08 亿元，较上年增长 19.25%，焦化板块收入占比提高至 27.75%，主要系全年焦炭行情较好所致；焦炭和焦油产品收入增幅居前，分别增长 18.95%和 18.36%。由于焦化板块收入大幅增长，物流业务收入占比降至 72.24%，但仍为公司第一大收入来源。2018 年公司物流板块实现收入 583.44 亿元，较上年增长 3.33%，主要为物流供应链业务贡献，LNG、CNG 等清洁能源收入 27.73 亿元，较上减少 46.89%，主要系公司对 LNG、CNG 等清洁能源收入统计口径调整，本年收入主要是场站收入，相比上年剔除了大额贸易业务所致，该数据不具有可比性；金融投资板块营业收入规模小，对公司整体收入影响不显著。

盈利水平方面，受益于行业景气度上行，公司焦炭产品盈利能力增强，焦化板块整体盈利水平提高，2018 年焦化板块毛利率 19.96%，较上年提高 3.88 个百分点；其中，焦炭毛利率 17.14%，较上年提高 4.93 个百分点，为该板块主要的利润点；其余化工产品维持在较高毛利水平，对利润形成有效补充。2018 年公司物流板块毛利率 3.25%，较上年提高 0.10 个百分点，基本保持稳定。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 2018 年综合毛利率 7.90%，较上年提高 1.43 个百分点。

表 1　公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

名称	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
焦化板块	**116.44**	**17.88**	**15.15**	**187.91**	**24.94**	**16.08**	**224.08**	**27.75**	**19.96**
焦炭	82.97	12.74	8.06	148.47	19.71	12.21	176.61	21.87	17.14
焦油	5.24	0.81	34.14	8.66	1.15	38.33	10.25	1.27	38.11
粗苯	4.54	0.70	36.97	5.13	0.68	36.96	5.11	0.63	39.74
煤气	7.30	1.12	53.09	7.21	0.96	51.94	6.93	0.86	53.52
其他	16.37	2.51	22.00	18.44	2.45	16.91	25.18	3.12	19.11
物流板块	**532.90**	**81.84**	**4.22**	**564.66**	**74.96**	**3.15**	**583.44**	**72.24**	**3.25**
物流供应链业务	503.10	77.26	3.42	512.45	68.03	2.50	555.70	68.81	2.84
LNG、CNG 等清洁能源	29.80	4.58	17.74	52.21	6.93	9.47	27.73	3.43	11.42
金融投资板块	**1.84**	**0.28**	**100.00**	**0.74**	**0.10**	**100.00**	**0.08**	**0.01**	**100.00**
合计	**651.17**	**100.00**	**6.45**	**753.32**	**100.00**	**6.47**	**807.60**	**100.00**	**7.90**

资料来源：公司提供
注：2018 年公司对 LNG、CNG 等清洁能源收入统计口径调整，本年收入主要是场站收入，相比上年剔除了大额贸易业务

总体看，2018 年，公司收入构成无重大变动，焦炭行业景气度较高使得焦化板块收入增长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，焦化板块毛利率水平有所提升，物流板块整体盈利能力表现平稳，公司综合毛利率水平较上年略有提升。

2．各板块经营情况

（1）焦化板块

焦化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。

2018 年，公司焦化板块整体业务运行稳定，产能未发生变化，2017 年 4 月，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，对其产能形成控制，历时多月对其进行了重整调试，当年四季度前后正式复产，将洪达化工每年 120 万吨冶炼焦产能列入公司焦化板块主营业务统计。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，2018 年冶炼焦产量 887.17 万吨，较上年增长 8.18%，产能利用率 96.43%，较上年提高 7.30 个百分点，主要系洪达化工全年达产情况较好所致。生产铸造焦 81.58 万吨，较上年减少 2.65%，产能利用率 81.58%，公司铸造焦主产高端产品，因此，整体产能利用率一般。焦油、粗苯和煤气等各类副产品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，2018 年产量小幅波动（详见下表）。煤气产能利用率较低为 57.90%，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。公司焦化装置产能利用率较高。

表 2　公司 2016~2018 年主要产品生产情况（单位：万吨/年、亿立方米/年、万吨、亿立方米、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	设计产能	产量	产能利用率	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	800.00	790.46	98.81	920.00	820.06	89.13	920.00	887.17	96.43
铸造焦	100.00	79.65	79.65	100.00	83.80	83.80	100.00	81.58	81.58
焦油	40.00	36.30	90.75	40.00	33.87	84.68	40.00	35.02	87.55
粗苯	12.00	11.44	95.33	12.00	11.24	93.67	12.00	11.59	96.58
煤气	20.00	11.54	57.70	20.00	11.66	58.30	20.00	11.58	57.90
甲醇	15.00	15.57	103.80	15.00	14.18	94.53	15.00	13.20	88.00

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，2018 年公司原煤采购量合计 1,327.22 万吨，较上年增长 6.63%。2018 年煤炭市场价格中枢较 2017 年上升，2018 年公司原煤整体采购均价达到了 1,114.78 元/吨，较上年增长 6.41%。

销售方面，公司主要采取以销定产策略，2018 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，2018 年公司焦炭产品均价上涨。2018 年，公司冶炼焦及铸造焦销售均价分别为 1,801.90 元/吨和 2,022.08 元/吨，分别较上年上涨 10.18%和 13.39%。焦油、粗苯和甲醇等副产品销售价格采取随行就市的方式，涨跌不一；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，价格略有下降但相对稳定。

表 3　公司 2016~2018 年主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、亿立方米、元/立方米、%）

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年
冶炼焦	实际销量	780.14	816.48	888.30
	销售平均单价	942.83	1,635.42	1,801.90
	产销率	98.69	99.56	100.13
铸造焦	实际销量	79.12	83.76	81.85
	销售平均单价	1,190.67	1,783.22	2,022.08
	产销率	99.33	99.95	100.33

焦油	实际销量	36.19	34.52	34.32
	销售平均单价	1,449.13	2,508.22	2,986.09
	产销率	99.70	101.92	98.00
粗苯	实际销量	11.53	11.34	11.58
	销售平均单价	3,940.08	4,525.52	4,413.44
	产销率	100.79	100.89	99.91
煤气	实际销量	11.54	11.66	11.58
	销售平均单价	0.64	0.62	0.60
	产销率	100.00	100.00	100.00
甲醇	实际销量	15.52	14.13	13.07
	销售平均单价	1,731.66	2,071.22	2,290.35
	产销率	99.68	99.65	99.02

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，焦炭行情及市场需求较好，焦化板块产品价格总体上涨，公司焦化板块产品产销两旺，产能利用率和产销率维持在较高水平。

（2）物流清洁能源板块

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。2018 年，物流供应链业务实现收入555.70亿元，较上年增长8.44%，其中，煤炭和焦炭及化工产品收入占比分别44.89%和44.49%。

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，根据客户需求以及业务资金状况确定提供相关服务，2018 年物流供应链业务毛利率较上年略有提升，同时由于业务量增加，公司物流供应链业务毛利润大幅增加 23.15%至 15.80 亿元。

表 4　2016~2018 年公司物流供应链业务统计（单位：亿元、%）

产品类别	2016 年			2017 年			2018 年		
	业务额	占比	毛利润	业务额	占比	毛利润	业务额	占比	毛利润
煤炭	176.35	35.05	6.75	200.74	39.17	4.87	249.47	44.89	7.28
棉花	4.48	0.89	0.15	11.32	2.21	0.23	10.31	1.86	0.24
焦炭及化工产品	149.32	29.68	5.43	197.82	38.60	5.25	247.24	44.49	7.06
各类钢材矿石	--	--	--	40.42	7.88	1.08	--	--	--
钢材线材板材	66.88	13.29	1.09	26.82	5.23	0.61	9.11	1.64	0.22
矿石矿粉	42.87	8.52	2.10	13.60	2.65	0.47	13.84	2.49	0.28
聚乙烯	2.96	0.59	0.09	--	--	--	--	--	--
纯碱	22.04	4.38	0.45	10.13	1.98	0.25	7.20	1.30	0.18
油料	30.03	5.97	0.69	20.72	4.04	0.37	--	--	--
运输仓储及其他物流产品收入	8.17	1.62	0.47	31.29	6.11	0.78	18.53	3.33	0.54
总计	**503.10**	**100.00**	**17.22**	**512.45**	**100.00**	**12.83**	**555.70**	**100.00**	**15.80**

资料来源：公司提供

LNG、CNG 等清洁能源业务经营主体为山东物流集团有限公司（以下简称“物流集团”）。截至 2018 年底，公司运营油气站仍为 209 座，鉴于宏观经济增速放缓与山东省内能源政策落实缓慢，公司现有气站已可满足市场需要，未来公司将采取“一站一策”的原则审慎推进，目前暂无明确的新

站建设与投资计划。公司全年清洁能源业务营业收入 27.73 亿元，较上年减少 46.89%，主要系统计口径调整，本年收入主要是场站收入，相比上年剔除了大额贸易业务所致。

总体看，2018 年，公司物流清洁能源板块收入持续增长，该板块为公司重要的收入来源，LNG/CNG 加气站已初具规模，后续扩张放缓。

（3）金融投资板块

该板块经营主体仍为中融投资（青岛）资本管理有限公司（以下简称“中融投资”）。截至 2018 年底，公司主要持有的金融机构股权未发生重大变动，公司直投项目与年初相同（具体情况见下表）。2018 年获得投资收益 4.87 亿，较上年增长 11.58%，主要系投资增值所致。公司从主要参控股金融机构获的现金分红为 0.81 亿。

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		2018 年	
			年底持股比例	投资收益	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	14.29	7,740.62
厦门国际银行	2017.04	80,512.54	3.35	37,840.21	2.55	18,027.17	2.55	24,314.14
中华联合财产保险股份有限公司	2017.09	194,940.00	7.79	56,207.50	7.79	12,155.13	7.79	8,774.10
厦门农村商业银行	2017.12	54,000.00	5.39	8,640.00	3.62	5,082.00	3.62	7,907.07
合计	--	**405,015.99**	--	**114,079.71**	--	**43,679.30**	--	**48,735.93**

资料来源：公司提供

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，2018 年该部分资产获得账面收益 11.16 亿元，资产账面价值较上年增长 11.91%，未获得现金分红。

总体看，2018 年，公司金融投资业务规模保持平稳。间接持有的恒丰银行收益权对公司利润贡献较大，但该部分资产未来收益稳定性较弱，同时，由于公司仅享有收益权，该部分资产流动性一般。

3．在建项目

在建项目方面，截至 2018 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清洁能源加气站项目等，其中总投资规模最大的“清洁能源加气站项目”，鉴于宏观经济放缓与山东省内能源政策落实缓慢，公司现有气站已可满足市场需要，公司未来将采取“一站一策”的原则审慎推进，最新暂无明确的新站建设与投资计划。除“清洁能源加气站项目”外其他主要在建项目计划总投资额 22.20 亿元，已投资 22.49 亿元，已超过计划总投额度，主要系“干熄焦及余热发电项目”和“新沙焦炉煤气综合利用项目”项目工程超预算所致，上述两项目目前均已完成投资，未来确定需投资的项目规模不大，公司投资支出压力较小。

表 6　截至 2018 年末主要在建工程明细表（单位：亿元，%）

项目名称	计划总投资	截至2018年底已完成投资额	完成投资比例	未来计划投资		
				2019 年	2020 年	2021 年
干熄焦及余热发电项目	4.70	5.99	127.53	--	--	--
煤场封闭改造工程	2.00	0.94	47.27	0.50	0.56	
新沙焦炉煤气综合利用项目	7.50	9.61	128.16	--	--	--
清洁能源加气站项目	25.00	13.84	55.35	待定	待定	待定
铁雄冶金技改项目	4.50	4.45	98.82	--	--	--
储配一体化煤仓项目	3.50	1.50	42.72	1.80	0.2	--
合计	**47.20**	**36.33**	--	--	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司主要在建项目集中在传统焦化板块的环保和技改项目以及物流板块，多数项目在建项目体量不大且多已基本完成投资，清洁能源加气站项目后续将根据需要适时分批投入，公司目前在建项目资金压力不大。

4．经营效率

受公司为增加下游销售渠道，稳定客户群体，给部分客户一定账期，同时焦炭煤炭等产品价格的上涨导致存货增加影响，2018 年，公司主业经营效率降低，应收账款周转次数和存货周转次数分别由上年的 17.41 次和 23.87 次下降至 15.82 次和 18.81 次；公司总资产周转次数受资产减少影响有所下降，2018 年为 0.52 次。

总体看，2018 年，公司经营效率下降。

5．重大事项

（1）少数股东违约

2018 年 7 月，永泰集团有限公司（以下简称“永泰集团”）控股子公司永泰能源股份有限公司发生债务违约。永泰集团参股公司部分子公司，不参与相关子公司经营决策，但永泰能源股份有限公司违约事项仍对公司造成了较大负面影响，恶化了公司融资环境。目前，永泰集团所持有中融新大（青岛）矿产资源有限公司股权、中融投资（青岛）集团有限公司股权全部处于质押状态。未来若永泰集团经营与财务状况继续恶化，或出现其他重大不利情形，将有可能对公司进一步带来负面影响。永泰集团所质押的公司子公司股权也有可能涉及诉讼、被冻结等不利情形。

表 7　永泰集团有限公司参股公司子公司情况（单位：亿元、%）

公司名称	注册资本	永泰集团持股比例
山东物流集团有限公司	28.00	10.71
中融新大（青岛）矿产资源有限公司	105.00	20.00
中融投资（青岛）集团有限公司	125.00	16.00

资料来源：公开信息查询

（2）海外评级下调

2018 年 5 月，惠誉评级将公司长期外币发行人违约评级由“BB”调降至“BB-”，同时将发行人担保的美元优先无抵押债券评级自“BB”调降至“BB-”，评级展望为负面。7 月，惠誉评级再次将公司长期外币发行人违约评级自“BB-”调降至“B-”，同时将发行人担保的美元优先无抵押债券

评级自“BB-”调降至“B-”，列入评级负面观察名单。12 月，惠誉评级将公司移出评级负面观察名单，确认公司长期发行人违约评级为“B-”，展望负面。

2018 年 7 月，标普评级宣布将公司的长期主体信用评级由“BB-”下调至“B”，同时还将公司担保的美元优先无抵押债券的评级由“BB-”下调至“B”，评级展望为负面。

海外评级下调会引发投资者担忧，对公司融资环境造成一定负面影响。

（3）海外矿产开发寻求战略合作

2018 年 7 月，公司与江西铜业集团有限公司（以下简称“江铜集团”）签署《秘鲁邦沟金铜钴铁多金属矿项目战略合作框架协议》，协议约定双方成立合资公司共同开发邦沟矿项目，本次合作协议签署不涉及秘鲁邦沟金铜钴铁多金属矿权所有权变更，公司仍为秘鲁邦沟金铜钴铁多金属矿权所有者。双方已针对 2 区东南角铜金富集区开展研究，进行勘探方案设计，待相关方案通过后进行。同时，公司也在积极推进引入更多其他的战略投资者，除勘探之外，合作方向包括但不限于港口建设、码头运营、矿山建设、采选厂运营等其他方面。

6．经营关注

（1）行业波动风险

虽然跟踪期内焦炭产品行情较好，公司盈利水平提高，但焦化产品成本与煤炭紧密相关，下游主要应用于钢铁行业，上下游决定着焦炭的需求和盈利空间。目前，煤炭和钢铁受政策指导较强，相关政策调整对公司焦炭业务经营影响较大。

（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，公司主要生产基地位于“2+26”重点环境监控城市，虽然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，未来不排除因该类风险给公司的经营业绩和财务状况带来不利影响。

（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，跟踪期内该项目尚未开发，后续开发受当地政策及审批影响大，且开发需较大规模的资本支出，对公司造成较大的融资压力，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。

7．未来发展

未来，公司仍将坚持以能源化工为基础，以投资为主体，物流清洁能源、矿产资源为两翼的发展策略。具体来看，（一）能源化工板块继续巩固龙头优势，逐步形成焦炭产能 1,500 万吨、化工产品 200 万吨、玻璃原片 2,200 万重箱、高端玻璃 2,000 万平方米、蒸汽 500 万吨、氢气 6 万吨。（二）物流清洁能源产业，基本建成清洁能源供应链、大宗商品供应链、电子商务和商贸平台、无车承运人园区运营平台“两链，两平台”业务生态。（三）矿产资源产业积极引进战略合作者共同开发，完成矿山一期工程建设，具备 2,000 万吨/年铁精矿粉、20 万吨铜精粉的生产能力；港口具备 3,000 万吨运营能力。（四）金融板块将以支撑实体板块发展为主旨，持续优化金融资产配置，进一步做好与主业的产融协同和资本的管理管控，提升资产管理效率，提高资产管理收益。

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

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2018 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，2018 年度财务报表依据 2018 年 6 月 15 日，财政部发布的《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2018〕15 号）要求对相关会计科目进行调整。2018 年，公司新设立子公司 10 户，其中：二级子公司 2 户、三级子公司 2 户，四级子公司 4 户，五级子公司 2 户；莱州市平里店镇鲁润石化油品销售有限公司等 14 家子公司本期已转让，邹平铁雄进出口贸易有限公司、山东物流集团巨野清瑞有限公司、聊城恒鑫能源有限公司本期已注销。2018 年度纳入合并范围的子公司共 165 户，合并范围的子公司较上年度减少 7 户。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 2018 年底，公司合并资产总额 1,553.24 亿元，负债合计 612.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 940.85 亿元，归属母公司所有者权益 703.49 亿元。2018 年，公司实现合并营业收入 807.60 亿元，净利润（含少数股东损益）32.12 亿元，归属于母公司所有者的净利润 25.74 亿元；经营活动产生的现金流量净额 27.66 亿元，现金及现金等价物净增加额-35.59 亿元。

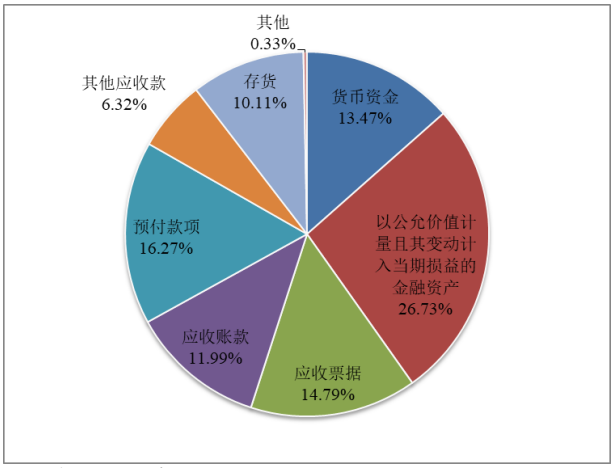
2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额为 1,553.24 亿元，较年初减少 1.59%，主要系部分债务到期偿付导致流动资产减少所致，流动资产占比降低至 29.57%，较年初下降 2.22 个百分点，整体资产仍以非流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 459.30 亿元，较年初减少 8.46%，主要系货币资金和应收票据减少所致，截至 2018 年底，公司流动资产以货币资金（占比 13.47%）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产（占比 26.73%）、应收票据（占比 14.79%）、应收账款（占比 11.99%）、预付款项（占比 16.27%）、其他应收款（占比 6.32%）和存货（占比 10.11%）为主。

图 3　截至 2018 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

截至 2018 年底，公司货币资金为 61.86 亿元，较年初大幅减少 43.48%，主要系公司 2018 年到

期债务较多同时融资环境不佳所致，其中 48.72 亿元货币资金受限，占货币资金的 78.76%，受限资金占比高。

截至 2018 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 122.79 亿元，较年初增长 7.81%，主要系公司持有的股权公允价值变动所致。其中，公司通过润仕通间接持有恒丰银行 10.46%的收益权，公司不直接持有恒丰银行股权，亦不参与其经营和管理。

表 8　以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		2018 年底	
名称	金额	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	烟台润仕通投资企业（有限合伙）	104.89
厦门国际银行	11.50	厦门国际银行	13.01	厦门国际银行	15.10
基金理财及其他	11.39	基金理财及其他	7.15	其他金融资产	2.80
合计	**44.39**	**合计**	**113.89**	**合计**	**122.79**

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司应收票据为 67.93 亿元，较年初大幅减少 21.79%，主要系公司为满足资金需求票据贴现较多所致，截至 2018 年底，公司应收票据全部为银行承兑汇票。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值为 55.06 亿元，较年初增长 17.79%，主要系为稳定客户群体，根据货物量给与一定账期，由于产品价格上涨导致应收账款账面价值增加。公司应收账款全部按账龄分析法计提坏账准备，截至 2018 年底，公司对应收账款计提坏账准备合计 0.16 亿元，计提比例 0.29%。公司应收账款余额中账龄在 1 年以内的占 94.79%，应收账款余额前 5 名客户合计 5.64 亿元（占比 10.22%）。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 2018 年底，公司预付款项账面价值 74.74 亿元，较年初减少 7.03%，主要为预付供应商货款和预付技改、环保等设施工程款项。其中账龄在 1 年以内的占比 97.11%，预付占款较多但账龄较短。

截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值 29.02 亿元，较年初减少 5.19%，主要系保证金、抵押金和往来款减少所致。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 4.81 亿元公司未计提坏账准备；剩余其他应收账款（占 79.92%）公司按账龄计提坏账准备 0.22 亿元，该部分应收款项主要为账龄在 1 年以内的款项（占比 89.58%）。其他应收款前五名合计 6.68 亿元，占其他应收款期末余额的 21.83%，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 2018 年底，公司存货账面价值 46.41 亿元，较年初大幅增长 42.09%，主要系业务规模的扩大和焦炭煤炭等产品价格的上涨所致。公司存货主要为原材料（占比 38.10%）和库存商品（占比 58.72%）。截至 2018 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 2018 年底，公司非流动资产共计 1,093.94 亿元，较年初增长 1.62%，公司各项非流动资产较年初变动较小，仍主要由可供出售金融资产（占比 7.83%）、固定资产（占比 7.45%）和无形资产（占比 72.79%）等构成。可供出售金融资产账面价值 85.71 亿元，较年初减少 0.62%，主要为股权投资基金。固定资产账面价值 81.54 亿元，较年初减少 2.26%，其中，通过融资租赁租入的机器设备账面价值为 19.87 亿元，未办妥产权证书的固定资产 4.55 亿元。固定资产未计提减值准备，固定资产累计计提折旧 49.36 亿元，成新率为 62.29%，成新率一般。

截至 2018 年底，公司无形资产账面价值 796.31 亿元，较年初减少 0.34%，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 86.38%）、土地使用权（占比 13.44%），土地使用权中账面价值 49.37 亿元的土地使用权证正在办理中。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，若未来开发收益不及预期，该部分资产将面临减值风险。

受限资产方面，截至 2018 年底，公司因保证金受限的货币资金及借款抵押形成的所有权或使用权受到限制的资产为 197.28 亿元，较年初增加 44.59%，占总资产比重为 12.70%。此外，公司所持中融投资（青岛）集团有限公司、山东焦化控股有限公司以及山东铁雄冶金科技有限公司等主要子公司股权和部分资产因诉讼被查封冻结，对公司再融资和相关资产处置造成不利影响。

总体看，2018 年，公司资产规模略有下降，整体资产仍以非流动资产为主，非流动资产变动不大，非流动资产中无形资产海外矿权账面价值大，公司大量海外矿权后续开发尚待观察，且公司部分资产尚未办妥权证。流动资产中以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产较多，多为非上市公司股权以及收益权，估值和流动性面临一定不确定性，公司整体资产质量一般。

3. 负债和权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 612.40 亿元，较年初减少 8.33%，主要系流动负债减少所致，流动负债占比 22.98%，较年初下降 13.51 个百分点。

截至 2018 年底，公司流动负债余额为 140.74 亿元，较年初减少 42.27%，主要系应付票据和一年内到期的非流动负债减少所致。公司流动负债主要由短期借款（占比 35.97%）、应付票据（占比 22.49%）和一年内到期的非流动负债（占比 29.91%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款余额为 50.62 亿元，较年初增长 2.80%，主要包括保证借款（占比 83.82%）、抵押借款（占比 8.31%）和质押借款（占比 7.49%）。

截至 2018 年底，公司应付票据余额为 31.65 亿元，较年初大幅减少 47.01%，主要系年末开票减少同时部分票据到期兑付所致。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债余额为 42.09 亿元，较年初大幅减少 49.14%。

2018 年公司将其他流动负债中 34.89 亿元的短期融资券和超短期融资券全部偿还，截至 2018 年底，公司已无其他流动负债。

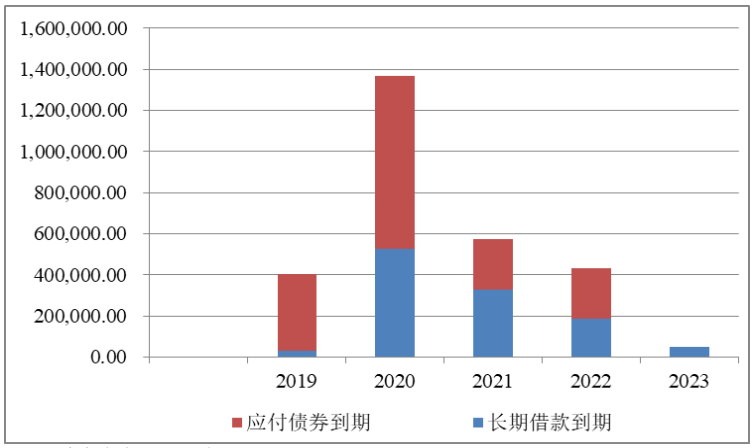
截至 2018 年底，公司非流动负债合计 471.65 亿元，较年初增长 11.16%，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债中长期借款占比提高至 23.71%、应付债券占比提高至 33.53%、递延所得税负债占比降至 40.00%。

截至 2018 年底，公司递延所得税负债余额为 188.64 亿元，较年初增长 3.16%，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 2018 年底，公司长期借款余额为 111.85 亿元，较年初增长 16.09%，主要系改善债务结构，长期借款增加所致。

截至 2018 年底，公司应付债券为余额为 158.14 亿元，较年初增长 15.74%，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 2020 年（见下图）。

图 4　截至 2018 年底公司长期借款及应付债券到期分布情况（单位：万元）



注：债券考虑全额回售
数据来源：公司提供，联合评级整理

截至 2018 年底，公司全部债务为 407.04 亿元，较年初减少 12.97%。其中，短期债务 124.36 亿元，较年初减少 45.12%；长期债务 282.68 亿元，较年初增长 17.26%，长期债务占比 69.45%。截至 2018 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 39.43%和 30.20%，分别较年初下降 2.90 个百分点和 3.74 个百分点，长期债务资本化比率为 23.10%，较年初上升 2.17 个百分点，2018 年集中到期债务偿付使得公司债务结构有所改善，但由于公司大量海外矿权尚未能产生实际现金收益亦很难在境内抵押融资，偿债能力受到一定影响。

总体看，2018 年，公司偿付大量集中到期债务，使得债务规模下降，同时，公司增加长期债务规模，公司债务结构改善，但 2020 年公司又将面临较大额度债务集中偿付。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 940.85 亿元，较年初增长 3.36%，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 703.49 亿元，较年初增长 3.71%，占所有者权益的 74.77%。公司归属于母公司所有者权益中实收资本和资本公积分别为 33.81 亿元和 93.27 亿元，基本保持稳定；未分配利润 574.92 亿元，较年初增长 4.68%。归属母公司所有者权益中未分配利润占比 81.72%，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

2018 年，公司实现营业收入 807.60 亿元，较上年增长 7.21%，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，2018 年公司营业利润率为 7.68%，较上年上升 1.39 个百分点，主业营业能力水平有所提升。公司全年实现营业利润 46.68 亿元，较上年减少 3.79%，主要系期间费用支出增加同时非经常性损益减少所致。2018 年，公司实现净利润 32.12 亿元，较上年减少 8.61%。

期间费用方面，2018 年，公司销售费用为 4.26 亿元，较上年增长 3.33%；管理费用为 8.79 亿元，较上年增长 11.63%，系人力资源成本和折旧费用上升所致。2018 年，公司财务费用为 25.18 亿元，较上年大幅增长 35.23%，主要系本期内平均存续债务规模比上年较大同时融资成本上升所致。2018 年，公司的费用收入比为 4.73%，较上年上升 0.67 个百分点，需关注财务费用对利润的侵蚀。

2018 年，公司公允价值变动净收益为 23.36 亿元（占当年公司营业利润 50.05%），较上年减少

9.76%，主要系以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产收益减少所致。其中，投资性房地产产生公允价值收益 9.37 亿元；金融资产产生公允价值收益 13.99 亿元。公司投资净收益由上年的 5.53 亿元降为-0.50 亿元，主要系投资收益损失所致。该部分收益波动很大，其不确定性对公司整体利润实现影响大。2018 年公司营业外收入较少，仅有 0.12 亿元，营业外收入对利润总额贡献弱。

从盈利指标来看，2018 年公司总资本收益率 4.25%、总资产报酬率 4.62%；净资产收益率 3.47%，分别同比上升 0.02 个百分点，上升 0.05 个百分点和下降 0.47 个百分点，较上年变动不大。

总体看，2018 年，公司营业收入保持增长，费用控制能力下降，全年公司盈利指标变动不大。公司盈利主要由公允价值变动收益贡献，波动性较大，公司盈利稳定性较弱。

5. 现金流

从经营活动看，随着收入的增加，2018 年公司经营活动现金流入为 809.27 亿元，较上年增长 4.65%；经营活动现金流出为 781.62 亿元，较上年增长 7.57%。受上述因素影响，公司 2018 年经营活动现金净流入 27.66 亿元，较上年减少 40.79%。现金收入比为 97.32%，同比下降 2.30 个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动看，2018 年公司投资活动现金流入为 7.96 亿元，较上年大幅减少 89.51%，主要系公司本期处置相关金融资产较少，同时相关金融资产分红获得的现金较上期有所减少所致；投资活动现金流出方面，2018 年公司投资活动现金流出为 16.80 亿元，较年初大幅减少 90.16%，主要系上年投资恒丰银行以及可供出售金融资产等较多所致。受上述因素影响，2018 年，公司投资活动现金净流出 8.84 亿元，较上年减少 90.67%。

从筹资活动看，2018 年公司筹资活动现金流入为 228.04 亿元，较上年大幅减少 30.67%，主要系发行债券和新增间接融资减少所致。筹资活动现金流出为 282.45 亿元，较上年大幅增长 11.65%，主要系公司 2018 年偿还了大量集中到期债务所致。受上述因素影响，2018 年公司筹资活动产生的现金净流出 54.41 亿元。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流规模较大，收入实现质量尚可且保持较大规模的净流入，能够为公司投资和债务偿付提供一定支持；公司投资活动减少，全年净流出资金较上年大幅下降。2018 年公司到期债务较多，全年债务净偿还规模大导致货币资金大幅减少。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，随着流动负债的大幅减少，近两年公司流动比率分别为 2.06 倍和 3.26 倍；速动比率分别为 1.92 倍和 2.93 倍，均有所上升；公司经营现金流动负债比率分别为 19.16%和 19.65%；截至 2018 年底，公司现金短期债务比由年初的 1.37 倍上升至 2.03 倍，总体看，由于公司集中偿付大量到期债务，短期偿债压力缓解，短期偿债能力指标增强，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，2018 年公司 EBITDA 为 83.84 亿元，较上年增长 5.99%，EBITDA 构成中，利润总额占 55.54%，计入财务费用的利息支出占 30.70%，折旧占 9.32%，摊销占 4.44%。由于 2018 年公司支付利息较多，EBITDA 利息保障倍数由 4.02 倍降至 2.96 倍；但由于净偿还大量到期债务，EBITDA 全部债务比为 0.17 倍升至 0.21 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 2019 年 3 月底，公司对外担保合计 49.28 亿元，较上年同期减少约 10 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，其中，公司对山

东泰山钢铁集团有限公司担保余额 22.94 亿元，占公司对外担保余额的 46.55%，担保集中度很高。山东泰山钢铁集团有限公司为公司焦化下游企业，考虑到近年来钢铁去产能带来行业景气度提升，一定程度上降低了公司对山东泰山钢铁集团有限公司担保待偿风险。但由于近两年山东地区互保问题较为突出，民营企业融资环境不佳，公司对外担保主体较多，瑞星集团股份有限公司及其子公司、淄博宏达矿业有限公司等对外担保对象近一年存在失信被执行记录，未来不排除公司对外担保带来的或有负债风险。

跟踪期内，公司及下属子公司存在多起借款纠纷和因生产经营而产生的合同纠纷，目前尚余涉诉金额累计约 5.2 亿元，虽然公司在积极通过协商解决上述主要纠纷，但不排除由此给公司在经营、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 2019 年 4 月 4 日，公司未结清记录中存在未结清欠息记录 1 条，金额 465.82 万元；关注类贷款记录 15 条，总额 11.50 亿元；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 9 条，合计金额 880.65 万元。

根据公司提供的数据，截至 2018 年底，公司共获得各类金融机构（含信托）授信额度合计 246.06 亿元，较年初增加 30.94 亿元。虽然授信总额增加，但公司授信金融机构有所调整，国有大行及主要的全国性股份制银行授信额度有所减少，新增授信主来自于城市商业银行且对部分城市商业银行依赖度较高。截至 2018 年底，公司金融机构授信已使用额度 198.56 亿元，剩余额度 47.50 亿元，公司间接融资渠道有待改善。

总体看，由于 2018 年公司集中偿付大量到期债务，偿债能力指标有所改善，但跟踪期内，公司涉诉明显增加且因诉讼冻结而受限的资产较多，存在多条不良信用记录等将会对其再融资产生不利影响。同时，公司新增授信主来自于城市商业银行且对部分城市商业银行依赖度较高，加大了公司间接融资风险。但考虑到公司在山东省独立炼焦龙头地位，跟踪期内，公司焦化业务良好的经营表现和物流板块已初具规模且经营稳定，所持秘鲁多金属矿产资源未来开发潜力较大等因素，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 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 252.58 亿元，约为本报告跟踪债券待偿本金合计（80.81 亿元）的 3.13 倍，但考虑到现金类资产中 104.89 亿元以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产为通过润仕通间接持有的恒丰银行收益权，由于不直接持股因此该部分资产不易质押或转让，一定程度影响了公司现金类资产对债券的保障作用；公司净资产达 940.85 亿元，但约为以上债券待偿本金合计（80.81 亿元）的 11.64 倍，但考虑到净资产中约 460 亿元为矿产资源评估增值形成，该部分矿产资产长期未能产生现金收益，很大程度降低了净资产对债券的保障能力。

从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 83.84 亿元，约为本报告跟踪债券待偿本金合计（80.81 亿元）的 1.04 倍，考虑到公允价值变动对 EBITDA 的影响，公司 EBITDA 对本报告跟踪债券的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，2018 年，公司经营活动产生的现金流入 809.27 亿元，净流入 27.66 亿元，分别为本报告跟踪债券待偿本金合计（80.81 亿元）的 10.01 倍和 0.34 倍，公司经营活动现金流入量

对以上债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司在山东地方独立焦化领域地位、经营规模、行业前景、较大规模的多金属资源储备等因素，联合评级认为，公司对“17 新大 01”、“17 新大 02”、“17 新大 03”、“18 新大 01”、“18 新大 02”、“18 新大 03”和“18 新大 04”的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，受益于焦炭产品良好的市场环境，公司焦化板块经营表现较好，盈利能力提升，物流板块整体表现较为稳定。2018 年，公司收入和主营业务利润率均有提升，经营活动现金继续保持较大规模的净流入态势；公司偿还了大量集中到期债务并成功发行多笔公司债券，债务规模下降且债务结构有所改善。同时，联合评级关注到公司融资难度加大、公司融资纠纷增多、大量资产和股权因质押或冻结受限、对外担保规模较大、利润对公允价值变动收益依赖度较高、海外矿产资源短期难以对公司实现现金回报等因素对公司信用水平带来的不利影响。

综上，并考虑到公司秘鲁邦沟金铜钴铁多金属矿的开发仍存在较大的持续投资压力等因素，联合评级将公司移出信用评级观察名单，主体长期信用等级下调为“AA+”，评级展望为“稳定”；并将“17 新大 01”、“17 新大 02”、“17 新大 03”、“18 新大 01”、“18 新大 02”、“18 新大 03”和“18 新大 04”的债项信用等级下调为“AA+”。

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	2018 年
资产总额（亿元）	1,402.69	1,578.30	1,553.24
所有者权益（亿元）	874.64	910.23	940.85
短期债务（亿元）	157.52	226.62	124.36
长期债务（亿元）	175.34	241.06	282.68
全部债务（亿元）	332.86	467.68	407.04
营业收入（亿元）	651.17	753.32	807.60
净利润（亿元）	485.17	35.15	32.12
EBITDA（亿元）	515.95	79.11	83.84
经营性净现金流（亿元）	31.55	46.71	27.66
应收账款周转次数(次)	15.09	17.41	15.82
存货周转次数（次）	22.86	23.87	18.81
总资产周转次数（次）	0.65	0.51	0.52
现金收入比率（%）	78.21	99.63	97.32
总资本收益率（%）	55.60	4.22	4.25
总资产报酬率（%）	50.29	4.57	4.62
净资产收益率（%）	82.15	3.94	3.47
营业利润率（%）	6.31	6.28	7.68
费用收入比（%）	3.04	4.06	4.73
资产负债率（%）	37.65	42.33	39.43
全部债务资本化比率（%）	27.57	33.94	30.20
长期债务资本化比率（%）	16.70	20.94	23.10
EBITDA 利息倍数（倍）	49.91	4.02	2.96
EBITDA 全部债务比（倍）	1.55	0.17	0.21
流动比率（倍）	2.00	2.06	3.26
速动比率（倍）	1.85	1.92	2.93
现金短期债务比（倍）	1.19	1.37	2.03
经营现金流动负债比率（%）	17.93	19.16	19.65
EBITDA/待偿本金合计（倍）	6.38	0.98	1.04

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　截至 2019 年 3 月底公司主要对外担保情况

担保对象名称	实际担保金额（单位：亿元）
山东泰山钢铁集团有限公司	22.94
山东智汇蠕墨新材料科技股份公司	0.39
瑞星集团股份有限公司	5.04
山东贵和纸业集团有限公司	3.73
淄博宏达矿业有限公司	2.36
山东润峰集团有限公司	0.54
青岛金路轩物流有限公司	0.05
青岛泰格企业发展有限公司	5.29
青岛普嘉德实业有限公司	0.47
山东齐明实业有限公司	1.50
山东蓝帆化工有限公司	0.50
青岛保昂实业发展有限公司	0.01
山东邹平锦华纺织有限公司	0.25
淄博牵引电机集团股份有限公司	0.14
维动新能源股份有限公司	0.08
山东竹之锦家纺科技有限公司	0.40
邹平县华泰石化燃料有限公司	0.10
山东银冠实业有限公司	0.24
山东邹平金鼎釉料有限公司	0.03
山东润银生物化工股份有限公司	0.27
巨野利伟投资有限责任公司	4.70
山东宝舜化工科技有限公司	0.25
合计	**49.28**

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+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+长期应付款

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。