

信用等级公告

联合[2016]512号

瑞茂通供应链管理股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对瑞茂通供应链管理股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2016 年公司债券（第二期）进行综合分析和评估，确定：

瑞茂通供应链管理股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

瑞茂通供应链管理股份有限公司拟发行的 2016 年公司债券（第二期）信用等级为 AA

特此公告



二零一六年五月三十日

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>

瑞茂通供应链管理股份有限公司

2016 年公司债券（第二期）信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

担保方一：郑州瑞茂通供应链有限公司

担保方二：自然人万永兴

担保方三：自然人刘轶

担保方式：全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

本次公司债券发行规模：不超过 15 亿元

债券期限：2+1 年

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2016 年 5 月 30 日

主要财务数据：

发行人

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	66.30	79.88	114.70	145.19
所有者权益(亿元)	17.46	21.58	41.33	42.83
长期债务(亿元)	0.00	8.34	0.00	17.05
全部债务(亿元)	42.70	49.65	63.73	89.41
营业收入(亿元)	64.91	83.39	94.05	22.91
净利润(亿元)	4.71	5.02	4.26	1.41
EBITDA(亿元)	5.85	7.44	8.04	--
经营性净现金流(亿元)	-18.84	-7.26	3.74	-16.41
营业利润率(%)	14.59	14.30	14.48	14.42
净资产收益率(%)	31.50	25.69	13.54	6.60
资产负债率(%)	73.66	72.98	63.97	70.50
全部债务资本化比率(%)	70.97	69.70	60.66	67.61
流动比率	1.21	1.40	1.41	1.55
EBITDA 全部债务比	0.14	0.15	0.13	--
EBITDA 利息倍数(倍)	16.70	4.86	3.38	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.39	0.50	0.54	--

担保方--郑州瑞茂通供应链有限公司

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	74.79	128.11	225.26
所有者权益（亿元）	17.79	44.94	89.12
营业收入（亿元）	75.46	171.02	193.90
净利润（亿元）	4.70	4.80	4.15
资产负债率（%）	76.21	64.92	60.44

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2016 年 1~3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；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；除特别说明外，均指人民币；3、其他应付款中的股东借款及资管计入短期债务。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对瑞茂通供应链管理股份有限公司（以下简称“公司”或“瑞茂通”）的评级反映了公司作为国内大型煤炭供应链管理和服务公司，在业务规模、经营模式、行业影响力、资源整合能力和客户资源等方面所具备的优势。同时，联合评级也关注到公司所处煤炭行业景气度不断下行、有息负债规模快速上升、保理业务风险，以及汇率风险对公司信用水平带来的不利影响。

2015 年 6 月，公司成功实施并完成非公开发行股票项目，募集资金净额 14.90 亿元。随着募集资金陆续投入，公司将进一步完善新业务布局和商业模式变革，建立健全三大产业板块，经营规模和盈利能力有望持续增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本次债券由郑州瑞茂通供应链有限公司（以下简称“郑州瑞茂通”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。郑州瑞茂通是公司控股股东，资产规模较大、经营情况良好，其担保对本次公司债券的信用水平有积极影响。此外，公司董事长万永兴和副董事长刘轶也以个人及家庭全部合法财产为本次债券提供连带责任保证担保。公司董事长及副董事长对债券持有人提供的担保体现了其对公司未来发展的信心，对本次公司债券的信用水平有正面影响。

基于对公司主体长期信用以及对本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司属于煤炭供应链管理服务行业，随着中国经济增长和经济转型逐步深入，该行业有望获得较大发展，市场份额将向行业内优

势企业集中。

2. 公司是国内规模较大的煤炭供应链管理服务提供商，发展时间较长，对煤炭供应链上下游的资源整合能力较强，能够为客户提供高效、优质的供应链管理服务。

3. 2013 年以来，公司供应链金融业务发展速度较快，公司在该业务上具备较好的风险控制能力，未来发展空间较大。

4. 2015 年 6 月，公司完成非公开增发股票，募集资金到位后，公司资本实力明显增强，未来随着募集资金逐步投入，公司经营规模有望继续提升，盈利能力有望增强。

关注

1. 随着中国经济转型升级力度不断加强，煤炭价格未来几年将处于低位，对公司生产经营带来一定压力。

2. 公司进口煤炭规模近年来快速提升，对公司应对全球煤炭价格波动的能力提出挑战；同时公司面临的汇率风险也逐步增加。

3. 随着公司经营规模的扩大，公司负债规模也同步提升，目前公司资产负债率较高，债务负担较重，特别是流动负债占比较高，短期偿付压力较大。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

刘晓亮

电话：010-85172818

邮箱：liuxl@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC
大厦 120 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

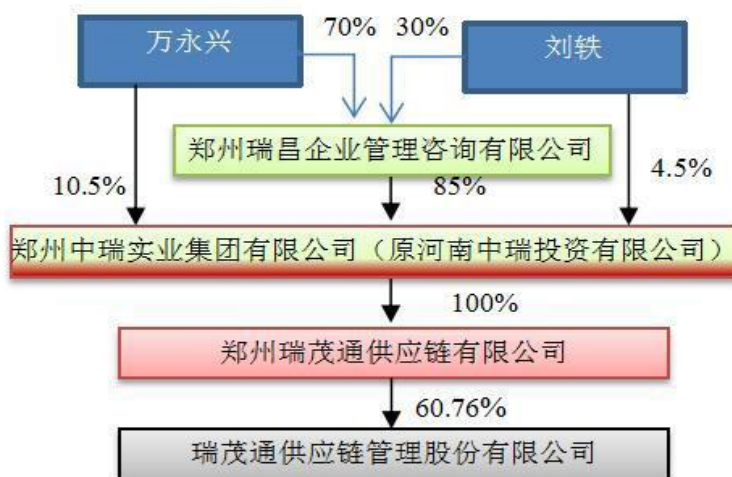
一、主体概况

瑞茂通供应链管理股份有限公司（以下简称“瑞茂通”或“公司”）的前身是山东九发食用菌股份有限公司（以下简称“九发股份”），九发股份于1998年6月25日在山东省工商行政管理局注册登记。九发股份于1998年7月3日在上海证券交易所上市交易，股票代码：600180。2008年10月14日，烟台市中级人民法院裁定九发集团破产，九发集团持有的九发股份部分股份被司法拍卖。2011年5月2日，中银信和浙江新世界房地产集团有限公司签订《股份转让协议》，约定中银信向浙江新世界房地产集团有限公司转让其持有的九发股份3,740万股股份，转让完成后浙江新世界房地产集团有限公司持有九发股份14.90%的股份，成为九发股份的控股股东。2011年12月26日，郑州瑞茂通与九发股份签订《债务代偿协议》、《发行股份购买资产协议》，将郑州瑞茂通供应链管理股份有限公司持有的徐州市怡丰贸易有限公司、邳州市丰源电力燃料有限公司、江苏晋和电力燃料有限公司合计29.88亿元的股权（其中11.045%为郑州瑞茂通代烟台市牟平区正大物贸中心向公司偿还3.3亿元债务）中的88.955%注入九发股份，购买九发股份71.12%的股权，该项资产重组完成后，九发股份控股股东变更为郑州瑞茂通，九发股份更名为山东瑞茂通供应链股份有限公司，2013年1月25日更名为“瑞茂通供应链管理股份有限公司”。

2015年，公司实施非公开发行股票项目及股权激励项目，股份增加13,914.36万股。2015年5月5日，公司收到82名股票期权激励对象在第二个行权期缴纳的521.50万股人民币普通股股票，合计人民币4,134.00万元；2015年6月8日，公司向上海豫辉投资管理中心（有限合伙）、自然人万永兴和自然人刘轶非公开发行股票，发行数量为人民币普通股（A股）13,392.86万股，共募集资金净额14.90亿元。

截至2015年底，公司注册资本变更为101,740.75万元，郑州瑞茂通持有公司60.76%的股份，为公司控股股东；万永兴通过中瑞投资间接持有公司股份为公司实际控制人。

图1 公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：大宗商品批发经营；资产管理；煤炭信息咨询，大宗商品供应链管理。

截至2015年底，公司下设企业管理部、证券部、财务管理部、期货部、法务部和运营管理部6

个一级管理部门（见附件1）。拥有国内煤炭事业部、国际煤炭事业部、冶金矿产事业部、纺织品事业部、易煤网和金融产品事业部6个事业部；徐州市怡丰贸易有限公司、邳州市丰源电力燃料有限公司、江苏晋和电力燃料有限公司等40个子公司。截至2015年末，公司在职工371人。

截至2015年底，公司合并资产总额114.70亿元，负债合计73.38亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计41.33亿元，其中归属于母公司所有者权益为41.27亿元。2015年，公司实现合并营业收入94.05亿元，净利润（含少数股东损益）4.26亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为4.28亿元；经营活动产生的现金流量净额3.74亿元，现金及现金等价物净增加额-1.17亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额145.19亿元，负债合计102.36亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计42.83亿元，其中归属于母公司所有者权益为42.79亿元。2016年1~3月，公司实现合并营业收入22.91亿元，净利润（含少数股东损益）1.41亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为1.43亿元；经营活动产生的现金流量净额-16.41亿元，现金及现金等价物净增加额3.92亿元。

公司注册地址：山东省烟台市牟平区养马岛驼峰路84号；法定代表人：万永兴。

二、本次债券概况

1. 本次债券概况

本次债券名称为“瑞茂通供应链管理股份有限公司2016年公司债券”，本次公司债券面值100元，按面值平价发行，发行规模不超过人民币15亿元（含15亿元），债券存续期限不超过3年（含3年），可以为单一期限品种，也可多种期限的混合品种。本次债券为固定利率债券，具体发行方式、发行规模、期限构成及各期限品种的发行规模、担保方式等由股东大会授权董事会根据公司资金需求情况和发行时市场情况确定，本次债券的票面利率由股东大会授权董事会与主承销商根据本次公司债券发行时市场情况确定。本次债券向合格投资者公开发行。

本次债券由郑州瑞茂通供应链有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，公司实际控制人、董事长万永兴先生和副董事长刘轶先生以个人及家庭全部合法财产向本次债券持有人承担无限连带责任保证担保。

本期债券名称为“瑞茂通供应链管理股份有限公司2016年公司债券（第二期）”，基础发行规模为人民币2亿元，可超额配售不超过6亿元（含6亿元）。本期债券的期限为3年，附第2年末发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。

截至本报告披露日，本次公开发行公司债券项目第一期（共计7亿元人民币）已发行完毕。

2. 本次债券募集资金用途

本次公司债券募集的资金在扣除发行费用后拟用于偿还银行借款、调整债务结构及补充营运资金。

三、行业分析

瑞茂通主要从事煤炭物流和供应链管理业务，通过对煤源的组织、原煤的加工、煤种的调配、物流的管理，提高煤炭资源本身的使用效率、降低终端用户的用煤成本，为客户提供多品种、全链条、一站式的煤炭供应管理服务。公司属于煤炭物流行业。

1. 行业概况

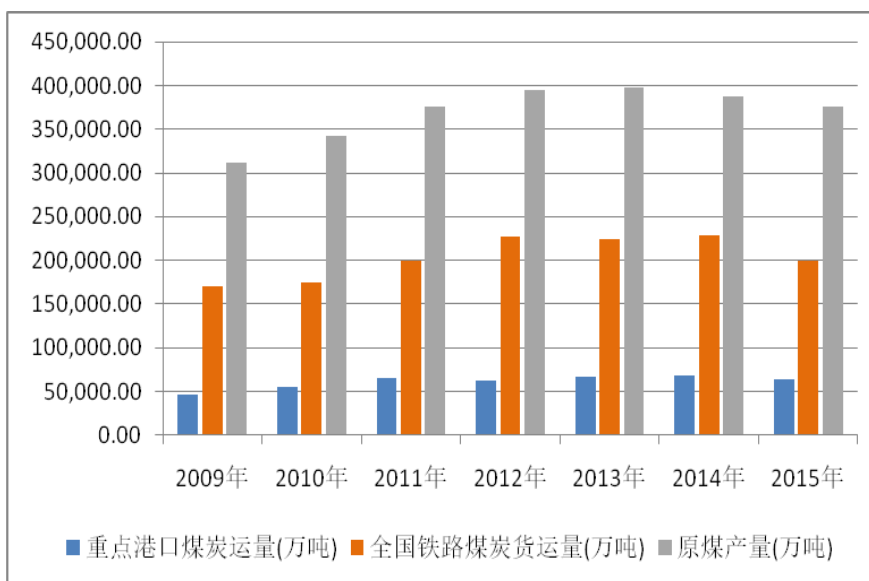
煤炭是中国重要的一次能源，在我国能源消费结构占比中长期保持在 65%以上。煤炭物流是集煤炭运输、仓储、加工、配送、交易、信息等为一体的服务活动。发展现代煤炭物流，对提高物流效率、降低物流成本、增强煤炭稳定供应能力、保障国家能源安全具有重要意义。

随着我国煤炭产量的不断提高，煤炭物流业不断发展，在我国一次能源的流通和配置过程中发挥了日益重要作用。自 2005 年以来，我国煤炭铁路发运量占国内煤炭消费量保持在 50%以上。近年来，随着我国经济结构调整逐步深化，经济总体增速放缓，煤炭生产和运输行业景气度有所下滑。

根据煤炭运销协会数据显示，2015 年，全国煤炭产量累计完成 36.85 亿吨，较上年下降 3.5%，其中国有重点煤矿产量累计完成 18.76 亿吨，同比减少 9756 万吨，下降 4.9%；全国铁路累计完成货运量 33.6 亿吨，同比下降 11.9%；全国主要港口内贸煤炭发运量为 6.38 亿吨，同比下跌 5.5%，增速同比下降 7.7 个百分点，其中沿海主要港口内贸煤炭发运量累计完成 6.11 亿吨，同比下跌 6.2%。

2015 年，全国原煤产量 37.50 亿吨，同比下降 3.20%；铁路调运量 20 亿吨，同比下降 5.96%；主要港口煤炭发运量 6.43 亿吨，同比下降 5.56%。（如下图所示）

图 2 国内原煤产量、重点港口煤炭运量和全国铁路煤炭货运量（单位：万吨）



资料来源：Wind 资讯

我国煤炭物流行业近年来发展速度较快，但受能源行业产能过剩影响，自 2014 年开始行业增速有所放缓。但由于我国沿边和内陆地区对外开放步伐不断加快，特别是“一带一路”发展战略，为我国煤炭物流产业的发展提供了新的机遇，同时也提出了新的挑战。随着近年来煤价的不断攀升，煤炭流通环节利润空间增大，大量煤炭流通企业迅速出现，但资质良莠不齐，主要表现在数量众多的小企业业务重心仅集中在煤炭贸易和落实铁路计划层面，主要通过传统的煤炭贸易价差来获取利润；业务经营和管理粗放，技术简单落后，造成整个流通环节信息滞后、浪费严重、煤炭流通效率低下，并给环境带来严重污染。面对此类问题，一批煤炭物流企业通过引入现代物流理念，整合物流资源，再造业务流程，开展多模式、多层次的现代煤炭物流服务，实现由单一煤炭购销向流通增值服务转变，服务水平不断提高，特别是煤炭供应链管理模式的不断应用，通过

接上游煤炭资源生产方与下游终端用户，为终端用户提供多品种、全链条、一站式的煤炭供应链管理服务，即将煤源采购、原煤加工、煤炭仓储、煤炭配送、煤炭分销等服务功能加以整合，在整个业务链条上提供一体化、一站式的服务，为各类煤炭需求方在规定的地点、提供满足其指定要求的煤炭资源，最大限度地降低了终端用户的用煤成本和煤炭管理成本，提高用煤效率。

从行业的未来发展看，随着煤炭定价机制的改革，市场化定价和交易体系将完全取代双轨制时期的行政干预机制，煤炭物流行业的市场空间将进一步拓展。未来几年，我国煤炭需求持续增加，生产开发布局加速西移，现代物流技术、新一代信息技术的快速推广和应用，为煤炭物流发展提供新的机遇。

2. 煤炭供给

根据美国能源信息署（U.S Energy Information Administration）于 2014 年 9 月 9 日出具的《国际能源展望 2014》（International Energy Outlook 2014），全球煤炭产区主要集中在中国、美国、印度和澳大利亚，报告预测到 2040 年，以上四国的煤炭产量将占到全球总量的 81%。其中中国的煤炭产量将从 2010 年的 35 亿吨增长到 2040 年的 57 亿吨，远超美国和澳大利亚等煤炭储量较高的国家。增长的主要原因是我国丰富的煤炭储量、运输条件的改善和政府政策的支持。未来，全球对煤炭和石油的需求将达到峰值，全球煤炭需求量将增加 15%，其中几乎 2/3 的增长将出现在下一个 10 年中，中国煤炭需求占全球煤炭消费比重将停滞在 50%左右的水平上，2030 年之后会出现下降。

表 1 世界已探明的煤炭储量

排名	国家	探明储量（亿吨）	占比（%）	储采比
1	美国	2,372	26.6	262
2	俄罗斯	1,570	17.6	441
3	中国	1,145	12.8	30
4	澳大利亚	764	8.6	115
5	印度	606	6.8	84

资料来源：《BP Statistical Review of World Energy 2015》

中国国内煤炭资源分布的基本特点为：北多南少，西多东少，煤炭资源分布与消费区不协调。据统计，中国煤炭远景储量主要分布在山西、陕西、内蒙、新疆等地，占全国的 94.40%，探明储量的 80.50%分布在以上四省。晋陕蒙将是中国长期稳定的煤炭供给来源，其次是西南区及西北新甘宁青地区，但由于地处西部内陆，运输不便；华东、中南、京津冀地区煤炭储量有限，不能满足本地需求；东北地区作为传统煤炭基地，随着老旧煤矿的报废，短期供给潜力不足，面临资源枯竭和工业转型的挑战。

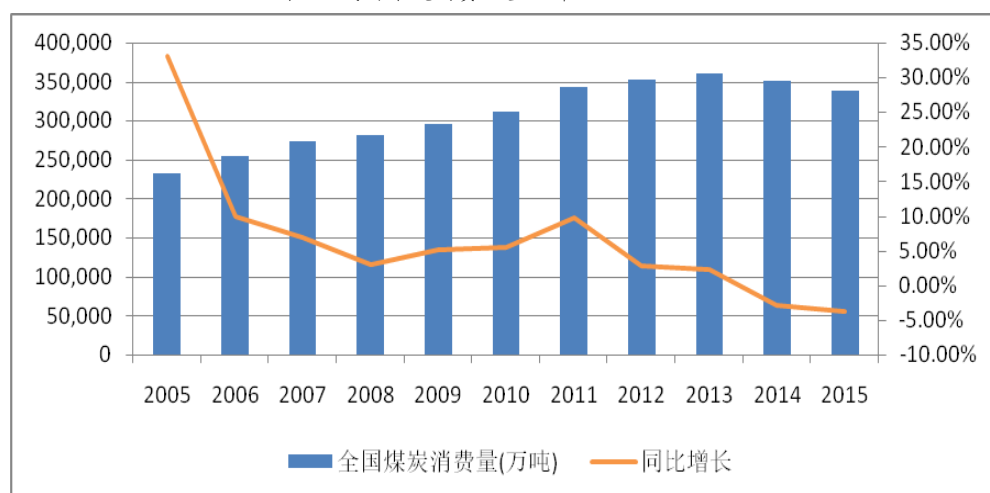
从煤炭资源种类来看，中国煤炭资源的种类较多，在现有探明储量中，烟煤占 75%、无烟煤占 12%、褐煤占 13%。其中，原料煤占 27%，动力煤占 73%。动力煤储量主要分布在华北和西北，分别占全国的 46%和 38%，炼焦煤主要集中在华北，无烟煤主要集中在山西和贵州两省。已探明的储量中，灰分小于 10%的特低灰煤占 20%以上；硫分小于 1%的低硫煤约占 65%~70%；硫分 1%~2%的约占 15%~20%。高硫煤主要集中在西南、中南地区。华东和华北地区上部煤层多低硫煤，下部多高硫煤。总的来看，中国煤炭质量较好。

整体看，我国煤炭资源主要分布在内陆地区，储量较大，煤种丰富，煤质较好。

3. 煤炭需求

从煤炭的需求情况来看，煤炭是我国一次能源消费的主要组成部分，2015 年我国煤炭占能源消费总量比重约为 64%。近年来，我国煤炭消费量平稳增长，2000 至 2013 年间，全国煤炭消费量年均增加 2.18 亿吨，年均增长 8.8%。2013 年煤炭消费量达到峰值，总量超 42.2 亿吨。2014 年则出现首次下滑，总量为 35.1 亿吨，减少 1.23 亿吨，降幅 2.9%。2015 年以来煤炭消费量继续下滑至 33.80 亿吨，降幅达 3.7%，具体如下图所示。

图 3 我国煤炭消费总量（单位：万吨、%）



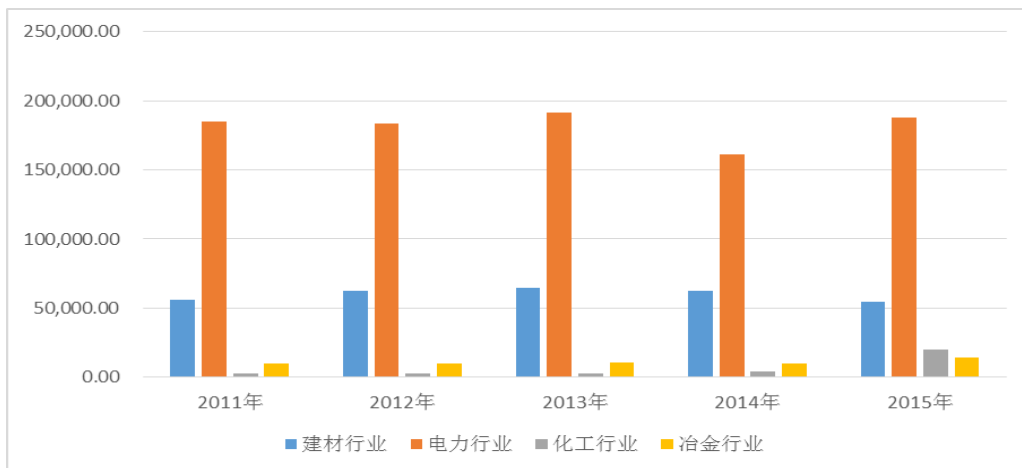
资料来源：Wind 资讯，联合评级收集。

由于煤炭消费总量增速逐年放缓，煤炭价格近年来保持下跌态势。从国内煤炭价格来看，以秦皇岛 5500 大卡动力煤市场价为例，2013 年初，该价格为 635 元/吨，2013 年末、2014 年末、2015 年末和 2016 年 3 月末价格分别为 635 元/吨、525 元/吨、415 元/吨和 390 元/吨，累计下降幅度 38.58%。国际煤炭价格方面，受全球经济不景气的影响，能源需求整体下降，煤炭价格也呈现疲软态势。广州港 5500 大卡澳洲煤价格由 2013 年初 680 元/吨下降 36.76% 至 2016 年 3 月末的 430 元/吨，广州港 5500 大卡印尼煤价格也从 2013 年初的 630 元/吨下降至 2016 年 3 月末的 430 元/吨。

从煤炭需求的结构看，2015 年我国动力煤总需求量为 30.05 亿吨，主要的用煤行业包括电力、冶金、建材、化工等行业。分行业来看，2015 年我国电力行业动力煤消费量为 18.77 亿吨，占动力煤总需求量的 62.45%；建材行业动力煤消费量 5.45 亿吨，占动力煤总需求量的 18.15%；化工行业动力煤消费量 2.02 亿吨，占动力煤总需求量的 6.71%；冶金行业动力煤消费 1.42 亿吨，占动力煤总需求量的 4.73%。

上述行业的增长均与我国经济整体增速和固定资产投资增速密切相关，自 2009 年上述行业增速达到近年高峰之后，随着经济刺激政策的退出，行业增速均出现明显回落，在 2014 年除化工行业外，其他行业煤炭需求整体首次呈现负增长。预计未来随着我国经济结构的调整，上述行业的增长将稳定在较低水平。

图 4 我国主要煤炭需求行业消费量（单位：万吨）



资料来源：wind 资讯，联合评级收集。

从煤炭需求的地域分布看，我国煤炭消费集中于经济发达地区。以动力煤为例，从地理上划分的六大区域来看，我国动力煤消费主要集中在华东、中南和华北区域，三大区域动力煤消费量占动力煤总消费量的 73.82%，其余三区动力煤消费量仅占 26.18%。

从煤炭需求的种类来看，由于煤炭在不同行业生产过程及生产工艺中煤发挥的作用不同，导致对煤炭的使用需求也存在着一定的差异，对不同种类、物理形态、热值、挥发分和灰分指标的煤炭均有需求（如下表所示）。

表 2 我国煤炭主要种类及用途

煤种	储量比重	储藏地域	主要用途
一般烟煤	约占煤炭储量的 55%	内蒙古约占 35%，新疆约占 50%，山西约占 3%	主要用作发电用煤，部分贫煤、贫瘦煤可作为喷吹煤
炼焦煤	约占煤炭储量的 30%	山西、内蒙古、陕西、甘肃、新疆合计占 40%左右	主要用于炼焦，部分用于炼油和制造煤气等
无烟煤	约占煤炭储量的 10%	山西约占 40%，贵州约占 25%，河南约占 10%	无烟块煤可作为化工原料，无烟末煤用途广泛，可用于电力、建材、冶金、水泥等行业
褐煤	约占煤炭储量的 5%	90%以上分布在内蒙古	一般燃料，还可用作汽化或低温干馏原料

资料来源：联合评级收集

整体看，我国煤炭需求整体增长有所放缓，用煤需求主要来自于电力等工业部门；我国煤炭需求地域分布集中于经济发达地区，对各种类煤炭均有需求。

4. 煤炭物流和贸易

我国煤炭资源供需在地域上不匹配导致国内煤炭物流和贸易需求强烈。目前煤炭运输呈现较明显的“北煤南运”和“西煤东运”的特点。根据国家统计局统计，2015 年，全国原煤产量 37.5 亿吨，同比减少 3.3%；铁路调运量 20 亿吨，同比下降 12.6%；主要港口煤炭发运量 6.43 亿吨，同比下降 5.44%。同时，煤炭生产开发加速西移，铁路运输平均距离由 2005 年的 579 公里增加到 2012 年的 655 公里。

从煤炭进出口情况看，近年来进口市场成为煤炭贸易新的增长点。随着环境保护力度的加大以及我国煤炭进口退税的下降和出口关税的提升，我国煤炭出口量逐年下降；与此同时，国家鼓

励煤炭进口，2008 年取消煤炭进口关税后，随着煤炭进出口价差变化，煤炭进口量逐渐上升，2009 年我国煤炭进口量首次超过出口量，成为煤炭净进口国；2012 年我国煤炭进口量达到 2.35 亿吨，同比增长 28.91%，其中进口动力煤达到 1.01 亿吨，是主要的进口增量来源，增速达到 87.54%，2013 年我国煤炭进口量达到 3.3 亿吨左右。不过，这一增长势头在 2014 年有所逆转。根据海关总署公布的数据显示，2015 年煤炭进口量下跌 30%到 2.04 亿吨，为 2011 年以来的最低点。进口量下降的原因一方面由于经济放缓、增长模式向消费导向转变、政府寻求削减过剩产能；另一方面由于控制环境污染，改善空气质量，导致中国煤炭需求不可避免下滑。

表 3 2013 年~2015 年行业内主要企业煤炭发运量对比情况（单位：万吨）

项目	2012 年度	2013 年度	2014 年度	2015 年度
中国秦发	2,209.30	2,403.40	15,935.00	--
永晖控股	1,130.80	1,465.00	925.58	--
瑞茂通	869.50	1,359.90	1,849.00	2,808.00
国内煤炭消费总量	240,913.51	247,500.00	240,322.50	275,200.00

资料来源：上市公司年报，国家统计局。

从运输方式看，国内煤炭运输主要通过铁路、水路完成，主要的运输路线包括“三西”外运通道、东北煤运通道、华东煤运通道、中南煤运通道。2015 年全国铁路煤炭发运量 20 亿吨，同比减少了 2.9 亿吨，下降 12.6%。主要煤运通道中，大秦线完成煤炭运量 4 亿吨，同比下降 11.8%；侯月线完成 1.7 亿吨，下降 11.7%。煤炭水运方面，主要从锦州、秦皇岛、天津、唐山、黄骅、青岛、日照、连云港等北方港下水，江苏、上海、浙江、福建、广东、广西、海南等南方港接卸，以及沿长江、京杭大运河的煤炭下水港，组成北煤南运水上运输系统。2015 年，北方七港的煤炭运输量达到 5.94 亿吨，占重点港口煤炭运输量的 92.3%左右

从煤炭物流成本来看，我国煤炭运输成本是煤炭物流成本的重要组成部分。根据中国物流信息中心统计，运输成本在煤炭总体物流成本中占 54.70%，其次是管理成本和财务费用，分别占 18.10%和 9.80%。运输成本占比较高主要是由于中国煤炭资源生产与消费地逆向分布，以及煤炭物流各环节税率不统一、不合理收费多、税费重复征收较多所致。同时煤炭物流行业集中度低，市场化程度不高，缺少大型交易平台和物流枢纽的整合效应，导致煤炭流程成本过高。

整体看，受近两年来国内煤炭行业持续低迷、产能过剩和国内煤价持续下滑等因素影响，煤炭进口贸易量有所下降；煤炭运输以铁路和水运为主，整体煤炭物流成本较高。

5. 行业竞争

从行业集中度看，煤炭物流行业集中度很低，全国范围内已经发放的煤炭经营许可证 20 万张，平均每家企业的贸易量仅为约 2 万吨。煤炭供应链管理行业的上下游企业分散，导致流通行业分布散乱，数量多且规模较小。目前的煤炭流通商发展历史较短，多数是依托资源起步的企业，基本是围绕上游生产企业、下游消费企业分布，通常掌握这客户、煤源或运力中的一种或几种资源，恶性竞争较为严重。

从行业竞争主体构成看，既有山西煤炭运销集团有限公司、山煤国际能源集团股份有限公司等大型国有企业，也有中国秦发集团、瑞茂通、泰德煤网等优秀的民营企业，行业内公司规模差异较大。

从进入壁垒看，2013 年修订的《煤炭法》取消了煤炭经营许可证，进一步降低了行业进入门槛，煤炭物流行业经营主体多而散的格局短期内难以改变。但是，一方面，随着国内煤炭市场化

程度不断提高，原有的依靠区域资源深耕细作的煤炭贸易模式将逐渐无法适应行业需求，行业的区域壁垒有望逐渐打破；另一方面，随着行业集中度提升、行业内企业专业化管理水平提高和规模扩大，对企业的融资能力、成本控制能力和供应链管控能力提出更高的要求，行业进入壁垒将逐步提高。

从供给端看，煤炭供应链行业的主要上游资源是煤炭和运力。在获取煤炭资源方面，行业内企业采用自建煤矿、参股煤矿，或与煤矿签订长期供销合同的方式锁定煤炭供应量；运力获取方面，往往通过提高贸易和运输量的方式获得铁路运力供应和港口配给。在目前煤炭供大于求的市场环境下，经营规模较大的煤炭物流企业对中小型煤矿具有一定的议价能力。由于铁路运力和公路运力具有行政垄断经营的色彩，煤炭物流企业在运力获取和运价谈判方面均处于弱势地位。

从消费端看，行业下游客户较为集中，电力行业、建材、化工、冶金行业的大客户是行业内企业争夺的对象。下游客户往往通过外包煤炭供给服务的方式获得稳定、合格的煤炭供应，这要求煤炭物流企业在供货质量、供货能力和供货速度等方面相互竞争，能够及时、稳定提供符合质量要求煤炭物流企业必须在煤炭采购、加工掺配、储存运输和成本控制方面具有整体优势。煤炭物流企业对下游客户的议价能力较弱。

从盈利模式来看，大量小规模流通企业迅速出现，盈利模式单一，业务重心仅集中在煤炭贸易层面，主要通过传统的煤炭贸易价差来获取利润；业务经营和管理粗放，多处于作坊式的经营状态，缺乏大规模、长距离、多用户的综合服务能力，造成整个流通环节信息滞后、煤炭流通效率较低，客户导向的增值服务意识严重匮乏。

从行业内部竞争看，我国煤炭供应链较长，煤炭供应链管理模式多样，但行业中主要企业均依托自身资源、区位和管理优势，建立起独特的经营模式（如下表所示）。

从经营模式来看，行业内的经营模式包括以山煤国际能源集团股份有限公司等大型国有企业为代表的重资产模式和以瑞茂通等民营企业为代表的轻资产模式。

采用重资产模式经营的企业往往拥有包括煤矿、铁路专用线、公路重载货车、海运船队在内的众多经营资产。此类企业往往因历史原因在煤炭资源、运力获取和融资等方面具备先天优势；企业利用这些优势可以更好地控制产业链的运营及成本，做大资产规模，取得较好的整体运营效果，但囿于国有体制，在经营灵活性和效率方面还有较大提升空间。

采用轻资产模式经营的企业往往采用长期供货协议的方式获取煤炭资源，使用租赁方式获得运力和煤炭加工能力。此类企业通常将核心竞争力建立在对供应链的管理能力和成本把控能力之上，以较低的投入获得较大的贸易量，从而增加自己在产业链上的话语权，但由于资产规模较小，在融资方面受到限制，同时容易受到经济波动的影响。

表 4 主要煤炭供应链企业经营概况

项目	企业性质	业务特点	煤炭来源	运输方式	2015 年收入
山煤国际	国有企业 600546.SH	综合煤炭企业	自产为主	铁路、海运， 船舶自有	395.95 亿元
永晖控股	民营企业 1733.HK	以进口焦煤，有加 工业务	外蒙进口	铁路、海运	48.06 亿元
中国秦发	民营企业 0866.HK	以贸易为主，加工 业务较少，有煤矿	山西、陕西、内蒙 采购和国外进口	汽运、海运	13.81 亿元
瑞茂通	民营企业 600180.SH	铁路、海运、公路	“三西”、河南及 进口	多种运输方 式	94.05 亿元

资料来源：联合评级收集

整体看，煤炭供应链管理行业进入壁垒不高；行业竞争焦点在于为客户提供价格合理、充足稳定的煤炭，以及高效的供应链服务；行业经营模式多样化；未来市场份额将逐步向集约化、大型化、专业化的企业集中。

6. 行业政策

总体规划

2013 年 12 月，国家发展改革委印发《煤炭物流发展规划》（下称《规划》）。《规划》要求，到 2020 年，基本形成物流网络配套衔接、技术装备先进适用、物流服务绿色高效的现代煤炭物流体系；加强铁路煤运通道建设，年运输能力达到 30 亿吨；结合国家煤炭应急储备建设布局，重点建设 11 个大型煤炭储配基地和 30 个年流通规模 2,000 万吨级物流园区；培育一批大型现代煤炭物流企业，其中，年综合物流营业收入达到 500 亿元的企业 10 个；建设若干个煤炭交易市场。

2016 年 2 月，国务院印发《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（以下简称《意见》），《意见》提出从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，煤炭行业再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右。明确了进一步化解煤炭行业过剩产能、推动煤炭企业实现脱困发展的 9 项主要任务：严格控制新增产能，加快淘汰落后产能和其他不符合产业政策的产能，有序退出过剩产能，推进企业改革重组，促进行业调整转型，严格治理不安全生产，严格控制超能力生产，严格治理违法违规建设，严格限制劣质煤使用。

2016 年 3 月，国家发改委下发“十三五”规划纲要。规划纲要提出，煤炭行业在“十三五”期间将步入去产能时代，减少煤炭在能源消费的比例将成为重点工作之一。根据能源局《中国煤炭消费总量控制规划研究报告》，在“十三五”期间，煤矿开采和洗选企业数量要从 2015 年的 6,390 家压减到 3,000 家以内，严格控制煤炭新增产能。同时，煤炭行业仍将围绕“控制总量，优化布局；控制增量，优化存量；淘汰落后，消化过剩；调整结构，促进转型；提高质量、提高效益”的总体思路，推动行业发展由数量、速度、粗放型向质量、效益、集约型增长转变，由煤炭生产向生产服务型转变，提升煤炭工业的可持续发展能力。

进出口政策发生转变

煤炭进口方面，过去一直实行的鼓励煤炭进口的政策面临转向，自 2008 年开始取消了煤炭进口关税，但自 2014 年 10 月 15 日起，取消无烟煤、炼焦煤、炼焦煤以外的其他烟煤、其他煤、煤球等燃料的零进口暂定税率，分别恢复实施 3%、3%、6%、5%、5%的最惠国税率。

煤炭出口方面，过去执行的限制煤炭出口政策开始转向为鼓励出口，2014 年 12 月 17 日发布的《2015 年关税实施方案》中，煤炭（包括无烟煤、烟煤、焦煤、褐煤及其他煤等）2015 年出口关税暂定税率降为 3%，此前煤炭出口关税为 10%。

随着国内煤炭供需形势的变化，国家对煤炭的进出口政策也正在发生转变，正逐渐向鼓励出口限制进口方向发展。政府期望通过税收调整目前煤炭行业产能过剩的局面，意在维持煤炭市场供需平衡。

降低行业进入门槛

2013 年 6 月 29 日，《中华人民共和国煤炭法》（以下简称《煤炭法》）获得全国人民代表大会常务委员会通过并以主席令的方式予以公布。《煤炭法》修改的主要内容是去掉煤炭生产许可和煤炭经营审批的有关条款，进一步提高了安全生产许可证的法律地位。修改后的《煤炭法》降低了煤炭物流和贸易行业进入门槛，为行业提供了一个开放和公平的竞争环境。

煤炭价格机制改革

在计划经济向市场经济过度的过程中，我国煤炭价格形成机制也经历了由政府定价到市场定价的转变。1949 年建国至 1985 年，我国煤炭价格由国家制定；1985 年后，为缓解煤炭行业全面亏损的局面，开始实行煤炭价格双轨制，也即全国统配煤矿、重点煤矿的煤炭价格，实行统一的计划价格，即国家指令性计划，在完成计划后的超产部分煤炭的价格，按照国家规定实施加价；1994 年起，全国煤炭市场价格全部放开，但国家仍然对电煤实行指导价；2006 年起，每年采用重点煤矿产运需衔接会的方式，松绑电煤价格管制，变为供需双方协商解决；2012 年 12 月，国务院办公厅印发《国务院办公厅关于深化电煤市场化改革的指导意见》，决定自 2013 年起，取消重点合同，取消电煤价格双轨制，发展改革委不再下达年度跨省区煤炭铁路运力配置意向框架，煤炭企业和电力企业自主衔接签订合同，自主协商确定价格，煤炭定价机制实现的全面的市场化。

7. 行业关注

基础设施建设滞后

我国铁路煤运通道能力不足，电煤请车满足率较低，导致公路煤炭长途运输量持续增加。同时，储配基地建设滞后，主要港口吞吐能力不足，集疏运系统不匹配，应急保障能力有待进一步提高。

市场主体服务水平和技术水平较低

煤炭物流服务主体“小、散、弱”，大多从事运输、仓储、装卸等单一业务，综合服务能力弱。部分服务主体缺乏现代物流理念，供应链管理和社会化服务能力不强。物流资源配置不合理，设施利用率低。同时煤炭物流标准化程度低，各物流要素之间难以做到有效衔接和兼容。整体物流技术装备水平低，运行效率不高。

煤炭物流成本高

煤炭物流各环节税率不统一，不合理收费多，税费重复征收，企业负担重。物流通道不完善，部分物流环节衔接不畅，流通效率低。煤炭从产地到主要消费地，流通环节费用较高。

煤炭价格波动风险

煤炭供应链管理企业需要保持适量的煤炭资源库存以保证对下游客户的稳定供应，此外从煤炭采购到通过加工后配送给下游用户的过程中通常也会形成一定量的在途货物。若煤炭价格在短期内大幅波动，可能会对行业整体经营业绩造成不利影响。

物流人才匮乏

煤炭供应链管理行业属于新兴行业，国内缺少可借鉴的成功经验。该行业需要熟悉煤炭特性、大宗商品交易及业务各环节组织的专业化人才，但物流人才培养机制不健全，人才数量少，专业结构不合理，复合型人才紧缺，难以适应煤炭物流快速发展的需要。

供应链金融风险

随着煤炭产业链金融服务业务的开展，将面临业务风险控制的风险。风险控制造成的风险主要来自未对客户进行及时有效监控，客户偿债能力发生变化造成的风险等。

8. 未来发展

煤炭为主的能源供应格局不会改变

既有的“富煤、贫油、少气”的能源禀赋结构造成煤炭在中国一次能源消费结构中所占的比重达到 60%以上。我国“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著，而且在未来相当长的时期内，我国以煤为主的能源供应格

局不会改变。

煤炭需求将低速运行

我国产业结构调整将继续深化，加之节能减排和环境保护压力加大，全国煤炭消费增长仍将低速运行。《能源行业加强大气污染防治工作方案》提出，到 2017 年煤炭占一次能源消费总量的比重降低到 65% 以下，京津冀、长三角、珠三角等区域力争实现煤炭消费总量负增长；北京市、天津市、河北省和山东省净削减煤炭消费量分别为 1,300 万吨、1,000 万吨、4,000 万吨和 2,000 万吨。随着国家支持清洁能源发电的优惠政策相继出台，未来风能、太阳能、水能等清洁能源将会迎来比较好的发展机会，进一步压缩火电对煤炭的需求。国家能源局表示，2015 年水电总装机容量将超过 3 亿千瓦，同比增长约 1,000 万千瓦。

行业整合将持续

国家取消煤炭经营许可证，进一步降低了行业进入门槛，但与此同时煤炭定价机制放开使煤炭供应链企业能够参与的煤炭交易量明显增加。当前经济增速放缓和煤炭价格低迷的环境，对煤炭供应链企业的管理能力、资源掌控和运输调配能力提出更高要求，煤炭供应链管理带来的成本节约效益更加突出。在国有大型煤炭物流企业、大中型民营供应链管理企业和众多小型煤炭贸易企业的竞争中，市场份额将逐步向高效率、低成本、市场反应能力强的企业集中。

随着煤炭去产能政策的逐步推进以及国家进出口政策导向的转变，国内煤炭市场供需不平衡的情况有望得到缓解，在政府简政放权、简化审批的背景下，煤炭行业的准入门槛有所降低，有利于松绑企业，激活市场；煤炭定价的全面市场化利好优秀的企业提升利润空间。

整体看，煤炭仍将作为能源消费结构的主要能源不会改变，但随着国家大力支持清洁能源的发展，未来煤炭需求将保持低速运行，行业整合将持续进行，未来高效率、低成本、市场反应能力强的企业将在竞争中处于优势。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是国内知名的煤炭供应链管理服务企业，为客户提供多品种、一站式、全过程煤炭供应链服务，合理配置煤炭资源，提高煤炭资源利用效率。2012 年 9 月 21 日，公司成功在上海证券交易所重组上市，成为我国首家在主板上市的煤炭供应链管理企业。近年，由于全行业经营环境十分严峻，行业景气指数不断下滑，为此，公司一方面深耕传统煤炭供应链管理业务，另一方面坚定转型，形成以“大宗商品供应链业务板块”加“大宗商品电子商务平台板块”加“供应链金融板块”三大产业板块方向。

2015 年，公司累计煤炭发运约 2,808 万吨，同比增长 51.87%，其中国内煤炭业务 1,191 万吨，同比增长 89.95%，国外煤炭进口业务 1,617 万吨，同比增长 32.32%。同时，公司在 2015 年 10 月份先后成立冶金事业部、纺织品事业部，正式涉足非煤炭大宗商品领域，2015 年，公司铁矿石和棉花业务已累计实现营业收入逾 8,000 万元。

2015 年 3 月 13 日，由公司子公司和略电子商务（上海）有限公司独立开发的全球领先大型煤炭电子商务平台——易煤网（<http://www.yimei180.com>）正式上线公测，截至 2015 年底，公司共计实现煤炭交易约 4,400 万吨，累计交易额突破 140 亿元，共计注册用户近 1,400 家，其中实现交易的用户 600 余家，成为国内煤炭垂直电商平台的领军标杆。

2015 年公司为进一步扩大供应链金融团队，成立瑞茂通资产管理公司、瑞茂通仓储管理公司，打造了物流端的 WMS（Warehouse Management System）系统、现金流的 SCF（Statement of cash

flows) 系统, 实现对业务的全面监控和管理, 形成了瑞茂通供应链金融的可视化风控体系, 截至 2015 年底, 公司保理合同项下受让的应收账款余额约 61.01 亿元, 同比增长 52.6%, 实现营业收入 7.14 亿元, 净利润 3.19 亿元, 同比增长 54.49%。公司在煤炭领域拥有十多年的行业经验, 业务范围基本覆盖国内煤炭资源主产地和主要煤炭消费地, 公司煤炭供应链管理服务主要涉及上游煤炭资源的采购、中游煤炭物流组织及加工以及下游煤炭分销。在上游, 公司以山西为国内核心采购区域, 同时覆盖陕西、内蒙、甘肃、宁夏、新疆等多个煤炭资源地, 与国家重点煤炭生产企业、国家重点煤炭计划单列提报企业、地方国营煤矿及大型精煤洗选公司等十几家煤炭生产企业建立了长期的战略合作关系; 在中游, 公司在山西襄垣、王庄、东田良及河南禹州等地运营多个煤站, 与铁路局建立了长期稳定的合作关系; 在下游, 公司与国家五大电力公司和华润电力集团的下属部分大型发电企业建立了长期共赢的战略合作伙伴关系, 并与国内知名钢铁集团、化工建材和焦化企业也长期保持着共生共赢的合作模式。同时, 公司海外进口业务实现快速发展, 初步构建全球化资源采购、销售渠道。

总体看, 公司作为煤炭供应链管理行业的知名企业之一, 品牌知名度高, 整体竞争实力较强, 保理等新业务发展较快。

2. 技术水平

公司引入全球最大的企业管理和协同化商务解决方案供应商德国 SAP 公司的 ERP¹ 系统, 改进了公司的管理理念和管理模式, 通过对采购、仓储、物流、加工、销售整个供应链的流程再造, 提升了公司的数据整合能力, 增强了公司的信息挖掘功能, 建立了一个先进的良性的信息化支撑平台; 公司依靠遍布全国的一线业务人员每天传回的专业市场行情监测数据, 建立了自身的煤炭市场行情数据库, 实时监测市场行情变动, 为经营决策提供数据支撑; 公司搭建资金管理平台系统, 建立了沉淀资金集中管理、内部资源调配、统一运筹和风险监控的资金管理体系; 公司凭借 OA 系统, 使所有员工在不同地域、不同时间使用相同界面办公, 提高了公司各部门间的信息沟通效率, 规范了各类业务的审批权限和审批流程, 提高了公司内部的信息共享度; 公司运用互联网思维, 建设全球化大型煤炭电子商务平台——易煤网 (<http://www.yimei180.com>)。易煤网构建了九维 (“易煤商城、撮合交易、团购业务、易煤金融、煤矿专区、阳光采购、物流、行情资讯、数据中心”) 于一体的运营模式, 电子商务平台的搭建, 将集合供应链各环节参与者, 构建全产业链的良性生态圈。公司通过大数据技术, 能够对接金融机构和开展供应链金融服务提供信息支撑, 而且也能为公司寻找更多的投资机会。

总体看, 公司在煤炭供应链管理信息系统、供应链管理技术和大宗商品电子商务平台搭建技术方面处于行业领先水平。

3. 人员素质

截至 2015 年末, 公司董事 (独立董事除外)、监事及高级管理人员共十三人。公司管理团队具有丰富的行业经验和管理经验, 公司管理层比较稳定。

公司董事长万永兴先生, 1971 年生, 北京大学 EMBA, 历任郑州铁路宁波公司总经理、郑州铁路煤炭运销总公司副总经理; 中瑞集团、郑州瑞茂通供应链有限公司、中瑞投资董事长, 现任公司董事长。2009 年 3 月至今担任郑州市人大代表。

公司副董事长刘轶先生, 1972 年生, 清华大学 EMBA, 历任郑州铁路实业总公司助理经济师、

¹ ERP, Enterprise Resource Plan 的缩写, 即企业资源计划系统。

郑州铁路华东公司经济师、郑州铁路煤炭运销公司经济师、徐州怡丰副总裁，2004年8月至今任中瑞集团副董事长，2005年12月至今任中瑞投资副董事长、总经理，2007年10月任河南和昌置业有限公司执行董事、经理，2010年10月至今任郑州瑞茂通副董事长，2012年8月起任瑞茂通副董事长。

公司董事、总经理燕刚先生，1978年生，郑州大学MBA、长江商学院EMBA，2007年7月至2010年12月任河南中瑞集团有限公司总裁，2010年12月至2012年8月任郑州瑞茂通供应链有限公司董事、总经理和总裁。2012年8月起任公司总经理。

截至2015年末，公司在职员工371人，其中业务人员占51.48%，财务人员占9.70%，行政人员占5.12%，管理人员占13.48%，技术人员5.12%，其他人员占15.09%。从文化程度看，硕士及以上占13.21%，本科占78.71%，大专及以下占8.08%。公司员工受教育水平较高，公司人力资源基础质量较高。

总体看，公司管理层较为稳定且具有丰富的从业经验和管理经验，对行业发展趋势和公司经营管理驾驭能力较强。公司员工以业务人员为主，符合公司所在行业特点，现有人员配备能够满足公司目前生产经营发展需要。

4. 政府支持

公司下属多个子公司享受所在地政府的各类财政扶持奖励、财政补助和税收优惠。2013~2015年，公司分别获得各类政府补助款8,152.30万元、11,705.73万元和14,455.89万元，主要是公司获得的地方财政扶持资金和财政奖励资金。其中，根据《关于对瑞茂通供应链管理股份有限公司拨付经营发展资金的函》（牟开字【2015】46号），公司取得山东省牟平区经济开发区管理委员会企业经营发展资金5,000万元；根据《关于对江苏晋和电力燃料有限公司“易煤网”项目给予服务业引导资金补助的通知》（泰港核管委发【2015】108号），公司子公司江苏晋和电力燃料有限公司取得泰州市泰州港核心港区管理委员会给与的服务业专项引导资金5,000万元；根据泰州高港港口综合物流园与公司子公司江苏晋和电力燃料有限公司签订的《合作协议书》，江苏晋和电力燃料有限公司缴纳税款符合相关规定的条件，享受相应的地方财政资金奖励政策，取得财政补贴142.72万元；公司子公司天津瑞茂通商业保理有限公司符合天津市滨海新区中心商务区管理委员会发布的《滨海新区中心商务区促进现代服务业发展暂行办法》文件的相关规定，享受相应的地方资金扶持，取得现代服务业发展资金3,280.09万元；根据《同意那曲瑞昌煤炭运销有限公司享受那曲物流中心优惠政策等相关事宜的批复》（那物流复【2012】03号）、《关于同意那曲瑞昌煤炭运销有限公司入驻那曲物流中心的批复》（那行复【2012】17号）相关规定，公司子公司那曲瑞昌煤炭运销有限公司享受所得税率15%的优惠政策，并享受相应的政策财政补助，2015年收到政府补助资金912.05万元。

总体看，公司及其子公司受到所在地政府的财政支持，外部环境有利于公司的长远发展。

五、公司管理

1. 治理结构

公司根据《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等法律、法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，建立健全了股东大会、董事会、监事会、独立董事的相关制度，制订了《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等议事规则，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规

范的相互协调和相互制衡机制，并对董事会、监事会和经理层的权责设定和权力制衡机制做出了相应的制度安排。

股东大会是公司的最高权力机构，在《公司法》、《公司章程》和《股东大会议事规则》等有关规定的范围内依法行使经营方针、投资、融资、利润分配等重大事项的表决权。

董事会是公司经营管理机构，依法行使经营决策权，向股东大会负责。公司董事会由6名董事组成，其中2名为独立董事。董事会下设战略与投资、审计、提名、薪酬与考核委员会等专门委员会。公司董事会下设董事会秘书，负责股东大会和董事会会议的筹备、文件保管以及股东资料的管理、信息披露等事宜，并协助董事会及专门委员会行使职权。公司根据相关法律法规制定的《董事会议事规则》、《独立董事制度》、《董事会战略委员会工作细则》、《董事会审计委员会工作细则》、《董事会薪酬与考核委员会工作细则》和《董事会提名委员会工作细则》等工作细则，确保董事会规范和有效运作。

监事会是公司的监督机构，对董事、全体高级管理人员的行为以及公司财务状况进行监督及检查。监事会对股东大会负责并报告工作。监事会设有3名监事，其中职工代表监事1名。公司制订了《监事会议事规则》，通过监事会行使监督权，保障股东权益、公司利益和员工的合法权益不受侵犯。

以公司总经理为代表的高级管理人员团队行使经营执行权，向董事会负责，执行董事会决议，负责对公司内部控制制度的具体制定和有效执行。公司下设各事业部承担相应经营管理和风险控制职能，按相关控制制度规范运作，保证公司经营的正常运转。

总体看，公司履行了上市公司的相关监管规定，股东大会、董事会、监事会独立运作，法人治理结构完善，整体运行情况良好。

2. 管理制度

公司董事会及管理层在不断完善公司治理结构的基础上，设置了公司下设财务管理部、企业管理部、运营管理部、证券部、期货部和法务部6个一级管理部门；设国内煤炭事业部、国际煤炭事业部、冶金矿产事业部、纺织品事业部、易煤网和金融产品事业部6个事业部。公司各个部门管理规范，职责清晰，运作良好。

资金管理方面，公司实行“集中管理、统一调度、有偿使用”原则，以确保资金供需平衡、安全有效。公司资金管理中心根据各事业部资金收支计划及公司资金总体平衡计划，实行资金审批原则，对资金需求进行总体、时间上平衡，协调公司内各方面，保证公司资金的需要。公司定期组织召开资金管理会议，制定资金管理制度、方案、流程，统一规范资金管理工作；对各事业部资金管理进行指导和监督。

投资管理方面，公司制定了《对外担保管理办法》、《关联交易管理办法》、《募集资金管理办法》、《投融资管理办法》、《投资者关系管理制度》，按照符合公司发展战略、合理配置企业资源、促进要素优化组合、创造良好经济效益的原则，就公司购买资产、对外投资、对外担保、银行借款等进行规范与控制。

保理等业务管理方面，公司制定了《瑞茂通（资本）事业部投放类业务管理办法》，将业务流程划分为项目立项、尽职调查、项目评审、合同签署、资金投放、投放管理等六个阶段，并针对各项业务流程制定了相应的管理制度，以保证项目操作的规范性，防范经营风险，提高资产质量。

内部审计方面，公司内部审计按照公司《内部审计制度》的规定，以企业经济效益为中心，

企业规章制度为依据，对公司财务、内控和专门事项进行审计，充分发挥了内审的检查监督职能。通过内部审计，公司及时发现有关经营活动中存在的问题和不足，提出整改建议，落实整改措施，促进公司强化管理，提高内部控制、内部监督的有效性，进一步防范企业经营风险和财务风险。

分、子公司管理方面，为规范公司与分、子公司的关系，加强公司对分、子公司的支持、指导和管理，促进各分、子公司按现代企业制度规范运作，进一步完善法人治理结构，保障股东的权益，提高投资回报，公司不断完善对分、子公司的管理和控制，对分、子公司的运作、人事、财务、资金、担保、投资、信息、奖惩、内部审计等作了明确的规定和权限划分。

对外担保管理方面，公司制订了《对外担保管理办法》，规定公司对外担保实行统一管理，非经公司董事会或股东大会审议批准，任何人无权以公司名义对外提供任何形式的担保，包括但不限于签署任何形式的对外担保协议或其他法律文件。公司对外担保的最高决策机构为公司股东大会，董事会根据《公司章程》有关董事会对外担保审批权限的规定，行使对外担保的决策权。超过《公司章程》规定的董事会的审批权限的，董事会应当提出预案，并报股东大会批准。董事会组织管理和实施经股东大会通过的对外担保事项。

总体来看，公司部门设置齐全，内部管理制度较健全，管理运作情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

截至 2015 年末，公司主营业务包括煤炭供应链管理业务和煤炭供应链金融业务两类。其中，供应链管理业务以煤炭为主，并包括铁矿石、棉花等全品类大宗商品供应链领域；供应链金融业务是公司 2013 年调整新增的产品分类，主要是为公司供应链管理服务的客户提供诸如商业保理、融资租赁等服务。公司业务模式由单一商品贸易逐步转型为以电子商务平台为纽带，协同大宗商品贸易和以供应链金融为代表的供应链平台服务，

表 5 近三年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项目	2013 年度			2014 年度			2015 年度			2016 年 1~3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
供应链管理	643,457.99	99.14	14.53	794,439.05	95.26	11.86	869,151.90	92.41	9.33	208,376.10	90.96	7.35
供应链金融	5,612.61	0.86	60.67	39,499.53	4.74	71.75	71,351.91	7.59	85.17	20,714.96	9.04	92.69
合计	649,070.60	100.00	14.92	833,938.58	100.00	14.70	940,503.81	100.00	15.08	229,091.06	100.00	15.07

资料来源：公司年报

近三年公司营业收入保持了较快增长，三年复合增长率为 20.37%。从收入构成看，近三年公司供应链管理业务收入占比持续 90%以上，是公司最重要的收入来源，同时由于公司供应链金融收入规模的快速扩大，供应链管理业务收入占营业收入的比重持续下降，且下降幅度明显。

从主营业务收入构成上看，供应链管理是发行人主营业务收入的主要来源，最近三年，供应链管理主营业务收入合计占比分别为 99.14%、95.26%和 92.41%，另一方面，供应链金融是公司供应链管理的派生业务，尤其是伴随公司保理业务规模的快速增长，公司供应链金融收入规模持续增长，在主营业务收入占比持续提高，2013~2015 年分别为 0.86%、4.74%和 7.59%。

从毛利率情况来看，随着业务规模的增加和新业务板块的开展，2013~2015 年，公司毛利率波动上升，变化幅度不大，三年分别为 14.92%、14.70%和 15.08%。分业务来看，2013~2015 年，

供应链管理业务毛利率呈逐年下降趋势，分别为 14.53%、11.86%和 9.33%。其中，2014 年供应链管理业务毛利率较 2013 年下降 2.67 个百分点，主要系由于公司煤炭转运业务量快速扩大，但煤炭价格年内明显回落，导致转运业务毛利率下降较快所致，而 2015 年的持续下降主要系由于煤炭价格的持续回落，同时上游供应商采购成本增加所致；2013~2015 年，供应链金融业务毛利率呈逐年上涨趋势，分别为 60.67%、71.75%和 85.17%。其中，2014 年供应链金融业务毛利率较 2013 年提升 11.08 个百分点，主要系公司保理业务规模快速提升，同时保理业务成本费用采用一次性确认，而利息收入分期确认导致收入和成本确认时点差异所致，2015 年供应链金融业务毛利率为较上年提升 13.42 个百分点，主要系保理业务规模扩大所致。

2016 年 1~3 月，供应链管理业务收入合计占比为 90.96%；供应链金融业务合计占比 9.04%，从毛利率情况来看，供应链管理业务毛利率为 7.35%；供应链金融业务毛利率为 92.69%。

总体看，煤炭供应链管理业务是公司收入的主要来源，近年来该业务发展较快，但利润率受行业景气度影响有所下滑；供应链金融业务是公司收入重要补充，该业务近三年大幅增长，且毛利率逐年提升，成为公司利润的重要来源。公司自设立以来业务不断拓展，随着公司积极发展盈利能力较强的供应链金融业务规模提升，公司整体盈利能力有望进一步提升。同时，联合评级也关注到，当前公司煤炭供应链管理业务受整体经济增速放缓和煤炭市场低迷的影响，盈利能力出现下滑。

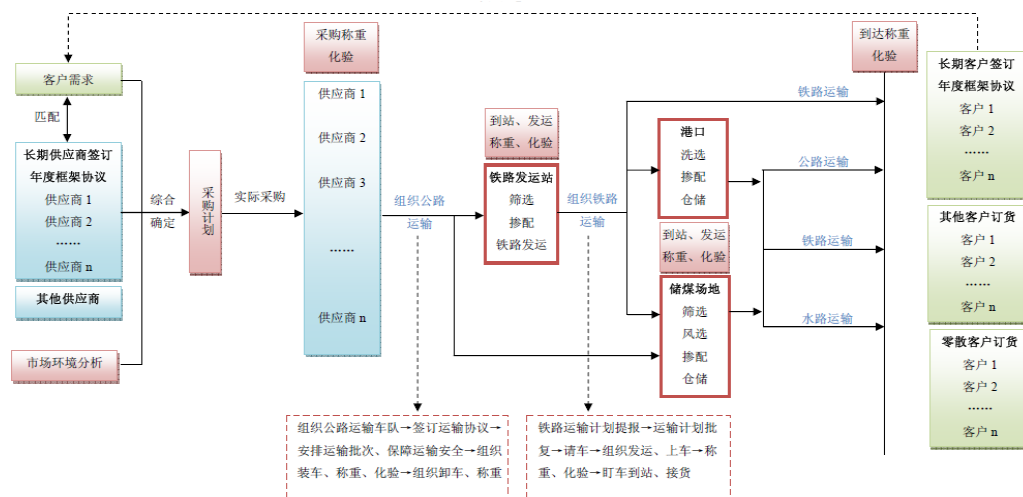
2. 煤炭供应链管理业务

(1) 业务模式

煤炭供应链管理衔接上游煤炭资源生产方与下游终端用户，为终端用户提供多品种、全链条、一站式的煤炭供应链管理服务，通过对煤源的组织、原煤的加工、煤种的调配、物流的管理等服务功能加以整合，为各类煤炭需求方在规定的时间内、地点、提供满足其指定要求的煤炭资源，最大限度的降低终端用户的用煤成本和煤炭管理成本，提高用煤效率。

公司的煤炭供应链运营管理体系包括采购、仓储、掺配、物流、销售和金融服务，从上游煤炭采购到中游物流到下游分销，建立了完整的煤炭供应链服务体系。煤炭供应链管理业务在为终端用户配置煤炭资源的同时，也提高了煤炭资源本身的使用效率，降低了终端客户的用煤成本，是社会精细化分工和资源优化配置的体现。

图 5 煤炭供应链管理业务流程



资料来源：公司提供

煤炭供应链服务方面，公司主要为供应链上下游客户提供分销服务和运力配置服务。分销服务中，公司负责在合同期内为客户所生产或者采购的煤炭寻找客户、匹配资源，为客户提供分销服务，并及时向客户汇报；在销售过程中，公司负责联系客户装车、盯车、化验、到厂卸货、谈判等一切销售活动；公司指定销售人员，在销售过程中负责销售活动的落实和执行；公司利用自身的信息系统，根据市场反应、销售状况，为客户煤炭市场定价提供参考依据。运力配置服务中，公司作为供应链平台服务商为上下游客户提供铁路运力配置服务，主要是指公司根据客户的地理位置和终端用户的地理位置，规划出最优物流线路，确保在短的时间内用最经济的方式将煤炭运达最终客户处。

（2）煤炭采购

从公司煤炭采购情况来看，随着公司业务量扩大，国际煤炭采购量逐步提升，目前 57.59% 的煤炭采购来自境外。

国际煤炭采购

公司从 2010 年开始实施国际采购，采购地主要为印度尼西亚、菲律宾，2011 年采购地增加了美国、朝鲜、蒙古等国家，2014 年进一步增加了从俄罗斯等国的进口。随着业务规模扩大，公司进口煤采购量上升，2015 年，公司进口煤采购量 1,617.00 万吨，全部为动力煤，采购模式主要为 FOB² 模式，该类模式占比约为 70%。

公司进口煤炭的运作流程是：公司根据自身需求与海外煤炭企业签订煤炭购销合同后，公司开立信用证，出口商备煤、装船、发货；货船到达卸货港口后，公司负责报关、卸货、装车发货到下游用户处；到达下游用户处后，经过采样化验、称重等检验过程后，卸货到客户指定堆场。

由于国际海运煤炭的运货时间较长，公司煤炭进口业务需要对市场环境做出更加长期的预测及分析；公司需要判断汇率走势，避免进口过程中的汇率损失。煤炭到达国际海运港后，公司直接在港口进行洗选、掺配等加工，一般继续通过海运将煤炭运送至东南沿海城市客户所在地。

在进口煤定价方面，公司采用的方法主要有：（1）固定价格定价，最长不超过 3 个月，以防煤炭价格下降带来损失；（2）现货价，公司与出口商通过谈判确定煤炭价格，并按此价格进行交易；指数价格定价，公司根据进口煤炭当地价格指数定价，例如 ICI（印度尼西亚煤炭价格指数）。公司进口煤炭采用的结算方式主要是 FOB 方式，采用国际信用证结算。

由于进口煤炭运输时间较长，为规避现货市场价格波动和汇率波动给公司带来的不利影响，公司在 2013 年末成立了期货部门，通过套期保值来规避采购价格方面的风险，目前公司套期保值合约对公司煤炭价格波动风险的覆盖程度达 98%。

国内煤炭采购

国内煤炭采购方面，公司采取“以销定购”的采购模式，根据与客户签订的购销合同要求，以满足需求为依据，挑选合适的供应商及煤种进行采购，经掺配、加工、各项指标达到客户要求后，送到客户指定地点。

从国内煤炭来源情况看，2010 年以前，公司主要以山西、陕西、河南等作为主要煤炭资源采购地；2010 年，公司拓展了甘肃、内蒙古等地区的煤炭采购业务，2011 年继续增加了宁夏、青海等地区的煤炭采购业务，丰富煤源地和煤炭的采购种类，一定程度上降低了公司的采购风险。

整体上看，2013~2015 年，随着公司业务量的提高，公司采购规模快速增长，复合增长率 43.69%，2015 年达到 2,808.00 万吨。从采购额来看，2013~2015 年，受煤炭价格下行及公司货源

² FOB, Free On Board 的缩写，中译名“离岸价”，是国际贸易中常用的贸易术语之一。

结构变化影响，采购额增长幅度低于采购量增幅，年复合增长率为 17.25%，2015 年，公司采购额为 75.92 亿元。从采购结构来看，公司的进口煤炭采购量和国内煤炭采购量占比分别为 57.59% 和 42.41%，进口煤炭占主要地位，主要因 2015 年以前进口煤炭相比国内煤炭价格有优势，公司为降低成本更多地选择了进口的方式，2015 年由于国内煤炭价格大幅下降，低于进口煤炭的价格，公司加大了国内采购的比重。公司通过灵活选择采购渠道，降低成本，使得采购均价在 2015 年下降了 18.40%

表 6 2013~2015 年公司煤炭采购情况（单位：万吨、万元、元/吨、%）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	增长率
采购量	1,360.00	1,849.00	2,808.00	43.69
其中：进口	667.00	1,222.00	1,617.00	55.70
国内采购	693.00	627.00	1,191.00	31.10
采购额	552,199.00	680,653.87	759,170.27	17.25
其中：进口	243,814.00	439,547.43	455,602.28	36.70
国内采购	308,385.00	241,106.44	303,567.99	-0.78
采购均价	406.03	368.12	270.36	-18.40
其中：进口	365.54	359.70	281.76	-12.20
国内采购	445.00	384.54	254.88	-24.32

资料来源：公司提供

采购价格方面，受煤炭市场价格下降及公司采购结构调整的影响，2013~2015 年，公司每吨煤炭采购均价分别为 406.03 元、368.12 元和 270.36 元，呈逐年下降趋势。其中进口煤炭采购均价高于国内煤炭采购均价，因此 2015 年公司提高了国内煤炭采购量，同比提高 89.95%。

国内采购的货款结算方面，根据各煤炭企业情况，结算方式主要有电汇、银行承兑汇票等，而对于公司常年采购、且下游客户需求量较大的煤炭，公司会选择性的采用包销的形式，结算方式一般为全额预付。近年来，由于煤炭行业景气度不高，公司可以通过赊购方式获取煤炭货源，降低了公司自身的资金压力，上游煤矿给予公司 3~6 个月的账期。

采购集中度方面，2015 年，公司供应链管理业务中的前五大供应商采购金额合计 16.96 亿元，占总营业成本 24.14%，总体公司上游采购集中度较低。

（3）煤炭销售

公司的煤炭销售模式主要为面向煤炭终端用户的直接销售。一般情况下，公司与长期合作客户于当年年初签订当年度煤炭购销的年度框架协议，约定年度采购量、月度执行量，以及价格结算方式、煤质要求等内容。框架协议执行过程中，煤炭的价格将根据煤质和市场价格进行调整并在到货前提前通知；其他客户采用长期联系，一年内多次不定期购买的方式。

根据终端用户的要求合理的配置上游资源，公司与电力、冶金、化工、建材等多家大型用煤客户建立了长期战略合作关系，尤其是在电力领域，公司与以华能集团为首的五大电力集团均有广泛的合作，与部分大型电厂甚至合作长达十年。与此同时，公司在保证电力行业客户优势的同时，也在积极开拓冶金、化工行业的客户，进一步提升客户的行业广度。公司的营销策略为每个月与上下游客户召开销售（采购）计划对接会。

销售区域方面，由于煤炭市场变化，由原来的卖方市场转为买方市场，公司提前布局，在全国范围内进行煤炭销售区域的布局，不仅仅局限于原来的河南、山东、江苏等地，已经布局到华东地区的江苏、浙江、安徽、山东，中南地区的河南、湖南、湖北，华北地区的北京、天津、唐

山，华南地区的广东珠海等，形成了全国性质的销售网络。

销售价格方面，公司煤炭销售根据市场定价，以成本加成的方式进行微调。2013~2015 年，受煤炭整体价格下行的影响，公司每吨煤炭销售均价分别为 451 元、409 元和 282 元，销售价格逐年下降。

销售集中度方面，2015 年公司供应链管理业务中前五大销售客户共计实现营业收入 13.68 亿元，占总营业收入 19.48%；供应链金融业务中前五大客户共计实现营业收入 1.56 亿元，占总营业收入 1.66%，集中度不高，属于较低水平。

销售结算方面，公司与电厂的结算方式为电汇及少量银行承兑汇票、现金，回款周期一般在一个月到三个月左右；与其他下游客户的结算方式为银行承兑汇票及少量信用证、电汇等，结算周期在一个月左右。

总体看，公司煤炭供应链管理业务开展时间较长，上下游均积累了较多长期稳定的优质客户，业务规模较大，是公司稳定的收入和利润来源。在采购方面，公司依据国内外煤炭供应价格情况，灵活的对采购地进行选择，以降低采购成本；在销售方面，公司已形成了全国性的销售网络，降低区域集中度风险。

（4）质量控制

煤质控制

公司煤质控制主要考量煤炭的发热量、挥发分、灰分、固定碳含量、水分、粘结指数等各项化学指标。煤炭采购时，由公司采购人员对煤质估测后进行采样，采样遵循每 1,000 吨平均采 10 个点的煤样，每个点的煤样重 5 千克的标准，将采集好的煤样交给专业的煤炭化验机构，并由该化验机构得出各指标的化验结果，以决定是否进行采购；煤炭入库前，一般采用汽车将煤炭运送至储煤场地，在此过程中，每间隔 3 至 5 车进行一次煤样抽查，每车抽查煤样 10 至 20 千克，将抽查的煤样交给专业的煤炭化验机构，并由该化验机构得出各指标的化验结果，公司要求与采购时化验结果的发热量偏差在 ± 150 大卡/千克以内，水分偏差在 $\pm 1\%$ 以内；煤炭入库后，公司进行定期库存抽查、盘库，并对库内的煤炭质量进行抽查；煤炭加工时，在洗煤生产加工过程中每 30 分钟抽样检测一次煤质，对加工后的煤质进行控制，采样化验过程由公司人员全程跟踪监督；煤炭销售时，一般以买方的化验结果为准，采样后将样品分为三部分，一份由买卖双方共同签字封存，一份由公司保留，一份由买方用来化验，整个采样、化验过程中由交易双方全程跟踪监督。

货损控制

根据煤炭的运输方式分为不同的控制方式。汽车运输和轮船运输方式下，公司与运输方约定合理损耗，超出损耗的部分，由运输方承担该部分损失，一般情况下，汽运每车（约 40 吨）的损耗控制在 200 千克以内，海运一般约定控制在 1%以内，内河船运一般约定控制在 0.5%以内；铁路运输方式下，公司派专人在装车环节进行监督，以保证煤炭损耗率，损耗率一般约定在 1.2%以内，超出部分一般由买方承担。

3. 煤炭供应链金融业务

供应链金融服务作为供应链服务的一种，为客户的业务运转的资金需求提供服务，包括商业保理、融资租赁等服务。随着公司业务规模和资金流不断扩大，以及煤炭供应链管理经验的积累，公司在 2013 年开始进入供应链金融服务业务，实现了全流程全覆盖的供应链管理服务商业模式。其中保理业务规模较大，融资租赁业务处于起步阶段。

公司在 2013 年 5 月成立天津瑞茂通商业保理有限公司（以下简称“保理公司”），11 月成

立天津瑞茂通融资租赁有限公司，12月参股新余农商行（占股比9.79%），初步构建起一个供应链金融体系。目前公司发展比较成熟的是应收账款保理业务，主要向煤炭供应链企业提供受让应收账款方式的贸易融资、应收账款的收付结算等保理服务。截至2015年末，公司保理合同项下受让的应收账款余额约61.01亿元，同比增长52.6%，实现营业收入7.14亿元，净利润3.19亿元，营业收入同比增长54.49%。此外，公司融资租赁业务正在有序进行中，公司供应链金融服务未来致力于为煤炭生产和流通企业和金融市场搭建一个相互合作的平台，从而实现煤炭市场生态圈健康运行。

保理公司的主要客户为煤炭供应链的上游煤矿和煤炭中间贸易商，根据应收账款的期限与质量，公司一般设定的保理期限为3~12个月；视公司对客户的资信评估情况，综合费率基本控制在7.5%~18%之间。由于市场资金面持续偏紧，潜在保理客户需求旺盛，因此公司把风险控制作为关注的重点。

2014年下半年开始，保理公司开始进行新的业务模式，一方面由于保理公司的税收相对于传统采购、销售业务的税收相对较低，另一方面，为了业务收入分类更加明晰，瑞茂通将平台业务与保理业务结合起来，具体操作为：瑞茂通介入五大电力集团旗下各个电厂合作与其上游客户的原有业务链条，无论是矿还是中小贸易商，当上游客户将货权经过瑞茂通的业务子公司转移给电厂，并且经过电厂验收合格完毕，出具相应质量、重量检验信息后，保理公司将70%-90%的货款提前支付给上游客户，同时，保理公司受让上游客户对瑞茂通业务子公司的应收账款；待电厂结算完毕，进行回款后，业务子公司将70%-90%对应货款的本息支付给保理公司，剩余尾款直接支付给上游客户。此业务模式，相较于之前从资质较好或是良好的合作记录角度出发，除了考虑这些因素以外，也将货权控制作为重点；关于账户的监管，由于瑞茂通业务子公司的介入，所以回款直接从下游电厂直接回到业务子公司，然后由业务子公司直接进行相关款项的分配，从而避免了部分客户因为无法变更回款账户而对业务造成的不便，影响业务量。

在风险控制方面，公司保理业务发生的主要风险有应收账款的真实性风险、间接付款风险、信用风险、操作风险等。公司控制保理业务的风险主要基于三点：（1）客户的选择。公司主要选择与公司在实体贸易上有长期稳定的合作的企业，这些企业必须资产负债率健康，抵押率充足，抵押资产优质，大部分应收账款来自于下游国有电厂和钢厂，付款方资信优良，偿付稳定，出现违约或损失的风险极小；（2）同一供应链条上的担保。公司作为煤炭供应链行业内的领先企业，全方位的参与煤炭供应链的各个环节，与客户在实体贸易上的密切往来会在事实上对保理业务形成潜在担保。同一供应链条决定了公司可以轻易取得和处置可能违约客户的抵押物，控制违约客户的部分有价物，加大客户违约成本，消灭潜在违约动机；（3）严格的风控体系。保理公司虽然只是类金融公司，但在流程和实质上深入借鉴正规专业金融机构的风控体系，包括但不限于详尽的尽职调查，严格的法务审查，完善的层层风险审批，外加经验丰富的一线业内人士和高管严格把关，做到每一笔业务都有理有据，不容有任何纰漏，此外，公司与客户签订有追索权的保理合同，相关风险发生后，相关法律操作会比较方便，降低公司资金时间成本。

从公司保理业务的经营情况看，公司2013年开展保理业务以来，业务增长较快，近三年客户数量快速增加，2014年末客户数量为28户，保理资产规模达到39.97亿元，较上年末增加89.44%，2015年，保理资产规模达到61.01亿元，较年初增加52.60%，客户数量增加9户。从业务盈利能力来看，2013年以来，公司保理业务毛利率均保持在60%以上的较高水平，且随着保理业务规模效益逐步体现，毛利率呈现上升态势，2014年该业务毛利率为71.75%，较2013年增加11.08个百分点，2015年，该业务毛利率继续提升至85.17%。从实际违约情况看，公司2013年以来未

出现违约现象，表明公司保理业务风险控制效果良好。总体看，公司煤炭供应链金融业务是煤炭供应链管理业务的补充，目前保理业务展现了较好的发展势头，预计未来随着融资租赁等供应链金融业务的开展，公司煤炭供应链金融业务有望获得更快增长，将会积极促进公司煤炭供应链管理业务的健康发展。

4. 经营效率

近三年公司应收账款周转率分别为 9.49 次、10.57 次和 11.82 次，存货周转率分别为 24.46 次、14.93 次和 16.39 次，总资产周转率分别为 1.50 次、1.14 次和 0.97 次，其中随着公司对于下游客户帐期时间的减少和应收账款管理力度的加强，应收账款周转效率得到提升；2015 年公司存货周转率较 2014 年略有回升，主要是公司存货商品下降所致；由于公司近年来煤炭供应链管理业务规模提升，以及煤炭供应链金融业务规模快速增加，导致公司总资产规模增加较快，总资产周转率相应下降。从同行业上市公司比较情况看，公司仍处于行业较好水平，整体经营效率良好（见下表）。

表 7 2015 年我国主要煤炭供应链企业经营效率情况（单位：次）

证券代码	证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
600180.SH	瑞茂通	16.39	11.82	0.97
0866.HK	中国秦发	9.91	1.49	0.14
600546.SH	山煤国际	12.74	6.21	1.21
1733.HK	永晖控股	21.45	6.81	0.88

资料来源：wind 资讯

注：为便于同业比较，本表数据引自 wind 资讯，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异；中国秦发和永晖控股系港交所上市公司，其应收账款包括应收票据。

总体看，公司的下游客户帐期时间的减少和应收账款管理力度的加强导致应收账款周转率、存货周转率有所提升，总资产规模增加较快导致总资产周转率有所下降，与同行业相比公司处于行业较好水平，整体资产经营效率良好。

5. 经营关注

煤炭价格波动风险

从国内来看，由于经济增速放缓和经济结构转型带来的高能耗产业低迷已持续一段时间，受此影响，国内煤炭价格不断创出新低，对公司的收入规模和盈利水平均产生不利影响。国际方面，由于国际煤炭价格波动，给公司控制采购成本带来挑战，对此公司已经对部分没有锁定销售价格的进口合约进行了套期保值。整体看，由于煤炭是国际大宗商品，随着公司业务范围拓展，越来越多的受到国际国内两个煤炭市场价格波动的影响，相关经营风险需持续关注。**汇率风险**

2015 年，公司进口煤炭 1,617 万吨，进口煤炭金额折合人民币 45.56 亿元，规模较大。随着公司进口煤炭规模提升，公司经营中汇率风险敞口也随之扩大。若人民币出现贬值，将会增加公司的采购成本，降低盈利空间。对此公司已经成立专门部门对汇率风险进行对冲，但仍需持续关注汇率变化对公司经营带来的不确定性。

保理业务风险

公司保理业务开展时间不长，但近两年保理业务规模增加较快，2015 年末保理资产规模 61.01 亿元。快速增加的保理业务一方面提升了公司全产业链服务的能力，另一方面也对公司风险控制能力提出新的挑战。随着公司保理业务发展，保理合同项下受让的应收账款余额将继续增加。如

果商业保理业务客户的偿债能力出现问题，会严重影响保理融资资金的到期回收，公司将承受较大资产损失风险。在煤炭行业不景气的背景下，公司保理业务高度集中于煤—电交易市场中，行业集中度高，行业明显波动会造成公司保理业务的风险暴露水平。供应链金融业务经营过程中产生的信用风险需要持续关注。

6. 重大事项

根据公司第五届董事会第三十七次会议审议通过了《关于公司股权激励计划限制性股票第二期解锁、首批股票期权第二个行权期可行权、预留部分股票期权第一个行权期可行权的议案》，董事会将首批获授股票期权的激励对象由 73 人调整至 72 人，相应股票期权授予数量由 1,510 万份调整至 1,498 万份。根据公司第五届董事会第三十七次会议审议通过了《关于公司股权激励计划限制性股票第二期解锁、首批股票期权第二个行权期可行权、预留部分股票期权第一个行权期可行权的议案》，董事会将首批获授股票期权的激励对象由 73 人调整至 72 人，相应股票期权授予数量由 1,510 万份调整至 1,498 万份。截止 2015 年 5 月 5 日，公司已收到 82 名股票期权激励对象缴纳的 5,215,000 股人民币普通股股票的行权股款合计人民币 41,340,050.00 元，公司增加股本人民币 5,215,000.00 元，增加资本公积人民币 36,125,050.00 元。变更后的公司总股本为 883,478,893 股。

2015 年 6 月 25 日，公司完成非公开发行 A 股股票。本次非公开发行共发行股票 13,392.86 万股，发行价格为 11.20 元/股，上海豫辉投资管理中心（有限合伙）、万永兴、刘轶以现金认购上述股份，募集资金总额 15.00 亿元，募集资金净额 14.90 亿元。2015 年 6 月 25 日，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）出具了瑞华验字[2015]13020011 号《验资报告》；本次发行新增股份已于 2015 年 7 月 1 日在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕登记托管手续。

本次发行募集资金主要用于增资天津瑞茂通商业保理有限公司、供应链电子商务平台建设及补充流动资金。其中增资天津瑞茂通商业保理有限公司有助于公司迅速扩张供应链金融服务，提高供应链综合服务能力；投资建设供应链电子商务平台将有效改进公司现有信息系统、提升运营水平及工作效率，同时也将极大地提高供应链金融的服务效率并同时提高公司控制风险的能力，从而在整体上提高公司的盈利能力，增强公司在行业中的竞争力；同时补充流动资金能够帮助公司改善债务结构、节约财务费用、提升公司盈利能力。

联合评级认为，公司顺利完成非公开发行股票，能够明显提升公司资本实力、增加业务规模和盈利能力，对提升公司信用水平具有积极作用。

7. 未来发展

公司整体战略目标是煤炭为先导，积极涉足其他大宗商品，通过资本运作，借助互联网、创新经营模式，实现产业与金融的高度融合，推行平台战略，成为全球领先的大宗商品供应链平台服务商。

未来，公司将继续践行产业战略，根据行业发展及自身变化情况，不断深耕优化现有商业模式的同时，积极打造大宗商品的瑞茂通模式。引领产业变革，扩大产业规模，增强核心竞争力，切实提高公司盈利能力。

公司将围绕“产业+金融+电商+平台合伙制”的战略导向全面开展工作。首先以大宗商品供应链板块为主，形成以煤炭、铁矿石、焦煤、焦炭、有色金融、棉花等全链条大宗商品供应链业务；以规模为导向，充分利用期货、纸货等金融衍生工具来规避市场风险；不断的培育大宗商品的线下管理能力，为搭建大宗商品的综合电商打下线下基础；其次公司将大力发展供应链金融板块。

把供应链金融作为独立产业去培育，完善并强化可视化供应链金融风控体系，实现业务发展与投融资自我强化的闭环，依托电商平台，寻找供应链资产端的蓝海，并且打通资金端，实现资产端和资金端的无缝对接；再次，大宗商品电子商务板块，易煤网未来要打造一个集合产业链各环节要素的第三方企业级服务平台，通过互联网实现资源的一键式配送。三个即独立发展又相互协同的战略板块将成为公司的核心竞争力，其中大宗商品供应链业务是所有业务的基础；供应链金融是链接商品与电商的纽带；电商是金融与商品贸易的结合体。

总体看，公司的经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。未来随着经营规模的进一步扩大和供应链金融的发力，公司整体竞争力有望进一步增强。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2013~2015 年度财务报告均已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告；公司 2016 年一季度财务报告未经审计。公司 2015 年财务报告除按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布并于 2014 年修订的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（统称“企业会计准则”）编制外，还按照中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）披露有关财务信息。

从合并范围变化来看，随着经营规模的扩大，近三年公司合并报表范围有所变。但考虑到公司合并范围变化主要涉及新设子公司，对公司财务数据可比性影响有限，公司近三年财务数据的可比性较高。

表 8 2013~2015 年公司合并范围变化情况

时间	变动情况	公司名称	变动原因
2013 年	增加	天津瑞茂通商业保理有限公司、	新设公司
	增加	烟台瑞茂通供应链管理有限公司	新设公司
	增加	深圳前海瑞茂通供应链平台服务有限公司	新设公司
	增加	Rex coal Pte. Ltd.	新设公司
	增加	China Coal Solutioin(Indonesia)Pte.Ltd.	新设公司
2014 年	增加	天津瑞茂通融资租赁有限公司	新设公司
	增加	上海瑞茂通融资租赁有限公司	新设公司
	增加	郑州嘉瑞瑞茂通供应链管理有限公司	新设公司
	增加	北京瑞茂通供应链管理有限公司	新设公司
	增加	武汉瑞茂通供应链管理有限公司	新设公司
	增加	和略电子商务（上海）有限公司	新设公司
	减少	烟台瑞茂通供应链有限公司	股权转让
2015 年	增加	宁夏瑞茂通供应链管理有限公司	新设公司
	增加	新疆瑞茂通煤炭供应链管理有限公司	新设公司
	增加	上海瑞易供应链管理有限公司	新设公司
	增加	上海和略供应链管理有限公司	新设公司
	增加	宣威瑞茂通商贸有限公司	新设公司
	增加	内蒙古和略煤炭销售有限公司	新设公司
	增加	上海瑞茂通仓储管理有限公司	新设公司
	增加	江西瑞茂通供应链管理有限公司	新设公司
	增加	宁夏华运昌煤炭运销有限公司	新设公司

	增加	陕西秦瑞丰煤炭运销有限公司	新设公司
	增加	陕西吕通贸易有限公司	新设公司
	增加	宁夏腾瑞达电力燃料有限公司	新设公司
	增加	瑞茂通资产管理有限公司	新设公司
	增加	瑞茂通国际融资租赁有限公司	新设公司

资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司合并资产总额 114.70 亿元，负债合计 73.38 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 41.33 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 41.27 亿元。2015 年，公司实现合并营业收入 94.05 亿元，净利润（含少数股东损益）4.26 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 4.28 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.74 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.17 亿元。

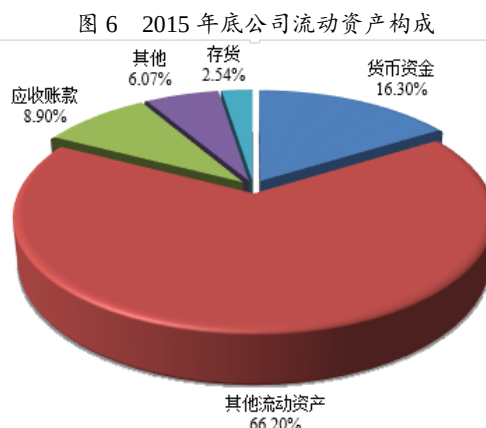
截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 145.19 亿元，负债合计 102.36 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 42.83 亿元，其中归属于母公司所有者权益为 42.79 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 22.91 亿元，净利润（含少数股东损益）1.41 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.43 亿元；经营活动产生的现金流量净额-16.41 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.92 亿元。

2. 资产质量

随着传统煤炭供应链管理经营规模的稳步增长、煤炭供应链平台服务以及应收账款保理业务的迅速扩张，公司资产规模逐年增加，2013~2015 年，公司资产总额年均复合增长率达 31.53%。截至 2015 年底，公司资产总额为 114.70 亿元，其中流动资产合计占 89.99%，非流动资产合计占 10.01%，流动资产占比高，符合公司轻资产业务模式特点，同时显示出公司资产具有较好的流动性和较强的变现能力。

流动资产

公司近三年流动资产复合增长率为 32.57%，截至 2015 年底，公司流动资产合计 103.22 亿元，以货币资金（占 16.30%）、应收账款（占 8.90%）、存货（占 2.54%）和其他流动资产（占 66.20%）为主，如下图所示。



数据来源：公司年报

公司近年来货币资金呈波动上升趋势，截至 2015 年底，公司货币资金余额为 16.83 亿元，年均复合增长 18.06%，其中 2015 年末货币资金余额较上年末大幅增长 55.82%，主要是公司因业务需要在金融机构开具票据、信用证及期货合约等业务导致存放保证金增加所致。公司资金货币较

为充足，但由于公司流动资产增长迅速，导致货币资金占流动资产比例呈波动下降趋势，分别为 20.56%、15.48%和 16.30%。2015 年末公司货币资金中使用受限资金占比 72.30%，所占比重大，主要为票据、信用证保证金和期货套期保值保证金。

2013~2015 年，公司应收账款呈现波动上升趋势，年均复合增长率为 0.41%，2015 年末应收账款账面余额较上年末增加 38.12%，主要是公司主营业务扩张导致应收账款增加所致。截至 2015 年底，公司应收账款余额 9.19 亿元，在流动资产中的占比为 8.90%。其中账龄在 6 个月以内的占比为 93.13%，账龄在 1 年以内的占比为 93.18%，公司按照应收账款账龄分析法已累计提取 732.80 万元坏账准备，计提比例 0.79%。鉴于公司应收账款账龄普遍较短，公司坏账准备计提额尚可。从结构上看，欠款方主要为国有大型电厂企业，应收账款欠款方前 5 名合计余应收账款余额的比例为 27.75%，集中度尚可。

2013~2015 年，公司应收票据分别为 3.87 亿元、0.12 亿元和 0.99 亿元，变动较大。截至 2015 年底，公司应收票据为 0.99 亿元，较上年末增加 712.25%，主要系结算方式的调整。

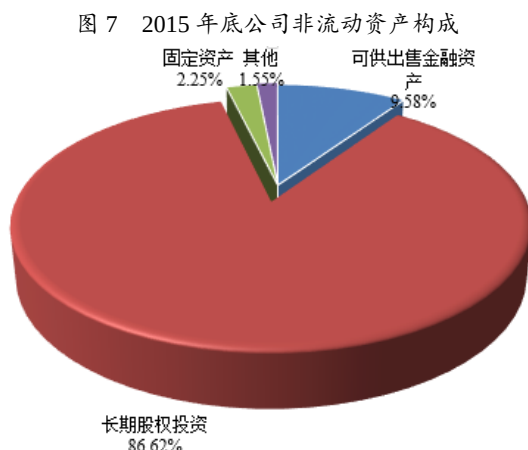
2013~2015 年，公司预付款项分别为 7.72 亿元、2.42 亿元和 3.05 亿元，呈波动下降态势，主要为公司经营过程中煤炭采购的预付款。截至 2015 年底，公司预付款项余额 3.05 亿元，较上年末增加 25.94%，主要系公司业务进一步发展，采购量增加。

2013~2015 年，公司存货总体呈波动上升趋势，年均复合增长率 4.46%。其中，2014 年末公司存货账面价值较上年末大幅增加 197.12%，主要是公司库存商品以及在途货物的增加所致。2015 年底，公司存货账面价值为 2.62 亿元，较年初减少 63.27%，主要是受市场需求季节性波动以及价格波动影响导致库存商品减少。

2013~2015 年，公司其他流动资产增速较快，年均复合增长率 77.16%，主要是由于保理业务规模的扩大，保理合同项下受让应收款项为 61.01 亿元，占其他流动资产 89.29%，较年初大幅增长 52.60%，同时新增委托贷款 0.14 亿元和新增预交所得税 761.06 万元所致。截至 2015 年底，公司其他流动资产余额 68.33 亿元，占流动资产比例 66.20%，其中保理合同项下受让的应收款项占比为 89.29%。目前公司保理客户为煤炭供应链的上游煤矿和煤炭中间贸易商，鉴于保理业务中可能出现的应收账款的真实性风险、间接付款风险、信用风险、欺诈风险以及操作风险，公司对预计可能无法收回的保理应收款提坏账准备，截至 2015 年底，公司计提坏账准备金 1,027.10 万元，1 年内无坏账计提比例，1~2 年内计提坏账比例为 10%。坏账计提比例较低，主要系由于公司与客户签订有追索权保理合同，建立了一套完整的风控体系，客户集中度较低。

非流动资产

近三年来公司非流动资产增速较快，年均复合增长率为 23.16%，主要是长期股权投资大幅增加所致，截至 2015 年底，公司非流动资产合计 11.48 亿元，主要以长期股权投资（占 86.62%）、固定资产（占 2.25%）和可供出售金融资产（占 9.58%）为主，如下图所示。



数据来源：公司年报

截至 2015 年底，公司长期股权投资账面值为 9.94 亿元，较年初增长 2.71%，主要系对联营企业按照权益法确认当期的投资收益所致。公司合计共对 4 家企业进行股权投资且所有投资企业均为联营企业，分别为新余农村商业银行股份有限公司、郑州航空港区兴瑞实业有限公司、北京中瑞瑞兴供应链管理有限公司和庆阳能源化工集团瑞茂通供应链管理有限公司，持股比例分别 9.79%、49%、40%和 40%。

近三年公司固定资产规模稳定增长，年均复合增长率为 46.93%，截至 2015 年底，公司固定资产净额为 0.26 亿元，较年初减少 2.88%，主要系处置和报废金额有所增加。从固定资产构成来看，年末固定资产净额中机器设备、运输工具和电子设备占比分别为 12.65%、74.23%和 13.13%。固定资产累计计提折旧 1,665.85 万元，固定资产成新率 60.74%，成新率一般。公司固定资产规模和构成，符合公司轻资产经营模式。

2015 年，公司新增可供出售金融资产 1.10 亿元，主要系公司对江苏华泰瑞联并购基金（有限合伙）和北京领先创融网络科技有限公司的权益投资。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额合计 145.19 亿元，较年初增长 26.58%，主要系公司因业务需要在金融机构开具票据、信用证及期货合约等业务导致存放保证金增加。从资产构成上看，公司流动资产和非流动资产的占比分别为 91.08%和 8.92%，流动资产占比有所提高。

总体看，主要由于供应链金融服务业务的规模不断扩大，公司资产规模大幅增长。公司资产以流动资产为主，其中保理业务中应收款项形成的其他流动资产占比重大；货币资金余额规模较大，但是其中使用受限资金占比较高；非流动资产以长期股权投资为主。公司保理项下应收款项风险可控，整体资产流动性较好，资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

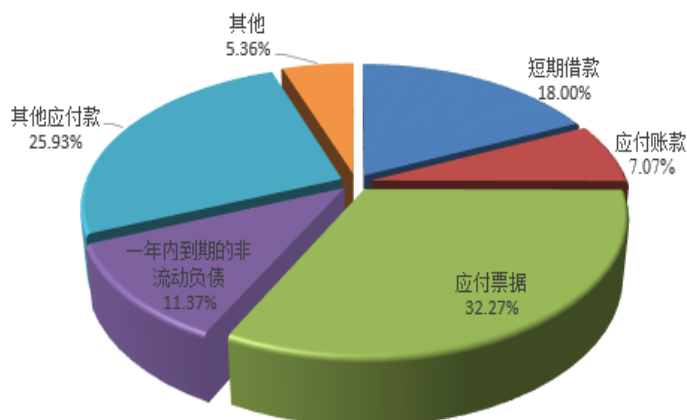
负债

伴随资产规模的扩张，公司近三年来负债总额大幅增长，年均复合增长 22.58%，主要是应付票据、一年内到期的非流动负债和递延所得税负债增加所致。截至 2015 年底，公司负债合计 73.38 亿元，其中流动负债占 99.98%，公司负债以流动负债为主。

2013~2015 年，公司流动负债增速较快，年均复合增长率为 22.82%，主要受应付票据增加影响。截至 2015 年底，公司流动负债合计 73.36 亿元，较年初增加 46.85%。流动负债以短期借款（占 18.00%）、应付票据（占 32.27%）、应付账款（占 7.07%）、其他应付款（占 25.93%）和一年内

到期的非流动负债（占 11.37%）为主，如下图所示。

图 8 2015 年底公司流动负债构成



数据来源：公司年报

公司短期借款呈波动增长趋势，年均复合增长率为 12.01%，2015 年较 2014 年增长幅度 25.53%，主要原因为 2015 年公司扩大业务规模增加了质押借款 5.47 亿元所致。截至 2015 年底，公司短期借款为 13.21 亿元，较年初增加 25.53%，主要由质押借款和保证借款构成，分别占 74.50% 和 25.50%。

2013~2015 年，公司应付票据呈现波动上升趋势，年均复合增长率为 43.66%。截至 2015 年底，公司应付票据余额 23.67 亿元，较年初增加 212.64%，主要是银行承兑汇票大幅增加。从票据种类来看，公司应付票据以银行承兑汇票为主，占比 89.60%。

2013~2015 年，公司应付账款呈波动增长趋势，年均复合增长率为 25.23%。截至 2015 年底，公司应付账款为 5.18 亿元，全部为应煤炭采购款，较年初减少 4.15%，主要系煤炭市场行情变化，公司赊销购买煤炭减少所致。

2013~2015 年，公司其他应付款呈波动下降趋势，年均复合减少 4.31%。截至 2015 年底，公司其他应付款为 19.02 亿元，公司其他应付款主要以拆入资金为主，其中应付母公司郑州瑞茂通供应链有限公司款项为 15.70 亿元，资金成本 4.35%，剩余部分主要为上海浦银安盛资产管理公司和重庆金融交易所的拆入资金，资金成本为 7.75% 左右。未来随着保理业务的发展，公司保理业务逐渐具备自身融资能力，大股东将逐步减少对公司保理业务的资金支持规模。

公司 2015 年新增 1 年内到期的非流动负债 8.34 亿元，主要系公司 2014 年 9 月发行的新加坡元债券将在一年内到期导致一年内到期的非流动负债增加。

截至 2015 年底，公司非流动负债 0.01 亿元，较年初大幅减少 99.82%，主要系由于新加坡元债券构成的应付债券，由于剩余存续时间所致，转入一年内到期的非流动负债所致。截至 2015 年底，公司的非流动负债仅为递延所得税负债主要为交易性金融资产公允价值变动变动产生的应纳税暂时相差异增加所致。

2013~2015 年，公司有息负债分别为 42.70 亿元、49.65 亿元和 63.73 亿元。截至 2015 年底，公司有息负债为 63.73 亿元，较年初上升 28.36%。截至 2015 年底，公司全部债务为 63.73 亿元（计入其他应付款的大股东借款和资管），全部为短期债务。截至 2015 年底，公司短期债务主要由多渠道的间接融资以及应付票据构成。

2013~2015 年，公司资产负债率分别为 73.66%、72.98% 和 63.97%；全部债务资本化比率分别

为 70.97%、69.70% 和 60.66%。截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 63.97% 和 60.66%，较年初分别小幅下降 9.01 个百分点和 8.04 个百分点；截至 2015 年，公司全部为短期债务，债务结构有待改善，短期存在一定的偿付压力。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额为 102.36 亿元，较年初增加 39.49%，主要由流动负债构成，占比为 83.33%。其中，应付账款为 7.20 亿元，较年初增加 38.88%；预收款项为 4.39 亿元，较年初增加 176.39%；其他应付款 17.24 亿元，较年初降低 9.36%。同时，资产负债率有所下降，全部债务资本化率略微上升，分别为 70.50% 和 67.61%。

总体看，目前公司资产负债率较高，债务负担较重，特别是流动负债占比较高，短期偿付压力较大，偿债负担较重。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益增速较快，年均复合增长率为 53.83%，主要是公司在 2015 年共完成三次股权激励计划行权以及增发股票所致。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 41.33 亿元，其中归属于母公司所有者权益 41.27 亿元，占 99.87%，少数股东权益 549.54 万元，占 0.13%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 24.62%，资本公积占 36.16%，盈余公积占 2.28%，未分配利润占 37.11%，其中未分配利润占比相对较大。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 42.83 亿元，较年初增加 3.64%。所有者权益结构基本保持一致。具体来看，公司所有者权益中归属于母公司的权益占 99.92%，其中，股本占 23.75%、资本公积占 35.14%、盈余公积占 2.20%、未分配利润占 39.18%。

整体看，公司所有者权益中未分配利润偏高，权益结构有待完善。

4. 盈利能力

公司近三年来业务规模不断扩大导致营业收入逐年稳定增加，年均复合增长率为 20.37%，同期营业成本增长率与营业收入相当，年均复合增长率为 20.26%。增长主要来自于传统煤炭供应链业务稳定增长。

2013~2015 年，公司利润总额分别为 5.47 亿元、5.84 亿元和 5.55 亿元，年均增长 0.70%；净利润分别为 4.71 亿元、5.02 亿元和 4.26 亿元，年均降低 4.93%；归属母公司所有者净利润分别为 4.71 亿元、5.03 亿元和 4.28 亿元，年均降低 4.74%。

2015 年，公司实现利润总额、净利润额和归属母公司所有者净利润分别为 5.55 亿元、4.26 亿元和 4.28 亿元，盈利规模较大，分别较上年减少 5.03%、15.11% 和 14.93%。2015 年净利润减少主要受行业环境及公司尚处于战略转型等因素影响。

近三年，公司投资收益分别为 0.23 亿元、3.10 亿元和 0.57 亿元，呈波动增长趋势；其中 2014 年投资收益较高，主要由公司对联营企业和合营企业的投资收益构成；2015 年投资收益中，权益法核算的长期股权投资收益占 61.46%，主要是长期股权投资在权益法下确认的新余市农村商业银行、北京中瑞瑞兴供应链管理有限公司、郑州航空港区兴瑞实业有限公司和庆阳能源化工集团瑞茂通供应链管理有限公司的投资收益构成。近三年公司投资收益占营业利润的比例分别为 4.94%、66.87% 和 13.90%，波动较大，但整体占比不高。

从期间费用方面来看，公司近三年来期间费用分别为 4.93 亿元、10.35 亿元和 10.06 亿元，年均复合增长率为 42.79%。2013~2015 年，公司销售费用呈波动增长趋势，年均复合增长 24.52%，2015 年，销售费用为 5.83 亿元，较上年下降 21.71%，主要系 2015 年海运费大幅降价，并且部分陆运费用不再由公司承担，导致运杂费大量减少，从而引起销售费用减少。2013~2015 年，公司

管理费用呈逐年上升趋势，年均复合增长 25.52%，2015 年，管理费用为 1.53 亿元，较上年增加 7.01%，主要是公司实施股票期权激励计划需按期确认相关费用，同时公司引进大量高端人才致使人工费用（薪酬）增加，从而导致管理费用增加。2013~2015 年，公司财务费用呈大幅上升趋势，年均复合增长 265.38%，2015 年，财务费用为 2.70 亿元，较上年增加 83.85%，主要是公司 2015 年外部融资规模扩大，以致财务费用中融资成本增加，同时由于汇率波动致使汇兑损益增加，2013~2015 年，公司费用收入比分为 7.60%、12.41%和 10.70%，费用规模整体呈上升趋势，公司费用控制能力有待提升。

近三年，公司营业外收入分别为 0.82 亿元、1.21 亿元和 1.45 亿元，主要为政府补贴，占利润总额的比例分别为 15.01%、20.67%和 26.18%，占比较高。2015 年公司营业外收入主要为政府补助，占比 99.52%，其中，公司子公司天津瑞茂通商业保理有限公司符合天津市滨海新区中心商务区管理委员会发布的《滨海新区中心商务区促进现代服务业发展暂行办法》文件的相关规定，享受相应的地方资金扶持，取得现代服务业发展资金 0.33 亿元。

从盈利指标看，近三年，受煤炭价格下降的影响，公司利润增幅小于资产规模扩张速度，导致公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率逐年下降，2013~2015 年，公司总资本收益率分别为 13.20 %、9.96 %和 7.53%；总资产报酬率分别为 13.45 %、10.09 %和 8.15 %；净资产收益率分别为 31.50 %、25.69 %和 13.54 %。2015 年三项盈利指标分别为 7.42%、8.15%和 13.54%，较 2014 年的 9.96%、10.09%和 25.69%分别下降 2.55 百分点、1.94 百分点和 12.15 个百分点，盈利能力有所下降，但整体仍处于较高水平。

从与同行业上市公司的盈利能力比较看，公司的盈利能力处于行业高水平。

表 9 2015 年主要煤炭供应链上市公司盈利指标情况（单位：%）

指标名称	销售毛利率	净资产收益率（平均）	总资产报酬率
山煤国际	-5.07	-47.96	3.59
中国秦发	-49.13	328.59	-75.90
永晖控股	2.67	267.04	-22.55
瑞茂通	14.56	13.60	8.02

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2016 年 1~3 月份，公司实现营业收入、营业利润、净利润分别为 22.91 亿元、1.85 亿元、1.41 亿元，达到 2015 年全年总额的 24.36%、45.10%、33.17%。

总体看，公司盈利能力较强，受行业环境及公司尚处于战略转型等因素影响，2015 年公司实现的净利润较去年同比有所下降；投资收益具有一定的不确定性。受煤炭行业低迷等外部因素影响，公司未来主营业务盈利能力存在一定压力。未来随着公司业务规模的不断扩大和保理业务的不断扩大，公司自身盈利能力有望继续增强。

5. 现金流

经营活动方面，2013~2015 年，公司经营活动现金流入和流出复合增长率分别为 65.23%和 41.78%，均呈大幅增长趋势，增长的主要原因为主营业务规模的扩大。公司 2015 年经营性现金流入和流出分别为 157.79 亿元和 154.04 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 3.74 亿元，呈现净流入状态。从收入实现质量来看，公司近三年现金收入比分别为 85.45%、94.54%和 100.54%，收入实现质量有待提升。

投资活动方面，公司近三年投资活动现金流量净额分别为-7.18 亿元、0.08 亿元和-7.32 亿元，2014 年投资活动现金净流入主要系转让理财产品收到的现金增加所致。2015 年投资活动现金状态由流入转为流出，投资活动现金流入量大幅减少主要是由于公司无与处置子公司相关的现金流入导致投资活动现金流入减少。投资活动现金流出量增加是由于公司支付期货、纸货保证金及开始外汇套保业务导致投资活动现金流出增加。

筹资活动方面，公司近三年筹资活动现金流量净额分别为 23.10 亿元、7.76 亿元和 2.17 亿元，筹资活动产生的现金流量净额呈现净流入状态，但呈逐年减少趋势。筹资活动现金流入量增加主要是因为公司非公开发行股票项目募集资金到位导致筹资活动现金流入增加。筹资活动现金流出量增加主要是因为公司为偿还到期借款增加导致筹资活动现金流出金额增加。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为-16.41 亿元，较上年同期减少-260.91%，主要系保理业务规模扩大导致经营活动产生的现金流量净额减少；投资活动现金流量净额为-1.17 亿元，较上年同期减少-1,013.06%，主要系公司对外投资活动增加导致投资活动产生的现金流量净额减少；筹资活动现金流量净额为 21.53 亿元，较上年同期增长 731.70%，主要是系公司实施多项债项融资导致筹资活动产生的现金流量净额同比增加。

总体看，由于公司 2015 年业务规模的不断扩大和通过非公开发行股票募集资金导致经营活动现金流和筹资活动现金流的增加，同时公司在 2015 年也加大了对长期股权投资和期货、纸货的投资活动；从长期来看，随着公司供应链服务和供应链金融业务规模不断扩大，对资金的需求将不断增加，公司外部融资需求较强。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2013~2015 年，公司流动比率分别为 1.21 倍、1.40 倍和 1.41 倍，速动比率分别为 1.16 倍、1.25 倍和 1.37 倍，近三年公司的流动比率和速动比率较为稳定。2015 年三季度受公司非公开发行股票影响，公司货币资金大幅增长，导致公司流动比率和速动比率都有所上升，分别为 1.41 和 1.37，整体看，公司短期偿付压力较大，但目前生产经营稳定，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2013~2015 年，公司 EDITDA 年均复合增长 17.29%，呈逐年上升态势，主要是计入财务费用增利息支出所致；2015 年公司 EBITDA 为 8.04 亿元，其中，折旧占比 0.98%、摊销占比 0.45%、计入财务费用的利息支出占比 29.58%、利润总额占比 68.98%。2013~2015 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 16.63 倍、4.82 倍和 3.38 倍，呈下降态势；EBITDA 全部债务比分别为 0.14 倍、0.15 倍和 0.12 倍，有所下降，2014 年和 2015 年，公司 EBITDA 对利息的保障能力明显下降，对全部债务的保障能力有待提高。近三年，公司经营现金债务保护倍数分别为-0.44 倍、-0.15 倍和 0.06 倍，呈逐年提升态势，经营活动收到的现金对债务的保护能力有待提升。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至 2015 年底，公司不存在未决诉讼事项。

根据公司提供的数据，截至 2015 年末，公司对子公司担保余额 23.07 亿元，对外担保余额 1.20 亿元。根据公司与参股公司郑州航空港区兴瑞实业有限公司于 2014 年 11 月 14 日签订的担保协议，公司为其提供连带责任保证担保，担保金额为 0.5 亿元。根据公司与河南平瑞供应链管理有限公司于 2015 年 9 月 23 日签订的担保协议，公司为其提供连带责任担保，担保金额为 0.7 亿元。除对参股子公司郑州航空港区兴瑞实业有限公司 0.5 亿元担保以及对河南平瑞供应链管理有限公司 0.7 亿元的担保外，其余担保均为对合并报表范围内子公司担保，整体来看，公司或有负债风险不

大。

担保总额占公司净资产比例的 58.72%，担保金额占比不高，整体看公司或有负债风险不大。

表 10 2015 年公司担保情况（单位：万元）

担保人	被担保人	担保金额	担保期限	担保是否已经履行完毕
瑞茂通	郑州嘉瑞供应链管理有限公司	5,000.00	2015.08-2016.08	否
瑞茂通	郑州嘉瑞供应链管理有限公司	11,000.00	2015.07-2016.07	否
瑞茂通	郑州嘉瑞供应链管理有限公司	3,000.00	2015.05-2016.05	否
瑞茂通	郑州嘉瑞供应链管理有限公司	5,500.00	2015.10-2017.10	否
瑞茂通	浙江和辉电力燃料有限公司	5,500.00	2014.12-2016.12	否
瑞茂通	浙江和辉电力燃料有限公司	4,000.00	2015.07-2016.12	否
瑞茂通	浙江和辉电力燃料有限公司	27,000.00	2015.09-2017.09	否
瑞茂通	浙江和辉电力燃料有限公司	2,000.00	2015.09-2016.09	否
瑞茂通	西宁德祥商贸有限责任公司	20,000.00	2014.05-2016.05	否
瑞茂通	西宁德祥商贸有限责任公司	10,000.00	2015.03-2016.03	否
瑞茂通	西宁德祥商贸有限责任公司	10,000.00	2014.12-2016.06	否
瑞茂通	西宁德祥商贸有限责任公司	7,000.00	2015.09-2016.09	否
瑞茂通	西宁德祥商贸有限责任公司	20,000.00	2015.09-2016.09	否
瑞茂通	深圳前海瑞茂通供应链平台服务有限公司	35,000.00	2015.04-2016.04	否
瑞茂通	那曲瑞昌煤炭运销有限公司	15,200.00	2015.10-2017.10	否
瑞茂通	那曲瑞昌煤炭运销有限公司	16,000.00	2015.07-2016.07	否
瑞茂通	江苏晋和电力燃料有限公司	30,000.00	2015.04-2016.04	否
瑞茂通	江苏晋和电力燃料有限公司	4,500.00	2015.05-2016.05	否
合计		230,700.00	-	-
瑞茂通	郑州航空港区兴瑞实业有限公司	5,000.00	2014.11-2017.11	否
瑞茂通	河南平瑞供应链管理有限公司	7,000.00	2015.09-2017.09	否
合计		242,700.00	-	-

资料来源：公司提供

公司与各大商业银行建立了良好的合作关系，截至 2015 年底，公司共获得授信额度 32.90 亿元，已使用授信余额为 20.35 亿元，尚未使用的授信额度为 12.55 亿元，公司与国内多家银行合作关系稳固，公司间接融资渠道较为通畅。同时，公司通过资本市场直接融资工具，发行公司债、短融、中票和境外债等多种方式融资，直接融资渠道畅通。

根据中国人民银行 2016 年 4 月 25 日出具的编号为 B201604250131021180 的《企业信用报告》，公司存在的 8 笔不良贷款，共计 1.04 亿元，均为重组前九发股份的不良贷款，银行已出具证明。总体看，公司偿债能力良好。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年末，公司债务总额为 63.73 亿元，本次拟发行公司债规模不超过 15 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度较大。本次债券发行后，公司债务负担将明显加重。

以 2015 年末财务数据为基础，假设募集资金净额为 15 亿元，本次债券发行后，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 26.63%、65.58%和 68.14%，债务负担明显加重。考虑到公司本次债券募集资金主要用于增资天津瑞茂通商

业保理有限公司项目、供应链电子商务平台建设项目和补充流动资金，公司债务结构将能得到改善。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2015 年的财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 8.04 亿元，为本次公司债券发行额度（15 亿元）的 0.54 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。公司 2015 年经营活动产生的现金流入 157.79 亿元，为本次公司债券发行额度（15 亿元）的 10.52 倍，公司经营活动现金流对本次债券覆盖程度较高。

2015 年，完成非定向增发后，公司资本实力明显增强，未来，随着非定向增发募集资金项目逐渐完成，公司煤炭供应链管理业务和煤炭供应链金融业务规模将进一步提升，公司盈利水平将有望获得提高，公司对本次债券的偿还能力有望得到进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位、盈利能力，以及 2015 年增发完成等因素，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力强。

九、债券保护条款分析

1. 担保条款

郑州瑞茂通供应链有限公司（以下简称“郑州瑞茂通”）为本次发行的不超过 15 亿元公司债券提供全额无条件不可撤销的无限连带责任保证担保。担保人担保范围包括本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

郑州瑞茂通承担保证责任的期间自本期债券发行首日至本期债券到期日后两年止，债券持有人在此期间内未要求甲方承担保证责任的，或债券持有人在保证期间主张债权后未在诉讼时效期限届满之前向担保人追偿的，担保人免除保证责任。

公司董事长万永兴和副董事长刘轶出具担保函，以个人全部合法财产向本次债券持有人承担无限连带责任保证担保。担保范围包括应付债券持有人所持债券本息、违约金、损害赔偿金和实现债权费用的资产和权益。承担保证责任的期间自该期发行的本期债券发行首日至该期发行的本期债券到期日后两年止。债券持有人在此期间内未要求担保人就该期发行的本期债券承担保证责任的，或本期债券持有人在保证期间主张债权后未在诉讼时效期限届满之前向担保人追偿的，担保人将被免除保证责任。

2. 担保人信用分析

（1）郑州瑞茂通

郑州瑞茂通概况

郑州瑞茂通成立于 2010 年 7 月，注册资本为人民币 15.80 亿元，河南中瑞投资有限公司是唯一股东。郑州瑞茂通是一家控股公司，截至 2015 年末，郑州瑞茂通拥有全资子公司 7 家，分别为上海润宜石油化工有限公司（以下简称“上海润宜”）、大连中安泰石油化工有限公司（以下简称“大连中安泰”）、郑州德佑聚贸易有限公司（以下简称“郑州德佑聚”）、宁波景臻瑞昌贸易有限公司（以下简称“宁波景臻瑞昌”）、上海景臻国际贸易有限公司（以下简称“上海景臻国际”）、郑州涵川贸易有限公司（以下简称“郑州涵川”）和上海远宜国际贸易有限公司（以下简称“上海远宜”），拥有控股子公司 1 家，即为瑞茂通供应链管理股份有限公司。

郑州瑞茂通经营范围：企业管理咨询（不含金融、证券、期货咨询），有色金属、矿产品（煤

炭除外）、铁矿石、焦炭（煤炭除外）、钢材、五金、建筑材料、电气设备、机械设备、橡胶制品、化工原料（化学危险品及易燃易爆品除外）、通讯产品及配件、农副产品；燃料油的销售（易燃易爆及船用燃料油除外）；从事货物和技术进出口业务（上述范围凡涉及国家法律法规、规定应经审批方可经营或禁止进出口的货物和技术除外）。目前郑州瑞茂通主要业务为煤炭供应链管理与服务，以及燃料油等业务。

郑州瑞茂通按照现代企业制度要求，依据公司法，建立了董事会和监事会，其中董事会成员 3 人，监事会成员 3 人。董事会下设总经理，总经理下设财务管理中心、运营中心、业务中心、风险控制中心、审计部、行政与人力资源中心等部门。截至 2015 年底，郑州瑞茂通共有员工 300 余人，其中 95% 拥有本科及以上学历。

截至 2015 年底，郑州瑞茂通合并资产总额 225.26 亿元，负债合计 136.14 亿元，所有者权益 89.12 亿元（含少数股东权益 14.86 亿元），其中归属于母公司所有者权益为 74.27 亿元；2015 年郑州瑞茂通实现营业总收入 193.90 亿元，净利润（含少数股东损益）4.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 2.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.79 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.89 亿元。

郑州瑞茂通注册地址：郑州航空港区新港大道北段金融广场大厦东侧 319 号；法定代表人：万永兴。

经营情况

郑州瑞茂通的主要业务为大宗商品供应链管理业务，经营主体为瑞茂通。此外，利用煤炭贸易储备的客户资源和产业链资源，郑州瑞茂通还通过大连中安泰和上海润宜进行铜、镍等有色金属贸易和燃料油的贸易业务，具体如下表所示。从业务规模来看，瑞茂通的资产、收入和利润占郑州瑞茂通资产、收入和利润的绝大部分，大连安泰和上海润宜的收入规模不大，利润水平有所下降。

表 11 2015 年郑州瑞茂通主要子公司基本情况表（单位：%、万元）

公司名称	主要业务	持股比例	总资产	所有者权益	营业收入	净利润	经营活动现金流净额
瑞茂通供应链管理股份有限公司	煤炭供应链管理及服务	60.76	1,147,028.22	413,253.13	940,503.82	42,579.89	37,432.43
大连中安泰石油化工有限公司	油品及有色金属贸易	100	10,706.79	315.72	29,703.55	-236.26	-353.45
上海润宜石油化工有限公司	油品及有色金属贸易	100	20,239.05	4,972.62	40,892.30	-6.28	-52.44

数据来源：根据公司提供资料整理

瑞茂通

具体见主体分析部分。

大连中安泰石油化工有限公司

大连中安泰为 2013 年 6 月成立，注册资本 1,000 万元整，业务范围包括汽油、煤油、石脑油的无储存经营，柴油、燃料油、润滑油、钢材、木材、煤炭、仪器仪表、电线电缆、矿产品、阀门、有色金属、办公用品、汽车零部件、计算机硬件、建材、五金产品、化工产品销售、经济信息咨询、计算机软件开发，经营广告业务，国内一般贸易，货物及进出口。

大连中安泰主要从沿海地区采购燃料油、汽柴油等油品，通过租用的场地进行存储，并销售给山东的地炼企业。由于于相关上游企业的合作时间长，合作关系稳定，大连中安泰一般能够获得较优惠的进货价格。大连中安泰通过直销方式销售油品，下游客户自行到大连中安泰的仓库提

货。大连中安泰采购和销售都基本采用现款现货的方式进行，销售定价随行就市。为了规避风险，大连中安泰将自身油品库存控制在一个月左右贸易量的水平。

从供应商集中度来看，大连中安泰主要供应商在 5 家左右，集中度较高。大连中安泰的主要客户也保持在 4~5 家的水平，客户集中度也较高。

从进货情况看，大连中安泰主要营业收入来自于燃料油、汽柴油的贸易业务。2013 年大连中安泰合计完成油品采购 2.25 万吨，其中燃料油占 46.66%，沥青占 19.74%，煤焦油占 14.66%；2014 年大连中安泰采购各类油品 5.59 万吨，其中燃料油占 66.48%，沥青占 15.30%，柴油占 12.16%。

从销售情况看，大连中安泰基本实现购销平衡。2013 年销售油品 2.25 万吨，2014 年销售 5.59 万吨。

2015 年，大连中安泰资产总额 10,706.79 万元，所有者权益 315.72 万元。2015 年实现营业收入 29,703.55 万元，净利润-236.26 万元；经营活动产生的现金流量净额-353.45 万元。

上海润宜石油化工有限公司

上海润宜成立于 2013 年 12 月，注册资本人民币 5,000 万元整，主要经营石油制品（除危险化学品）、有色金属、金属材料、矿产品（除煤炭）、建筑材料、化工原料及产品（除危险化学品、监控化学品、易制毒化产品、烟花爆竹、民用爆炸物品）、燃料油（除危险化学品）、金属制品、机电设备及配件、纸张、纸浆的批发、零售，化肥经营，从事货物进口及技术进口业务，食用农产品（不含生猪产品）的销售。

上海润宜主要从事有色金属贸易和油品贸易，其中油品贸易的经营模式与大连中安泰类似。有色金属贸易方面，上海润宜主要贸易种类为电解铜、铝和锌等。上海润宜通过向国际贸易商采购的方式获取货源，支付主要采用信用证方式；销售方面，公司下游客户主要为国内金属贸易商和电缆制造企业等，一般采取现款现货方式销售。

2015 年，上海润宜实现有色金属贸易量 2,575.39 万吨，其中铜占 77.70%，锌占 22.30%；实现油品销售 6.40 万吨，其中燃料油占 78.23%，沥青占 12.27%。

财务概况

郑州瑞茂通提供的 2013~2014 年度审计报告经河南中兴信和会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年度审计报告经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具标准无保留意见的审计结论。公司 2015 年财务报告除按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布并于 2014 年修订的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（统称“企业会计准则”）编制外，还按照中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）披露有关财务信息。郑州瑞茂通 2015 年报表纳入合并范围的子公司共 7 家，财务数据可比性较高。

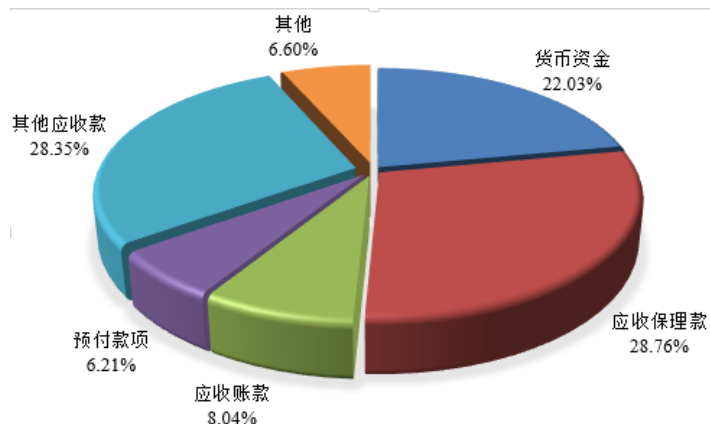
截至 2015 年底，郑州瑞茂通合并资产总额 225.26 亿元，负债合计 136.14 亿元，所有者权益 89.12 亿元（含少数股东权益 14.86 亿元），其中归属于母公司所有者权益为 74.27 亿元；2015 年郑州瑞茂通实现营业总收入 193.90 亿元，净利润（含少数股东损益）4.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 2.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.79 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.89 亿元。

资产质量

2013~2015 年，郑州瑞茂通资产规模快速增长，年均复合增长率为 73.55%，主要系货币资金、应收账款、应收保理款和其他应收款大幅增长所致。在资产结构方面，截至 2015 年底，郑州瑞茂通资产总额合计 225.26 亿元，其中流动资产占 94.01%，非流动资产占 5.99%。

郑州瑞茂通近三年流动资产年均复合增长率为 77.49%，呈持续上升态势，主要系货币资金、应收账款、应收保理款和其他应收款大幅增长所致。截至 2015 年底，郑州瑞茂通流动资产合计 211.77 亿元，主要由货币资金、应收账款、预付款项、应收保理款和其他应收款构成，其他项目占比相对较低，如下图所示。

图 9 郑州瑞茂通 2015 年底流动资产构成



资料来源：郑州瑞茂通审计报告

2013~2015 年，郑州瑞茂通货币资金规模增速较快，年均增长 57.46%。截至 2015 年底，郑州瑞茂通货币资金合计 46.65 亿元，主要由银行存款和其他货币资金构成，分别占 14.38%和 85.61%。其中受限货币资金合计 39.20 亿元，占货币资金 84.03%，占比较高，主要为银行承兑汇票保证金和信用证保证金。

2013~2015 年，郑州瑞茂通应收账款规模波动增长，年均增长 33.22%。截至 2015 年底，郑州瑞茂通应收账款合计 17.04 亿元，其中按信用风险组合计提坏账准备的款项 17.11 亿元，该部分应收账款共计提坏账准备 0.08 亿元。应收账款欠款方前 5 名合计余额占总应收账款余额的比例为 49.95%，集中度较高。总体上，鉴于应收账款账龄普遍较短，郑州瑞茂通应收账款计提比例相对合理。

2013~2015 年，郑州瑞茂通其他应收款年均增幅 480.21%，主要系应收关联方备用金款项、押金、保证金等款项的大幅增加所致。截至 2015 年底，郑州瑞茂通其他应收款为 60.04 亿元，其中按信用风险特征组合计提坏账准备，其中账龄主要集中在 6 个月以内，占其他应收款 89.71%。从结构上看，欠款方主要为关联方企业的往来款，其他应收账款欠款方前 5 名合计余额占总应收账款余额的比例为 44.17%，主要为拆借款，集中度高。考虑到郑州瑞茂通主要其他应收款账龄在 6 个月内，其他应收款坏账准备计提比例尚属合理。

2013~2015 年，郑州瑞茂通预付款项年均增长率为 21.95%。截至 2015 年底，郑州瑞茂通预付款项达到 13.15 亿元，前五家公司别为山西能源产业集团长治有限公司、庆阳能源化工集团瑞茂通供应链管理有限公司、郑州欣卓商贸有限公司、正威（甘肃）铜业科技有限公司和 BAOSTEEL RESOURCES INTERNATIONAL CO.LTD，占预付账款合计的 78.28%，集中度高。

2013~2015 年，郑州瑞茂通应收保理款年均增长率为 69.90%，截至 2015 年，郑州瑞茂通应收保理款 60.91 亿元，占流动资产 28.76%，占比较高，前五名应收保理款汇总金额占应收保理款年末余额合计数的比例为 23.70%，未计提坏账准备。郑州瑞茂通近三年非流动资产年均复合增长率为 33.51%，呈持续上升态势，主要系长期股权投资和其他非流动资产增长所致。截至 2015 年

底，郑州瑞茂通非流动资产合计 13.49 亿元，其中主要为长期股权投资（占 73.69%）和其他非流动资产（占 14.82%）。

截至 2015 年底，郑州瑞茂通长期股权投资额为 9.94 亿元，主要对联营企业投资构成，年末长期股权投资账面价值较年初增长 2.71%，主要系对新余农村商业银行股份有限公司和郑州航空港区兴瑞实业有限公司的股权投资。

截至 2015 年底，郑州瑞茂通新增持其他非流动资产 2.00 亿元，主要系对信托公司的投资。

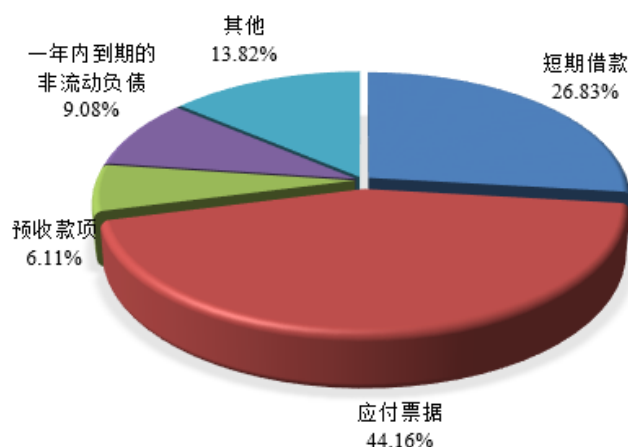
整体上看，近年来，郑州瑞茂通资产规模逐年增加，资产以流动资产为主。流动资产中应收保理款形成的流动资产占比最高；货币资金充裕，但其中使用受限资金占比较高；非流动资产以长期股权投资为主。公司整体资产流动性较好，保理项下应收款项风险可控。

负债

2013~2015 年，随着资产的快速增加，郑州瑞茂通负债年均增长 54.55%，主要系郑州瑞茂通短期借款、应付票据、长期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。截至 2015 年底，郑州瑞茂通负债合计 136.14 亿元，其中，流动负债占 92.75%，非流动负债占 7.25%。

郑州瑞茂通近三年流动负债年均复合增长率为 49.11%，呈持续增长态势，主要系短期借款和应付票据大幅增加所致。截至 2015 年底，郑州瑞茂通流动负债合计 126.27 亿元，其中以短期借款、预收款项、应付票据和一年内到期的非流动负债占比较大，如下图所示。

图 10 郑州瑞茂通 2015 年底流动负债构成



资料来源：郑州瑞茂通审计报告

2013~2015 年，郑州瑞茂通短期借款呈持续增长态势，年均增长 49.60%。截至 2015 年底，郑州瑞茂通短期借款账面金额为 33.88 亿元，由质押借款和保证借款构成，占比分别为 90.06%和 9.94%。

2013~2015 年，郑州瑞茂通应付票据呈持续上升态势，年均复合增长率为 61.33%，增速较高，主要系公司降低资金压力，大规模采用票据结算。截至 2015 年底，郑州瑞茂通应付票据余额 55.77 亿元。从票据种类来看，公司应付票据以银行承兑汇票为主。

2013~2015 年，郑州瑞茂通预收款项呈持续上升态势，年均复合增长率为 60.80%，主要系收回贷款增加。截至 2015 年底，郑州瑞茂通预收款项为 7.72 亿元，超过 1 年的重要预收款项主要为对江苏新时代控股集团有限公司和宁波首佳久盛贸易有限公司的预收款。

截至 2015 年底，. 郑州瑞茂通新增一年内到期的非流动负债 11.46 亿元，占流动负债 9.08%，主要系公司 2014 年公 9 月发行的新加坡元债券将在一年内到期导致一年内到期的非流动负债增加。

截至 2015 年底，郑州瑞茂通非流动负债合计 9.87 亿元，主要是长期借款（占 99.85%）。

近年来，郑州瑞茂通对外投资规模扩大，为满足融资需求，于 2014 年开始借入长期借款。截至 2015 年底，郑州瑞茂通长期借款为 9.85 亿元，主要系郑州瑞茂通供应链有限公司以其持有的瑞茂通供应链管理股份有限公司的股票质押融资。

2013~2015 年，郑州瑞茂通债务总额快速增长，年均增长 54.55%，2015 年底全部债务为 111.34 亿元，其中短期债务 101.49 亿元，长期债务 9.85 亿元，占比分别为 91.15%和 8.85%。

债务指标方面，2013~2015 年，郑州瑞茂通资产负债率和全部债务资本化比率随资产规模的迅速扩张而逐年降低，各指标三年平均值分别为 64.93%和 58.13%，2015 年底分别为 60.44%和 55.54%。2015 年郑州瑞茂通长期债务资本化率为 9.95%，公司债务负担尚可。

总体看，近年来随着郑州瑞茂通投资规模的不断增加，整体债务规模高速增长，并且以有息债务增长为主，流动负债占比有所上升，偿债负担一般。

所有者权益

2013~2015 年郑州瑞茂通所有者权益年均增长 123.79%，主要系资本公积的大幅增长。截至 2015 年底，郑州瑞茂通所有者权益合计 89.12 亿元，其中少数股东权益 14.86 亿元，较年初增长 134.93%，归属于母公司所有者权益 74.27 亿元，较年初增长 92.30%。归属母公司所有者权益中，实收资本占 31.75%，资本公积占 36.32%，未分配利润占 15.33%。

总体来看，郑州瑞茂通 2015 年实收资本和资本公积规模较大规模的提升，郑州瑞茂通所有者权益中未分配利润较高，所有者权益稳定性一般。

盈利能力

随着业务规模的不断扩大，郑州瑞茂通营业收入逐年增加，年均增长 60.30%，2015 年，郑州瑞茂通实现营业总收入 193.90 亿元。

2013~2015 年郑州瑞茂通期间费用呈波动式增长趋势，年均增长 38.98%，主要系财务费用大幅增长所致，2015 年郑州瑞茂通销售费用合计 5.89 亿元，同比下降 21.08%；管理费用均同比上升 8.12%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用同比上升 338.34%，主要是支付各项投资理财活动产生的利息费用支出增加所致。期间费用同比下降 1.01%，费用收入比为 4.83%，郑州瑞茂通费用控制能力有所提升。

2015 年，郑州瑞茂通实现公允价值变动收益-0.01 亿元、投资收益 0.65 亿元，投资收益同比降低 78.31%，主要为公司套期保值投资收益外，持有交易性金融资产、交易性金融负债产生的公允价值变动损益，以及处置交易性金融资产、交易性金融负债和可供出售金融资产取得的投资收益。政府补助 1.45 亿元，政府补助较 2014 年 1.17 亿元有所增加，投资收益对公司利润的贡献作用明显。

2013~2015 年，郑州瑞茂通利润总额年均复合增长 0.24%，呈波动增长态势，2015 年，郑州瑞茂通利润总额和净利润（其中归属于母公司所有者的净利润为 2.61 亿元）分别为 5.49 亿元和 4.15 亿元，利润总额同比下降 2.42%，净利润同比下降 13.48%。

从盈利指标看，2013~2015 年，郑州瑞茂通总资本收益率和净资产收益率呈逐年下降态势，营业利润率呈波动下降趋势，截至 2015 年，郑州瑞茂通营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 6.68%、3.46%和 6.19%，均低于近三年均值，盈利指标呈下降趋势。

总体来看，受煤炭价格下行的影响，郑州瑞茂通主营业务盈利能力有所下降，净利润也呈逐年下降趋势。主营业务盈利能力有待增强。

现金流分析

从经营活动看，2013~2015年，郑州瑞茂通经营活动产生的现金流入分别为82.37亿元、237.55亿元和275.83亿元，年均复合增长率为83.00%；现金流出分别为87.33亿元、239.61亿元和278.62亿元，年均复合增长率为78.62%；经营活动产生的现金流量净额分别为-4.96亿元、-2.05亿元和-2.79亿元，主要系保理业务放款扩大所致。从郑州瑞茂通收入实现情况来看，近三年郑州瑞茂通现金收入比分别为90.48%、101.93%和102.48%，收入实现质量一般。

从投资活动看，近三年，郑州瑞茂通投资活动现金流入大幅增加，分别为1.26亿元、7.00亿元和42.42亿元，年均复合增长479.78%，主要系2015年郑州瑞茂通收回投资所收到的现金大幅增加；郑州瑞茂通投资活动的现金流出分别为8.50亿元、12.63亿元和91.31亿元，年均复合增长率为227.83%，2015年大幅增加系由于业务规模扩大增加对外投资活动所致；郑州瑞茂通投资活动现金流量净额分别为-7.23亿元、-5.63亿元和-48.90亿元，主要系对外投资进程有所增加。

从筹资活动看，近三年，郑州瑞茂通筹资活动产生的现金流入分别为29.32亿元、64.12亿元和137.66亿元，年均复合增长率为116.69%，主要系郑州瑞茂通吸收投资和取得借款收到的现金，2015年，郑州瑞茂通筹资活动现金流入量合计137.66亿元，同比增长114.69%，主要系郑州瑞茂通吸收投资和取得借款收到的现金。郑州瑞茂通筹资活动产生的现金流出分别为19.60亿元、55.52亿元和85.71亿元，年均复合增长率为109.08%，主要系郑州瑞茂通偿还债务支付款增长所致。近三年，郑州瑞茂通筹资活动产生的现金流量净额分别为9.71亿元、8.60亿元和51.96亿元。

总体看，郑州瑞茂通经营加大了筹资的力度和对外投资活动力度。未来随着公司保理业务规模不断扩大，对资金的需求将不断增加。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015年，郑州瑞茂通流动比率和速动比率波动下降，流动比率分别为1.21倍、1.40倍和1.41倍；速动比率分别为1.16倍、1.25倍和1.37倍。2013~2015年，郑州瑞茂通现金短期债务比分别为0.62倍、0.77倍和0.47倍，波动下降，下降较为明显。郑州瑞茂通短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2013~2015年，郑州瑞茂通EBITDA分别为5.60亿元、5.87亿元和6.71亿元。2015年，郑州瑞茂通EBITDA利息倍数为6.08倍，较上年降幅较大，EBITDA全部债务比为0.06倍，与上年相比降低0.04个百分点。总体看，虽然有息债务规模增加导致利息支出增加，从而导致EBITDA对利息的保障程度有所下降，但EBITDA对利息的保障能力仍属良好。

截至2015年底，郑州瑞茂通对外担保余额合计16.65亿元，占2015年末净资产的18.68%，其中合并范围内部担保14.25亿元，占2015年末净资产的15.99%，担保对象为那曲瑞昌煤炭运销有限公司、河南腾瑞能源产业开发有限公司、浙江和辉电力燃料有限公司、郑州嘉瑞供应链管理有限公司和西宁德祥商贸有限责任公司；合并范围外部担保2.4亿元，为参股公司郑州航空港区兴瑞实业有限公司。以上被担保企业均系郑州瑞茂通的关联方，郑州瑞茂通无对非关联企业的担保。

截至2015年底，郑州瑞茂通合并口径主要合作银行人民币授信总额约为20.40亿元，其中已使用授信额度为16.02亿元，其中未使用额度为3.78亿元，郑州瑞茂通间接融资渠道有待拓展。

根据中国人民银行2016年04月12日出具的编号为G1041010101909210H的《企业信用报告》，截至2016年4月12日，郑州瑞茂通不存在未结清不良贷款。

截至 2015 年末，郑州瑞茂通不存在未决诉讼或仲裁事项。

总体看，郑州瑞茂通偿债能力良好。

以郑州瑞茂通 2015 年末财务数据测算，本次公司债发行额度（15 亿元）占郑州瑞茂通总资产的 6.76%、所有者权益的 17.15%和货币资金的 31.72%，郑州瑞茂通资产规模较大，其所提供的担保对于本次债券的信用状况具有积极作用。

（2）万永兴与刘轶

万永兴先生及刘轶先生简历参见主体分析部分。

截至 2015 年末，万永兴和刘轶拥有的主要资产为对其控股子公司、参股子公司的长期股权投资。万永兴和刘轶直接或间接控股企业情况如下：

表 12 2015 年末万永兴及刘轶资产情况

序号	公司名称	主营业务	注册资本 (万元)	持股比例
1	郑州景昌企业管理咨询有限公司 (简称“郑州景昌”)	企业管理咨询；企业形象策划	2,000.00	万永兴持股 80%；刘轶持股 20%
2	河南和昌企业管理咨询有限公司	企业管理咨询服务；企业形象策划服务。	1,500.00	郑州景昌持股 100%
3	河南和昌置业发展有限公司 (简称“和昌置业”)	房地产开发与销售	100,000.00	河南和昌企业管理咨询有限公司持股 100%
4	河南怡丰置业发展有限公司	房地产开发与销售	10,000.00	和昌置业持股 100%
5	武汉兴和昌置业发展有限公司	房地产开发与销售	10,000.00	
6	安徽华昌置业发展有限公司 (简称“安徽华昌”)	房地产开发与销售	5,000.00	
7	苏州运昌置业发展有限公司	房地产开发与销售	5,000.00	
8	安徽运昌置业发展有限公司	房地产开发与销售	5,000.00	
9	北京怡昌投资有限公司	房地产开发与销售	2,000.00	和昌置业持股 51%
10	南京运昌置业发展有限公司	房地产开发与销售	9,804.00	
11	安徽瑞昌置业发展有限公司	房地产开发与销售	5,377.50	安徽华昌持股 92.98%
12	江苏和昌置业发展有限公司 (简称“江苏和昌”)	房地产开发与销售	5,000.00	和昌置业持股 100%
13	扬州华昌置业发展有限公司	房地产开发与销售	5,000.00	江苏和昌持股 100%
14	河南兴昌置业有限公司	房地产开发与经营	20,000.00	和昌置业持股 100%
15	河南怡昌置业有限公司	房地产开发与销售	12,000.00	
16	河南瑞昌置业有限公司	房地产开发与经营	29,000.00	
17	河南创和置业有限公司	房地产开发与销售	30,000.00	和昌置业持股 51%
18	河南中瑞集团有限公司 (简称“中瑞集团”)	投资管理、咨询	5,000.00	万永兴持股 69%；刘轶持股 30%
19	浙江智丰贸易有限公司	货物贸易	5,000.00	中瑞集团持股 100%
20	北京中瑞瑞兴供应链管理有限公司 (简称“北京中瑞”)	项目投资	5,000.00	中瑞集团持股 60%；瑞茂通持股 40%
21	山东中瑞园区建设开发有限公司	对商品供应链产业园区的投资开发、建设、管理	1,000.00	北京中瑞持股 100%
22	烟台旭瑞置业有限公司	房地产开发经营，物业管理	1,000.00	山东中瑞园区建设开发有限公司持股 100%
23	烟台瑞茂通供应链管理有限公司	供应链管理、房地产开发经营	18,340.11	山东中瑞园区建设开发有限公司持股 100%

24	烟台嘉瑞物流有限公司	货物运输代理	1,000.00	烟台瑞茂通持股 100%
25	郑州中瑞产业园运营管理有限公司	园区运营管理, 咨询服务	100.00	北京中瑞持股 100%
26	郑州瑞客宝网络科技有限公司	软件开发	50.00	郑州中瑞产业园运营管理有限公司持股 100%
27	烟台瑞兴物业管理有限公司	物业管理	100.00	
28	郑州瑞兴物业管理有限公司	物业管理	50.00	
29	上海远宜国际贸易有限公司 (简称“上海远宜”)	国际贸易	5,000.00	中瑞集团持股 100%
30	远宜实业发展(上海)有限公司	货物贸易	5,000.00	上海远宜持股 100%
31	北京和嘉瑞兴投资有限公司 (简称“和嘉瑞兴”)	项目投资、资产管理	2,000.00	万永兴持股 80%; 刘轶持股 20%
32	北京信瑞达投资基金管理有限责任公司	项目投资、资产管理	2,000.00	和嘉瑞兴投资持股 100%
33	瑞安信 (北京) 投资基金管理有限公司 (原名: 和嘉瑞兴 (北京) 投资基金管理有限公司)	非证券业务的投资管理、咨询	3,000.00	郑州中瑞实业集团有限公司持股 100%
34	北京中瑞和嘉瑞兴投资基金管理中心 (有限合伙)	项目投资、资产管理	60,200.00	郑州中瑞实业 60000 万; 北京信瑞达投资基金管理有限责任公司 200 万
35	上海豫辉投资管理中心 (有限合伙)	投资管理、咨询, 资产管理	200.00	和嘉瑞兴 (北京) 投资基金管理有限公司为普通合伙人、执行事务合伙人; 万永兴、刘轶为有限合伙人。
36	北京领先创融网络科技有限公司	资产管理、投资管理和咨询	12,500.00	郑州中瑞实业持股 60%; 北京嘉和瑞咨询中心 (有限合伙) 持股 20%, 瑞茂通持股 20%
37	北京中瑞和嘉资产管理公司	资产管理、投资管理	1,000.00	郑州中瑞实业持股 50%; 和嘉瑞兴持股 50%
38	郑州瑞昌企业管理咨询有限公司	企业管理咨询	5,000.00	万永兴持股 70%; 刘轶持股 30%
39	郑州长瑞企业管理咨询有限公司	企业管理咨询	5,000.00	万永兴持股 100%
40	郑州中瑞实业集团有限公司 (原名: 河南中瑞投资有限公司)	投资管理、咨询	200,000.00	万永兴持股 10.5%; 刘轶持股 4.5%, 郑州瑞昌企业管理咨询有限公司 85%
41	郑州瑞茂通供应链管理有限公司 (简称“郑州瑞茂通”)	企业管理咨询、货物贸易	158,000.00	郑州中瑞实业持股 100%
42	上海润宜石油化工有限公司	货物贸易	5,000.00	郑州瑞茂通持股 100%
43	上海中安泰石油化工有限公司	货物贸易, 经济信息咨询	1,000.00	郑州瑞茂通持股 100%
44	瑞茂通供应链管理股份有限公司	煤炭供应链管理	1,017,407,464	郑州瑞茂通持股 60.76%
45	郑州涵川贸易有限公司	货物贸易	5,000.00	郑州瑞茂通持股 100%
46	郑州德佑聚贸易有限公司	货物贸易	5,000.00	郑州瑞茂通持股 100%
47	上海景臻国际贸易有限公司	货物贸易	5,000.00	郑州瑞茂通持股 100%
48	宁波景臻瑞昌贸易有限公司	货物贸易	5,000.00	郑州瑞茂通持股 100%
49	上海油悦电子商务有限公司	电子商务	1,000.00	上海润宜持股 100%
50	Tong Run International Limited (同润国际有限公司, 注册于香港)	进出口贸易	5,000 万港币	万永兴持股 70%; 刘轶持股 30%
51	上海仁跃国际贸易有限公司	进出口贸易	5,000.00	同润国际持股 100%
52	Eternia Grace Limited (永瑞有限责任公司, 注册于英属维尔京群岛)	股权投资与管理	1 美元	Wan, Yongxing 万永兴持股 100%

53	China Hechang Real Estate Inc.(中国和昌地产有限公司, 注册于开曼群岛)	股权投资与管理	1 美元	Eternia Grace Limited 永瑞有限责任公司持股 80%; Graceful Charm Limited 瑞长有限责任公司持股 20%
54	China Hechang Real Estate Limited (中国和昌置业有限责任公司, 注册于英属维尔京群岛)	股权投资与管理	1 美元	China Hechang Real Estate Inc. 中国和昌地产有限公司持股 100%
55	China Hechang Real Estate (HK) Limited 和昌地产集团有限公司(香港)	股权投资与管理	1 港币	China Hechang Real Estate Limited 中国和昌置业有限责任公司持股 100%
56	郑州世英美佳企业管理咨询有限公司	企业管理咨询; 企业形象策划	2,000.00	和昌地产集团有限公司(香港)持股 100%
57	河南怡丰物业服务有限公司	物业管理(凭资质证经营); 酒店管理; 房屋租赁。	500.00	郑州中瑞实业集团有限公司持股 100%
58	河南融世企业管理咨询有限公司	企业管理咨询; 企业形象设计; 企业营销策划。	2,000.00	郑州中瑞实业集团有限公司持股 75%
59	河南中天园林股份有限公司	园林、道路设计施工	3,000.00	河南融世企业管理咨询有限公司持股 93.33%
60	河南博远智能化工程有限公司	建筑智能化工程	200.00	河南融世企业管理咨询有限公司持股 100%
61	珠海中瑞昌盛投资基金管理有限公司	投资管理咨询	1,000.00	瑞安信(北京)投资基金管理有限公司持股 100%
62	河南创和物业服务有限公司	物业管理(凭资质证经营); 房屋租赁。	100.00	河南怡丰物业服务有限公司持股 51%
63	河南运昌置业有限公司	房地产开发经营	5,000.00	和昌置业直接持股 49%, 通过宁波信泽瑞投资间接持有 25.49%

资料来源: 公司提供

此外, 董事长万永兴先生和副董事长刘轶先生以个人及家庭全部合法财产为本次债券提供连带责任保证担保。截至 2015 年末, 万永兴和刘轶对外担保余额共计 20.21 亿元, 全部为子公司在银行等金融机构融资提供担保, 除此之外, 万永兴和刘轶无对外担保情形。

担保人万永兴和刘轶的过往信用记录良好, 与国内主要银行保持着长期合作关系, 两位保证人不存在恶意违约或欠债逾期不还的情况。

截至 2015 年末, 担保人万永兴和刘轶不存在未决诉讼或仲裁事项。

联合评级认为, 万永兴先生及刘轶先生对债券持有人提供的担保体现了公司股东对公司的信心, 对本次债券的信用水平有积极作用。

十、综合评价

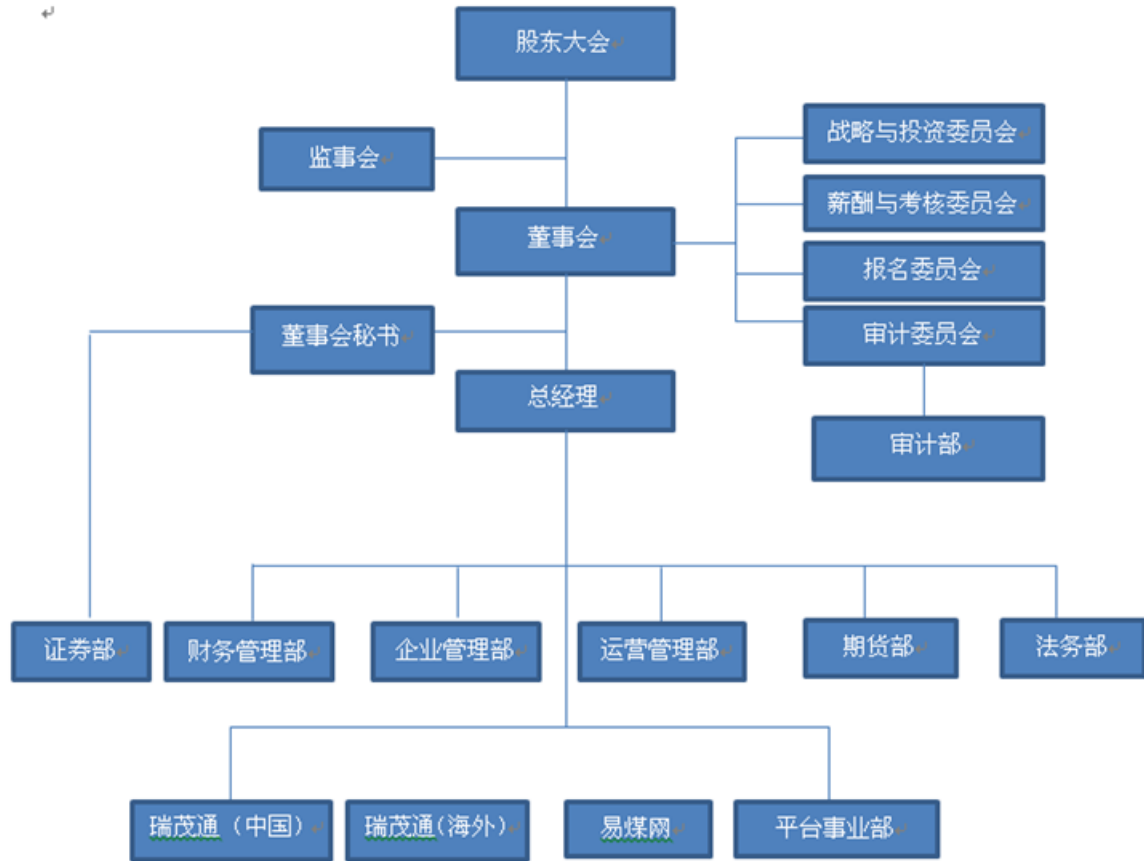
瑞茂通供应链管理股份有限公司作为国内大型煤炭供应链管理和服务公司, 在业务规模、经营模式、行业影响力、资源整合能力、客户资源和经营风险控制能力等方面具有一定的竞争优势, 近年来资产规模快速扩大、盈利能力显著提升。同时, 联合评级也关注到快速提升的保理业务规模以及较高的资产负债率给公司经营带来风险和压力。未来, 随着公司非公开增发股票募集资金逐步投入, 公司有望进一步拓展供应链服务业务的范围、提升经营规模, 公司的盈利能力和行业

影响力将不断提升，公司的收入和资产规模有望继续保持增长，综合实力将进一步增强。

本次债券由郑州瑞茂通供应链有限公司提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，同时，公司董事长万永兴和副董事长刘轶以个人全部合法财产向本次债券持有人承担无限连带责任保证担保。郑州瑞茂通是公司控股股东，资产规模较大，经营情况良好，其担保对本次公司债券的信用水平有积极影响。公司董事长及副董事长对债券持有人提供的担保反映了其对公司经营的信心，对本次公司债券的信用水平有正面影响。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本次拟发行的公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 瑞茂通供应链管理股份有限公司组织结构图



附件 2 瑞茂通供应链管理股份有限公司

主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
资产总额（亿元）	66.30	79.88	114.70	145.19
所有者权益（亿元）	17.46	21.58	41.33	42.83
短期债务（亿元）	42.70	41.31	63.73	72.36
长期债务（亿元）	0.00	8.34	0.00	17.05
全部债务（亿元）	42.70	49.65	63.73	89.41
营业收入（亿元）	64.91	83.39	94.05	22.91
净利润（亿元）	4.71	5.02	4.26	1.41
EBITDA（亿元）	5.85	7.44	8.04	--
经营性净现金流（亿元）	-18.84	-7.26	3.74	-16.41
应收账款周转次数(次)	9.49	10.57	11.82	5.23
存货周转次数（次）	24.46	14.93	16.39	6.90
总资产周转次数（次）	1.50	1.14	0.97	0.32
现金收入比率（%）	85.45	94.54	100.54	102.56
总资本收益率（%）	13.20	9.96	7.53	5.73
总资产报酬率（%）	13.45	10.09	8.15	5.84
净资产收益率（%）	31.50	25.69	13.54	6.60
营业利润率（%）	14.59	14.30	14.48	14.42
费用收入比（%）	7.60	12.41	10.70	9.69
资产负债率（%）	73.66	72.98	63.97	70.50
全部债务资本化比率（%）	70.97	69.70	60.66	67.61
长期债务资本化比率（%）	0.00	27.87	0.00	28.47
EBITDA 利息倍数（倍）	16.70	4.86	3.38	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.15	0.13	--
流动比率（倍）	1.21	1.40	1.41	1.55
速动比率（倍）	1.16	1.25	1.37	1.48
现金短期债务比（倍）	0.37	0.27	0.29	0.39
经营现金流动负债比率（%）	-38.74	-14.53	5.10	-19.23
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.39	0.50	0.54	--

附件 3 郑州瑞茂通供应链有限公司

主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	74.79	128.11	225.26
所有者权益（亿元）	17.79	44.94	89.12
短期债务（亿元）	36.57	41.57	101.49
长期债务（亿元）	0.00	16.47	9.85
全部债务（亿元）	36.57	58.04	111.34
营业收入（亿元）	75.46	171.02	193.90
净利润（亿元）	4.70	4.80	4.15
EBITDA（亿元）	5.60	5.87	6.71
经营性净现金流（亿元）	-4.96	-2.05	-2.79
应收账款周转次数(次)	10.91	20.30	15.92
存货周转次数（次）	28.07	32.20	35.02
总资产周转次数（次）	1.54	1.69	1.10
现金收入比率（%）	90.48	101.93	102.48
总资本收益率（%）	13.09	6.35	3.46
总资产报酬率（%）	11.39	5.74	3.73
净资产收益率（%）	31.28	15.29	6.19
营业利润率（%）	12.40	6.40	6.68
费用收入比（%）	6.42	5.53	4.83
资产负债率（%）	76.21	64.92	60.44
全部债务资本化比率（%）	67.27	56.36	55.54
长期债务资本化比率（%）	0.00	26.82	9.95
EBITDA 利息倍数（倍）	48.28	29.56	6.08
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.10	0.06
流动比率（倍）	1.18	1.77	1.68
速动比率（倍）	1.14	1.66	1.65
现金短期债务比（倍）	0.62	0.77	0.47
经营现金流动负债比率（%）	-8.74	-3.08	-2.21
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.37	0.39	0.45

附件 4 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
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/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
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×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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/利息支出

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/短期投资+应收票据
 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+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5 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 瑞茂通供应链管理股份有限公司 2016 年公司债券的跟踪评级安排

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，联合评级将在本次债券存续期内，在每年瑞茂通供应链管理股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

瑞茂通供应链管理股份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。瑞茂通供应链管理股份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瑞茂通供应链管理股份有限公司的相关状况，如发现瑞茂通供应链管理股份有限公司或本次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。

如瑞茂通供应链管理股份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，可公布信用等级暂时失效，直至瑞茂通供应链管理股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在公司网站和交易所网站予以公布，并同时报送瑞茂通供应链管理股份有限公司、监管部门等，且交易所网站公告披露时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露时间。

