跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]930 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：

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公开发行的“16 瑞茂 01”、“16 瑞茂 02”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年六月十五日

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

瑞茂通供应链管理股份有限公司
公开发行公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 瑞茂 01	3.31 亿元	2+1 年	AA	AA	2017 年 6 月 23 日
16 瑞茂 02	2 亿元	2+1 年	AA	AA	2017 年 6 月 23 日

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

[踪评级时间：2018 年 6 月 15 日

主要财务数据：

发行人

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	163.75	211.60	221.34
所有者权益（亿元）	46.29	52.34	54.62
长期债务（亿元）	44.31	33.35	--
全部债务（亿元）	99.14	112.22	--
营业收入（亿元）	212.34	374.97	112.69
净利润（亿元）	5.27	7.15	2.61
EBITDA（亿元）	10.82	15.44	--
经营性净现金流（亿元）	-40.94	-20.64	-5.17
营业利润率（%）	9.22	7.33	8.03
净资产收益率（%）	12.06	14.50	--
资产负债率（%）	71.73	75.26	75.32
全部债务资本化比率（%）	68.17	68.19	--
流动比率（倍）	2.06	1.58	1.52
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.14	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.98	2.51	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.04	2.91	--

郑州瑞茂通供应链有限公司

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	312.35	306.94
所有者权益（亿元）	94.23	119.86
营业收入（亿元）	336.84	426.48
净利润（亿元）	5.17	7.47
资产负债率（%）	69.83	60.95

注：1、2018 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、其他应付款中的资金拆借计入短期债务；4、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

瑞茂通供应链管理股份有限公司（以下简称“公司”或“瑞茂通”）作为国内大型的以煤炭产品为主的供应链管理和服务公司，2017 年，营业规模大幅扩张，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仍具备突出优势；伴随业务规模和融资规模的扩大，公司资产总额和所有者权益有所增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到煤炭行业处于供给侧改革深化调整阶段，公司经营受政策调整影响较大，煤炭供应链管理业务毛利率下降及公司经营活动净现金流净流出对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将进一步完善供应链管理业务，并拓展业务品类，经营规模有望继续扩大，盈利能力有望增强。

2017 年，担保方郑州瑞茂通供应链有限公司（以下简称“郑州瑞茂通”）资产规模扩大，经营状况良好，其担保对“16 瑞茂 01”、“16 瑞茂 02”的信用水平仍具有积极影响。万永兴、刘轶提供的担保反映了其对公司经营的信心，对“16 瑞茂 01”、“16 瑞茂 02”的信用水平仍具有正面影响。

综上，联合评级维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 瑞茂 01”、“16 瑞茂 02”债项 AA 的信用等级。

优势

1．公司属于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. 2017 年，公司业务规模扩大，资产总额、所有者权益、营业收入和净利润规模均有所增长。

关注

1．2017 年，公司国内煤炭采购规模较大，国内煤炭价格上升对公司的成本控制能力和议价能力提出了一定挑战。

2．公司国外煤炭采购规模仍较大，如果公司不能较好的对冲汇率风险，公司经营情况将受到一定影响。

3．伴随保理业务规模持续扩大，公司资金调动规模较大，同时公司货币资金受限比例高，经营性现金流持续净流出，存在一定的流动性风险。

分析师

张兆新

电话：010-85172818

邮箱：zhangzx@unitedratings.com.cn

李　镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@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 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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：李镭

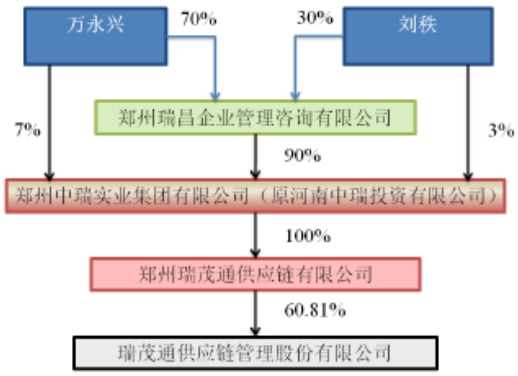
联合信用评级有限公司

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.SH。2008 年 10 月 14 日，烟台市中级人民法院裁定山东九发集团公司破产，其持有的九发股份部分股份被司法拍卖。2011 年 12 月 26 日，郑州瑞茂通供应链管理股份有限公司（以及简称“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 月更为现名。

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。2016 年，公司回购并注销限制性股票 93.00 万股。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本 10.16 亿元。郑州瑞茂通持有公司 60.81%的股份，为公司控股股东；万永兴为公司实际控制人。

图 1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2017年，公司经营范围无变化。

公司部门设置进行部分调整，截至2018年3月底，公司下设经营管理部、风险管理部、财务管理部、证券部和技术研发部等11个一级管理部门和8个事业部（见附件1）。截至2017年底，公司合并范围子公司50家，公司在职员工389人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 211.60 亿元，负债总额 159.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 52.34 亿元，其中归属于母公司所有者权益 52.31 亿元。2017 年，公司实现营业收入 374.97 亿元，净利润（含少数股东损益）7.15 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 7.15 亿元；经营活动产生的现金流量净额-20.64 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.13 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 221.34 亿元，负债总额 166.72 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 54.62 亿元，其中归属于母公司所有者权益 54.59 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 112.69 亿元，净利润（含少数股东损益）2.61 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 2.60 亿元；经营活动产生的现金流量净额-5.17 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.54 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：燕刚。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2015]2754 号文件核准，公司获准公开发行总额不超过 15 亿元（含 15 亿元）的公司债券，公司分两期发行。

“瑞茂通供应链管理股份有限公司 2016 年公司债券(第一期)”发行工作于 2016 年 3 月 1 日完成，发行总额 7.00 亿元，募集资金净额 6.98 亿元；票面利率为 6.50%，按年计息，每年支付一次利息，到期兑付本金；发行期限为 3 年，附第 2 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。2016 年 3 月 16 日在上海证券交易所挂牌交易，债券代码：136250.SH，债券简称：16 瑞茂 01。根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司提供的债券回售申报数据，2018 年“16 瑞茂 01”的回售数量为 369,217 手，回售金额为人民币 369,217,000.00 元（不含利息）；2018 年 3 月 1 日为“16 瑞茂 01”公司债券回售资金发放日，回售实施完毕后，“16 瑞茂 01”待偿本金合计 3.31 亿元，票面利率上调至 7.5%。

“瑞茂通供应链管理股份有限公司 2016 年公司债券（第二期）”发行工作于 2016 年 6 月 13 日完成，发行总额 6.00 亿元，募集资金净额 5.99 亿元；票面利率为 6.45%，按年计息，每年支付一次利息，到期兑付本金；发行期限为 3 年，附第 2 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。2016 年 6 月 28 日在上海证券交易所挂牌交易，债券代码：136468.SH，债券简称“16 瑞茂 02”。根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司提供的债券回售申报数据，2018 年“16 瑞茂 02”的回售数量为 400,000 手，回售金额为人民币 400,000,000.00 元，2018 年 6 月 13 日为“16 瑞茂 02”公司债券回售资金发放日，回售实施完毕后，“16 瑞茂 02”待偿本金合计 2.00 亿元，票面利率上调至 8%。

“16 瑞茂 01”和“16 瑞茂 02”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，万永兴先生和刘轶先生以个人及家庭全部合法财产向“16 瑞茂 01”和“16 瑞茂 02”债券持有人承担无限连带责任保证担保。

债券募集资金用途为偿还公司债务和补充营运资金。截至 2017 年底，两期债券资金使用情况符合募集说明书承诺，付息情况正常。

三、行业分析

瑞茂通属于大宗商品供应链管理行业，主要从事煤炭供应链管理业务。

1. 行业概况

2017 年是国家实施“十三五”规划的第二年，国家继续执行“三去一降一补”的供给侧改革政策，结构性改革成效显著；同时，国家整体经济稳中有升，需求向好。因此全年煤炭供求处于紧平衡状态，价格保持高位震荡。

从行业供需角度看，2017 年，煤炭行业供给侧结构性改革逐步深入。煤炭供给方面，2017 年，煤炭供给侧改革计划去产能目标 1.50 亿吨以上，已超额完成，2016 年以来累计完成煤炭去产能 5 亿吨以上；2017 年全年原煤产量较上年增长 3.20%至 34.45 亿吨，在化解煤炭过剩产能进程中，新核准建设了一批大型现代化煤矿，优质产能比重大幅提高；煤炭产能利用率达到 68.2%，同比提高 8.7 个百分点。煤炭需求方面，我国 2017 年煤炭销量累计 33.67 万吨，同比增长 5.85%；我国煤炭的需

求主要来自于电力、建材、钢铁等行业，国家统计局发布的数据显示，2017 年中国煤炭消费量增长 0.4%，这是自 2013 年以来煤炭消费量首次增长。2017 年全社会存煤继续下降，年末，重点煤炭企业存煤 6,100 万吨，同比减少 2,284 万吨，下降 27.24%。全国统调电厂存煤 10,712 万吨，同比增加 295 万吨，增长 2.8%，可用 18 天。

煤炭铁路运输方面，2017 年煤炭运输量大幅增加，2017 年全国铁路发运煤炭 21.55 亿吨，同比增加 2.53 亿吨，增长 13.3%。主要港口发运煤炭 7.27 亿吨，同比增长 12.9%。2017 年煤炭进口增加、出口下降，2017 年全国共进口煤炭 2.71 亿吨，同比增加 1,547 万吨，增长 6.1%；出口煤炭 817 万吨，同比下降 7%；煤炭净进口 2.63 亿吨，同比增加 1,609 万吨，增长 6.5%。

从煤炭价格来看，2017 年以来，受供给侧改革压缩煤炭产量影响，主要煤种价格呈震荡趋势，由年初 159.60 点至年底的 158.50 点，2018 年一季度，综合煤炭价格指数在 158 点~161 点震荡。展望 2018 年煤炭的供给端弹性依然较小，需求侧在经济增速趋稳的背景下下行空间不大，供需紧平衡将持续，政策压制下煤炭价格高位震荡，波幅降低。

总体看，2017 年，我国煤炭产量和销量均有所上升；煤炭价格指数震荡整理且波幅降低；煤炭铁路运输量大幅上升；煤炭进口量增长而出口量下降；供给侧改革进入深化阶段。

2. 行业政策

2017 年 9 月 14 日，发改委印发关于做好煤电油气运保障工作的通知，要求统筹做好煤电油气运供应工作，为党的十九大胜利召开提供有力保障，各地经济运行部门、有关企业和行业协会要牢固树立“四个意识”，充分认识做好十九大期间煤电油气运保障工作的重大意义，切实把做好与经济社会发展和群众生产生活密切相关的供煤、供电、供油、供气、供暖和有关运输保障等工作。

2017 年 10 月 23 日，发改委印发关于做好迎峰度冬期间煤炭市场价格监管的通知，为防范煤炭价格异常波动，确保迎峰度冬期间煤炭市场价格基本稳定，做好煤炭市场价格监管工作。要立即组织开展煤炭市场价格巡查，严厉打击煤炭行业哄抬价格和价格垄断行为。并将对重点地区检查工作进行督查，并派出检查组，对重点地区和重点企业进行直接检查。

2017 年 11 月 10 日，发改委印发关于推进 2018 年煤炭中长期合同签订履行工作的通知，与 2017 年相同，2018 年动力煤中长期合同定价机制继续按照“基准价+浮动价”的办法，基准价为 535 元/吨。不同之处在于，长协价格公式中新增了中国沿海电煤采购价格指数。即：浮动价格由中国沿海电煤采购价格指数、环渤海动力煤价格指数和中国煤炭市场网秦皇岛港报价分别与基准价做差，差值之和的 1/3 再由供需双方各承担 50%。

总体看，2017 年，我国煤炭行业经过淘汰、优化煤炭产能阶段之后，去产能工作取得明显成效，我国政府印发了一系列通知保障煤炭价格稳定。

3. 行业关注

（1）基础设施建设滞后

我国铁路煤运通道能力不足，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。

（2）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。

（3）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。

4. 未来发展

从煤炭供应链未来发展看，首先，煤炭供应链市场参与者较多，竞争激烈，做大做强并全流程供应链增值服务是煤炭供应链行业的发展趋势。其次，供应链金融服务是供应链管理服务体系的重要外延方向。供应链金融服务根据交易中构成的链条关系和行业特点设定融资方案，能够将资金有效注入到供应链上的相关企业，以资金流捆绑供应链链条，进一步推动供应链管理服务的发展，形成产融结合、协同共生的良性发展态势。最后，推动煤炭供应链平台建设是未来发展重点。通过推动供应链平台建设，可以联合金融、监管、检验、港口仓储等相关利益方，实现产业链上下游企业的高效无缝对接，充分满足其煤炭撮合交易、物流仓储、支付、结算和金融等全方位的需求，使交易更高效、更透明，构建全产业链的良性生态圈。

四、管理分析

总体看，跟踪期内，公司管理制度无重大变化，管理层较为稳定。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括以煤炭为主的供应链管理业务和供应链金融业务两类，无重大变化。

从营业收入规模看，2017 年，公司营业收入 374.97 亿元，同比大幅增长 76.60%，主要系供应链管理业务规模大幅增长所致。从业务构成看，供应链管理业务仍然是公司营业收入的主要来源，2017 年煤炭供应链管理实现营业收入 248.49 亿元，同比增长 78.73%，主要系市场份额将向行业内优势企业集中。非煤大宗营业实现收入 115.33 亿元，同比增长 74.99%，主要系公司拓展油品等大宗商品贸易业务所致。2017 年供应链金融业务实现收入 11.14 亿元，同比增长 50.74%，主要由于保理业务规模持续扩大所致，占 2017 年营业收入的比重为 2.97%，占比略有下降。

从毛利率情况来看，2017 年煤炭供应链管理业务毛利率为 5.62%，同比下降了 2.62 个百分点，主要系我国煤炭行业供给侧改革，压缩中间环节利润所致；非煤大宗业务毛利率为 2.68%，同比增加了 0.33 个百分点，主要系公司聚焦能源行业，新进入的油品等大宗贸易盈利空间同比有所提升；供应链金融业务毛利率为 97.13%，同比上升了 6.25 个百分点，主要是随着供应链管理业务量的快速增长，2017 年支付的利息费等融资成本较少所致。2017 年，公司综合毛利率为 7.43%，比上年下降了 1.86 个百分点。

表 1　2016~2017 年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
煤炭供应链管理	139.03	65.48	8.24	248.49	66.27	5.62
非煤大宗	65.91	31.04	2.35	115.33	30.76	2.68

供应链金融	7.39	3.48	90.88	11.14	2.97	97.13
合计	**212.33**	**100.00**	**9.29**	**374.96**	**100.00**	**7.43**

资料来源：公司年报

2018 年 1~3 月，公司营业收入 112.69 亿元，同比增长 115.34%，维持高速增长态势，主要系公司主营煤炭、油品、铁矿石、棉花等大宗商品业务规模增加所致；公司综合毛利率为 8.13%，较 2017 年有所回升；营业利润 3.25 亿元，同比下降 13.92%，主要系销售费用增长较快。

总体看，煤炭供应链管理业务是公司收入的主要来源且发展较快，但随着公司供应链管理业务由煤炭向油品等大宗商品扩展，公司供应链管理业务协同性加强，供应链管理业务收入规模大幅增长，毛利率下降；供应链金融业务是公司收入的补充，毛利率有所提升。

2. 供应链管理业务

煤炭供应链管理仍是公司供应链管理的主要业务，2015 年 10 月，公司成立冶金事业部、纺织品事业部，正式涉足非煤炭大宗商品领域。2017 年公司供应链管理收入中，煤炭业务占 68.30%，油品占 21.78%，铁矿石占 4.20%，棉花占 2.87%，其他占 2.85%。煤炭业务仍然为公司供应链管理业务的主要收入和利润来源，新增油品等业务毛利率较低。2017 年，公司煤炭供应链管理流程无变化，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。

表 2　2016~2017 年公司供应链管理业务情况（单位：亿元、%）

供应链商品	2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比
煤炭	138.23	67.45	248.49	68.30
油品	26.99	13.17	79.22	21.78
铁矿石	14.95	7.30	15.27	4.20
棉花	3.49	1.70	10.43	2.87
其他	21.28	10.38	10.41	2.85
合计	204.94	100.00	363.83	100.00

资料来源：公司提供

（1）煤炭采购

2017 年，公司国际采购模式和定价方式无重大变化，公司国际业务区域覆盖印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、越南、巴基斯坦、印度、韩国、澳大利亚、南非等国家，初步完成全球化煤炭供应链网络的构建。公司对煤炭等相关业务实施套期保值，降低价格波动带来的风险，同时采取锁定汇率措施，降低汇率波动风险。国内煤炭采购方面，2017 年，公司继续采取“以销定购”的采购模式，根据与客户签订的购销合同要求，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。采购结算模式未发生变化。

2017 年，伴随公司煤炭供应链业务规模扩大，公司煤炭采购量共 5,367.35 万吨，同比大幅增长 25.54%，其中进口煤炭采购量和国内煤炭采购量占比分别为 34.74%和 65.26%，国内煤炭采购占比上升，主要系伴随国内供给侧改革，公司为整合国内上游企业，扩大市场份额，加大了国内采购的规模。从采购额来看，2017 年，公司采购额为 234.31 亿元，同比增长 91.64%。

表 3　2016~2017 年公司煤炭采购情况（单位：万吨、万元、元/吨、%）

项目	2016 年	2017 年	增长率
采购量	**4,275.57**	**5,367.35**	**25.54**
其中：进口	1,859.23	1,864.49	0.28
国内采购	2,416.35	3,502.85	44.96
采购额	**1,222,697.80**	**2,343,138.20**	**91.64**
采购均价	**285.97**	**436.55**	**52.66**

资料来源：公司提供

采购价格方面，2017 年，公司因布局国内市场，内购内销的业务规模较大，公司整体采购均价有所升高，为 436.55 元/吨，同比上升 52.66%，主要是供给侧改革导致价格上涨。

采购集中度方面，2017 公司供应链管理业务前五大供应商采购金额占总采购金额的 32.17%，同比上升 5.05 个百分点，公司上游采购集中度尚可。

（3）煤炭销售

2017 年，公司的煤炭销售模式和结算方式未发生变化。

从销售区域看，公司煤炭主要为内销，已形成了覆盖华东、华南等沿海经济较发达地区的系统性销售网络。

从销售价格看，受煤炭整体价格上涨及采购煤炭品种调整的影响，2017 年，公司煤炭销售均价为 462.19 元/吨，较 2016 年的 323 元/吨上升 43.09%。

销售集中度方面，2017 年公司供应链管理业务中前五大客户销售金额占总销售金额的 16.01%，同比下降 3.50 个百分点，集中度仍较低。

公司继续加大对上游优势资源和下游消费渠道的维护与开发，以长协购销的形式与大型煤炭生产和消费企业建立深入稳定的合作关系。

（4）其他大宗商品供应链管理业务

2017 年，公司油品供应链管理业务，主要品种为燃料油和沥青，多为转口贸易，即供给端和销售端都在海外。目前公司油品采取“以销定采”的采购管理模式，中间没有仓储环节。公司采购及销售的产品以合同约定的标准作为产品质量标准，约定以转移标的货物所有权的形式交付货物。目前公司的上游企业为油品批发商，下游为国内地方炼油厂在境外负责采购的分支机构、中石油和中石化的境外公司等，公司为供需双方提供贸易服务，并赚取贸易差价获得利润。2017 年，公司油品供应链管理业务收入 79.22 亿元，同比增长 193.52%，目前只是纯贸易类业务，毛利率低。

2017 年，公司铁矿石业务规模有所增长。公司铁矿石供应链管理业务，采取“以销定购”的模式，公司先与供应商达成初步采购意向，然后寻找下游客户，待下游客户确定后，公司与供应商签订正式《采购合同》，并几乎同时与客户签订正式《销售合同》，公司以获取购销差价，价格基于交易当期普氏指数月均值确定。目前公司铁矿石供应链采购均来自海外。公司铁矿石供应链管理分为进口贸易和转口贸易。2017 年，铁矿石供应链管理业务收入 15.27 亿元，同比增长 2.14%，毛利率低。

2017 年，公司棉花供应链管理业务收入 10.43 亿元，同比增长 198.85%；毛利率低。

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供应商和客户，业务规模较大，是公司稳定的收入和利润来源。在采购方面，由于国内实施供给侧改革，煤炭价格回升，公司布局国内煤炭市场，国内采购规模增长，煤炭采购成本上升较快；在销售方面，公司已形成了系统性销售网络，以降低区域集中度风险。公司非煤炭供应链管理业务增长，但毛利

率水平较低，拉低了公司供应链管理业务的毛利率。

3. 供应链金融业务

公司供应链金融业务主要为保理业务。公司在资金端充分利用多种融资渠道，创新融资方式，获取充足的外部资金；在资产端围绕生态供应链各关键节点，通过强大的供应链服务能力及众多的客户资源，挖掘低风险的优质资产，并围绕产业的金融需求，积极开展保理小贷以及基于采购、仓储、销售等贸易链条开发的特色化供应链金融业务；在经营端公司搭建易煤网供应链金融风控平台，为产融双方提供风控技术支撑、数据支撑，进而实现资金方与融资方的无缝对接。

截至 2017 年底，公司保理合同项下受让的应收账款余额约 85.32 亿元，同比增长 26.12%，2017 年实现收入 11.15 亿元，同比增长 50.67%，供应链金融业务毛利率为 97.13%，同比上升了 6.25 个百分点，主要系 2017 年实际由做供应链金融业务的公司支付的利息费等融资成本较少。。

2017 年，公司保理业务客户数量增至 56 家，业务规模的扩大，既有单体客户需求增加，也有新增加的客户，两种情况叠加，导致保理业务规模比 2016 年有所增长。

截至 2017 年底，公司应收保理款余额中，正常类占 99.81%，损失类占 0.19%，损失比率很小，保理业务资金调动规模较大，对公司的风险控制能力形成一定挑战。

此外，公司 2015 年开始运营易煤网。截至 2017 年末，网站注册用户超过 5,000 家，网站交易量 13,338.00 万吨，交易额 5,221,971.00 万元，阳光采购终端 46 个，累计实现招标吨数 3,156.76 万吨。

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，2017 年，保理业务规模增大，毛利率上升。未来，伴随保理业务规模持续扩大，其资金调动规模较大，对公司的风险控制能力形成一定挑战。

4. 经营关注

（1）大宗商品价格、运费等因素波动的风险

随着公司境外大宗商品业务的发展壮大，公司传统业务周期增长，价格波动将会在一定程度上导致公司存货价值损失；同时运杂费、港务费、装卸费等销售费用增幅较快，其波动水平也会直接影响公司利润情况。

（2）汇率风险给公司经营带来不确定性

2017 年，公司进口煤炭 1,864.49 万吨，规模占煤炭总采购量的 34.74%。汇率波动影响到公司的采购成本。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影响。

（3）煤炭供应链管理业务毛利率下降

2017 年，公司煤炭供应链管理业务的毛利率水平有所下降，未来随着供给侧改革的深化和公司业务多元化扩张对公司的经营能力提出了挑战。

5. 未来发展

2018 年公司将坚持以客户为核心，紧跟行业发展趋势，结合自身发展情况，不断深耕优化现有商业模式。通过对瑞茂通特有商业模式的创新挖掘，引领产业变革，实现产业规模和盈利能力的双重突破。

为此，公司将围绕以下几个方面开展新一年度的经营工作：（一）坚持“贸易+金融+投资”三

位一体的战略方向；（二）坚持推进合伙制，挖掘团队潜力，加大专业人才（团队）引进力度；（三）“坚守与改变”优化企业文化，升级管理模式；（四）进一步健全公司治理结构，提升运作水平。

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。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2017 年度财务报告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的审计意见；公司 2018 年一季度财务报告未经审计。公司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，2017 年，公司新成立子公司 9 家，处置子公司 1 家。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，公司财务数据的可比性较高。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 211.60 亿元，负债总额 159.26 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 52.34 亿元，其中归属于母公司所有者权益 52.31 亿元。2017 年，公司实现营业额收入 374.97 亿元，净利润（含少数股东损益）7.15 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 7.15 亿元；经营活动产生的现金流量净额-20.64 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.13 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 221.34 亿元，负债总额 166.72 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 54.62 亿元，其中归属于母公司所有者权益 54.59 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 112.69 亿元，净利润（含少数股东损益）2.61 亿元，其中归属于母公司所有者净利润 2.60 亿元；经营活动产生的现金流量净额-5.17 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.54 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 211.60 亿元，较年初大幅增长 29.22%，主要系流动资产增长所致。公司资产结构中，流动资产占 93.90%，非流动资产占 6.10%，符合公司业务特点。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产 198.69 亿元，较年初增长 32.12%，主要系应收账款、应收保理费、预付款项和存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占 16.66%）、应收账款（占 20.73%）、预付款项（占比 6.16%）、存货（占 7.19%）和应收保理款（占 42.94%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金 33.10 亿元，较年初小幅下降 6.61%。公司资金受限 19.03 亿元，受限比例为 57.49%，受限比例高，主要为在金融机构开具票据、信用证和期货合约保证金等。

截至 2017 年底，公司应收账款 41.19 亿元，较年初增长 32.62%，主要系主营业务扩张及赊销所致。从账龄结构看，公司应收账款余额中，6 个月内部分占 96.91%，公司应收账款账龄较短。公司共计提坏账准备 0.35 亿元，计提比例为 0.85%，考虑到公司应收账款账龄较短，坏账准备计提额尚可。公司应收账款但规模较大，对公司仍形成一定资金占用。

截至 2017 年底，公司预付款项 12.25 亿元，较年初增长 191.07%，主要系公司业务扩张所致。从账龄结构看，一年以内占 95.86%。

截至 2017 年底，公司存货 14.29 亿元，较年初增长 270.04%，全部为库存商品，主要系公司主

营业务扩张所致，公司未计提存货跌价准备，市场价格波动对存货跌价风险的影响较小。

截至 2017 年底，公司应收保理款 85.32 亿元，较年初增长 26.13%，主要系公司供应链金融业务规模增长所致。截至 2017 年底，公司应收保理款余额中，正常类占 99.81%，公司保理业务目前风险较低。从集中度看，公司应收保理款前五大客户共占 19.34%，集中度不高。公司保理款按照保理客户风险类型划分计提坏账准备，共计提坏账准备 0.16 亿元，计提比例为 100%。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产 12.91 亿元，较年初下降 3.40%。截至 2017 年底，公司非流动资产以可供出售金融资产（占 20.79%）和长期股权投资（占 73.91%）为主。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 2.68 亿元，较年初小幅下降 2.28%，主要系公司减少了了对北京华泰瑞联并购基金（有限合伙）的投资 0.06 亿元所致。公司可供出售金融资产均按成本计量。2017 年，公司可供出售金融资产实现分红 0.19 亿元，公司可供出售金融资产未出现减值迹象，未计提减值准备。

截至 2017 年底，公司长期股权投资 9.54 亿元，较年初增长 6.89%，主要系权益法下确认的投资损益增加所致。公司长期股权投资企业目前经营状况正常，未发生减值迹象，公司未计提减值准备。

截至 2017 年底，公司受限资产共 19.29 亿元，以用于开立信用证、银行承兑汇票和期货等保证金为主。公司资产受限比例为 9.12%，公司受限比例较小。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额合计 221.34 亿元，较年初增长 4.60%，变化较小。其中流动资产占 94.26%，非流动资产占 5.74%，流动资产占比进一步提高。

总体看，由于供应链管理业务和供应链金融服务业务的规模扩大，公司资产规模大幅增长。公司资产以流动资产为主，其中应收保理款规模较大且风险可控；公司货币资金余额规模较大，但是其中使用受限资金占高；公司应收账款规模较大，仍有一定资金占用；公司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，资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 159.26 亿元，较年初增长 35.59%，主要系公司流动负债增长所致。其中，流动负债占 79.01%，非流动负债占 20.99%。

截至 2017 年底，公司流动负债 125.83 亿元，较年初增长 72.07%，快速增长，主要是应付账款和其他应付款增长所致。公司流动负债以短期借款（占 28.64%）、应付账款（占 25.20%）、其他应付款（占 23.94%）和一年内到期的非流动负债（占 8.40%）为主。

截至 2017 年底，公司短期借款 36.04 亿元，较年初增长 6.26%，系公司短期融资规模扩大及票据贴现后转至短期银行借款所致。公司短期借款以质押借款（占 71.01%，主要为银行承兑汇票贴现及信用证押汇）为主，保证借款占 28.99%。

截至 2017 年底，公司应付账款 31.70 亿元，较年初增长 220.89%，主要系业务规模扩大且业务多元化发展所致。公司应付账款均为应付货款。

截至 2017 年底，公司其他应付款 30.12 亿元，较年初增长 132.44%，主要系拆入资金增加所致。公司其他应付款以拆入资金（占 86.22%，已计入短期债务）、应付运费（占 3.80%）和往来款（占 7.20%）构成。

截至 2017 年底，公司新增一年内到期的非流动负债 10.56 亿元，主要是一年内到期的长期债务。

截至 2017 年底，公司非流动负债 33.42 亿元，较年初下降 24.60%，主要系应付债券下降所致。

公司非流动负债以应付债券为主（占 99.79%）。截至 2017 年底，公司应付债券余额 33.35 亿元，公司债券主要集中于 2019 年到期，公司有一定集中偿付压力。

截至 2017 年底，公司全部债务 112.22 亿元，较年初增长 13.20%。公司全部债务中，短期债务占 70.28%，长期债务占 29.72%。截至 2017 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 75.26%、68.19%，分别较年初上升 3.53 个百分点和 0.02 个百分点，公司长期债务资本化比率为 38.92%，较年初下降 9.98 个百分点。公司债务结构有所调整，但债务负担有所加重，债务结构仍有待改善，考虑到公司债券的偿还期限，公司仍存在一定的集中偿付压力。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 166.72 亿元，较年初增长 4.69%，变动较大。其中流动负债占 82.14%，非流动负债占 17.86%，流动负债占比进一步上升。公司资产负债率 75.32%较年初略有上升。

总体看，伴随公短期银行借款规模增长，公司资产负债率较高，债务负担加重；公司债务偿还期限较为集中，有一定集中偿付压力。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益 52.34 亿元，较年初增长 13.07%，主要系未分配利润增长所致。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占 99.94%；归属于母公司所有者权益中股本占 19.43%，资本公积占 28.26%，盈余公积占 1.87%，未分配利润占 50.84%，公司所有者权益结构稳定性一般。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 54.62 亿元，较年初增长 4.36%，系未分配利润增长所致，变动较小。公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益占 99.94%，规模及构成较年初变动不大。

总体看，受未分配利润增长影响，公司所有者权益有所增长；未分配利润占比较高，公司所有者权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

得益于公司扩大供应链管理业务规模，2017 年公司实现营业收入 374.97 亿元，同比大幅增长 76.60%。由于公司布局国内煤炭市场，采购价格略高的国内煤采购规模较大，以及拓展毛利率较低的油品大宗商品业务，2017 年，公司营业成本 347.10 亿元，同比增长 80.21%，增幅超过营业收入。2017 年公司营业利润 9.14 亿元，同比大幅增长 42.81%，增幅小于收入增幅系以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融负债为负数；净利润 7.15 亿元，同比增长 35.69%。

2017 年，公司期间费用总额 20.98 亿元，同比增长 31.67%，主要系业务规模扩大所致。其中销售费用占 58.24%，管理费用占 11.96%，财务费用占 29.79%。2017 年，公司销售费用 12.22 亿元，同比增长 39.10%，系业务规模扩大，运杂费、港务费等费用增加，从而引起销售费用增加；管理费用 2.51 亿元，同比增长 12.84%，系人工费用（薪酬）增加；财务费用 6.25 亿元，同比增长 26.91%，系融资规模扩大致使公司利息支出费用增加。费用收入比 5.60%，较上年下降 1.91 个百分点。

2017 年，公司投资收益 2.52 亿元，较上年下降 25.65%，2017 年公司投资收益占营业利润比重为 27.60%，同比下降 25.41 个百分点，对营业利润影响仍然较大。公司 2017 年营业外收入 0.13 亿元，同比下降 83.72%，公司政府补助持续性较弱，对利润总额影响较小。

从盈利指标看，伴随公司利润的增长，2017 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别同比上升 1.48 个百分点、0.46 个百分点和 2.45 个百分点至 8.59%、8.16%和 14.50%。公司盈利能力指标略有上升，整体仍处于较好水平。

2018 年 1~3 月份，公司以煤炭为主的大宗商品供应链业务规模持续扩大，实现营业收入 112.69 亿元，同比大幅增长 115.34%；公司实现营业利润 3.25 亿元，同比下降 13.92%，主要系投资收益由

正转负，销售费油增长快速；净利润 2.61 亿元，同比下降 2.56%。

总体看，受到公司业务规模增长的影响，公司营业收入规模持续扩大；公司投资收益对营业利润有较大影响；2017 年公司盈利能力指标略有上升，处于较好水平。未来随着公司业务规模的不断扩大，公司自身盈利能力有望继续增强。

5. 现金流

从经营活动看，2017年公司供应链管理业务规模扩张，经营活动现金流入量和流出量均大幅增长，其中，经营活动现金流入452.45亿元，同比大幅增长48.79%；经营活动现金流出473.09亿元，同比大幅增长37.11%，增幅小于经营活动现金流入。2017年公司经营活动现金流量净额为-20.64亿元，净流出规模下降49.59%。2017年，公司现金收入比为100.18%，同比下降8.22个百分点，公司收入实现质量较弱。

从投资活动看，2017 年公司投资活动现金流入 20.82 亿元，大幅增长 67.50%，主要系收到其他与投资活动有关的现金（理财产品）所致；投资活动现金流出 13.08 亿元，同比增长 60.85%，主要系支付其他与投资活动有关的现金（理财产品）增长。2017 年，公司投资活动现金流量净额为 7.74 亿元，同比增长 80.09%。

从筹资活动看，2017 年公司筹资活动现金流入 149.82 亿元，同比下降 2.78%；筹资活动现金流出 137.85 亿元，同比增长 29.49%，主要系偿还到期银行借款所致。2017 年公司筹资活动现金流量净额 11.97 亿元，同比大幅下降 74.88%。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为-5.17 亿元；投资活动现金流量净额为 1.73 亿元；筹资活动现金流量净额为-0.04 亿元；现金及现金等价物净增加-3.54 亿元。

总体看，公司 2017 年供应链管理业务规模扩张，经营活动产生的现金流入和流出均大幅增长，经营活动现金流量净额仍为净流出；受收回投资影响，公司投资活动产生的现金净流入量大幅增长；公司筹资规模扩大，筹资活动产生的现金流量仍为净流入状态，筹资需求一般。

6．偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率均大幅下降至 1.58 倍和 1.47 倍，主要系流动负债增长较快所致。截至 2017 年底，公司现金短期债务比为 0.45 倍，较年初大幅下降。整体看公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2017 年，公司 EBITDA 为 15.44 亿元，同比增长 42.75%，主要系业务规模扩大，利润总额增长以及融资规模扩大利息支出增长所致。2017 年公司 EBITDA 以计入财务费用的利息支出（占 39.91%）和利润总额（占 59.31%）为主。2016~2017 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.98 倍和 2.51 倍，略有下降，但公司 EBTIDA 对利息保障程度尚可；公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.11 倍和 0.14 倍，公司 EBITDA 对全部债务的保障能力较弱。总体看，公司长期偿债能力有待提升。

截至 2017 年底，公司不存在未决诉讼事项。

截至 2017 年底，公司对外担保共 2.80 亿元，均为关联方担保，占公司净资产的 5.35%，担保金额占比较低，整体看公司或有负债风险不大。

截至 2017 年底，公司共获得授信额度 41.49 亿元，已使用授信余额为 35.00 亿元，尚未使用授信额度 6.49 亿元，公司间接融资渠道有待进一步扩宽。

根据中国人民银行 2018 年 3 月 7 日出具的企业信用报告（机构信用代码 G1037060200022870I），

公司存在的 9 笔未结清的不良贷款，共计 1.24 亿元，均为重组前九发股份的不良贷款，银行已出具证明，在九发股份重整计划执行完毕时已按比例得到清偿，公司不承担清偿责任。

总体看，公司短期偿债能力较强，长期偿债能力有待提升；并考虑到公司规模、行业地位，以及供应链管理业务规模扩大，公司未来收入规模有望进一步增长，公司偿债能力较强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年3月底，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）为29.91亿元，为待偿本金合计（5.31亿元）的5.63倍，现金类资产对“16瑞茂01”和“16瑞茂02”待偿本金的覆盖程度较高；净资产54.62亿元，为待偿本金合计（5.31亿元）的10.29倍，公司净资产对“16瑞茂01”和“16瑞茂02”待偿本金的保障程度较高。

从盈利情况来看，2017年，公司EBITDA为15.44亿元，为待偿本金合计（5.31亿元）的2.91倍，公司EBITDA对“16瑞茂01”和“16瑞茂02”待偿本金的保障程度尚可。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动现金流入452.45亿元，为待偿本金合计（5.31亿元）的85.21倍，对“16瑞茂01”和“16瑞茂02”待偿本金的保障程度高。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位，公司对“16 瑞茂 01”和“16 瑞茂 02”的偿还能力强。

八、债券保护条款分析

郑州瑞茂通为“16 瑞茂 01”和“16 瑞茂 02”公司债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人担保范围包括“16 瑞茂 01”和“16 瑞茂 02”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。

万永兴先生和刘轶先生以个人全部合法财产向“16 瑞茂 01”和“16 瑞茂 02”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。

1. 郑州瑞茂通

（1）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其唯一股东。后历经多次股权变更，截至 2017 年底，郑州瑞茂通注册资本 38.30 亿元，控股股东为郑州中瑞实业集团有限公司（持股 100.00%），实际控制人为万永兴。

2017 年郑州瑞茂通经营范围无重大变化，目前主要业务为大宗商品供应链金融管理。

截至 2017 年底，郑州瑞茂通纳入合并范围的二级子公司 3 户，为远宜实业发展（上海）有限公司（以下简称“远宜实业”）、石河子市弘睿瑞安股权投资合伙企业（有限合伙）（持股比例 99.00%）（以下简称“石河子弘睿瑞安”）和瑞茂通供应链管理股份有限公司。郑州瑞茂通总部管理部门无重大变化。

截至 2017 年底，郑州瑞茂通合并资产总额 306.94 亿元，负债总额 187.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）119.86 亿元，其中归属于母公司所有者权益 99.31 亿元。2017 年，郑州瑞茂通实现营业收入 426.48 亿元，净利润（含少数股东损益）7.47 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.66 亿元；经营活动产生的现金流量净额-5.93 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.31 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。

（2）经营概况

郑州瑞茂通的主要业务为大宗商品供应链管理业务，主要品种包括煤炭和有色金属；其中煤炭板块由瑞茂通负责运营。2017 年，郑州瑞茂通剥离了上海远宜国际贸易有限公司和烟台平瑞商贸有限公司。从业务规模来看，由于有色金属贸易板块的上海远宜国际贸易有限公司已剥离，目前郑州瑞茂通的收入和净利润几乎全部来自瑞茂通。

表 4　2017 年郑州瑞茂通二级子公司基本情况表（单位：%、万元）

	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
远宜实业	大宗商品贸易	100	78,670.38	4,878.82	180,787.87	24.29	56.21
石河子弘睿瑞安	股权投资管理	99	1,399.14	1,388.16	--	7,944.31	-1,155.09
瑞茂通	煤炭供应链管理	60.81	2,115,978.19	523,403.60	3,749,747.51	71,530.44	-206,391.92

资料来源：公司提供

郑州瑞茂通经营分析具体见主体分析部分。

（3）财务概况

郑州瑞茂通提供的 2017 年度财务数据已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的审计意见。审计报告按照最新企业会计准则及中国证券监督管理委员会《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）的披露规模编制。郑州瑞茂通 2017 年不再纳入合并范围子公司 2 家，截至 2017 年底，郑州瑞茂通纳入合并范围的二级子公司共 3 家。由于处置子公司规模较小，郑州瑞茂通财务数据可比性较高。

截至 2017 年底，郑州瑞茂通合并资产总额 306.94 亿元，负债总额 187.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）119.86 亿元，其中归属于母公司所有者权益 99.31 亿元。2017 年，郑州瑞茂通实现营业收入 426.48 亿元，净利润（含少数股东损益）7.47 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.66 亿元；经营活动产生的现金流量净额-5.93 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.31 亿元。

资产质量

截至 2017 年底，郑州瑞茂通资产总额 306.94 亿元，较年初下降 1.73%。截至 2017 年底，郑州瑞茂通资产中，流动资产占 95.79%，以流动资产为主。

截至 2017 年底，郑州瑞茂通流动资产 294.03 亿元，较年初下降 1.65%。郑州瑞茂通流动资产以货币资金（占 13.10%）、应收账款（占 14.35%）、预付款项（占 7.57%）、应收保理款（占 29.02%）和其他应收款（占 28.00%）为主。

截至 2017 年底，郑州瑞茂通货币资金 38.52 亿元，较年初大幅下降 52.68%，主要系其他货币资金下降（包括：银行承兑汇票保证金和用于担保的定期存款等）所致。郑州瑞茂通受限货币资金共 22.51 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和信用证保证金，受限比例为 58.44%，受限比例高。

截至 2017 年底，郑州瑞茂通应收账款 42.21 亿元，较年初大幅增长 27.56%，主要系各子公司供应链管理业务规模大幅增长所致。郑州瑞茂通应收账款集中在 6 个月内（占 96.85%）；郑州瑞茂通应收账款前五大共占 26.67%，集中度尚可。截至 2017 年底，郑州瑞茂通共计提坏账准备 0.35 亿元，计提比例 0.83%，鉴于供应链管理业务模式的特点及账龄结构，计提比例尚可。

截至 2017 年底，郑州瑞茂通应收保理款 85.32 亿元，较年初增长 26.13%，系瑞茂通保理业务规模增长所致，分析见主体部分。

截至 2017 年底，郑州瑞茂通其他应收款 82.33 亿元，较年初下降 7.94%，主要系往来款规模下降所致。郑州瑞茂通其他应收款中往来款占 99.59%，主要为关联方往来款。郑州瑞茂通其他应收款账龄主要集中在 6 个月内（占 99.43%），账龄较短；前五大客户应收款共占 81.47%，集中度较高。郑州瑞茂通其他应收款共计提坏账准备 0.04 亿元，计提比例为 0.05%，考虑到其他应收款主要为关联方往来款，计提比例尚可。郑州瑞茂通应收关联方往来款规模较大，对其形成一定的资金占用。

截至 2017 年底，郑州瑞茂通非流动资产 12.91 亿元，较年初下降 3.58%，变动较小。非流动资产以可供出售金融资产（占 20.78%）和长期股权投资（占 73.87%）为主。

截至 2017 年底，郑州瑞茂通可供出售金融资产 2.68 亿元，较年初下降 2.28%。郑州瑞茂通可供出售金融资产全部以成本计量，截至 2017 年底，郑州瑞茂通可供出售金融资产未发现减值迹象，未提及减值准备。

截至 2017 年底，郑州瑞茂通长期股权投资 9.54 亿元，较年初增长 6.89%，主要系权益法下确认的投资收益增加所致。

截至 2017 年底，郑州瑞茂通受限资产共 23.31 亿元，主要为银行承兑汇票保证金和信用证保证金，受限比例为 7.59%，受限比例尚可。

整体上看，郑州瑞茂通资产规模增加，资产以流动资产为主。流动资产中以货币资金、应收保理款和其他应收款为主；货币资金中使用受限资金占比较高；其他应收款规模较大，对郑州瑞茂通形成一定资金占用；非流动资产以长期股权投资为主。郑州瑞茂通整体资产流动性尚可，资产质量尚可。

负债

截至 2017 年底，郑州瑞茂通负债合计 187.08 亿元，较年初下降 14.23%，主要是非流动负债下降所致。郑州瑞茂通负债结构中，流动负债占 82.13%，非流动负债占 17.87%，结构较年初变化不大。

截至 2017 年底，郑州瑞茂通流动负债 153.66 亿元，较年初下降 8.40%，主要系短期借款、应付票据和其他应付款增长所致。流动负债以短期借款（占比 37.76%）、应付票据（占比 6.97%）、应付账款（占 20.63%）、其他应付款（占 17.27%）和一年内到期的非流动负债（占 6.88%）为主。

截至 2017 年底，郑州瑞茂通短期借款 58.02 亿元，较年初下降 2.05%。截至 2017 年底，郑州瑞茂通应付票据 10.71 亿元，较年初下降 83.20%，主要系票据结算下降所致。截至 2017 年底，郑州瑞茂通应付账款 31.70 亿元，较年初增长 173.73%，系供应链管理业务规模增长，应付货款增长所致。截至 2017 年底，郑州瑞茂通其他应付款 26.53 亿元，较年初增长 96.79%，主要系资金拆借规模增长所致；郑州瑞茂通其他应付款中资金拆借占 97.88%，已经计入短期债务。截至 2017 年底，郑州瑞茂通一年内到期非流动负债 10.56 亿元，为即将到期转入流动负债的长期借款，较年初下降 4.39%，变动较小。

截至 2017 年底，郑州瑞茂通非流动负债 33.42 亿元，较年初下降 33.64%，主要系瑞茂通回售发行债券所致。郑州瑞茂通非流动负债以应付债券（占 99.79%）为主。

截至 2017 年底，郑州瑞茂通应付债券 33.35 亿元，系瑞茂通 2016 年发行的“16 瑞茂 01”、“16 瑞茂 02”、“16 瑞茂通”、“16 瑞通 01”、“16 瑞通 02”和“17 瑞茂 01”；郑州瑞茂通债券集中于 2019 年到期，有一定集中偿付压力。

截至 2017 年底，郑州瑞茂通全部债务 139.86 亿元，较年初下降 28.53%，主要系应付票据和长期债务下降所致。郑州瑞茂通全部债务以短期债务为主，占 76.15%。从债务指标看，2017 年，郑州

瑞茂通资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为60.95%、53.85%、21.77%，分别较年初下降了8.88个百分点、13.65个百分点和13.05个百分点。郑州瑞茂通债务集中于短期，有一定集中偿付压力，2017年债务负担有所减轻，但整体债务规模尚属可控。

总体看，随着业务规模扩大，郑州瑞茂通短期融资规模扩大，债务负担加重，仍以短期债务为主；考虑到公司债券到期日比较集中，其面临一定的短期偿债压力和集中偿付压力。

所有者权益

截至2017年底，郑州瑞茂通所有者权益119.86亿元，较年初增长27.20%，主要是股本、资本公积和未分配利润的增长，其中股本和资本公积的增长主要是因股东郑州中瑞实业集团有限公司增资所致。所有者权益中，归属于母公司所有者权益占82.86%，较年初增长2.15个百分点。归属于母公司所有者权益主要以实收资本（占38.57%）、资本公积（占41.20%）和未分配利润（占20.25%）为主，其中资本公积以资本溢价为主，占比超过99%。郑州瑞茂通权益结构变动较小，仍较稳定。

总体看，2017年，郑州瑞茂通所有者权益结构变动较小，结构较稳定。

盈利能力

随着业务规模的不断扩大，郑州瑞茂通营业收入增长较快，2017年，郑州瑞茂通实现营业收入426.48亿元，同比增长26.61%。2017年，郑州瑞茂通实现营业利润9.46亿元，同比增长48.90%；净利润7.47亿元，同比增长44.43%。

2017年，郑州瑞茂通费用总额22.17亿元，同比增长32.96%，主要系销售费用和财务费用增长所致。公司费用总额中销售费用占55.14%，管理费用占12.41%，财务费用占32.44%。2017年，销售费用12.22亿元，同比增长37.60%，系业务规模扩大，运杂费、港务费等费用增加所致；管理费用2.75亿元，同比增长13.61%，主要系人工费用（薪酬）增加所致；财务费用7.19亿元，同比增长34.01%，主要系融资规模扩大利息支出增长所致。2017年，郑州瑞茂通费用收入比为5.20%，同比上升0.25个百分点，期间费用控制能力较好。

2017年，郑州瑞茂通投资收益3.60亿元，同比下降3.40%，主要为处置金融资产取得的投资收益，持续性较弱，占营业利润的38.11%，对营业利润影响较大。2017年，郑州瑞茂通营业外收入0.14亿元，同比下降83.21%，对利润总额影响较小。

从盈利指标看，2017年，郑州瑞茂通营业利润率、总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为6.52%、5.36%、5.41%和6.98%，分别同比上升0.61个百分点、1.03个百分点、0.71个百分点和1.33个百分点。郑州瑞茂通盈利能力指标尚可。

总体来看，郑州瑞茂通业务规模扩大，收入增长较快，投资收益对营业利润影响较大；主营业务盈利能力尚可。

现金流分析

从经营活动看，2017年，郑州瑞茂通经营活动现金流入555.62亿元，同比下降4.99%；2017年，郑州瑞茂通经营活动现金流出561.55亿元，同比增长3.77%。2017年，郑州瑞茂通经营活动现金流量净额-5.93亿元，由净流入转为净流出。2017年，郑州瑞茂通现金收入比为102.70%，同比下降8.45个百分点，收入实现质量有所下降。

从投资活动看，2017年，郑州瑞茂通投资活动现金流入29.66亿元，同比增长89.51%，主要系2017年收到其他与投资活动有关的现金较大所致。2017年，郑州瑞茂通投资活动现金流出26.45亿元，同比增长33.65%，主要系支付其他与投资活动有关的现金规模较大。2017年，郑州瑞茂通投资活动现金流量净额3.21亿元，由负转正。

从筹资活动看，郑州瑞茂通2017年筹资活动现金流入204.75亿元，同比增长7.97%，主要系吸收

投资收到的现金规模扩大所致。2017年，筹资活动现金流出204.14亿元，同比增长17.06%，主要系偿还银行借款和资金拆借支付现金规模较大所致。2017年，郑州瑞茂通筹资活动现金流量净额为0.60亿元，同比大幅下降96.05%。

总体看，2017 年，郑州瑞茂通经营活动现金流量由正转负，投资活动现金流由净流出转为净流入，筹资力度减弱。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

从短期偿债能力看，2017 年底，郑州瑞茂通流动比率和速动比率较年初分别增长至 1.91 倍和 1.82 倍。2017 年底，现金短期债务比为 0.38 倍，较年初略有下降。整体看短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2017 年，郑州瑞茂通 EBITDA 为 16.80 亿元，同比增长 32.68%，主要系融资规模扩大致利息支出增长以及利润总额规模增长所致。2017 年，EBITDA 利息倍数为 2.32 倍，同比有所上升，EBITDA 对利息的保障程度仍属较高；EBITDA 全部债务比为 0.12 倍，有所上升，其 EBITDA 对全部债务的保证能力较弱。

截至 2017 年底，郑州瑞茂通对外担保余额合计 41.91 亿元，占净资产的 34.97%，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 2017 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 73.31 亿元，其中已使用授信额度为 59.48 亿元，其中未使用额度为 13.83 亿元，郑州瑞茂通间接融资渠道有待拓展。

根据编号为 G1041010101909210H 的中国人民银行企业基本信用报告，截至 2018 年 5 月 3 日，郑州瑞茂通不存在已结清和未结清不良贷款。

截至 2017 年底，郑州瑞茂通不存在未决诉讼或仲裁事项。

总体看，郑州瑞茂通债务以短期债务为主，其短期偿债能力尚可，长期偿债能力较弱，整体看郑州瑞茂通偿债能力尚可。

（4）债务保障程度

从担保效果来看，以2017年底郑州瑞茂通财务数据测算，“16瑞茂01”、“16瑞茂02”待偿本金合计（5.31亿元）占郑州瑞茂通资产总额的1.73%，占所有者权益总额的4.43%，占比较低；2017年，郑州瑞茂通EBITDA对的“16瑞茂01”、“16瑞茂02”待偿本金合计（5.31亿元）的覆盖倍数为3.16倍，覆盖程度较好。经营活动现金流入对“16瑞茂01”、“16瑞茂02”待偿本金合计（5.31亿元）的覆盖倍数为104.64倍，覆盖程度较高。

总体看，2017年，郑州瑞茂通资产规模增长，业务规模扩大，其担保对“16瑞茂01”、“16瑞茂02”信用状况具有积极影响。

2. 万永兴与刘轶

截至 2017 年底，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。

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 2017 年底，担保人万永兴和刘轶不存在未决诉讼或仲裁事项。

总体上看，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“16 瑞茂 01”和“16 瑞茂 02”信用水平仍有正面影响。

九、综合评价

公司作为国内大型的以煤炭产品为主的供应链管理和服务公司，2017 年，营业规模大幅扩张，

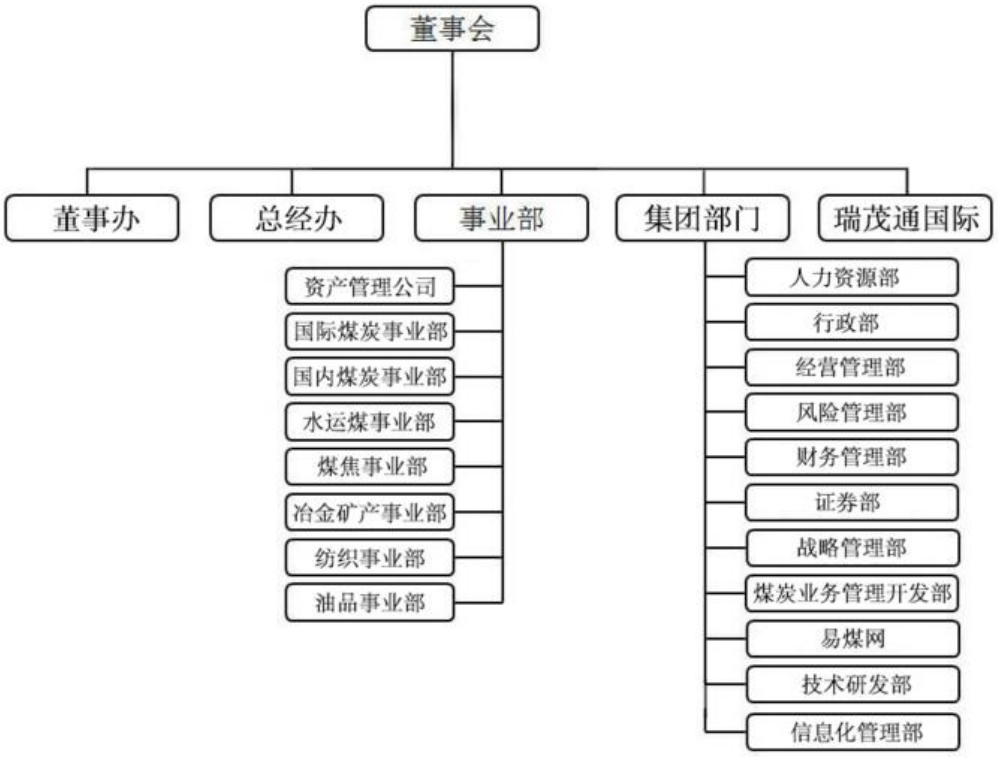
在业务规模、经营模式、行业影响力、资源整合能力和客户资源等方面仍具备突出优势；伴随业务规模和融资规模的扩大，公司资产总额和所有者权益有所增长。联合评级也关注到煤炭行业处于供给侧改革深化阶段，公司经营受政策调整影响较大，煤炭供应链管理业务毛利率下降对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将进一步完善供应链管理业务，并拓展业务品类，经营规模有望继续扩大，盈利能力有望增强。

2017 年，郑州瑞茂通资产规模扩大，经营状况良好，其担保对“16 瑞茂 01”、“16 瑞茂 02”的信用水平仍具有积极影响。万永兴、刘轶提供的担保反映了其对公司经营的信心，对“16 瑞茂 01”、“16 瑞茂 02”的信用水平仍具有正面影响。

综上，联合评级维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“16 瑞茂 01”、“16 瑞茂 02”债项 AA 的信用等级。

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	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	163.75	211.60	221.34
所有者权益（亿元）	46.29	52.34	54.62
短期债务（亿元）	54.83	78.87	--
长期债务（亿元）	44.31	33.35	--
全部债务（亿元）	99.14	112.22	--
营业收入（亿元）	212.34	374.97	112.69
净利润（亿元）	5.27	7.15	2.61
EBITDA（亿元）	10.82	15.44	--
经营性净现金流（亿元）	-40.94	-20.64	-5.17
应收账款周转次数(次)	10.48	10.30	--
存货周转次数（次）	59.45	38.25	--
总资产周转次数（次）	1.53	2.00	--
现金收入比率（%）	108.40	100.18	105.65
总资本收益率（%）	7.12	8.59	--
总资产报酬率（%）	7.70	8.16	--
净资产收益率（%）	12.06	14.50	--
营业利润率（%）	9.22	7.33	8.03
费用收入比（%）	7.51	5.60	4.33
资产负债率（%）	71.73	75.26	75.32
全部债务资本化比率（%）	68.17	68.19	--
长期债务资本化比率（%）	48.90	38.92	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.98	2.51	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.14	--
流动比率（倍）	2.06	1.58	1.52
速动比率（倍）	2.00	1.47	1.45
现金短期债务比（倍）	0.70	0.45	--
经营现金流动负债比率（%）	-55.98	-16.40	-3.78
EBITDA/待偿本金合计(倍)	2.04	2.91	--

注：1、财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。2、其他应付款中的资金拆借计入短期债务。

附件 3　郑州瑞茂通供应链有限公司
主要计算指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	312.35	306.94
所有者权益（亿元）	94.23	119.86
短期债务（亿元）	145.35	106.50
长期债务（亿元）	50.35	33.35
全部债务（亿元）	195.70	139.86
营业收入（亿元）	336.84	426.48
净利润（亿元）	5.17	7.47
EBITDA（亿元）	12.66	16.80
经营性净现金流（亿元）	1.27	-5.93
应收账款周转次数(次)	14.93	11.25
存货周转次数（次）	80.52	41.51
总资产周转次数（次）	1.26	1.38
现金收入比率（%）	111.15	102.70
总资本收益率（%）	4.33	5.36
总资产报酬率（%）	4.69	5.41
净资产收益率（%）	5.65	6.98
营业利润率（%）	5.91	6.52
费用收入比（%）	4.95	5.20
资产负债率（%）	69.83	60.95
全部债务资本化比率（%）	67.50	53.85
长期债务资本化比率（%）	34.82	21.77
EBITDA 利息倍数（倍）	2.29	2.32
EBITDA 全部债务比（倍）	0.06	0.12
流动比率（倍）	1.78	1.91
速动比率（倍）	1.75	1.82
现金短期债务比（倍）	0.58	0.38
经营现金流动负债比率（%）	0.76	-3.86

注：1、财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。2、其他应付款中的资金拆借计入短期债务。

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	
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/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

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 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。