

信用等级公告

联合[2015]425 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 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：



二零一五年九月二十三日

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 15 亿元公司债券信用评级分析报告

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：2015 年 9 月 23 日

主要财务数据：

发行人

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	20.25	66.30	79.88	102.16
所有者权益(亿元)	12.45	17.46	21.58	38.03
长期债务(亿元)	0.00	0.00	8.34	8.08
全部债务(亿元)	4.11	42.70	49.65	54.87
营业收入(亿元)	52.81	64.91	83.39	34.95
净利润(亿元)	3.82	4.71	5.02	1.22
EBITDA(亿元)	4.89	5.85	7.44	--
经营性净现金流(亿元)	4.33	-18.84	-7.26	-4.92
营业利润率(%)	13.86	14.59	14.30	14.19
净资产收益率(%)	35.89	31.50	25.69	4.11
资产负债率(%)	38.54	73.66	72.98	62.77
全部债务资本化比率(%)	24.81	70.97	69.70	59.06
流动比率	2.58	1.21	1.40	1.64
EBITDA 全部债务比	1.19	0.14	0.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	25.48	16.70	4.86	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.33	0.39	0.50	--

担保方

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 6 月
资产总额(亿元)	23.15	72.47	114.14	146.74
所有者权益(亿元)	12.25	17.31	44.75	61.15
营业收入(亿元)	51.81	66.90	93.92	41.09
净利润(亿元)	3.74	4.71	5.09	1.17
资产负债率(%)	47.07	76.12	60.79	58.33

注：本报告财务数据及指标计算均是合并口径；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；表中半年度数据未经审计；其他应付款中的股东借款及信托和基金借款计入短期债务。

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”）及本次债券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、客户资源和经营风险控制能力等方面具有较强的竞争优势。近年来公司资产规模快速扩大、盈利能力不断提升。同时，联合评级也关注到煤炭价格波动、汇率波动、快速提升的保理业务规模以及较高的资产负债率给公司信用水平带来的不利影响。

2015 年 6 月，公司成功进行非公开增发股票，募集资金净额 14.90 亿元。随着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，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。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，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

刘洪涛

电话：010-85172818

邮箱：liuht@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）与瑞茂通供应链管理股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与瑞茂通供应链管理股份有限公司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，未因瑞茂通供应链管理股份有限公司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公司相关资料主要由瑞茂通供应链管理股份有限公司提供，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瑞茂通供应链管理股份有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：



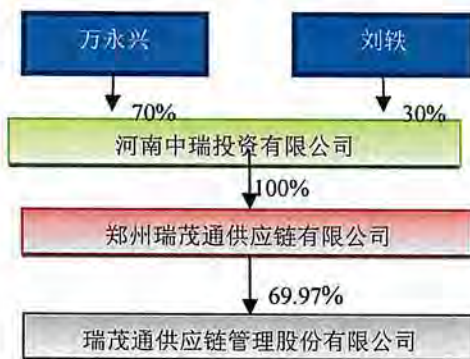
一、主体概况

瑞茂通供应链管理股份有限公司（以下简称“瑞茂通”或“公司”）的前身是郑州瑞茂通供应链有限公司（以下简称“郑州瑞茂通”）。郑州瑞茂通系由郑州永和泰有限公司于2010年7月26日出资设立，设立时注册资本为2,500万元。2010年，郑州永和泰投资有限公司将其所持郑州瑞茂通100%股权转让给河南中瑞投资有限公司（以下简称“中瑞投资”）。后经两次增资，郑州瑞茂通注册资本增加至158,000万元，中瑞投资持有100%股权。

2011年12月26日，郑州瑞茂通与山东九发食用菌股份有限公司（以下简称“九发股份”）签订《债务代偿协议》、《发行股份购买资产协议》，将其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”，股票代码：600180，股票简称：瑞茂通。

2012~2014年，公司先后审议通过股权激励计划议案，公司首期股权激励计划73名激励对象在第一个行权期可行权共604.00万份股票期权，行权实施完成后公司股本增至87,826.39万股，首期股权激励计划82名激励对象在第二个行权期可行权共521.50万份股票期权，变更后的股本为人民币88,347.893万股。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15亿元。截至2015年6月底，公司非公开发行已经完成，公司注册资本变更为101,740.75万股，控股股东为郑州瑞茂通，公司实际控制人为万永兴。

图1 公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围为：煤炭批发经营；资产管理；煤炭信息咨询，煤炭供应链管理。

截至2014年底，公司设企业管理部、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；设瑞茂通（中国）、瑞茂通（海外）、平台事业部和易煤网等4个事业部；设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26个分公司。截至2014年末，公司在职工355人。

截至2014年底，公司合并资产总额79.88亿元，负债合计58.30亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计21.59亿元。公司实现合并营业收入83.39亿万元，净利润5.02亿元；经营活动

产生的现金流量净额-7.26 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.56 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 102.16 亿元，负债合计 67.13 亿元，所有者权益（含少数股东权益）38.03 亿元。2015 年 1~6 月公司实现营业收入 34.95 亿元，净利润（含少数股东损益）1.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.92 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.54 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：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。

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

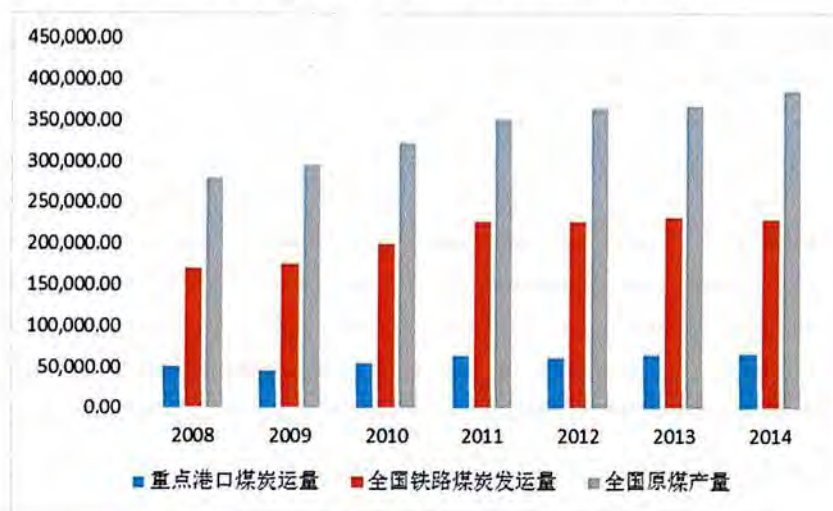
瑞茂通主要从事煤炭物流和供应链管理业务，通过对煤源的组织、原煤的加工、煤种的调配、物流的管理，提高煤炭资源本身的使用效率、降低终端用户的用煤成本，为客户提供多品种、全链条、一站式的煤炭供应管理服务。公司属于煤炭物流行业。

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。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。2014 年，全国原煤产量 38.7 亿吨，同比上升 5.3%；铁路调运量 22.9 亿吨，同比下降 1.3%；主要港口煤炭发运量 6.8 亿吨，同比上升 1.8%。

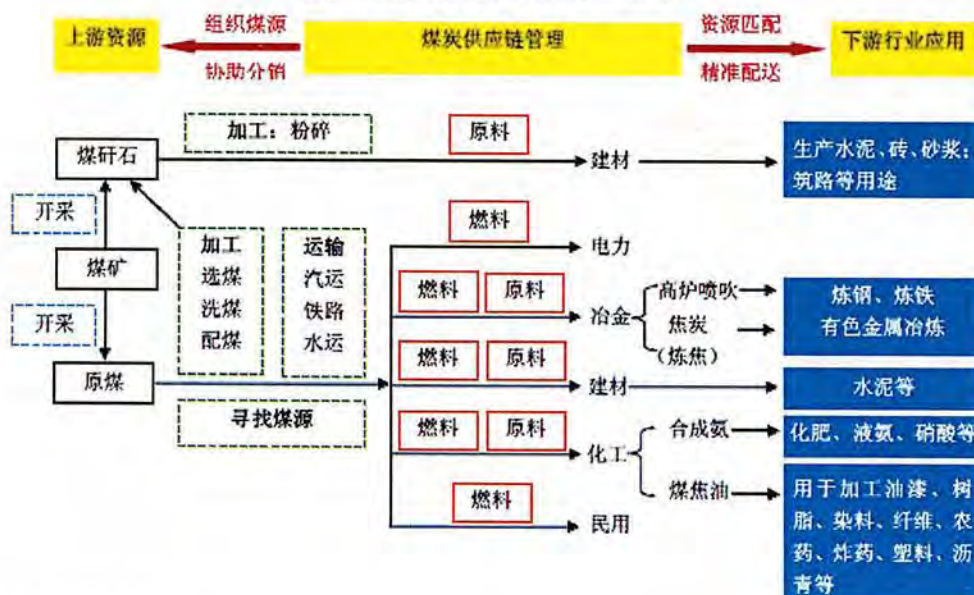
图2 国内煤炭产量、消费量和铁路发运量（单位：万吨）



资料来源：Wind 资讯，联合评级收集。

我国煤炭物流行业近年来发展速度较快，但自 2014 年开始行业增速有所放缓。根据 Wind 统计，我国重点煤炭流通企业 2013 年销售额 1,784.9 亿元，三年复合增长率 32.68%，2014 年前 9 个月，我国重点煤炭流通企业销售额达到 1,125.4 亿元。在行业规模增速规模放缓的背景下，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时、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。

图3 煤炭供应链管理行业产业链情况



资料来源：联合评级收集

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，2014年我国原煤占能源消费总量比重约为66%。近年来，我国煤炭消费量平稳增长，全国煤炭消费总量从2000年1.41亿吨增加到2013年36.1亿吨左右，年均复合增长率约为7.49%，但在2014年消费总量首次出现下降。2008年，由于中国政府应对金融危机推出了“四万亿”经济刺激措施，我国煤炭消费增速

由 2008 年的 3.06% 逐步提升至 2011 年的 9.84%，2012 年以来，随着国内刺激政策逐步退出，我国煤炭消费增速开始回落，2013 年为 36.1 亿吨，同比增加 2.60% 左右，但在 2014 年，全国煤炭消费总量首次出现负增长，2014 年全国煤炭消费总量为 35.1 亿吨，同比下降 2.77%，如下图所示。

图 4 我国煤炭消费总量（单位：万吨，%）

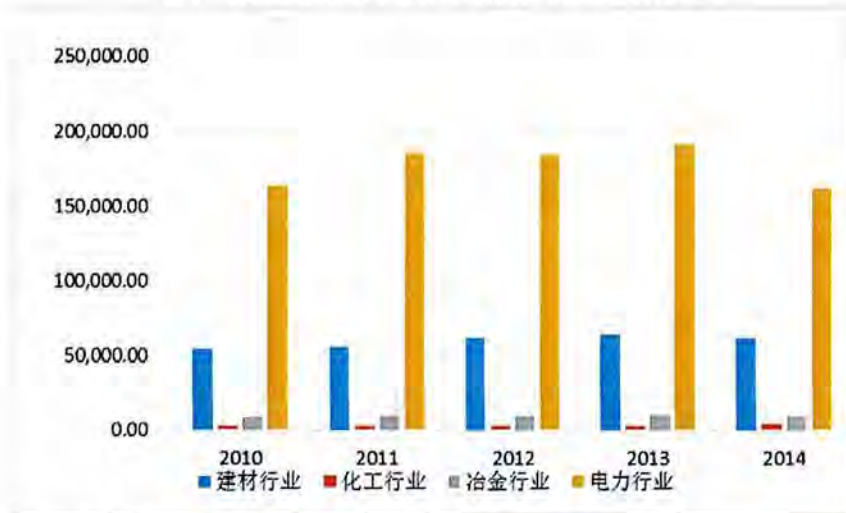


资料来源：Wind 资讯，联合评级收集。

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 大卡动力煤平仓价为例，2012 年初，该价格为 795 元/吨，2012 年末、2013 年末、2014 年末和 2015 年 6 月末价格分别为 635 元/吨、635 元/吨、525 元/吨和 415 元/吨，累计下降幅度 47.80%。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 2012 年初 930 元/吨下降 50% 至 2015 年 6 月末的 465 元/吨，广州港 5500 大卡印尼煤价格也从 2012 年初的 830 元/吨下降至 2015 年 6 月末的 460 元/吨。

从煤炭需求的结构看，2014 年我国动力煤总需求量为 26.17 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，2014 年我国电力行业动力煤消费量为 16.11 亿吨，占动力煤总需求量的 61.58%；建材行业动力煤消费量 6.27 亿吨，占动力煤总需求量的 23.96%；化工行业动力煤消费量 0.41 亿吨，占动力煤总需求量的 1.55%；冶金行业动力煤消费 0.96 亿吨，占动力煤总需求量的 3.66%。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5 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，还可用做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，2014 年，全国原煤产量 38.7 亿吨，同比上升 5.3%；铁路调运量 22.9 亿吨，同比下降 1.3%；主要港口煤炭发运量 6.8 亿吨，同比上升 1.8%。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，2014 年我国煤炭进口量为 2.91 亿吨，同比减少 3,580 万吨，降幅达 10.9%。进口下降的原因一方面来自于煤炭需求增幅逐渐放缓，甚至呈现负增长态势；另一方面则是政策层面限制进口煤，发改委在 2014 年 8 月底要求，2014 年煤炭进口减少 5,000 万吨。

表 3 2011 年~2014 年行业内主要企业煤炭发运量对比情况（单位：万吨）

项目	2011 年度	2012 年度	2013 年度	2014 年度
中国秦发	1,592.70	2,209.30	2,403.40	15,935.00
永晖控股	908.90	1,130.80	1,465.00	925.58
瑞茂通	490.80	869.50	1,359.90	1849.00
国内煤炭消费总量	238,033.37	240,913.51	247,500.00	240,322.50

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。2014 年全国煤炭铁路运输量达到 22.9 亿吨，其中上述四大通道铁路运输占比在 60%左右。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。2014 年，北方七港的煤炭运输量达到 6.3 亿吨，占重点港口煤炭运输量的 90%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	2014 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	632 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	75 亿港元
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	65 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	83 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

2012年3月，国家发改委下发煤炭工业发展“十二五”规划。根据规划，到2015年，煤炭调整布局和规范开发秩序取得明显成效，生产进一步向大基地、大集团集中，现代化煤矿建设取得新进展，安全生产状况显著好转，资源回采率明显提高，循环经济园区建设取得重大进展，矿区生态环境得到改善，企业“走出去”取得新成效，矿工生活水平明显提高，基本建成资源利用率高、安全有保障、经济效益好、环境污染少和可持续发展的新型煤炭工业体系。

①“十二五”期间我国煤矿建设将按照上大压小、产能置换的原则，合理控制煤炭新增规模。东部（含东北）地区建设接续煤矿，中部地区适度放缓建设，西部地区重点开发建设，内蒙古、陕西、山西、甘肃、宁夏、新疆为重点建设省（区），新开工规模6.5亿吨/年，占全国的87%。

②在运煤通道上，负责蒙煤外运的集通线将大扩容，同时蒙冀线也将建成，如此将极大释放内蒙煤炭产能。预测2015年，煤炭调出省区净调出量16.6亿吨，其中晋陕蒙宁甘地区15.8亿吨，主要调往华东、京津冀、中南和东北地区，少量调往川渝地区；煤炭调入省区净调入16.6亿吨，其中华东、京津冀、中南和东北地区16.2亿吨，主要由晋陕蒙宁甘、云贵地区供应。可见，内蒙和山西等地煤炭外运是其主要内容。

③大力推进煤矿企业兼并重组，淘汰落后产能，发展大型企业集团，提高产业集中度，提升安全保障能力，有序开发利用煤炭资源，有效保护矿区生态环境。通过兼并重组，全国煤矿企业数量控制在4,000家以内，平均规模提高到100万吨/年以上。预计十二五期间随着国家对煤炭整合的深入，未来煤炭供给格局将转化为寡头垄断形势，煤炭企业对煤价的掌控能力将明显增强。

2013年12月30日，国家发展改革委印发《煤炭物流发展规划》，提出到2020年，煤炭物流整体运行效率明显提高，社会化、专业化和信息化水平显著提升，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的目标。同时，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。

①完善煤炭物流通道方面，加快建设蒙西至华中地区、张家口至唐山、山西中南部、锡林浩特至乌兰浩特、巴彦乌拉至新邱、锡林浩特至多伦至丰宁等煤运通道，进一步提高晋陕蒙宁甘地区煤炭外运能力；加快推进沿边铁路等基础设施建设，为进口煤炭提供便捷通道。结合铁路煤炭外运通道建设，推进北方主要下水港口煤炭装船码头建设；加快长江中下游、京杭大运河和西江航运干线等航道建设；加强沿海、沿江（河）港口集疏运系统建设，实现铁路与港口无缝接驳。

②培育大型煤炭物流企业方面，按照现代物流管理模式，整合煤炭物流资源，发展大型现代煤炭物流企业，推进煤炭物流规模化、集约化发展；鼓励大型煤炭企业充分发挥自身优势，剥离物流业务，发展专业化煤炭物流；鼓励煤炭企业之间、煤炭企业与相关企业之间联合重组，形成高效的产、运、销一体化供应链；鼓励煤炭物流企业完善服务功能，提升流通效率和服务质量，形成一批具有国际竞争力的现代煤炭物流企业。

2014年9月1日，发改委发布的《煤炭经营监管办法》正式实施，新办法更加注重环保方面的监管，明确要求禁止销售或进口高灰分、高硫分等劣质煤炭。该办法的出台，对保护国内环境，

实现生态发展具有极其重要的意义。在煤炭储存方面，办法要求，用于煤炭经营的储煤场地，不得设在风景名胜区、重要生态功能区等环境敏感区域；城市大型储煤场地应实现封闭储存或建设防风抑尘、防燃、污水处理设施。

①国家发展和改革委员会会同国务院有关部门加强政策引导和支持，建立健全煤炭交易市场体系，培育对煤炭供应保障具有支撑作用的经营企业，鼓励具备条件的经营企业参与煤炭应急储备工作。

②有关行业协会引导煤炭经营主体加强自律，配合煤炭经营监督管理部门开展工作，维护公平竞争的市场环境。

进出口政策发生转变

煤炭进口方面，我国近年来实行鼓励煤炭进口的政策，自2008年开始取消了煤炭进口关税，但2014年9月1日出台进口煤征税政策将煤炭进口关税将从暂定0关税升至3%，东盟国家以外不做调整。煤炭出口方面，自2006年9月15日起，中国取消了煤炭出口退税政策；2006年11月1日起对煤炭产品加征5%的出口关税；2007年6月1日起，中国煤炭进口税率由3%~6%调至0%~3%；2008年8月20日起，焦炭出口税率从25%上调至40%，炼焦煤税率从5%上调至10%；2012年1月1日起，我国进出口关税将进行部分调整，将对包括成品油、煤炭等在内的730多种商品实施较低的进口暂定税率，平均税率为4.4%，比最惠国税率低50%以上。

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。该政策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。

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。公司从2000年起开始从事煤炭供应链管理业务，煤炭发运量连年增加，市场份额迅速提高，2012~2014年，公司煤炭发运量分别为871万吨、1,360万吨和1,849万吨，年均复合增长45.70%；根据公司提供的数据，按照市场占有率来算，2014年瑞茂通煤炭供应链管理行业排名第一，进口煤炭发运量市场排名前三。

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，诸如山西潞安煤炭经销有限责任公司、山西煤炭运销集团长治有限公司、大唐国际（香港）有限公司、山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司等。2010年，公司开始涉足进口煤业务，分别在印度尼西亚、新加坡和中国香港成立公司或设立办事处，经营的进口煤炭品种包括印尼煤、南非煤和俄罗斯煤等；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，期租用4列自备列车；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。截至2014年末，公司国内煤炭销售区域已经辐射中国东南部17个省份和城市，同时首次实现境外销售。

2013年，公司在天津滨海新区、深圳前海合作区等地陆续投资设立了商业保理、融资租赁及供应链平台服务等公司，12月参股新余农村商业银行（以下简称“新余农商行”），未来瑞茂通将逐步构建“大宗商品供应链管理+供应链平台服务”的双通道发展模式。截至2014年末，天津保理公司保理资金规模约40亿元，全年共实现营业收入3.95亿元，实现净利润2.06亿元。2014年，公司分别在上海和深圳成立融资租赁公司，积极探索煤炭供应链行业中的融资租赁业务，完善供应链金融服务。公司目前已拥有保理公司、融资租赁公司，并参股新余农商行，初步构筑完整的供应链金融体系。

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

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

OA²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,提高了公司内部的知识共享度。未来,公司将投入资金建设一套涵盖信息采集发布、煤炭营销、物流管理、订单处理的供应链信息平台,使其成为一个覆盖整个煤炭供应链管理各环节并涵盖相关客户和供应商的高性能网络信息化系统。

总体看,公司在煤炭供应链管理信息系统和供应链管理技术方面处于行业领先水平。

3. 人员素质

截至2014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、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月任河南和昌置业发展有限公司执行董事、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2014年末,公司在职员工355人,其中业务人员占60.00%,财务人员占11.27%,行政人员占6.76%,管理人员占10.42%,技术人员占2.82%,其他人员占8.73%。从文化程度看,硕士及以上占12.39%,本科占81.13%,大专及以下占6.48%。公司员工受教育水平较高,多数积累了丰富的煤炭供应链管理经验,为公司未来发展奠定了较好的人力资源基础。

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。2012~2014年,公司分别获得各类政府补助款7,171.91万元、8,152.30万元和11,705.73万元,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,公司子公司那曲瑞昌煤炭运销有限公司符合国家西部大开发税收优惠政策的规定,享受减按15%的税率缴纳企业所得税的优惠政策,并根据牟沁函【2014】2号《关于拨付经营发展资金的函》取得烟台市牟平区沁水韩国工业园管理委员会经营发展资金6,800万元;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拨付的新兴服务费扶持资金和现代服务业专项引导资金共计3,000万元。

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。

² OA, Office Automation 的缩写,即办公自动化。

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》和《公司章程》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7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；设瑞茂通（中国）、瑞茂通（海外）、易煤网和平台事业部4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 2014 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，煤炭供应链管理业务中包含煤炭转运业务和与之相关的平台管理服务。煤炭供应链金融业务是公司 2013 年调整新增的产品分类，主要是为煤炭供应链客户的业务运转的资金需求提供诸如商业保理、融资租赁等服务。

表 5 近三年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

项目	2012 年度			2013 年度			2014 年度		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
供应链管理	528,124.26	100.00	14.00	643,457.99	99.14	14.53	794,439.05	95.26	11.88
供应链金融	-			5,612.61	0.86	60.67	39,499.53	4.74	71.75
其他							10.00	0.00	100.00
合计	528,124.26	100.00	14.00	649,070.60	100.00	14.92	833,948.58	100.00	14.72

资料来源：公司年报

如上表，从主营业务收入情况来看，近三年公司主营业务收入保持了较快增长，三年复合增长率为 25.66%。2014 年公司共计实现主营业务收入 833,948.58 万元，同比增长 28.48%。从收入构成看，2012 年，公司主营业务收入全部来自供应链管理业务；2013 年以来，公司逐步开展供应链金融业务，且增速较快，2014 年该业务实现收入 3.95 亿元，较 2013 年大幅增加，但整体来看，

煤炭供应链管理业务仍是公司最主要的收入来源，2014 年占比为 95.26%，供应链金融和其他业务合计占比 4.74%，其中，供应链金融业务占比 4.74%，占比较 2013 年提升了 3.88 个百分点。

从主营业务毛利率情况来看，随着业务规模的增加和新业务板块的开展，2012~2014 年，公司毛利率波动上升，变化幅度不大，三年分别为 14.00%、14.92%和 14.72%。分业务来看，供应链管理业务 2013 年毛利率为 14.53%，较 2012 年提升 0.53 个百分点，主要是当年供应链平台服务等毛利率较高的业务占比提升所致；2014 年供应链管理业务毛利率下降至 11.88%，主要是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。2014 年，供应链金融业务毛利率为 71.75%，较 2013 年提升 11.08 个百分点，主要是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 1~6 月，公司经营情况良好，实现营业收入 34.95 亿元，较上年同期增长 7.61%，实现营业利润 1.45 亿元，较上年同期下降 9.62%，实现净利润 1.03 亿元，较上年同期下降 8.11%。

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 2014 年大幅增长，且毛利率处于较高水平。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，盈利能力出现波动。

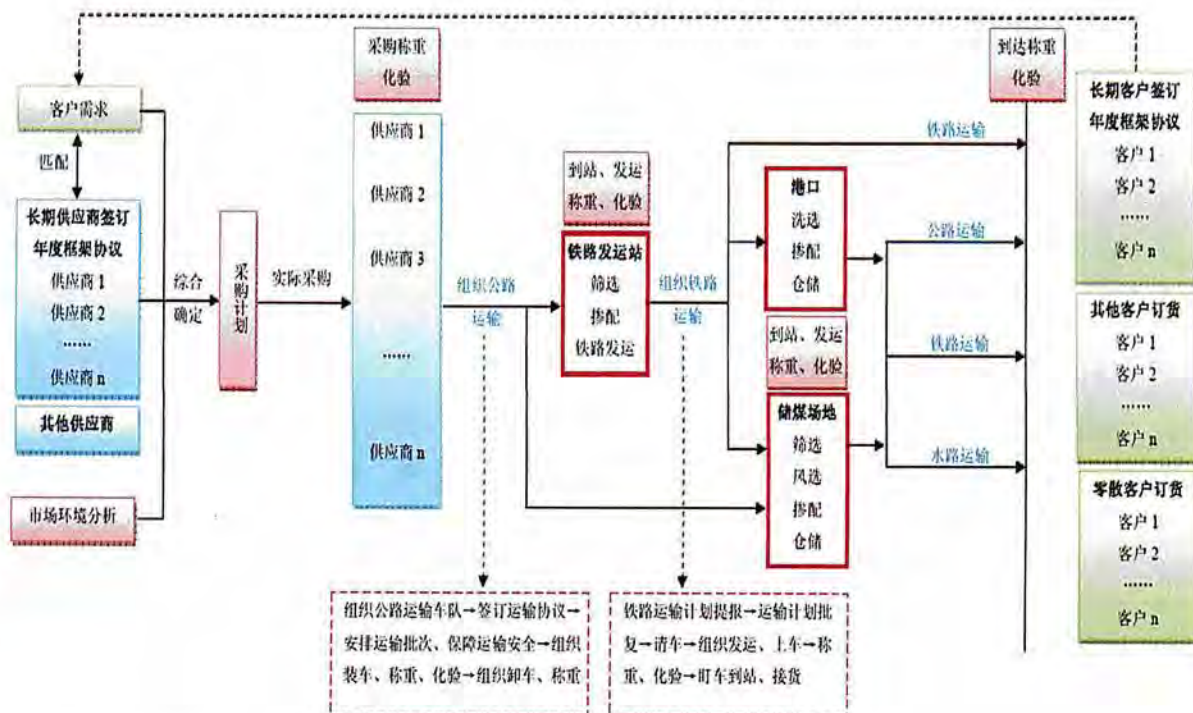
2. 煤炭供应链管理业务

（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 6 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、订车、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 66.09% 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，2014 年，公司进口煤采购量 667 万吨，全部为动力煤，其中，在 FOB³ 条件下，公司从国外大型煤炭贸易商采购的进口煤占总采购量的 65% 左右。

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。

³ 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。

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。

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。公司为了减小煤炭价格波动风险，设置了套期保值、掉期等风险对冲机制。

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。目前，公司的主要煤源地仍为山西省，占国内采购量的70%左右，其次是陕西省，约占国内采购量的8%。

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。

整体上看，2012~2014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45.70%，2014年达到1,849万吨。从采购额来看，2012~2014年，受煤炭价格下行及公司货源结构变化影响，采购额增长幅度低于采购量增幅，年复合增长率为22.42%，2014年，公司采购额为68.07亿元。从采购结构来看，2012年以来，公司煤炭采购情况从以国内采购为主逐步向价格相对较低的进口煤炭倾斜，2012~2014年，进口煤采购量占比分别为32.03%、49.04%和66.09%，逐年上升，主要原因是进口煤炭业务的开展，丰富了公司的煤炭资源品种，满足了下游客户的多样化的需求，扩大了市场份额；进口煤炭作为国内煤炭生产与消费重要补充，可以为客户提供持续、稳定的煤炭供应，保持客户的稳定性；进口煤炭的货源地广泛，通过海运方式运输不受运力限制，在资金允许的情况下，可以在短期内迅速提升业务量。2015年1~6月，公司合计采购煤炭967.54万吨，采购金额20.23亿元。

表6 2012~2014年公司煤炭采购情况（单位：万吨、万元、元/吨）

项目	2012年	2013年	2014年	2015年上半年
采购量	871.00	1,360.00	1,849.00	967.54
其中：进口	279.00	667.00	1222.00	590.00
国内采购	592.00	693.00	627.00	377.54
采购额	454,193.00	552,199.00	680,653.87	202,288.32
其中：进口	136,710.00	243,814.00	439,547.43	88,722.29
国内采购	317,483.00	308,385.00	241,106.44	113,566.03
采购均价	521.46	406.03	368.12	209.07

其中：进口	490.00	365.54	359.70	150.38
国内采购	536.29	445.00	384.54	300.80

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，2012~2014年，公司每吨煤炭采购均价分别为521.46元、406.03元和368.12元，呈逐年下降趋势，如上表所示。其中进口煤炭价格较国内采购价格低，提高进口煤炭采购量，可以降低公司采购成本，提高盈利水平。2015年上半年公司煤炭采购价格继续下降，其中进口煤炭采购均价较2014年大幅下降，主要是国际煤炭价格大幅下跌所致。

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%。

采购集中度方面，2014年，公司前五大采购客户分别为HONGKONG CHANGYUAN POWER ENERGY INVESTMENT GROUP LIMITED, RWE SUPPLY TRADING GMBH, 上海晨豪实业有限公司, PT.IndomincoMandiri 和山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司，采购额合计占比为24.08%，采购集中度较低。2015年1~6月，公司前五位供应商集中度增加至32.96%，主要是进口煤炭采购集中度较高所致，但整体上仍属适度水平。

表7 2014年公司前五大上游客户采购情况（单位：万元、%）

客户名称	采购额	占比
HONGKONGCHANGYUANPOWERENERGYINVESTMENTGROUPLIMITED	39,531.36	5.56
RWESUPPLYTRADINGGMBH	35,985.50	5.06
上海晨豪实业有限公司	32,048.55	4.51
PT.IndomincoMandiri	31,896.02	4.48
山西晋城无烟煤矿业集团有限责任公司	31,780.63	4.47
合计	171,242.05	24.08

资料来源：公司提供

（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。2012~2014年，公司每吨煤炭销售均价分别为607元、451元和409元，销售价格逐年下降。2014年受煤炭整体价格下行影响，公司煤炭销售价格较上年下降9.3%。

销售集中度方面，公司下游客户主要为电力公司（约占销售额的70%）、钢铁公司煤炭贸易企业，2014年，公司前五大下游终端客户分别为上海时代航运有限公司、HONGKONG ZHENG FENG INTERNATIONAL CO., LIMITED、华能沁北发电有限责任公司、江苏金驹物流投资有限公司和中国华能集团燃料有限公司，前五大下游客户集中度为25.60%，集中度不高。2015年1~6月，公司前五大下游客户集中度提升至27.82%，较上年有所提升，但仍属于较低水平。

表8 2014年公司前五大下游客户销售情况（单位：万元、%）

客户名称	采购额	占比
上海时代航运有限公司	91,310.96	10.95
HONGKONG ZHENG FENG INTERNATIONAL CO., LIMITED	39,469.68	4.73
华能沁北发电有限责任公司	36,331.66	4.36
江苏金驹物流投资有限公司	25,526.64	3.06
中国华能集团燃料有限公司	20,835.85	2.50
合计	213,474.80	25.60

资料来源：公司提供

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。由于近年来煤炭市场的低迷，公司调整采购结构，增加成本较低的进口煤炭采购以降低成本；销售方面，公司已形成了全国性的销售网络。

（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±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（用以后续可能出现的煤质纠纷），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。

数量控制

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的商业模式。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。2014 年，保理公司的保理客户均按期还款，未发生逾期及坏账损失情况，实现营业收入 39,499.53 万元。此外，公司融资租赁业务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，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值物，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。

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 6 月末保理资产规模达到 46.54 亿元，较年初增加 16.45%，客户数量增加 35 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 年上半年，保理业务毛利率继续提升至 73.40%。从实际违约情况看，公司 2013 年以来未出现违约现象，显示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次数分别为 15.94 次、9.49 次和 10.57 次，存货周转次数分别为 24.33 次、24.46 次和 14.93 次，总资产周转次数分别为 2.90 次、1.50 次和 1.14 次，整体上均呈现下降态势。其中，2013 年应收账款周转率下降的原因主要是随着煤炭行业景气度下降，行业供求关系发生变化，公司给予下游客户账期增加，导致公司应收账款增速快于收入增速所致，2014 年公司加强应收账款管理，同时销售规模增加较快，导致应收账款周转率有所回升；2014 年公司存货周转率明显下降，主要是公司利用煤炭价格明显下降的机会增加煤炭库存，导致年均存货金额明显增加所致；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 9 2014 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	14.93	10.58	1.14
0866.HK	中国秦发	18.38	3.27	0.40
600546.SH	山煤国际	16.42	9.29	1.35
1733.HK	永晖控股	8.77	3.39	0.47

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深交所上市公司，其应收账款包括应收票据。

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

2014 年，公司进口煤炭 1,222 万吨，进口煤炭金额折合人民币 43.95 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，2014 年末保理资产规模 39.97 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。在煤炭行业不景气的背景下，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

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以煤炭为先导，积极涉足其他大宗商品，通过资本运作，借助互联网、金融等手段，创新经营模式，积极寻求产业链和金融上的投资机会，实现产业与金融的高度融合，成为具有国际竞争力的大宗商品供应链管理专家。

未来，公司将继续以煤炭供应链管理加煤炭供应链服务为基础的传统供应链产业是公司赖以生存的基础；继续深耕传统煤炭供应链产业，拓展全球化资源采购销售布局；扩大对期货、纸货等相关衍生品的运用，不仅要煤炭现货进行套期保值，更要对汇率、运费等相关波动幅度较大、影响损益的因素进行套期保值，规避经营风险；结合客户需求创新经营模式，增强客户粘性的同时开辟新的利润增长点，稳定并提高公司的盈利能力。

公司将进一步加速供应链金融产业布局，并结合供应链业务的创新经营模式，为全产业链客户提供更完善的金融服务。同时，公司在完成现有股权融资、债券融资项目的基础之上，将进一步拓展融资渠道，扩大公司融资规模。

公司将结合自身发展优势，搭建公众电子商务平台，以交易撮合、信息共享和金融服务为突破口，服务广大煤炭产业链客户，聚集产业链各方优势，借助互联网思维，优化公司产业链结构，构筑全产业链的生态圈。

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2012年度、2013及2014年度财务报告经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计报告；公司2015年二季度财务报表未经审计。公司2014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。

2014年公司合并范围发生较大变化，公司新设6家子公司的同时，将烟台瑞茂通供应链管理有限公司100%的股权转让给关联方山东中瑞园区建设开发有限公司，具体见下表。但考虑到公司合并范围变化主要涉及新设子公司及子公司转让，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 10 2014 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
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	烟台瑞茂通供应链管理有限公司	转让

资料来源：公司年报

截至 2014 年底，公司合并资产总额 79.88 亿元，负债合计 58.30 亿元，所有者权益（含少数股东权益）21.58 亿元。2014 年公司实现营业收入 64.91 亿元，净利润（含少数股东损益）5.02 亿元；经营活动产生的现金流量净额-7.26 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.56 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 102.16 亿元，负债合计 64.13 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 38.03 亿元；2015 年 1~6 月公司实现营业收入 34.95 亿元，净利润（含少数股东损益）1.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额-4.92 亿元，现金及现金等价物净增加额 13.54 元。

2. 资产质量

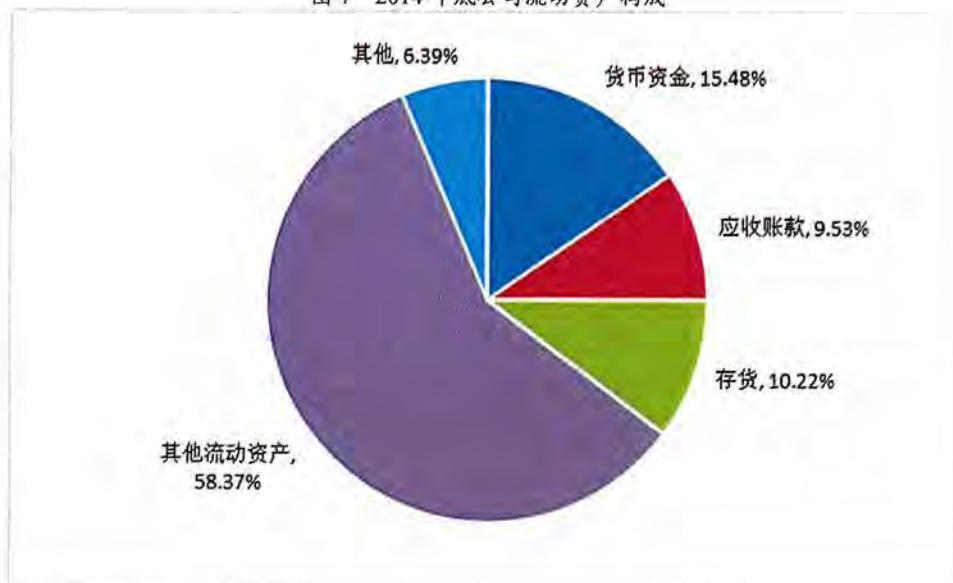
随着传统煤炭供应链管理经营规模的稳步增长、煤炭供应链平台服务以及应收账款保理业务的迅速扩张，公司资产规模逐年增加。截至 2014 年底，公司资产总额为 79.88 亿元，其中流动资产合计占 88.59%，非流动资产合计占 11.41%，流动资产占比高，符合供应链管理行业的一般特点，同时显示出公司资产具有较好的流动性和较强的变现能力。

流动资产

近三年公司流动资产复合增长率为 86.06%，截至 2014 年底，公司流动资产合计 69.75 亿元，以货币资金（占 15.48%）、应收账款（占 9.53%）、存货（占 10.22%）和其他流动资产（占 58.37%）

为主，如下图所示。

图 7 2014 年底公司流动资产构成



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 2014 年底，公司货币资金余额为 10.80 亿元，年均复合增长 14.75%。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逐年下降趋势，分别为 40.71%、20.56%和 15.48%。货币资金中 46.03%为银行存款，53.85%为其他货币资金，其余为现金。其他货币资金主要为使用受限资金，是公司在金融机构开具票据、信用证和期货套期保值合约投资存放于金融机构和期货公司的保证金，比例较高。

2012~2014 年，公司应收账款呈现波动上升趋势，年均复合增长率为 20.86%。截至 2014 年底，公司应收账款余额 6.65 亿元，在流动资产中的占比为 9.53%，较年初下降 5.98 个百分点。其中账龄在 6 个月以内的占比为 89.92%，账龄在 1 年以内的占比为 99.51%，公司按照应收账款按账龄分析法已累计提取 96.46 万元坏账准备。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 名合计余额占总应收账款余额的比例为 39.46%，集中度较高。

2012~2014 年，公司应收票据分别为 1.26 亿元、3.87 亿元和 0.12 亿元，变动较大。截至 2014 年底，公司应收票据为 1,218.73 万元，较上年末减少 96.85%，主要系公司为提高资金使用效率，加速票据流转，集中向银行贴现商业承兑汇票所致。

2012~2014 年，公司预付款项分别为 3.23 亿元、7.72 亿元和 2.42 亿元，波动较大，主要为公司经营过程中煤炭采购的预付款。截至 2014 年底，公司预付款项余额 2.42 亿元，较上年底减少 68.62%，主要系受煤炭市场环境的影响，采购难度降低，预付款规模减少所致，其中账龄在 1 年以内的占比为 94.06%。

2012~2014 年，公司存货总体呈上升趋势，年均复合增长率 83.58%。截至 2014 年底，公司存货为 7.13 亿元，较年初增加 197.12%，其中存货均为库存煤炭，公司存货大幅增加主要是因为销售周期较长，数月所订煤炭集中到达所致。由于煤炭价格在与客户签订订单合同时已经进行锁定并且库存煤炭都是根据客户订单要求所储，故未计提存货跌价准备。

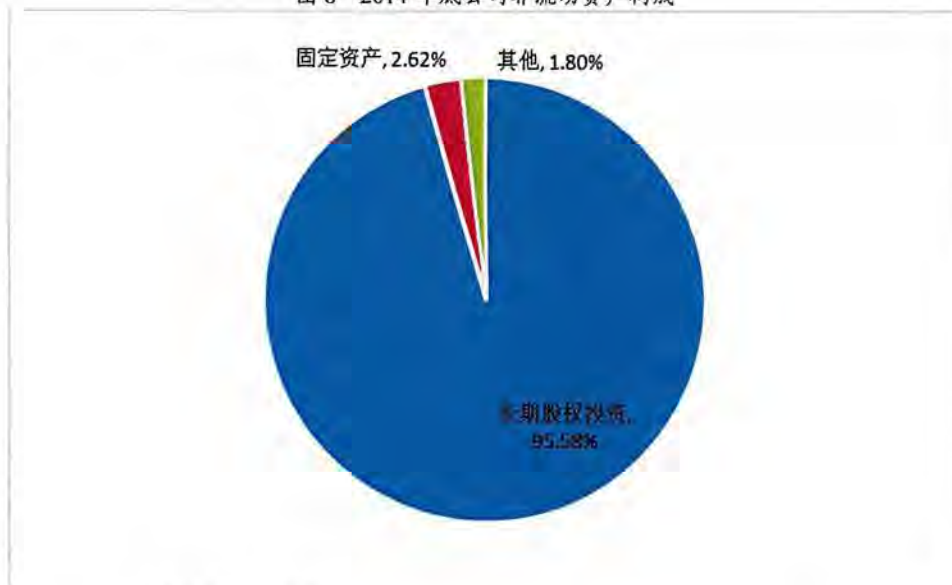
2012~2014 年，公司其他流动资产增速较快，年均复合增长率高达 2,430.03%，主要是公司于 2013 年开展保理业务而产生的保理合同项下受让的应收款项大幅增加所致。截至 2014 年底，公

司其他流动资产余额 40.71 亿元，占流动资产比例 58.37%，其中保理合同项下受让的应收款项占比为 98.20%。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 2014 年底，公司计提坏账准备金 114.82 万元，较年初减少 89.84%，主要原因是在 2013 年末公司对按照合同应该付息但由于业务沟通等原因暂未收到利息部分的应收款项计提了坏账准备，该部分款项在 2014 年已经收回并冲回了该部分坏账准备。截至 2014 年末，保理客户均按期还款，未发生逾期及坏账损失情况，公司保理项下应收款风险整体可控。

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 878.22%，主要是长期股权投资大幅增加所致，截至 2014 年底，公司非流动资产合计 10.13 亿元，公司非流动资产主要以长期股权投资（占 95.58%）和固定资产（占 2.62%）为主，如下图所示。

图 8 2014 年底公司非流动资产构成



数据来源：公司年报

截至 2014 年底，公司长期股权投资额为 9.68 亿元，较年初大幅增长 151.04%，主要系对联营企业追加投资及按照权益法确认当期的投资收益。其中追加投资为 4.52 亿元、在权益法下确认的投资收益为 1.28 亿元。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 22.91%，截至 2014 年底，公司固定资产净额为 2,654 万元，较年初增长 122.29%，主要系购置运输设备等固定资产所致。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 14.76%、75.37%和 9.86%。固定资产累计计提折旧 874,45 万元，固定资产成新率 74.20%，成新率尚可。公司固定资产规模和构成，符合供应链管理公司的行业特点。

截至 2014 年底，公司无形资产余额为 6.71 万元，较年初减少 99.96%，主要因为公司为提高供应链综合服务园区运作效率，故将全资子公司 China Coal Solution (Singapore) Pte.Ltd 将持有的烟

台瑞茂通供应链管理有限公司100%的股权连同其土地使用权一并转让给一家专门负责建设供应链综合服务园区的关联方公司（山东中瑞园区建设开发有限公司）所致。

截至2015年6月底，公司流动资产为91.81亿元，较年初增加31.62%，主要系公司完成非定向增发之后货币资金大幅增加所致，其中流动资产占比89.86%，公司整体资产结构较年初变化较小。

总体看，随着经营规模的不断扩大，公司资产规模逐年增加，公司资产以流动资产为主。流动资产中保理业务中应收款项形成的其他流动资产占比最高；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。公司整体资产流动性较好，保理项下应收款项风险可控，资产质量良好。

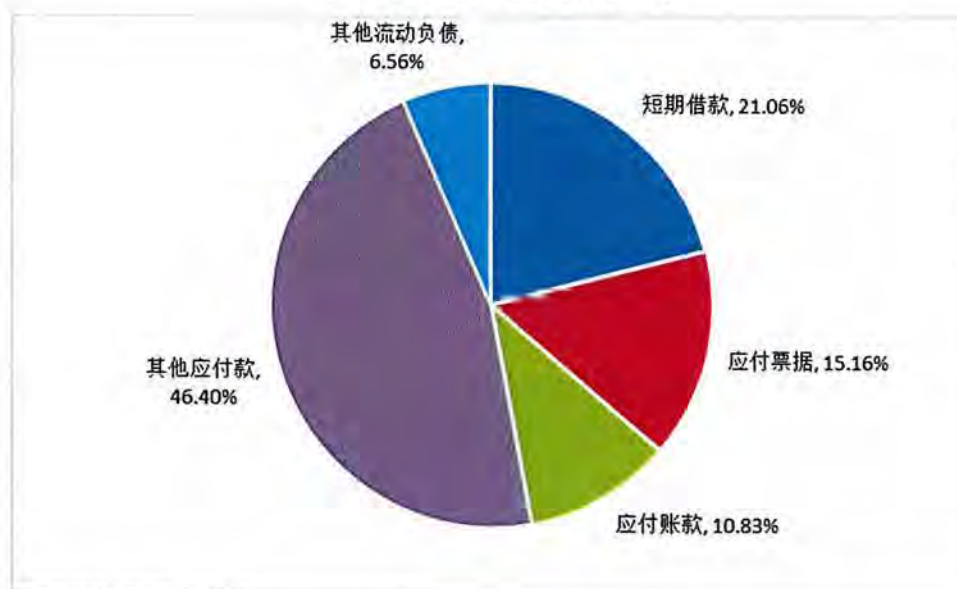
3. 负债及所有者权益

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173.30%。截至2014年底，公司负债合计58.30亿元，流动负债占85.69%，公司负债以流动负债为主，与公司资产结构匹配较好。

2012~2014年，公司流动负债增速较快，年均复合增长率为152.99%。截至2014年底，公司流动负债合计49.96亿元，较年初增加2.73%。流动负债以短期借款（占21.06%）、应付票据（占15.16%）、应付账款（占10.83%）和其他应付款（占46.40%）为主，如下图所示。

图9 2014年底公司流动负债构成



数据来源：公司年报

2012~2014年，公司短期借款增速较快，年均复合增长率为181.70%，其中2013年较2012年增长693.94%，主要因为2013年公司扩大业务规模及开展保理业务增加向金融机构的借款所致。截至2014年底，公司短期借款为10.52亿元，较年初变化不大，主要由质押借款和保证借款构成，分别占41.51%和58.49%。

2012~2014年，公司应付票据呈现波动上升趋势，年均复合增长率为64.97%。截至2014年底，公司应付票据余额7.57亿元，较年初减少33.98%，主要是公司调整结算方式所致。从票据种

类来看，公司应付票据以银行承兑汇票为主。

2012~2014 年，公司应付账款增长较快，年均复合增长率为 48.74%。截至 2014 年底，公司应付账款为 5.41 亿元，较年初增加 63.63%，主要系煤炭市场行情变化，公司赊销购买煤炭较多，2014 年公司应付煤款增加所致，公司年末应付账款均为应付煤款。

2012~2014 年，公司其他应付款大幅增加，年均复合增长率为 1,209.83%。截至 2014 年底，公司其他应付款为 23.07 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 15.00 亿元，资金成本 6%，此外有少部分通过其他渠道融入，资金成本为 9%左右。联合评级将应付母公司借款及对金融机构融资款计入短期债务。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。

截至 2014 年底，公司非流动负债 8.34 亿元，较年初大幅增长 4,035.79%，公司的非流动负债主要是应付债券，占 99.97%。截至 2014 年底，公司应付债券为 8.34 亿元，主要系公司于 2014 年 9 月 27 日在新加坡完成首期 1.8 亿元新加坡元债券发行构成。

近三年，公司有息债务快速增长，三年复合增长率为 247.65%。截至 2014 年底，公司全部债务为 49.65 亿元（含计入其他应付款的信托和基金借款），其中短期债务和长期债务分别占比 83.21%和 16.79%。截至 2014 年底，公司短期债务主要由短期银行借款、应付票据和其他应付款中的借款构成；长期债务则全部由应付债券构成。

截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 72.98%和 69.70%，较年初分别小幅下降 0.68 个百分点和 1.27 个百分点；2014 年公司发行债券产生长期债务，年末长期债务资本化比率为 27.87%。整体看，公司短期债务占比较大，存在一定的偿付压力。

截至 2015 年 6 月底，公司负债总额为 64.13 亿元，较年初增加 10.00%，其中流动负债占 87.40%；非流动负债占 12.60%。流动负债中，短期借款为 13.84 亿元，较年初增加 31.58%，主要原因是公司根据审计的要求于 2014 年调整会计处理的方法，将国外银行贴现调入短期借款所致，同时新加坡的信用证贴现增加也使公司年末短期借款有所增加；预收款项为 2.75 亿元，较年初增加 55.17%，主要系预收客户煤炭采购款增加所致。应付利息为 0.60 亿元，较年初增加 34.65%。公司非流动负债应付债券未发生显著变动。

总体看，公司负债以流动负债为主，与公司资产结构匹配较好，但近年来负债规模较大，偿债负担较重。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益增速较快，年均复合增长率为 31.66%。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 21.58 亿元，其中归属于母公司所有者权益 21.59 亿元，占 100%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 40.70%，资本公积占 3.80%，盈余公积占 4.21%，未分配利润占 51.39%。公司于 2014 年实施股权激励，发行限制性股票使资本公积增加。截至 2014 年 5 月 9 日，公司已收到 73 名股票股权激励对象缴纳人民币普通股股票行权股款共计 0.47 亿元，其中计入股本 604 万元，计入资本公积 0.41 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益合计 38.03 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 38.04 亿元，所有者权益结构较年初变化较大，主要系公司完成非定向增发所致。

截至 2015 年 5 月 5 日，公司已收到 82 名股票期权激励对象以货币缴纳的出资款合计人民币 0.41 亿元，其中计入股本人民币 521.5 万元，计入资本公积人民币 0.36 亿元，对公司所有者权益结构影响不大。

整体看，公司所有者权益中未分配利润偏高，权益的稳定性一般。

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 25.66%，同期营业成本增长率与营业收入相当，年均复合增长率为 25.15%。截至 2014 年底，公司营业收入为 83.39 亿元，同比增长 28.48%，增长主要来自于传统煤炭供应链业务稳定增长以及煤炭供应链金融业务规模的不断增长。

2014 年公司实现利润总额、净利润和归属母公司所有者净利润分别为 5.84 亿元、5.02 亿元和 5.03 亿元，盈利规模较大，分别较上年增长 11.69%和 14.62%，2014 年净利润增加主要系投资收益和营业外收入中收到政府补助增加所致。

近三年，公司投资收益分别为 0 元，0.23 亿元和 3.10 亿元，增加较快，2014 年投资收益中，权益法核算的长期股权投资收益占 41.24%，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和郑州航空港区兴瑞实业有限公司的投资收益构成；处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的资产取得的投资收益占 33.09%，主要是为公司购买动力煤期货合约、纸货交易形成。

从期间费用方面来看，公司近三年来期间费用分别为 3.36 亿元、4.93 亿元和 10.35 亿元，年均复合增长率为 75.60%。公司在经营规模扩大和开展新业务的背景下，销售费用、管理费用以及财务费用均有不同程度的增长。运杂费、港务费用、装卸堆存费等销售费用的增加主要由于本年度煤炭发运量和进口量的增加所致。管理费用的增加主要来自于引进高端人才，支付人工费用增加，以及支付融资项目相关中介机构的相关费用增加等。财务费用增长则主要由于公司借款规模增加和发行债券导致利息费用支出增加所致。2012~2014 年，公司费用收入比分别为 6.35%、7.60%和 12.41%，增速较快，公司费用控制能力有待加强。

2014 年公司营业外收入为 1.21 亿元，同比增长 29.17%，占利润总额的 20.67%。营业外收入主要由政府补助构成，占 96.93%。其中，公司子公司那曲瑞昌煤炭运销有限公司符合国家西部大开发税收优惠政策的规定，取得烟台市牟平区沁水韩国工业园管理委员会经营发展资金 6,800 万元；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拨付的新兴服务费扶持资金和现代服务业专项引导资金共计 3,000 万元。

从盈利指标看，近三年，受煤炭价格下降的影响，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，2014 年分别为 14.94%、10.09%和 25.69%，较 2013 年的 18.07%、13.45%和 31.50%分别下降 3.13 百分点、3.37 百分点和 5.81 个百分点，但整体看仍属于较高水平。

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 11 2014 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
瑞茂通	14.70	25.74	9.96
山煤国际	4.97	-24.36	-0.30
中国秦发	-2.93	-69.26	-3.97
永晖控股	1.35	-171.39	-4.85

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，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2015 年 1~6 月份，受煤炭价格持续下跌的影响，公司营业收入增速放缓，实现营业收入 34.95 亿元，同比增加 7.61%；净利润为 1.23 亿元，较上年同期略有下降。

总体看，公司盈利能力较强，2014年公司实现的净利润较去年同比有所上升，但政府补助和投资收益对利润贡献较高；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，2012~2014年，公司经营活动现金流入和流出复合增长率分别为47.02%和58.20%。经营性现金流入量增加原因主要是由于公司业务规模扩大、业务量增加使销售商品、提供劳务收到的现金增加和收回保理融资款增加。经营性现金流出量增加的原因主要是本期销售费用和支付保理融资款增加和引进高端人才，支付人工薪酬费用增加所致。公司2014年经营性现金流入和流出分别为113.56亿元和121.82亿元，经营活动产生的现金流量净额为-7.26亿元，呈现净流出状态。从收入实现质量来看，公司近三年现金收入比分别为98.66%、85.45%和94.54%，收入实现质量尚可。

投资活动方面，公司近三年投资活动现金流量净额分别为-359.86万元、-7.18亿元和795.87万元，投资活动现金状态由流出转为流入，变化的主要原因是2013年公司投资活动现金流出量为8.44亿元，投资活动支付现金较多，主要为向新余农商行、合营企业投资支付的现金；2014年，公司投资活动现金流入合计5.84亿元，现金流入量大幅增加，主要系公司转让动力煤期货、纸货和理财产品以及转让子公司烟台瑞茂通所致。

筹资活动方面，公司近三年筹资活动现金流量净额分别为-3.12亿元、23.10亿元和7.76亿元。2012年公司筹资活动现金流量净额与2013、2014年相差较大，主要原因是公司于2013年开始扩大业务规模及开展保理业务，加大融资力度，向银行借款金额增加所致。2014年，公司筹资活动现金流入为44.59亿元，同比上年变化不大，主要为银行借款、收到股票期权激励对象交纳行权款和公司在新加坡发行境外债；筹资活动现金流出为36.83亿元，同比增加68.95%，主要系公司分配股利、利润和偿付利息增加所致。

2015年1~6月，公司经营活动现金净额为-4.92亿元，主要原因是放出保理款相对去年同期增加；投资活动现金流量净流入为0.19亿元，主要原因是动力煤期货、纸货收益大于投资支出导致投资活动产生的现金流量净额增加；筹资活动现金流量净额为18.26亿元，主要原因是公司完成非公开发行股票项目，募集资金到位导致筹资活动产生的现金流量净额增加。

总体看，由于公司在2014年加大了投资活动回收资金的力度使得2014年公司呈现出货币资金净流入的状态；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，公司流动比率和速动比率呈现波动下降趋势，分别从2012年底的2.58倍和2.31倍下降到2014年底的1.40倍和1.25倍，下降的主要原因是公司自2013年开始扩大业务规模及开展保理业务导致流动负债大幅增加，流动负债的增长速度远大于流动资产增加的速度所致。但流动比率和速动比率仍处于较好水平。2014年公司现金短期债务比为0.60倍，较2013年的0.73倍有所下降，主要是公司货币资金年末余额较年初下降较多所致，但该指标仍处于较好水平。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，截至2014年底，公司的资产负债率为72.98%，虽然较上年下降，偿债压力仍较大。近三年，公司EBITDA分别为4.89亿元、5.85亿元和7.44亿元，三年复合增长23.33%。

2014 年末 EBITDA 全部债务比为 0.15 倍, EBITDA 对全部债务的保障能力一般; EBITDA 利息保障倍数为 4.86 倍, 较上年明显下降, 主要系公司财务费用中利息支出大幅增加所致, 但 EBITDA 对利息的保障能力仍属良好。

截至 2015 年 6 月底, 公司不存在未决诉讼事项。

根据公司提供的数据, 截至 2015 年 6 月底, 公司担保总额为 26.24 亿元, 其中 25.73 亿元为对全资子公司担保, 0.50 亿为对参股公司郑州航空港区兴瑞实业有限公司的担保。整体看公司或有风险不大。

公司与各大商业银行建立了良好的合作关系, 截至 2015 年 6 月底, 公司共获得授信额度 24.65 亿元, 已使用授信余额为 16.45 亿元, 尚未使用的授信额度为 8.20 亿元, 公司间接融资渠道较为通畅。

根据中国人民银行 2015 年 6 月 26 日出具的编号为 B201506260085420064 的《企业信用报告》, 公司于 2015 年 6 月 26 日存在未结清不良贷款发生 9 笔, 共计 1.49 亿元。根据公司提供的中国工商银行股份有限公司烟台分行、交通银行股份有限公司烟台支行和中国建设银行股份有限公司烟台分行出具的证明文件, 以及公司提供的中国农业银行烟台市芝罘区支行不良贷款的情况说明, 上述 9 笔不良贷款均为九发股份向该等银行的借款, 目前均已在九发股份重整过程中按比例清偿或完全清偿, 公司对上述不良贷款没有清偿义务。

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 6 月末, 公司债务总额为 33.84 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 年二季度末财务数据为基础, 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 37.76%、56.22%和 67.54%, 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偿还银行贷款和补充流动资金, 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 2014 年的财务数据为基础, 公司 2014 年 EBITDA 为 7.44 亿元, 为本次公司债券发行额度 (15 亿元) 的 0.50 倍, EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。公司 2014 年经营活动产生的现金流入 78.84 亿元, 为本次公司债券发行额度 (15 亿元) 的 5.26 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 6 月末，郑州瑞茂通拥有全资子公司 2 家，分别为上海润宜石油化工有限公司（以下简称“上海润宜”）和大连中安泰石油化工有限公司（以下简称“大连中安泰”），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）、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；从事货物和技术进出口业务等。目前公司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。截至目前，郑州瑞茂通共有员工 300 余人，其中 93% 拥有本科及以上学历。

截至 2014 年底，郑州瑞茂通合并资产总额 114.14 亿元，负债合计 69.39 亿元，所有者权益 44.75 亿元（含少数股东权益 6.39 亿元）；2014 年郑州瑞茂通实现营业总收入 93.92 亿元，净利润（含少数股东损益）5.09 亿元；经营活动产生的现金流量净额 -27.90 亿元，现金及现金等价物净增加额 7.67 亿元。

截至 2015 年 6 月底，郑州瑞茂通合并资产总额 146.74 亿元，负债合计 85.59 亿元，所有者权益 61.15 亿元（含少数股东权益 14.92 亿元）；2015 年 1~6 月郑州瑞茂通实现营业总收入 41.09 亿元，净利润（含少数股东损益）1.17 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煤炭供应链管理与服务业务，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，利润水平一般。

表 12 2014 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	69.97%	798,787.12	215,815.80	833,948.58	50,156.94	-72,595.65
大连中安泰石油化工有限公司	油品及有色金属贸易	100%	10,009.83	5,018.04	79,096.84	18.04	54.51
上海润宜石油化工有限公司	油品及有色金属贸易	100%	2,777.96	1,013.23	25,188.16	31.33	406.97

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，主要经营汽油、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。由于多年的业务积累，大连中安泰能够获得较低的进货价格。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。

截至 2014 年年底，大连中安泰资产总额 10,009.83 万元，所有者权益 5,018.04 万元。2014 年实现营业收入 79,096.84 万元，净利润 18.04 万元；经营活动产生的现金流量净额 54.51 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、易制毒化学品、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。

2014年，上海润宜实现有色金属贸易量1.03万吨，其中铜占35.77%，锌占22.60%，铝占41.63%；实现油品销售12.55万吨，其中燃料油占52.22%，沥青占35.04%。

财务概况

郑州瑞茂通提供的2012~2014年各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1~6月财务报表未经审计。公司2014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2014年报表纳入合并范围的子公司共3家，2014年合并范围无变化，财务数据可比性较高。

截至2014年底，郑州瑞茂通合并资产总额114.14亿元，负债合计69.39亿元，所有者权益44.75亿元（含少数股东权益6.39亿元）；2014年郑州瑞茂通实现营业总收入93.92亿元，净利润（含少数股东损益）5.09亿元；经营活动产生的现金流量净额-27.90亿元，现金及现金等价物净增加额7.67亿元。

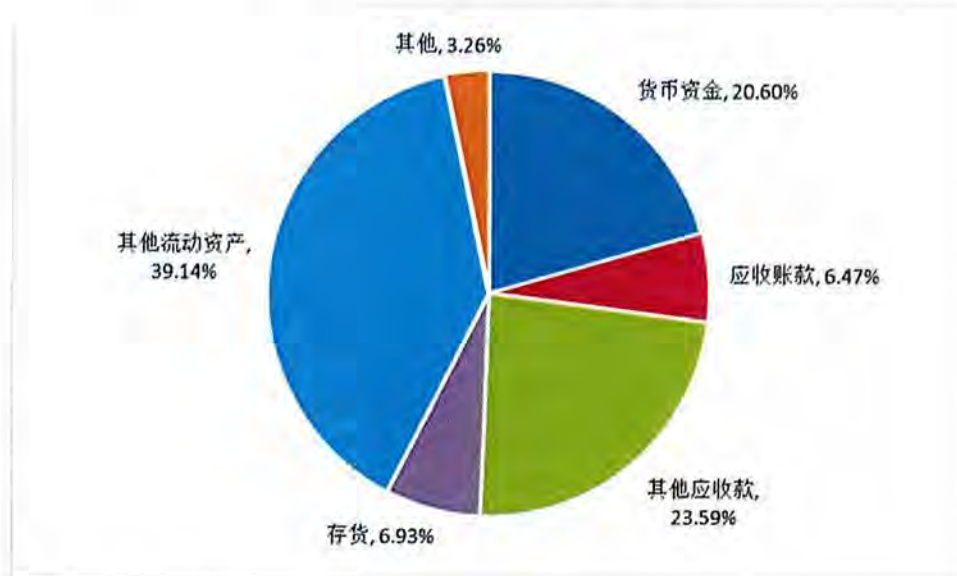
截至2015年6月底，郑州瑞茂通合并资产总额146.74亿元，负债合计85.59亿元，所有者权益61.15亿元（含少数股东权益14.92亿元）；2015年1~6月郑州瑞茂通实现营业总收入41.09亿元，净利润（含少数股东损益）1.17亿元；经营活动产生的现金流量净额-37.02亿元，现金及现金等价物净增加额7.80亿元。

资产质量

2012~2014年，郑州瑞茂通资产规模快速增长，年均增长122.07%，其中流动资产年均增长112.57%，非流动资产年均增长798.17%，主要系货币资金、其他流动资产、其他应收款和长期股权投资规模大幅增长所致。截至2014年底，郑州瑞茂通资产总额合计114.14亿元，其中流动资产占89.56%，非流动资产占10.44%。

截至2014年底，郑州瑞茂通流动资产合计104.02亿元，主要由货币资金、其他应收款、其他流动资产、应收账款和存货等构成，其他项目占比相对较低，如下图所示。

图9 郑州瑞茂通2014年底流动资产构成



资料来源：郑州瑞茂通审计报告

2012~2014年，郑州瑞茂通货币资金规模增速较快，年均增长58.51%。截至2014年底，郑州瑞茂通货币资金合计21.43亿元，较年初增长19.27%，主要由银行存款和其他货币资金构成，分别占26.54%和73.39%，其中其他货币资金中有8.47亿元的受限货币资金，为存放于金融机构和期货公司的保证金。

2012~2014年，郑州瑞茂通应收账款规模波动增长，年均增长26.28%。截至2014年底，郑州瑞茂通应收账款合计6.73亿元，较年初下降26.59%，应收账款中按信用风险组合计提坏账准备的款项，其中账龄在6个月以内的占90.04%，7~12月占9.48%，1~2年的占0.48%，该部分应收账款共计提坏账准备96.46万元。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39.04%，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。

2012~2014年，郑州瑞茂通其他应收款年均增幅185.61%。截至2014年底，郑州瑞茂通其他应收款为24.54亿元，较上年末增长1,137.86%，主要是往来款增加所致。郑州瑞茂通其他应收款按信用风险特征组合计提坏账准备，其中账龄在6个月以内的占99.86%，7~12月的占0.05%，1~2年的占0.02%，2~3年以内的占0.07%，共计提坏账准备39.41万元。从结构上看，欠款方主要为上海典勤投资管理有限公司，占其他应收款余额的83.50%，其他应收账款欠款方前5名合计余额占其他应收账款余额的比例为87.70%，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。

2012~2014年，郑州瑞茂通存货快速增长，年均增长率为85.21%。截至2014年底，郑州瑞茂通存货达到7.21亿元，其中主要是原材料（占98.83%）、库存商品（占1.17%），未计提存货跌价准备。考虑到煤炭价格2015年来仍保持下行趋势，需要关注郑州瑞茂通存货出现价值减损的风险。

2012~2014年，郑州瑞茂通其他流动资产高速增长，年均增幅2,400.68%，主要系郑州瑞茂通于2013年开展保理业务而产生的保理合同项下受让的应收款项大幅增加所致。截至2014年底，公司其他流动资产余额40.71亿元，其中保理合同项下受让的应收款项占比为98.20%。截至2014年底，郑州瑞茂通计提坏账准备金114.82万元，较年初减少89.84%，主要原因是在2013年末郑州瑞茂通对按照合同应该付息但由于业务沟通等原因暂未收到利息部分的应收款项计提了坏账准

备，该部分款项在 2014 年已经收回并冲回了该部分坏账准备。截至 2014 年末，保理客户均按期还款，未发生逾期及坏账损失情况。总体上，郑州瑞茂通保理项下应收款风险整体可控。

截至 2014 年底，郑州瑞茂通非流动资产合计 10.13 亿元，较上年末增长 33.85%。非流动资产构成中，主要为长期股权投资（占 95.57%）。

截至 2014 年底，郑州瑞茂通长期股权投资额为 9.68 亿元，主要由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投资构成，年末长期股权投资账面价值较年初大幅增长 151.04%，主要系对联营企业追加投资及按照权益法确认当期的投资收益，其中追加投资为 4.52 亿元、在权益法下确认的投资收益为 1.28 亿元。

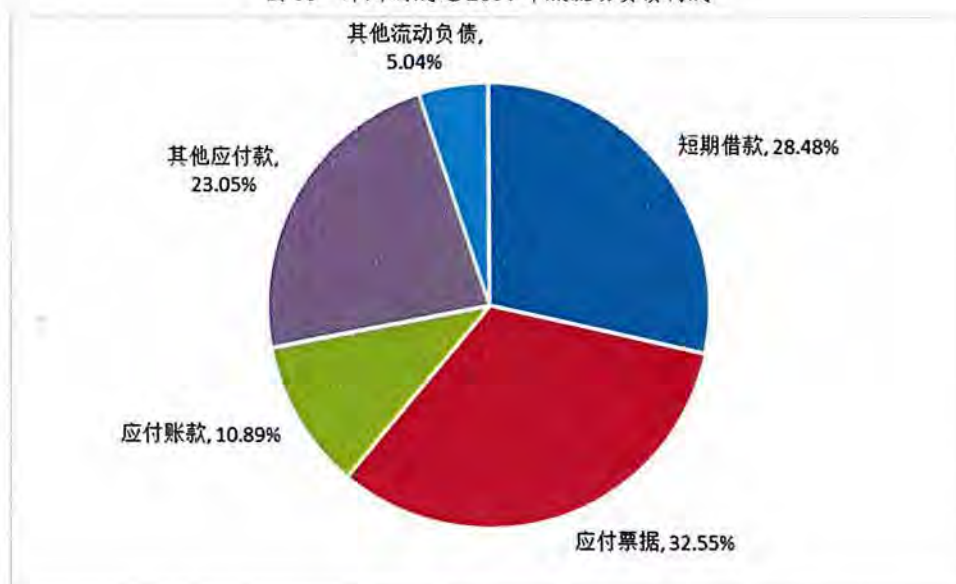
截至 2015 年 6 月底，郑州瑞茂通资产总额合计 146.74 亿元，较 2014 年底增长 28.56%，资产结构较年初产生一定变化。其中货币资金较年初增长 41.97%，主要是业务量增长而增加银行借款所致；其他应收款较年初增长 65.42%，主要是往来款增加所致；其他流动资产较年初增长 15.96%，主要是保理资产增长较快所致；应收账款较年初下降 15.90%，主要是公司加大下游回款力度所致。

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。流动资产中保理业务中应收款项形成的其他流动资产占比最高；货币资金充裕，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。公司整体资产流动性较好，保理项下应收款项风险可控。

负债

2012~2014 年，随着资产的快速增加，郑州瑞茂通负债年均增长 152.36%，其中流动负债年均增长 120.37%，2014 年非流动负债较上年末增长 8,071.26%，主要系郑州瑞茂通短期借款、应付票据、其他应付款、长期借款和应付债券增加所致。截至 2014 年底，郑州瑞茂通负债合计 69.39 亿元，其中，流动负债占 76.26%，非流动负债占 23.74%。

图 10 郑州瑞茂通 2014 年底流动负债构成



资料来源：郑州瑞茂通审计报告

截至 2014 年底，郑州瑞茂通流动负债合计 52.91 亿元，其中以短期借款、应付账款、应付票据和其他应付款占比较大，具体如上图所示。

2012~2014年，郑州瑞茂通短期借款波动增长，年均增长98.47%。截至2014年底，郑州瑞茂通短期借款账面金额为15.07亿元，由质押和保证借款构成，分别占55.09%和44.91%。

2012~2014年，郑州瑞茂通应付票据呈现波动上升趋势，年均复合增长率为134.48%，增速较高，主要是业务量增加所致。截至2014年底，郑州瑞茂通应付票据余额17.22亿元，较年初减少17.89%。从票据种类来看，公司应付票据以银行承兑汇票为主。

2012~2014年，郑州瑞茂通应付账款年均增长率为50.75%。截至2014年底，郑州瑞茂通应付账款为5.76亿元，较年初增加74.28%，主要系煤炭市场行情变化，公司赊销购买煤炭增加所致。郑州瑞茂通应付账款为赊销煤款和油制品，分别占93.89%和6.11%。

2012~2014年，郑州瑞茂通其他应付款大幅增加，年均增长483.22%。截至2014年底，郑州瑞茂通其他应付款为12.19亿元，较年初其他应付款主要以拆入资金为主（占91.35%）。

截至2014年底，郑州瑞茂通非流动负债合计16.48亿元，主要是长期借款（占49.39%）和应付债券（占50.60%）。

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2014年底，郑州瑞茂通长期借款为8.14亿元。长期借款分别为厦门国际信托1.29亿元，中国进出口银行2.95亿元和东方证券股份有限公司3.9亿元长期借款，上述三笔借款均于2016年内到期。

截至2014年底，郑州瑞茂通应付债券为8.34亿元，主要系公司于2014年9月27日在新加坡完成首期1.8亿新加坡元债券发行构成。

截至2015年6月底，郑州瑞茂通负债总额合计85.59亿元，较2014年底增长23.34%，增量来自长期借款和应付债券的增加。

2012~2014年，郑州瑞茂通债务总额快速增长，年均增长165.15%，2014年底全部债务为48.92亿元，较上年末增长23.19%，其中，短期债务32.45亿元，长期债务16.47亿元。

债务指标方面，2012~2014年，郑州瑞茂通资产负债率、全部债务资本化比率随债务规模扩张波动上升；各项指标三年平均值分别为62.65%和53.64%，2014年底分别为60.79%和52.22%。2014年郑州瑞茂通首次借入长期债务，长期债务资本化率为26.91%，公司债务负担尚可。

截至2015年6月底，郑州瑞茂通全部债务合计69.44亿元，较2014年底增长41.93%。但资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率较年初相比变化不大，分别为58.33%、53.17%和22.80%。

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，流动负债占比有所下降，偿债负担一般。

所有者权益

2014年郑州瑞茂通所有者权益规模大幅增长，2012~2014年郑州瑞茂通所有者权益年均增长91.14%。截至2014年底，郑州瑞茂通所有者权益合计44.75亿元，较年初增长158.56%，其中，少数股东权益6.39亿元，较年初增长25.62%，归属于母公司所有者权益38.36亿元，较年初增长213.92%，主要是2014年郑州瑞茂通股东河南中瑞投资有限公司将对郑州瑞茂通的22.2亿元债权转股（其中12.2亿元转为股本，10亿元计入资本公积）所致。归属母公司所有者权益中，实收资本占35.30%，资本公积占23.89%，未分配利润占25.84%。

截至2015年6月底，郑州瑞茂通所有者权益合计为61.15亿元，其中归属母公司权益为46.23亿元，较年初增长20.52%，归属母公司权益增长全部来自于未分配利润增加。

总体来看，郑州瑞茂通2014年通过将债权转为股权使得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34.64%，2014年，郑州瑞茂通实现营业总收入93.92亿元，同比增长40.39%，收入规模保持上升趋势，主要系瑞茂通营业收入增加所致。

2014年郑州瑞茂通期间费用增长较快，年均增长76.83%。受运杂费和装卸堆存费增加的影响，2014年郑州瑞茂通销售费用合计7.45亿元，同比增长97.98%；管理费用均同比上升49.17%，主要系人工费用、税费和咨询及中介费用增加所致；财务费用同比上升495.01%，主要是由于有息债务增加导致利息费用支出增加所致。期间费用同比上升1.48%，费用收入比为10.99%，高于2013年水平，期间费用控制力下降。

2014年郑州瑞茂通实现公允价值变动收益-1,354.22万元、投资收益3.10亿元，投资收益同比增长1,248.87%，主要为长期股权投资收益和处理金融资产取得的投资收益，政府补助1.17亿元，政府补助较2013年0.82亿元有所增加，投资收益是公司实现利润的主要来源。

2014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3.61亿元）分别为5.92亿元和5.09亿元，利润总额同比上升8.15%，净利润同比增长8.03%。

从盈利指标看，2014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12.76%、9.16%和16.41%，均低于近三年均值，盈利指标呈下降趋势。

总体来看，受煤炭价格下行和期间费用大幅增加的影响，郑州瑞茂通主营业务盈利能力有所下降，但由于政府补助和投资收益增加导致2014年净利润同比上年小幅增加；政府补助和投资收益具有一定的不确定性。未来随着郑州瑞茂通业务规模的不断扩大，主营业务盈利能力有望增强。

现金流分析

从经营活动看，2012~2014年，郑州瑞茂通销售商品、提供劳务收到的现金年均增长26.77%。2014年，郑州瑞茂通销售商品、提供劳务收到的现金合计91.17亿元，同比增长58.46%，增幅较大，郑州瑞茂通购买商品、接受劳务支付的现金和支付其他与经营活动有关的现金分别同比增长48.22%和106.84%，支付其他与经营活动有关的现金增加主要系往来款和保理融资款支出增加所致。2014年，郑州瑞茂通实现经营活动现金净流量-27.90亿元，经营活动现金流出量进一步扩大。从收入实现质量来看，郑州瑞茂通近三年现金收入比分别109.48%、86.00%和97.06%，收入实现质量一般。

从投资活动看，伴随业务规模的快速扩张，郑州瑞茂通对外投资快速增长，2012~2014年郑州瑞茂通投资活动现金流出年均增长1,124.05%，主要为投资新余农商行、合营企业支付的现金。2014年郑州瑞茂通投资活动现金流出6.23亿元，同比减少25.96%。2014年，郑州瑞茂通投资活动现金流入合计6.89亿元，同比增长445.85%，主要系郑州瑞茂通转让动力煤期货、纸货和理财产品以及转让子公司烟台瑞茂通所致。2014年，郑州瑞茂通投资现金流量净额为0.64亿元，对外投资进程有所放缓。

从筹资活动看，为满足经营和投资需要，郑州瑞茂通增加了筹资力度，筹资净流入保持较大规模的增长，年均增长201.33%。2014年，郑州瑞茂通筹资活动现金流入量合计79.65亿元，同比增长60.84%，主要为吸收投资和取得借款收到的现金；筹资活动现金流出量为44.70亿元，同比增长83.84%，其中偿还债务支付现金为34.23亿元。2014年，郑州瑞茂通筹资活动现金净流入量为34.94亿元，同比增长38.73%。

2015年1~6月, 郑州瑞茂通经营活动现金净流出37.02亿元, 投资活动现金净流入0.19亿元, 筹资活动现金净流入44.62亿元。

总体看, 郑州瑞茂通经营加大了筹资的力度和投资活动回收资金的力度。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, 2012~2014年, 郑州瑞茂通流动比率和速动比率波动下降, 三年平均值分别为1.76倍和1.64倍, 2014年底分别为1.97倍和1.83倍。截至2015年6月底, 郑州瑞茂通流动比率和速动比率分别为2.02倍和1.91倍。2012~2014年, 郑州瑞茂通现金短期债务比分别为1.43倍、0.60倍和0.67倍, 波动下降, 下降较为明显。整体上, 郑州瑞茂通短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看, 2012~2014年, 郑州瑞茂通EBITDA分别为4.81亿元、5.89亿元和7.63亿元。2014年, 郑州瑞茂通EBITDA利息倍数为4.64倍, 较上年降幅较大, EBITDA全部债务比为0.16倍, 与上年持平。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2014年底, 郑州瑞茂通对外担保余额合计9.50亿元, 担保比率21.23%, 担保对象为那曲瑞昌煤炭运销有限公司、郑州嘉瑞供应链管理有限公司、河南中瑞集团有限公司、河南腾瑞能源产业开发有限公司和浙江和辉电力燃料有限公司, 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2014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35.63亿元, 其中未使用额度为11.40亿元, 郑州瑞茂通间接融资渠道畅通。

根据中国人民银行2015年9月06日出具的编号为G1041010101909210H的《企业信用报告》, 截至2015年9月6日, 郑州瑞茂通不存在未结清不良贷款。

总体看, 公司偿债能力良好。

以郑州瑞茂通2014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13.14%、所有者权益的33.52%和货币资金的70.00%, 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6月30日, 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。万永兴和刘轶分别持有河南中瑞投资有限公司70%和30%股权。除中瑞投资外, 万永兴和刘轶直接或间接控股企业情况如下:

表13 2015年6月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%

序号	公司名称	主营业务	注册资本 (万元)	持股比例
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	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%
8	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%
9	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%
10	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%
11	北京怡昌投资有限公司（原名：北京建荣置业有限公司）	房地产开发	2,000.00	
12	河南怡昌置业有限公司	房地产开发与销售	12,000.00	
13	河南瑞昌置业有限公司	房地产开发与经营	29,000.00	
14	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%
15	河南运昌置业有限公司	房地产开发经营	5,000.00	和昌置业持股 51%
16	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%
17	浙江智丰贸易有限公司	货物贸易	5,000.00	中瑞集团持股 100%
18	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%；发行人持股 40%
19	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%
20	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%
21	烟台瑞茂通供应链管理有限公司		18,340.11	山东中瑞园区建设开发有限公司持股 100%
22	烟台嘉瑞物流有限公司		1,000.00	烟台瑞茂通持股 100%
23	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%
24	烟台瑞兴物业管理有限公司	物业管理	100.00	郑州中瑞产业园运营管理有限公司持股 100%
25	郑州瑞兴物业管理有限公司	物业管理	50.00	郑州中瑞产业园运营管理有限公司持股 100%
26	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%
27	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%
28	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%
29	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	和嘉瑞兴持股 100%

序号	公司名称	主营业务	注册资本 (万元)	持股比例
30	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。
31	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	1,000.00	和嘉瑞兴持股 100%
32	北京中瑞和嘉资产管理有限公司	资产管理、投资管理	1,000.00	中瑞投资持股 50%; 和嘉瑞兴持股 50%
33	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%
34	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%
35	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%
36	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%
37	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%
38	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%

资料来源: 公司提供

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。

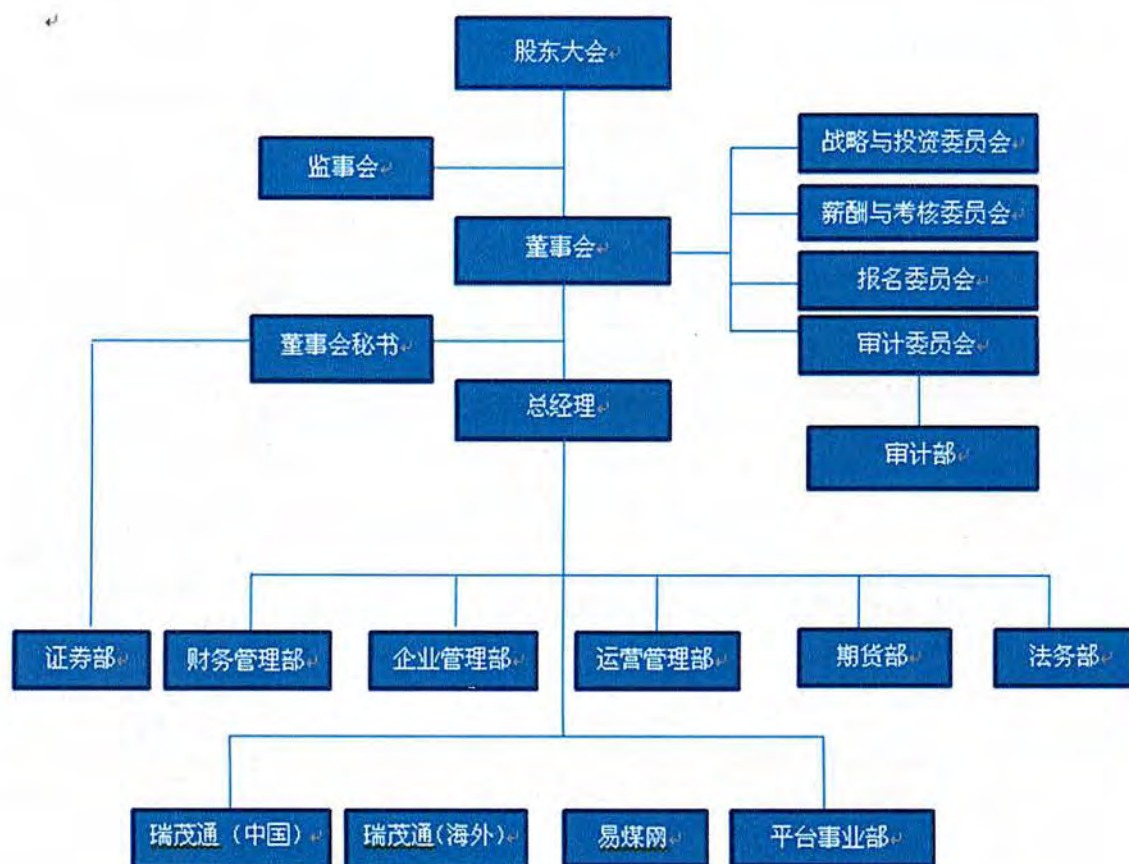
十、综合评价

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2-1 瑞茂通供应链管理股份有限公司
 2012年~2015年6月合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 6 月
流动资产：					
货币资金	82,016.42	120,728.54	107,992.25	14.75	248,872.04
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	78.74	276.08	250.64	1,261.61
应收票据	13,607.53	38,684.62	1,218.73	-70.07	12,249.51
应收账款	45,525.07	91,105.26	66,503.59	20.86	55,273.56
预付款项	32,329.35	77,233.75	24,238.36	-13.41	34,025.40
应收利息					
应收股利	0.00	0.00	160.00	--	0.00
其他应收款	6,220.98	17,775.18	18,698.74	73.37	22,554.48
存货	21,152.95	23,993.33	71,289.65	83.58	71,706.27
待摊费用					
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	636.05	217,703.86	407,137.55	2,430.03	472,115.36
流动资产合计	201,488.35	587,303.28	697,514.96	86.06	918,058.24
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.00	20,000.00	0.00	-100.00	0.00
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	0.00	38,559.46	96,798.65	151.04	100,056.43
投资性房地产					
固定资产	1,040.23	1,193.99	2,654.15	59.73	2,717.00
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程					
工程物资					
固定资产清理					
无形资产	1.25	15,065.00	6.71	131.66	6.36
开发支出					
商誉					
长期待摊费用	0.00	48.37	42.54	-12.04	191.64
递延所得税资产	16.84	805.70	1,770.11	925.23	593.30
其他非流动资产					
非流动资产合计	1,058.32	75,672.52	101,272.16	878.22	103,564.73
资产总计	202,546.67	662,975.80	798,787.12	98.59	1,021,622.96

附件2-2 瑞茂通供应链管理股份有限公司
2012年~2015年6月合并资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 6 月
流动负债：					
短期借款	13,257.11	105,253.97	105,199.63	181.70	138,418.67
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0.00	0.00	1,544.84	--	386.07
应付票据	27,822.79	114,702.11	75,723.39	64.97	118,895.00
应付账款	24,447.54	33,053.42	54,086.25	48.74	51,764.77
预收款项	6,824.47	17,159.27	12,541.45	35.56	19,460.52
应付职工薪酬	131.90	344.68	219.95	29.13	494.32
应付福利费					
应交税费	4,216.70	5,859.93	9,245.53	48.07	4,059.52
应付利息	0.00	2,207.27	9,212.06	317.35	6,020.41
应付股利					
其他应付款	1,351.11	207,740.26	231,803.92	1,209.83	221,013.12
预提费用					
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债					
流动负债合计	78,051.60	486,320.91	499,577.01	152.99	560,512.41
非流动负债：					
长期借款					
应付债券	0.00	0.00	83,369.90	--	80,774.19
长期应付款					
专项应付款					
预计负债					
递延收益	0.00	2,000.00	0.00	-100.00	0.00
递延所得税负债	0.00	16.41	24.41	48.79	0.60
其他非流动负债					
非流动负债合计	0.00	2,016.41	83,394.31	4,035.79	80,774.80
负债合计	78,051.60	488,337.32	582,971.32	173.30	641,287.21
	0	0	0		0
所有者权益：					
股本	86,912.39	87,222.39	87,826.39	0.52	101,740.75
资本公积	0.00	2,718.41	8,209.17	201.98	146,612.40
减：库存股					93.00
其他综合收益	0.00	0.00	-138.31	--	-97.10
专项储备					0.00
盈余公积	1,227.39	2,481.18	9,094.31	172.20	9,094.31
未分配利润	36,336.43	82,199.20	110,918.16	74.72	123,203.54
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	124,476.21	174,621.18	215,909.72	31.70	380,460.89
少数股东权益	18.86	17.31	-93.92	--	-125.14
所有者权益合计	124,495.06	174,638.48	215,815.80	31.66	380,335.75
负债和所有者权益总计	202,546.67	662,975.80	798,787.12	98.59	1,021,622.96

附件 3 瑞茂通供应链管理股份有限公司

2012 年~2015 年 6 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 1~6 月
一、营业收入	528,124.26	649,070.60	833,948.58	25.66	349,472.93
减: 营业成本	454,193.39	552,199.49	711,378.47	25.15	298,822.59
营业税金及附加	712.96	2,160.27	3,339.78	116.43	1,077.10
加: 其他业务利润					
销售费用	26,857.99	37,593.87	74,456.70	66.50	23,344.46
管理费用	5,774.95	9,733.74	14,332.80	57.54	5,981.43
财务费用	921.85	2,022.02	14,682.76	299.09	12,444.18
资产减值损失	67.36	1,161.02	-977.69	--	-80.03
加: 公允价值变动收益	0.00	78.74	-1,354.22	--	1,045.98
投资收益	0.00	2,301.89	31,049.62	1,248.87	5,599.95
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	9.94	12,803.64	128,654.03	3,257.78
汇兑收益					
二、营业利润	39,595.76	46,580.83	46,431.16	8.29	14,529.13
加: 营业外收入	7,237.65	8,210.65	12,076.73	29.17	826.50
减: 营业外支出	0.01	79.57	86.34	13,040.60	48.40
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	46,833.40	54,711.91	58,421.55	11.69	15,307.23
减: 所得税费用	8,653.85	7,596.90	8,264.61	-2.27	3,061.50
四、净利润	38,179.56	47,115.01	50,156.94	14.62	12,245.73
其中: 归属于母公司所有者的净利润	38,179.56	47,116.56	50,262.58	14.74	12,285.38
少数股东损益	0.00	-1.55	-105.63	--	-39.65
五、每股收益:					
(一) 基本每股收益	0.54	0.54	0.57	2.71	0.14
(二) 稀释每股收益	0.54	0.54	0.57	2.60	0.14
六、其他综合收益	0.00	0.00	-143.90	--	49.64
七、综合收益总额	38,179.56	47,115.01	50,013.04	14.45	12,295.37
归属于母公司所有者的综合收益总额	38,179.56	47,116.56	50,124.27	14.58	12,326.59
归属于少数股东的综合收益总额	0.00	-1.55	-111.22	--	-31.22

附件 4 瑞茂通供应链管理股份有限公司

2012 年~2015 年 6 月合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 1~6 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	521,043.52	554,620.24	788,378.32	23.01	393,134.92
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金	8,979.13	23,328.23	357,209.43	530.73	92,964.96
经营活动现金流入小计	530,022.66	577,948.47	1,145,587.74	47.02	486,099.88
购买商品、接受劳务支付的现金	424,200.31	473,421.02	609,218.03	19.84	316,497.49
支付给职工以及为职工支付的现金	2,079.73	2,840.49	4,819.84	52.23	2,508.29
支付的各项税费	30,102.13	16,448.75	12,190.35	-36.36	30,882.05
支付其他与经营活动有关的现金	30,348.06	273,619.52	591,955.16	341.65	185,375.39
经营活动现金流出小计	486,730.23	766,329.79	1,218,183.39	58.20	535,263.22
经营活动产生的现金流量净额	43,292.43	-188,381.31	-72,595.65	--	-49,163.34
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.00	10,306.63	20,000.00	94.05	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	2,311.79	14,065.79	508.44	2,345.90
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额					
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	24,303.88	--	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	28.66	0.00	0.00	--	0.00
投资活动现金流入小计	28.66	12,618.42	58,369.68	4,412.75	2,345.90
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	388.53	15,464.39	2,326.10	144.68	437.94
投资支付的现金	0.00	68,932.00	46,700.00	-32.25	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	8,547.71	--	0.00
投资活动现金流出小计	388.53	84,396.39	57,573.81	1,117.32	437.94
投资活动产生的现金流量净额	-359.86	-71,777.97	795.87	--	1,907.96
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	18.86	1,202.80	4,729.32	1,483.69	154,134.01
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	85,998.21	--	0.00
取得借款收到的现金	82,251.74	238,826.14	243,206.15	71.95	272,031.62
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	209,000.00	111,905.19	-46.46	0.00
筹资活动现金流入小计	82,270.60	449,028.94	445,838.87	132.79	426,165.62
偿还债务支付的现金	109,943.23	146,694.20	282,287.76	60.24	218,420.40
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,878.81	3,215.38	23,517.28	253.80	11,876.62
支付其他与筹资活动有关的现金	1,600.00	68,076.29	62,475.45	524.88	13,293.35
筹资活动现金流出小计	113,422.06	217,985.86	368,280.49	80.19	243,590.36
筹资活动产生的现金流量净额	-31,151.46	231,043.08	77,558.37	--	182,575.26
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-81.15	-247.95	-121.85	--	36.86
五、现金及现金等价物净增加额	11,699.95	-29,364.16	5,636.74	--	135,356.74
加: 期初现金及现金等价物余额	70,316.46	82,016.42	52,652.26	-13.47	58,289.00
六、期末现金及现金等价物余额	82,016.42	52,652.26	58,289.00	-15.70	193,645.75

附件 5 瑞茂通供应链管理股份有限公司
2012 年~2014 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 6 月
1.将净利润调节为经营活动现金流量:					
净利润	38,179.56	47,115.01	50,156.94	14.62	12,245.73
加: 资产减值准备	67.36	1,161.02	-977.69		-80.03
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	138.62	252.34	417.69	73.58	389.13
无形资产摊销	10.50	0.00	202.57	339.21	0.35
长期待摊费用摊销	0.00	3.88	36.19	833.67	0.00
待摊费用减少					
预提费用增加					
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	-22.00	0.00	-100.00	0.00
固定资产报废损失					
公允价值变动损失	0.00	-78.74	1,354.22	-1,819.94	0.00
财务费用	2,033.75	2,738.37	15,297.74	174.26	11,876.62
投资损失	0.00	-2,301.89	-31,049.62	1,248.87	-5,599.95
递延所得税资产减少	-16.80	-788.86	-964.41	657.60	1,176.81
递延所得税负债增加	0.00	16.41	8.00	-51.21	-23.81
存货的减少	-4,970.94	-3,589.44	-47,296.32	208.46	-416.62
经营性应收项目的减少	-24,284.69	-399,417.73	-104,282.33	107.22	-79,801.33
经营性应付项目的增加	32,135.07	164,704.72	43,714.21	16.63	11,639.97
其他	0.00	1,825.61	787.17	-56.88	-570.19
经营活动产生的现金流量净额	43,292.43	-188,381.31	-72,595.65		-49,163.34

附件 6 瑞茂通供应链管理股份有限公司

主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	15.94	9.49	10.57	5.74
存货周转次数(次)	24.33	24.46	14.93	4.18
总资产周转次数(次)	2.90	1.50	1.14	0.38
现金收入比率(%)	98.66	85.45	94.54	112.49
盈利能力				
总资本收益率(%)	26.79	13.20	9.96	2.94
总资产报酬率(%)	26.79	13.45	10.09	2.99
净资产收益率(%)	35.89	31.50	25.69	4.11
主营业务毛利率(%)	14.00	14.92	14.70	14.49
营业利润率(%)	13.86	14.59	14.30	14.19
费用收入比(%)	6.35	7.60	12.41	11.95
财务构成				
资产负债率(%)	38.54	73.66	72.98	62.77
全部债务资本化比率(%)	24.81	70.97	69.70	59.06
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	27.87	17.52
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	25.48	16.70	4.86	--
EBITDA 全部债务比(倍)	1.19	0.14	0.15	--
经营现金债务保护倍数(倍)	1.05	-0.44	-0.15	-0.09
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	1.05	-0.61	-0.14	-0.09
流动比率(倍)	2.58	1.21	1.40	1.64
速动比率(倍)	2.31	1.16	1.25	1.51
现金短期债务比(倍)	2.33	0.37	0.27	0.56
经营现金流动负债比率(%)	55.47	-38.74	-14.53	-8.77
经营现金利息偿还能力(倍)	22.56	-53.81	-4.75	-4.14
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	22.37	-74.32	-4.69	-3.98
本次公司债券偿债能力				
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.33	0.39	0.50	--

注：2015 年半年度财务报告未经审计，相关指标未年化，其他应付款中的股东借款以及信托和基金借款计入短期债务。

附件 7-1 郑州瑞茂通供应链有限公司
2012 年~2015 年 6 月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 6 月
流动资产：					
货币资金	85,286.68	179,666.59	214,289.78	58.51	304,217.91
以公允价值计量且其变动计入当期损益的资产	0.00	78.74	276.08	250.64	1,261.61
应收票据	13,910.63	38,684.62	1,218.73	-70.40	12,249.51
应收账款	42,199.97	91,678.28	67,298.63	26.28	56,596.97
预付款项	37,048.42	77,393.31	32,275.90	-6.66	39,646.76
应收利息					
应收股利	0.00	0.00	160.00		0.00
其他应收款	30,079.83	19,822.10	245,370.04	185.61	405,896.19
存货	21,027.91	23,993.33	72,131.11	85.21	71,835.66
待摊费用					
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	651.06	217,706.61	407,137.55	2,400.68	472,115.36
流动资产合计	230,204.51	649,023.58	1,040,157.80	112.57	1,363,819.96
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.00	20,000.00	0.00	-100.00	0.00
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	0.00	38,559.46	96,798.65	151.04	100,056.43
投资性房地产					
固定资产	1,103.07	1,194.86	2,669.41	55.56	2,730.19
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程					
工程物资					
固定资产清理					
无形资产	1.25	15,065.00	6.71	131.66	6.36
开发支出					
商誉					
长期待摊费用	19.30	0.00	42.54	48.49	191.64
递延所得税资产	131.94	48.37	1,770.11	266.28	593.30
其他非流动资产	0.00	805.70	0.00	-100.00	0.00
非流动资产合计	1,255.55	75,673.39	101,287.42	798.17	103,577.91
资产总计	231,460.06	724,696.96	1,141,445.23	122.07	1,467,397.88

附件 7-2 郑州瑞茂通供应链有限公司
 2012 年~2015 年 6 月合并资产负债表（负债）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 6 月
流动负债：					
短期借款	38,257.11	151,403.97	150,699.63	98.47	313,068.67
以公允价值计量且其变动计入当期损益的负债	0.00	0.00	1,544.84		386.07
应付票据	31,324.79	209,735.61	172,223.39	134.48	200,279.01
应付账款	25,349.02	33,053.42	57,605.82	50.75	52,004.64
预收款项	5,880.45	17,159.27	14,023.96	54.43	21,607.68
应付职工薪酬	95.70	344.68	219.95	51.60	498.29
应交税费	3,824.52	5,865.91	9,428.25	57.01	4,417.12
应付利息	17.61	38.33	1,450.21	807.43	3,558.16
应付股利					
其他应付款	4,209.60	131,990.65	121,943.46	438.22	79,433.08
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债					
流动负债合计	108,958.79	549,591.84	529,139.51	120.37	675,252.73
非流动负债：					
长期借款	0.00	0.00	81,371.52		99,845.28
应付债券	0.00	0.00	83,369.90		80,774.19
长期应付款					
递延收益					
递延所得税负债	0.00	16.41	24.41	48.79	0.60
其他非流动负债	0.00	2,000.00	0.00	-100.00	0.00
非流动负债合计	0.00	2,016.41	164,765.83	8,071.26	180,620.08
负债合计	108,958.79	551,608.25	693,905.34	152.36	855,872.81
所有者权益：					
股本	36,000.00	36,000.00	158,000.00	109.50	158,000.00
资本公积	16,138.36	16,138.36	106,930.17	157.41	106,930.17
减：库存股					
其他综合收益					
专项储备					
盈余公积					
未分配利润	34,528.15	70,063.64	118,685.08	85.40	197,411.11
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	86,666.51	122,202.00	383,615.25	110.39	462,341.28
少数股东权益	35,834.76	50,886.72	63,924.64	33.56	149,183.78
所有者权益合计	122,501.27	173,088.72	447,539.89	91.14	611,525.06
负债和所有者权益总计	231,460.06	724,696.96	1,141,445.23	122.07	1,467,397.88

附件 8 郑州瑞茂通供应链有限公司

2012 年~2015 年 6 月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 6 月
一、营业收入	518,131.80	668,995.10	939,220.85	34.64	410,923.32
减: 营业成本	445,662.32	571,469.61	815,468.39	35.27	358,843.62
营业税金及附加	661.08	2,299.64	3,953.35	144.54	1,446.39
加: 其他业务利润					
销售费用	25,746.43	37,641.76	74,522.57	70.13	23,712.91
管理费用	6,117.02	9,826.74	14,658.46	54.80	6,233.16
财务费用	1,159.15	2,366.77	14,082.50	248.55	13,413.38
资产减值损失	161.08	1,161.02	-977.69		-80.03
加: 公允价值变动收益(损失以“-”号填列)	0.00	78.74	-1,354.22	-1,819.94	1,045.98
投资收益(损失以“-”号填列)	0.00	2,301.89	31,049.62	1,248.87	5,599.95
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	12,803.64		1,577.95
汇兑收益(损失以“-”号填列)					
二、营业利润(亏损以“-”号填列)	38,624.73	46,610.20	47,208.67	10.55	13,999.83
加: 营业外收入	7,180.89	8,211.02	12,082.12	29.71	826.56
减: 营业外支出	1.74	79.66	86.45	605.55	48.40
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额(亏损总额以“-”号填列)	45,803.88	54,741.55	59,204.34	13.69	14,777.99
减: 所得税费用	8,375.38	7,604.31	8,281.07	-0.56	3,067.04
四、净利润(净亏损以“-”号填列)	37,428.50	47,137.24	50,923.27	16.64	11,710.95
其中: 归属于母公司所有者的净利润	26,477.40	33,413.12	36,067.29	16.71	6,888.10
少数股东损益	10,951.10	13,724.12	14,855.99	16.47	4,797.82

附件9 郑州瑞茂通供应链有限公司
2012年~2015年6月合并现金流量表
(单位:人民币万元)

项目	2012年	2013年	2014年	变动率(%)	2015年6月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	567,254.93	575,330.45	911,652.26	26.77	474,819.86
收到的税费返还	5,126.91	0.00	0.00	-100.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	77,584.73	155,621.41	362,301.92	116.10	321,694.18
经营活动现金流入小计	649,966.57	730,951.85	1,273,954.18	40.00	796,514.04
购买商品、接受劳务支付的现金	506,852.44	496,649.59	736,123.62	20.51	388,350.68
支付给职工以及为职工支付的现金	2,297.03	2,860.35	4,890.98	45.92	2,538.55
支付的各项税费	18,886.14	16,600.98	12,708.30	-17.97	31,209.85
支付其他与经营活动有关的现金	121,818.32	386,386.62	799,187.25	156.13	744,584.39
经营活动现金流出小计	649,853.92	902,497.54	1,552,910.15	54.58	1,166,683.46
经营活动产生的现金流量净额	112.65	-171,545.69	-278,955.97		-370,169.42
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.00	10,306.63	20,000.00	94.05	11,040.00
取得投资收益收到的现金	0.00	2,311.79	24,574.07	962.99	2,349.50
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额					
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	0.00	24,303.88		0.00
收到其他与投资活动有关的现金	28.66	0.00	0.00	-100.00	0.00
投资活动现金流入小计	28.66	12,618.42	68,877.95	4,802.16	13,389.50
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	417.08	15,465.17	2,342.55	136.99	437.94
投资支付的现金	0.00	68,932.00	51,600.00	-25.14	11,040.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	8,547.71		0.00
投资活动现金流出小计	417.08	84,397.17	62,490.26	1,124.05	11,477.94
投资活动产生的现金流量净额	-388.41	-71,778.76	6,387.69		1,911.56
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	0.00	1,202.80	214,629.32	17,744.14	276,134.01
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	85,998.21		0.00
取得借款收到的现金	87,696.37	284,976.14	383,927.67	109.23	454,531.62
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	209,000.00	111,905.19		18,918.43
筹资活动现金流入小计	87,715.22	495,178.94	796,460.39	201.33	749,584.05
偿还债务支付的现金	93,314.09	171,694.20	342,287.76	91.52	270,397.40
其中:子公司支付给少数股东的股利、利润	2,092.19	0.00	0.00	-100.00	
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	0.00	3,536.10	30,010.81	748.70	18,095.63
支付其他与筹资活动有关的现金	1,600.00	68,076.29	74,748.70	583.51	14,849.35
筹资活动现金流出小计	97,006.27	243,306.59	447,047.28	114.67	303,342.38
筹资活动产生的现金流量净额	-9,291.05	251,872.35	349,413.11		446,241.67
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	84.64	-247.95	-121.85		36.86
五、现金及现金等价物净增加额	-9,482.18	8,299.96	76,722.98		78,020.67
加:期初现金及现金等价物余额	54,045.77	44,563.59	52,863.55	-1.10	129,581.51
六、期末现金及现金等价物余额	44,563.59	52,863.55	129,586.53	70.53	207,602.18

附件 10 郑州瑞茂通供应链有限公司
主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年
经营效率			
总资产周转次数(次)	2.54	1.40	1.01
现金收入比(%)	109.48	86.00	97.06
盈利能力			
营业利润率(%)	13.86	14.23	12.76
总资本收益率(%)	24.09	14.03	9.16
净资产收益率(%)	35.73	31.89	16.41
财务构成			
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	26.91
全部债务资本化比率(%)	36.22	67.60	52.22
资产负债率(%)	47.07	76.12	60.79
偿债能力			
流动比率	2.11	1.18	1.97
速动比率	1.92	1.14	1.83
EBITDA 利息倍数(倍)	22.83	15.39	4.64
EBITDA 全部债务比(倍)	0.69	0.16	0.16
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.00	-0.67	-0.56
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.13	-63.67	-16.59

附件 11 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
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	
总资本收益率	(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 12 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。

跟踪评级结果将在本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。

联合信用评级有限公司

二零一五年九月二十二日