

跟踪评级公告

联合评字[2016]573 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发行的“16 瑞茂 01”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：张华

二零一六年六月八日

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](http://www.unitedratings.com.cn)

瑞茂通供应链管理股份有限公司

公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA

上次评级结果：AA

债项信用等级

评级展望：稳定

评级展望：稳定

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 瑞茂 01	7 亿元	3 年	AA	AA	2016 年 5 月 30 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

跟踪评级时间：2016 年 6 月 8 日

主要财务数据：

发行人

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额（亿元）	79.88	114.70	145.19
所有者权益（亿元）	21.58	41.33	42.83
长期债务（亿元）	8.34	0.00	17.05
全部债务（亿元）	49.65	63.73	89.41
营业收入（亿元）	83.39	94.05	22.91
净利润（亿元）	5.02	4.26	1.41
EBITDA（亿元）	7.44	8.04	--
经营性净现金流（亿元）	-7.26	3.74	-16.41
营业利润率（%）	14.30	14.48	14.42
净资产收益率（%）	25.69	13.54	6.60
资产负债率（%）	72.98	63.97	70.50
全部债务资本化比率（%）	69.70	60.66	67.61
流动比率（倍）	1.40	1.41	1.55
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.13	--
EBITDA 利息倍数（倍）	4.86	3.38	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.06	1.15	--

担保方

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	128.11	225.26
所有者权益（亿元）	44.94	89.12
营业总收入（亿元）	171.02	193.90
净利润（亿元）	4.80	4.15
资产负债率（%）	64.92	60.44
流动比率（倍）	1.77	1.68
EBITDA 利息倍数（倍）	29.56	6.08

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、国四舍五入，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；3、公司其他应付款中的股东和金融机构拆借款计入短期债务；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

跟踪期内，瑞茂通供应链管理股份有限公司（以下简称“公司”或“瑞茂通”）仍在业务规模、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，在煤炭行业日趋严峻的经营环境下，公司供应链金融业务规模及盈利能力持续提高。2015 年公司资产规模有所增长，资产质量整体较高，债务压力有所下降。同时，联合评级也关注到煤炭价格下行、汇率波动和保理业务风险给公司盈利能力及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，并提升经营规模、盈利能力和行业影响力，综合实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望维持“稳定”。

跟踪期内，本期债券的担保方郑州瑞茂通供应链有限公司（以下简称“郑州瑞茂通”）资产规模较大，经营情况良好，其担保对本期公司债券的信用水平仍具有积极影响。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，对本期公司债券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，同时维持“16 瑞茂 01”债项“AA”的信用等级。

优势

1. 公司属于煤炭供应链管理服务行业，随着中国经济转型逐步深入，该行业市场份额将向行业内优势企业集中，严峻的经营环境和日趋收紧的金融政策也为供应链金融行业的发展带来机遇。

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. 公司供应链金融业务发展速度较快，规模及盈利能力持续提升，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，资产规模有所增长。

关注

1. 伴随中国经济转型升级力度不断加强，煤炭价格下行压力较大，对公司煤炭供应链管理业务的经营及盈利带来一定压力。

2. 2015 年公司煤炭采购仍以国际采购为主，对公司应对全球煤炭价格波动的能力提出挑战；同时，伴随进口采购规模的增长，公司面临的汇率风险也相应增加。

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

4. 2015年，受包括煤炭在内的大宗商品市场环境、公司战略转型以及投资收益下降等因素影响，公司净利润有所减少，整体盈利能力有所下降。

分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本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：



孙林林

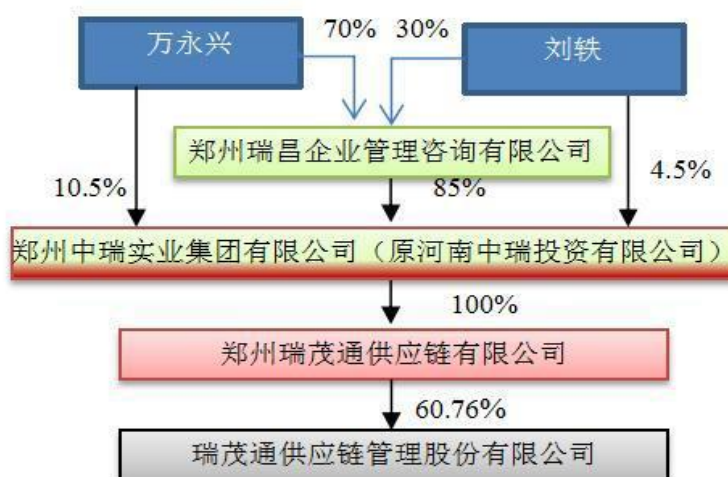
一、主体概况

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

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

截至 2015 年底，公司注册资本变更为 101,740.75 万元，郑州瑞茂通持有公司 60.76% 的股份，为公司控股股东；万永兴通过郑州中瑞实业集团有限公司（原河南中瑞投资有限公司）间接持有公司股份，为公司实际控制人。

图1 截至2015年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

为适应公司业务发展，公司 2015 年以来对部门设置进行调整，先后成立冶金事业部和纺织品

事业部，将原有瑞茂通（中国）、瑞茂通（海外）、易煤网和平台事业部 4 个事业部调整为国内煤炭事业部、国际煤炭事业部、冶金矿产事业部、纺织品事业部、易煤网和金融产品事业部 6 个事业部；原企业管理部、证券部、财务管理部等 6 个一级管理部门变更为审计部、证券部、经营管理部、资产管理公司、财务管理公司等 7 个一级管理部门（见附件 1）。截至 2015 年底，公司拥有 40 家全资及控股子公司，在职员工共 371 人。

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

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

公司注册地址：山东省烟台市牟平区养马岛驼峰路 84 号；法定代表人：万永兴。

二、债券发行及募集资金使用情况

2015 年 12 月 1 日，经中国证监会“证监许可[2015]2754 号”批复核准，公司获准向合格投资者公开发行面值不超过 15 亿元（含 15 亿元）的公司债券，公司采取分期发行的方式，于 2016 年 3 月 3 日完成 2016 年公司债（第一期）的发行工作，最终发行规模 7 亿元，发行票面利率为 6.50%，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。本期公司债券已于 2016 年 3 月 16 日在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“16 瑞茂 01”，证券代码“136250”。

本期债券起息日为 2016 年 3 月 1 日，首次付息日为 2017 年 3 月 1 日，截至本报告出具日，本期债券尚未到第一个付息日。

截至 2016 年 5 月底，本期债券募集资金均已按约定用途用于偿还银行借款、调整债务结构及补充营运资金。

三、行业分析

2015 年以来，随着我国经济结构调整的逐步深化，经济增长继续放缓，全年国内生产总值同比增长 6.9%，继续创下新低，经济增长模式向消费导向转变，大宗商品市场低迷，产能过剩较为严重的钢铁和煤炭领域需求低速增长，库存持续上升，价格不断下跌，政府加快推进“三去一降一补”的供给侧结构性改革，煤炭生产和运输行业景气度持续下滑。

根据煤炭运销协会数据显示，受煤炭需求低迷，煤价下跌影响，2015 年，全国煤炭产量累计完成 36.85 亿吨，较上年下降 3.5%，其中国有重点煤矿产量累计完成 18.76 亿吨，同比减少 9,756 万吨，下降 4.9%，去产能效应开始初步显现；全国铁路累计完成货运量 33.6 亿吨，同比下降 11.9%；全国主要港口内贸煤炭发运量为 6.38 亿吨，同比下跌 5.5%，增速同比下降 7.7 个百分点，其中沿海主要港口内贸煤炭发运量累计完成 6.11 亿吨，同比下跌 6.2%。我国煤炭物流行业近年来发展速度较快，但受能源行业产能过剩影响，自 2014 年开始行业增速有所放缓，2015 年以来景气度持续下降。

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

煤炭供给方面，煤炭、钢铁等行业的产能过剩，以及地质勘察投入资金下降等因素一定程度上带动了相关上游勘探开采的走低，《中国煤炭》2015 年资料显示，2014 年我国新发现煤炭大中型矿产地 43 处，增加资源储量 536.2 亿吨，同比减少 20.3%，煤炭资源储量增速减缓，截至 2014 年底，我国查明煤炭储量 1.53 万亿吨。2015 年，我国煤炭储量增速进一步下降，根据中国煤炭资源网的数据，2015 年煤炭、铁矿、铅矿等 9 个矿种累计勘察新增查明资源储量均有所下降，其中煤炭新增查明资源储量 375 亿吨。

从煤炭的需求情况来看，煤炭是我国一次能源消费的主要组成部分，2015 年我国煤炭占能源消费总量比重约为 64%。近年来，我国煤炭消费量平稳增长，但 2014 年煤炭消费量由 2013 年的峰值出现首次下滑，总量为 35.1 亿吨，减少 1.23 亿吨，降幅 2.9%。2015 年以来煤炭消费量继续下滑至 33.80 亿吨，降幅达 3.7%。由于煤炭消费总量增速逐年放缓，煤炭价格近年来保持下跌态势。从国内煤炭价格来看，以秦皇岛 5500 大卡动力煤市场价格为例，该价格由 2014 年底的 525 元/吨下跌至 2015 年底的 415 元/吨，2016 年一季度以来，持续下跌至 390 元/吨。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 2014 年底的 565 元/吨下跌至 2015 年底的 425 元/吨，2016 年 3 月底出现小幅回升至 430 元/吨。从煤炭需求的结构看，2015 年我国动力煤总需求量为 30.05 亿吨，主要的用煤行业包括电力、冶金、建材、化工等行业。分行业来看，2015 年我国电力行业动力煤消费量为 18.77 亿吨，占动力煤总需求量的 62.45%；建材行业动力煤消费量 5.45 亿吨，占动力煤总需求量的 18.15%；化工行业动力煤消费量 2.02 亿吨，占动力煤总需求量的 6.71%；冶金行业动力煤消费 1.42 亿吨，占动力煤总需求量的 4.73%。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。

未来一段时间内，在煤炭行业整体供大于求的背景之下，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。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。此外，随着煤炭企业经营环境恶化，行业融资难、融资成本高等问题凸显，2015 年煤炭行业规模以上企业应收账款存量整体呈逐月增长态势，焦煤、焦炭、铁矿石、棉花等大宗商品也出现行业下行的趋势，应收账款、存货等可融资产增值，严峻的经营环境和日趋收紧的金融政策为供应链金融的发展带来机遇。

总体看，受经济增速放缓影响，煤炭行业下游需求将保持低速运行，产能过剩仍持续，煤价持续下跌，行业整合将持续进行。大宗商品市场持续低迷，严峻的经营环境及融资问题等促进了

供应链金融的发展。

四、管理分析

2015 年，张龙根、文定秋 2 名独立董事因董事会、监事会任期届满换届而离任，同时，王丰、周宇当选新任独立董事，除以上人员变动外，联合评级未发现公司其他董事、监事及高级管理人员发生变化。2015 年，公司根据业务发展调整部门设置，先后成立冶金事业部和纺织品事业部，并将一级管理部门变更为审计部、证券部、经营管理部、企业管理部、资产管理公司、商品投资公司和财务管理公司。此外，公司根据相关法律法规进一步完善公司治理制度，积极履行信息披露义务，持续规范公司治理结构，健全内部控制系统。公司股东大会、董事会、监事会、经理层各司其职、相互制衡。

五、经营分析

1. 经营概况

2014 年公司主要从事煤炭供应链管理和煤炭供应链金融两大类业务，2015 年公司践行“以煤炭为先导，积极涉足其他大宗商品”的发展战略，加速转型升级，将主营业务由单一的煤炭领域拓展至铁矿石、棉花等全品类大宗商品供应链领域，同时，业务模式也由单一的商品贸易逐步转向为以电子商务平台为纽带，协同大宗商品贸易和以供应链金融为代表的供应链平台服务，形成了大宗商品供应链业务、大宗商品电子商务平台和供应链金融三大产业板块。但公司铁矿石、棉花等大宗商品供应链管理规模较小，业务仍以煤炭供应链管理和煤炭供应链金融为主。公司 2015 年全年实现营业收入 94.05 亿元，同比增长 12.78%；实现净利润 4.26 亿元，受包括煤炭在内的大宗商品市场环境以及公司尚处于战略转型期等因素影响，净利润同比下降 15.11%。

从主营业务收入构成来看，供应链管理仍是公司最主要的收入来源，2015 年公司供应链管理业务实现收入 86.92 亿元，同比增长 9.40%，在煤炭行情下行的环境下，公司利用产业服务和资金优势，积极开拓新市场、拓展新客户、提高市场占有率，业务规模持续扩大，在主营业务收入中占比 92.41%。伴随煤炭等大宗商品市场低迷以及融资政策收紧，公司供应链金融业务增长较快，2015 年实现收入 7.14 亿元，同比大幅增长 80.64%，在主营业务收入中占比提升至 7.59%。

表1 2014~2015年公司主营业务收入情况（单位：万元，%，百分点）

项目	2014 年度			2015 年度			收入同 比	毛利率变 化
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率		
供应链管理	794,439.05	95.26	11.88	869,151.90	92.41	9.33	9.40	-2.55
供应链金融	39,499.53	4.74	71.75	71,351.91	7.59	85.17	80.64	13.42
合计	833,938.58	100.00	14.70	940,503.81	100.00	15.08	12.78	0.38

资料来源：公司年报

从主营业务毛利率看，受供应链金融业务毛利率水平上升的带动，公司整体主营业务毛利率由上年的 14.70% 小幅增长至 15.08%，其中，在供应链管理业务方面，受煤炭价格持续下跌影响，公司供应链管理业务毛利率由 2014 年的 11.88% 下降至 2015 年的 9.33%；供应链金融业务毛利率由上年的 71.75% 增长至 85.17%，增长幅度较大，主要系伴随公司保理业务规模快速提升，公司业务进一步转型与深化，为原有产业链上下游客户提供更精细化的服务，并加强风险控制所致。

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

总体看，公司业务规模均持续增长，尤其是供应链金融业务发展较快；供应链管理业务仍为公司收入的主要来源，但受到煤炭行业景气度影响毛利率有所下滑；在供应链金融业务盈利能力提升的带动下，公司整体毛利率有所上升。

2. 煤炭供应链管理业务

(1) 煤炭采购

从公司煤炭采购情况来看，伴随业务量的扩大，国际及国内煤炭采购量均随之有所提升，2015 年公司煤炭采购仍以国际采购为主，进口采购量占比 57.59%，较上年下降 8.5 个百分点，主要系公司根据煤炭采购价格调整国内外采购比例所致。

采购价格方面，2015 年公司煤炭进口和国内采购均价分别为 281.76 元/吨和 254.88 元/吨，受煤炭市场整体价格下降影响，公司进口煤炭采购均价和国内煤炭采购均价同比分别下降 21.67%和 33.72%；国内煤炭行业产能过剩、下游需求不振的情况持续，导致 2015 年国内采购价格下降幅度较大，低于进口采购价格，因此，公司调整采购结构，加大了国内采购量。

从煤炭采购量来看，2015 年公司进口和国内采购量均有所上升，分别为 1,617.00 万吨和 1,191.00 万吨，同比分别增长 32.32%和 89.95%，受国内煤炭采购价格较低影响，国内采购量增幅较大。2015 年，公司进口及国内采购额分别为 45.56 亿元和 30.36 亿元，受煤炭价格整体下行影响，采购额增幅均小于采购量增幅。

表 2 2014~2015 年公司煤炭采购情况（单位：万吨，万元，元/吨，%）

项目	2014 年	2015 年	同比
采购量	1,849.00	2,808.00	51.87
其中：进口	1,222.00	1,617.00	32.32
国内采购	627.00	1,191.00	89.95
采购额	680,653.87	759,170.27	11.54
其中：进口	439,547.43	455,602.28	3.65
国内采购	241,106.44	303,567.99	25.91
采购均价	368.12	270.36	-26.56
其中：进口	359.70	281.76	-21.67
国内采购	384.54	254.88	-33.72

资料来源：公司提供

从采购集中度看，2015 年，公司供应链管理业务中的前五大供应商采购合计营业成本 16.96 亿元，占总营业成本的 24.14%，公司上游采购集中度较低。

2015 年在煤炭行情下行的环境下，公司对供应商加大了银行承兑汇票方式结算比例，除此之外，采购结算方式未发生较大变化。

总体看，公司根据行业变化调整采购结构，国内采购量占比有所增长，采购价格降低，采购方式较上年变化不大。

(2) 煤炭销售

2015 年，公司的煤炭销售模式仍主要为面向煤炭终端用户的直接销售，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，并积极开拓冶金、化工行业的客户，进一步提升客户的行业广度。销售集中度方面，2015

年公司供应链管理业务中前五大销售客户共计实现营业收入 13.68 亿元，占总营业收入 19.48%，较 2014 年下降 6.12 个百分点，集中度仍处于较低水平。

销售价格方面，受煤炭整体价格下行影响，公司煤炭销售价格由 2014 年的 409 元/吨下降至 2015 年的 282 元/吨，同比下降 31.05%；2015 年煤炭购销价差为 11.64 元/吨，较同比下降 71.53%，利润空间明显收窄。

销售结算方面较上年基本一致，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，2015 年受煤炭行业继续低迷影响，煤炭销售价格持续下降，盈利空间进一步收窄；客户集中度仍处较低水平。

3. 煤炭供应链金融业务

公司煤炭供应链金融业务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。目前公司应收账款保理业务仍主要为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，2015 年业务模式及风险控制措施基本未发生变化。截至 2015 年末，公司保理合同项下受让的应收账款余额约 61.01 亿元，同比增长 52.60%，实现营业收入 7.14 亿元，净利润 3.19 亿元，同比增长 54.49%。此外，公司融资租赁业务正在有序进行中，但规模尚小，发展尚未成熟，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。

从公司保理业务的经营情况看，2015 年，公司保理资产规模达到 61.01 亿元，较年初增加 52.60%，客户数量增加 9 户，保持较快增速。从业务盈利能力来看，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，毛利率持续呈现上升态势，2015 年，该业务毛利率继续提升至 85.17%，较上年增加 13.42 个百分点。从实际违约情况看，公司 2015 年未出现违约现象，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作为煤炭供应链管理业务的补充，2015 年以来业务规模保持较快增速，毛利率水平持续提升，盈利水平较高，展现较好的发展势头。

4. 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。

5. 经营关注

(1) 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。

(2) 汇率风险

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

(3) 保理业务风险

公司保理业务开展时间不长，但近两年保理业务规模增加较快，2015 年末保理资产规模 61.01 亿元。快速增加的保理业务一方面提升了公司全产业链服务的能力，另一方面也对公司风险控制能力提出新的挑战。在煤炭行业不景气的背景下，公司保理业务高度集中于煤—电交易市场中，行业集中度高，行业明显波动会造成公司保理业务的风险暴露水平。供应链金融业务经营过程中产生的信用风险，以及风险防范手段的有效性需持续关注。

6. 未来发展

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

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

公司将围绕“产业+金融+电商+平台合伙制”的战略导向全面开展工作。首先以大宗商品供应链板块为主，形成以煤炭、铁矿石、焦煤、焦炭、有色金属、棉花等全链条大宗商品供应链业务；以规模为导向，充分利用期货、纸货等金融衍生工具来规避市场风险；不断的培育大宗商品的线下管理能力，为搭建大宗商品的综合电商打下线下基础；其次公司将大力发展供应链金融板块。把供应链金融作为独立产业去培育，完善并强化可视化供应链金融风控体系，实现业务发展与投融资自我强化的闭环，依托电商平台，寻找供应链资产端的蓝海，并且打通资金端，实现资产端和资金端的无缝对接；再次，大宗商品电子商务板块，易煤网未来要打造成集合产业链各环节要素的第三方企业级服务平台，通过互联网实现资源的一键式配送。三个即独立发展又相互协同的战略板块将成为公司的核心竞争力，其中大宗商品供应链业务是所有业务的基础；供应链金融是链接商品与电商的纽带；电商是金融与商品贸易的结合体。

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

六、财务分析

公司提供的 2015 年度合并财务报表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审计意见。截至 2015 年末，公司纳入合并范围子公司共 40 家，其中新增合并单位 14 家，均为公司通过设立的方式新增的子公司，考虑到公司合并范围变化主要涉及新设立全资子公司，未造成公司主营业务发生重大变化，对公司财务数据可比性影响有限，公司财务数据整体可比性尚可。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 114.70 亿元，负债合计 73.38 亿元，所有者权益 41.33 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 41.27 亿元。2015 年公司实现营业总收入 94.05 亿元，净利润 4.26 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 4.28 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.74 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.17 亿元。

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

1. 资产及负债结构

（1）资产质量

截至 2015 年底，公司资产合计 114.70 亿元，较年初增加 43.60%，主要系非公开发行股票完成导致所有者权益增加，进而整体资产规模增长所致。2015 年底，公司流动资产占比 89.99%，非流动资产占比 10.01%，其中流动资产规模所占比重较年初相比进一步提高。

流动资产方面，截至 2015 年底，公司流动资产合计 103.22 亿元，较年初增长 47.99%，主要系其他流动资产和货币资金的增长。年末流动资产中占比较大的项目为货币资金（占 16.30%）、应收账款（占 8.90%）和其他流动资产（占 66.20%）。截至 2015 年底，公司货币资金 16.83 亿元，较年初增长 55.82%，主要系公司因业务需要在金融机构和期货公司开具票据、信用证以及期货合约等业务导致存放保证金增加，其中票据、信用证及期货合约保证金等受限资金合计占比 72.30%，规模较大。截至 2015 年底，公司应收账款账面价值为 9.19 亿元，较年初增长 38.12%，增长的主要原因为主营业务扩张导致应收账款规模的扩大；从其账龄上看，公司应收账款账龄平均期限短，主要以一年以内的应收账款为主（占比 92.44%）；公司以应收账款的账龄为基础进行坏账准备的计提，截至 2015 年末，公司已计提应收账款坏账准备 732.80 万元；年末应收账款中前五大应收账款余额占比 27.75%，集中度尚可。截至 2015 年底，公司其他流动资产 68.33 亿元，较年初增加 67.83%，其中保理合同项下受让的应收款项占比为 89.29%，公司对其计提坏账准备 1,027.10 万元，账龄在 1 年内的未计提坏账准备，1~2 年内计提坏账比例为 10%，坏账计提比例较低，主要因公司与客户签订有追索权保理合同，建立了一套完整的风控体系，且客户集中度较低，因此保理应收款预计无法收回的风险较低。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 11.48 亿元，较年初增加 13.34%，主要系新增可供出售金融资产所致，其中占比较高的项目分别为可供出售金融资产（占 9.58%）和长期股权投资（占 86.62%）。截至 2015 年底，公司新增可供出售金融资产 1.10 亿元，为公司对江苏华泰瑞联并购基金（有限合伙）和北京领先创融网络科技有限公司的股权投资，账面价值分别为 1.00 亿元和 0.10 亿元，在被投资单位持股比例分别为 3.89%和 20.00%，公司可供出售金融资产按照成本计量。截

至 2015 年底，公司长期股权投资 9.94 亿元，较年初相比基本保持稳定，仍为对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等 4 家联营企业的股权投资。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额合计 145.19 亿元，较年初增长 26.58%，主要系伴随外部融资规模的扩大，公司货币资金较为充裕，其中因业务需要在金融机构开具票据、信用证及期货合约等业务导致存放保证金增加所致。从资产构成上看，公司流动资产和非流动资产的占比分别为 91.08% 和 8.92%，流动资产占比有所提高。

总体看，2015 年以来随着非公开发行业务的完成，公司资产规模继续增长。公司资产结构仍以流动资产为主，流动资产占比进一步提高，保理业务中应收款项形成的其他流动资产增长较快且占比较高；货币资金余额规模较大，但是其中使用受限资金占比较高；公司保理项下应收款项风险可控，整体资产的流动性较好，资产质量良好。

（2）负债及所有者权益

截至 2015 年底，公司负债合计 73.38 亿元，较年初增加 25.87%，主要系应付票据等流动负债的增加所致。在负债结构方面，公司仍以流动负债为主，占比为 99.98%，较年初增长 14.28 个百分点，公司流动负债占比过高。

截至 2015 年底，公司流动负债为 73.36 亿元，较年初增长 46.85%，其构成以短期借款（占 18.00%）、应付票据（占比 32.27%）、应付账款（占 7.07%）、其他应付款（占 25.93%）和一年内到期的非流动负债（占 11.37%）为主。公司短期借款伴随业务规模的扩大增长幅度较大，2015 年底为 13.21 亿元，较年初增长 25.53%，主要由质押借款（占比 74.50%）和保证借款（占比 25.50%）构成，其中计入质押借款的主要为信用证贴现和票据贴现。应付票据 23.67 亿元，较年初大幅增加 212.64%，主要系在煤炭行情走低的情况下，伴随公司业务规模的扩张，以及为降低资金紧张程度，公司积极采取票据结算所致，其中商业承兑汇票占比 10.40%，银行承兑汇票占比 89.60%，以银行承兑汇票为主。应付账款合计 5.18 亿元，较年初减少 4.15%，全部为应付的货款，以一年以内的应付账款为主。其他应付款 19.02 亿元，较年初减少 17.93%，主要系公司向外部金融机构拆借资金减少所致。其他应付款主要由拆入资金（占比 96.21%）、往来款（占比 2.66%）和运费（占比 0.13%）等构成，其中拆入资金包括与母公司郑州瑞茂通供应链有限公司、上海浦银安盛资产管理公司和重庆金融交易所 3 家机构的拆入资金，均计付利息，其中关联方郑州瑞茂通供应链有限公司拆借资金在其他应付款总额中占比 82.52%，所占比重较大。2015 年公司新增一年内到期的非流动负债 8.34 亿元，系公司 2014 年 9 月 26 日发行的 2 年期新加坡元债券将于 2016 年 9 月 26 日到期，由应付债券调整至 1 年内到期的非流动负债所致。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 148.01 万元，全部为递延所得税负债，整体非流动负债规模较年初下降 99.82%，主要原因为 2014 年 9 月所发行的新加坡元债券由于剩余存续期限不足一年，调整至流动负债所致。

公司债务全部为短期债务¹，主要受应付票据和短期借款规模扩大的影响，截至 2015 年底，公司全部债务较年初增长 28.36%，为 63.73 亿元。公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 63.97% 和 60.66%，分别较年初下降 9.01 个百分点和 9.04 个百分点，受非公开发行股票导致的所有者权益增加影响，公司的负债水平及偿债压力均有所下降，但偿债压力仍处较高水平，债务结构亟待改善。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额为 102.36 亿元，较年初增加 39.49%，主要由流动负债构

¹2013~2015 年其他应付款中的股东和金融机构拆借款合计分别为 20.70 亿元、23.07 亿元和 18.30 亿元，均已计入短期债务

成，占比为 83.33%。其中，应付账款为 7.20 亿元，较年初增加 38.88%；预收款项为 4.39 亿元，较年初增加 176.39%；其他应付款 17.24 亿元，较年初降低 9.36%。同时，资产负债率有所下降，全部债务资本化率略微上升，分别为 70.50%和 67.61%。

2015 年 6 月，公司向 3 名特定对象非公开发行人民币普通股 1.34 亿股，募集资金 15 亿元，扣除发行费用后募集资金净额 14.90 亿元，相应股本增加 1.34 亿元，资本公积增加 14.10 亿元。主要受定向增发影响，截至 2015 年底，公司所有者权益合计 41.33 亿元，较年初增长 91.15%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 24.65%，资本公积占比 36.16%、盈余公积占比 2.28%、未分配利润占比 37.16%，所有者权益结构较年初有所变化，股本及资本公积占比有所提高，稳定性有所好转，处于尚可水平。

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

总体看，2015 年以来公司负债规模有所增加，流动负债占比高，短期偿付压力较大；债务水平有所提高，全部为短期债务，债务结构亟待改善，受定向增发影响公司债务负担有所下降，但仍属较重；所有者权益中股本和资本公积占比有所上升，权益的稳定性有所提高。

2. 盈利能力

2015 年公司业务规模继续扩大，营业收入稳步增长，全年实现合并营业收入 94.05 亿元，同比增长 12.78%，供应链管理及供应链金融板块收入均不同程度增长，尤其是供应链金融板块收入同比增加 80.64%；同期，营业成本同比上升 12.27%，达到 79.87 亿元，增长率与营业收入基本相当。受包括煤炭在内的大宗商品市场环境低迷、公司战略转型以及投资收益下降等因素影响，2015 年公司实现利润总额 5.55 亿元，同比减少 5.03%；公司实现净利润 4.26 亿元，同比减少 15.11%，其中，归属于母公司的净利润为 4.28 亿元，同比减少 14.93%。

2015 年，公司三项期间费用同比下降 2.75%，费用收入比则下降至 10.70%，整体期间费用控制能力有所提升。其中，销售费用同比减少 21.71%，主要系海运费大幅降价，且部分陆运费不再由公司承担，导致运杂费大幅减少所致；管理费用同比增长 7.01%，主要因公司实施股票期权激励计划需按期确认相关费用，且引进大量高端人才导致薪酬等人工费用增加；财务费用 2.70 亿元，其中利息支出 2.38 亿元，汇兑损益 0.25 亿元，2015 年公司融资规模扩大导致利息支出费用增加，同时因汇率波动导致汇兑损失增加，财务费用同比增长 83.85%。

2015 年公司投资收益同比下降 81.61%，主要系对参股公司确认的长期股权投资收益和期货、纸货确认的收益下降所致；投资收益主要由权益法核算的长期股权投资收益（占比 61.46%）和处置交易性金融资产取得投资收益（占比 37.83%）构成，公司交易性金融资产主要包括动力煤期货合约、纸货、外汇期权、远期外汇合约等衍生金融资产。受投资收益大幅下降影响，2015 年公司投资收益占营业利润的比例为 13.90%，同比下降 52.97 个百分点。

2015 年公司营业外收入同比增加 20.28%，主要系政府补助收入的增加，2015 年公司政府补助主要包括泰州地方财政扶持资金、烟台市地方财政扶持资金、天津市滨海新区中心商务区管理委员会现代服务业发展基金等，在营业外收入中占比 99.52%。受政府补助增加影响，2015 年公司营业外收入占利润总额的比例为 26.18%，较上年上升 5.51 个百分点。

从盈利指标来看，公司主营业务盈利能力指标有所上升，营业利润率由 14.30%上升至 14.48%。在净资产和总资产规模大幅增长的情况下，随着利润规模的缩小，公司总资本收益率、总资产报

酬率和净资产收益率分别由 2014 年的 9.96%、10.09%和 25.69%下降至 7.53%、8.15%和 13.54%。整体上公司盈利能力有所下降，但仍处于良好水平。

2016 年 1~3 月份，公司实现营业收入、营业利润、净利润分别为 22.91 亿元、1.85 亿元、1.41 亿元，分别同比增长 28.07%、62.08%和 36.68%，业务规模和盈利水平均有所提高。

总体看，公司营业收入继续增长，主营业务盈利能力依然较强，但投资收益具有一定的不确定性，净利润有所减少。随着公司转型升级的进一步深入，积极拓展大宗商品供应链业务板块，并大力发展供应链金融业务，公司未来盈利能力有望继续增强。

3. 现金流

从经营活动来看，2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额有所增加，由上年的净流出 7.26 亿元转为净流入 3.74 亿元，主要因公司营业收入增长，且收回保理融资款项等增加导致销售商品提供劳务收到的现金和收到其他与经营活动有关的现金均不同程度增长所致。经营活动现金流入方面，销售商品提供劳务收到的现金为 94.56 亿元，同比增长 19.94%。公司 2015 年现金收入比率为 100.54%，较上年上升 6.00 个百分点，收入实现质量处于尚可水平。

投资活动方面，2015 年，公司投资活动现金流入同比下降 85.22%，主要系公司无处置子公司相关的现金流入，以及收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金均不同程度减少所致；投资活动现金流出同比增长 42.14%，主要系公司支付期货、纸货保证金及开始外汇套保业务所致。2015 年公司投资活动产生的现金流量由上年的净流入 795.87 万元转为净流出 7.32 亿元，主要系公司无与处置子公司相关的现金流入导致投资活动现金流入减少所致。

筹资活动方面，2015 年公司筹资活动现金流入同比增长 40.96%，主要系非公开发行股票完成及借款规模扩大所致；2015 年公司筹资活动现金流出同比增长 64.75%，主要系偿还到期借款增加所致。2015 年公司筹资活动现金净流入 2.17 亿元，同比下降 72.03%，主要受偿还债务支付的现金增加影响。

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

总体看，公司经营活动现金流量受营业收入增加及收回保理融资款项增加影响，流入规模有所增加，净流量由负转正，收入实现质量有所上升；投资活动及筹资活动现金流出规模较大，使得 2015 年公司呈现现金净流出状态，存在一定的资金需求。

4. 偿债能力

伴随其他流动资产、货币资金等流动资产的大幅增长，2015 年底公司流动比率较上年略有提高，达到 1.41 倍；公司存货规模下降幅度较大，因此速动比率仍由 2014 年的 1.25 倍上升至 1.37 倍。受现金类资产增长较快影响，公司现金短期债务比由上年的 0.27 倍上升为 0.29 倍，公司短期偿债能力仍较强。

从长期偿债能力指标来看，2015 年，公司 EBITDA 合计 8.04 亿元，虽然当年公司利润总额有所下降，但 EBITDA 仍同比增长 8.14%，主要受计入财务费用的利息支出增加影响。2015 年公司 EBITDA 为 8.04 亿元，其中，折旧占比 0.98%、摊销占比 0.45%、计入财务费用的利息支出占比 29.58%、利润总额占比 68.98%。受债务规模扩大影响，公司 EBITDA 全部债务比为 0.13 倍，

较上年的 0.15 倍小幅下降，EBITDA 对全部债务的保障能力偏低。公司的 EBITDA 利息倍数也由上年的 4.86 倍下降至 3.38 倍，主要受利息支出大幅增加所致，EBITDA 对利息的保障能力明显下降，但仍处于尚可水平。由于经营活动现金净流量由负转正，公司经营现金债务保护倍数由-0.15 倍上升至 0.06。整体上公司长期偿债能力有所下降。

截至 2015 年底，公司担保总额为 24.27 亿元，占公司年末经审计净资产的 58.73%。其中，对子公司担保 23.07 亿元；对外担保 1.20 亿元，为公司对郑州航空港区兴瑞实业有限公司和河南平瑞供应链管理有限公司提供的担保，整体来看，公司或有负债风险不大。

截至 2015 年底，公司共获综合授信额度 32.90 亿元，已使用的授信额度为 20.35 亿元，尚未使用 12.55 亿元授信额度，公司间接融资渠道畅通。截至 2015 年末，公司无重大诉讼、仲裁事项。

根据代码为 G1037060200022870I 的人民银行征信报告，截至 2016 年 4 月 25 日，公司未结清的信贷信息记录中存在 8 笔不良贷款，余额共 1.04 亿元，已结清信贷信息中存在不良/贷款 25 笔，关注类贷款 9 笔，主要为资产重组前九发股份的不良贷款，银行已出具相关证明，资产重组后，公司债务履约情况良好。

总体看，公司短期偿债能力仍较强，长期偿债能力有所下降，但整体偿债能力仍属良好。随着未来公司业务的转型调整，公司偿债能力有望得到提升。

七、债券保障条款分析

“16 瑞茂 01”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无限连带责任保证担保。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期债券持有人承担无限连带责任保证担保。

1. 郑州瑞茂通

(1) 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，郑州中瑞实业集团有限公司是唯一股东。郑州瑞茂通是一家控股公司，截至 2015 年末，郑州瑞茂通拥有全资子公司 7 家，分别为上海润宜石油化工有限公司（以下简称“上海润宜”）、大连中安泰石油化工有限公司（以下简称“大连中安泰”）、郑州德佑聚贸易有限公司（以下简称“郑州德佑聚”）、宁波景臻瑞昌贸易有限公司（以下简称“宁波景臻瑞昌”）、上海景臻国际贸易有限公司（以下简称“上海景臻国际”）、和郑州涵川贸易有限公司（以下简称“郑州涵川”）和上海远宜实业有限公司（以下简称“上海远宜”），拥有控股子公司 1 家，即为瑞茂通供应链管理股份有限公司。郑州瑞茂通下设财务管理中心、运营中心、业务中心、风险控制中心、审计部、行政与人力资源中心等部门。截至 2015 年底，郑州瑞茂通共有员工 300 余人，其中 95%拥有本科及以上学历。

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

截至 2015 年底，郑州瑞茂通合并资产总额 225.26 亿元，负债合计 136.14 亿元，所有者权益（含少数股东权益）89.12 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 74.27 亿元；2015 年郑州瑞

茂通实现营业总收入 193.90 亿元，净利润（含少数股东损益）4.15 亿元，其中归属于母公司的所有者净利润 2.61 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.79 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.89 亿元。

（2）经营情况

郑州瑞茂通的主要业务为大宗商品供应链管理业务，经营主体为瑞茂通。此外，利用煤炭贸易储备的客户资源和产业链资源，郑州瑞茂通还通过大连中安泰和上海润宜进行铜、镍等有色金属贸易和燃料油的贸易业务，具体如下表所示。从业务规模来看，瑞茂通的资产、收入和利润占郑州瑞茂通资产、收入和利润的绝大部分，大连安泰和上海润宜的收入规模不大，利润水平一般。

表 3 2015 年郑州瑞茂通主要子公司基本情况表（单位：万元）

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

数据来源：根据公司提供资料整理

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

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

总体看，郑州瑞茂通业务运营主体以瑞茂通为主，其他业务规模仍较小，盈利能力一般。

（3）财务分析

郑州瑞茂通提供的 2014 年度审计报告经河南中兴信和会计师事务所有限公司审计，2015 年度审计报告经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2015 年财务报告除按照财政部 2006 年 2 月 15 日颁布并于 2014 年修订的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（统称“企业会计准则”）编制外，还按照中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）披露有关财务信息。合并范围变更方面，2015 年郑州瑞茂通通过合并及新设等方式新增 5 家子公司，截至 2015 年底，郑州瑞茂通纳入合并范围的全资及控股子公司共 8 家，由于新增的子公司规模均较小，整体财务数据可比性较高。

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

资产质量

截至 2015 年底，郑州瑞茂通资产合计 225.26 亿元，较年初增加 75.83%，主要系流动资产的增长；其中流动资产占 94.01%，非流动资产占 5.99%，流动资产占比较年初增加 1.92 个百分点。

流动资产方面，截至 2015 年底，郑州瑞茂通流动资产合计 211.77 亿元，较年初增长 79.50%，主要系应收保理款、其他应收款和货币资金的增长，占比较大的项目为货币资金（占比 22.03%）、应收账款（占比 8.04%）、预付款项（占比 6.21%）、应收保理款（占比 28.76%）和其他应收款（占比 28.35%）。截至 2015 年底，郑州瑞茂通货币资金 46.45 亿元，较年初增长 45.48%，主要系增资及借款规模加大导致货币资金较为充裕所致，其中银行承兑汇票保证金和信用证保证金等受限货币资金合计 39.20 亿元，占货币资金 84.03%，规模和占比均较大。截至 2015 年底，郑州瑞茂通应收账款合计 17.04 亿元，较年初增长 135.44%，主要伴随业务规模的扩大而大幅增加，其中按信用风险组合计提坏账准备的款项 17.11 亿元，该部分应收账款共计提坏账准备 0.08 亿元，由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。应收账款欠款方前 5 名余额合计占总应收账款余额的比例为 49.95%，集中度较高。截至 2015 年底，郑州瑞茂通预付款项达到 13.15 亿元，较年初大幅增长 275.58%，主要系预付庆阳能源化工集团瑞茂通供应链管理有限公司、郑州欣卓商贸有限公司等公司的款项，前五大预付对象预付款占比 78.28%，集中度高。截至 2015 年，郑州瑞茂通应收保理款 60.91 亿元，较年初增长 148.51%，主要原因为保理业务规模的扩大，其中正常类占比 98.32%，关注类占比 1.68%，关注类应收保理款共计提坏账准备 1,027.10 万元，计提比例 10%，前五名应收保理款汇总金额占应收保理款年末余额合计数的比例为 23.70%。截至 2015 年底，郑州瑞茂通其他应收款为 60.04 亿元，较年初增长 124.63%，主要系应收北京和嘉瑞兴投资管理有限公司、北京和嘉瑞昌投资管理有限公司、郑州嘉铎商贸有限公司等企业的资金拆借款，前五大其他应收款占比 44.15%，较为集中。

截至 2015 年底，郑州瑞茂通非流动资产合计 13.49 亿元，较年初增加 33.11%，主要系新增可供出售金融资产及其他非流动资产所致，其中占比较高的项目为可供出售金融资产（占比 8.15%）、长期股权投资（占比 73.69%）和其他非流动资产（占比 14.82%）。截至 2015 年底，郑州瑞茂通新增可供出售金融资产 1.10 亿元，为对江苏华泰瑞联并购基金（有限合伙）和北京领先创融网络科技有限公司的股权投资，账面价值分别为 1.00 亿元和 0.10 亿元，在被投资单位持股比例分别为 10.00%和 20.00%。郑州瑞茂通可供出售金融资产按照成本计量。截至 2015 年底，郑州瑞茂通长期股权投资 9.94 亿元，较年初小幅增长 2.71%，仍为对 4 家联营企业的股权投资，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。截至 2015 年底，郑州瑞茂通新增其他非流动资产 2.00 亿元，为对信托公司的投资。

总体看，2015 年随着增资的完成及借款规模的扩大，郑州瑞茂通资产规模继续增长，资产以流动资产为主。货币资金中使用权受限的资金占比较高；应收账款和其他应收款集中度均较高，且其他应收款规模较大，对资金形成一定占用；非流动资产仍以长期股权投资为主，新增可供出售权益工具及其他非流动资产。郑州瑞茂通资产整体流动性较好，保理项下应收款项风险可控。

负债及所有者权益

截至 2015 年底，郑州瑞茂通负债合计 136.14 亿元，较年初增加 63.69%，主要系短期借款、应付票据和一年内到期的非流动负债等流动负债的增加所致。郑州瑞茂通负债中，流动负债占 92.75%，非流动负债占 7.25%，流动负债占比有所上升，负债结构有待调整。

截至 2015 年底，郑州瑞茂通流动负债为 126.27 亿元，较年初增长 89.34%，其构成以短期借

款（占比 26.83%）、应付票据（占比 44.16%）、应付账款（占比 5.02%）预收款项（占比 6.11%）、其他应付款（占比 6.36%）和一年内到期的非流动负债（占 9.08%）为主。短期借款为 33.88 亿元，较年初增长 119.42%，郑州瑞茂通外部融资规模有所扩大，短期借款主要由 33.88 亿元，其中质押借款和保证借款分别占比 90.06%和 9.94%。应付票据 55.77 亿元，较年初增加 114.83%，主要系郑州瑞茂通业务扩张需要开具银行承兑汇票增加所致，以银行承兑汇票（占比 75.00%）和保证金（占比 20.59%）为主。应付账款 6.34 亿元，与年初基本持平，为应付货款。预收款项 7.72 亿元，较年初增长 253.98%，全部为预收货款，超过 1 年的重要预收款项主要为对江苏新时代控股集团有限公司和宁波首佳久盛贸易有限公司的预收款。其他应付款 8.03 亿元，较年初下降 46.79%，主要系偿还部分资金拆借款所致，其他应付款以资金拆借款（占比 90.82%）和往来款（占比 6.30%）为主。2015 年新增一年内到期的非流动负债 11.46 亿元，主要系公司 2014 年 9 月 26 日发行的 2 年期新加坡元债券（年末余额 8.34 亿元）将于 2016 年 9 月 26 日到期，由应付债券调整至 1 年内到期的非流动负债，以及郑州瑞茂通新增一年内到期的长期借款所致。

截至 2015 年底，郑州瑞茂通非流动负债为 9.87 亿元，较年初减少 40.12%，主要原因为公司将 2016 年到期的新加坡元债券由应付债券调整至一年内到期的非流动负债所致，非流动负债主要由长期借款构成。郑州瑞茂通对外投资规模扩大，为满足融资需求，于 2014 年开始借入长期借款。截至 2015 年底，郑州瑞茂通长期借款为 9.85 亿元，较年初增长 21.06%，长期借款主要为郑州瑞茂通供应链有限公司以其持有的瑞茂通供应链管理股份有限公司的股票质押融资。

截至 2015 年底，郑州瑞茂通全部债务合计 111.34 亿元，较年初增长 91.83%，主要受短期借款和应付票据大幅增加所致，其中短期债务占比 91.15%，长期债务占比 8.85%；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 60.44%、55.54%和 9.95%，分别较年初下降 4.48 个百分点、0.82 个百分点和 16.87 个百分点，受增资导致的所有者权益增幅较大影响，郑州瑞茂通负债水平和偿债压力均较年初有所下降，但偿债压力仍处于较高水平。

2015 年 12 月 24 日，公司股东会决议增资人民币 250,000 万元，其中增加实收资本人民币 125,000 万元，其余人民币 125,000 万元增加资本公积；2015 年公司的子公司山东瑞茂通供应链管理股份有限公司资本公积增加 141,024.37 元，致公司资本溢价增加 84,602.99 万元，其他资本公积增加 1,083.42 万元；此外，同一控制下企业合并减少资本溢价 4,741.88 万元，受以上因素影响，截至 2015 年底，郑州瑞茂通所有者权益合计 89.12 亿元，较年初增长 98.30%，其中归属于母公司所有者权益 74.27 亿元。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比 38.11%，资本公积占比 43.58%、其他综合收益占比-0.09%、未分配利润占比 18.40%，所有者权益结构较年初有所变化，股本及资本公积占比有所提高，稳定性较强。

总体看，近年来随着郑州瑞茂通投资规模的不断增加，整体债务规模快速增长，但受增资导致的所有者权益增幅较大影响，郑州瑞茂通债务负担有所下降，整体债务负担尚可。所有者权益中股本和资本公积占比有所上升，权益的稳定性较强。

盈利能力

2015 年郑州瑞茂通实现营业收入 193.90 亿元，较 2014 年增长 13.38%，主要系电解铜、螺纹钢、锌锭销售和煤炭直运、煤炭掺配、加工后销售业务收入规模扩大所致。同期，郑州瑞茂通营业成本较年初增长 12.91%，略低于营业收入增幅；受此影响，郑州瑞茂通营业利润率上升 0.28 个百分点至 6.68%。

期间费用方面，2015 年郑州瑞茂通销售费用合计 5.89 亿元，同比下降 21.08%，主要系运费的下降；管理费用同比上升 8.12%，主要系职工薪酬增加所致；财务费用同比上升 338.34%，主

要系伴随债务规模的扩大，利息支出增加所致。期间费用同比下降 1.01%，费用收入比为 4.83%，郑州瑞茂通费用控制能力有所提升。

2015 年郑州瑞茂通实现投资收益 0.65 亿元，同比降低 78.31%，主要系长期股权投资收益下降以及处置长期股权投资、交易性金融资产、可供出售金融资产收益等非经常性损益减少所致，投资收益对公司利润的贡献作用有所下降。2015 年郑州瑞茂通营业外收入 1.45 亿元，主要为政府补助，较 2014 年 1.21 亿元有所增加，2015 年郑州瑞茂通营业外收入占利润总额的 26.48%，对外部收入的有一定的依赖。

利润方面，受投资收益下降幅度较大影响，郑州瑞茂通 2015 年营业利润合计 4.05 亿元，同比下降 8.41%。2015 年度郑州瑞茂通净利润 4.15 亿元，同比下降 13.48%。归属于母公司所有者的净利润 2.61 亿元，占净利润的 62.84%，较去年下降 6.47 个百分点。

从盈利指标来看，受增资导致的资产和净资产规模扩大影响，郑州瑞茂通总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率较 2014 年均出现了下滑，分别从 2014 年的 6.35%、5.74%和 15.29%下滑至 2015 年的 3.46%、3.73%和 6.19%，盈利能力有所下降。

总体看，2015 年郑州瑞茂通营业收入有所增长，但投资收益下降幅度较大，对公司的利润贡献有所下滑，受此影响，公司整体盈利能力有所下降。

现金流

从经营活动来看，2015 年郑州瑞茂通经营活动产生的现金流入及流出分别为 275.83 亿元和 278.62 亿元，同比分别增加 16.11%和 16.28%。2015 年郑州瑞茂通经营活动产生的现金流量净额为-2.79 亿元，净流出规模同比增加 35.74%。2015 年，郑州瑞茂通现金收入比为 102.48%，较 2014 年小幅上升 0.54 个百分点，郑州瑞茂通收入实现质量仍为一般。

2015 年郑州瑞茂通投资活动产生的现金流入 42.42 亿元，同比大幅增长 505.99%，主要系收回投资收到的现金大幅增加所致；同期，投资活动产生的现金流出 91.31 亿元，同比大幅增长 623.03%，主要系投资支付的现金以及支付其他与投资活动有关的现金增加所致。2015 年，郑州瑞茂通投资活动现金流量净额-48.90 亿元，净流出规模大幅增加 768.54%，投资规模有所扩大。

筹资活动方面，2015 年郑州瑞茂通筹资活动现金流入合计 137.66 亿元，较上年增长 114.69%，主要系增资及借款规模扩大所致。同期筹资活动现金流出合计 85.71 亿元，较上年增长 54.38%，主要为偿还债务支付的现金规模的扩大所致。2015 年，郑州瑞茂通筹资活动现金流量净额为 51.96 亿元，净流入规模大幅增加 503.92%。

总体看，2015 年郑州瑞茂通收入实现质量基本保持稳定，但经营活动产生的现金流仍呈净流出状态，加之投资活动现金净流出规模大幅增加，外部融资需求依然较大。

偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2015 年底郑州瑞茂通流动比率和速动比率分别为 1.68 倍和 1.65 倍，分别较年初下降 0.09 倍和 0.01 倍；现金短期债务比 0.47 倍，较年初下降 0.30 倍，受流动负债及短期债务增长较快影响，郑州瑞茂通短期偿债能力有所下滑，短期偿债能力一般。

长期偿债能力方面，2015 年，郑州瑞茂通 EBITDA 合计 6.71 亿元，较上年增长 14.37%，主要系利息支出的增长；EBITDA 主要由折旧（占比 1.22%）、摊销（占比 0.54%）、计入财务费用的利息支出（占比 16.44%）和利润总额（占比 81.80%）构成，利润总额占比较高。郑州瑞茂通债务及利息支出增长较快，EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别由 2014 年的 29.56 倍和 0.10 倍下降至 2015 年的 6.08 倍和 0.06 倍。整体看，郑州瑞茂通长期偿债能力有所下降。

截至 2015 年底，郑州瑞茂通对外担保余额合计 16.65 亿元，占 2015 年末净资产的 18.68%，

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

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

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1041010101909210H），截至 2016 年 4 月 12 日，郑州瑞茂通无未结清和已结清不良信贷记录，过往债务履约情况良好。

总体看，2015 年受债务规模扩大及利息支出增长影响，郑州瑞茂通偿债能力有所下降，整体偿债能力尚可。

2. 万永兴与刘轶

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

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

截至 2015 年末，担保人万永兴和刘轶不存在未决诉讼或仲裁事项。

3. 担保效果评价

以 2015 年底的财务数据测算，“16 瑞茂 01”7 亿元的发行规模占郑州瑞茂通所有者权益总额的 7.85%，占比较低，郑州瑞茂通的净资产能够对“16 瑞茂 01”的到期偿付起到一定的保障作用。2015 年郑州瑞茂通 EBITDA 为 6.71 亿元，约为债券本金合计（7 亿元）的 0.96 倍，郑州瑞茂通 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。郑州瑞茂通 2015 年经营活动产生的现金流入 275.83 亿元，约为债券本金合计（7 亿元）的 39.40 倍，郑州瑞茂通经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

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，对本期债券的信用水平具备一定的积极作用。

总体看，郑州瑞茂通资产规模较大，经营情况良好，本期债券占郑州瑞茂通净资产的占比较低，郑州瑞茂通 EBITDA 和经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高，其所提供的担保对本期公司债本息的到期偿还仍具有积极影响。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，对本期公司债券的信用水平仍具有正面影响。

八、本期债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 18.23 亿元，约为“16 瑞茂 01”本金合计（7 亿元）的 2.60 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达 41.33 亿元，约为“16 瑞茂 01”本金合计（7 亿元）的 5.90 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“16 瑞茂 01”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 8.04 亿元，约为本期债券本金合计（7 亿元）的 1.15 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 157.79 亿元，约为本期债券本金合计（7 亿元）的 22.54 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到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，担保方郑州瑞茂通经营状况比较稳定，其所提供的担保对本期债券信用状况仍具有积极作用，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，对本期公司债券的信用水平仍具有正面影响，公司对“16 瑞茂 01”的偿还能力很强。

九、综合评价

跟踪期内，公司仍在业务规模、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，在煤炭行业日趋严峻的经营环境下，公司供应链金融业务规模及盈利能力持续提高。2015 年公司资产规模有所增长，资产质量整体较高，债务压力有所下降。同时，联合评级也关注到煤炭价格波动、汇率波动和快速提升的保理业务规模给公司盈利能力及信用水平带来的不利影响。

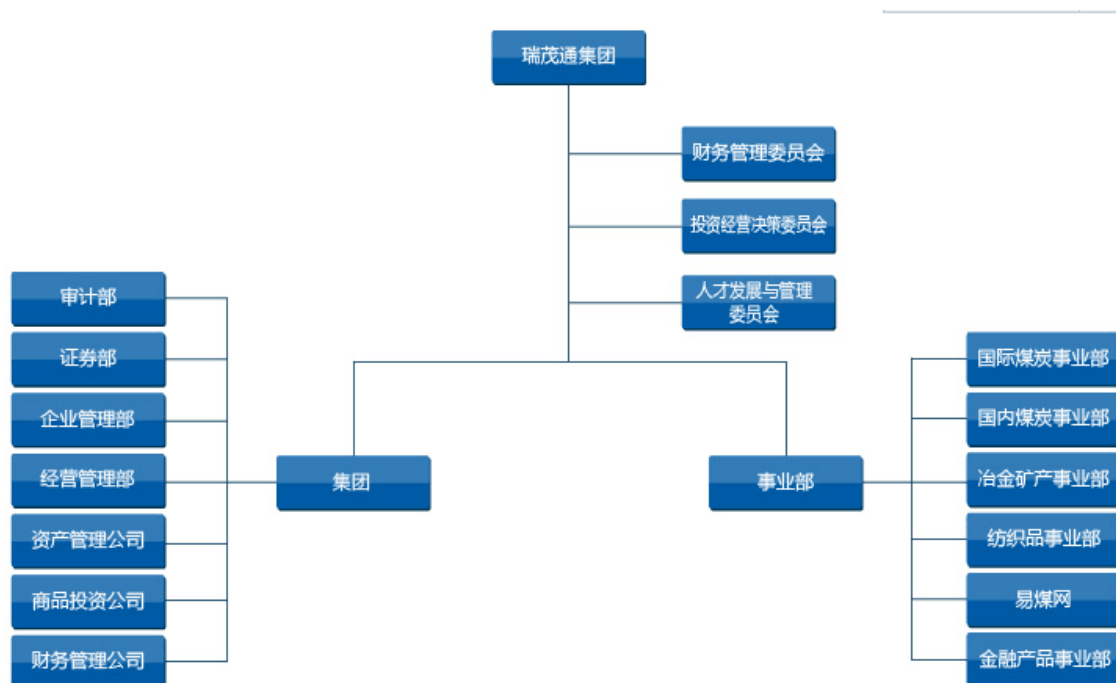
2015 年 6 月，公司成功进行非公开增发股票，募集资金净额 14.90 亿元。随着非公开增发股票募集资金逐步投入，公司有望进一步拓展供应链服务业务的范围、提升经营规模、盈利能力和行业影响力，综合实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望维持“稳定”。

跟踪期内，本期债券的担保方郑州瑞茂通资产规模较大，经营情况良好，其担保对本期公司债券的信用水平仍具有积极影响。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，对本期公司债券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，同时维持“16 瑞茂 01”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

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
资产总额（亿元）	79.88	114.70	145.19
所有者权益（亿元）	21.58	41.33	42.83
短期债务（亿元）	41.31	63.73	72.36
长期债务（亿元）	8.34	0.00	17.05
全部债务（亿元）	49.65	63.73	89.41
营业收入（亿元）	83.39	94.05	22.91
净利润（亿元）	5.02	4.26	1.41
EBITDA（亿元）	7.44	8.04	--
经营性净现金流（亿元）	-7.26	3.74	-16.41
应收账款周转次数（次）	10.57	11.82	--
存货周转次数（次）	14.93	16.39	--
总资产周转次数（次）	1.14	0.97	0.32
现金收入比率（%）	94.54	100.54	102.56
总资本收益率（%）	9.96	7.53	--
总资产报酬率（%）	10.09	8.15	--
净资产收益率（%）	25.69	13.54	6.60
营业利润率（%）	14.30	14.48	14.42
费用收入比（%）	12.41	10.70	9.69
资产负债率（%）	72.98	63.97	70.50
全部债务资本化比率（%）	69.70	60.66	67.61
长期债务资本化比率（%）	27.87	0.00	28.47
EBITDA 利息倍数（倍）	4.86	3.38	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.15	0.13	--
流动比率（倍）	1.40	1.41	1.55
速动比率（倍）	1.25	1.37	1.48
现金短期债务比（倍）	0.27	0.29	0.39
经营现金流动负债比率（%）	-14.53	5.10	-19.23
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.06	1.15	--

注：1、公司其他应付款中的股东和金融机构拆借款计入短期债务；

2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 郑州瑞茂通供应链有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	128.11	225.26
所有者权益（亿元）	44.94	89.12
短期债务（亿元）	41.57	101.49
长期债务（亿元）	16.47	9.85
全部债务（亿元）	58.04	111.34
营业收入（亿元）	171.02	193.90
净利润（亿元）	4.80	4.15
EBITDA（亿元）	5.87	6.71
经营性净现金流（亿元）	-2.05	-2.79
应收账款周转次数（次）	20.30	15.92
存货周转次数（次）	32.20	35.02
总资产周转次数（次）	1.69	1.10
现金收入比率（%）	101.93	102.48
总资本收益率（%）	6.35	3.46
总资产报酬率（%）	5.74	3.73
净资产收益率（%）	15.29	6.19
营业利润率（%）	6.40	6.68
费用收入比（%）	5.53	4.83
资产负债率（%）	64.92	60.44
全部债务资本化比率（%）	56.36	55.54
长期债务资本化比率（%）	26.82	9.95
EBITDA 利息倍数（倍）	29.56	6.08
EBITDA 全部债务比（倍）	0.10	0.06
流动比率（倍）	1.77	1.68
速动比率（倍）	1.66	1.65
现金短期债务比（倍）	0.77	0.47
经营现金流动负债比率（%）	-3.08	-2.21

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	
333 应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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。