

亿利洁能股份有限公司

2012 年公司债券 2017 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间
变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用
评级的变化情况。



报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【320】号 01

增信方式：保证担保

担保主体：亿利资源集
团有限公司

债券简称：第一期，12
亿利 01；第二期，12 亿
利 02

债券剩余规模：
16 亿元（其中：第一期
8 亿元，第二期 8 亿元）

债券到期日期：
第一期：2020 年 04 月
23 日，第二期：2020 年
07 月 19 日

债券偿还方式：两期均
为按年计息，每年付息
一次，到期一次还本，
另附第 5 年末投资者回
售选择权

分析师

姓名：
罗力 王贞姬
电话：
010-66216006
邮箱：
luol@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司化学原料
及化学制品企业主体长
期信用评级方法，该评
级方法已披露于公司官
方网站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

亿利洁能股份有限公司 2012 年公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	第一期:AA+; 第二期:AA+	第一期:AA+; 第二期:AA+
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 06 月 13 日	2016 年 06 月 15 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对亿利洁能股份有限公司（股票代码：600277，以下简称“亿利洁能”或“公司”）及其 2012 年 04 月 23 日发行的第一期公司债券“12 亿利 01”和 2012 年 07 月 19 日发行的第二期公司债券“12 亿利 02”的 2016 年度跟踪评级结果为：“12 亿利 01”债券信用等级维持为 AA+，“12 亿利 02”债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内公司营业收入及盈利能力均有所提高，利润水平大幅提升，清洁能源项目完工投运有望增厚公司业绩，股票成功发行提升了公司资本实力，亿利资源集团有限公司（以下简称“亿利资源”）提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为“12 亿利 01”和“12 亿利 02”的本息偿付提供进一步保障；同时也关注到，公司煤炭贸易业务受吨煤毛利下降影响盈利能力有所下降、医药生产业务出售，公司资产流动性一般、短期偿债压力加大以及存在一定或有负债等风险因素。

正面：

- 公司营业收入及盈利能力均有所提高，利润水平大幅提升。2016 年，得益于化工及煤炭生产与贸易、清洁能源收入增加，公司实现营业收入 1,104,717.29 万元，同比增长 37.13%；化工生产与贸易以及煤炭生产盈利能力提升推动公司综合毛利率同比提高 1.61 个百分点至 11.18%；公司实现利润总额 51,302.15 万元，同比增长 112.07%。

- **公司清洁能源项目完工投运有望增厚公司业绩。**截至 2017 年 3 月末，公司已运行清洁能源项目 6 个，其中山东沂水项目于 2017 年 1 月投入运营，山东广饶项目、山东金乡项目、山东莱芜项目以及山东乐陵项目处于试运行阶段，该等项目产能合计 305T/H，加之已开工 6 个项目预计 2017 年 6 月左右完工，随着清洁能源项目陆续完工投运，有望增厚公司业绩。
- **股票成功发行提升了公司资本实力。**2017 年 1 月公司收到股票发行认缴款 444,150.00 万元，占公司 2016 年末净资产的比重为 42.41%，提高了公司资本实力。
- **亿利资源提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为“12 亿利 01”和“12 亿利 02”的本息偿付提供进一步保障。**2016 年亿利资源收入及盈利能力均有所提高，经营性现金流表现较好，煤炭资源储量丰富，生态环境治理经营业绩有望进一步提升，鹏元维持亿利资源主体长期信用等级为 AA，评级展望维持为稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为“12 亿利 01”和“12 亿利 02”的本息偿付提供进一步保障。

关注：

- **公司煤炭贸易业务受吨煤毛利下降影响盈利能力有所下降。**2016 年公司吨煤平均购销差价为 3.88 元/吨，较 2015 年下降 47.93%，吨煤毛利下降导致该业务毛利率下降 4.77 个百分点至 2.21%。
- **公司医药生产业务出售，2016 年该业务收入有所下降，后续无医药生产业务。**2016 年 6 月公司将医药业务出售给母公司亿利资源，当年医药业务收入同比下降 46.72% 至 11,063.78 万元，后续公司无医药生产业务。
- **公司资产流动性一般。**公司长期股权投资投资标的股权流动性相对较弱，固定资产及在建工程主要为生产用厂房及设备，2016 年末上述资产占总资产的比重为 44.27%，加之账面价值 57.24 亿元的资产使用受限，公司整体资产流动性一般。
- **公司短期偿债压力加大。**2017 年 3 月末公司短期有息债务 557,316.60 万元，较 2015 年末增长 26.96%，占有息债务的比重为 55.29%，考虑到公司流动资产中较大规模的货币资金来源非公开发行股票募集资金，主要用于清洁能源项目建设，公司短期偿债压力加大。
- **公司存在一定或有负债风险。**截至 2017 年 3 月末，公司对外担保金额 145,000 万元，占期末净资产的比重为 9.63%，均无反担保措施，且被担保对象盈利水平较低，公司面临一定或有负债风险。

主要财务指标:

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
总资产(万元)	2,812,998.15	2,329,518.19	2,072,511.90	2,016,163.60
归属于母公司所有者权益合计(万元)	1,386,002.32	956,605.97	921,310.96	903,239.24
有息债务(万元)	1,007,931.16	1,007,100.27	782,863.11	826,835.07
资产负债率	46.50%	55.04%	50.95%	50.85%
流动比率	1.64	1.10	0.86	0.87
速动比率	1.56	1.03	0.76	0.76
营业收入(万元)	274,418.91	1,104,717.29	805,609.44	1,201,001.65
营业利润(万元)	10,661.11	36,791.36	6,373.23	24,488.22
利润总额(万元)	14,815.37	51,302.15	24,191.20	30,354.51
综合毛利率	12.64%	11.18%	9.57%	9.21%
总资产回报率	-	4.15%	2.92%	3.59%
EBITDA(万元)	-	121,855.37	89,102.11	122,974.55
EBITDA 利息保障倍数	-	2.86	2.51	2.63
经营活动现金流净额(万元)	125,044.16	37,732.75	110,173.63	47,826.72

资料来源: 公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表, 鹏元整理

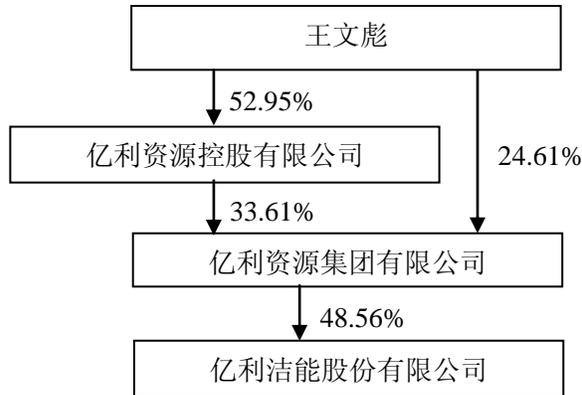
一、“12亿利01”和“12亿利02”募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可【2012】134号文件核准，公司分别于2012年04月23日和2012年07月19日发行总额为16亿元的公司债券，“12亿利01”发行额度为8亿元，票面利率为7.30%；“12亿利02”发行额度为8亿元，票面利率为6.42%。“12亿利01”和“12亿利02”募集资金全部用于偿还公司债务、优化公司债务结构，募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2016年12月5日，公司收到中国证券监督管理委员会出具的《关于核准亿利洁能股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可【2016】2957号），核准公司公开发行不超过65,000万股新股。公司向包括亿利资源集团有限公司在内的8名特定对象发行64,935.06万股新股，募集资金总额450,000.00亿元，扣除发行费用后募集资金净额444,150.00万元，瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）于2017年1月24日出具了《亿利洁能股份有限公司非公开发行股票认购资金总额验资报告》（瑞华验字【2017】48360001号），确认本次发行认购资金到位。2017年1月25日，致同会计师事务所（特殊普通合伙）出具了《验资报告》（致同验字【2017】110ZC0055号），截至2017年1月25日，公司已收到股东认缴股款444,150.00万元，其中股本64,935.06万元，资本公积379,214.93万元。本次发行新增股份已于2017年2月10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。本次发行后，亿利资源持有公司132,993.11万股，占公司总股本的48.56%，仍为公司控股股东，王文彪先生通过直接和间接方式持有亿利资源58.22%的股权，为公司实际控制人。此外，我们关注到2016年3月及2017年5月公司高级管理人员有所调整，但未影响公司正常经营管理。

图1 截至2017年3月31日公司股权关系



资料来源：公司提供

为进一步专注于清洁高效能源业务，推进公司战略转型，清理低效资产，加强集约化管理，2016年公司出售乌拉特前旗金威煤炭运销有限公司、亿利新材料有限责任公司、北京亿德盛源新材料有限公司、包头中药有限责任公司、内蒙古库伦蒙药有限公司、鄂尔多斯市亿利中药饮片有限责任公司以及通过鄂尔多斯市亿利煤炭有限责任公司（以下简称“亿利煤炭”）控制的子公司天津亿利国际贸易有限责任公司（以下简称“天津亿利”）全部股权，注销了杭锦旗亿盛源合成新材料有限责任公司、杭锦旗亿泽合成材料有限公司，整体转让了药业分公司、甘草分公司有关业务，该等公司、主体自丧失控制权或注销之日不再纳入合并范围；同时公司投资设立亿利智慧能源（泰国）有限公司、亿利洁能（浦江）有限公司、伊金霍洛旗安源西煤炭有限责任公司、张家口亿盛洁能热力有限公司、亿绿兰德（北京）技术有限公司纳入合并报表范围。截至2016年末公司纳入合并报表范围的子公司共15家（详见附录5）。

表1 2016年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
亿利智慧能源（泰国）有限公司	100%	400万泰铢	清洁能源	新设
亿利洁能（浦江）有限公司	62%	3,000.00	城市供热	新设
伊金霍洛旗安源西煤炭有限责任公司	100%	5,000.00	煤炭开采	新设
张家口亿盛洁能热力有限公司	100%	5,000.00	城市集中供热工程施工	新设
亿绿兰德（北京）技术有限公司	100%	500.00	工程项目管理	新设

2、跟踪期内不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表原因
乌拉特前旗金威煤炭运销有限公司	100%	1,000.00	煤炭运销	出售

亿利新材料有限责任公司	67.02%	57,000.00	PVC 深加工	出售
北京亿德盛源新材料有限公司	100%	10,000.00	化工产品经销	出售
包头中药有限责任公司	100%	4,000.00	中成药生产、销售	出售
内蒙古库伦蒙药有限公司	100%	1,314.00	蒙成药、中成药生产、销售	出售
鄂尔多斯市亿利中药饮片有限责任公司	100%	300.00	中成药生产、销售	出售
杭锦旗亿盛源合成新材料有限责任公司	100%	10.00	化工原料生产、销售	注销
杭锦旗亿泽合成材料有限公司	100%	10.00	其他合成材料销售	注销

资料来源：公司提供

截至2016年12月31日，公司资产总额232.95亿元，归属于母公司所有者权益为95.66亿元，资产负债率为55.04%；2016年度，公司实现营业收入110.47亿元，利润总额5.13亿元，经营活动现金净流入3.77亿元。

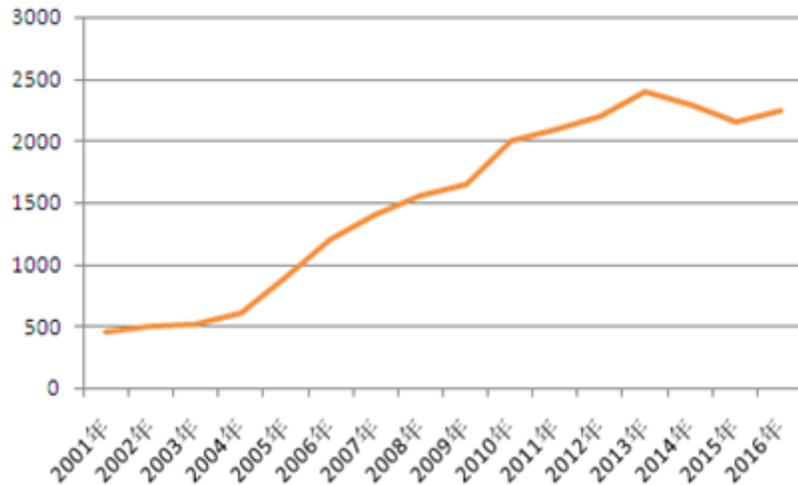
截至2017年3月31日，公司资产总额为281.30亿元，归属于母公司所有者权益为138.60亿元，资产负债率为46.50%；2017年1-3月，公司实现营业收入27.44亿元，利润总额1.48亿元，经营活动现金净流入12.50亿元。

三、运营环境

2016年下半年供需趋紧、环保督查、运输限载政策、期货投机等一系列因素支撑PVC价格大幅上扬，生产企业经营状况转好，但需求端复苏难以持续，PVC企业经营风险犹存，拥有循环产业优势的企业因成本低廉可获取较强竞争优势

近年来，我国PVC经历了淘汰落后产能、供给侧改革及行业自我的优胜劣汰调整与洗牌，产能增速放缓，盲目新增产能得到有效的遏制。据中塑在线数据统计，至2016年12月底，PVC在产产能共计2,253万吨，其中新增132万吨，退出97万吨，净增35万吨。PVC两大工艺中，电石法年产能1,770万吨，占78.6%；乙烯法年产能365万吨，占16.2%；糊树脂年产能118万吨，占5.2%。从地域分布上来看，西部地区煤炭资源丰富，其电石产能占全国总量的80%以上，因此，西北地区依靠资源优势，着力发展以电石法PVC为核心的“煤—电—PVC”一体化循环经济项目，2016年西北地区的PVC产能占到了全国总产能的44%左右，且产能前十企业多居于西北地区。同时，华东、华北等传统的氯碱强省则根据自身情况，清退闲置落后产能，产能占比略有降低。

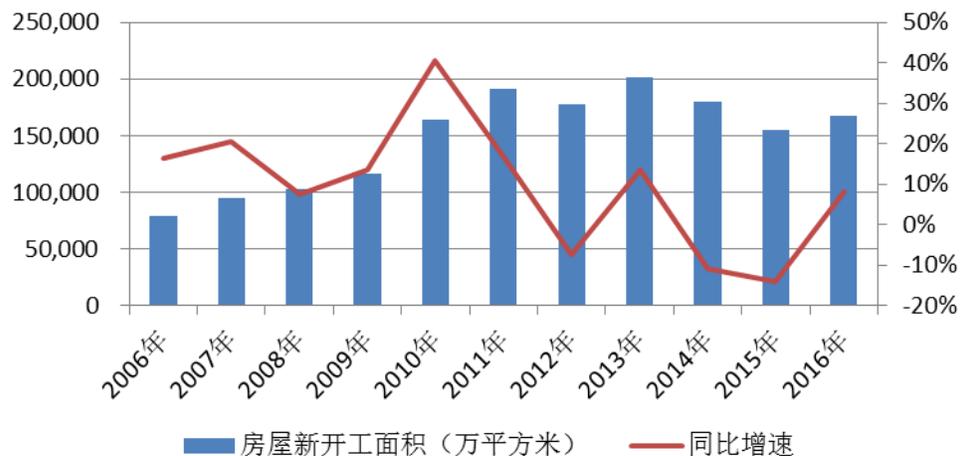
图2 2001-2016年国内PVC年产能情况（单位：万吨）



资料来源：中塑在线

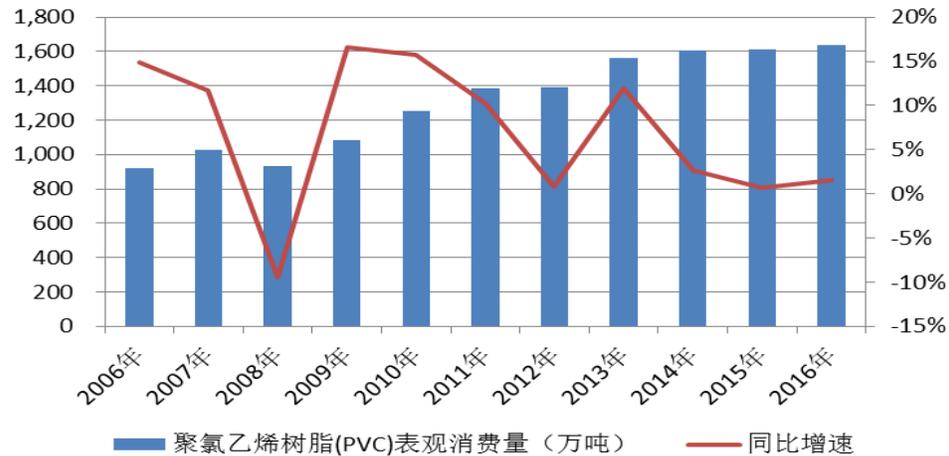
在我国PVC消费格局中，PVC主要用于建筑领域，约占总消费量的60%。PVC管材和型材都要在房子建成后使用，属于房地产行业的后周期，其需求滞后地产新开工6-12个月。2016年上半年，政府出台一系列房地产去库存政策，如央行降准、营业税及契税双降、二手房营改增等；而在下半年，为抑制楼市泡沫，各地密集出台楼市调控措施，自北京市“930”新政发布以来，全国共有22个城市先后出台楼市限购、限贷政策。2016年前6个月房屋新开工面积同比增长15%，2016年全年同比增速在8%，考虑到PVC对房地产周期的滞后性，2016年我国房地产市场的短期复苏有望阶段性拉动2017年PVC市场需求。

图3 2006年至2016年房屋新开工面积情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

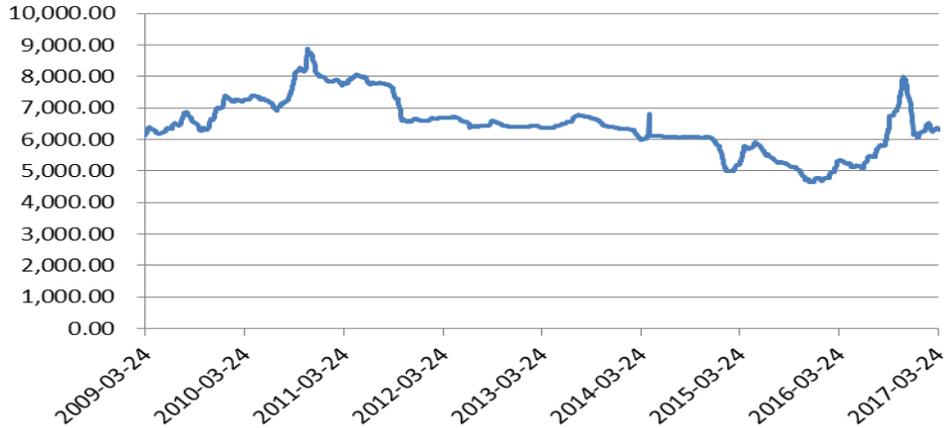
图4 2006-2016年我国PVC表观消费量增长情况



资料来源：Wind资讯，鹏元整理

2016年国家环保检查力度空前加大，国土部将严控氯碱等过剩行业新增产能用地预审，电石和氯碱将成稀缺资源，中央环保督查组分别于2016年7月底进驻河南、江苏、内蒙等7个省份，11月底进驻北京、上海、湖北等7个省份，环保督查的严查严打将一批高耗能、环保落后的企业淘汰出市场，受此影响PVC上游电石产量明显减少，且随着煤炭等产业的改革，电石成本快速上涨，支撑PVC价格反弹。2016年9月21日起，《超限运输车辆行驶公路管理规定》开始实施，超限超载标准吨位全线降低，对超载货车司机除经济处罚外还要扣分；运输新政的出台，使得电石运输不畅、PVC物流费用大涨。另外，2016年10月下旬至11月大量资金涌入期货市场，期货大盘整体大幅上扬，进一步刺激了淡季供货紧张的PVC现货市场。因此，2016年上半年PVC市场价格整体波动有限，主流成交价格维持在4800-5600元/吨震荡，而下半年在供需趋紧、环保督查、运输限载政策、期货投机等一系列因素的支撑下，价格出现了大幅上扬，2016年11月中旬电石法PVC一度冲高至7,994元/吨。其后监管层开始监察过热的大宗商品期货市场，市场出现剧烈震荡，PVC期货进入下行通道，现货PVC价格同样快速回落至6,000元/吨附近。

图5 近年我国PVC（电石法）市场中间价变动情况（单位：元/吨）



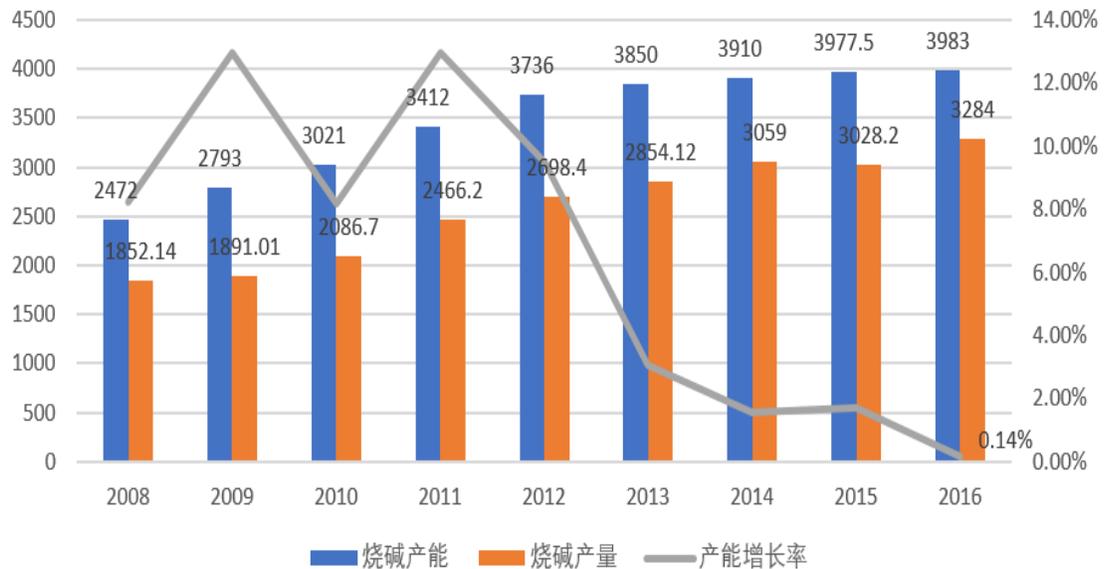
资料来源：Wind资讯，鹏元整理

由于2016年PVC行业整体利润大幅提升，部分前期停产企业于三、四季度陆续重启生产，新增产能预计将在2017年得到释放。而楼市调控政策密集出台后，房地产投资增速显著下滑，建材市场疲软难以释放PVC需求，市场上行空间有限，供需趋紧局面将有所缓解。整体而言，产业环保政策仍将有效提高行业准入门槛，而原材料、运输成本的转嫁，预计短期内会使PVC价格高于2016年均价，但高额的转嫁成本也将使终端制品企业发生较大调整，预计未来PVC行业仍有一定经营风险，而拥有一体循环产业优势的氯碱企业，因拥有成本优势，将具备更强的竞争优势。

2016年我国烧碱行业产能增长率继续放缓，产能依然过剩；但由于下游需求好转，烧碱价格大幅上涨

随着中国经济进入“L”型发展新常态，氯碱作为重要的基础化工原材料行业，其面临去产能、去库存的压力不减。而烧碱行业的发展更是面临来自环保、危化品整治等政策层面的施压，以及新增产能释放带来的供应压力。2016年隔膜法产能淘汰基本完成，离子膜法成为新扩产的烧碱项目的首选工艺方法，加上因资金等问题长期停产的装置逐步退出，烧碱产能增长率继续放缓。据广东塑料交易所统计，2016年国内烧碱总产能达3,983万吨，产能增速为0.14%。

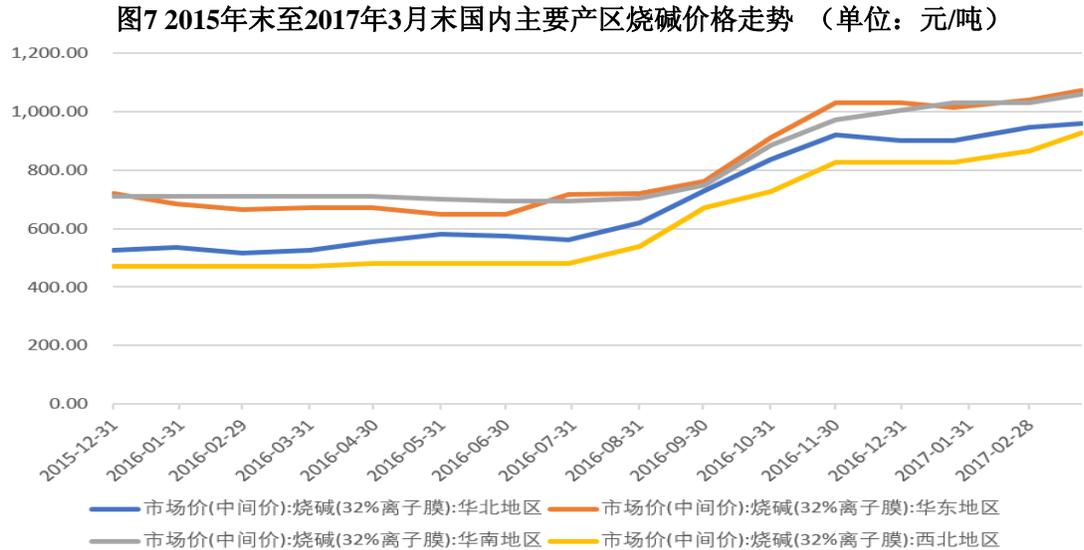
图6 2008-2016年国内烧碱年产能、产量及同比增速对比（单位：万吨）



资料来源：广东塑料交易所，鹏元整理

在国家淘汰落后产能及节能环保政策重压下，据国家统计局数据显示，2016年国内烧碱年产量为3,283.9万吨，同比增长8.8%，产能利用率为82.45%，行业产能依然过剩。2016年1-11月，我国烧碱累计产量排名前四的省份分别是山东、江苏、新疆、内蒙古，占全国烧碱总产量的54.37%；其中山东省烧碱产量600.71万吨，位居全国各省市烧碱总产量之首。2016年液碱和固碱的出口量分别为119.69万吨和67.65万吨，较上年相比分别增长6.14%和11.30%，烧碱出口量整体增长较快。

2016年，作为烧碱重要下游需求方的氧化铝和造纸价格大幅上涨，加之受到环保巡视和G20的影响，烧碱价格不断攀升。2016年8月起，烧碱价格大涨，其中华东地区市场32%离子膜烧碱中间价从7月底的每吨715元大幅涨至2017年3月底的每吨1,070元，创5年来的新高；且同期99%片碱价格出现一并上行态势。2016年烧碱整体消费量较上年同期有所改观，2016年1-12月国内烧碱表观消费量为3,097.67万吨，同比增长19.59%。

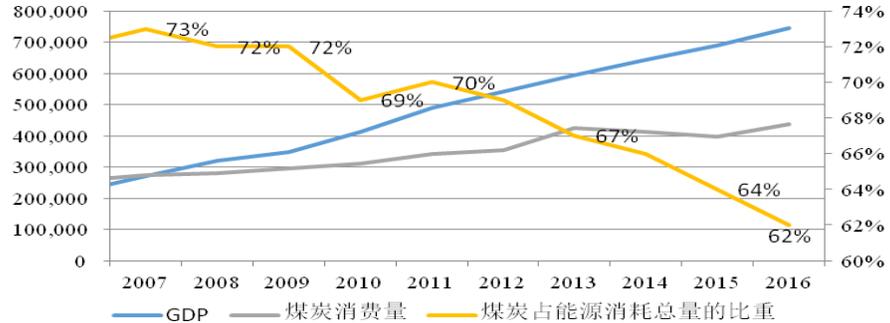


作为烧碱最大的下游需求方，自2016年初开始，国内氧化铝市场进入深度调整期，氧化铝价格不断攀升，以氧化铝主要现货市场山西为例，2016年以来成交价从1,680元/吨上涨到2,950元/吨，涨幅达76%。受氧化铝和化纤等需求好转影响，烧碱产品价格不断上涨，2016年烧碱开工率也不断提升，下半年开工率一度提升至85%左右。但2017年3月初，《京津冀及周边地区2017年大气污染防治工作方案》（以下简称“《工作方案》”）正式落地，其中针对铝行业的要求为在采暖季华北部分地区电解铝和氧化铝各限产30%、阳极企业排放不达标就限产，而2016年山东、山西、河南的氧化铝产量分别为736万吨、710万吨和325万吨，合计占全国全年产量的29%。《工作方案》中要求的氧化铝减产量较大，将导致烧碱产品的需求量下降，可能使得未来烧碱产品的价格及开工率有所回落。

煤炭在中国一次能源消费结构中仍位于主导地位，但近年来占比不断下降；随着供给侧改革政策的推进，2016年煤炭过剩产能有所化解，煤炭产量及库存均有下降

煤炭是我国最大的基础性能源，占我国化石能源资源的90%以上，近年原煤占我国能源消费总量的比重均在60%以上，远高于30%的世界煤炭平均水平。随着我国能源结构进入战略调整期，能源革命加速推进，天然气、核能和可再生能源开发利用程度不断加强，对煤炭等传统能源的替代性增强，煤炭消费占比逐年降低。国家统计局数据显示，2016年我国能源消费总量为43.6亿吨标准煤，较2015年增长1.4%，其中煤炭消费量下降4.7%，占能源消费总量的62%，较2015年下降2个百分点。根据2016年12月国家发展改革委、国家能源局发布的《煤炭工业发展“十三五”规划》，预计到2020年，煤炭消费比重下降到58%左右。

图8 近年我国GDP、煤炭消费量及原煤占能源消费总量比重情况（单位：亿元、万吨）

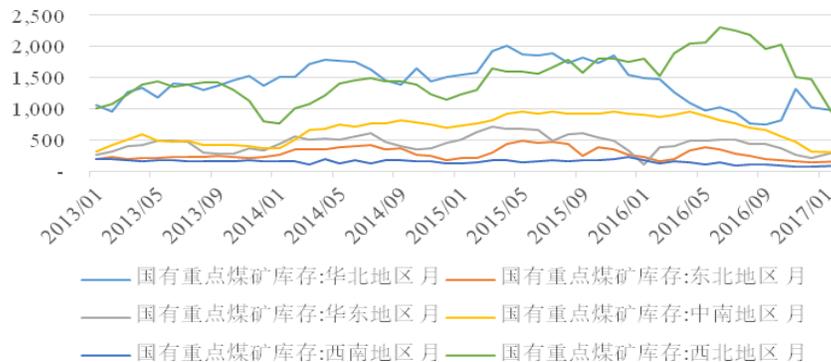


资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

2016年煤炭行业固定资产投资增速继续下滑，全国煤炭开采和洗选业固定资产投资3,038亿元，同比下降24.2%。但由于前期建设产能正集中释放，且尚有一定产能在建，煤炭行业仍处于产能过剩状态。2016年国家规划煤炭产能退出2.5亿吨，实际执行退出2.9亿吨，化解煤炭过剩产能工作初见成效。2017年3月5日，李克强政府工作报告中指出，2017年国内煤炭产能要退出1.5亿吨以上，煤炭过剩产能化解形势仍较严峻。考虑到2016年退出的2.9亿吨产能中大部分为已经停产的矿井，预计未来化解过剩产能难度将增加。

2016年3月，国家发改委、人社部、国家能源局、国家煤矿安监局联合发布《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》，通知规定从2016年开始，全国所有煤矿按照276个工作日重新确定生产能力，即直接将现有合规产能乘以0.84（276除以330）的系数后取整，作为新的合规生产能力。受此政策影响，全国煤炭产量大幅下降，2016年全年原煤产量34.1亿吨，同比下降9.0%，这是自2013年原煤产量达到39.7亿吨后，连续第三年下降。同时2016年社会存煤在连续四年增加后出现下降，2016年末重点煤炭企业存煤9,300万吨，同比下降27.3%；重点发电企业存煤6,546万吨，同比下降11%；六大重点煤矿库存合计为3,238万吨，同比下降35.8%，煤炭库存情况得到明显改善。

图9 近年我国部分地区煤矿库存情况（单位：万吨）

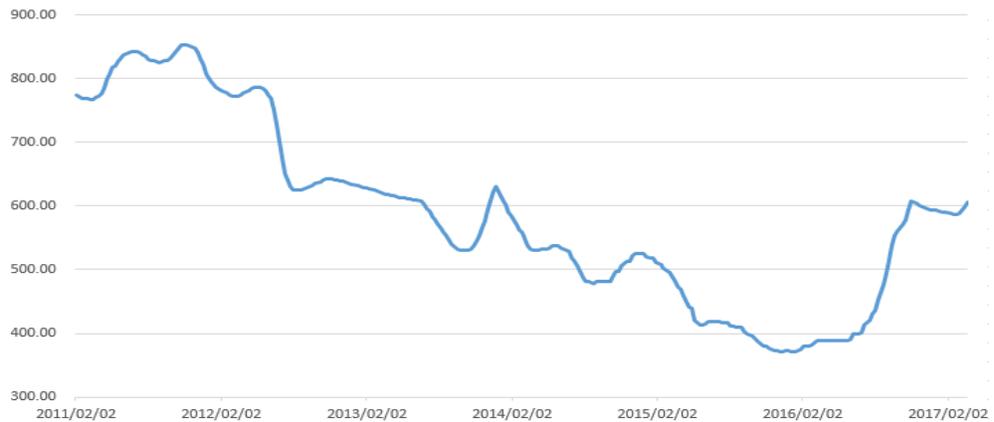


资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

煤炭价格经历长时间的低迷重回高位，2016年行业景气度有所复苏，行业盈利情况明显好转

受益于去产能政策的不断推进，2016年以来煤炭价格大幅回升，其中环渤海动力煤价格已由年初的371元/吨最高涨至11月的607元/吨，涨幅高达63.61%，2016年末价格为593元/吨。

图10 近年环渤海动力煤价格指数变动情况



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

2016年9月8日，国家发展改革委、能源局、煤矿安监局及煤炭工业协会召开稳定煤炭供应、抑制煤价过快上涨预案启动会议，预案参照环渤海动力煤价格指数，按照500元、480元、460元三个价格划分三个等级启动预案的条件。同时，国家发改委明确部分先进煤矿产能可以按照330个工作日进行生产，但应保证煤矿年度产量不突破276个工作日核定的产能。

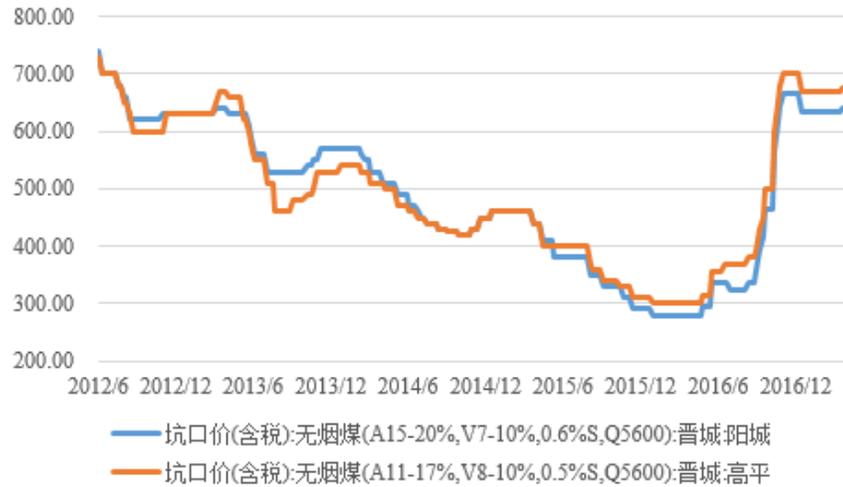
表 2 稳定煤价预案

项目	环渤海动力煤指数	响应动作	响应范围	响应停滞条件
一级响应	上涨到 500 元/吨	日均增产 50 万吨	全国 74 个煤矿	下跌至 490 元/吨
二级响应	上涨到 480 元/吨	日均增产 30 万吨	晋、陕、蒙、鲁、豫、皖、苏的 66 个煤矿	下跌至 470 元/吨
三级响应	上涨到 460 元/吨	日均增产 20 万吨	晋、陕、蒙的 53 个煤矿	下跌至 460 元/吨

资料来源：公开资料，鹏元整理

上述政策实施后，煤炭价格仍然没有停止上涨势头。2016年11月16日，国家发改委宣布：所有具备安全生产条件的合法合规煤矿，在2017年采暖季结束前都可按330个工作日组织生产，2016年11月份以后煤炭价格才整体维持平稳。

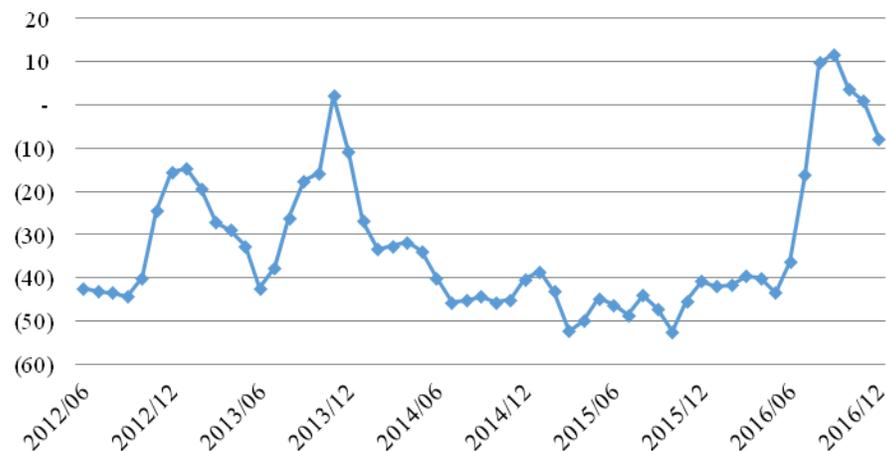
图11 近年来晋城市无烟煤价格情况



资料来源: Wind 资讯, 鹏元整理

晋城市无烟煤价格走势与环渤海动力煤价格变动趋势基本一致, 2016年下半年无烟煤价格迅速攀升, 2016年末阳城和高平无烟煤坑口价分别为635元/吨和670元/吨, 同比分别增长385元/吨和370元/吨。随着各地煤炭价格的攀升, 2016年6月以来煤炭市场景气指数出现大幅上扬。

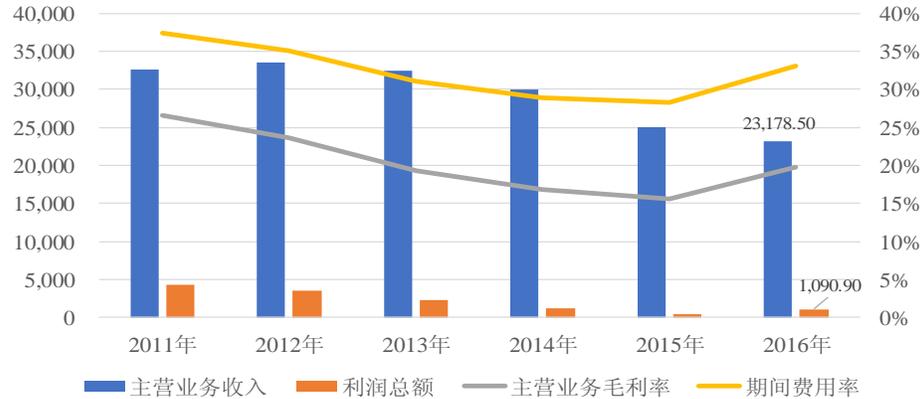
图12 近年来中国煤炭市场景气指数情况



资料来源: Wind 资讯, 鹏元整理

受益于煤炭价格的上涨, 煤炭企业盈利状况明显好转。2016年全国规模以上煤炭企业实现主营业务收入2.32万亿元, 同比下降1.60%, 实现利润总额1,090.90亿元, 同比增长223.60%; 主营业务毛利率为19.77%, 较2015年上升了4.12个百分点。

图13 煤炭行业主营业务收入、利润总额及毛利率水平（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

近期国家集中出台多项煤炭产业政策促进国内煤炭行业可持续发展，集中度提高将成为行业的主旋律

为促进煤炭采选行业的持续、健康、有序的发展，国务院和相关部委出台了多条煤炭采选行业政策，涉及行业整体规划、煤炭资源整合、安全生产、煤炭进出口等多个方面。总体看，诸多政策旨在鼓励行业内企业实施兼并重组，淘汰落后产能，遏制煤炭产量无序增长，保证煤炭安全生产，促进煤炭行业平稳运行和持续健康发展。

在产业结构调整，淘汰落后产能，供给侧改革等多项发展战略引导下，煤炭库存下降的同时，产业结构得到明显优化，2016年14个大型煤炭生产基地产量占全国的92.7%，大型煤炭基地成为煤炭供应主体。全国煤矿数量由2005年的2.48万处减少至目前的9,000处左右，平均单井规模由不足10万吨/年提高到50万吨/年以上，产业集中度进一步提高。未来国有背景下的大型煤炭企业在资金、技术、管理、资源获取等方面具有较为明显的优势，在地方政府资源整合过程中能够获得较大的支持，成为地方煤炭资源主要的整合主体，其规模优势也将进一步凸显。

表 3 2016 年以来我国主要煤炭产业政策

时间	主要内容	影响
2016年2月1日	国务院《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	1、从2016年起，3年内原则上停止审批新建煤矿项目、新增产能的技术改造项目和产能核增项目；2、产能小于30万吨/年且发生重大及以上安全生产责任事故的煤矿，产能15万吨/年及以下且发生较大及以上安全生产责任事故的煤矿，以及采用国家明令禁止使用的采煤方法、工艺且无法实施技术改造的煤矿，要在1至3年内淘汰。从2016年开始，用3至5年的时间，再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右

2016年3月18日	中国铁路总公司《中国铁路总公司关于推进铁路供给侧改革深化现代物流建设若干措施的通知》	煤炭运价下浮 20%
2016年3月21日	国家发改委、人社部、国家能源局、国家煤矿安监局联合发布《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》	从 2016 年开始，全国所有煤矿按照 276 个工作日重新确定生产能力。
2016年9月	国家发改委、能源局、煤矿安监局及煤炭工业协会召集数十家大型煤炭企业，召开稳定煤炭供应、抑制煤价过快上涨预案启动工作会议	参照环渤海动力煤价格指数，按照 500 元、480 元、460 元三个价格划分三个等级启动预案的条件
2016年10月10日	国务院发布了《关于市场化银行债权转股权的指导意见》	主基调是市场化，主要内容有：1、禁止将“僵尸企业”列为债转股对象；2、银行不得直接将债权转为股权，银行将债权转为股权，应通过向实施机构转让债权、由实施机构将债权转为对象企业股权的方式实现；3、银行、企业和实施机构自主协商确定债权转让、转股价格和条件；4、鼓励社会资本参与、政府不兜底；5、多元化股权转让方式。债转股的实施机构主要由金融资产管理公司、保险资产管理机构、国有资本投资运营公司组成
2016年12月22日	国家发改委、国家能源局《煤炭工业发展“十三五规划”》	指出到 2020 年，煤炭生产开发进一步向大型煤炭基地集中，大型煤炭基地产量占 95% 以上，化解淘汰过剩落后产能 8 亿吨/年左右，煤炭消费比重下降到 58% 左右
2017年2月	国家能源局发布《2017 年能源工作指导意见》	指出 2017 全国能源消费总量控制在 44 亿吨标准煤左右，煤炭消费比重下降到 60% 左右，全年力争关闭落后煤矿 500 处以上，退出产能 5,000 万吨左右
2017年3月7日	十六部门联合发布《关于利用综合标准依法依规推动落后产能退出的指导意见》	通过完善综合标准体系，严格常态化执法和强制性标准实施，促使一批能耗、环保、安全、技术达不到标准和生产不合格产品或淘汰类产能，依法依规关停退出

资料来源：公开资料，鹏元整理

四、经营与竞争

2015年公司出售鄂尔多斯市亿洲化工设备制造有限公司，2016年无装备制造业务收入。2016年公司出售包头中药有限责任公司、内蒙古库伦蒙药有限公司、鄂尔多斯市亿利中药饮片有限责任公司以及药业分公司、甘草分公司有关业务，当年医药及生态生物业务收入下降，2017年1季度无医药及生态生物业务收入。随着化工生产与贸易及清洁能源等业务收入提高，2016年公司实现营业收入1,104,717.29万元，同比增长37.13%；2017年1季度公司实现营业收入274,418.91万元，同比增长39.65%。盈利能力方面，得益于公司化工产品 & 煤炭销售价格的提高，2016年公司综合毛利率提高1.61个百分点至11.18%，2017年1季度公司综合毛利率同比提高1.60个百分点。公司各营业收入构成及毛利率情况如表4所

示。

表 4 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年 1 季度		2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
化工	216,830.43	10.88%	850,571.66	10.16%	619,527.80	7.17%
其中：化工生产	87,179.10	19.16%	330,703.36	16.62%	311,513.29	13.56%
化工贸易	129,651.33	5.31%	519,868.30	6.06%	308,014.51	0.72%
煤炭	24,412.96	25.61%	129,063.87	8.59%	116,162.94	7.22%
其中：煤炭生产	8,117.94	64.40%	21,720.94	40.10%	13,359.92	9.09%
煤炭贸易	16,295.02	6.29%	107,342.93	2.21%	102,803.02	6.98%
清洁能源	31,717.55	10.84%	106,098.22	16.60%	20,963.40	24.41%
医药	-	-	11,063.78	37.76%	20,764.06	34.51%
生态生物	-	-	2,612.09	4.88%	5,466.40	5.28%
装备制造	-	-	-	-	16,536.42	35.30%
其他	1,457.97	97.35%	5,307.67	76.55%	6,188.42	94.70%
合计	274,418.91	12.64%	1,104,717.29	11.18%	805,609.44	9.57%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司化工生产相对稳定，化工产品价格上涨及贸易量增加推动化工业务收入及盈利能力均有所提高，但未来需关注公司产品及原材料价格波动对化工业务经营业绩产生的影响

公司化工生产业务仍由子公司内蒙古亿利化学工业有限公司（以下简称“亿利化学”）运营，2016年以来亿利化学主要产品PVC及烧碱产能均未发生变化。2016年亿利化学在资源和能源约束不断强化、安全环保能效要求不断提高的情形下，持续推进技术改造、降本增效，全年完成技术改造17项、国家863科技攻关项目1项，提升了技术水平。

2016年公司生产PVC50.07万吨，烧碱37.5万吨，较2015年相对稳定，产能利用率分别为100.14%和93.75%，维持在较高水平。销售方面，随着2016年下半年以来供需趋紧、PVC价格上涨，公司加速推进PVC销售，2016年公司销售PVC50.79万吨，同比增长4.14%，但受部分生产自用影响，公司烧碱销售35.43万吨，同比下降2.85%。得益于2016年下半年以来PVC及烧碱价格上涨，2016年公司PVC及烧碱平均含税售价分别为5,230.66元/吨和2,000.78元/吨，同比分别增长2.51%和32.38%。2017年1季度公司PVC及烧碱分别生产12.27万吨和8.89万吨，分别销售12.44万吨和9.01万吨，产销率均高于100%，产销情况良好；同时公司PVC及烧碱平均含税售价分别为5,904.63万元和2,817.93万元，较2016年分别提高12.88%和40.84%。

表 5 公司主要化工产品生产经营情况

时间	项目	PVC	烧碱
2017年1-3月	产能(万吨)	50	40
	产量(万吨)	12.27	8.89
	销量(万吨)	12.44	9.01
	产能利用率	98.16%	88.90%
	产销率	101.39%	101.35%
	平均含税售价(元/吨)	5,904.63	2,817.93
2016年	产能(万吨)	50	40
	产量(万吨)	50.07	37.50
	销量(万吨)	50.79	35.43
	产能利用率	100.14%	93.75%
	产销率	101.44%	94.48%
	平均含税售价(元/吨)	5,230.66	2,000.78
2015年	产能(万吨)	50	40
	产量(万吨)	50.63	36.58
	销量(万吨)	48.77	36.47
	产能利用率	101.26%	91.45%
	产销率	96.33%	99.70%
	平均含税售价(元/吨)	5,102.64	1,511.42

注 2017 年 1 季度公司 PVC 及烧碱产能利用率经过年化处理
 资料来源：公司提供

公司化工生产所需主要原材料包括电石、工业盐和煤，其中电石全部由下属达拉特电石分公司提供。达拉特电石分公司核定电石产能64万吨/年，2016年达拉特电石分公司生产电石79.99万吨，除供应自身PVC生产外，2016年公司外销电石11.77万吨，获得含税收入28,042.61万元。2016年公司工业盐含税采购单价260.14元/吨，同比下降11.49%，但煤炭价格同比提高31.16%至178.91元/吨。2017年1季度公司原材料工业盐及煤炭含税单价分别为325.05元/吨和249.61元/吨，较2016年分别提高24.95%和39.52%，原材料价格上升一定程度上增加了公司成本压力。

表 6 公司化工生产业务主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

原材料	2017年1-3月		2016年		2015年	
	数量	含税单价	数量	含税单价	数量	含税单价
电石	16.94	2,802.07	68.22	2,408.02	69.39	2,373.07
工业盐	12.84	325.05	55.94	260.14	55.01	293.91
煤炭	12.67	249.61	64.28	178.91	60.98	136.41

资料来源：公司提供

公司化工贸易产品主要包括PVC、钢材及铁矿石等，随着北京亿德盛源新材料有限公司股权转让，公司化工贸易主要由子公司北京亿兆华盛有限公司（以下简称“亿兆华盛”）负责。公司化工贸易业务在华北、华南、华东等地区拥有完善的营销网络，取得了国内多家企业PVC等产品的区域销售代理权，化工贸易以销定采，由相关业务部门依据公司年度经营计划、销售计划、发运计划、采购预算并结合市场供求信息等，制定年度及月度采购计划。

随着PVC及钢材量价齐升以及甲醇贸易量增加，2016年公司化工贸易业务实现营业收入519,868.30万元，同比增长68.78%；考虑到铁矿石价格波动性较强，获取毛利较小甚至亏损，2016年公司减少了铁矿石贸易量，2017年1季度未进行铁矿石贸易。PVC及钢材等产品价格上涨以及减少铁矿石贸易提高了化工贸易业务盈利能力，2016年该业务毛利率同比提高5.34个百分点至6.06%。2017年1季度主要贸易产品PVC及钢材价格继续上涨，甲醇价格出现大幅上涨。

表 7 公司主要化工贸易产品贸易情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2017年1-3月		2016年		2015年	
	数量	含税售价	数量	含税售价	数量	含税售价
PVC	10.35	6,309.11	29.40	5,448.75	24.97	5,130.46
钢材	1.08	3,701.64	106.81	3,101.16	14.25	2,210.00
铁矿石	-	-	103.09	409.10	113.05	1,028.67
甲醇	0.40	3,136.88	13.01	1,916.88	4.44	1,978.44

资料来源：公司提供

整体来看，2016年公司化工生产业务相对稳定，得益于化工产品价格上涨以及贸易量增加，当年公司化工板块实现收入850,571.66万元，同比增长37.29%，毛利率提高2.99个百分点；但同时我们关注到PVC需求端复苏受房地产政策调控影响难以持续，烧碱行业产能依然过剩，加之煤炭价格大幅上涨，未来需关注公司产品及原材料价格波动对该业务经营业绩产生的影响。

量价齐升推动公司煤炭生产业务收入及盈利能力均有所提高，但煤炭贸易业务受吨煤毛利下降影响盈利能力有所下降

2016年公司获政府配置安源西煤矿，该煤矿目前处于探矿阶段。公司拥有的已取得采矿权证的煤矿包括东博煤矿、黄玉川煤矿及宏斌煤矿。黄玉川煤矿由公司参股公司神华亿利能源有限责任公司（以下简称“神华亿利能源”）经营，公司持有其49%股权，随着煤炭价格上涨，2016年公司从神华亿利能源确认投资收益409.71万元；宏斌煤矿尚未投产，但目前已处于分布验收阶段，未来随其投产将有利于提高公司煤炭产销量及业绩；目前公

司煤炭生产仅来自东博煤矿。

表 8 截至 2017 年 3 月末公司拥有采矿权的煤矿资源情况（万吨、万吨/年）

煤矿名称	持有权益	主要煤种	可采储量	设计产能
东博煤矿	100%	无烟煤	3,848.05	101.00
宏斌煤矿	100%	1/3焦煤	850.00	75.60
黄玉川煤矿	49%	无烟煤	91,085.88	840.00

注：依据《发改委等部门发布煤炭去产能征求意见稿》按照 276 天工作日对煤炭设计产能进行重新核定；东博煤矿 2015 年可采储量提供有误，予以修正。

资料来源：公司提供

东博煤矿实行“以销定产”和“以销定洗”的生产模式，自产煤炭销售主要以外部客户为主，销售时一般要求客户自提。随着2016年下半年以来煤炭市场好转，公司加大原煤开采力度，2016年原煤产量112.45万吨，同比增长21.71%，原煤销量112.03万吨，同比增长21.65%；同样得益于2016年下半年以来煤炭市场好转，公司当年原煤含税销售均价同比提高33.65%至226.85元/吨。得益于煤炭量价齐升，2016年公司煤炭生产业务实现收入21,720.94万元，同比增长62.58%；受煤价上涨及产量增加摊薄生产成本影响，2016年公司煤炭生产业务毛利率提高31.01个百分点。2017年1季度公司煤炭含税销售均价进一步提高至352.93元/吨，当期公司煤炭生产业务毛利率高达64.40%。

表 9 公司煤炭产销情况

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年
煤矿数量（座）	2	2	2
原煤设计产能（万吨/年）	176.60	176.60	176.60
原煤产量（万吨）	26.91	112.45	92.39
原煤销量（万吨）	26.91	112.03	92.09
含税销售均价（元/吨）	352.93	226.85	169.73

注：依据《发改委等部门发布煤炭去产能征求意见稿》按照 276 天工作日对煤炭设计产能进行重新核定。

资料来源：公司提供

随着天津亿利股权转让，公司煤炭贸易业务由下属子公司亿利煤炭负责运营。公司采取地销、外销相结合的经营模式，形成了以发运站点为集散中心，以铁路为运输主干线，以天津港、秦皇岛港、曹妃甸港、京唐港为销售平台，集物流园区、铁路、公路、港口、客户网络为一体的煤炭运销产业链。外销方面，目前公司铁路运力计划仍为180万吨/年，一定程度上缓解了公司煤炭外运压力¹，较好地保障了公司煤炭贸易业务的开展；地销煤炭一般通过汽车运输至客户指定地点。

受煤炭市场好转影响，2016年公司煤炭贸易量有所增长，当年销售煤炭593.17万吨，

¹公司煤炭外运至南方的电厂主要通过铁路运至曹妃甸港口，再通过水路运输至目的地。

同比增长17.27%，得益于此，当年公司煤炭销售收入略有提高。由于2016年上半年煤炭价格较为低迷，全年来看，公司煤炭不含税销售均价为180.96元/吨，同比下降11.11%，从2015年及2016年公司煤炭购销差价来看，2016年公司吨煤炭平均购销差价为3.88元/吨，较2015年下降47.93%，吨煤毛利下降导致该业务毛利率下降4.77个百分点至2.21%。

表 10 公司煤炭贸易情况

项目	2016年	2015年
采购量（万吨）	593.17	472.90
不含税采购均价（元/吨）	177.08	202.22
销售量（万吨）	593.17	490.74
不含税销售均价（元/吨）	180.96	209.48

资料来源：公司提供

公司租赁热电资产组提升了清洁能源业务收入，且随着清洁能源及智慧能源项目完工投运，未来有望增厚公司业绩，但公司清洁能源业务盈利能力有所下降

公司清洁能源业务收入主要来自租赁热电资产组的经营、清洁能源项目运营以及智慧能源业务，其收入构成及毛利率构成如表11所示。

表 11 公司清洁能源业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年1-3月		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
租赁热电资产组	27,296.08	10.15%	81,262.28	8.96%	0.00	-
清洁能源项目	3,976.66	16.80%	16,895.23	37.41%	10,696.29	36.50%
智慧能源	0.00	-	4,510.08	85.20%	36.53	100.00%
光伏电池组件	0.00	-	0.00	-	6,871.79	12.44%
其他	444.81	0.00%	3,430.63	4.93%	3,358.79	9.58%
合计	31,717.55	10.84%	106,098.22	16.60%	20,963.40	24.41%

资料来源：公司提供

公司自转型发展以来，持续推进“冷、热、电、气”多能互补清洁能源项目建设。2016年10月公司分公司亿利洁能股份有限公司热电分公司（以下简称“热电分公司”）与关联方鄂尔多斯市亿鼎生态农业开发有限公司（以下简称“亿鼎生态”）签署了《热电资产组经营租赁合同》，租赁其热电资产组用于生产经营，租赁期为2016年4月26日至2017年4月26日，租赁金额为25,878万元（不含税）。热电分公司租赁的热电资产组为独贵塔拉工业园区内所有企业提供热蒸汽、电等产品服务，于2015年10月投产，主要包括燃煤燃油设备及系统、燃煤锅炉及其附属设备及系统、汽轮机及其附属设备及系统、发电机及其附属设备及系统、脱盐水处理装置、采暖换热站、220KV 变电站、空压站和烟气脱硫脱硝设备及附属系统及其他附属设施。具体来看，公司租赁热电资产组收入主要来自蒸汽、氧气、

氮气以及电力生产，2016年该等产品分别实现含税收入53,004.75万元、13,457.65万元、5,974.25万元和13,614.26万元。同时我们关注到部分产品价格存在一定变化，一方面系氮气、氧气、工厂气体等在收取一定固定费用的基础上，再根据市场价格按量收费，因此一般情况下销量越高则价格越低；另一方面系蒸汽价格变化主要系产品规格变动所致，即高压蒸汽价格高而低压蒸汽价格低，不同规格产品产销量的变化会影响其均价。此外，热电分公司租赁热电资产组租赁已于2017年4月26日到期，目前公司仍在执行该合同业务，续租合同尚在审批过程中。

表 12 热电分公司租赁热电资产组经营情况

产品名称	项目	2017年1季度	2016年
蒸汽	产量(万吨)	159.65	456.78
	销量(万吨)	159.65	456.78
	含税均价(元/吨)	110.75	116.04
	含税收入(万元)	17,681.24	53,004.75
氧气	产量(KN ³)	123,484.98	330,630.35
	销量(KN ³)	123,484.98	330,630.35
	含税均价(元/KN ³)	415.98	407.03
	含税收入(万元)	5,136.73	13,457.65
氮气	产量(KN ³)	179,421.87	458,253.66
	销量(KN ³)	179,421.87	458,253.66
	含税均价(元/KN ³)	136.38	130.37
	含税收入(万元)	2,446.96	5,974.25
液氮	产量(KN ³)	51.07	253.13
	销量(KN ³)	51.07	253.13
	含税均价(元/KN ³)	1,556.25	1,287.96
	含税收入(万元)	7.95	32.60
工厂空气	产量(KN ³)	5,054.16	27,819.48
	销量(KN ³)	5,054.16	27,819.48
	含税均价(元/KN ³)	103.69	97.93
	含税收入(万元)	52.41	272.44
仪表空气	产量(KN ³)	8,000.69	8,922.53
	销量(KN ³)	8,000.69	8,922.53
	含税均价(元/KN ³)	90.13	97.91
	含税收入(万元)	72.11	87.36
电	产量(kWh)	94,189,066.00	316,610,777.30
	销量(kWh)	94,189,066.00	316,610,777.30
	含税均价(元/KWh)	0.44	0.43

	含税收入（万元）	4,144.32	13,614.26
工业水	产量(万吨)	1,004,316.00	3,049,242.00
	销量(万吨)	1,004,316.00	3,049,242.00
	含税均价（元/吨）	5.03	4.99
	含税收入（万元）	505.17	1,521.57
污水处理	产量(万吨)	181,513.00	582,280.00
	销量(万吨)	181,513.00	582,280.00
	含税均价（元/吨）	23.36	23.36
	含税收入（万元）	424.01	1,360.21
回用水	产量(万吨)	277,228.00	2,538,359.00
	销量(万吨)	277,228.00	2,538,359.00
	含税均价（元/吨）	13.13	8.57
	含税收入（万元）	364.00	2,175.37
脱盐水	产量(万吨)	493,425.00	1,260,919.61
	销量(万吨)	493,425.00	1,260,919.61
	含税均价（元/吨）	10.00	10.00
	含税收入（万元）	493.43	1,260.92
含税收入合计		31,328.33	92,761.38

注：租赁期自 2016 年 5 月开始，上表中租赁的热电资产组经营数据为 2016 年 5-12 月。
 资料来源：公司提供

高效清洁能源项目方面，公司已成立了遍布全国的12个区域市场开发部，截至2017年3月底，项目已落地山东、江苏、江西、安徽、河北等多个省区，已运营项目6个，产能规划425 T/H（计量单位“蒸吨”，下同），开工在建项目6个，605T/H，待开工项目6个，580T/H。公司已完成山东、江苏、江西、河北、湖南、蒙甘宁、东北、浙江、安徽、河南、湖北、四川、贵州、陕西等10多个省区的市场布局，各市场开发小组市场调研及储备项目数量共计273个，28,890 T/H。目前该业务收入主要来自项目运营收益及煤粉销售。

项目运营方面，目前运行的6个项目主要包括宿迁项目一期2×60T/H、山东沂水项目2×30 T/H、山东广饶项目2×35T/H、山东金乡项目2×35T/H、山东莱芜项目1×35T/H、山东乐陵项目2×35T/H，其中宿迁项目一期于2015年3月投入运营，山东沂水项目于2017年1月投入运营，山东广饶项目、山东金乡项目、山东莱芜项目以及山东乐陵项目处于试运营阶段。2016年公司清洁能源项目运营实现收入13,494.09万元，同比增长9.28%，均来自宿迁项目一期。

表 13 公司清洁能源项目运营情况（单位：万吨、元/吨、万元）

项目名称	2017年 1-3月			2016年			2015年		
	产量	价格	收入	产量	价格	收入	产量	价格	收入

宿迁项目一期	16.47	191.90	3,160.87	70.68	190.91	13,494.09	63.56	194.27	12,348.13
山东沂水项目	1.93	191.12	368.07	-	-	-	-	-	-

注：表中价格为含税价。

资料来源：公司提供

开工及待开工项目方面，目前公司开工及待开工项目共计12个，计划总投资262,746.76万元，截至2017年3月末已投资38,813.92万元，尚需投资223,932.84万元。公司2017年1月完成股票非公开发行，其中390,000.00万元拟用于清洁能源项目建设，有助于缓解公司清洁能源项目建设资金压力。

表 14 截至 2017 年 3 月末公司已开工及待开工清洁能源项目情况（单位：万元）

已开工项目					
项目名称	产能规划	计划总投资	已投资	预计投产期	项目进度
江西奉新项目	3×35T/H	10,726.00	6,435.60	2017年05月	基础土建工程已完成80%，锅炉安装工程完成70%
宿迁项目二期	2×60T/H	8,712.00	3,821.00	2017年07月	基础土建工程已完成70%，锅炉安装工程完成60%
山东枣庄项目	2×35T/H	7,490.00	4,493.76	2017年07月	基础土建工程已完成70%，锅炉安装工程完成65%
安徽颍上项目	2×40T/H	12,000.00	6,278.42	2017年05月	基础土建工程已完成70%，锅炉安装工程完成70%
甘肃武威项目	2×75T/H	69,214.00	12,225.00	2017年05月	一期基础土建工程已完成85%，锅炉安装工程完成80%；二期未开工
河北晋州项目	2×40T/H	11,899.50	1,053.85	2017年07月	建设初始阶段
部分待开工项目					
项目名称	产能规划	计划总投资	已投资	预计建设周期	
浙江浦江项目	2×75T/H	15,000.00	1,546.00	2017.03-2017.12	
江西南昌项目	2×35T/H	10,726.00	94.93	2017.06-2018.05	
山东新泰项目	2×35T/H	15,950.00	495.87	2017.08-2018.06	
湖北宣城项目	2×75T/H+9MW	50,000.00	0.00	2017.08-2018.06	
山东利津项目	2×35T/H	11,029.26	1,361.00	2017.07-2018.06	
安徽濉溪项目	2×35T/H	40,000.00	1,008.49	2017.08-2018.07	

注：湖北宣城项目配备9Mw发电机组。

资料来源：公司提供

智慧能源业务方面，跟踪期内，北京亿利智慧能源科技有限公司（以下简称“智慧能源”）实施了多能互补主动配电网示范项目，包含分布式光伏发电、冷热电多联供、储能、微网、充电桩等多项分布能源技术和基于大数据和人工智能的能源物联网云平台，2016年完成光伏发电装机规模约400kWp，内燃机发电装机规模约1600kW，集中式储电和分布式储电装机容量约600kWh。同时，智慧能源与亿鼎生态签署《鄂尔多斯市亿鼎生态农业

开发有限公司给水泵节能改造项目合同能源管理服务合同》，由智慧能源对亿鼎生态两台锅炉给水泵进行节能改造并分享项目节能收益，目前该项目已竣工验收。2016年3月，智慧能源在阜阳市颍泉区注册成立了亿利智慧能源科技（安徽）有限公司，智慧能源与安徽省阜阳市颍泉区人民政府签订的《阜阳市颍泉区利用电厂余热集中供热项目投资合作协议》，将采取 PPP 的方式，投资9.6亿元（一期投资4.2亿元）建设管网工程、一级换热站及物联网云平台。目前已和电厂签署正式购热合同，完成项目立项、环评等流程手续，市物价局出台取暖费物价文件。

整体而言，热电分公司租赁热电资产组提高了清洁能源业务收入水平，2016年该业务实现收入106,098.22万元，同比增长406.11%，未来随着清洁能源及智慧能源项目陆续投运，将有利于增厚公司业绩，但2016年公司清洁能源业务毛利率同比下降7.81个百分点，主要系热电分公司租赁的热电资产组业务毛利率相对较低所致。

受医药生产业务出售影响，2016年该业务收入有所下降，后续公司无医药生产业务

公司医药生产业务由包头中药有限责任公司、内蒙古库伦蒙药有限公司、鄂尔多斯市亿利中药饮片有限责任公司以及药业分公司、甘草分公司等经营。公司医药生产业务各产品产能未发生变化，受订单及库存规模影响，蜜丸及水丸产量有所提高，片剂、蒙成药及甘草产量有所下降。除蜜丸及水丸价格上涨是由于原辅材料价格上涨所致外，其他医药产品价格存在一定波动主要系同一品种产品不同规格价格存在一定差异、年度间生产的产品规格不同所致。2016年公司医药业务实现收入11,063.78万元，同比下降46.72%，主要系公司上述从事医药生产业务的子公司及分公司于2016年6月出售给母公司所致，公司后续无医药生产业务，该业务收入规模较小，对公司整体业绩影响不大。

表 15 公司医药产销情况

时间	项目	片剂	蜜丸	水丸	蒙成药	甘草	其他
2016 年	产能（吨）	388.00	777.00	66.00	500.00	-	-
	产量（吨）	308.10	717.16	60.30	172.00	1,017.00	95.99
	销量（吨）	358.75	660.00	70.56	190.00	2,051.94	101.64
	产能利用率（%）	79.41	92.30	91.36	34.40	-	-
	产销率（%）	116.44	92.03	117.01	110.47	201.76	105.89
	平均含税售价（万元/吨）	23.12	8.31	5.50	58.56	2.35	5.71
2015 年	产能（吨）	388.00	777.00	66.00	500.00	-	-
	产量（吨）	324.56	704.60	53.87	188.97	1,826.00	114.29
	销量（吨）	335.72	685.00	51.00	158.98	1,794.00	110.00
	产能利用率（%）	83.65	90.68	81.62	37.79	-	-
	产销率（%）	103.44	97.22	94.67	84.13	98.25	96.25

平均含税售价（万元/吨）	21.27	6.26	4.51	51.67	3.05	5.60
--------------	-------	------	------	-------	------	------

注：公司医药生产业务于2016年6月出售给母公司，表中医药产销量为全年产销数据。

资料来源：公司提供

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015年至2016年审计报告以及未经审计的2017年1季度财务报表，报告均采用新会计准则编制，2015年数据采用2016年审计报告年初数。2016年公司出售及注销8家子公司，新设立4家子公司，截至2016年末公司纳入合并报表范围的子公司共15家。

资产结构与质量

公司资产规模大幅增长，但非流动资产占比仍较大，且存在较大比例受限资产，资产流动性一般

跟踪期内，公司资产规模大幅增长，2016年末公司资产总额232.95亿元，同比增长12.40%，主要系融资规模扩大及利润累积所致；其中流动资产90.87亿元，占比39.01%，同比提高10.12个百分点；得益于股票成功增发，2017年3月末公司资产规模进一步增加至281.30亿元，较年初增长20.75%；其中流动资产139.63亿元，占比49.64%，较年初提高10.63个百分点。

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据、应收账款、预付款项、其他应收款及存货等。随着融资规模扩大，2016年末公司货币资金39.35亿元，同比增长159.30%，其中5.86亿元作为银行承兑汇票保证金和期货账户保证金使用受限；得益于非公开发行股票及收回股权转让款，2017年3月末公司货币资金增长至93.50亿元。随着收入增长带来票据结算规模的扩大，2016年末公司应收票据同比增长29.10%至10.90亿元，其中包括4.53亿元银行承兑汇票和6.37亿元商业承兑汇票，此外，公司账面价值519.79万元应收票据已用于质押；2017年3月末公司应收票据进一步增长至12.17亿元。

公司应收账款主要系化工贸易业务产生的销售欠款，2016年末账面价值8.61亿元，相对变化不大；其中1年以内应收账款余额占其期末余额的比重为91.28%，应收对象前5名应收金额占其期末余额的比重为72.37%，同比提高24.29个百分点，需关注公司应收账款集中风险。由于公司预付款主要为天津亿利预付西阿煤矿、尔格图煤矿煤炭买断经营权款项，随着天津亿利股权转让给母公司，2016年末公司预付款项同比下降67.33%至4.02亿元，

2017年3月末增加至8.45亿元主要系亿兆华盛贸易业务带来的预付采购款增加所致。

2016年公司出售天津亿利国际贸易有限责任公司等新增应收股权转让款、新增天津亿利国际贸易有限责任公司等转让前形成的与公司往来款以及药业分公司和甘草分公司等与公司的往来借款由亿利资源承接，导致当期末其他应收款大幅增长至18.38亿元，其中账龄在1年以内的其他应收款占其期末余额的比重为94.56%；随着该等股权转让款及往来款得到偿还，2017年3月末公司其他应收款下降至4.91亿元。

公司存货主要为化工生产原料及产品、煤炭库存等，随着公司产品需求好转以及下属子公司和分公司出售，2016年末公司存货账面价值5.39亿元，同比下降22.95%，其中包括原材料2.78亿元、库存商品1.78亿元，2017年3月末公司存货增加至6.83亿元，主要系公司预计贸易产品价格上涨，加大采购量所致，考虑到PVC及煤炭等价格2017年1季度有所回落，需关注公司存货跌价风险。

表 16 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	934,984.54	33.24%	393,500.27	16.89%	151,756.39	7.32%
应收票据	121,687.13	4.33%	109,001.45	4.68%	84,430.54	4.07%
应收账款	91,198.50	3.24%	86,120.28	3.70%	86,219.85	4.16%
预付款项	84,453.87	3.00%	40,202.04	1.73%	123,057.85	5.94%
其他应收款	49,146.74	1.75%	183,775.89	7.89%	28,738.16	1.39%
存货	68,285.61	2.43%	53,873.15	2.31%	69,916.59	3.37%
流动资产合计	1,396,344.08	49.64%	908,743.81	39.01%	598,751.76	28.89%
长期股权投资	480,267.87	17.07%	477,380.14	20.49%	470,324.41	22.69%
固定资产	548,496.20	19.50%	554,042.72	23.78%	628,462.06	30.32%
在建工程	118,236.20	4.20%	122,113.03	5.24%	82,748.06	3.99%
无形资产	178,573.30	6.35%	180,292.72	7.74%	212,018.05	10.23%
其他非流动资产	79,117.34	2.81%	74,010.16	3.18%	27,233.15	1.31%
非流动资产合计	1,416,654.06	50.36%	1,420,774.38	60.99%	1,473,760.14	71.11%
资产总计	2,812,998.15	100.00%	2,329,518.19	100.00%	2,072,511.90	100.00%

资料来源：公司2016年审计报告及未经审计的2017年1季度财务报表，鹏元整理

公司非流动资产主要包括长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产及其他非流动资产等。2016年末公司长期股权投资账面价值47.74亿元，其中主要包括神华亿利能源有限责任公司36.38亿元、亿利集团财务有限公司6.01亿元、西部新时代能源投资股份有限公司2.19亿元和内蒙古亿利冀东水泥有限责任公司1.59亿元；从投资收益来看，上述股权投资按权益法核算取得投资收益合计4,058.43万元，投资回报率较低；此外，公司持有神

华亿利能源有限责任公司33%的股权用于质押，账面价值24.50亿元。公司固定资产主要包括房屋建筑物及机械设备等，由于分公司及子公司转让，2016年末公司固定资产账面价值55.40亿元，同比下降11.84%；此外，公司账面价值22.52亿元的固定资产已用于抵押。随着高效清洁热能锅炉集中供热（汽）项目以及安源西煤炭工程等投入的增加，2016年末公司在建工程账面价值12.21亿元，同比增长47.57%，其中账面价值1.66亿元的在建工程已用于质押。公司无形资产主要包括采矿权及土地使用权，2016年末账面价值18.03亿元，同比下降14.96%，主要系分公司及子公司转让导致土地使用权规模下降所致，其中包括采矿权15.29亿元和土地使用权2.09亿元；此外，账面价值0.70亿元的无形资产已用于抵押。由于新增预付煤炭资源款及委托贷款，2016年末公司其他非流动资产账面价值7.40亿元，同比增长171.76%，其中主要包括预付煤炭资源款3.06亿元、委托贷款1.60亿元、预付土地出让金1.68亿元。

整体而言，随着融资规模增加以及非公开发行成功，公司资产规模大幅增长，考虑到经流动性较弱的长期股权投资、固定资产等为主的非流动资产占比较大，加之2016年末公司受限资产规模57.24亿元，资产流动性一般。

资产运营效率

公司资产运营效率有所提高，但应付票据到期兑付加大了公司资金周转压力

在公司收入提高的同时，应收账款及应收票据并未明显增加，应收账款及应收票据周转天数同比分别减少6.27天和5.85天；公司存货周转效率也有所提高，2016年公司存货或周转天数同比减少13.40天。受公司应付票据到期兑付及后续票据支付规模下降影响，公司应付票据周转天数同比减少51.82天，应付账款周转天数同比亦减少6.24天。综合来看，应收款项及存货周转效率虽有所提高，但应付票据大幅减少加大了公司资金周转压力，2016年公司净营业周期同比增加32.53天。得益于营业收入的增长，2016年公司流动资产、固定资产及总资产周转天数同比分别减少29.82天、90.53天和196.29天，资产运营效率提高。

表 17 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2016 年	2015 年
应收账款周转天数	28.08	34.35
应收票据周转天数	31.52	37.38
存货周转天数	22.71	36.11
应付票据周转天数	54.59	106.41

应付账款周转天数	60.12	66.36
净营业周期	-32.40	-64.93
流动资产周转天数	245.63	275.45
固定资产周转天数	192.67	283.20
总资产周转天数	717.26	913.55

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入及盈利能力均有所提高，利润水平大幅提升

除医药、生态生物及装备制造等剥离业务外，其他板块业务收入均有不同程度提升，推动公司2016年实现营业收入1,104,717.29万元，同比增长37.12%。化工生产与贸易以及煤炭生产等业务毛利率提高带动公司2016年综合毛利率提高1.61个百分点。随着部分子公司及分公司转让，销售费用及管理费用下降使得公司2016年期间费用同比下降2.82%，加之公司营业收入提高，公司2016年期间费用率同比下降3.20个百分点。

2016年公司公允价值变动损失15,336.85万元，其中主要包括持有太仓汇鼎投资中心（有限合伙）合伙份额13,105万份产生的股票折价损失12,281.07万元，未来仍需关注股价波动对其收益产生的不确定性影响。2016年公司取得投资收益28,838.37万元，其中主要包括处置长期股权投资产生的投资收益23,178.42万元，即转让乌拉特前旗金威煤炭运销有限公司、包头中药有限责任公司以及内蒙古库伦蒙药有限公司等子公司获取的收益，该项收益不具有持续性；此外，公司投资亿利集团财务有限公司获得投资收益3,007.32万元。

得益于收入及盈利能力提高、期间费用下降以及投资收益，2016年公司实现营业利润36,791.36万元，同比增长477.28%。由于公司转让甘草分公司、药业分公司获得收益7,385.47万元，同时获得交易违约赔偿收入4,600.20万元以及政府补助2,217.15万元，2016年公司获得营业外收入15,515.10万元，提高了公司利润水平，当年公司实现利润总额51,302.15万元，同比增长112.07%；总资产回报率提高1.23个百分点至4.15%。

2017年1季度，得益于化工贸易及清洁能源业务收入提高，公司实现营业收入274,418.91万元，同比增长37.80%；同时公司化工及煤炭产品价格上涨推动综合毛利率略有提高；此外，公司获得营业外收入4,161.79万元，上述因素叠加影响，2017年1季度公司实现利润总额14,815.37万元，同比增长233.92%。

表 18 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年
营业收入	274,418.91	1,104,717.29	805,609.44

公允价值变动损益	-59.37	-15,336.85	22,288.30
投资收益	935.54	28,838.37	797.96
营业利润	10,661.11	36,791.36	6,373.23
营业外收入	4,161.79	15,515.10	18,116.76
利润总额	14,815.37	51,302.15	24,191.20
净利润	11,393.39	39,208.19	15,229.72
综合毛利率	12.64%	11.18%	9.57%
期间费用率	8.66%	7.79%	10.99%
总资产回报率	-	4.15%	2.92%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表

现金流

公司主业获现能力提升，但经营性应收项目加大了对营运资金的占用，导致公司经营性现金流减弱

2016年，公司实现净利润39,208.19万元，同比增长157.45%；受计提资产减值准备、公允价值变动损益及财务费用增加，当年公司非付现费用及非经营损益均有所提高，剔除其影响后，公司2016年FFO为103,775.32万元，同比增长49.27%，主营业务获现能力有所提升。由于经营性应收项目增加加大了对营运资金的占用，2016年公司营运资本减少62,775.99万元，因而导致公司经营活动现金净流量同比下降65.75%至37,732.75万元。

投资活动方面，2016年公司投资活动现金流入59,958.79万元，主要包括收回投资收到现金32,626.28万元和收到其他与投资活动收到的现金25,037.42万元，其中收回投资收到现金主要系收回对太仓御尊投资中心（有限合伙）投资收到的现金30,000.00万元，收到其他与投资活动有关的现金主要包括收回委托贷款本息19,226.67万元、收到拆迁补偿款3,500.00万元以及投资违约补偿金1,923.29万元；投资活动现金流出136,314.35万元，包括购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金77,315.10万元以及支付其他与投资活动有关的现金，其中购置固定资产、无形资产和其他长期资产现金支出主要系高效清洁热能锅炉集中供热（汽）项目、安源西煤矿工程及宏斌煤矿工程建设支出，支付其他与经营活动有关的现金主要包括委托贷款本金支出35,000.00万元、子公司及分公司账面资金随其出售相应减少10,034.29万元。综合而言，2016年公司投资活动现金净流出76,355.56万元。

筹资活动方面，2016年公司筹资活动现金流入644,643.13万元，其中主要包括借款收到现金415,810.11万元，发行“14亿利02”收到现金99,850.00万元，收到融资租赁款、业绩补偿款及非公开发行股票投资者保证金等其他与筹资活动有关的现金127,999.02万元；

筹资活动现金流出333,820.77万元，主要用于偿还债务本息、支付股利、融资租赁及票据保证金等。得益于融资规模较大，2016年公司筹资活动现金净流入310,822.36万元。

整体来看，公司主业获现能力提升，但经营性应收项目加大了对营运资金的占用，导致公司经营性现金流减弱；公司2017年1月收到股票发行股东认缴款444,150.00万元，募集资金主要用于清洁能源项目建设，能缓解项目建设资金压力，但考虑到公司需偿还短期有息债务规模较大，未来仍需通过外部融资缓解资金周转压力。

表 19 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
净利润	39,208.19	15,229.72
非付现费用	36,297.98	33,724.96
非经营损益	28,269.15	20,569.48
FFO	103,775.32	69,524.16
营运资本变化	-62,775.99	42,709.76
其中：存货减少	2,266.63	6,157.04
经营性应收项目的减少	-119,513.20	23,673.70
经营性应付项目的增加	54,470.58	12,879.02
经营活动产生的现金流量净额	37,732.75	110,173.63
投资活动产生的现金流量净额	-76,355.56	-116,173.00
筹资活动产生的现金流量净额	310,822.36	-39,859.04
现金及现金等价物净增加额	272,223.73	-46,058.65

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

股票发行提高了公司的资本实力，但公司有息债务规模扩大且以短期为主，短期偿债压力加大

随着融资规模扩大，2016年末公司负债总额1,282,147.38万元，同比增长21.43%，其中流动负债828,173.11，占比64.59%；得益于利润累积，2016年末公司所有者权益1,047,370.81万元，同比增长3.02%；受债务增长较快影响，2016年末公司产权比率同比提高18.56个百分点。随着公司股票成功发行，2017年3月末公司所有者权益增加至1,505,085.73万元，较年初增长43.70%，提高了公司的资本实力，所有者权益对负债的保障能力得到提高，2017年3月末公司产权比率为86.90%，较年初下降35.52个百分点。

表 20 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年
----	------------	--------	--------

负债总额	1,307,912.42	1,282,147.38	1,055,885.94
其中：流动负债	851,830.69	828,173.11	696,194.52
非流动负债	456,081.72	453,974.27	359,691.42
所有者权益合计	1,505,085.73	1,047,370.81	1,016,625.96
产权比率	86.90%	122.42%	103.86%

资料来源：公司 2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表，鹏元整理

公司流动负债主要包括短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、其他应付款及一年内到期的非流动负债。随着融资规模扩大，2016年末公司短期借款359,180.00万元，同比增长71.30%；其中抵押借款13,000.00万元，抵押资产为亿利资源土地使用权；保证借款176,500.00万元，保证人主要为亿利资源；抵押并保证借款79,680.00万元，以公司部分机械设备抵押并由亿利资源提供保证担保；质押并保证借款65,000.00万元，以公司持有神华亿利能源有限责任公司33%股权质押并由亿利资源提供保证担保；抵质押借款25,000.00万元，由公司土地使用权及亿利资源持有公司部分股权质押担保。随着票据到期兑付，2016年末公司应付票据102,196.39万元，同比下降47.69%，均为银行承兑汇票。随着业务规模扩大带来采购增加及在建高效清洁热能锅炉集中供热（汽）项目的持续投入，2016年末公司应付账款同比增长14.05%至174,627.16万元，其中应付货款151,236.63万元、应付设备及工程款23,390.52万元。公司预收款项均为预收货款，2017年3月末公司预收款项大幅增长至52,765.72万元，主要系下游客户因预计价格上涨而预交化工及煤炭业务采购货款增加所致。随着公司偿还部分往来借款，2016年末公司其他应付款同比下降37.54%至37,057.73万元，主要包括应付往来借款23,782.60万元和应付非公开发行股票投资者保证金11,250.00万元。随着一年内到期长期借款及长期应付款的增加，2016年末公司一年内到期的非流动负债同比增长189.93%至98,289.48万元。

表 21 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	324,980.00	24.85%	359,180.00	28.01%	209,675.00	19.86%
应付票据	128,588.29	9.83%	102,196.39	7.97%	195,381.34	18.50%
应付账款	164,804.22	12.60%	174,627.16	13.62%	153,110.63	14.50%
预收款项	52,765.72	4.03%	15,415.19	1.20%	21,205.05	2.01%
其他应付款	35,198.11	2.69%	37,057.73	2.89%	59,328.36	5.62%
一年内到期的非流动负债	103,748.31	7.93%	98,289.48	7.67%	33,900.54	3.21%
流动负债合计	851,830.69	65.13%	828,173.11	64.59%	696,194.52	65.93%
长期借款	24,000.00	1.83%	15,500.00	1.21%	64,414.40	6.10%

应付债券	359,307.16	27.47%	359,258.35	28.02%	259,229.43	24.55%
长期应付款	67,307.40	5.15%	72,676.05	5.67%	20,347.74	1.93%
非流动负债合计	456,081.72	34.87%	453,974.27	35.41%	359,691.42	34.07%
负债合计	1,307,912.42	100.00%	1,282,147.38	100.00%	1,055,885.94	100.00%
其中：有息债务	1,007,931.16	77.06%	1,007,100.27	78.55%	782,863.11	74.14%

资料来源：公司 2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表，鹏元整理

公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券和长期应付款。随着部分长期借款于 2017 年到期转入一年内到期的非流动负债，2016 年末公司长期借款 15,500.00 万元，同比下降 75.94%，其中质押并保证借款 10,500.00 万元，以亿利洁能投资（北京）有限公司持有部分巴士在线限售股质押并由公司提供保证担保，保证借款 5,000.00 万元，公司提供保证担保。随着公司 2016 年发行“14 亿利 02”，2016 年末公司应付债券 359,258.35 万元，明细情况如表 21 所示。随着融资租赁款规模扩大，2016 年末公司长期应付款 72,676.05 万元，同比增长 257.17%，均为融资租赁款，2017 年 3 月末随部分到期偿还，账面余额减少至 67,307.40 万元。

表 22 截至 2016 年末公司应付债券明细情况（单位：万元）

债券简称	发行规模	票面利率	债券期限
12 亿利 01	80,000	7.30%	8 年
12 亿利 02	80,000	6.42%	8 年
14 亿利 01	100,000	6.95%	5 年
14 亿利 02	100,000	7.00%	5 年

资料来源：wind 资讯，鹏元整理

有息债务方面，受借款及债券发行规模扩大影响，2017 年 3 月末公司有息债务 1,007,931.16 万元，较 2015 年末增长 28.75%；其中短期有息债务 557,316.60 万元，较 2015 年末增长 26.96%，占有息债务的比重为 55.29%。从 2017-2019 年需偿还有息债务本金来看，公司有息债务主要集中在 2017 年偿还。

表 23 截至 2017 年 3 月末公司有息债务本金偿还计划表（单位：万元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
偿还金额	557,317	33,565	35,949

资料来源：公司提供

偿债能力指标方面，受负债和所有者权益变化影响，公司资产负债率存在一定波动，2016 年末提高至 55.04% 主要系融资规模扩大所致，得益于股票成功发行带来所有者权益增加，2017 年 3 月末公司资产负债率下降至 46.50%。2016 年以来债务融资规模扩大以及 2017 年 1 月股票发行募集资金到账均增加了货币资金，因而推动流动比率与速动比率持续提高，2017 年 3 月末公司流动比率与速动比率分别为 1.64 和 1.56，仍处于较低水平，且非公开发行

股票募集资金主要用于清洁能源项目建设，加之短期有息债务扩大，公司短期偿债压力增加；随着利润水平提高，公司EBITDA及其对债务本息的保障能力均有所提高，2016年公司EBITDA同比增长36.76%，EBITDA利息保障倍数增加0.35，2016年末公司有息债务与当年EBITDA的比值同比下降0.53，但2016年公司EBITDA利息保障倍数及有息债务/EBITDA分别为2.86和8.26，对有息债务本息的覆盖程度仍较低。

整体来看，股票发行提高了公司资本实力，但公司有息债务规模扩大且以短期为主，短期偿债能力指标表现较弱且股票发行募集资金主要用于清洁能源项目建设，短期偿债压力加大。

表 24 公司偿债能力指标

项目	2017年3月	2016年	2015年
资产负债率	46.50%	55.04%	50.95%
流动比率	1.64	1.10	0.86
速动比率	1.56	1.03	0.76
EBITDA（万元）	-	121,855.37	89,102.11
EBITDA 利息保障倍数	-	2.86	2.51
有息债务/EBITDA	-	8.26	8.79

资料来源：公司 2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

亿利资源提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为“12亿利01”和“12亿利02”的本息偿付提供进一步保障

亿利资源为“12亿利01”和“12亿利02”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围包括债券本金及利息，以及违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用；担保责任期间为债券存续期及债券到期之日起6个月。

跟踪期内，亿利资源注册资本、控股股东及其持股比例、实际控制人均未发生变更，截至2017年3月末，亿利资源注册资本为12.20亿元，王文彪通过亿利资源控股有限公司间接持有亿利资源33.61%的股权，并直接持有亿利资源24.61%的股权，为亿利资源控股股东及实际控制人。

2016年亿利资源通过投资、股权转让及新设等方式新增亿利绿土地农业股份有限公司、内蒙古维康医药有限公司、包头中药有限责任公司、鄂尔多斯市亿利中药饮片有限责任公司、内蒙古库伦蒙药有限公司、乌拉特前旗金威煤碳运销有限公司、天津亿利、亿利新材料有限责任公司、北京亿德盛源新材料有限公司、北京亿嘉德赢采购有限公司、内蒙

古上海庙生态光能有限公司、亿农农产品供应链管理（深圳）有限公司、亿利中港旅业（深圳）有限公司、上海景琰贸易有限公司、上海亿利复农生态科技有限公司、北京亿莱恩影视文化有限公司等子公司；此外，亿利资源将鄂尔多斯市亿利沙漠生态健康股份有限公司股权转让给母公司亿利资源控股有限公司，2016年不再纳入合并报表范围；截至2016年末亿利资源纳入合并报表范围的子公司共43家。2016年亿利资源主营业务收入仍主要来自化工生产与贸易、煤炭开采与运销、生态环境治理、房地产与工程施工以及清洁能源等业务。

截至2016年12月31日，亿利资源资产总额917.92亿元，归属于母公司所有者权益为216.61亿元，资产负债率为64.85%；2016年度，亿利资源实现营业收入306.44亿元，利润总额12.82亿元，经营活动现金净流入10.24亿元。

截至2017年3月31日，亿利资源资产总额972.66亿元，归属于母公司所有者权益为220.86亿元，资产负债率为62.75%；2017年1-3月，亿利资源实现营业收入69.18亿元，利润总额1.68亿元，经营活动现金净流入3.69亿元。

表 25 亿利资源营业收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2017年1-3月		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
化工及新材料	464,774.80	5.13%	2,025,692.70	4.41%	2,036,547.88	2.99%
生态环境治理	32,970.24	12.71%	275,240.85	44.61%	138,508.03	15.36%
房地产	19,429.12	24.94%	252,367.61	26.43%	91,967.23	32.36%
煤炭	24,412.96	26.88%	119,164.00	3.81%	116,162.94	7.22%
清洁能源	69,391.97	11.31%	114,452.53	23.92%	20,963.40	24.41%
医药	27,176.42	12.30%	54,877.42	19.30%	20,661.68	34.19%
石油天然气产品销售	10,094.47	10.32%	45,049.29	14.87%	89,555.95	0.59%
工程施工	31,905.68	25.03%	12,901.70	6.59%	129,342.11	16.30%
装备制造	0.00	-	0.00	-	16,536.42	35.30%
其他	11,622.17	64.29%	164,644.51	13.78%	253,258.77	14.56%
合计	691,777.82	9.71%	3,064,390.62	11.48%	2,913,504.41	6.75%

资料来源：亿利资源 2014-2016 年审计报告及 2017 年 1 季度财务报表，鹏元整理

表 26 亿利资源主要财务指标

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
总资产（万元）	9,726,590.57	9,179,203.82	8,708,724.03	7,933,208.96
归属于母公司所有者权益合计（万元）	2,208,633.08	2,166,131.06	1,979,408.77	1,737,050.25
有息债务（万元）	4,069,337.50	3,990,396.92	3,988,015.28	3,333,017.32
资产负债率	62.75%	64.85%	64.99%	64.85%
流动比率	1.21	1.12	1.11	1.11
速动比率	0.86	0.78	0.79	0.72

营业收入（万元）	691,777.82	3,064,390.62	2,913,504.41	2,873,157.44
公允价值变动收益（万元）	-3,417.41	35,170.07	106,065.13	42,623.64
投资收益（万元）	3,044.55	7,537.41	52,129.01	151,971.83
营业利润（万元）	12,407.33	118,196.26	106,047.86	118,362.37
营业外收入（万元）	4,406.42	16,832.18	21,342.80	12,994.20
利润总额（万元）	16,791.16	128,175.37	125,932.76	123,240.39
综合毛利率	9.71%	11.48%	6.75%	8.62%
总资产回报率	-	2.90%	2.20%	3.18%
EBITDA（万元）	-	326,803.91	237,824.04	321,259.94
EBITDA 利息保障倍数	-	1.54	0.85	1.54
经营活动现金流净额（万元）	36,911.03	102,449.32	82,646.33	94,459.17

资料来源：亿利资源 2014-2016 年审计报告及 2017 年 1 季度财务报表，鹏元整理

2016年，亿利资源收入及盈利能力均有所提高，经营性现金流表现较好，煤炭资源储量丰富，复混肥项目投产、可租赁沙漠土地面积较大以及生态修复业务在手订单充足有望进一步提升生态环境治理经营业绩，股票发行提高了亿利资源的资本实力；同时我们关注到亿利资源工程施工业务收入大幅下降，未来该业务持续性尚待观察，资产质量及流动性均一般，有息债务规模较大，还本付息压力较重。基于以上情况，鹏元维持亿利资源主体长期信用等级为AA，评级展望维持为稳定，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为“12亿利01”和“12亿利02”的本息偿付提供进一步保障。

七、或有事项分析

截至2017年3月末，公司对外担保金额145,000万元，占期末净资产的比重为9.63%，均无反担保措施，其中对鄂尔多斯市新杭能源有限公司（以下简称“新杭能源”）担保金额合计130,000万元，西部新时代能源投资股份有限公司（以下简称“西部新时代”）担保金额15,000万元，西部新时代持有新杭能源100%股权。西部新时代主要从事乙二醇和甲醇等化工产品产销及贸易业务，根据公司提供的西部新时代2016年度审计报告，该公司2015-2016年营业收入分别为296,173.36万元和389,759.94万元，利润总额分别为-78.15万元和242.26万元，西部新时代盈利水平较低，未来公司面临一定或有负债风险。

表 27 截至 2017 年 3 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保到期日	有无反担保	与被担保主体的关系
鄂尔多斯市新杭能源有限公司	20,000	2017.08.06	否	联营公司子公司
鄂尔多斯市新杭能源有限公司	50,000	2018.08.19	否	联营公司子公司
鄂尔多斯市新杭能源有限公司	40,000	2018.09.15	否	联营公司子公司

鄂尔多斯市新杭能源有限公司	20,000	2017.11.15	否	联营公司子公司
西部新时代能源投资股份有限公司	15,000	2018.12.24	否	联营公司
合计	145,000	-	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

八、评级结论

2016年，公司化工及煤炭生产与贸易、清洁能源业务收入均有所增加，推动公司营业收入同比增长37.13%，加之化工生产与贸易以及煤炭生产盈利能力提升推动公司综合毛利率同比提高1.61个百分点，公司实现利润总额51,302.15万元，同比增长112.07%；截至2017年3月末，已运行清洁能源项目6个，其中山东沂水项目于2017年1月投入运营，另有4个项目处于试运行阶段，加之已开工6个项目预计2017年6月左右完工，清洁能源项目陆续完工投运有望增厚公司业绩；2017年1月公司收到股票发行认缴款444,150.00万元，占公司2016年末净资产的比重为42.41%，提高了公司资本实力；2016年亿利资源收入及盈利能力均有所提高，经营性现金流表现较好，煤炭资源储量丰富，生态环境治理经营业绩有望进一步提升，其提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为“12亿利01”和“12亿利02”的本息偿付提供进一步保障。

同时我们关注到，2016年公司吨煤平均购销差价下降导致煤炭贸易业务毛利率下降4.77个百分点；公司医药生产业务出售给母公司，后续无医药生产业务；公司长期股权投资投资标的股权流动性相对较弱，在总资产中占比较大的固定资产及在建工程主要为生产用厂房及设备，加之存在一定受限资产，公司整体资产流动性一般；2017年3月末公司短期有息债务557,316.60万元，较2015年末增长26.96%，考虑到公司流动资产中较大规模的货币资金需用于清洁能源项目建设，短期偿债压力加大；2017年3月末，公司对外担保金额145,000万元，占期末净资产的比重为9.63%，均无反担保措施，且被担保对象盈利水平较低，公司面临一定或有负债风险。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
货币资金	934,984.54	393,500.27	151,756.39	230,165.51
交易性金融资产	33,600.92	33,694.05	44,832.82	7,081.51
应收票据	121,687.13	109,001.45	84,430.54	82,883.80
应收账款	91,198.50	86,120.28	86,219.85	67,536.07
预付款项	84,453.87	40,202.04	123,057.85	143,072.69
应收利息	19.64	6.64	101.99	276.31
应收股利	0.00	561.18	0.00	0.00
其他应收款	49,146.74	183,775.89	28,738.16	17,472.36
存货	68,285.61	53,873.15	69,916.59	76,248.77
其他流动资产	12,967.13	8,008.86	9,697.58	9,319.20
流动资产合计	1,396,344.08	908,743.81	598,751.76	634,056.22
可供出售金融资产	140.00	140.00	30,000.00	176.08
长期股权投资	480,267.87	477,380.14	470,324.41	428,636.54
固定资产	548,496.20	554,042.72	628,462.06	639,019.75
在建工程	118,236.20	122,113.03	82,748.06	30,945.43
生产性生物资产	0.00	0.00	7,121.70	7,284.01
无形资产	178,573.30	180,292.72	212,018.05	211,866.36
开发支出	78.91	0.00	0.00	0.00
商誉	8,555.15	8,555.15	8,555.15	0.00
长期待摊费用	485.50	1,243.76	1,658.63	152.98
递延所得税资产	2,703.59	2,996.70	5,638.94	5,296.15
其他非流动资产	79,117.34	74,010.16	27,233.15	58,730.08
非流动资产合计	1,416,654.06	1,420,774.38	1,473,760.14	1,382,107.39
资产总计	2,812,998.15	2,329,518.19	2,072,511.90	2,016,163.60
短期借款	324,980.00	359,180.00	209,675.00	266,070.16
应付票据	128,588.29	102,196.39	195,381.34	235,304.60
应付账款	164,804.22	174,627.16	153,110.63	115,467.19
预收款项	52,765.72	15,415.19	21,205.05	12,136.98
应付职工薪酬	5,671.25	5,884.48	5,002.49	5,203.00
应交税费	15,128.62	17,609.75	5,559.34	12,732.13
应付利息	18,499.81	17,912.93	12,924.06	6,849.10
应付股利	0.00	0.00	107.71	107.71
其他应付款	35,198.11	37,057.73	59,328.36	36,520.37
一年内到期的非流动负债	103,748.31	98,289.48	33,900.54	41,844.24

其他流动负债	2,446.36	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	851,830.69	828,173.11	696,194.52	732,235.48
长期借款	24,000.00	15,500.00	64,414.40	79,214.40
应付债券	359,307.16	359,258.35	259,229.43	159,585.70
长期应付款	67,307.40	72,676.05	20,347.74	44,901.31
专项应付款	0.00	0.00	40.00	40.00
递延收益	60.00	951.05	9,292.18	9,201.45
递延所得税负债	5,407.16	5,588.82	6,367.67	0.00
非流动负债合计	456,081.72	453,974.27	359,691.42	292,942.85
负债合计	1,307,912.42	1,282,147.38	1,055,885.94	1,025,178.33
股本	273,894.01	208,958.95	208,958.95	208,958.95
资本公积	964,793.85	608,484.18	590,562.18	578,390.00
其他综合收益	-358.43	-382.09	-118.74	0.11
专项储备	5,707.44	5,092.27	5,567.86	4,679.50
盈余公积	22,492.96	22,492.96	20,181.84	18,373.44
未分配利润	119,472.48	111,959.69	96,158.87	92,837.24
归属于母公司所有者权益合计	1,386,002.32	956,605.97	921,310.96	903,239.24
少数股东权益	119,083.41	90,764.84	95,315.00	87,746.03
所有者权益合计	1,505,085.73	1,047,370.81	1,016,625.96	990,985.27
负债和股东权益总计	2,812,998.15	2,329,518.19	2,072,511.90	2,016,163.60

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
一、营业收入	274,418.91	1,104,717.29	805,609.44	1,201,001.65
减：营业成本	239,720.09	981,194.82	728,505.05	1,090,446.84
营业税金及附加	2,234.76	8,363.91	3,949.82	7,315.03
销售费用	5,985.31	22,880.66	23,511.79	25,573.56
管理费用	3,487.70	21,809.09	26,892.76	29,535.49
财务费用	14,290.20	41,331.07	38,114.86	62,173.09
资产减值损失	-1,084.08	5,847.90	1,348.20	1,835.23
加：公允价值变动收益	-59.37	-15,336.85	22,288.30	-1,100.75
投资收益	935.54	28,838.37	797.96	41,466.57
二、营业利润	10,661.11	36,791.36	6,373.23	24,488.22
加：营业外收入	4,161.79	15,515.10	18,116.76	6,779.42
减：营业外支出	7.53	1,004.31	298.80	913.13
三、利润总额	14,815.37	51,302.15	24,191.20	30,354.51
减：所得税费用	3,421.99	12,093.96	8,961.48	7,181.44
四、净利润	11,393.39	39,208.19	15,229.72	23,173.08

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
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	243,054.89	845,269.63	466,137.46	972,918.51
收到的税费返还	8.33	396.92	0.00	129.47
收到其他与经营活动有关的现金	172,802.31	120,962.40	267,564.73	116,607.63
经营活动现金流入小计	415,865.53	966,628.95	733,702.19	1,089,655.61
购买商品、接受劳务支付的现金	223,085.11	765,056.64	428,619.15	862,003.52
支付给职工以及为职工支付的现金	6,782.69	26,852.27	32,529.50	29,695.28
支付的各项税费	14,575.62	34,774.35	31,117.18	40,866.72
支付其他与经营活动有关的现金	46,377.96	102,212.95	131,262.73	109,263.36
经营活动现金流出小计	290,821.38	928,896.20	623,528.55	1,041,828.89
经营活动产生的现金流量净额	125,044.16	37,732.75	110,173.63	47,826.72
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资收到的现金	1,098.93	32,626.28	234.18	100,000.00
取得投资收益收到的现金	1,000.00	1,882.12	6,214.64	7,281.50
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1.08	72.39	12.92	13,311.42
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	340.57	6,457.90	47,724.68
收到其他与投资活动有关的现金	6,253.47	25,037.42	4,119.23	8,231.80
投资活动现金流入小计	8,353.48	59,958.79	17,038.86	176,549.39
购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	10,278.69	77,315.10	36,659.77	9,620.30
投资支付的现金	682.00	12,564.96	88,076.96	100,000.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	5,475.12	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	46,434.29	3,000.00	2,141.23
投资活动现金流出小计	10,960.69	136,314.35	133,211.85	111,761.52
投资活动产生的现金流量净额	-2,607.21	-76,355.56	-116,173.00	64,787.87
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收投资收到的现金	444,150.00	984.00	200.00	400.00
取得借款收到的现金	112,545.00	415,810.11	209,675.00	375,938.15
发行债券收到的现金	0.00	99,850.00	99,500.00	0.00
收到其他与筹资活动有关的现金	15,929.58	127,999.02	6,828.23	108,805.12
筹资活动现金流入小计	572,624.58	644,643.13	316,203.23	485,143.27
偿还债务支付的现金	140,004.00	248,655.11	281,284.06	488,326.28
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	12,117.24	49,590.34	33,582.00	56,338.99

支付其他与筹资活动有关的现金	16,023.23	35,575.32	41,196.21	147,626.23
筹资活动现金流出小计	168,144.47	333,820.77	356,062.27	692,291.50
筹资活动产生的现金流量净额	404,480.11	310,822.36	-39,859.04	-207,148.23
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-2.99	24.18	-200.25	58.36
五、现金及现金等价物净增加额	526,914.07	272,223.73	-46,058.65	-94,475.28
加：期初现金及现金等价物余额	334,857.19	62,633.46	108,692.11	203,167.39
六、期末现金及现金等价物余额	861,771.25	334,857.19	62,633.46	108,692.11

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	39,208.19	15,229.72	23,173.08
加：资产减值准备	5,847.90	1,348.20	1,835.23
固定资产折旧、生产性生物资产折旧	25,326.66	27,683.63	39,055.86
无形资产摊销	4,787.49	4,515.47	6,979.20
长期待摊费用摊销	335.93	177.66	44.37
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-6,696.83	-7.24	-1,004.23
公允价值变动损失	15,336.85	-22,288.30	1,100.75
财务费用	48,826.99	37,646.58	59,145.98
投资损失	-28,838.37	-797.96	-41,466.57
递延所得税资产减少	419.36	-351.26	832.1
递延所得税负债增加	-778.85	6,367.67	-109.54
存货的减少	2,266.63	6,157.04	-32,973.97
经营性应收项目的减少	-119,513.20	23,673.70	18,996.88
经营性应付项目的增加	54,470.58	12,879.02	-29,105.72
专项储备	-475.59	888.36	1,323.29
取得子公司的投资成本小于取得投资时应享有被投资单位可辨认净资产公允价值产生的收益	0.00	-302.17	0.00
少数股东放弃所属可分配利润形成的收益	-1,038.86	-1,763.53	0.00
股权激励	171.14	675.41	0.00
与投资活动相关的补偿款收入	-1,923.29	-1,558.36	0.00
经营活动产生的现金流量净额	37,732.75	110,173.63	47,826.72

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1 季度财务报表

附录四 主要财务指标表

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
应收账款周转天数(天)	-	28.08	34.35	35.36
应收票据周转天数(天)	-	31.52	37.38	35.42
存货周转天数(天)	-	22.71	36.11	30.62
应付票据周转天数(天)	-	54.59	106.41	62.99
应付账款周转天数(天)	-	60.12	66.36	45.54
净营业周期(天)	-	-32.40	-64.93	-7.13
流动资产周转天数(天)	-	245.63	275.45	221.17
固定资产周转天数(天)	-	192.67	283.20	191.45
总资产周转天数(天)	-	717.26	913.55	641.65
综合毛利率	12.64%	11.18%	9.57%	9.21%
期间费用率	8.66%	7.79%	10.99%	9.77%
总资产回报率	-	4.15%	2.92%	3.59%
非付现费用(万元)	-	36,297.98	33,724.96	47,914.65
非经营损益(万元)	-	28,269.15	20,569.48	18,498.50
FFO(万元)	-	103,775.32	69,524.16	89,586.23
营运资本变化(万元)	-	-62,775.99	42,709.76	-43,082.81
产权比率	86.90%	122.42%	103.86%	103.45%
资产负债率	46.50%	55.04%	50.95%	50.85%
流动比率	1.64	1.10	0.86	0.87
速动比率	1.56	1.03	0.76	0.76
EBITDA(万元)	-	121,855.37	89,102.11	122,974.55
EBITDA 利息保障倍数	-	2.86	2.51	2.63
有息债务(万元)	1,007,931.16	1,007,100.27	782,863.11	826,835.07

资料来源：公司2014-2016年审计报告及未经审计的2017年1季度财务报表，鹏元整理

附录五 截至2016年12月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
内蒙古亿利化学工业有限公司	113,900	41%	PVC 生产、销售
北京亿兆华盛股份有限公司	10,000	85%	化工产品经销
伊金霍洛旗东博煤炭有限责任公司	10,000	100%	煤炭开采
亿利洁能科技有限公司	15,000	80%	工程技术咨询
鄂尔多斯市亿利煤炭有限责任公司	10,000	100%	煤炭运销
亿利(香港)贸易有限公司	10,000	100%	货物及技术的进出口业务
内蒙古金山恒泰资源投资有限公司	4,000	51%	矿权投资
北京亿利智慧能源科技有限公司	10,000	100%	技术研发、设计规划
亿利洁能投资（北京）有限公司	5,000	100%	投资
伊金霍洛旗安源西煤炭有限责任公司	5,000	100%	煤炭开采
亿利国际贸易有限公司	10,000	100%	化工产品经销
亿利智慧能源（泰国）有限公司	400 万泰铢	100%	清洁能源
亿利洁能（浦江）有限公司	3,000	62%	城市供热
张家口亿盛洁能热力有限公司	5,000	100%	城市集中供热工程施工
亿绿兰德（北京）技术有限公司	500	100%	工程项目管理

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
应收票据周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
应付票据周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数+应收票据周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数-应付票据周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{股东权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
EBITDA	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
EBITDA利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的非流动负债} + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款中的融资租赁款}$
有息债务（担保方）	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{1年内到期的长期有息债务} + \text{其他流动负债}^2 + \text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{长期应付款}^3$

² 2017年3月末的其他非流动负债为无息债务，未计入有息债务。

³ 长期应付款中应付融资款、韩元贷款、杭锦旗日元贷款资金。

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。