

内蒙古亿利能源股份有限公司

**2012 年公司债券 2015 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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

报告编号:

鹏信评【2015】跟踪第
【208】号 01

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: 按年计
息, 每年付息一次, 到
期一次性还本, 另附第 5
年末上调票面利率选择
权与回售选择权

增信方式: 保证担保

担保主体: 亿利资源集
团有限公司

分析师

姓名:
王晨 杨建华

电话:
010-66216006

邮箱:
wangch@pyrating.cn

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

内蒙古亿利能源股份有限公司 2012 年公司债券 2015 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
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	2015 年 06 月 05 日	第一期: 2014 年 04 月 28 日 第二期: 2014 年 04 月 28 日
评级结论:		

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对内蒙古亿利能源股份有限公司 (以下简称“亿利能源”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 2015 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电石实现自给有利于降低生产成本以及亿利资源集团有限公司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 偿还提供了进一步保障, 同时我们也关注到了化工产品及其煤炭价格下降导致公司主营业务亏损、医药流通企业剥离及化工贸易业务减少导致公司收入下滑、在建项目和偿债均面临一定资金压力以及存在一定或有负债等风险因素。

正面:

- 电石实现自给有利于降低公司化工产品生产成本。2014 年, 达拉特电石分公司 24 万吨/年电石二期项目完工投产, 公司具备 64 万吨/年的电石产能, 2014 年下半年 PVC 生产所需电石实现自给, 有利于降低公司化工产品生产成本。
- 公司控股股东亿利资源集团有限公司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 偿还提供了进一步保障。公司控股股东资产规模较大、煤炭资源丰富、经营性现金流表现相对较好, 对 12 亿利 01 和 12 亿利 02 偿还提供一定保障。

关注：

- **化工产品及煤炭价格下降削弱了公司的盈利能力，2014 年主营业务出现亏损。**2014 年公司自产 PVC 及烧碱含税均价同比分别下降 18.90% 和 18.10%，自产煤炭含税均价下降 8.71%。此外，化工产品及煤炭价格下行也削弱了公司化工及煤炭贸易板块盈利能力，剔除股权转让等投资收益，公司营业利润为-16,978.34 万元。
- **医药流通企业股权转让及化工贸易业务减少导致公司收入下滑。**2014 年公司以总价 49,854 万元将持有的北京信海丰园生物医药科技发展有限公司 50% 股权、陕西华信医药有限公司 70% 股权、鄂尔多斯市亿利医药有限责任公司 100% 股权转让给上药科园信海医药有限公司，当年公司医药贸易业务收入下降 47.76%；化工贸易收入下降 32.25%；整体来看，2014 年公司营业收入下滑 16.55%。
- **公司在建项目后续投入规模较大，面临一定资金压力。**2014 年末，公司主要在建项目尚需投入 145,672 万元，此外，随着微煤雾化项目的增加，公司资金压力进一步加大。
- **公司短期有息负债规模较大，面临一定偿付压力。**2015 年公司需偿还的短期有息负债 543,219.00 万元，公司短期偿债压力较大。
- **公司资产以非流动资产为主且部分资产用于抵押，资产流动性一般。**2015 年 3 月末，公司非流动资产 1,395,760.17 万元，占总资产的比重为 66.84%；账面价值 121,473.40 万元的货币资金和 247,598.23 万元的长期股权投资已用于质押，账面价值 172,307.89 万元的固定资产已用于抵押。
- **公司存在一定或有负债风险。**2015 年 3 月末，公司对外担保余额 14.80 亿元，占期末净资产的比重为 14.81%，存在一定的或有负债风险。

主要财务指标：

项目	2015 年 3 月	2014 年	2013 年	2012 年
总资产（万元）	2,088,304.30	2,016,163.60	2,265,041.94	1,906,492.38
所有者权益合计（万元）	999,051.50	990,985.27	987,088.35	681,829.61
有息债务（万元）	-	858,265.41	1,084,258.84	1,043,672.73
资产负债率	52.16%	50.85%	56.42%	64.24%
流动比率	0.98	0.87	0.89	0.64
速动比率	0.86	0.76	0.78	0.53
营业收入（万元）	145,253.52	1,201,001.65	1,439,267.89	1,111,611.96
营业利润（万元）	-1,344.02	24,488.22	34,091.50	24,632.27

利润总额（万元）	1,279.53	30,354.51	37,670.06	27,121.89
综合毛利率	17.88%	9.21%	10.46%	12.07%
EBITDA（万元）	-	122,974.56	130,436.97	117,774.04
EBITDA利息保障倍数	-	2.63	2.28	2.05
经营活动净现金流净额（万元）	4,472.31	47,826.72	8,203.72	27,347.98

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季度财务报表

一、12亿利01和12亿利02本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可【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，其中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起息日分别为2012年04月23日和2012年07月19日，均为按年计息，每年付息一次，到期还本，另附第5年末上调票面利率选择权与回售选择权，若债券持有人在第5年末行使回售权，所回售债券第5年的利息在投资者回售支付日一起支付。截至2015年5月31日，12亿利01已累计支付三期利息，12亿利02已累计支付两期利息，利息兑付情况如表1所示。

表 1 截至 2015 年 5 月 31 日公司债券累计兑付情况（单位：万元）

债券简称	本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/ 回售金额	利息支付	期末本金余额
12 亿利 01	2013.4.23	80,000	-	5,840	80,000
	2014.4.23	80,000	-	5,840	80,000
	2015.4.23	80,000	-	5,840	80,000
12 亿利 02	2013.7.19	80,000	-	5,136	80,000
	2014.7.19	80,000	-	5,136	80,000
合计		160,000	-	27,792	160,000

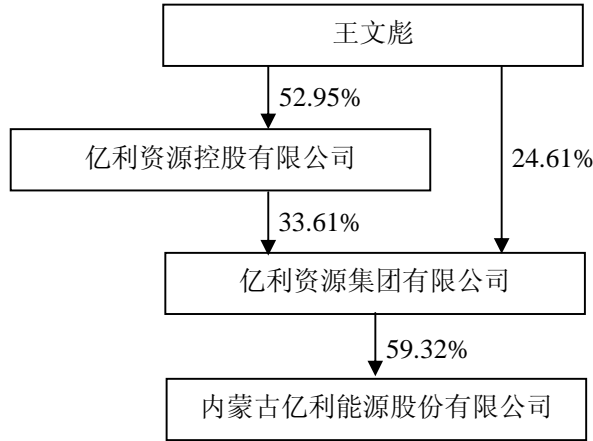
资料来源：公司提供

12亿利01和12亿利02募集资金扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务、优化公司债务结构，截至2015年5月31日，募集资金已使用完毕。

二、发行主体概况

2014年公司注册资本，控股股东及实际控制人均未发生变更，但控股股东持股比例发生变动。根据公司2015年5月27日发布的2014年年报（修订版），亿利资源集团有限公司（以下简称“亿利资源”）减持公司股权至59.32%，王文彪先生直接持有亿利资源股权减至24.61%，此外，王文彪先生通过亿利资源控股有限公司持有亿利资源33.61%的股权，故公司控股股东仍为亿利资源，实际控制人仍为王文彪先生。

图1 截至2015年3月31日公司产权控制情况



资料来源：公司提供，鹏元整理

受所处氯碱化工行业及煤炭行业持续低迷影响，公司积极谋求转型，2014年取得一定突破。公司通过增资控股空港天立能源工程技术（北京）有限公司（以下简称“天立能源”）组建亿利洁能科技有限公司（以下简称“亿利洁能”），并投资组建北京亿利智慧能源有限公司（以下简称“智慧能源”）、设立环境修复中心，利用微煤雾化、能源互联网等技术，由传统的氯碱及煤炭生产贸易商向清洁高效能源运营商转型。此外，公司新设立投资并购部以服务公司微煤雾化、智慧能源和环境修复项目的并购整合，加快行业整合和产业升级，推进清洁能源相关业务。除亿利洁能及智慧能源外，公司还新设立亿利国际贸易有限公司、鄂尔多斯市亿利中药饮片有限责任公司、杭锦旗亿泽合成材料有限公司并纳入合并报表范围。

经公司2014年3月14日召开的第五届董事会第四十九次会议、2014年4月1日召开的2014年第五次临时股东大会审议通过，同意公司对控股子公司内蒙古天然药业投资有限公司（以下简称“天然药业投资公司”）实施吸收合并，并在合并过程中受让金威建设集团有限公司持有的天然药业投资公司1.74%股权。2014年6月3日，公司完成天然药业投资公司的合并注销的工商登记手续。经2014年6月13日召开的第五届董事会第五十四次会议、第五届监事会第二十四次会议及2014年6月30日召开的2014年第七次临时股东大会审议通过，向上药科技园信海医药有限公司转让部分医药流通企业股权，转让股权包括北京信海丰园生物医药科技发展有限公司（以下简称“信海丰园”）50%股权、陕西华信医药有限公司（以下简称“陕西华信”）70%股权和鄂尔多斯市亿利医药有限责任公司（以下简称“鄂医药”）100%股权。交易价格依次分别为25,683万元、23,607万元和4,500万元。上述公司自2014年7月1日起不再纳入合并报表范围。综合来看，公司新增5家子公司纳入合并报表范围，注销天然药业投资公司，不再纳入合并报表范围。截至2014年末，公司纳入合并报表范围的子公司

共18家，详见附录五。

表 2 2014 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
亿利洁能科技有限公司	60	20,000	工程技术咨询	投资
北京亿利智慧能源科技有限公司	72	10,000	技术研发、设计规划	新设
亿利国际贸易有限公司	100	10,000	货物进出口业务	新设
鄂尔多斯市亿利中药饮片有限责任公司	100	300	中药饮片、中药材批发	新设
杭锦旗亿泽合成材料有限公司	100	10	化工产品经销	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	不再纳入合并报表的原因
内蒙古亿利天然药业投资有限公司	98.26	19,000	医药	注销

资料来源：公司提供

截至2014年12月31日，公司资产总额为201.62亿元，归属于母公司的所有者权益为90.32亿元，资产负债率为50.85%；2014年度，公司实现营业收入120.10亿元，利润总额3.04亿元，经营活动现金净流入4.78亿元。

截至2015年3月31日，公司资产总额为208.83亿元，归属于母公司的所有者权益为90.80亿元，资产负债率为52.16%；2015年1-3月，公司实现营业收入14.53亿元，利润总额0.13亿元，经营活动现金净流入0.45亿元。

三、运营环境

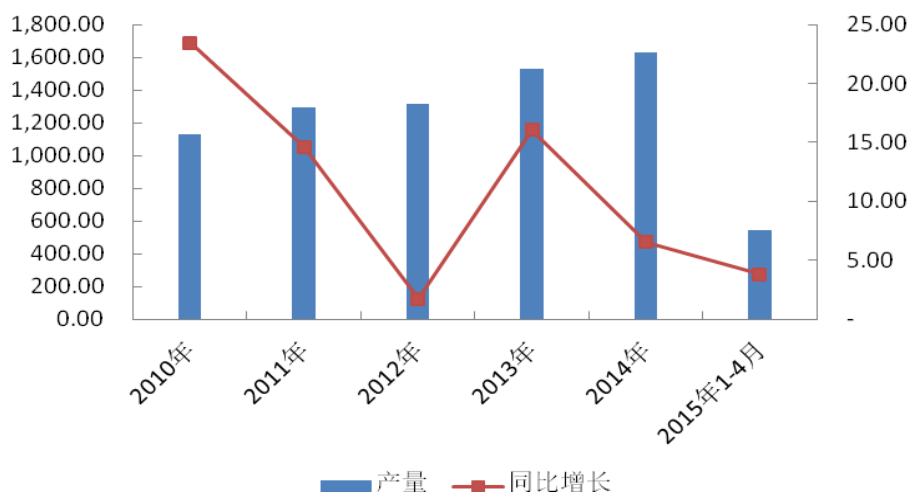
PVC市场景气度与房地产行业呈现高度的正相关性，房地产行业的不景气导致PVC行业产能过剩明显，供需矛盾导致PVC价格持续下降

PVC 中文名称聚氯乙烯，具有稳定、不易被酸碱腐蚀、耐热等特性。我国PVC需求主要集中在管材、管件、型材、门窗等建筑材料行业。目前，国内PVC生产主要采用电石乙炔法和石油乙烯法。我国是典型的多煤少油国家，这就导致以煤炭为源头的电石法在国内PVC生产中占据主导地位，其产能占我国PVC总产能80%左右，但电石法产生的废料较多，如处置不当，对环境的污染较重。后者以石油为原料，目前在国际上得到普遍应用，产能占我国PVC总产能的20%左右。

随着我国国民经济的发展，特别是建筑业与聚氯乙烯加工业对聚氯乙烯的消费的拉动，国内PVC行业得到快速发展，生产能力增长迅速。据中国聚氯乙烯行业研究报告统计，截

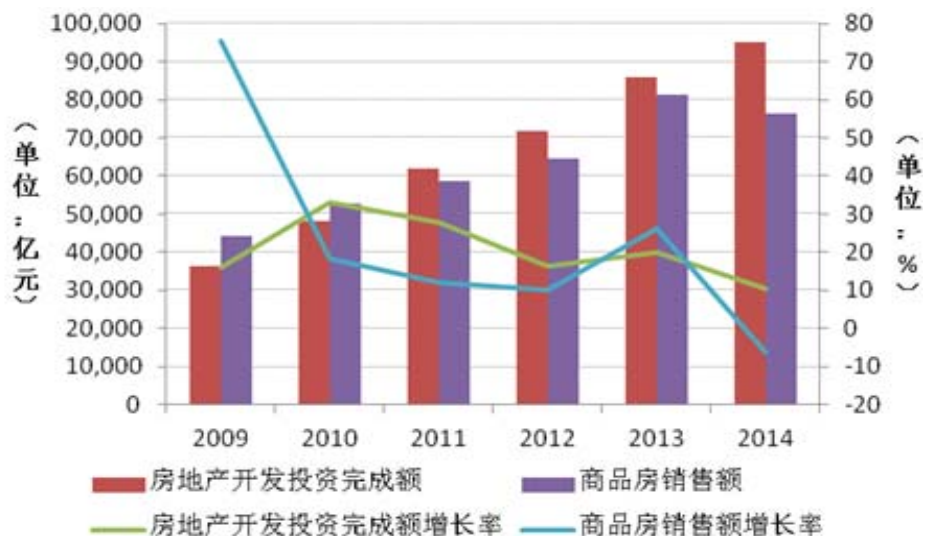
至2013年末，中国聚氯乙烯的总产能已达2,476.00万吨，我国已成为世界第一大PVC生产国。受产能扩张影响，我国PVC产量也持续增加，但增速主要受下游房地产市场影响存在一定波动。2010年以来我国经济持续放缓以及持续性的房地产调控政策一定程度上抑制了房地产市场投资需求，房地产投资放缓导致PVC市场低迷，PVC产量增速由2010年的23.44%下降至2012年的1.74%，2013年抑制的房地产市场需求得到释放，PVC市场产量也大幅增加，但随着2014年以来房地产市场的回落，我国PVC产量增速也放缓，2015年1-4月我国PVC产量同比增长3.81%，增速进一步放缓。

图2 2009年以来我国PVC产量及增长情况（单位：万吨）



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

图3 2009-2014年中国房地产投资与销售情况



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

下游需求趋缓及产能扩张导致供需矛盾突出，2010年以来国内PVC价格呈持续下降趋势，得益于房地产市场短暂回暖，2013年上半年当年PVC价格止跌回升，2013年下半年又步入下降通道。2014年房地产景气度下降导致PVC价格降幅较大，2015年价格回升主要源自成本推动及供应减少，2015年以来电石价格由年初约2800元/吨上涨至2015年5月初的3000元/吨，成本上涨对PVC价格有一定拉动作用；此外，大量PVC生产企业进入春检周期，PVC供应减少对其价格起到一定支撑作用。综合来看，PVC市场景气度与房地产行业呈现高度的正相关性，房地产行业的不景气导致PVC行业产能过剩明显，供需矛盾导致PVC价格持续下降。

图4 2009年以来PVC价格走势（单位：元/吨）

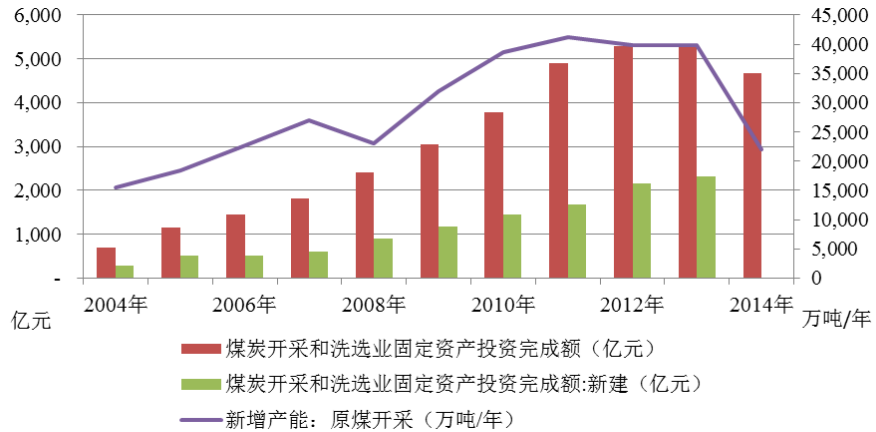


资料来源：wind资讯

2014年煤炭行业投资大幅下滑，煤炭库存总体呈增长趋势且处于相对高位，国内煤炭需求趋缓，煤价持续走低，行业景气度较低

近年来，随着一批新建、改扩建和资源整合煤矿技改完成并陆续投产，煤炭产能释放逐步加快，我国煤炭固定资产投资完成额较高且呈持续增长趋势，但2014年全国煤炭开采和洗选业固定资产投资完成额同比下降9.5%，全年完成投资4,682亿元，为十年来首次出现大幅下降。

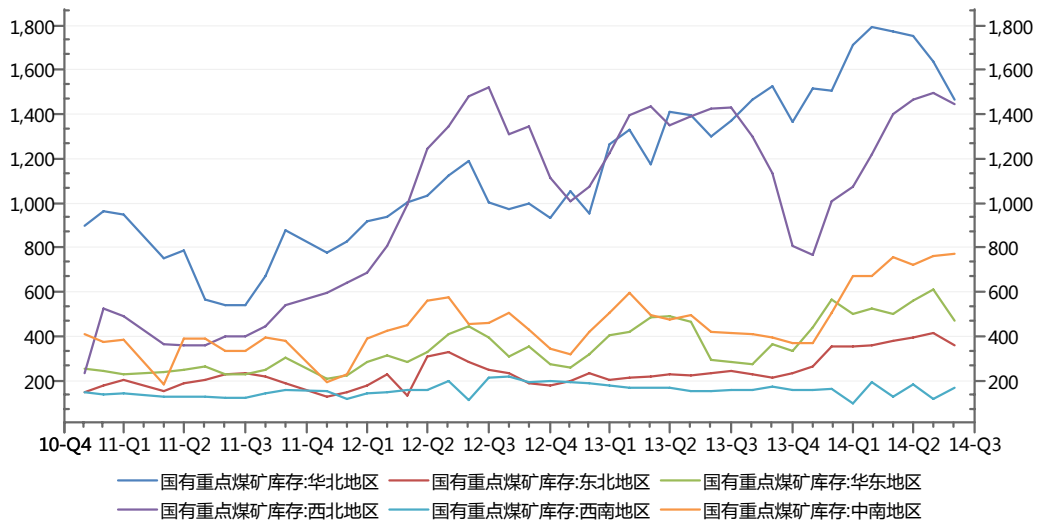
图5 2004-2014年我国原煤开采新增产能、煤炭开采和洗选业固定资产投资情况



资料来源: Wind, 鹏元整理

从国有重点煤矿库存情况来看, 2014年以来, 各个地区煤炭库存仍总体呈上升趋势, 部分地区有小幅回落, 但仍维持在相对高位。

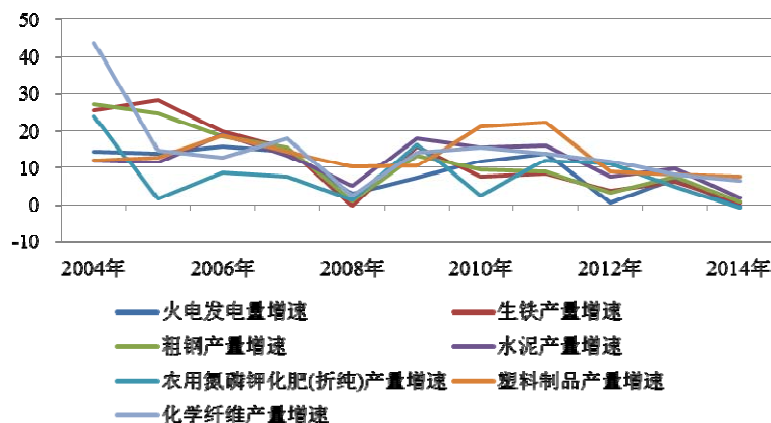
图6 近年我国部分地区煤矿库存情况 (单位: 万吨)



资料来源: Wind, 鹏元整理

从需求来看, 我国煤炭消费的行业结构呈现多元化的特点, 但主要集中在电力、钢铁、水泥等行业。根据煤炭工业协会的统计数据, 2014年全国煤炭消费量约35.1亿吨, 同比下降2.5%, 其中, 电力行业耗煤下降3.4%; 钢铁行业耗煤下降1.4%; 建材行业耗煤下降1.1%。国家能源局发布数据显示, 2014年全社会用电量55,233亿千瓦时, 同比仅增长3.8%, 增速为近十年来的新低。

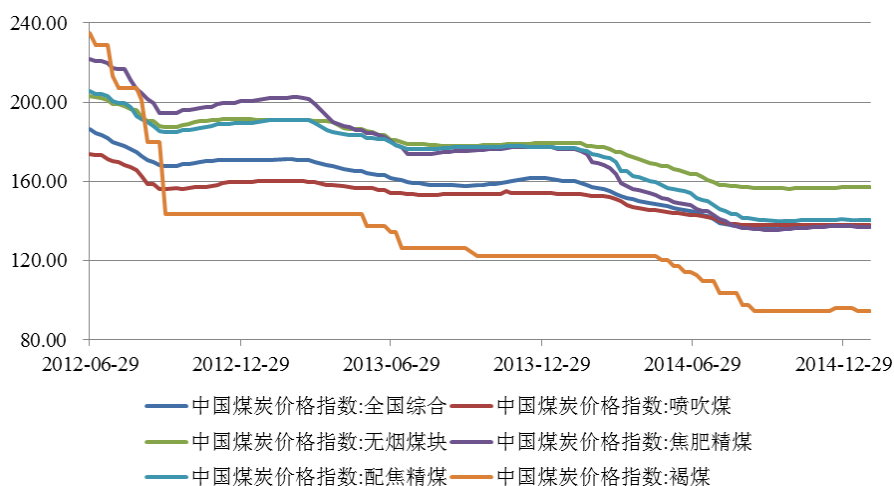
图7 近年来全国主要耗煤产业产量增长情况 (单位: %)



资料来源: Wind, 鹏元整理

库存高企、需求趋缓的影响下,近年来我国煤炭价格波动幅度较大,自2011年下半年以来,我国煤炭价格整体呈下降趋势。而煤炭主要下游需求行业目前均处于产能过剩状态,正是产业结构调整的重点,煤炭需求将受到一定抑制,继而导致短时期内煤炭价格大幅回升的可能性较小。

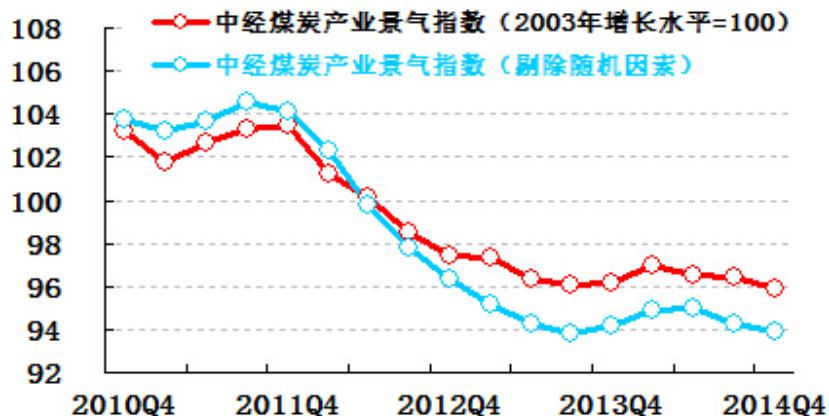
图 8 近年来主要煤炭价格指数情况



资料来源: Wind, 鹏元整理

我们关注到,中国经济长期处于去库存周期,这对于强周期类行业的打击是显著的。从中国煤炭市场景气指数来看,产能释放的较大压力伴随着宏观经济结构调整下的需求抑制,煤炭行业景气度较低,并且在短期内景气度难以回升。

图 9 近年来中国煤炭市场景气指数情况

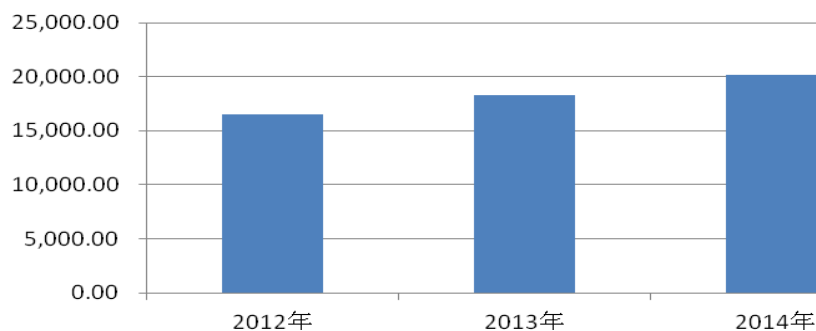


资料来源：中国经济网

随着居民可支配收入的持续增长和人口老龄化的加快，我国医药行业近年保持了较快的增长速度，未来预计仍有较大的增长空间

医药制造业的增长主要受人们的医疗保健需求和支付能力影响。近年来，我国居民可支配收入逐年提高。据国家统计局统计，2014年我国全国居民人均可支配收入为20,167元，持续保持增长，居民可支配收入的增长促进了我国医疗卫生的消费支出。

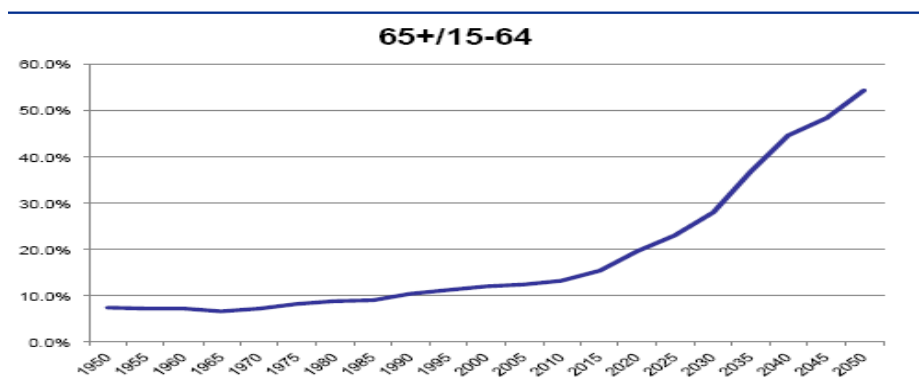
图10 近年我国全国居民人均可支配收入 (单位：元)



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

据国家统计局《第六次全国人口普查主要数据公报》，以2010年11月1日零时为标准时点，我国60岁及以上人口占比为13.26%，比2000年上升2.93个百分点，人口老龄化程度加剧。此外，据联合国和安信证券研究中心预测，2015年以后，我国老龄化趋势将加速，65岁及以上的人口与15-64岁的人口之间的比值将快速提升。未来人口老龄化的加剧将提升医药消费需求，有利于医药制造行业的长远发展。

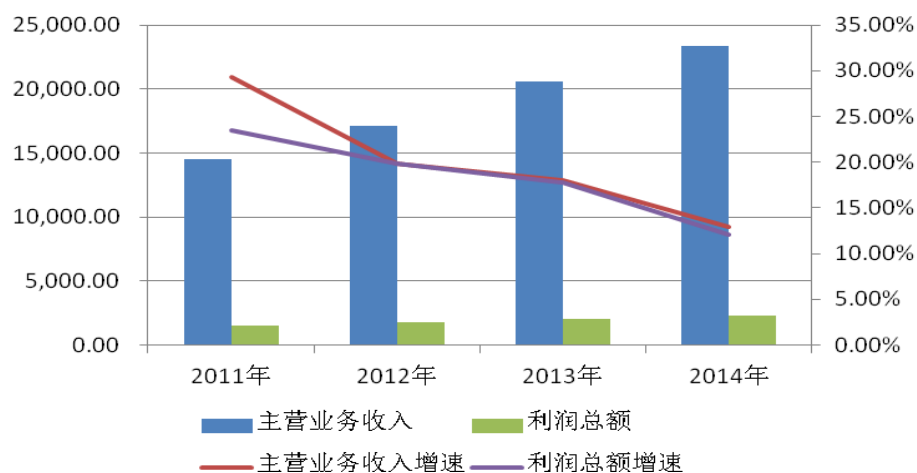
图11 中国人口老年化趋势加剧



资料来源：公开资料，鹏元整理

随着经济的增长和人口老龄化的加快，我国医药行业近年来保持了较快的增长速度。医药制造业的销售收入从2011年的14,522.05亿元增长到2014年的23,325.61亿元，年均复合增长率达到17.11%；医药制造业实现利润总额从2012年的1,494.30亿元增长至2014年的2,322.20亿元，年复合增长率15.83%。但目前我国医药行业与欧盟和北美国家相比尚处于成长阶段，医药企业在规模、资金和技术等方面较国际知名医药企业仍存在较大差距，行业未来仍存在较大的增长空间。

图12 2011-2014年我国医药制造业销售收入及利润总额变化情况（单位：亿元）



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

四、经营与竞争

2014年公司主要业务板块仍以煤炭、医药和化工为主，均涉及产品的生产及贸易，但公司医药流通业务已于2014年6月份转让。此外，公司新增微煤雾化业务，并以此为公司战略发展方向，但目前收入规模较小。2014年公司化工板块收入有所下滑，主要系化工贸易

业务下滑较多所致；医药板块受出售部分医药流通企业股权影响，医药贸易业务收入也大幅下降；主要得益于煤炭贸易业务新市场的开拓，公司煤炭板块收入增加较多。毛利率方面，2014年传统氯碱行业依旧低迷，价格下行导致化工板块毛利率较2013年有所下降；医药板块毛利率上升主要是毛利率较低的医药贸易业务收入减少；煤炭市场低迷导致公司煤炭板块毛利率下降。

表 3 近两年又一期公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015年1-3月		2014年		2013年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
化工	98,669.40	13.11%	596,260.07	8.27%	693,945.02	8.88%
其中：化工生产	66,438.63	19.16%	341,923.45	13.29%	318,541.74	15.30%
化工贸易	32,230.78	0.65%	254,336.62	1.53%	375,403.28	3.43%
医药	4,331.80	46.97%	232,752.61	8.09%	428,029.49	6.75%
其中：医药生产	4,331.80	46.97%	17,476.22	37.12%	15,959.48	36.64%
医药贸易	-	-	215,276.39	5.74%	412,070.01	5.60%
煤炭	29,272.24	16.51%	321,062.46	9.15%	248,390.97	16.74%
其中：煤炭生产	4,030.26	12.36%	32,383.74	36.17%	45,179.87	49.84%
煤炭贸易	25,241.98	17.17%	288,678.72	6.12%	203,211.10	9.38%
生态生物	5,141.30	20.61%	10,362.15	26.16%	3,824.82	6.00%
发电	617.96	9.87%	3,634.61	13.82%	3,234.83	15.86%
装备制造	2,236.83	5.29%	28,292.92	9.14%	48,071.50	9.69%
合计	140,269.53	15.00%	1,192,364.82	8.67%	1,425,496.64	9.65%

资料来源：公司提供，鹏元整理

化工板块

受化工贸易业务收入下滑影响，化工板块收入有所下降；电石产能扩大及产量增加有利于降低化工产品生产成本并给化工生产收益带来一定补充，但PVC及烧碱价格降幅较大导致公司化工板块毛利率有所下降

公司化工板块运营主体未发生变化，仍主要由其下属的内蒙古亿利化学工业有限公司（简称“亿利化学”）负责运营。2014年以来，亿利化学PVC及烧碱产能均未发生变化，产销量也基本与2013年持平。但受行业产能过剩、市场需求低迷影响，2014年亿利化学PVC及烧碱价格均大幅下降，价格下滑对化工生产的收入及毛利率均产生不利影响。2014年公司化工生产收入增加主要来自电石外销产生的销售收入。2015年1季度公司PVC及烧碱价格进一步下滑。

表 4 近两年又一期公司 PVC 及烧碱生产经营情况

年份	项目	PVC	烧碱
----	----	-----	----

2015年1-3月	产能(万吨)	50	40
	产量(万吨)	11.51	8.18
	销量(万吨)	10.44	8.18
	产能利用率	23.02%	20.45%
	产销率	90.70%	100%
	平均含税售价(元/吨)	4,776.49	1,419.17
2014年	产能(万吨)	50	40
	产量(万吨)	46.70	32.59
	销量(万吨)	46.10	32.59
	产能利用率	93.40%	81.48%
	产销率	98.72%	100.00%
	平均含税售价(元/吨)	5,167.77	1,444.27
2013年	产能(万吨)	50	40
	产量(万吨)	46.81	33.19
	销量(万吨)	47.58	32.83
	产能利用率	93.62%	82.98%
	产销率	101.64%	98.92%
	平均含税售价(元/吨)	6,372.01	1,763.55

资料来源：公司提供

公司化工生产所需主要原材料有电石、工业盐和煤，电石主要由公司下属达拉特电石分公司提供，2014年，达拉特电石分公司24万吨/年电石二期项目完工投产，公司具备64万吨/年的电石产能，2014年下半年PVC生产所需电石不但实现自给，而且外销15.73万吨，实现收入42,170.22万元，对公司的收益带来一定补充。亿利化学所在区域煤炭资源较为丰富，煤炭供应较有保障，受煤炭市场依旧低迷影响，2014年公司煤炭采购价格有所下降，工业盐的价格也呈下降趋势。此外，生产所需电力能源仍由公司2*50MW自备电厂以及与神华集团有限责任公司共同投资建立的煤矸石发电厂供应，相对工业电价有一定价格优势。公司化工生产所需各原材料采购价格下降及电石实现自给一定程度上缓解了PVC及烧碱价格下降带来的毛利率下滑，因而2014年公司化工生产业务毛利率较2013年仅下降2.01个百分点。煤炭价格下行及电石自给有利于降低公司化工产品生产成本，但PVC产能过剩的局面并未扭转，预计未来仍将给公司带来不利影响。

表5 2013-2014年公司化工生产业务主要原材料采购情况

原材料	2014年		2013年	
	数量(万吨)	含税单价(元/吨)	数量(万吨)	含税单价(元/吨)
电石	53.10	2,727.72	65.96	2,982.69
工业盐	51.47	377.69	51.03	404.58

煤	60.2	171.89	64.35	180.60
---	------	--------	-------	--------

注：亿利化学的电石采购主要来自达拉特电石分公司，2014年全部自其购入。

资料来源：公司提供

公司化工贸易产品主要为PVC及建材，PVC贸易仍由子公司北京亿兆华盛有限公司（以下简称“亿兆华盛”）和北京亿德盛源新材料有限公司负责，钢材贸易主要由亿兆华盛经营。受钢材贸易量大幅下降影响，2014年公司化工贸易业务收入下降较多，同比下降32.25%。

表6 近两年又一期公司化工贸易情况（单位：万吨、元/吨）

销售品种	2015年1-3月		2014年		2013年	
	数量	含税单价	数量	含税单价	数量	含税单价
PVC	4.71	5,617.94	39.10	6,432.10	31.37	6,354.55
钢材	1.87	2,690.59	18.32	3,187.92	58.75	3,165.36

资料来源：公司提供

煤炭板块

得益于煤炭贸易量增加，公司煤炭板块收入增加，但煤炭价格下降削弱其盈利能力

2014年公司未新增煤矿资源，宏斌煤矿只进行了部分土石方剥离工作，由于焦煤市场持续下滑，公司决定暂缓施工，目前处于停滞状态。因而公司煤矿开采业务仍主要由东博煤矿负责经营。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，2014年5月份投产，受煤炭价格下滑及产能不足影响，亏损较大。

表7 2015年3月末公司拥有的煤矿资源情况（单位：万吨、年、万吨/年）

煤矿名称	持有权益	主要煤种	可采储量	设计产能	生产规模	有无采矿权
东博煤矿	100%	无烟煤	4,140	120	300	有
宏斌煤矿	100%	1/3焦煤	850	90	140	有
黄玉川煤矿	49%	无烟煤	92,600	1,000	1,200	有

资料来源：公司提供

2014年煤炭市场依旧低迷，需求不旺导致公司煤炭生产业务销量出现下滑，2014年原煤销量同比下降8.01%，销量的下降导致煤炭生产业务收入下滑，2014年公司煤炭生产业务实现收入32,383.74万元，同比下降28.32%。公司煤炭生产收入较销量降幅较大主要是煤炭价格受市场低迷影响同比下降8.71%。煤炭价格的下行以及露采煤矿资源枯竭对公司煤炭生产业务毛利率也带来一定冲击，2014年公司煤炭生产业务毛利率较2013年下降13.73个百分点。

表8 近两年又一期公司煤炭产销情况

项目	2015年1-3月	2014年	2013年
煤矿数量（座）	2	2	2
原煤生产能力（万吨/年）	440	440	440

原煤产量（万吨）	21.88	184.21	200.52
其中：露采煤产量（万吨）	-	-	81.87
原煤销量（万吨）	21.88	184.45	200.52
原煤销售含税均价（元/吨）	252.16	240.65	263.61

注：原煤生产能力含宏斌煤矿设计产能，但其尚未投产。

资料来源：公司提供

公司煤炭贸易业务仍由下属子公司鄂尔多斯市亿利煤炭有限责任公司（以下简称“亿利煤炭”）和孙公司天津亿利国际贸易有限公司（以下简称“天津亿利”）负责。公司从当地多个煤矿采购煤炭，采取外销和地销模式。外销煤炭多通过铁路发送，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的开展。2014年公司煤炭贸易量大幅增加，一方面是公司新开发了乌海国电等大型客户，另一方面是公司原有客户神华集团有限责任公司等贸易量加大，2014年公司煤炭贸易量同比增长78.93%，在销售增长带动下，煤炭贸易业务收入增长42.06%，相较煤炭贸易量增速较低主要系煤炭价格下滑所致，2014年公司煤炭贸易价格（不含税销售均价）同比下降18.00%。煤炭价格的下滑对煤炭贸易业务毛利率也产生一定不利影响，2014年公司煤炭贸易业务毛利率较2013年下降3.26个百分点。

表 9 近两年又一期公司煤炭贸易业务情况

项目	2015年1-3月	2014年	2013年
采购量（万吨）	115.09	1,162.14	695.05
不含税采购均价（元/吨）	225.32	227.93	272.38
销售量（万吨）	109.96	1,209.76	676.09
不含税销售均价（元/吨）	240.26	246.46	300.57

资料来源：公司提供

医药板块

公司医药生产较为稳定，医药流通企业股权转让导致医药板块收入大幅下滑

2014年子公司包头中药有限责任公司进行GMP改造，片剂产能增加至440吨；医药运营主体新增鄂尔多斯市亿利中药饮片有限责任公司，从事简单的中药饮片加工。公司医药生产业务较为稳定，2014年除片剂外，公司蜜丸、软胶囊及滴丸产量均有所上升，得益于产销量的增加，公司医药生产业务收入有所增加，2014年实现收入17,476.22万元，同比增长9.50%，公司医药生产业务毛利率也较为稳定。

表 10 2013-2014 年公司医药生产情况

产品	片剂	蜜丸	软胶囊	滴丸
----	----	----	-----	----

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。

2014年	产能（吨）	440	900	138	290
	产量（吨）	276.29	804.41	128.54	272.18
	销量（吨）	267.28	804.41	125.39	269.71
	产能利用率	62.79%	89.38%	93.14%	93.86%
	产销率	96.74%	100%	97.55%	99.09%
	平均含税售价（万元/吨）	17.93	4.92	16.43	28.24
2013年	产能（吨）	320	900	138	290
	产量（吨）	310.01	775.99	116.85	218.63
	销量（吨）	292.22	755.99	110.12	209.16
	产能利用率	96.88%	86.22%	84.67%	75.39%
	产销率	94.26%	97.42%	94.24%	95.67%
	平均含税售价（万元/吨）	17.37	4.58	15.75	26.65

资料来源：公司提供

2014年公司出售医药流通企业股权，导致医药贸易业务收入大幅下降，2014年公司实现医药贸易业务收入下降47.76%。随着公司医药流通企业股权的转让，未来公司医药贸易业务不再产生收入。

微煤雾化

公司积极转型微煤雾化业务，有望成为收入和利润的增长点，但微煤雾化新项目前期投入较大，投资回报周期较长，未来资金压力较大

受传统化工及煤炭产业所处市场持续低迷影响，公司积极推进产业转型，2014年公司增资控股天立能源，后更名为亿利洁能，向清洁能源运营商转型。微煤雾化是公司战略转型的核心项目。

微煤雾化项目技术是兼具节能与环保的煤炭高效清洁利用技术，包括微煤配置、雾化燃烧及烟气净化等程序设计，首先通过选、洗、配，密闭制备满足微煤雾化的洁净煤要求，从源头控制低硫低灰；其次通过核心技术雾化燃烧实现燃烧率不低于98%，最后采用组合浅度SNCR+SCR技术+布袋除尘+湿法脱硫达到烟气净化的目的。微煤雾化的运营模式如下：（1）公司通过自持、合作、买断销售权等一系列方式获得上游优质低硫低灰煤炭资源，（2）公司通过合作建设微煤制备工厂、中转封装站、采用吨袋或密闭罐车将亿利标准微煤输送至各个供热中心，（3）公司通过与地方政府签订独家经营或者其他类似排他性协议，获得特许经营权，建设集中供热中心。

目前，公司已运行微煤雾化项目2个，开工在建项目5个，已签约项目2个。运行项目包括BOO模式建设的山东沂水化工园区项目（产能规划为710蒸吨，其中一期建成投运能力2*50蒸吨，主蒸汽管网约10公里，二期正在规划建设）和江苏宿迁高效煤粉工业锅炉项目

(产能180蒸吨, 已经建成投运微煤炉2*60蒸吨, 在建50蒸吨), 此外, 山东烟台1*30蒸吨BT项目已建成移交。开工在建项目包括山东广饶滨海新区集中供汽(热)项目(产能规划为900蒸吨, 一期建设规模为2*35蒸吨)、山东利津滨海新区集中供汽项目(产能规划为2080蒸吨, 一期建设规模为2*35蒸吨)、山东金乡供气项目(80蒸吨)、江西奉新县集中供气项目(产能规划200蒸吨, 一期建设规模60蒸吨)、江西常熟供汽项目(产能规划235蒸吨, 一期建设规模20蒸吨)。签约项目包括山东淄川区罗村新材料工业园项目(70蒸吨)、山东乐陵项目(规划500蒸吨)。2014年公司微煤微煤雾化业务收入5,540万元, 来自宿迁煤粉锅炉系统集成销售, 在收入分类中列入生态生物板块。2015年3月末, 公司微煤雾化项目中沂水集中供热(汽)项目和广饶集中供热(汽)项目合计已投入7,499万元, 后续投入资金规模较大。

综合来看, 公司微煤雾化业务结合自身煤炭资源优势, 推进煤炭清洁利用, 适应国内环保要求, 目前在建拟建项目较多, 有望成为公司未来收入和利润的增长点, 但微煤雾化项目前期投入较大, 公司或面临一定资金压力, 而且投资回报周期较长, 短期内对公司贡献有限。

公司在建项目尚需投入规模较大, 存在一定资金压力

在建工程方面, 公司乌拉山煤炭集配物流项目资金需求量较大, 该项目建成后将形成2,000万吨/年的煤炭数字化存集配能力、1,000万吨/年的选煤能力, 但受煤炭市场不景气影响, 该项目仍处于停滞状态; 另外, 宏斌煤矿受焦煤市场持续下滑影响, 公司决定暂缓施工, 目前也处于停滞状态。2014年公司主要的在建工程包括亿利化学污水处理工程、综合制剂车间工程及沂水集中供热(汽)项目和广饶集中供热(气)项目, 以上4个项目计划总投资170,923万元, 已完成投资25,251万元, 尚需投资规模较大, 存在一定资金压力。随着公司微煤雾化业务发展, 后续项目建设投入增加, 公司资金压力将进一步加大。

表 11 2015 年 3 月末公司主要在建工程情况 (单位: 万元)

项目名称	总投资	已完成投资额	开始日期	预计投产日期
亿利化学污水处理工程	28,600	17,752	2008 年	2015 年
沂水集中供热(汽)项目	56,123	7,104	2013 年	2015 年
广饶集中供热(汽)项目	86,200	395	2014 年	2016 年
合计	170,923	25,251	-	-

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2014年审计报告和未经审计的2015年1季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2014年公司新增5家子公司纳入合并报表范围，注销1家子公司不再纳入合并报表范围。

根据财政部2014年新颁布的企业会计准则，公司对2013年相应科目做了追溯调整，具体调整科目如表12所示。

表 12 公司 2013 年会计科目追溯调整情况（单位：万元）

会计科目	2013 年
可供出售金融资产	176.08
长期股权投资	-176.08
递延收益	4520.40
其他非流动负债	-4520.40
外币报表折算差额	0.88
其他综合收益	-0.88

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

资产结构与质量

公司资产以非流动资产为主且部分资产用于抵押，资产流动性一般

主要受偿还到期债务影响，2014年公司资产规模同比减少10.99%。从资产构成来看，公司资产以非流动资产为主，2014年末，公司非流动资产1,382,107.39万元，占比68.55%。

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据、应收账款和存货。2014年末，公司货币资金230,165.51万元，以银行存款和其他货币资金为主，其中银行存款和其他货币资金分别为108,639.96万元和121,473.40万元，其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金、期货交易保证金及信用证保证金。2014年末公司应收票据82,883.80万元，同比下降45.99%，主要系票据已背书或贴现所致。2014年公司加强应收账款管理并成立专门的应收账款管理小组负责催收，2014年末公司应收账款67,536.07万元，同比下降59.89%。从账龄来看，公司应收账款主要集中在两年以内，占应收账款总额的比重为90.68%。2014年末公司应收账款前5名占应收账款总额的比重为27.58%。公司预付款项主要为预付煤炭经营权买断款及预付煤炭和化工贸易采购款。其中账龄超过1年的主要是预付西阿煤矿、尔格图煤矿煤炭经营权买断款，共计44,700.00万元。公司存货主要为原材料、在产品及库存商品，受公司医药流通企业股权剥离影响，2014年末公司存货同比下降30.19%。公司存货主要为化工产品及其原材料等，受市场低迷影响未来存在一定跌价风险。

表 13 近两年又一期公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015年3月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	273,576.44	13.10%	230,165.51	11.42%	270,990.54	11.96%
应收票据	94,250.47	4.51%	82,883.80	4.11%	153,449.59	6.77%
应收账款	62,056.37	2.97%	67,536.07	3.35%	168,361.03	7.43%
预付款项	139,580.26	6.68%	143,072.69	7.10%	110,058.10	4.86%
存货	85,585.56	4.10%	76,248.77	3.78%	109,222.74	4.82%
流动资产合计	692,544.12	33.16%	634,056.22	31.45%	841,651.91	37.16%
长期股权投资	425,465.01	20.37%	428,636.54	21.26%	429,029.69	18.94%
固定资产	644,341.44	30.85%	639,019.75	31.69%	638,356.15	28.18%
在建工程	34,765.35	1.66%	30,945.43	1.53%	74,902.31	3.31%
无形资产	210,833.11	10.10%	211,866.36	10.51%	206,897.16	9.13%
其他非流动资产	58,730.08	2.81%	58,730.08	2.91%	58,876.68	2.60%
非流动资产合计	1,395,760.18	66.84%	1,382,107.38	68.55%	1,423,390.03	62.84%
资产总计	2,088,304.30	100.00%	2,016,163.60	100.00%	2,265,041.94	100.00%

资料来源：2014年审计报告及未经审计的2015年1季度财务报表，鹏元整理

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产及其他非流动资产构成。公司长期股权投资规模较大，主要系参股神华亿利能源、西部新时代能源投资股份有限公司（以下简称“西部新时代”）等公司形成的股权投资，公司持有神华亿利能源49%的股份，其中33%的股权已质押用于银行借款及开具银行承兑汇票。神华亿利能源下属黄玉川煤矿2014年投产出现亏损，导致2014年末公司长期股权投资略有下降。公司固定资产主要为机械设备及房屋建筑物，其中2014年由在建工程转入44,010.13万元。2014年末公司在建工程大幅减少主要系转入固定资产所致，转入固定资产的在建工程主要包括亿利塑业PVC工程及220KV变电站工程，其中220KV变电站工程较大部分处置给当地供电局。公司无形资产主要由东博煤炭和宏斌煤矿采矿权以及土地使用权构成。其他非流动资产主要系预付的工程款和设备款，由于设备购置及工程完工后主要用于未来经营生产，故计入其他非流动资产。截至2015年3月末，公司账面价值121,473.40万元的货币资金、1,265.00万元的应收票据、247,598.23万元的长期股权投资已用于质押，账面价值172,307.89万元的固定资产、6,552.40万元的无形资产已用于抵押。

资产运营效率

受应收账款下降影响，公司资金运营压力有所减轻

得益于公司加强应收账款管理，2014年公司应收账款规模大幅下降，因而公司应收账款周转效率提高；2014年末公司存货规模虽有所下降，但营业收入下降也带来营业成本下

降，因而存货周转天数仍有所增加，公司应付账款周转天数也略有增加。总体来看，得益于公司应收账款周转效率提高，公司净营业周期有所减少，资金运营压力有所减轻。

表 14 2013-2014 年公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2014 年	2013 年
应收账款周转天数	35.36	42.72
存货周转天数	30.62	28.03
应付账款周转天数	45.54	44.43
净营业周期	20.44	26.32
流动资产周转天数	221.17	175.77
固定资产周转天数	191.45	148.05
总资产周转天数	641.65	521.71

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

受煤炭及PVC价格下滑幅度较大影响，公司主营业务出现亏损

主要受公司出让部分医药流通企业股权以及钢材贸易业务下降较多影响，2014年公司营业收入下降较多，同比下降16.55%。受煤炭及PVC价格下滑幅度较大以及参股公司神华亿利黄玉川煤矿投产产生较大亏损影响，2014年公司主营业务出现亏损，剔除投资收益，公司营业利润为-16,978.35万元。得益于公司剥离医药流通企业及闲置资金购买理财产品，公司投资收益大幅增长，2014年公司投资收益41,466.57万元，同比增长517.54%，但需关注的是，公司投资收益主要来自医药流通企业的剥离（信海丰园20,369.74万元、陕西华信18,357.94万元），可持续性较差。此外，政府补贴增加及处置固定资产利得增加了公司营业外收入，因而公司实现利润总额30,354.52万元，但较2013年仍下降19.42%。煤炭及PVC等产品价格下滑导致2014年公司综合毛利率下降。公司所处化工及煤炭行业产能过剩的局面短期内难有改善，市场需求低迷或将继续对公司收入及盈利能力产生不利影响。

表 15 近两年又一期公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2015 年 1-3 月	2014 年	2013 年
营业收入	145,253.52	1,201,001.65	1,439,267.89
投资收益	421.11	41,466.57	6,714.77
营业利润	-1,344.01	24,488.23	34,091.49
营业外收入	2,745.71	6,779.42	3,746.22
利润总额	1,279.54	30,354.52	37,670.06
净利润	868.79	23,173.08	28,999.31
综合毛利率	17.88%	9.21%	10.46%

期间费用率	17.49%	9.77%	7.98%
-------	--------	-------	-------

资料来源：公司 2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季度财务报表，鹏元整理

现金流

得益于公司加快催收、对营运资本占用减少，公司经营性现金流有所好转，但后续项目建设存在较大资金压力

2014年末，净利润出现下滑及非经营损益大幅减少导致公司FFO减少，公司现金生成能力减弱，得益于公司加快应收账款的催收及应收票据的减少，公司经营性应收项目对营运资本占用较2013年有所减少，得益于此，2014年公司经营性现金净流入增加，同比增长482.99%。

投资活动方面，2014年公司投资活动现金流入规模较大，主要系公司出售三家医药流通企业股权收到现金5.83亿元及达拉特分公司出售220变电站资产收到现金1.33亿元，此外公司买卖理财产品等获得投资收益7,281.50万元。投资活动现金流出主要系购买理财产品的现金支出。公司新增微煤雾化项目后续资金投入较大，存在一定的资金压力。

筹资活动方面，2014年公司筹资活动现金流入主要来源于借款，此外，票据贴现获得现金108,805.12万元，筹资活动现金流出主要是偿还债务本息支付的现金。综合来看，受公司偿债规模较大影响，2014年公司筹资活动现金净流出207,148.23万元。公司有息债务虽有所减少，但规模仍较大，且新增微煤雾化业务后续资金需求量大，未来较依赖外部融资。

表 16 2013-2014 年公司现金流情况（单位：万元）

项目	2014 年	2013 年
净利润	23,173.08	28,999.31
非付现费用	47,914.66	40,394.14
非经营损益	18,498.49	56,183.57
FFO	89,586.23	125,577.02
营运资本变化	-43,082.81	-119,582.16
其中：存货减少	-32,973.97	-17,757.55
经营性应收项目的减少	18,996.88	-156,866.29
经营性应付项目增加	-29,105.72	55,041.68
其他	1,323.29	2,208.86
经营活动现金流量净额	47,826.71	8,203.72
投资活动的现金流量净额	64,787.87	-113,084.55
筹资活动产生的现金流量净额	-207,148.23	206,568.65
现金及现金等价物净增加额	-94,475.27	101,595.37

资料来源：公司 2014 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债规模虽有所下降，但短期有息负债规模依然较大，面临一定偿付压力

受公司偿还到期债务影响，公司负债总额有所下降，2014年末公司负债总额1,025,178.34万元，同比下降19.78%，2015年公司发行10亿元公司债券，负债总额较2014年末有所增加。公司负债以流动负债为主，2014年末，公司流动负债732,235.48万元，占比71.43%；2015年3月末，公司流动负债占比64.66%。受债务规模下降影响，公司产权比率有所下降，权益对负债的保障能力有所提升。

表 17 近两年又一期公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2015年3月	2014年	2013年
负债总额	1,089,252.82	1,025,178.34	1,277,953.57
其中：流动负债	704,348.38	732,235.48	944,266.91
非流动负债	384,904.44	292,942.86	333,686.66
所有者权益	999,051.50	990,985.27	987,088.36
产权比率	109.03%	103.45%	129.47%

资料来源：公司2014年审计报告及未经审计的2015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、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。2014年末公司短期借款大幅减少主要系借款到期而新增借款减少所致，其中主要包括质押借款67,000.00万元（公司持有神华亿利33%股权质押）、保证借款96,425.16万元（亿利资源及上海华谊（集团）公司保证担保以及公司为子公司保证担保）、抵押并保证借款75,645.00万元（亿利资源及亿利化学资产抵押及亿利资源保证担保）。公司应付票据大幅增加，主要系票据结算采购款规模扩大所致。公司应付账款主要为应付货款、设备及工程款，2014年末减少主要系医药流通企业剥离、相应债务减少所致。其他应付款规模增加主要系与母公司亿利资源往来借款增加至2.77亿元。2014年末公司一年内到期的非流动负债为一年内到期的长期借款和一年内到期的应付融资租赁款，其中一年内到期的应付融资租赁款31,430.34万元，2014年公司其他流动负债为零主要系公司偿还了2014年3月到期的短期融资券。

表 18 近两年又一期公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2015年3月		2014年		2013年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	225,973.06	20.75%	266,070.16	25.95%	420,746.84	32.92%
应付票据	250,327.56	22.98%	235,304.60	22.95%	146,288.87	11.45%
应付账款	112,904.00	10.37%	115,467.19	11.26%	160,400.56	12.55%

其他应付款	38,052.18	3.49%	36,520.37	3.56%	13,325.16	1.04%
一年内到期的非流动负债	40,644.71	3.73%	41,844.24	4.08%	54,316.06	4.25%
其他流动负债	-	-	-	-	99,859.62	7.81%
流动负债合计	704,348.38	64.66%	732,235.48	71.43%	944,266.91	73.89%
长期借款	79,214.40	7.27%	79,214.40	7.73%	92,414.40	7.23%
应付债券	259,309.87	23.81%	159,585.70	15.57%	159,525.25	12.48%
长期应付款	37,284.72	3.42%	44,901.31	4.38%	77,077.07	6.03%
非流动负债合计	384,904.44	35.34%	292,942.86	28.57%	333,686.66	26.11%
负债总额	1,089,252.82	100.00%	1,025,178.34	100.00%	1,277,953.57	100.00%
有息债务	-	-	858,265.41	83.72%	1,084,258.84	84.84%

资料来源：公司 2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季度财务报表，鹏元整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和长期应付款构成。公司长期借款有所下降主要是转至一年内到期的非流动负债10,413.90万元，2014年末公司长期借款79,214.40万元，其中亿利化学抵押借款62,655.40万元。公司应付债券主要为公司发行的12亿利01债券和12亿利02债券。2015年3月末增加主要系新发行10亿元公司债券。2014年公司长期应付款有所减少，主要系31,430.34万元融资租赁款于2015年到期转入流动负债所致。

从有息债务方面来看，2014年公司新增短期借款减少以及偿还到期短期融资券，有息债务规模减少，2014年末，公司有息债务858,265.41万元，同比减少20.84%。从有息负债结构来看，2015年公司需偿还的短期有息负债543,219.00万元，2015年3月末为516,945.33万元，公司短期偿债压力依然较大。

受公司债务规模下降影响，2014年公司资产负债率有所下降，2015年一季度公司发行10亿元公司债券又导致资产负债率提高1.31个百分点。从短期偿债能力指标来看，公司流动比率与速动比率均较小，短期偿债能力指标较弱。从长期偿债能力指标来看，受公司利润下滑影响，2014年公司EBITDA有所下降；得益于公司偿还部分债务、利息支出减少，EBITDA利息保障倍数略有上升。2014年末有息债务规模的大幅下降使得有息债务/EBITDA下降1.33个百分点。

综合来看，债务规模下降虽使公司偿债压力得到缓解，但短期偿债压力依然较大。受PVC及煤炭等产品价格下降影响，公司正在积极推动企业转型，但公司盈利能力短期内难以改变对传统化工及煤炭业务的依赖，价格的持续下行削弱了公司的盈利能力且未来仍存在下降可能，因而公司EBITDA未来下行压力较大，对债务的保障能力也将减弱。

表 19 近两年又一期公司偿债能力指标

项目	2015年3月	2014年	2013年
资产负债率	52.16%	50.85%	56.42%

流动比率	0.98	0.87	0.89
速动比率	0.86	0.76	0.78
EBITDA (万元)	-	122,974.56	130,436.97
EBITDA 利息保障倍数	-	2.63	2.28
有息债务/EBITDA	-	6.98	8.31

资料来源：公司 2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季度财务报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

公司控股股东亿利资源集团有限公司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偿还提供了进一步保障

亿利资源为12亿利01和12亿利02提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保，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。

2014年根据亿利资源股东会决议和修改后章程规定，吉林省信托有限责任公司减少出资8,848.56万元，新股东亿利资源控股有限公司增加41,000.00万元，截至2014年末，亿利资源注册资本为人民币122,000.00万元，实收资本人民币122,000.00万元。王文彪持有亿利资源24.61%股权为单一持股最多的自然人股东，且通过亿利资源控股有限公司持有亿利资源33.61%股权，因而王文彪为亿利资源实际控制人。

亿利资源主营业务主要包括煤炭开采与运销、化工生产与贸易、医药生产与流通、工程施工与房地产开发等4大板块。2014年亿利资源新增10家子公司纳入合并报表范围，有3家子公司由于注销及股权转让不再纳入合并报表范围。2014年末亿利资源纳入合并报表范围的子公司共28家。

表 20 2014 年末亿利资源纳入合并报表范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
内蒙古亿利能源股份有限公司	208,958.95	59.32%	电石的生产和销售煤炭、化工技术咨询、煤炭销售
内蒙古金威路桥有限公司	10,000.00	96.00%	公路工程施工、公路经营管理
鄂尔多斯市亿利资源集团上海庙生态旅游有限公司	2,000.00	88.50%	旅游、种养殖业
杭锦旗七星湖生态旅游有限公司	3,000.00	99.33%	游乐、住宿、餐饮服务
乌拉特中旗亿利资源有限责任公司	2,000.00	100.00%	煤炭批发经营
杭锦旗富水化工有限责任公司	500	100.00%	芒硝碱、盐的开采等
鄂尔多斯市亿鼎生态农业开发有限公司	141,924.60	60.00%	生物肥、尿素、甲醇的生产销售
鄂尔多斯市亿利沙漠生物质能源有限责任公司	1,000.00	100.00%	人造原油生产，热力供应

鄂尔多斯市亿利沙漠种养业有限公司	500	100.00%	种植养殖、化工建材销售
乌兰察布市亿利金威城市建设投资开发有限公司	176,384.00	28.35%	对土地开发、城市基础设施建设
鄂尔多斯市金威城市建设投资开发有限责任公司	55,000.00	100.00%	对土地开发、城市基础设施建设
亿利沙材料科技有限责任公司	2,000.00	99.00%	沙制品技术研发、转让等
亿利集团财务有限公司	50,000.00	100.00%	为成员公司办理财务和融资顾问
杭锦旗亿嘉环境治理有限公司	10,000.00	100.00%	建材、五金建材销售
鄂尔多斯市亿利上海庙生态建设有限责任公司	2,000.00	100.00%	林业种植、生态建设
亿利燃气股份有限公司	100,000.00	83.14%	燃气设施安装、燃气贸易技术服务
鄂尔多斯市亿利沙漠生态健康股份有限公司	10,000.00	45.00%	土特产包装及销售等
中能亿利（北京）国际能源有限公司	2,000.00	100.00%	煤炭销售
西部新时代能源投资股份有限公司	60,000.00	50.00%	投资及投资管理
亿利绿土地农业股份有限公司	1,200.00	100.00%	技术开发、农业科学研究
内蒙古库布其沙漠技术研究院	100	100.00%	开展沙漠经济研究推广、交流合作
苏州中百盛嘉国际贸易有限公司	5,000.00	100.00%	燃料油、煤炭等销售
亿利资源江苏国际贸易有限公司	1,000.00	51.00%	化工产品及其原料销售等
亿利阿拉尔生态科技有限公司	1,900.00	100.00%	生态建设与旅游开发等
上海能加国际贸易有限公司	10,000.00	100.00%	化工原料及产品销售等
杭锦旗库布其水务有限公司	25,000.00	59.00%	工业供水
内蒙古亿利蒙草种业发展股份有限公司	1,000.00	55.00%	土壤整理与改良、牧草种植等
亿利沙漠生态修复股份有限公司	60,000.00	100.00%	施工总承包、沙漠治理等

资料来源：亿利资源提供

截至2014年12月31日，亿利资源资产总额为794.58亿元，归属于母公司的所有者权益为174.37亿元，资产负债率为64.82%；2014年度，亿利资源实现营业收入287.32亿元，利润总额12.32亿元，经营活动现金净流入9.45亿元。

表 21 亿利资源主要财务指标

项目	2014年	2013年	2012年
总资产（万元）	7,945,766.26	7,220,650.23	6,251,501.28
归属于母公司所有者权益（万元）	1,743,713.18	1,542,562.76	1,427,897.91
有息债务（万元）	3,333,017.32	2,767,775.08	2,075,533.59
资产负债率	64.82%	63.64%	60.95%
流动比率	1.11	1.21	1.15
速动比率	0.71	0.83	0.84
营业收入（万元）	2,873,157.44	3,128,868.74	2,217,602.65
营业利润（万元）	118,362.37	125,706.59	118,978.89

利润总额（万元）	123,240.39	134,633.25	122,556.18
综合毛利率	8.62%	11.76%	14.64%
总资产回报率	3.17%	3.38%	-
EBITDA（万元）	311,725.75	281,537.92	309,434.47
EBITDA 利息保障倍数	1.54	1.82	1.84
经营活动净现金流净额（万元）	94,459.17	51,134.29	44,072.72

资料来源：亿利资源 2014 年审计报告，鹏元整理

亿利资源通过控股、参股及匹配资源的形式，已拥有东博煤矿、黄玉川煤矿、油房壕煤矿、羊路井煤矿及宏斌煤矿等五处煤矿，2015年3月末可采储量131,536万吨（不含黄玉川煤矿），丰富的煤炭资源为后续煤化工等业务开展提高较好保障；2014年亿利资源达拉特电石分公司24万吨/年电石二期项目完工投产后，具备64万吨/年的电石产能，PVC生产所需电石实现完全自给，提高了亿利资源的成本优势。

但我们也关注到，化工产品及煤炭价格下降削弱了亿利资源的盈利能力，2014年主营业务出现亏损，剔除股权转让等投资收益，亿利资源营业利润为-33,609.46万元；亿利资源房地产业务去库存压力较大，存在一定贬值风险，且业务可持续性难有保障；乙二醇及煤化工等项目尚需投入规模较大，存在一定资金压力；2014年末，亿利资源有息债务3,333,017.32万元，其中短期有息债务1,833,229.88万元，短期偿债压力较大；2014年末，亿利资源应收款项1,532,494.31万元，对营运资本形成较大占用。

基于上述情况，鹏元对亿利资源2015年主体长期信用评级的结果为AA，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偿还提供了进一步的保障。

表 22 亿利资源主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2014 年		2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
煤化工	1,728,460.42	4.90%	1,570,655.36	7.78%	998,896.79	10.52%
医药	232,752.61	8.09%	428,029.49	6.75%	487,974.23	6.18%
生态生物	10,381.31	26.25%	19,386.11	21.78%	14,670.75	16.26%
工程施工	182,951.32	15.63%	616,591.22	26.46%	682,187.97	24.59%
房地产	328,906.02	25.20%	8,769.21	44.02%	13,513.03	51.12%
发电	3,634.61	13.82%	3,234.83	15.86%	-	-
装备制造	28,292.92	9.14%	48,071.50	8.31%	-	-
石油天然气产品销售	60,662.97	14.17%	347,858.69	0.87%	-	-
其他	177,827.74	3.03%	59,086.20	55.73%	12,088.73	35.60%
合计	2,753,869.92	8.53%	3,101,682.60	11.69%	2,209,331.50	14.33%

注：2014年亿利资源将石油天然气产品大宗贸易归入煤化工业务，2014年石油天然气产品销售业务主要为亿利资源加气站的零售收入。

资料来源：亿利资源 2014 年审计报告，鹏元整理

七、或有事项分析

2015年3月末，公司对外担保余额14.80亿元，占期末净资产的比重为14.81%，对外担保余额较大，存在一定的或有负债风险。

表 23 截至 2015 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	担保期限	是否有反担保	与被担保主体的关系
鄂尔多斯市新杭能源有限公司	20,000	2013.08.06-2017.08.06	否	联营公司子公司
鄂尔多斯市新杭能源有限公司	50,000	2013.08.19-2018.08.19	否	联营公司子公司
鄂尔多斯市新杭能源有限公司	40,000	2013.09.15-2018.09.15	否	联营公司子公司
鄂尔多斯市新杭能源有限公司	20,000	2013.11.15-2017.11.15	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	2014.4.10-2015.11.13	否	联营公司
合计	148,000	-	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

公司电石实现自给有利于降低公司化工产品生产成本，控股股东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偿还提供了进一步保障。同时我们也关注到，2014年公司化工产品及煤炭价格下降导致主营业务出现亏损，医药流通企业股权转让及化工贸易业务减少导致公司收入下滑，公司在建项目和债务偿还均面临一定资金压力、资产流动性一般以及存在一定或有负债等风险因素。

基于以上情况，经综合评定，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持12亿利01和12亿利02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	2015年3月	2014年	2013年	2012年
货币资金	273,576.44	230,165.51	270,990.54	176,150.29
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	5,120.77	7,081.51	8,154.57	-
应收票据	94,250.47	82,883.80	153,449.59	54,804.73
应收账款	62,056.37	67,536.07	168,361.03	173,215.21
预付款项	139,580.26	143,072.69	110,058.10	31,434.52
应收利息	192.33	276.31	-	-
其他应收款	17,449.62	17,472.36	9,442.94	33,867.92
存货	85,585.56	76,248.77	109,222.74	91,465.18
其他流动资产	14,732.30	9,319.20	11,972.40	2,823.08
流动资产合计	692,544.13	634,056.22	841,651.91	563,760.93
可供出售金融资产	176.08	176.08	176.08	-
长期股权投资	425,465.01	428,636.54	429,029.69	408,448.58
固定资产	644,341.44	639,019.75	638,356.15	545,462.48
在建工程	34,765.35	30,945.43	74,902.31	143,477.62
生产性生物资产	7,243.44	7,284.01	7,446.33	7,608.64
无形资产	210,833.11	211,866.36	206,897.16	170,253.88
商誉	8,620.50	-	1,349.09	1,349.09
长期待摊费用	305.61	152.98	228.29	400.18
递延所得税资产	5,279.56	5,296.15	6,128.25	5,501.11
其他非流动资产	58,730.08	58,730.08	58,876.68	60,229.89
非流动资产合计	1,395,760.17	1,382,107.39	1,423,390.03	1,342,731.45
资产总计	2,088,304.30	2,016,163.60	2,265,041.94	1,906,492.38
短期借款	225,973.06	266,070.16	420,746.84	362,855.80
应付票据	250,327.56	235,304.60	146,288.87	114,908.59
应付账款	112,904.00	115,467.19	160,400.56	157,652.38
预收款项	12,975.30	12,136.98	27,915.09	8,896.77
应付职工薪酬	5,044.72	5,203.00	3,542.61	2,522.47
应交税费	7,505.03	12,732.13	5,981.96	8,188.70
应付利息	10,814.11	6,849.10	11,061.17	12,081.09
应付股利	107.71	107.71	828.97	123.37
其他应付款	38,052.18	36,520.37	13,325.16	15,787.98
一年内到期的非流动负债	40,644.71	41,844.24	54,316.06	104,407.57
其他流动负债	-	-	99,859.62	100,120.72
流动负债合计	704,348.37	732,235.48	944,266.93	887,545.42
长期借款	79,214.40	79,214.40	92,414.40	112,614.40

应付债券	259,309.87	159,585.70	159,525.25	159,468.87
长期应付款	37,284.72	44,901.31	77,077.07	60,413.55
专项应付款	40.00	40.00	40.00	40.00
递延收益	9,055.45	9,201.45	4,520.40	4,520.40
递延所得税负债	-	-	109.54	60.14
非流动负债合计	384,904.44	292,942.85	333,686.66	337,117.35
负债合计	1,089,252.80	1,025,178.33	1,277,953.59	1,224,662.77
股本	208,958.95	208,958.95	208,958.95	153,328.95
资本公积	579,221.74	578,390.00	575,874.16	343,211.31
其他综合收益	-4.99	0.11	-0.88	-
专项储备	4,950.18	4,679.50	3,356.21	1,147.35
盈余公积	18,373.44	18,373.44	14,233.42	10,567.64
未分配利润	96,516.91	92,837.24	77,470.85	63,572.76
归属于母公司所有者权益合计	908,016.23	903,239.24	879,892.71	571,828.01
少数股东权益	91,035.27	87,746.03	107,195.65	110,001.60
所有者权益合计	999,051.50	990,985.27	987,088.35	681,829.61
负债和所有者权益总计	2,088,304.30	2,016,163.60	2,265,041.94	1,906,492.38

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2015年1-3月	2014年	2013年	2012年
一、营业收入	145,253.52	1,201,001.65	1,439,267.89	1,111,611.96
减：营业成本	119,275.43	1,090,446.84	1,288,665.46	977,393.35
营业税金及附加	912.92	7,315.03	7,776.06	8,800.42
销售费用	6,703.91	25,573.56	26,118.45	22,834.06
管理费用	6,354.59	29,535.49	29,651.52	25,221.33
财务费用	12,353.56	62,173.09	59,081.47	56,306.39
资产减值损失	-567.09	1,835.23	891.63	1,059.84
加：公允价值变动收益	-1,985.32	-1,100.75	293.42	-
投资收益	421.11	41,466.57	6,714.77	4,635.70
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	-	-922.41	6,491.78	4,753.05
二、营业利润	-1,344.02	24,488.22	34,091.50	24,632.27
加：营业外收入	2,745.71	6,779.42	3,746.22	2,644.65
减：营业外支出	122.16	913.13	167.65	155.02
其中：非流动资产处置损失	-	867.33	49.78	24.69
三、利润总额	1,279.53	30,354.51	37,670.06	27,121.89
减：所得税费用	410.75	7,181.44	8,670.75	1,749.75
四、净利润	868.78	23,173.08	28,999.31	25,372.15

资料来源：公司2013-2014年审计报告及未经审计的2015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	2015年1-3月	2014年	2013年	2012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	103,307.00	972,918.51	1,374,609.75	906,184.80
收到的税费返还	-	129.47	-	808.37
收到其他与经营活动有关的现金	47,895.35	116,607.63	144,585.26	257,901.27
经营活动现金流入小计	151,202.35	1,089,655.61	1,519,195.00	1,164,894.44
购买商品、接受劳务支付的现金	102,191.78	862,003.52	1,290,884.24	792,252.22
支付给职工以及为职工支付的现金	8,229.35	29,695.28	31,491.67	27,500.37
支付的各项税费	13,487.43	40,866.72	55,226.17	57,127.45
支付其他与经营活动有关的现金	22,821.49	109,263.36	133,389.21	260,666.42
经营活动现金流出小计	146,730.04	1,041,828.89	1,510,991.29	1,137,546.46
经营活动产生的现金流量净额	4,472.31	47,826.72	8,203.72	27,347.98
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	-	100,000.00	420	-
取得投资收益收到的现金	2,974.38	7,281.50	634.87	2,460.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	-	13,311.42	46.62	3.55
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	47,724.68	2,130.69	-17.3
收到其他与投资活动有关的现金	-	8,231.80	133.2	3,616.32
投资活动现金流入小计	2,974.38	176,549.39	3,365.38	6,062.57
购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	6,839.56	9,620.30	79,990.23	43,284.45
投资支付的现金	-	100,000.00	27,688.83	120,239.37
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	3,949.80	-	5,770.87	-
支付其他与投资活动有关的现金	1,450.00	2,141.23	3,000.00	163.28
投资活动现金流出小计	12,239.36	111,761.52	116,449.94	163,687.10
投资活动产生的现金流量净额	-9,264.97	64,787.87	-113,084.56	-157,624.53
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	400	293,696.49	2,940.00
其中：子公司吸收少数股东权益性投资收到的现金	-	400	-	2,940.00
取得借款收到的现金	21,428.46	375,938.15	510,216.63	431,899.48
发行债券收到的现金	99,700.00	-	-	258,860.00
收到其他与筹资活动有关的现金	8,628.72	108,805.12	154,050.00	47,845.00
筹资活动现金流入小计	129,757.17	485,143.27	957,963.12	741,544.48
偿还债务支付的现金	61,775.56	488,326.28	540,234.59	521,759.09
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	5,514.19	56,338.99	59,749.97	62,380.75
其中：子公司支付少数股东的现金	-	-	1,318.21	450

股利				
支付其他与筹资活动有关的现金	14,241.82	147,626.23	151,409.91	30,652.82
筹资活动现金流出小计	81,531.57	692,291.50	751,394.46	614,792.66
筹资活动产生的现金流量净额	48,225.60	-207,148.23	206,568.66	126,751.82
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	3.93	58.36	-92.45	0.01
五、现金及现金等价物净增加额	43,436.87	-94,475.28	101,595.37	-3,524.72
加：期初现金及现金等价物余额	108,692.11	203,167.39	101,572.02	105,096.74
六、期末现金及现金等价物余额	152,128.98	108,692.11	203,167.39	101,572.02

资料来源：公司2013-2014年审计报告及未经审计的2015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	2014年	2013年	2012年
净利润	23,173.08	28,999.31	25,372.15
加：资产减值准备	1,835.23	891.63	1,059.84
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	39,055.86	34,388.66	29,472.46
无形资产摊销	6,979.20	4,941.96	8,990.92
长期待摊费用摊销	44.37	171.89	560.6
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-1,004.23	32.21	15.1
公允价值变动损失	1,100.75	-293.42	-
财务费用	59,145.98	63,737.29	58,219.93
投资损失	-41,466.57	-6,714.77	-4,635.70
递延所得税资产减少	832.1	-627.14	-3,426.57
递延所得税负债增加	-109.54	49.4	10.11
存货的减少	-32,973.97	-17,757.55	14,470.53
经营性应收项目的减少	18,996.88	-156,866.29	-113,392.56
经营性应付项目的增加	-29,105.72	55,041.68	11,566.11
其他	1,323.29	2,208.86	-934.94
经营活动产生的现金流量净额	47,826.72	8,203.72	27,347.98

资料来源：公司2013-2014年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2015年3月	2014年	2013年	2012年
有息债务（万元）	-	858,265.41	1,084,258.84	1,043,672.73
资产负债率	52.16%	50.85%	56.42%	64.24%
流动比率	0.98	0.87	0.89	0.64
速动比率	0.86	0.76	0.78	0.53
综合毛利率	17.88%	9.21%	10.46%	12.07%
EBITDA（万元）	-	122,974.56	130,436.97	117,774.04
EBITDA 利息保障倍数	-	2.63	2.28	2.05
产权比率	109.03%	103.45%	129.47%	179.61%
有息债务/EBITDA	-	6.98	8.31	8.86

资料来源：公司 2013-2014 年审计报告及未经审计的 2015 年 1 季度财务报表

附录五 截至2014年12月31日纳入合并范围的子公司（%、万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务
内蒙古亿利塑业有限责任公司	67.02	57,000	PVC 深加工
鄂尔多斯市亿利煤炭有限责任公司	100	10,000	煤炭运销
北京亿兆华盛有限公司	100	10,000	化工产品经销
北京亿德盛源新材料有限公司	100	10,000	化工产品经销
鄂尔多斯市亿洲化工设备制造有限公司	80	5,000	机械设备制造
乌兰察布市亿利能源煤炭运销有限公司	100	5,000	煤炭运销
杭锦旗亿盛源合成新材料有限责任公司	100	10	化工原料生产、销售
内蒙古亿利化学工业有限公司	41	113,900	PVC 生产、销售
包头中药有限责任公司	100	4,000	中成药生产、销售
伊金霍洛旗东博煤炭有限责任公司	100	10,000	煤炭开采
内蒙古库伦蒙药厂	100	1,600	蒙成药、中成药生产、销售
内蒙古金山恒泰资源投资有限公司	51	4,000	矿权投资
乌拉特前旗金威煤炭运销有限公司	100	1,000	煤炭运销
亿利洁能科技有限公司	60	20,000	工程技术咨询
北京亿利智慧能源科技有限公司	72	10,000	技术研发、设计规划
亿利国际贸易有限公司	100	10,000	货物进出口业务
鄂尔多斯市亿利中药饮片有限责任公司	100	300	中药饮片、中药材批发
杭锦旗亿泽合成材料有限公司	100	10	化工产品经销

资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	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
	长期有息债务	长期借款+应付债券+融资租赁款
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期借款
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

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。