

亿利洁能股份有限公司

2012 年公司债券 2018 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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【520】号 01

债券简称：第一期，12
亿利 01；第二期，12 亿
利 02

增信方式：保证担保

担保主体：亿利资源集
团有限公司

债券剩余规模：10.52 亿
元（其中：第一期 8 亿
元，第二期 2.52 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：12 亿利
01 及 12 亿利 02 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 2018 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	2018 年 06 月 11 日	2017 年 06 月 13 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 2018 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公司经营业绩提升、经营性现金流好转，非公开发行股票有利于缓解项目建设资金压力，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；同时鹏元关注到，亿利资源持有公司股票质押比例高，公司热电资产组及清洁能源项目盈利能力下降、清洁能源项目经营业绩尚待观察，资产流动性一般、项目建设面临一定资金压力、存在一定偿债压力及或有负债等风险因素。

正面：

- 公司经营业绩提升、经营性现金流好转。受化工产品价格上涨及供应链物流业务量增加、煤炭价格上涨及产量提高、清洁能源项目投运规模扩大、新增光伏发电业务等多重利好影响，2017 年公司实现营业收入 157.46 亿元，同比增长 42.53%；实现净利润 7.50 亿元，同比增长 91.39%；经营性现金净流入 13.55 亿元，同比增长 259.21%。
- 非公开发行股票有利于缓解公司资金压力和债务压力。2017 年 1 月公司收到非公

开发行股票认缴款 44.42 亿元，有助于缓解公司项目建设资金压力。

- 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。经鹏元综合评定，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：

- 亿利资源持有公司股票质押比例高。截至 2018 年 5 月 31 日，亿利资源持有公司股票 134,635.15 万股，其中 122,600.00 万股已质押，占其持有公司股票的 91.06%。
- 热电资产组及清洁能源项目盈利能力下降，清洁能源项目未来经营业绩尚待观察。受原材料成本上升、下游检修导致用气负荷减少以及项目试运营等因素影响，2017 年公司热电资产组毛利率下降 1.24 个百分点，清洁能源项目毛利率下降 18.83 个百分点，考虑到公司在建拟建清洁能源项目较多，未来该业务经营业绩尚待观察。
- 公司资产流动性一般。2017 年末公司非流动资产占总资产的比重为 57.07%，以流动性较弱的长期股权投资，生产经营用固定资产、无形资产及在建工程等为主，且期末受限资产 67.41 亿元，占总资产的比重为 23.10%，整体资产流动性一般。
- 公司项目建设面临一定资金压力。截至 2018 年 3 月末，公司清洁能源及光伏发电等在建拟建项目尚需投资 67.05 亿元，加之短期债务较为集中，项目建设面临一定资金压力。
- 公司仍面临一定偿债压力。2018 年 3 月末公司有息债务 102.50 亿元，其中 2018 年需偿还 53.97 亿元，有息债务规模较大且集中在短期，未来仍面临一定偿债压力。
- 公司面临一定或有负债风险。截至 2018 年 3 月末，公司对外担保金额 10.50 亿元，占期末净资产的比重为 6.57%，均无反担保措施，存在一定或有负债风险。
- 产品及原材料价格变化对公司经营业绩的影响值得关注。考虑到 PVC 需求受房地产不景气等影响较难释放、煤炭产能依然过剩及政策抑制煤炭价格上涨、环保趋严等驱动原材料价格上涨等因素，未来需关注产品及原材料价格变化对公司经营业绩产生的影响。

发行人主要财务指标:

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	2,923,134.01	2,918,550.46	2,329,518.19	2,072,511.90
归属于母公司所有者权益合计(万元)	1,450,792.77	1,433,249.02	956,605.97	921,310.96
有息债务(万元)	1,025,010.85	1,059,515.74	1,007,100.27	782,863.11
资产负债率	45.35%	46.03%	55.04%	50.95%
流动比率	1.48	1.63	1.10	0.86
速动比率	1.42	1.57	1.03	0.76
营业收入(万元)	404,856.96	1,574,602.96	1,104,717.29	805,609.44
营业利润(万元)	22,071.17	86,265.59	36,791.36	6,373.23
净利润(万元)	20,043.24	75,042.05	39,208.19	15,229.72
综合毛利率	11.84%	12.80%	11.18%	9.57%
总资产回报率	-	5.13%	4.15%	2.77%
EBITDA(万元)	-	173,275.48	121,855.37	89,102.11
EBITDA 利息保障倍数	-	3.40	2.86	2.51
经营活动现金流净额(万元)	34,674.46	135,538.73	37,732.75	110,173.63

资料来源: 公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1 季度财务报表, 鹏元整理

担保方主要财务指标:

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
总资产(万元)	10,309,938.41	10,587,794.97	9,129,086.59	8,708,724.03
归属于母公司所有者权益(万元)	2,532,284.26	2,532,782.77	2,136,674.80	1,979,408.77
资产负债率	63.46%	64.75%	64.98%	64.99%
营业收入(万元)	763,060.08	4,498,021.56	3,041,776.71	2,913,504.41
净利润(万元)	17,923.13	204,591.83	82,053.50	81,466.28
经营活动现金流净额(万元)	83,372.68	423,995.61	102,449.32	82,646.33

资料来源: 亿利资源 2014-2016 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 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

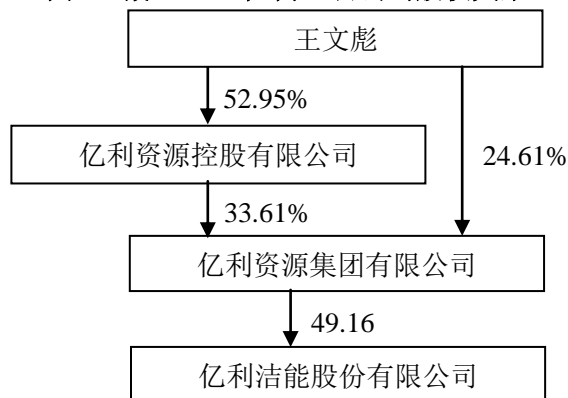
经中国证券监督管理委员会证监许可【2012】134号文件核准，公司分别于2012年04月23日和2012年07月19日发行总额为16亿元的公司债券，“12亿利01”发行额度为8亿元，票面利率为7.30%；“12亿利02”发行额度为8亿元，票面利率为6.42%。“12亿利01”和“12亿利02”募集资金全部用于偿还公司债务、优化公司债务结构，截至2018年3月末，募集资金已使用完毕。

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；根据瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）2017年1月24日出具的《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）和致同会计师事务所（特殊普通合伙）2017年1月25日出具的《验资报告》（致同验字【2017】110ZC0055号），确认本次发行认购资金到位；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。本次发行完成后，公司总股本增至273,894.01万股。

截至2018年5月末，公司总股本273,894.01万股，其中亿利资源持有134,635.15万股，占比49.16%，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%股权，为公司实际控制人。同时我们关注到，截至2018年5月31日，亿利资源持有公司122,600.00万股股票已用于质押，占其持有公司股票的91.06%。

图1 截至2018年5月31日公司股权关系



资料来源：公司提供

2017年公司投资设立亿利租赁（天津）有限公司，收购内蒙古亿利库布其生态能源有限公司（以下简称“库布其生态能源”）70%股权；子公司北京亿兆华盛股份有限公司投资设立亿兆华盛供应链有限公司和内蒙古亿兆华盛电子商务有限公司；子公司亿利洁能科技有限公司投资设立亿利洁能科技（石拐）有限公司、亿利洁能科技（尉氏）有限公司、亿利洁能科技（南昌）有限公司、亿利洁能科技（伊金霍洛）有限公司、亿利洁能科技（察右前旗）有限公司、亿利洁能科技（宣城）有限公司、亿利洁能科技（东乡）有限公司，收购济宁盛唐能源有限公司、兴化市热电有限责任公司及长沙天宁热电有限公司；孙公司亿兆华盛物流有限公司投资设立新疆亿兆华盛物流有限公司；孙公司亿利洁能科技（武威）有限公司投资设立武威亿利华泰热力工程有限公司和武威亿利日晟购售电有限责任公司。此外，公司注销了亿利智慧能源（泰国）有限公司，子公司亿利洁能科技有限公司出售了亿利洁能科技（文安）有限公司和亿利智慧能源（安徽）有限公司全部股权，注销了亿利洁能科技（常熟）有限公司，该等主体自丧失控制权之日不再纳入合并范围。截至2017年末公司纳入合并报表范围的子公司共16家（详见附录五）。

表 1 2017 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2017 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	合并方式
亿利租赁（天津）有限公司	50,000	100%	租赁	投资设立
内蒙古亿利库布其生态能源有限公司	48,000	70%	清洁能源	同一控制下企业合并

2、2017 年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	不再纳入合并报表的原因
亿利智慧能源（泰国）有限公司	400 泰铢	100%	清洁能源	注销

资料来源：公司提供

截至2017年12月31日，公司资产总额为291.86亿元，归属于母公司的所有者权益为143.32亿元，资产负债率为46.03%；2017年度，公司实现营业收入157.46亿元，净利润7.50亿元，经营活动现金净流入13.55亿元。

截至2018年3月31日，公司资产总额为292.31亿元，归属于母公司的所有者权益为145.08亿元，资产负债率为45.35%；2018年1季度，公司实现营业收入40.49亿元，净利润2.00亿元，经营活动现金流净额3.47亿元。

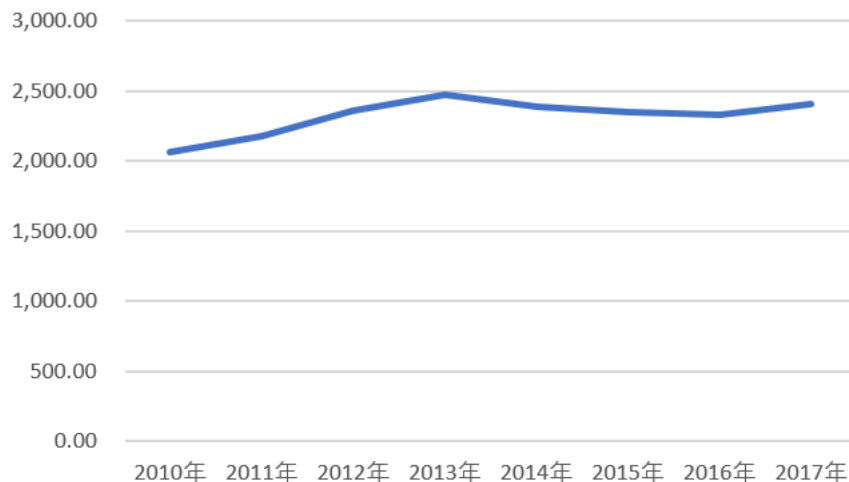
三、运营环境

（一）化工

2017年环保政策趋严，PVC产能新增趋缓，电石、兰炭等原料价格不断上涨，预计仍将支撑PVC价格维持高位，但由于房地产等需求端景气度不高，PVC企业经营风险犹存

随着氯碱行业环保政策趋严，2017年大量小型PVC生产企业关停，全年新增产能有限。由于我国多煤少油等产业特点，国内PVC产品按照工艺区分，占主导地位的依旧是电石法工艺，据中塑在线数据统计，2017年底PVC总产能为2,406万吨（其中包含聚氯乙烯糊状树脂137万吨），同比增长3.44%，PVC在产年产能共计2,299.5万吨；其中电石法年产能1,938.5万吨，占84.3%，乙烯法年产能361万吨，占15.7%。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，其中内蒙以及新疆地区是国内PVC的主产区，两大地区PVC产能约占到了全国总产能的35.83%。从行业集中度来看，目前生产规模大于100万吨的企业共有3家，分别为新疆中泰化学股份有限公司、新疆天业股份有限公司和陕西北元化工集团股份有限公司，合计产能约420万吨，约占PVC行业总产能的18.3%。

图2 2010-2017年国内PVC年产能情况（单位：万吨）



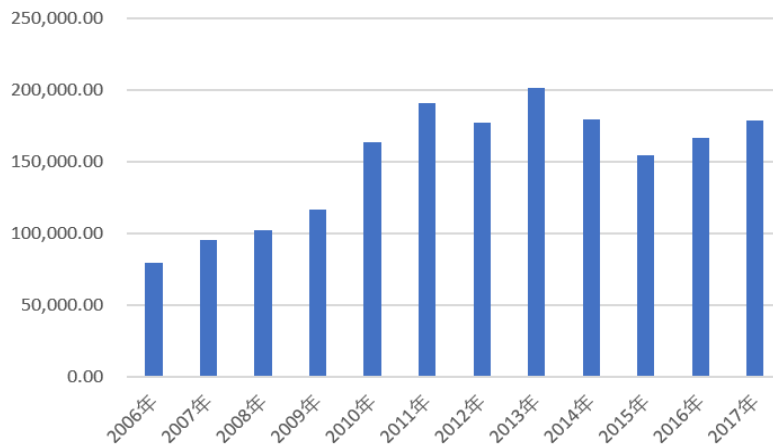
资料来源：Wind，中塑在线，鹏元整理

PVC 需求市场主要在国内，广泛应用于建筑、医疗、汽车等领域。其中，建筑行业消费量占比 60%左右。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年一二线城市限购带来的外溢性需求带动了核心城市周围且基本面较好的强三

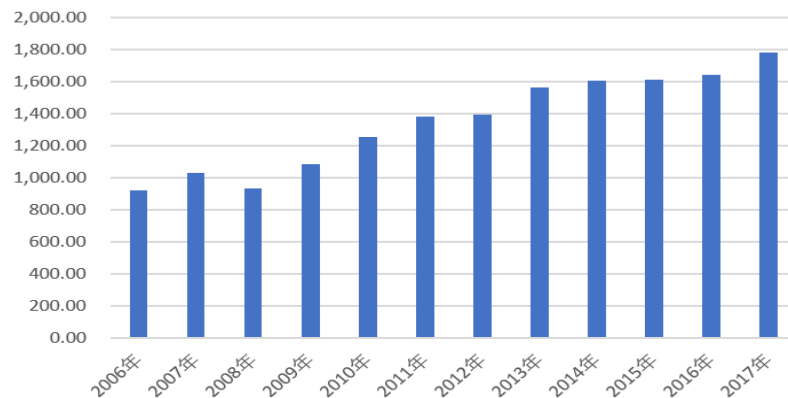
四线城市的涨价去库存，且2016年以来三四线城市的棚改货币化拉动了购买力，共同拉动2017年三四线城市销售面积大幅增长，全年销售面积占全国的7成。销售的增长带动了房地产开工的热情，2017年全国房屋新开工面积较上年继续增长7.02%，但增速略有下滑。2017年房地产市场的短暂回暖及其他领域需求的相对稳定，使得PVC表观消费量同比增长8.60%，增速为近三年最高。

图3 2006年至2017年房屋新开工面积情况（单位：万平方米）



资料来源：Wind，鹏元整理

图4 2006-2017年我国PVC表观消费量增长情况（单位：万吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

受环保政策趋严影响，2017年PVC主要原材料电石、兰炭价格呈增长趋势。2016年7月起，国家环保部分别在内蒙、宁夏等七个省份及陕西、甘肃等八个省份开启两轮对于化工企业的环保督察，电石生产工艺作为碳二产业链主要污染源，供给侧受到较大限制，特别是进入2017年，内蒙、宁夏等省份众多电石企业开工率明显下降，2017年下半年，我国电石市场价格呈现上行趋势，年末成交均价较年初上涨1,000元/吨以上，创下5年以来新高。进入2018年，由于各大企业上年底有一定规模的囤货，电石采购价格有小幅回落。同时，PVC生产的另一重要原料兰炭价格2017年有亦有所上涨，以内蒙地区为例，2017年底价格

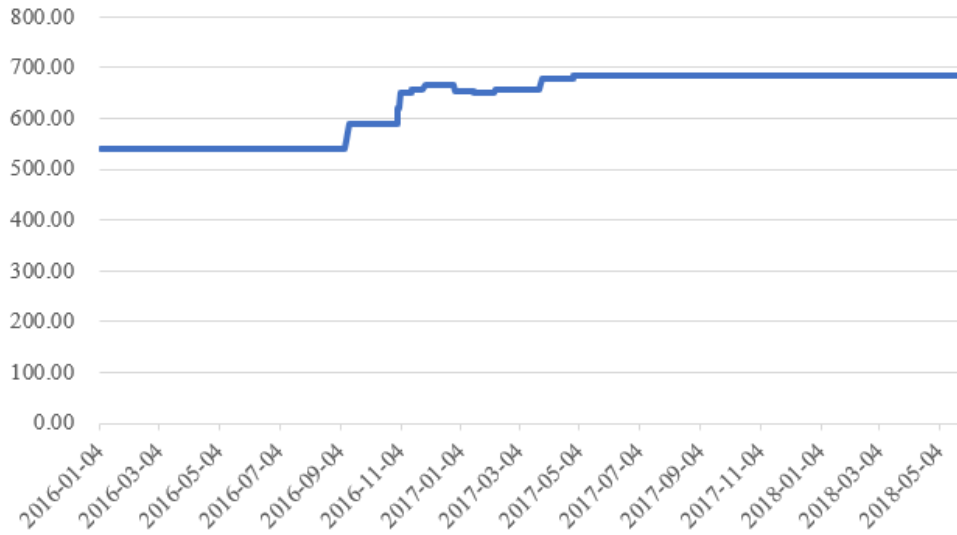
为683元/吨，较年初上涨了30元/吨，截至2018年5月中旬，内蒙地区兰炭价格仍维持在683元/吨。

图5 2006-2018年年初我国电石市场价（中间价）情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

图6 2016-2018年年初内蒙地区兰炭市场价（单位：元/吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

2017年上半年，电石等原材料价格的起伏及下游需求疲软使得PVC价格出现震荡下行，一度跌至5,567元/吨，6月下旬上游供给收紧、价格上涨，拉动PVC价格回升至6,300元/吨；7-8月份受环保督查影响，PVC开工率下降，供给减少，同时电石供应不稳定引起价格上涨，加上兰炭价格的不断上涨及国内禁止废塑料进口，诸多因素共同拉动PVC价格大幅走高，并在九月初到达7,559元/吨的最高点；9月份以来，国家发改委对PVC垄断企业进行处罚，加上下游需求持续疲软，PVC价格持续走低，11月底跌至5,998元/吨；下游企业年底备货累存拉动PVC价格小幅回升；2018年年年初以来，社会库存的相对高位及下游需求回复缓慢使得PVC价格在6,200至6,500元/吨的区间震荡。

图7 2016年以来我国PVC（电石法）市场中间价变动情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

据卓创统计数据显示，2018年3月中旬PVC整体开工率为81.87%，环比上升1.03%；其中电石法PVC开工率81.47%，环比上升0.1%；下游塑料制品企业开工尚处于恢复阶段，华东部分大型企业开工已经提高到90%，北方受到环保影响，开工受限；加上房地产市场的不景气，2018年PVC下游需求较难释放，PVC价格支撑偏弱。预计未来PVC行业仍有一定经营风险，而西北地区的氯碱龙头企业，因发展上下游一体化产业链，且临近原料地，拥有一定的成本优势，抗风险能力相对较强。

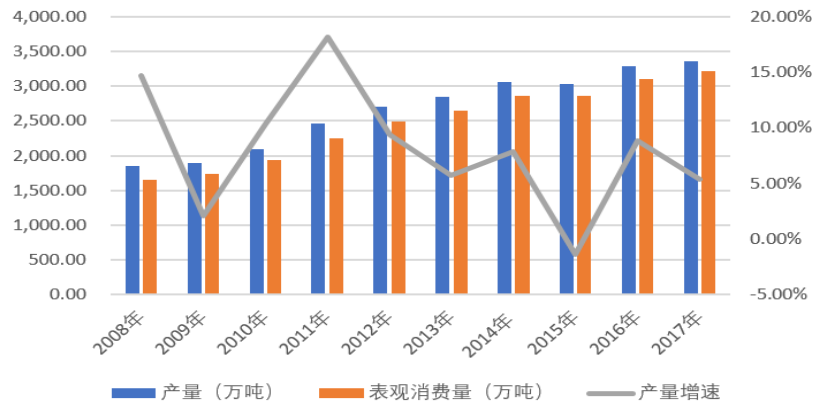
2017年我国烧碱行业进一步去产能，开工率略有提升；由于下游需求好转，烧碱价格整体维持在高位

据中国氯碱网统计数据，2017年全球共有超过500家以上的氯碱生产商，世界烧碱总产能近9,400万吨。近年来，世界烧碱行业产能总体变化较小，新增产能主要集中在印度等发展中国家。亚洲地区仍是全球烧碱产能最集中的地区，产能占全球的60%，中国

是世界烧碱产能最大的国家，产能占全球总产能的44%。截至2017年底，中国烧碱生产企业共有160家，净增2家；中国烧碱总产能共计4,102万吨，较2016年净增加157万吨，增速仍较慢。烧碱企业平均产能由2013年的22万吨提升至26万吨，产业集中度进一步提升。

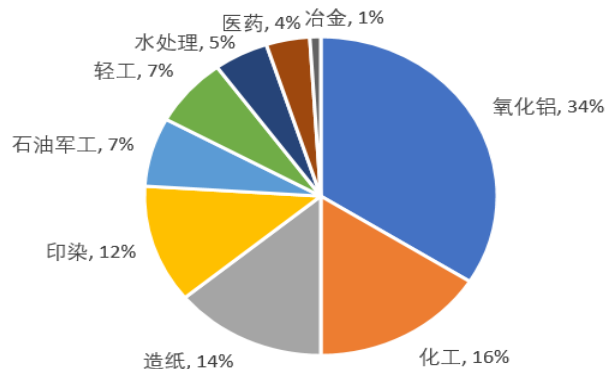
由于落后产能退出增多，产能增速放缓，开工情况略有好转，2017年国内烧碱行业平均开工率达到82%左右。受经济形势、新增产能数量、市场景气程度、碱氯平衡制约等因素的影响，烧碱产量增长速度近几年呈现较大的差异。据国家统计局数据显示，2017年12月中国烧碱产量299.4万吨，全国烧碱累计产量为3,365.2万吨，累计同比增长5.4%。

图8 2008-2017年国内烧碱年产量、产量增速及表观消费量对比



从国内烧碱的下游消费结构中可以看出，氧化铝是需求最大的行业，消费占比达34%，而我国是世界最大的氧化铝生产国，目前及今后中国多数企业新建氧化铝项目仍采用拜耳法工艺，但由于铝土矿资源品位严重下降，生产一吨氧化铝的烧碱消耗量将增多。此外，虽然近几年国内大力推行“三降一去一补”政策，导致国内污染严重的领域关停或者去产能企业增多，但造纸、印染以及化工行业对于烧碱的需求量依旧不减，三者占比总和仍超过40%。

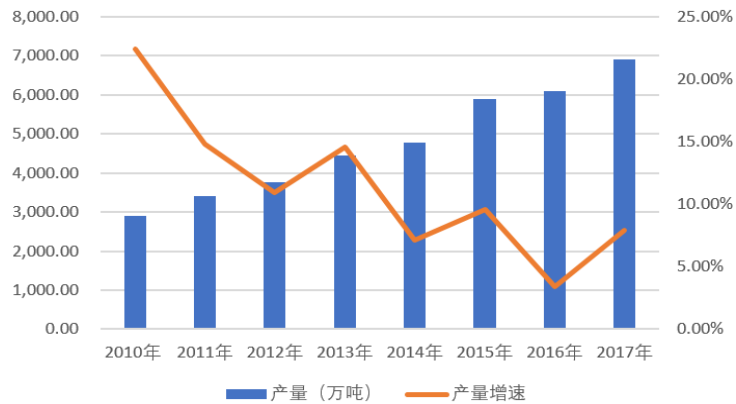
图9 中国烧碱下游消费结构图



2017年，我国氧化铝总产能约为7,615万吨，全年总产量达6,901.7万吨，均较上年有一定幅度增长。2017年8月，山西省环保局要求十九大和全运会期间，山西省内铝土矿（氧化铝生产原料）企业全部停产，直接影响了山西氧化铝生产，而山西氧化铝年产能约2,000万吨，占全国总产能的27.5%，对全国的氧化铝供给造成了一定冲击。铝土矿供应紧张带动价格提高，而氧化铝下游电解铝等的需求有所回暖，共同拉动2017年下半年氧化铝价格不断上涨；2017年四季度，受上游矿石价格回落影响，氧化铝价格持续回调。

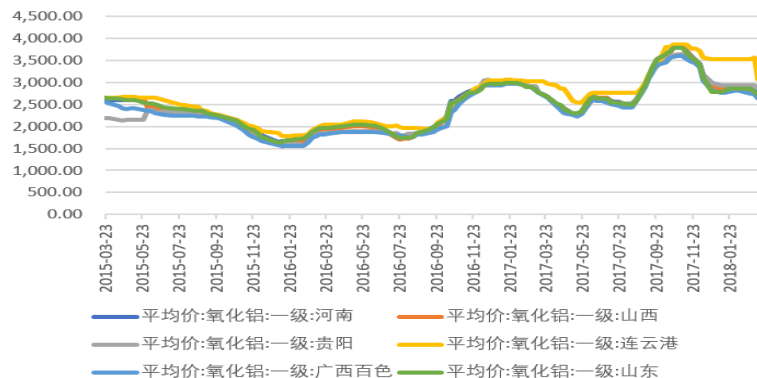
受氧化铝等下游行业需求的推动，烧碱行情持续回暖，烧碱开工率维持在8成左右，2017年下半年烧碱价格持续走高。2017年末至2018年2月份，由于工信部和环保部联合开展“2+26”城市部分工业行业2017-2018年秋冬季错峰生产工作，受此影响，氧化铝装置减产运行，对烧碱的需求大幅萎缩，引起烧碱价格的持续回调；进入2018年3月份，由于全国部分地区企业春节前后氯碱开工率下降，导致市场液碱供应量降低，同时因滨州三岳环氧丙烷，淄博东岳甲烷氯化物装置开工低，液氯暂不采购，液氯需求减弱，价格持续下滑；氯碱失衡使得烧碱价格有所回升，并有望推动烧碱价格进一步走高。

图10 近年中国氧化铝产量及增速



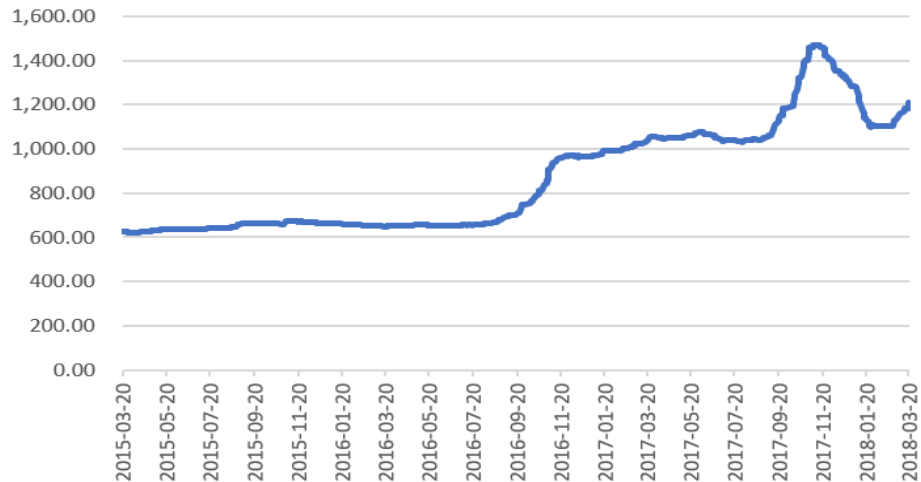
资料来源：Wind，鹏元整理

图11 近年中国氧化铝主要产地平均价变化情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

图12 2015年3月末至2018年3月末国内主要产区烧碱价格走势（单位：元/吨）



资料来源：中国氯碱网，鹏元整理

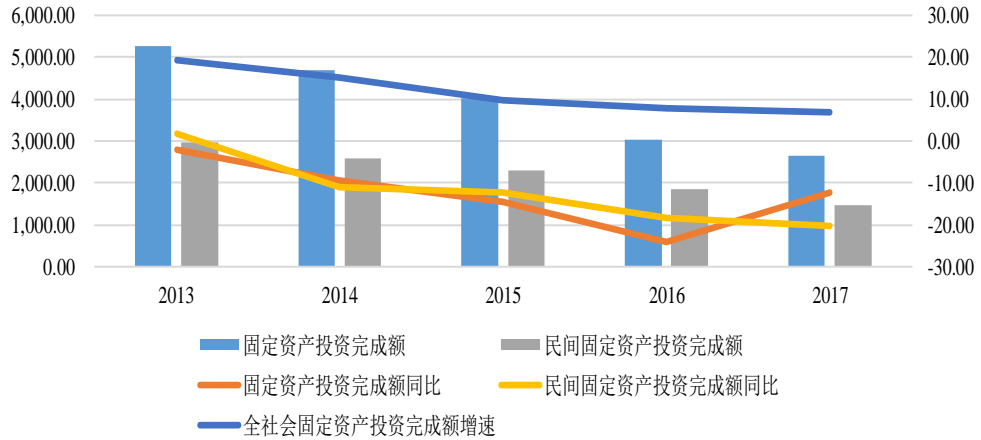
（二）煤炭

2017年煤炭行业产能依然过剩，行业固定资产投资持续放缓，产量有所反弹，库存情况得到明显改善

自2016年2月国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》起，本轮煤炭行业供给侧改革正式开始，“十三五”期间煤炭行业去产能目标为8亿吨。2017年计划退出产能1.5亿吨，实际退出2.5亿吨，连续两年超额完成目标，两年已合计退出5.4亿吨。根据中国煤炭工业协会披露的《2017煤炭行业发展年度报告》，2017年全国煤炭产能利用率为68.2%，同比提高8.7个百分点，但是行业产能依然过剩。2018年政府报告中提出，2018年煤炭行业去产能目标为1.5亿吨，重点为僵尸企业，由“总量性去产能”转变为“结构性去产能、系统性优产能”。

自2012年以来煤炭采选业固定资产投资持续下降，2017年投资总额为2,648亿元，同比下降12.3%，降幅比上年收窄11.9个百分点；其中民间固定资产投资1,471亿元，同比下降20.4%。

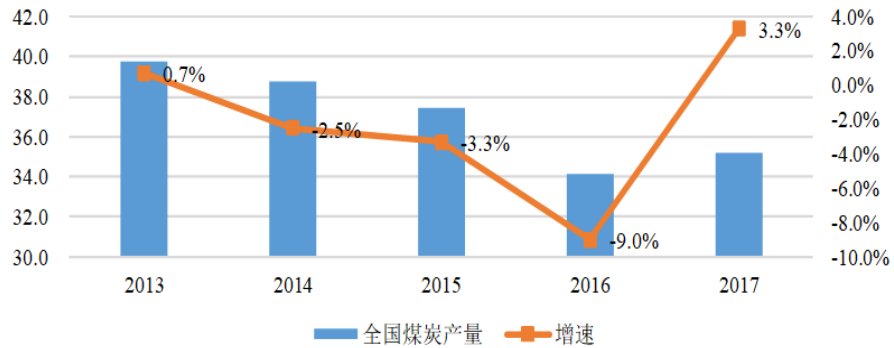
图13 2013-2017年我国煤炭行业固定资产投资及同比增长情况（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局，鹏元整理

产量方面，2017年初，由于安全督查和环保约束要求，煤矿开工（复工）率较低，煤炭市场供给不足；二季度以来，国家有关部门采取多种手段增加煤炭产量释放，2017年全国原煤产量自2014年以来首次出现恢复性增长，全年原煤产量35.2亿吨，较2016年增加1.1亿吨，同比增长3.3%。

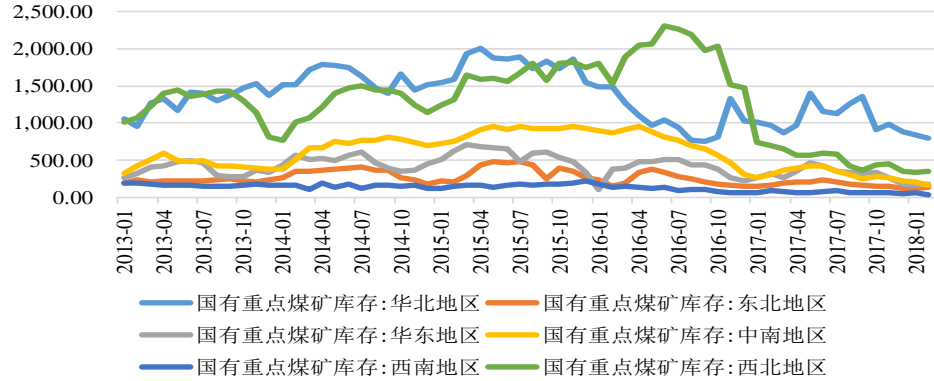
图14 2013-2017年全国煤炭产量（单位：亿吨）



资料来源：国家统计局，鹏元整理

库存方面，2017年末重点煤炭企业存煤6,100万吨，同比减少2,284万吨，同比下降27.24%；重点发电企业煤炭库存6,499万吨，同比减少47万吨，库存可用天数15天；六大地区重点煤矿库存合计1,789万吨，同比下降44.75%。2018年以来，六大地区重点煤矿库存持续下降，2018年2月末合计为1,668.42万吨，全国煤炭库存情况持续得到改善。

图15 2013-2018年2月六大地区重点煤矿库存情况（单位：万吨）



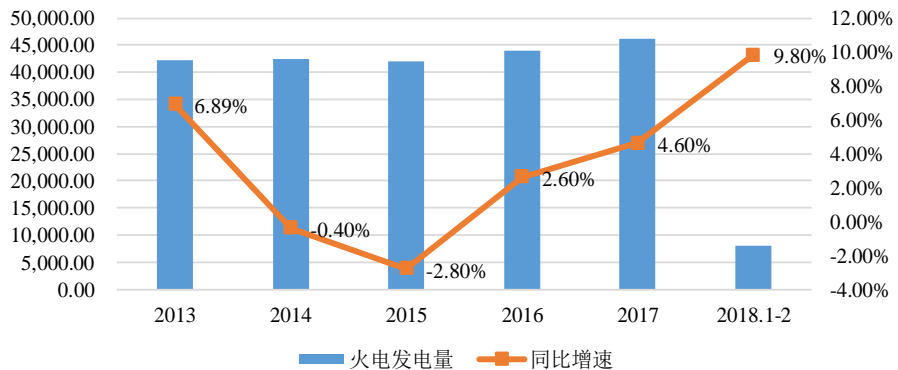
资料来源：Wind，鹏元整理

下游行业景气度持续回暖，煤炭消费阶段性回升，但随着环保趋严，未来需求面临抑制

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、建材、化工等行业。2017年以来下游行业增速明显反弹，全年火力发电4.61万亿千瓦时，同比增长4.6%，为2014年以来最大增幅；生铁、粗钢及钢材产量分别为7.11亿吨、8.32亿吨和10.48亿吨，同比分别增长1.8%、5.7%和0.8%，生铁和粗钢产量增速较2016年分别提高1.1个和4.5个百分点，钢材产量增速较2016年下降1.5个百分点；水泥产量23.16亿吨，同比下降0.2%。下游行业景气度持续回暖，带动煤炭消费呈阶段性回升。2017全国累计原煤总消费量约38.5亿吨，同比增长2.9%，结束了自2014年以来的连续三年煤炭消费量负增长局面。

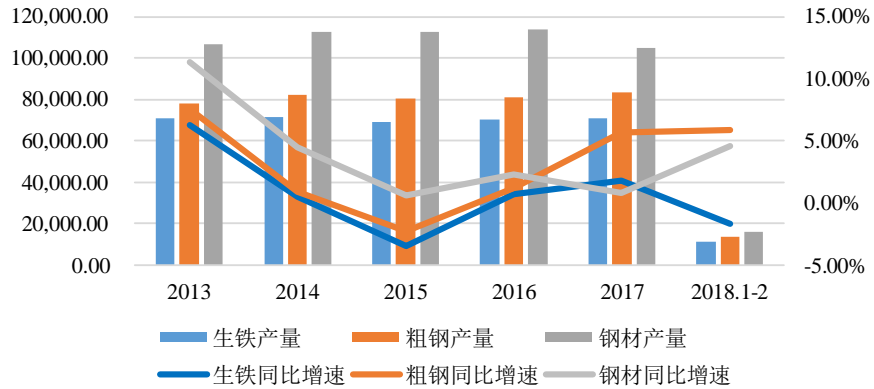
但2017年以来，我国环保政策持续发酵，或对部分地区下游需求形成一定影响，此外，煤炭下游行业淘汰落后产能及产能整合仍将继续，整体来看，未来煤炭消费需求将持续受到抑制。

图16 近年我国火电发电量及累计同比（单位：亿千瓦时）



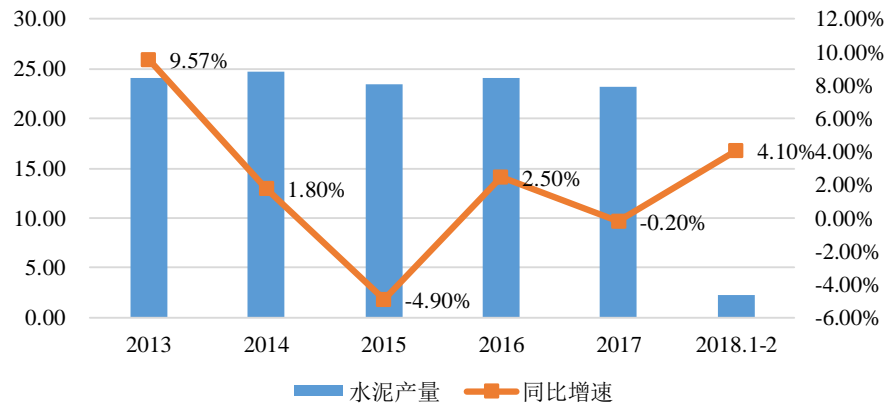
资料来源：Wind，鹏元整理

图17 近年我国生铁、粗钢及钢材生产情况（单位：万吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

图18 近年我国水泥产量及累计同比（单位：亿吨）

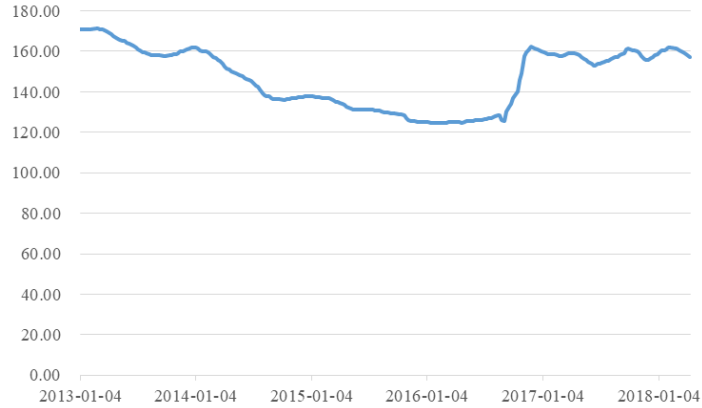


资料来源：Wind，鹏元整理

煤炭价格维持高位，在煤价利好下，煤炭行业盈利能力增强

2017年全年煤炭产量释放不足，国内煤炭供需呈现紧平衡状态，虽有淡旺季起落，煤价整体呈高位运行态势。在煤价利好下，煤炭企业也普遍实现盈利增长或扭亏为盈，煤炭行业盈利能力增强。根据Wind数据，2017年煤炭开采和洗选业实现主营业务收入25,444.90亿元，同比增长25.90%；利润总额为2,959.30亿元，同比增长290.50%；行业主营业务毛利率则上升至27.7%，超过了2011年的水平。

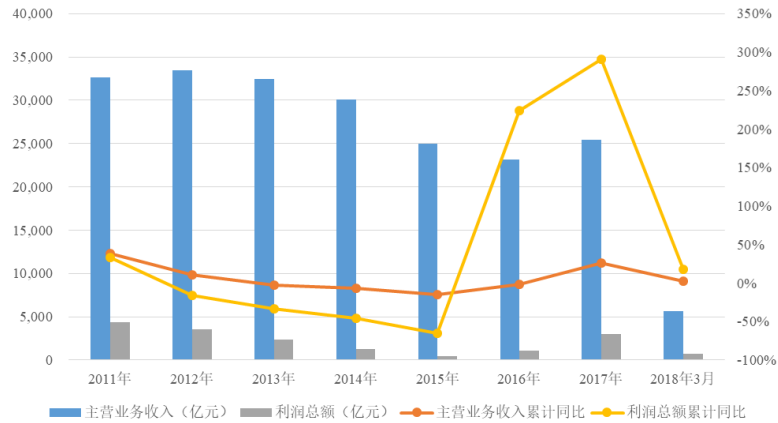
图19 近年全国煤炭价格指数情况



注：2006年1月1日全国煤炭价格指数为100

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

图20 近年煤炭行业主营业务收入、利润总额及其同比增速情况



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

国家继续出台多项产业政策促进煤炭行业持续健康发展，明确去产能仍是首要任务，要求严格执行落后产能的退出，调整优化产业结构以及产业格局，积极协调煤炭供需矛盾，维护煤炭价格稳定

为促进煤炭行业的持续、健康、有序、稳定的发展，2017年以来相关部委继续出台了多项煤炭行业政策。从梳理政策情况来看，去产能仍是首要任务，而重点着眼于“破、调、改、安”四个方面，同时引导解决煤炭供需矛盾，维护煤炭价格稳定，并强调安全生产。具体来看，“破”是指继续破除无效供给；“调”是要调整优化行业结构，逐步实现从总量性去产能为主导向结构性去产能、系统性优产能为主的转变；“改”是要推进企业兼并重组，加大“僵尸企业”破产清算和重整的力度，引导扭亏无望的企业主动退出；“安”是要发挥各方的积极性，做好职工安置工作。

表 2 2017 年 1 月-2018 年 3 月我国主要煤炭产业政策

发布时间	政策名称	主要内容
2017 年 2 月 17 日	工信部等十六部委《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。
2017 年 3 月 21 日	人力资源社会保障部等五部门《关于做好 2017 年化解钢铁煤炭行业过剩产能中职工安置工作的通知》	确保分流职工就业有出路、生活有保障,确保不发生因职工安置引发的规模性失业和重大群体性事件。
2017 年 3 月 23 日	环保部《京津冀及周边地区 2017 年大气污染防治工作方案》	强调“2+26”城市实现煤炭消费总量负增长,2017 年 28 城市重点实施煤改清洁能源。
2017 年 4 月 5 日	国家发展改革委《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》	要求建立煤炭产能置换长效机制,鼓励跨省(市、区)实施产能置换、鼓励实施兼并重组。鼓励已批准(审批)的煤矿建设项目通过产能置换承担化解过剩产能任务,稳妥有序推进煤炭去产能。严格落实新建煤矿减量置换要求。支持地方统一实施产能置换。
2017 年 4 月 7 日	国家发展改革委《关于加快签订和严格履行煤炭中长期合同的通知》	要求进一步提高长协合同量,每月上报履约情况,并重点督查电煤合同的履约情况。
2017 年 4 月 17 日	国家发展改革委等二十三部委《关于做好 2017 年钢铁煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展工作的意见》	加快推进兼并重组、转型升级,实现产业布局进一步优化。进一步明确了产能退出标准。各地区要着眼促进煤炭工业持续健康发展,将去产能与兼并重组、转型升级统筹考虑,同步推进,促进结构调整和布局优化,提升煤炭产业的整体素质和核心竞争力。
2017 年 4 月 24 日	国家发展改革委、国家安全监管总局、国家煤矿安监局、国家能源局《关于做好符合条件的优质产能煤矿生产能力核定工作的通知》	允许证照齐全、已形成生产能力超过核定生产能力且正常生产的露天煤矿和低瓦斯矿井申请产能核增,但需对应实施产能减量置换,置换、淘汰退出的产能不能小于核增产能的 110%,对于一级安全生产标准化矿井和特级安全高效矿井(露天)申请核增的,置换、淘汰退出产能不小于核增产能的 100%即可。
2017 年 5 月 26 日	四部门《关于大力推进煤矿安全生产标准化建设工作的通知》	大力推进企业安全生产标准化建设;《安全生产法》中规定生产经营单位必须推进安全生产标准化建设。完善创建煤矿安全生产标准化工作激励机制。统筹推进煤矿安全生产标准化建设工作。
2017 年 6 月 7 日	国家安全监管总局、国家煤矿安监局《煤矿安全生产“十三五”规划》	强调加快淘汰落后产能和 9 万吨/年及以下小煤矿,及采用国家明令禁止使用的采煤工艺且无法实施技术改造的煤矿。
2017 年 7 月 19 日	国家安全监管总局、国家煤矿安监局《煤矿安全生产大检查实施方案》	此次安全大检查时间为 7 月至 10 月,检查范围为全国所有煤矿以及上一级公司,煤矿范围包括安全“体检”的正常生产煤矿,正常建设(新建、改扩建、技术改造、兼并重组)煤矿,责令停产停建整改煤矿,长期停产停建煤矿,列入淘汰落后、化解过剩产能退出规划(计划)尚未停产的煤矿。
2017 年 7 月 26 日	十六部委《关于推进供给侧结构性改革 防范化解煤电产能过剩风险的意见》	从严淘汰落后产能。清理整顿违规项目。严控新增产能规模。2020 年底前已纳入规划基地外送项目的投产规模原则上减半。加快机组改造提升。规范自备电厂管理。保障电力安全供应。
2017 年 8 月 21 日	环保部《京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污	压煤减排、提标改造、错峰生产。

发布时间	政策名称	主要内容
	染综合治理攻坚行动方案》	
2017年11月10日	国家发展改革委《关于推进2018年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》	支持企业自主签订合同，鼓励供需双方直购直销，支持多签中长期合同，其中要求重要及各省区规模以上煤炭、发电企业集团签订中长期合同数量应达到自有资源量或采购量的75%以上。
2017年11月28日	国家发展改革委和能源局《关于建立健全煤炭最低库存和最高库存制度的指导意见（试行）》及考核办法的通知	针对煤炭企业设立煤炭最低库存和最高库存标准，保障现阶段国家发展的煤炭需求。
2017年12月15日	《关于做好2016、2017年度碳排放报告与核查及排放监测计划制定工作的通知》	各省市组织石化、化工、建材、钢铁、有色、造纸、电力、航空等重点排放行业进行碳排放的审核。
2017年12月19日	十二部委《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》	要求通过兼并重组，实现煤炭企业平均规模显著扩大，中低水平煤矿数量明显减少，上下游产业融合度显著提高，经济活力得到增强，产业格局得到优化。
2018年2月8日	国家发展改革委、能源局、安监局、煤监局《关于进一步完善煤炭产能置换政策加快优质产能释放促进落后产能有序退出的通知》	要求支持部分类型的煤矿产能加快退出（一是与自然保护区、风景名胜区、饮用水水源保护区重叠煤矿，二是灾害严重煤矿，三是长期停工停产煤矿），另一方面支持优质产能加快释放。
2018年3月5日	《政府工作报告》	计划在2018年削减煤炭产能1.5亿吨。
2018年3月7日	国家能源局《2018年能源工作指导意见》	2018年中国煤炭产量37亿吨左右，中国能源消费总量控制在45.5亿吨标准煤左右，煤炭消费比重下降到59%左右。

资料来源：公开资料，鹏元整理

四、经营与竞争

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，2017年以来公司无医药及生态生物业务收入；2017年公司收购库布其生态能源，新增光伏发电收入。得益于化工、煤炭及清洁能源业务收入的提高，2017年公司实现营业收入157.46亿元，同比增长42.53%。受煤炭及清洁能源业务毛利率提高影响，2017年公司综合毛利率提高1.62个百分点至12.80%。2018年1季度公司实现营业收入40.49亿元，同比增长47.53%，毛利率同比略降至11.84%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年1季度		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
化工	315,962.30	9.64%	1,200,204.76	9.80%	850,571.66	10.16%
其中：化工生产	91,720.26	32.42%	369,124.90	28.56%	332,894.96	22.70%

供应链物流	224,242.04	0.32%	831,079.86	1.47%	517,676.70	2.10%
煤炭	36,410.78	25.89%	149,487.17	26.23%	129,063.87	8.59%
其中：煤炭生产	9,805.09	58.38%	47,410.71	61.73%	21,721.75	37.73%
煤炭运销	26,605.69	13.92%	102,076.46	9.75%	107,342.12	2.69%
清洁能源	51,147.92	13.59%	217,593.51	17.53%	106,098.22	16.60%
其中：清洁热力	45,350.70	6.90%	191,282.00	10.01%	106,098.22	16.60%
光伏发电	5,797.22	65.93%	26,311.51	72.18%	0.00	-
生态生物	0.00	-	0.00	-	2,612.09	4.88%
医药	0.00	-	0.00	-	11,063.78	37.76%
其他	1,335.96	82.56%	7,317.53	89.66%	5,307.67	76.55%
合计	404,856.96	11.84%	1,574,602.96	12.80%	1,104,717.29	11.18%

注：公司 2016 年化工生产及贸易、煤炭生产及贸易收入及成本有所修正。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司化工生产业务经营稳定，化工产品价格上涨及供应链物流业务量增加推动化工业务收入大幅提高，但供应链物流业务毛利率下降导致该业务毛利率下降，同时需关注公司化工产品及原材料价格波动对该业务盈利能力产生的影响

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。2017年以来亿利化学主要产品PVC及烧碱产能均未发生变化。2017年亿利化学投资近7,000万元实施技改技措及维检修工程，电解槽零极距改造、盐酸深度脱吸、浓盐水结晶项目、次氯酸钠废水处理等技改项目，在降低成本和环保治理方面取得一定成效，并完成20项实用新型专利注册，顺利通过高新技术企业认证。

2017年亿利化学生产PVC49.37万吨、烧碱37.21万吨，同比分别下降1.40%和0.77%，产能利用率分别为98.74%和93.03%，同比均略有下降，但仍处于较高水平。受产量下降影响，2017年亿利化学PVC和烧碱销量分别为49.92万吨和34.63万吨，同比分别下降1.71%和2.26%；产销率分别为101.11%和98.97%。供给侧改革、环保保持高压态势、原材料价格上涨等多因素推动2017年PVC及烧碱价格延续上涨态势，亿利化学当年PVC及烧碱平均含税售价分别为6,023元/吨和3,361元/吨，同比分别上涨15.14%和67.97%。2018年1季度，亿利化学分别生产PVC和烧碱11.37万吨和8.80万吨，销量分别为10.82万吨和8.79万吨，平均含税售价分别为6,424元/吨和3,593元/吨，较2017年分别上涨6.66%和6.90%。

表 4 公司主要化工产品生产经营情况

时间	项目	PVC	烧碱
2018 年 1 季度	产能（万吨）	50	40
	产量（万吨）	11.37	8.80
	其中：自用量（万吨）	-	0.12

	商品量 (万吨)	11.37	8.68
	销量 (万吨)	10.82	8.79
	产能利用率	90.96%	88.00%
	产销率	95.16%	101.27%
	平均含税售价 (元/吨)	6,424	3,593
2017 年	产能 (万吨)	50	40
	产量 (万吨)	49.37	37.21
	其中: 自用量 (万吨)	-	2.22
	商品量 (万吨)	49.37	34.99
	销量 (万吨)	49.92	34.63
	产能利用率	98.74%	93.03%
	产销率	101.11%	98.97%
	平均含税售价 (元/吨)	6,023	3,361
2016 年	产能 (万吨)	50	40
	产量 (万吨)	50.07	37.50
	其中: 自用量 (万吨)	-	2.15
	商品量 (万吨)	50.07	35.35
	销量 (万吨)	50.79	35.43
	产能利用率	100.14%	93.75%
	产销率	101.44%	100.23%
	平均含税售价 (元/吨)	5,231	2,001

注: 2018 年 1 季度公司 PVC 及烧碱产能利用率经过年化处理; 产能利用率=产量/产能*100%、产销率=销量/商品量*100%。

资料来源: 公司提供

亿利化学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, 工业盐采购地主要来自青海、内蒙古阿拉善盟、山东等地, 煤主要在鄂尔多斯区域内采购。达拉特电石分公司核定电石产能64万吨/年, 2017年达拉特电石分公司生产电石81.50万吨, 除供应亿利化学PVC生产外, 2017年达拉特电石分公司外销电石19.34万吨, 获得含税收入4.61亿元。2017年亿利化学电石、工业盐及煤采购含税单价分别为2,925.47元/吨、325.72元/吨和251.69元/吨, 同比分别上涨21.49%、25.21%和40.68%, 2018年1季度均保持进一步上涨。

综合来看, 2017年公司化工生产业务产能利用率及产销率仍保持较高水平, 供给侧改革及环保等因素推动公司PVC及烧碱售价提升, 加之电石外销, 当年公司化工生产业务实现收入36.91亿元, 同比增长10.88%, 毛利率提高5.86个百分点至28.56%; 2018年1季度, 公司化工生产业务毛利率受产品售价上涨影响进一步提高至32.42%。此外, 我们关注到公司化工生产所用原材料价格亦持续上涨, 未来需关注公司产品价格及原材料价格波动对该

业务盈利能力产生的影响。

表 5 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	2018年1-3月		2017年		2016年	
	数量	含税单价	数量	含税单价	数量	含税单价
电石	15.98	3,003.62	68.72	2,925.47	68.22	2,408.02
工业盐	10.58	343.98	55.97	325.72	55.94	260.14
煤	17.08	273.18	61.69	251.69	64.28	178.91

注：公司电石均采购自达拉特电石分公司。

资料来源：公司提供

公司供应链物流业务主要由子公司北京亿兆华盛有限公司（以下简称“亿兆华盛”）及其子公司、亿利国际贸易有限公司负责，其中物流业务由亿兆华盛子公司亿兆华盛物流有限公司及新疆亿兆华盛物流有限公司运营。公司供应链物流业务在华北、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。公司供应链物流业务以销定采，依托大西北（新疆、内蒙、陕西、宁夏和甘肃）的产业基础和同业资源，依据内外部客户年度经营计划，并结合市场供求信息，制定采购计划及物流方案。

公司基于合理的利润水平及资金安全性等因素开展供应链物流业务，因而导致其供应链产品及其销量变动较大，2017年公司钢材贸易量下滑，未开展铁矿石贸易业务，随着其他产品贸易量增加以及价格提升，当年公司供应链物流业务实现收入83.11亿元，同比增长59.86%；2017年公司供应链物流业务毛利率略下降0.63个百分点至1.47%。2018年1季度公司供应链物流业务实现22.42亿元，毛利率降至0.32%

表 6 公司主要供应链产品情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2018年1-3月		2017年		2016年	
	销量	含税单价	销量	含税单价	销量	含税单价
PVC	8.67	6,238.14	50.75	6,405.02	29.4	5,448.75
钢材	3.25	3,351.71	22.67	3,611.40	106.81	3,101.16
铁矿石	-	-	-	-	103.09	409.1
甲醇	20.9	3,010.25	41.79	2,684.31	13.01	1,916.88
聚丙烯	0.66	9,245.41	3.9	8,273.07	-	-
烧碱类	1.69	4,468.51	4.41	3,839.25	-	-
乙二醇	-	-	4.89	7,784.76	-	-
聚乙烯	-	-	0.3	10,100.00	-	-
MEG	7.93	7,747.72	-	-	-	-
PTA	2.23	5,867.69	-	-	-	-
试剂类	1.33	7,584.60	28.36	6,526.25	-	-

化工类	-	-	11.1	3,162.82	-	-
精对苯二甲酸	-	-	7.03	5,101.98	-	-
电解铜	-	-	0.2	50,291.33	-	-

资料来源：公司提供

整体而言，受益于化工产品价格上涨及贸易量增加，2017年公司化工板块实现收入120.02亿元，同比增长41.11%，但受收入占比较大的供应链物流业务毛利率下降影响，该板块毛利率同比下降0.36个百分点。未来需关注公司化工产品及原材料价格波动对该业务毛利率产生的影响。

煤炭生产业务量价齐升、贸易业务购销差价扩大推动煤炭业务收入及毛利率水平均有所提高，但未来需关注产能去化、环保趋严以及政策限价等因素对煤炭价格及公司煤炭业务经营业绩的影响

公司获政府配置的安源西煤矿应政府环境治理要求，需对渣台虚土坡面砌护绿化，待验收合格后，方能提交复工申请及获得政府采矿复工审批文件。目前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。黄玉川煤矿仍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，得益于煤炭价格上涨，2017年公司从神华亿利能源确定投资收益0.84亿元；宏斌煤矿目前尚未投产，仍处于分步验收阶段；目前公司煤炭生产仍来自东博煤矿，由伊金霍洛旗东博煤炭有限责任公司运营。

表 7 截至 2018 年 3 月末公司拥有采矿权的煤矿资源情况（万吨、年、万吨/年）

煤矿名称	持有权益	主要煤种	可采储量	可采年限	设计产能
东博煤矿	100%	无烟煤	3,352	21.3	120
宏斌煤矿	100%	1/3焦煤	850	8.9	90
黄玉川煤矿	49%	无烟煤	85,200	63	1,000

资料来源：公司提供

东博煤矿“以销定产”和“以销定洗”的生产模式未发生变化，自产煤炭销售仍以外部客户为主，销售时一般要求客户自提。2017年煤炭价格继续上扬，公司煤炭产销业务量价齐升，当年公司原煤产销量均为138.25万吨，同比均增长23.40%，不含税销售均价342.94元/吨，同比增长76.87%；得益于此，2017年公司煤炭生产业务实现收入4.74亿元，同比增长118.27%，毛利率提高21.63个百分点至61.73%。2018年1季度，公司原煤产销量为27.64万吨，不含税销售均价为354.74元/吨，较2017年提高3.44%，但毛利率下降至58.38%。

表 8 公司煤炭产销情况

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
煤矿数量（座）	2	2	2
原煤设计产能（万吨/年）	210	210	210
原煤产量（万吨）	27.64	138.25	112.03
原煤销量（万吨）	27.64	138.25	112.03
不含税销售均价（元/吨）	354.74	342.94	193.89

注：2016年产量数据修正为112.03万吨。

资料来源：公司提供

公司煤炭运销业务由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”）运营。亿利煤炭采取地销、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，亿利煤炭铁路运力计划仍为180万吨/年，为煤炭运销业务开展提供一定运力保障，地销煤炭一般通过汽车运输至客户指定地点。

2017年公司煤炭运销业务量有所下降，当年销售煤炭333.78万吨，同比下降43.73%。2017年公司煤炭不含税购销价差扩大至57.50元/吨，提升煤炭运销业务毛利率7.06个百分点至9.75%。2018年1季度公司销售煤炭82.07万吨，不含税销售均价提高至324.20元/吨，当期实现煤炭运销收入2.66亿元。

表 9 公司煤炭运销情况

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
采购量（万吨）	82.07	333.78	593.17
不含税采购均价（元/吨）	286.01	248.32	177.08
销售量（万吨）	82.07	333.78	593.17
不含税销售均价（元/吨）	324.20	305.82	180.96

资料来源：公司提供

整体来看，煤炭生产业务量价齐升以及煤炭运销购销价差扩大推动公司煤炭业务2017年实现收入14.95亿元，同比增长15.82%，毛利率提高17.64个百分点至26.23%。考虑到煤炭产能仍还处于过剩状态、环保趋严抑制下游需求以及政策限制煤价上涨等因素，未来需关注煤炭价格走势对公司煤炭业务经营业绩产生的影响。

清洁能源项目投运规模扩大、新增光伏发电业务、热电资产组全年运营等推动公司清洁能源业务收入大幅增长，但原材料成本上升、下游检修导致用气负荷减少、试运营等因素导致热电资产组及清洁能源项目盈利能力下降，未来清洁能源项目经营业绩尚待观察；光伏发电业务应收补贴款回款时间较不确定，同时拟建光伏发电项目投资规模较大，将给

公司带来一定资金压力

随着公司收购库布其生态能源70%股权，2017年公司新增光伏发电业务，当年公司清洁能源业务收入主要来自租赁热电资产组的经营、清洁能源项目运营及光伏发电业务。

表 10 公司清洁能源业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年1-3月		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
租赁热电资产组	30,833.00	6.34%	118,331.79	7.72%	81,262.28	8.96%
清洁能源项目	14,517.70	8.08%	72,950.20	13.73%	16,895.23	37.41%
智慧能源	-	-	-	-	4,510.08	85.20%
光伏发电	5,797.23	65.93%	26,311.51	72.18%	-	-
其他	-	-	-	-	3,430.63	4.93%
合计	51,147.92	13.59%	217,593.51	17.53%	106,098.22	16.60%

注：2017年以来智慧能源业务收入并入清洁能源项目，其中2017年智慧能源实现收入3.56亿元。

资料来源：公司提供，鹏元整理

随着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”）签署的《热电资产组经营租赁合同》到期以及亿鼎生态将热电资产组转让给了上海亿鼎投资中心（有限合伙）（以下简称“上海亿鼎”），亿鼎生态与热电分公司签署了《合同终止协议》，原租赁合同于2016年12月31日终止，同时上海亿鼎与热电分公司签署了《热电资产组经营租赁合同》，租赁期限自2017年1月1日至2017年12月31日，租金为1.84亿元（不含税）。热电资产组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附属系统。该热电资产组仍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。具体来看，热电分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，2017年该等产品分别实现含税收入7.49亿元、2.12亿元、0.98亿元和1.94亿元。

整体来看，2017年公司热电资产组实现收入11.83亿元，毛利率为7.72%，同比下降1.24个百分点，主要系蒸汽及氧气等收入占比较高产品价格下降以及原材料价格上涨所致。2018年公司热电分公司与上海亿鼎续签了《热电资产组经营租赁合同》，租赁期自2018年1月1日至2018年12月31日，租金仍为1.84亿元（不含税），2018年以后热电资产组能否续签租赁合同尚待观察。

表 11 热电分公司租赁热电资产组经营情况

产品名称	项目	2018年1季度	2017年	2016年
蒸汽	产量(万吨)	178.53	684.28	456.78
	销量(万吨)	178.53	684.28	456.78
	含税均价(元/吨)	109.92	109.42	116.04
	含税收入(万元)	19,625.16	74,877.39	53,004.75
氧气	产量(KNm ³)	138,418.77	536,557.01	330,630.35
	销量(KNm ³)	138,418.77	536,557.01	330,630.35
	含税均价(元/KNm ³)	403.89	395.37	407.03
	含税收入(万元)	5,590.54	21,214.04	13,457.65
氮气	产量(KNm ³)	194,131.59	748,322.97	458,253.66
	销量(KNm ³)	194,131.59	748,322.97	458,253.66
	含税均价(元/KNm ³)	135.09	131.12	130.37
	含税收入(万元)	2,622.44	9,812.03	5,974.25
液氮	产量(KNm ³)	11.68	140.51	253.13
	销量(KNm ³)	11.68	140.51	253.13
	含税均价(元/KNm ³)	1,426.68	1,495.32	1,287.96
	含税收入(万元)	1.67	21.01	32.60
工厂空气	产量(KNm ³)	3,964.15	16,209.40	27,819.48
	销量(KNm ³)	3,964.15	16,209.40	27,819.48
	含税均价(元/KNm ³)	90.80	90.96	97.93
	含税收入(万元)	36.00	147.43	272.44
仪表空气	产量(KNm ³)	7,860.22	36,740.27	8,922.53
	销量(KNm ³)	7,860.22	36,740.27	8,922.53
	含税均价(元/KNm ³)	84.00	86.49	97.91
	含税收入(万元)	66.03	317.77	87.36
电	产量(kWh)	109,005,512.14	443,752,057.15	316,610,777.30
	销量(kWh)	109,005,512.14	443,752,057.15	316,610,777.30
	含税均价(元/KWh)	0.44	0.44	0.43
	含税收入(万元)	4,763.86	19,383.30	13,614.26
工业水	产量(万吨)	62.87	327.24	304.92
	销量(万吨)	62.87	327.24	304.92
	含税均价(元/吨)	3.65	4.93	4.99
	含税收入(万元)	229.48	1,612.39	1,521.57
污水处理	产量(万吨)	19.17	74.08	58.23
	销量(万吨)	19.17	74.08	58.23
	含税均价(元/吨)	24.53	23.36	23.36
	含税收入(万元)	470.13	1,730.50	1,360.21

回用水	产量(万吨)	4.49	48.93	253.84
	销量(万吨)	4.49	48.93	253.84
	含税均价(元/吨)	14.30	13.13	8.57
	含税收入(万元)	64.21	642.49	2,175.37
脱盐水	产量(万吨)	62.16	229.83	126.09
	销量(万吨)	62.16	229.83	126.09
	含税均价(元/吨)	14.80	10.00	10.00
	含税收入(万元)	919.89	2,298.30	1,260.92
含税收入合计		34,389.41	132,056.65	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

高效清洁能源新项目方面，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。截至 2018 年 3 月，公司清洁热力项目已运营或试运营 10 个，915 T/H（计量单位“蒸吨”，下同），其中安徽颍上、江西奉新、甘肃武威及山东枣庄项目处于试运行状态。公司已运行清洁热力项目如武威、莱芜、奉新等达到单炉满负荷运行，广饶、江西、金乡等双炉运行，蒸汽负荷和销量均明显提升，其他项目公司如宿迁和武威项目的背压发电机组等陆续投入运行。此外，公司收购的兴化市热电有限责任公司（180T/H）及长沙天宁热电有限公司（180T/H）热电项目已投运。

2017 年公司清洁能源项目实现收入 3.74 亿元，同比增长 121.30%，但该业务毛利率下降 18.83 个百分点至 18.48%，一方面系原材料价格上涨导致生产成本增加，另一方面系下游企业设备检修、用汽负荷减少、蒸汽产量未达产导致单位固定成本增加，此外，部分项目试运行期间运营成本高、供热负荷低亦导致其毛利率水平下降。

表 12 公司已（试）运营项目情况（单位：万吨、元/吨、万元）

项目名称	产能	2018 年 1 季度			
		产量	销量	价格	收入
兴化热电	180T/H	17.26	5.97	212.07	1,140.89
天宁热电	225 T/H	21.13	12.61	222.65	2,528.76
洁能科技（枣庄）	2×35 T/H	1.89	1.40	232.02	305.28
洁能科技（金乡）	2×35 T/H	1.36	1.10	216.00	214.05
洁能科技（广饶）	2×35 T/H	9.86	7.90	200.01	1,423.46
洁能科技（江西）	2×35 T/H	2.78	1.98	220.00	392.43
洁能科技（乐陵）	2×35 T/H	2.83	2.30	214.66	444.52
洁能科技（武威）	2×75 T/H	14.43	11.36	158.00	1,621.38
洁能科技（沂水）	2×30 T/H	6.30	4.88	184.40	810.70

洁能科技（莱芜）	1×35 T/H			3.50	2.80	209.00	520.39	
洁能科技（东乡）	无生产			-	1.86	150.00	311.35	
洁能科技（宿迁） （1、2）	4×60 T/H			22.44	18.55	215.87	3,607.07	
洁能科技（颍上）	2×40 T/H			2.71	1.83	222.44	366.73	
项目名称	2017年				2016年			
	产量	销量	价格	收入	产量	销量	价格	收入
兴化热电	52.99	5.53	213.08	2,981.15	-	-	-	-
天宁热电	53.08	29.65	221.35	5,912.61	-	-	-	-
洁能科技（枣庄）	1.51	1.14	230.68	255.00	-	-	-	-
洁能科技（金乡）	22.69	19.17	216.00	4,140.72	5.67	4.13	216.00	789.45
洁能科技（广饶）	28.33	23.89	182.60	3,912.40	8.05	6.11	177.52	959.86
洁能科技（江西）	5.64	4.92	220.00	1,082.40	-	-	-	-
洁能科技（乐陵）	6.95	5.66	201.00	1,027.92	-	-	-	-
洁能科技（武威）	13.21	11.38	163.00	1,670.25	-	-	-	-
洁能科技（沂水）	14.30	11.75	191.56	2,250.25	9.14	6.78	183.05	1,098.30
洁能科技（莱芜）	10.29	7.90	209.00	1,465.00	4.02	2.98	209.00	564.42
洁能科技（东乡）	-	0.61	150.00	102.97	-	-	-	-
洁能科技（宿迁） （1、2）	77.56	74.10	214.03	14,177.22	81.88	70.68	215.73	13,494.09
洁能科技（颍上）	6.06	3.61	193.96	700.19	-	-	-	-

注：2017年蒸汽销售收入包括计入在建工程的联合试车收入8,483万元；2017年7月1日，蒸汽增值税率由13%变更为11%。

资料来源：公司提供

在建拟建项目方面，截至2018年3月末公司已开工项目3个，包括浙江浦江、河北晋州以及并购的济宁盛唐能源项目，待开工项目10个，主要包括安徽濉溪、河南尉氏、内蒙古石拐以及张家口热力管网等项目。整体来看，公司已开工及待开工清洁能源项目较多，考虑到该业务毛利率大幅下降，未来清洁能源项目经营业绩尚待观察。2018年3月末公司在建拟建清洁能源项目计划总投资31.26亿元，尚需投资27.75亿元，2017年公司成功完成非公开发行股票，募集资金净额44.41亿元，其中39.00亿元拟用于清洁能源项目建设，包括部分项目前期投入资金置换以及其他项目后续资金投入，将有助于缓解清洁能源项目建设资金压力。

表 13 截至 2018 年 3 月末公司在建拟建清洁能源项目情况（单位：万元）

已开工项目				
项目名称	规划产能	计划总投资	已投资	预计投产期
洁能科技（浦江）	2×75T/H+1×9MW	15,509.82	7,162.78	2018.05
济宁盛唐能源	2×90t/h+12MW	25,106.18	3,894.71	2018.11

洁能科技（晋州）	2×40 T/H	11,899.54	1,901.99	2018.09
合计		52,515.54	12,959.48	-

待开工项目

项目名称	规划产能	计划总投资	已投资
洁能科技（宣城）	2×75 T/H +9MW	20,182.00	501.53
洁能科技（新泰）	2×35 T/H	15,729.70	2,632.15
洁能科技（利津）	2×35 T/H	11,029.26	11,98.56
洁能科技（濉溪）	400 T/H	40,000.00	2,893.00
洁能科技（南昌）	3×35 T/H	10,726.00	130.73
洁能科技（尉氏）	6×65 T/H	33,759.43	-
洁能科技（伊金霍洛）	4×29MW	8,586.00	-
洁能科技（察右前旗）	2×35 T/H	8,047.00	-
洁能科技（石拐）	4×130 T/H +2×25MW	44,917.00	-
张家口热力管网	1,710 万平方米	67,091.03	16,000.02
合计		260,067.42	22,157.43

注：山东曲阜 225T/H 项目考虑到负荷偏低尚处于谈判中。
资料来源：公司提供

2017年公司收购库布其生态能源70%股权，新增光伏发电业务。库布其生态能源主要从事光伏电站的投资运营，通过光伏发电并网实现电力销售收入。截至2018年3月末，库布其生态能源已建成并网库布其沙漠200MW光伏复合生态发电项目，2017年发电量3.42亿度，当年上网电价为0.90元/度，实现售电收入2.63亿元。拟建项目方面，库布其生态能源拟建600MW治沙扶贫发电项目，计划总投资39.30亿元，预计项目建设将给公司带来一定资金压力。此外，需关注的是，2017年末公司光伏发电项目应收国家能源局补贴款合计3.04亿元，未来回款时间存在不确定性。

表 14 公司在运行光伏发电项目情况（单位：万度、元/度、万元）

项目名称	2017 年			2016 年		
	发电量	上网电价	售电收入	发电量	上网电价	售电收入
库布其沙漠 200MW 光伏复合生态发电项目	34,204	0.90	26,311.51	13,913	0.90	10,702.25

资料来源：公司提供

智慧能源业务主要由北京亿利智慧能源科技有限公司（以下简称“亿利智慧能源”）运营，亿利智慧能源基于清洁能源，利用主动配电网、云计算、大数据、物联网等技术构建安全稳定、经济高效、清洁低碳、智慧运营的“冷、热、电、气、水”多联供能源物联网云平台，为工业园区客户提供智慧能源整体解决方案。2017年亿利智慧能源出售亿利智慧能源（安徽）有限公司全部股权，当年亿利智慧能源通过销售浙江正泰新能源开发有限公司与中国能源工程集团有限公司单晶硅及多晶硅太阳能电池组件实现收入3.56亿元。

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2016年、2017年审计报告以及未经审计的2018年1季度财务报表，其中2016年数据采用2016年审计报告年末数，报告均采用新会计准则编制。2017年公司投资设立和收购子公司各1家，注销1家子公司，截至2017年末公司纳入合并报表范围的子公司共16家。

根据《企业会计准则第16号——政府补助》（2017），政府补助的会计处理方法从总额法改为允许采用净额法，将与资产相关的政府补助相关递延收益的摊销方式从在相关资产使用寿命内平均分配改为按照合理、系统的方法分配，并修改了政府补助的列报项目。根据《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30号），在利润表中新增“资产处置收益”行项目，反映企业出售划分为持有待售的非流动资产（金融工具、长期股权投资和投资性房地产除外）或处置组时确认的处置利得或损失，处置未划分为持有待售的固定资产、在建工程、生产性生物资产及无形资产而产生的处置利得或损失，以及债务重组中因处置非流动资产产生的利得或损失和非货币性资产交换产生的利得或损失。相应的删除“营业外收入”和“营业外支出”项下的“其中：非流动资产处置利得”和“其中：非流动资产处置损失”项目，修订后的营业外收支反映企业发生的营业利润以外的收益，主要包括债务重组利得或损失、与企业日常活动无关的政府补助、公益性捐赠支出、非常损失、盘盈利得或损失、捐赠利得、非流动资产毁损报废损失等。公司已根据上述规定编制2017年度财务报表，并对比较报表的列报进行了相应调整；其中，由营业外收入调整至资产处置收益的金额本期为-567.59万元（上期6,696.83万元），由营业外收入调整至其他收益的金额为865.75万元。

资产结构与质量

公司资产规模大幅增长、结构有所优化，但仍以非流动资产为主且受限比例较大，流动性一般

随着非公开发行股票募集资金到位及经营发展，2017年末公司资产总额同比增长25.29%至291.86亿元，其中非流动资产166.56亿元，占比57.07%，公司资产仍以非流动资产为主。

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。得益于非公开发行股票募集资金到位以及较好的经营现金流，2017年末公司货币资金94.42亿元，同比增长139.95%，其中其他货币资金10.49亿元作为银行承兑汇票保证金、期货保证金及信用证保证金使用受限。随着票据解付及背书，2017年末公司应收票据3.62亿元，同比减少66.79%，主要包括银行承兑汇票3.62亿元，其中550.00万元已用于质押。公司应收账款主要包括光伏业务应收补贴款、热电资产组及清洁能源应收蒸汽款、应收化工及煤炭运销款，2017年末账面余额8.44亿元，其中按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额8.42亿元，1年以内7.91亿元，1-2年0.21亿元，3年以上0.28亿元；前5名应收对象应收账款金额6.16亿元，占比72.99%；剔除坏账准备后，2017年末公司应收账款账面价值8.18亿元，其中0.24亿元已质押；2018年3月末公司应收账款增加至11.97亿元。公司预付款项主要为预付工程款及贸易、设备采购款等，2017年末账面价值5.10亿元，其中账龄1年以内占比98.06%；2018年3月末公司预付款项增加至8.27亿元。

随着公司出售天津亿利国际贸易有限责任公司等股权转让款、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部分得到偿还，2017年末公司其他应收款余额减少至5.44亿元，其中主要包括股权转让款2.30亿元和往来款2.95亿元。公司存货主要为化工生产原料及产品、煤炭库存等，2017年末公司存货账面价值4.89亿元，同比下降9.28%，主要包括原材料2.38亿元及库存商品1.93亿元。

表 15 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	876,523.48	29.99%	944,190.60	32.35%	393,500.27	16.89%
应收票据	29,914.29	1.02%	36,204.78	1.24%	109,001.45	4.68%
应收账款	119,725.04	4.10%	81,752.79	2.80%	86,120.28	3.70%
预付款项	82,688.00	2.83%	50,981.51	1.75%	40,202.04	1.73%
其他应收款	32,911.14	1.13%	50,193.72	1.72%	183,775.89	7.89%
存货	54,755.85	1.87%	48,875.57	1.67%	53,873.15	2.31%
流动资产合计	1,231,927.42	42.14%	1,252,948.25	42.93%	908,743.81	39.01%
长期股权投资	511,671.15	17.50%	502,751.78	17.23%	477,380.14	20.49%
固定资产	757,984.15	25.93%	763,822.74	26.17%	554,042.72	23.78%
在建工程	129,104.24	4.42%	123,613.12	4.24%	122,113.03	5.24%
无形资产	191,855.81	6.56%	193,516.61	6.63%	180,292.72	7.74%
其他非流动资产	87,581.00	3.00%	70,563.29	2.42%	74,010.16	3.18%
非流动资产合计	1,691,206.59	57.86%	1,665,602.21	57.07%	1,420,774.38	60.99%
资产总计	2,923,134.01	100.00%	2,918,550.46	100.00%	2,329,518.19	100.00%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 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。受投资神华亿利能源有限责任公司、亿利集团财务有限公司及西部新时代能源投资股份有限公司等产生投资收益 1.33 亿元及新增投资鄂尔多斯市正利新能源发电有限公司 1.46 亿元影响，2017 年末公司长期股权投资账面价值 50.28 亿元，其中主要包括神华亿利能源有限责任公司 37.35 亿元、亿利集团财务有限公司 5.84 亿元、西部新时代能源投资股份有限公司 2.40 亿元、内蒙古亿利冀东水泥有限责任公司 1.61 亿元和鄂尔多斯市正利新能源发电有限公司 1.48 亿元；此外，公司持有神华亿利能源有限责任公司 33% 股权已质押，账面价值 26.55 亿元。公司固定资产主要包括生产及经营用房屋建筑物、机械设备及光伏资产等，随着在建工程转入及合并范围扩大，2017 年末公司固定资产账面价值 76.38 亿元，同比增长 37.86%，其中 26.07 亿元已用于抵押。公司在建工程主要为高效清洁热能锅炉集中供热（汽）项目及宏斌煤矿工程，2017 年末账面价值 12.36 亿元，其中 1.65 亿元已用于抵押。公司无形资产主要包括采矿权及土地使用权，2017 年末账面价值 19.35 亿元，其中 0.98 亿元已用于抵押。2017 年末公司其他非流动资产 7.06 亿元，主要包括预付煤炭资源款 3.06 亿元、预付土地出让金 1.69 亿元及土地租赁费 1.22 亿元。

整体来看，得益于非公开发行股票，公司资产规模大幅增长、结构有所优化，但仍以非流动资产为主，且 2017 年末公司受限资产 67.41 亿元，占期末总资产的比重为 23.10%，整体资产流动性一般。

资产运营效率

得益于营业收入增长及回款情况较好，2017 年公司资金周转效率及资产运营效率均有所提高

2017 年公司营业收入增长以及回款情况较好使得应收账款与应收票据减少，当年公司应收账款及应收票据周转天数同比分别减少 8.89 天和 14.92 天，存货周转速度加快推动存货周转天数同比减少 9.24 天。2017 年公司应付票据及应付账款周转天数同比分别减少 16.65 天和 11.19 天。整体来看，公司净营业周期进一步缩短，资金周转效率有所提高。营业收入增长同时推动公司资产周转效率提升，2017 年公司总资产周转天数同比缩短 117.33 天。

表 16 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017	2016
应收账款周转天数	19.19	28.08
应收票据周转天数	16.60	31.52

存货周转天数	13.47	22.71
应付票据周转天数	37.94	54.59
应付账款周转天数	48.93	60.12
净营业周期	-37.61	-32.40
流动资产周转天数	247.11	245.63
固定资产周转天数	150.65	192.67
总资产周转天数	599.93	717.26

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2017年公司营业收入及利润水平均有所提高，但需关注化工与煤炭产品、原材料价格波动以及清洁能源项目运营效率等对公司经营业绩产生的影响

2017年公司化工、煤炭及清洁能源业务收入均有不同程度提高，推动当年营业收入同比增长42.53%至157.46亿元。得益于煤炭业务毛利率提高，2017年公司综合毛利率同比提高1.62个百分点。营业收入提高推动公司2017年期间费用率下降0.75个百分点至7.04%。由于公司持有太仓汇鼎投资中心（有限合伙）合伙份额等公允价值变动减少1.08亿元，扣除交易性金融资产公允价值变动增加0.30亿元，2017年公司公允价值变动减少0.78亿元。2017年公司实现投资收益1.74亿元，主要来自投资神华亿利能源有限责任公司、西部新时代能源投资股份有限公司等按权益法核算产生的投资收益，同比下降主要系2016年公司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收益较多所致。受上述因素叠加影响，2017年公司实现营业利润8.63亿元，同比增长134.47%，营业利润率同比提高2.15个百分点至5.48%；实现利润总额8.59亿元，同比增长67.37%；总资产回报率同比提高0.98个百分点至5.13%；净资产收益率同比提高1.92个百分点至5.72%。由于化工、煤炭及清洁能源业务收入均有所提高，2018年1季度公司实现营业收入40.49亿元，同比增长47.53%；实现净利润2.00亿元，同比增长75.92%。

整体来看，2017年公司营业收入及利润水平均有所提高，但需关注化工、煤炭、原材料价格波动以及清洁能源项目运营效率等对公司经营业绩产生的影响。

表 17 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
营业收入	404,856.96	1,574,602.96	1,104,717.29
公允价值变动损益	-7,100.74	-7,824.75	-15,336.85
投资收益	5,983.95	17,403.70	28,838.37
营业利润	22,071.17	86,265.59	36,791.36

利润总额	22,025.71	85,866.74	51,302.15
净利润	20,043.24	75,042.05	39,208.19
综合毛利率	11.84%	12.80%	11.18%
期间费用率	5.68%	7.04%	7.79%
营业利润率	5.45%	5.48%	3.33%
总资产回报率	-	5.13%	4.15%
净资产收益率	-	5.72%	3.80%
营业收入增长率	47.53%	42.53%	37.13%
净利润增长率	75.92%	91.39%	157.45%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1 季度财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营性现金流好转，但尚不能满足项目建设及股权收购等投资现金支出，考虑到项目建设支出及短期有息债务规模较大，未来公司仍需通过筹资活动缓解资金压力

2017年公司实现净利润7.50亿元，同比增长91.39%，剔除非付现费用及非经营损益影响后，当年公司FFO为17.17亿元，同比增长65.42%，主营业务获现能力增强。经营性应收项目增加及经营性应付项目减少等加大了对营运资金的占用，2017年公司运营资本减少3.52亿元。综合来看，2017年公司经营活动现金净流入13.5亿元，同比增长259.21%，经营性现金流好转。

投资活动方面，2017年公司投资活动现金流入主要包括出售华鑫信托086号证券投资基金信托计划份额及卖出交易性金融资产收到的现金1.40亿元、处置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等子公司收到的现金2.91亿元以及收到的委托贷款本息2.49亿元；投资活动流出主要包括光伏项目、高效清洁热能锅炉集中供热（汽）项目与亿利化学技改工程等项目建设以及购买设备支付现金16.44亿元，投资鄂尔多斯市正利新能源发电有限公司股权、投资交易性金融资产等支付现金2.65亿元以及收购内蒙古亿利库布其生态能源有限公司70%股权等支付现金3.72亿元。综合来看，2017年公司投资活动现金净流出16.47亿元。截至2018年3月末，公司清洁能源及光伏发电等在建拟建项目尚需投资67.05亿元，面临一定资金压力。

筹资活动方面，2017年公司筹资活动流入来自非公开发行股票募集资金44.51亿元、银行等借款42.46亿元以及融资租赁款19.27亿元和票据贴现款20.49亿元，筹资活动现金流出主要用于偿还债务本息以及支付的票据保证金与票据贴现息等。综合来看，2017年公司筹资活动现金净流入53.36亿元。

整体来看，公司经营性现金流好转，但尚不能满足项目建设及股权收购等投资现金支

出，考虑到项目建设支出及短期有息债务规模较大，未来公司仍需通过筹资活动缓解资金压力。

表 18 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年
净利润	75,042.05	39,208.19
非付现费用	40,371.82	36,297.98
非经营损益	56,248.48	28,269.15
FFO	171,662.35	103,775.32
营运资本变化	-35,238.87	-62,775.99
其中：存货减少	4,997.58	2,266.63
经营性应收项目的减少	-16,837.61	-119,513.20
经营性应付项目的增加	-23,398.84	54,470.58
经营活动产生的现金流量净额	135,538.73	37,732.75
投资活动产生的现金流量净额	-164,673.65	-76,355.56
筹资活动产生的现金流量净额	533,604.72	310,822.36
现金及现金等价物净增加额	504,444.87	272,223.73

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

非公开发行股票增强了公司资本实力，各项偿债能力指标均有所优化，但公司有息债务规模较大且主要集中在短期，面临一定偿债压力

受融资规模扩大影响，2017年末公司负债总额134.33亿元，同比增长4.77%，2018年3月末略降至132.56亿元，其中流动负债83.18亿元，占比62.75%。得益于非公开发行股票及利润累积，2018年3月末公司所有者权益159.75亿元，较2016年末增长52.53%，产权比率下降0.39至0.83，所有者权益对负债的保障度有所提高。

表 19 公司资本结构情况（单位：万元）

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
负债总额	1,325,602.55	1,343,345.55	1,282,147.38
其中：流动负债	831,813.20	768,461.75	828,173.11
非流动负债	493,789.34	574,883.81	453,974.27
所有者权益	1,597,531.46	1,575,204.90	1,047,370.81
产权比率	82.98%	85.28%	122.42%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 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。随着部分借款到期偿还，2018年3月末公司短期借款下降至23.25亿元。受公司票据结算规模扩大影响，2018年3月末公司应付票据增加至24.28亿元。公司应付账款随业务规模扩大及合并范围扩大有所增加，2018年3月末账面余额20.09亿元，主要为应付原材料、贸易产品与设备采购款以及项目工程款。公司预收款项为预收货款，随业务规模同比增长，2018年3月末账面余额2.63亿元。随着部分往来借款及投资者定向增发保证金归还，2017年末公司其他应付款减少至2.47亿元。2017年末公司一年内到期的非流动负债6.70亿元，包括一年内到期的长期借款0.63亿元和一年内到期的长期应付款6.08亿元。

表 20 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	232,520.00	17.54%	238,875.00	17.78%	359,180.00	28.01%
应付票据	242,787.01	18.32%	187,237.15	13.94%	102,196.39	7.97%
应付账款	200,885.40	15.15%	198,607.99	14.78%	174,627.16	13.62%
预收款项	26,339.72	1.99%	17,121.10	1.27%	15,415.19	1.20%
其他应付款	30,111.88	2.27%	24,697.16	1.84%	37,057.73	2.89%
一年内到期的非流动负债	64,397.06	4.86%	67,014.22	4.99%	98,289.48	7.67%
流动负债合计	831,813.20	62.75%	768,461.75	57.21%	828,173.11	64.59%
长期借款	70,250.00	5.30%	71,625.00	5.33%	15,500.00	1.21%
应付债券	239,011.70	18.03%	304,780.14	22.69%	359,258.35	28.02%
长期应付款	176,045.08	13.28%	189,984.23	14.14%	72,676.05	5.67%
非流动负债合计	493,789.34	37.25%	574,883.81	42.79%	453,974.27	35.41%
负债合计	1,325,602.55	100.00%	1,343,345.55	100.00%	1,282,147.38	100.00%
其中：有息债务	1,025,010.85	77.32%	1,059,515.74	78.87%	1,007,100.27	78.55%

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 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、应付债券及长期应付款。随着借款规模扩大，2017 年末公司长期借款余额 7.16 亿元，利率区间 4.75%-8.97%。受“12 亿利 02”投资者回售本金 5.48 亿元影响，2017 年末公司应付债券余额下降至 30.48 亿元，受亿利洁能股份有限公司 2014 年公司债券（第一期）（债券简称“14 亿利 01”）投资者回售本金 6.60 亿元影响，2018 年 3 月末公司应付债券余额下降至 23.90 亿元。公司长期应付款均为融资租赁款，2017 年末余额为 19.00 亿元，主要系售后回租融资规模扩大所致。

有息债务方面，2018 年 3 月末公司有息债务余额 102.50 亿元，从其债务偿还期限分布来看，2018 年尚需偿还 53.97 亿元，短期债务较为集中。

表 21 截至 2018 年 3 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年及以后
待偿金额	539,704	109,658	184,730	190,919

资料来源：公司提供

得益于非公开发行股票及利润累积，2018年3月末公司资产负债率较2016年末下降9.69个百分点至45.35%；2017年末公司流动比率与速动比率同比分别提高0.53和0.54至1.63和1.57，流动资产及速动资产对流动负债的保障度有所提升，考虑到货币资金较多，公司短期偿债能力较好。得益于利润水平提高，公司EBITDA及其对债务本息的保障度均有所提升，2017年公司EBITDA同比增长42.20%、EBITDA利息保障倍数同比提高0.54，2017年末公司有息债务与当期EBITDA的比值同比下降2.15、公司债务总额与当期EBITDA的比值同比下降2.77。公司经营性现金流改善对负债的保障度有所提高，2017年公司经营性净现金流与流动负债及负债总额的比值分别为0.18和0.10，同比分别提高0.13和0.07。

表 22 公司偿债能力指标

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
资产负债率	45.35%	46.03%	55.04%
流动比率	1.48	1.63	1.10
速动比率	1.42	1.57	1.03
EBITDA（万元）	-	173,275.48	121,855.37
EBITDA 利息保障倍数	-	3.40	2.86
有息债务/EBITDA	-	6.11	8.26
债务总额/EBITDA	-	7.75	10.52
经营性净现金流/流动负债	0.04	0.18	0.05
经营性净现金流/负债总额	0.03	0.10	0.03

资料来源：公司 2016-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1 季度财务报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

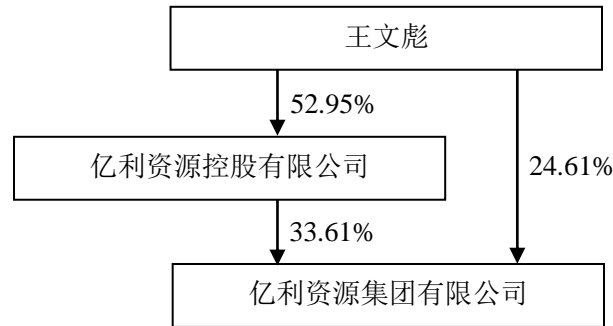
亿利资源提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保为“12亿利01”和“12亿利02”的本息偿付提供进一步保障

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，亿利资源名称、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2018年3月末，亿利资源注册资本仍为12.20亿元，王文彪先生直接持有亿利资

源24.61%股权，并通过亿利资源控股有限公司间接持有公司33.61%股权，仍为亿利资源控股股东及实际控制人。

图21 截至2018年3月末亿利资源股权控制关系



资料来源：亿利资源提供

跟踪期内，亿利资源主营业务未发生变化，仍主要包括化工及新材料、生态环境治理、房地产、煤炭、清洁能源、工程施工、医药、石油天然气产品销售等。根据亿利资源经营发展需要及发展规划，2017年吸收合并亿利药业有限公司、收购圣亚云鼎支付有限公司、投资设立山南市亿欣生态科技有限公司，同时转让杭锦旗库布其种质资源有限公司、鄂尔多斯市亿利沙漠种养业有限公司、乌兰察布市亿利金威城市建设投资开发有限公司等子公司股权，截至2017年末亿利资源纳入合并报表范围的二级子公司共40家。

截至2017年12月31日，亿利资源资产总额为1,058.78亿元，归属于母公司的所有者权益为253.28亿元，资产负债率为64.75%；2017年度，亿利资源实现营业收入449.80亿元，净利润20.46亿元，经营活动现金净流入42.40亿元。

截至2018年3月31日，亿利资源资产总额为1,030.99亿元，归属于母公司的所有者权益为253.23亿元，资产负债率为63.46%；2018年1季度，亿利资源实现营业收入76.31亿元，净利润1.79亿元，经营活动现金净流入8.34亿元。

表 23 亿利资源营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年1季度		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
化工及新材料	547,919.55	6.42%	2,846,678.02	4.31%	2,025,692.70	4.41%
生态环境治理	52,181.30	19.54%	380,687.79	47.61%	252,666.69	45.78%
房地产	17,429.47	32.37%	509,117.99	31.18%	252,367.61	26.43%
煤炭	33,699.62	27.98%	131,258.89	29.88%	119,164.00	3.81%
清洁能源	70,550.41	24.57%	245,525.76	26.19%	114,452.53	23.92%
医药	15,722.41	29.18%	93,186.01	15.98%	54,877.42	19.30%
石油天然气产品销售	9,954.28	12.58%	68,176.67	8.16%	45,049.29	14.87%

工程施工	1,569.84	32.25%	112,977.22	11.06%	12,901.70	6.59%
其他	14,033.20	66.21%	110,413.21	24.90%	164,604.76	13.76%
合计	763,060.08	12.24%	4,498,021.56	13.93%	3,041,776.71	11.33%

资料来源：亿利资源 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1 季度财务报表，鹏元整理

表 24 亿利资源主要财务指标

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年
总资产（万元）	10,309,938.41	10,587,794.97	9,129,086.59
归属于母公司所有者权益合计（万元）	2,532,284.26	2,532,782.77	2,136,674.80
有息债务（万元）	4,206,153.25	4,483,992.12	4,030,096.91
资产负债率	63.46%	64.75%	64.98%
流动比率	0.91	0.95	1.11
速动比率	0.79	0.82	0.80
营业收入（万元）	763,060.08	4,498,021.56	3,041,776.71
营业利润（万元）	21,867.28	250,962.14	106,013.62
净利润（万元）	17,923.13	204,591.83	82,053.50
综合毛利率	12.24%	13.93%	11.33%
总资产回报率	-	3.85%	2.80%
EBITDA（万元）	-	526,158.06	398,490.08
EBITDA 利息保障倍数	-	2.66	1.85
经营活动现金流净额（万元）	83,372.68	423,995.61	102,449.32

资料来源：亿利资源 2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1 季度财务报表，鹏元整理

经综合评定，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。

七、或有事项分析

截至2018年3月末，公司对外担保金额10.50亿元，占期末净资产的比重为6.57%，均无反担保措施，存在一定或有负债风险。

表 25 截至 2018 年 3 月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	担保期限	是否有反担保	与被担保主体关系
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
西部新时代能源投资股份有限公司	15,000	2015.12.24-2018.12.24	否	联营公司
合计	105,000	-	-	-

资料来源：公司提供

八、评级结论

受化工产品价格上涨及供应链物流业务量增加、煤炭价格上涨及产量提高、清洁能源项目投运规模扩大、新增光伏发电业务等多重利好影响，公司经营业绩提升、经营性现金流好转；2017年公司收到非公开发行股票募集资金44.42亿元，有助于缓解公司项目建设资金压力；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。

同时鹏元也关注到，截至2018年5月31日，亿利资源持有公司股票134,635.15万股，其中122,600.00万股已质押，占其持有公司股票的91.06%；PVC需求受房地产不景气等影响较难释放、煤炭产能依然过剩及政策抑制煤炭价格上涨、环保趋严等驱动原材料价格上涨等因素或对公司产品及原材料价格及经营业绩产生不利影响；原材料成本上升、下游检修导致用气负荷减少以及项目试运营等因素导致公司热电资产组及清洁能源项目盈利能力下降，考虑到公司在建拟建清洁能源项目较多，未来该业务经营业绩尚待观察；公司资产仍以非流动资产为主，且受限资产规模较大，资产流动性一般；公司清洁能源及光伏发电等在建拟建项目尚需投资规模较大，有息债务规模较大且集中在短期，未来面临一定项目建设及偿债资金压力；2018年3月末，公司对外担保金额10.50亿元，均无反担保措施，或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	2018年3月	2017年	2016年	2015年
货币资金	876,523.48	944,190.60	393,500.27	151,756.39
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	15,350.61	22,586.43	33,694.05	44,832.82
应收票据	29,914.29	36,204.78	109,001.45	84,430.54
应收账款	119,725.04	81,752.79	86,120.28	86,219.85
预付款项	82,688.00	50,981.51	40,202.04	123,057.85
应收利息	907.49	290.39	6.64	101.99
应收股利	0.00	0.00	561.18	0.00
其他应收款	32,911.14	50,193.72	183,775.89	28,738.16
存货	54,755.85	48,875.57	53,873.15	69,916.59
其他流动资产	19,151.52	17,872.45	8,008.86	9,697.58
流动资产合计	1,231,927.42	1,252,948.25	908,743.81	598,751.76
可供出售金融资产	140.00	140.00	140.00	30,000.00
长期股权投资	511,671.15	502,751.78	477,380.14	470,324.41
固定资产	757,984.15	763,822.74	554,042.72	628,462.06
在建工程	129,104.24	123,613.12	122,113.03	82,748.06
生产性生物资产	0.00	0.00	0.00	7,121.70
无形资产	191,855.81	193,516.61	180,292.72	212,018.05
开发支出	227.43	0.00	0.00	0.00
商誉	8,555.15	8,555.15	8,555.15	8,555.15
长期待摊费用	249.82	354.54	1,243.76	1,658.63
递延所得税资产	3,837.85	2,284.97	2,996.70	5,638.94
其他非流动资产	87,581.00	70,563.29	74,010.16	27,233.15
非流动资产合计	1,691,206.59	1,665,602.21	1,420,774.38	1,473,760.14
资产总计	2,923,134.01	2,918,550.46	2,329,518.19	2,072,511.90
短期借款	232,520.00	238,875.00	359,180.00	209,675.00
应付票据	242,787.01	187,237.15	102,196.39	195,381.34
应付账款	200,885.40	198,607.99	174,627.16	153,110.63
预收款项	26,339.72	17,121.10	15,415.19	21,205.05
应付职工薪酬	7,388.00	6,237.76	5,884.48	5,002.49
应交税费	9,059.59	7,873.48	17,609.75	5,559.34
应付利息	13,267.01	15,740.35	17,912.93	12,924.06
应付股利	5,057.53	5,057.53	0.00	107.71
其他应付款	30,111.88	24,697.16	37,057.73	59,328.36
一年内到期的非流动负债	64,397.06	67,014.22	98,289.48	33,900.54

流动负债合计	831,813.20	768,461.75	828,173.11	696,194.52
长期借款	70,250.00	71,625.00	15,500.00	64,414.40
应付债券	239,011.70	304,780.14	359,258.35	259,229.43
长期应付款	176,045.08	189,984.23	72,676.05	20,347.74
专项应付款	0.00	0.00	0.00	40.00
递延收益	2,626.29	2,638.17	951.05	9,292.18
递延所得税负债	5,856.27	5,856.27	5,588.82	6,367.67
非流动负债合计	493,789.34	574,883.81	453,974.27	359,691.42
负债合计	1,325,602.55	1,343,345.55	1,282,147.38	1,055,885.94
股本	273,894.01	273,894.01	208,958.95	208,958.95
资本公积	988,631.64	985,016.23	608,484.18	590,562.18
其他综合收益	65.32	-94.01	-382.09	-118.74
专项储备	5,972.45	5,629.06	5,092.27	5,567.86
盈余公积	24,411.00	24,411.00	22,492.96	20,181.84
未分配利润	157,818.36	144,392.73	111,959.69	96,158.87
归属于母公司股东权益合计	1,450,792.77	1,433,249.02	956,605.97	921,310.96
少数股东权益	146,738.69	141,955.88	90,764.84	95,315.00
股东权益合计	1,597,531.46	1,575,204.90	1,047,370.81	1,016,625.96
负债和股东权益总计	2,923,134.01	2,918,550.46	2,329,518.19	2,072,511.90

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1 季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年	2015年
一、营业收入	404,856.96	1,574,602.96	1,104,717.29	805,609.44
减：营业成本	356,926.15	1,373,021.15	981,194.82	728,505.05
税金及附加	3,096.52	12,712.42	8,363.91	3,949.82
销售费用	6,897.29	30,017.66	22,880.66	23,511.79
管理费用	4,303.45	23,713.56	21,809.09	26,892.76
财务费用	11,778.45	57,082.31	41,331.07	38,114.86
资产减值损失	-841.39	1,667.38	5,847.90	1,348.20
加：公允价值变动收益	-7,100.74	-7,824.75	-15,336.85	22,288.30
投资收益	5,983.95	17,403.70	28,838.37	797.96
资产处置收益	3.28	-567.59	0.00	0.00
其他收益	488.19	865.75	0.00	0.00
二、营业利润	22,071.17	86,265.59	36,791.36	6,373.23
加：营业外收入	9.58	1,671.97	15,515.10	18,116.76
减：营业外支出	55.04	2,070.82	1,004.31	298.8
三、利润总额	22,025.71	85,866.74	51,302.15	24,191.20
减：所得税费用	1,982.46	10,824.69	12,093.96	8,961.48
四、净利润	20,043.24	75,042.05	39,208.19	15,229.72

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 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	2018年1-3月	2017年	2016年	2015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	378,997.61	1,331,475.96	845,269.63	466,137.46
收到的税费返还	356.44	55.14	396.92	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	86,615.53	199,723.75	120,962.40	267,564.73
经营活动现金流入小计	465,969.58	1,531,254.85	966,628.95	733,702.19
购买商品、接受劳务支付的现金	344,638.23	1,199,886.89	765,056.64	428,619.15
支付给职工以及为职工支付的现金	7,664.06	29,532.67	26,852.27	32,529.50
支付的各项税费	12,674.87	74,013.47	34,774.35	31,117.18
支付其他与经营活动有关的现金	66,317.96	92,283.09	102,212.95	131,262.73
经营活动现金流出小计	431,295.11	1,395,716.12	928,896.20	623,528.55
经营活动产生的现金流量净额	34,674.46	135,538.73	37,732.75	110,173.63
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	6,580.83	13,966.95	32,626.28	234.18
取得投资收益收到的现金	0.00	3,306.74	1,882.12	6,214.64
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	700.00	58.97	72.39	12.92
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	1,867.50	29,118.07	340.57	6,457.90
收到其他与投资活动有关的现金	1,914.96	24,895.71	25,037.42	4,119.23
投资活动现金流入小计	11,063.29	71,346.44	59,958.79	17,038.86
购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	46,564.06	164,426.42	77,315.10	36,659.77
投资支付的现金	4,659.11	26,452.84	12,564.96	88,076.96
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	37,160.83	0.00	5,475.12
支付其他与投资活动有关的现金	1,196.94	7,980.00	46,434.29	3,000.00
投资活动现金流出小计	52,420.12	236,020.09	136,314.35	133,211.85
投资活动产生的现金流量净额	-41,356.83	-164,673.65	-76,355.56	-116,173.00
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	17.00	445,109.00	984.00	200.00
取得借款收到的现金	60,125.00	424,565.00	415,810.11	209,675.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	99,850.00	99,500.00
收到其他与筹资活动有关的现金	69,950.06	397,603.40	127,999.02	6,828.23
筹资活动现金流入小计	130,092.06	1,267,277.40	644,643.13	316,203.23
偿还债务支付的现金	133,575.10	585,102.40	248,655.11	281,284.06
分配股利、利润或偿付利息支付的	11,973.09	59,503.68	49,590.34	33,582.00

现金				
支付其他与筹资活动有关的现金	30,598.17	89,066.60	35,575.32	41,196.21
筹资活动现金流出小计	176,146.35	733,672.68	333,820.77	356,062.27
筹资活动产生的现金流量净额	-46,054.29	533,604.72	310,822.36	-39,859.04
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-12.05	-24.94	24.18	-200.25
五、现金及现金等价物净增加额	-52,748.71	504,444.87	272,223.73	-46,058.65
加：期初现金及现金等价物余额	839,388.86	334,875.02	62,633.46	108,692.11
六、期末现金及现金等价物余额	786,640.14	839,319.89	334,857.19	62,633.46

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 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	2017年	2016年	2015年
净利润	75,042.05	39,208.19	15,229.72
加：资产减值准备	1,667.38	5,847.90	1,348.20
固定资产折旧、生产性生物资产折旧	32,431.34	25,326.66	27,683.63
无形资产摊销	5,090.92	4,787.49	4,515.47
长期待摊费用摊销	1,182.18	335.93	177.66
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	545.41	-6,696.83	-7.24
公允价值变动损失	7,824.75	15,336.85	-22,288.30
财务费用	64,275.27	48,826.99	37,646.58
投资损失	-17,403.70	-28,838.37	-797.96
递延所得税资产减少	739.30	419.36	-351.26
递延所得税负债增加	267.45	-778.85	6,367.67
存货的减少	4,997.58	2,266.63	6,157.04
经营性应收项目的减少	-16,837.61	-119,513.20	23,673.70
经营性应付项目的增加	-23,398.84	54,470.58	12,879.02
专项储备	536.78	-475.59	888.36
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	0.00	-302.17
少数股东放弃所属可分配利润形成的收益	-677.60	-1,038.86	-1,763.53
股权激励	-743.95	171.14	675.41
与投资活动相关的补偿款收入	0.00	-1,923.29	-1,558.36
经营活动产生的现金流量净额	135,538.73	37,732.75	110,173.63

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
应收账款周转天数(天)	-	19.19	28.08	34.35
应收票据周转天数(天)	-	16.60	31.52	37.38
存货周转天数(天)	-	13.47	22.71	36.11
应付票据周转天数(天)	-	37.94	54.59	106.41
应付账款周转天数(天)	-	48.93	60.12	66.36
净营业周期(天)	-	-37.61	-32.40	-64.93
流动资产周转天数(天)	-	247.11	245.63	275.45
固定资产周转天数(天)	-	150.65	192.67	283.2
总资产周转天数(天)	-	599.93	717.26	913.55
综合毛利率	11.84%	12.80%	11.18%	9.57%
期间费用率	5.68%	7.04%	7.79%	10.99%
营业利润率	5.45%	5.48%	3.33%	0.79%
总资产回报率	-	5.13%	4.15%	2.77%
净资产收益率	-	5.72%	3.80%	1.52%
非付现费用(万元)	-	40,371.82	36,297.98	33,724.96
非经营损益(万元)	-	56,248.48	28,269.15	20,569.48
FFO(万元)	-	171,662.35	103,775.32	69,524.16
营运资本变化(万元)	-	-35,238.87	-62,775.99	42,709.76
产权比率	82.98%	85.28%	122.42%	103.86%
有息债务(万元)	1,025,010.85	1,059,515.74	1,007,100.27	782,863.11
资产负债率	45.35%	46.03%	55.04%	50.95%
流动比率	1.48	1.63	1.10	0.86
速动比率	1.42	1.57	1.03	0.76
EBITDA(万元)	-	173,275.48	121,855.37	89,102.11
EBITDA 利息保障倍数	-	3.40	2.86	2.51

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年 1 季度财务报表，鹏元整理

附录五 截至2017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
亿利租赁（天津）有限公司	50,000	100%	租赁
内蒙古亿利库布其生态能源有限公司	48,000	70%	清洁能源

注：公司系内蒙古亿利化学工业有限公司最大股东并实际控制，故纳入合并报表范围。

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	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
非付现费用	资产减值准备 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
营运资本变化	存货减少 + 经营性应收项目的增加 + 经营性应付项目的减少
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款
有息债务（担保方）	短期借款 + 卖出回购金融资产款 + 拆入资金 + 应付票据 + 1年内到期的非流动负债 + 其他流动负债 ³ + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 ⁴
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
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	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$

³ 其他流动负债中短期融资券及燃气 ABS 借款。

⁴ 长期应付款中韩元贷款及应付融资租赁款。

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。