

亿利洁能股份有限公司

2012 年公司债券 2019 年跟踪 信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪第
【234】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 王贞妮
电话：
010-66216006
邮箱：
luol@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
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。

中证鹏元资信评估股
份有限公司

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.cspengyuan.com

亿利洁能股份有限公司 2012 年公司债券 2019 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 | 2019 年 06 月 12 日 | 2018 年 06 月 11 日 |

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）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 2019 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、经营活动现金流表现良好，清洁能源业务收入有望保持增长，亿利资源集团有限公司（以下简称“亿利集团”）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；同时中证鹏元也关注到，亿利集团持有公司股票高比例质押，2019 年一季度公司主要化工产品价格下降，公司资产流动性一般、短期偿债压力较大及存在一定或有负债风险等风险因素。

正面：

- 公司经营业绩提升、经营活动现金流表现良好。2018 年公司主要化工产品产能利用率及产销率保持较高水平、销量及价格齐升，煤炭采掘板块产销量增加、运销板块购销差价扩大，推动公司主业实现营业收入 173.71 亿元、同比增长 3.67%，综合毛利率提高 2.10 个百分点至 16.81%，加之公司投资收益增加及冲回计提坏账，当年公司实现净利润 11.25 亿元，同比增长 52.74%；随着主业现金生成能力增强及经营性应收项目减少，2018 年公司经营活动现金净流入 36.19 亿元，经营活动现金流表现良好。
- 公司清洁能源业务收入有望保持增长。2018 年公司清洁热力项目运营数量及负荷

提升，该业务实现收入 7.93 亿元，同比增长 64.59%，未来随着清洁热力在建项目完工投产，有助于提升清洁能源业务收入水平。

- 亿利集团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。经中证鹏元综合评定，亿利集团主体长期信用等级为 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”的本息偿付提供进一步保障。

关注：

- 亿利团持有公司股票高比例质押。截至 2019 年 5 月 29 日，亿利集团持有公司的 134,400.00 万股股票已用于质押，占其持有公司股票的 99.83%。
- 2019 年一季度公司主要化工产品价格下降，未来需关注价格波动对公司化工业务经营业绩产生的影响。2019 年 1 季度公司各主要化工产品价格均呈不同程度下降，其中烧碱及乙二醇价格较 2018 年分别下降 8.79% 和 48.79%，导致当期化工制造业务毛利率下降，未来需关注价格波动对公司化工业务经营业绩产生的影响。
- 公司资产流动性一般。2018 年末公司非流动资产占总资产的比重为 64.43%，以股权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，且账面价值 122.19 亿元的资产已用于抵质押，占总资产的比重为 33.31%，整体资产流动性一般。
- 公司短期偿债压力较大。2018 年末公司有息债务增至 148.11 亿元，其中 2019 年需偿付 87.78 亿元，流动比率及速动比率下降至 1.01 和 0.97，短期偿债压力仍较大。
- 公司存在一定或有负债风险。截至 2018 年末，公司对外担保金额 10 亿元，占期末净资产的比重为 5.72%，未设置反担保措施，存在一定或有负债风险

公司主要财务指标（单位：万元）

| 项目 | 2019年3月 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
|---------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 总资产 | 3,630,068.51 | 3,668,880.24 | 3,677,026.40 | 2,329,518.19 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 1,507,458.84 | 1,479,841.61 | 1,586,356.93 | 956,605.97 |
| 有息债务 | 1,375,713.47 | 1,481,097.70 | 1,430,009.40 | 1,007,100.27 |
| 资产负债率 | 50.86% | 52.35% | 50.85% | 55.04% |
| 流动比率 | 1.06 | 1.01 | 1.25 | 1.10 |
| 速动比率 | 1.02 | 0.97 | 1.19 | 1.03 |
| 营业收入 | 333,211.86 | 1,737,136.37 | 1,675,711.81 | 1,104,717.29 |
| 营业利润 | 38,608.46 | 128,111.15 | 82,283.52 | 36,791.36 |
| 净利润 | 32,986.19 | 112,492.34 | 73,648.96 | 39,208.19 |
| 综合毛利率 | 17.18% | 16.81% | 14.71% | 11.18% |
| 总资产回报率 | - | 4.77% | 4.71% | 4.15% |
| EBITDA | - | 238,861.97 | 199,515.00 | 121,855.37 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 5.05 | 3.24 | 2.86 |
| 经营活动现金流净额 | 122,243.27 | 361,879.06 | 217,155.30 | 37,732.75 |

资料来源：公司 2016 年、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

担保方主要财务指标（单位：万元）

| 项目 | 2019年3月 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
|-------------|---------------|---------------|---------------|--------------|
| 总资产 | 10,740,640.74 | 10,866,216.05 | 11,008,817.73 | 9,129,086.59 |
| 归属于母公司所有者权益 | 2,739,532.78 | 2,723,322.00 | 2,672,927.14 | 2,136,674.80 |
| 资产负债率 | 62.64% | 63.41% | 64.78% | 64.98% |
| 营业收入 | 894,519.49 | 4,350,382.89 | 4,504,691.74 | 3,041,776.71 |
| 净利润 | 33,493.10 | 205,921.45 | 203,299.95 | 82,053.50 |
| 经营活动现金流净额 | 101,030.78 | 653,155.00 | 435,117.44 | 102,449.32 |

资料来源：亿利集团 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

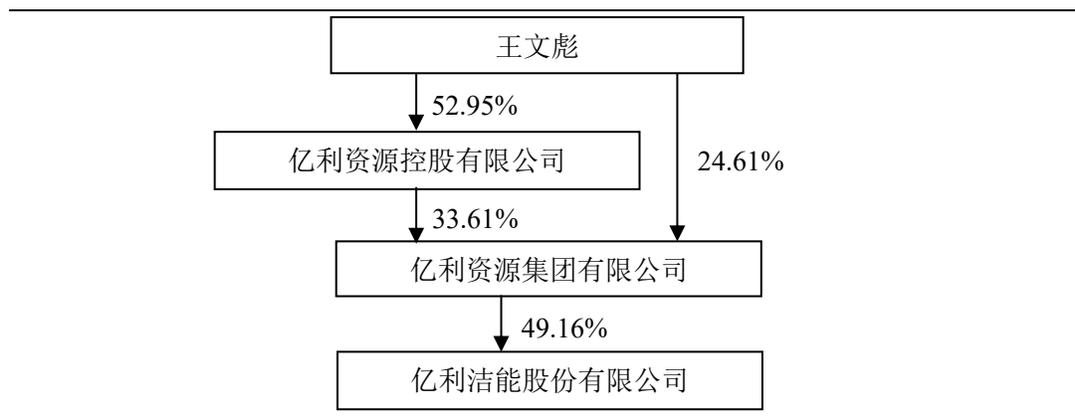
一、“12亿利01”和“12亿利02”募集资金使用情况

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2019年5月31日，“12亿利01”和“12亿利02”募集资金已使用完毕，募集资金专项账户已销户。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、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2019年3月末，公司总股本273,894.01万股，其中亿利集团持有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集团58.22%股权，为公司实际控制人。同时我们关注到，截至2019年5月29日，亿利集团持有公司的134,400.00万股股票已用于质押，占其持有公司股票99.83%。

图1 截至2019年3月末公司股权关系



资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2018年公司投资设立亿利环保有限公司、收购AURORA HOLDING B.V.，同一控制下企业合并取得天津亿利商业保理有限公司、鄂尔多斯市新杭能源有限公司（以下简称“新杭能源”）、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”），子公司亿利洁能科技有限公司收购郑州弘裕热力新能源科技有限公司（以下简称“郑州弘裕”），同期公司注销内蒙古金山恒泰资源投资有限公司，截至2018年末，公司纳入合并报表范围的一级子公司共20家，详见附录二。

表 1 2018 年公司纳入合并报表范围的子公司变化情况（单位：万元）

| 1、2018 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 |
| 亿利环保有限公司 | 10,000 | 100.00% | 污染治理 | 投资 |
| AURORA HOLDING B.V. | 17,292.1 欧元 | 69.98% | 土壤修复 | 收购 |
| 鄂尔多斯市新杭能源有限公司 | 66,501 | 75.19% | 化工 | 同一控制下企业合并 |
| 鄂尔多斯市亿鼎生态农业开发有限公司 | 141,924.6 | 60% | 化工 | 同一控制下企业合并 |
| 2、2018 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 |
| 内蒙古金山恒泰资源投资有限公司 | 4,000 | 51% | 矿权投资 | 注销 |

资料来源：公司提供

三、运营环境

2018年PVC需求稳中有升、产量及开工率提高，PVC价格维持高位运行，但电石价格波动剧烈且中枢上移增加PVC行业成本控制压力，同时受下游需求低迷及新产能投放影响，预计2019年PVC行业供需矛盾加深

我国PVC需求市场主要在国内，对外依存度较低，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。由于2017年房地产销量保持较快增长，2018年初我国房地产待售面积处于低位，推动2018年我国房屋新开工面积同比增长17.2%，较2017年提高10.2个百分点。得益于此，2018年我国PVC表观消费量1,890.40万吨，同比增长6.13%，增速有所下滑主要系汽车市场相对低迷所致，当年我国生产汽车2,796.80万辆，同比减少3.80%，拉低了PVC需求。

图2 近年我国房屋新开工面积情况

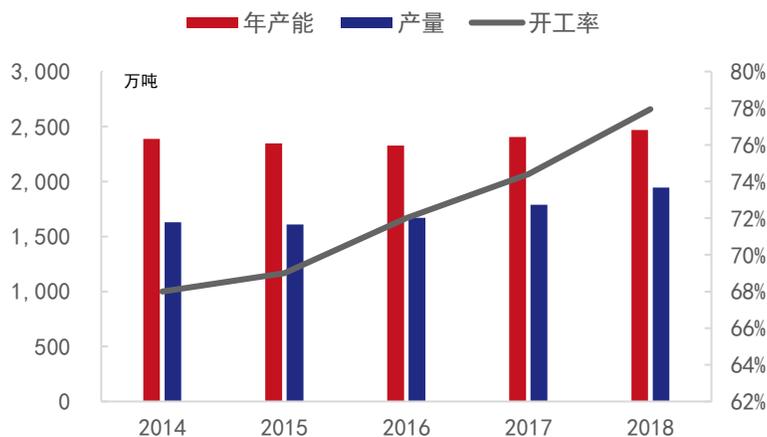
图3 近年我国PVC表观消费量情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2018年氯碱行业环保政策延续高压态势，当年PVC仅新增产能62万吨，年末PVC总产能为2,470万吨（包含聚氯乙烯糊状树脂），仍主要分布在煤炭资源丰富的西部地区，生产工艺仍以电石法为主，占总产能的比重逾80%。随着下游需求保持增长，2018年我国PVC开工率及产量均有所提高，当年我国PVC开工率提高3.55个百分点至77.95%，生产PVC1,945.93万吨，同比增长8.71%。

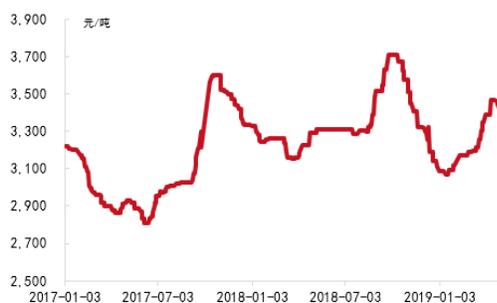
图 4 近年我国 PVC 产能、产量及开工率情况



数据来源：Wind、卓创资讯，中证鹏元整理

受2017年四季度企业囤货影响，2018年初电石价格窄幅回落；随着PVC行情较好对电石需求形成支撑，加之环保政策持续从严限制电石供应，电石行业供需处于紧平衡状态，2018年二季度开始电石价格持续走高；8月份电石企业集中检修，加之PVC开工率处于高位，推动电石价格急涨，2018年9月末电石价格创新高至3,711元/吨，随着电石企业检修完毕复工及下游PVC企业启动集中检修，电石供需失衡推动其价格自2018年11月开始趋于下降，最低降至2018年底3,110元/吨，但全年来看，电石价格中枢高于2017年水平。2019年初电石价格受内蒙古地区限电导致当地小电石炉停产、库存减少及原材料兰炭价格上涨等因素影响持续上涨，最高上涨至2019年4月中旬的3,470元/吨。

图 5 近年我国电石价格（中间价）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 6 近年我国 PVC（电石法）市场中间价



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2018年初，社会库存的相对高位及下游需求恢复缓慢，我国PVC价格有所波动，2018年1季度，PVC（电石法）市场中间价在6,100元/吨至6,600元/吨间波动，随着旺季到来，下游需求支撑以及原材料电石价格上涨推动2019年2季度开始PVC价格持续上涨，PVC（电石法）市场中间价最高涨至2018年8月的近7,200元/吨，此后随电石价格同步下降，期间PVC生产企业集中检修推动PVC价格短暂回调。随着电石价格止跌回升、内蒙古伊东集团东兴化工有限责任公司爆燃以及二季度行业检修，2019年3月底PVC价格止跌上涨。

2018年房屋新开工面积加速增长推动PV需求稳中有升，产量及开工率均有所提高，PVC行业维持紧平衡，价格维持高位运行；电石价格受供需及成本变化影响波动剧烈，价格中枢上移，增加了PVC生产企业成本控制压力。一二线城市限购政策不松、三四线城市超前消费住房需求、乡村民建住房趋于减少、2018年房地产开工面积增速显著高于商品房销售增速延长去化周期以及投资增长主要源于三四线城市土地购置、房企大量债务偿付对投资形成挤出等因素将制约后续房地产销售及后续投资，预计2019年房屋新开工面积增速预计回落；因抑制汽车行业销售增速的核心因素无法得到有效改善，行业仍将面临较大的下行压力；2019年PVC下游需求预计趋于低迷。2018年PVC行业计划投产及扩产企业较多，但受环保、政策等多因素影响投产有限，后续将面临产能投放压力。综合来看，2019年PVC供需矛盾或将加深。

“十三五”期间煤炭行业去产能目标任务基本完成，产量连续两年实现正增长，预计煤炭市场供给偏紧的状况在2019年有所缓解

自2016年2月国务院发布《关于煤炭行业化解过剩产能时间脱困发展的意见》（国发[2016]7号）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。2016-2018年分别退出产能2.9亿吨、2.5亿吨和2.7亿吨，已合计退出产能8.1亿吨。至此，“十三五”煤炭去产能主要目标任务基本完成，煤炭行业发展由总量性去产能转向系统性去产能、结构性优产能。根据国家能源局发布的数据，截至2018年底，全国安全生产许可证等证照齐全的生产煤矿3,373处，产能35.3亿吨/年；已核准（审批）、开工建设煤矿1,010处（含生产煤矿同步改建、改造项目64处）、产能10.3亿吨/年，其中已建成、进入联合试运转的煤矿203处，产能3.7亿吨/年，总产能规模为45.6亿元，虽然较2015年末有明显下降，但总产能相对于2018年36.8亿吨的原煤产量仍然相对过剩。

由于下游需求超预期，且伴随先进产能逐渐释放，全国原煤产量连续两年实现正增长。2017-2018年原煤产量分别为35.2亿吨和36.8亿吨，同比分别增长3.3%和4.5%，2018年除7月份外，其余各月均实现正增长。考虑到2017-2018年行业供给偏紧，部分地区出现阶段性供给不足，预计2019年去产能的节奏趋缓。随着新增产能持续释放以及去产能节

奏放缓，预计煤炭市场供给偏紧的状况在 2019 年将有所缓解。

煤炭进口方面，2017 年行业供给偏紧，全年进口量同比增长 6.1%；2018 年 10 月以来进口煤政策逐渐收紧，全年煤炭进口量为 2.81 亿吨，同比增长 3.9%，增速较 2017 年回落 2.2 个百分点。预计 2019 年进口煤政策依然是调剂国内煤炭市场、平抑煤价、保障煤炭市场供需平衡的重要砝码。

图 7 原煤产量连续两年实现正增长



图 8 2018 年煤炭进口量增速回落



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

煤炭消费量连续两年实现正增长，预计 2019 年煤炭需求仍有支撑，市场有望实现供需相对平衡

煤炭资源是我国重要的基础资源和能源原料，我国富煤、贫油、少气的资源特点决定了其在一次能源消费结构中处于主导地位。近年来煤炭占能源消费总量的比重虽有下降趋势，但是仍处于绝对主导地位。2018 年全国煤炭消费量占能源消费总量的 59.0%，比 2017 年下降 1.4 个百分点，占比首次低于 60%，根据《煤炭工业发展“十三五规划”》，预计到 2020 年，煤炭消费比重下降至 58% 左右。

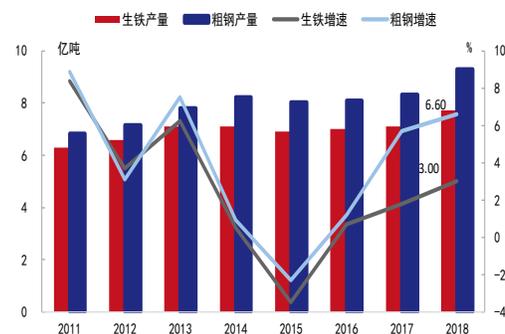
从需求来看，我国煤炭消费的行业结构呈现多元化的特点，但主要集中在电力、钢铁、建材、化工等行业，其中火电耗煤、钢铁耗煤、建材耗煤和化工耗煤约占煤炭总消费量的 47%、16%、13% 和 7%。2018 年，我国火电发电量达 4.98 万亿千瓦时，同比增长 6.0%，增速连续三年上升；生铁和粗钢产量分别为 7.71 亿吨和 9.28 亿吨，同比分别增长 3.0% 和 6.6%，增速亦连续三年上升。2017 年和 2018 年，我国煤炭消费量连续两年实现正增长。鉴于我国经济稳中向好的长期发展态势没有改变，经济增长正在向高质量发展转变，中证鹏元预计 2019 年火电、钢铁增速会回落，但是仍然会维持正增长，煤炭需求仍有支撑，煤炭市场有望实现供需相对平衡。

图 9 近三年火电发电量增速上升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 10 近三年钢铁产量增速上升



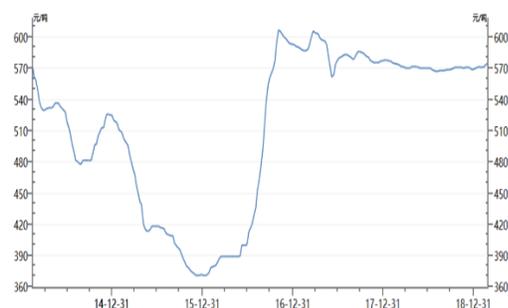
资料来源：Wind，中证鹏元整理

从长期来看，随着石油和天然气资源的不断开采和利用，国内清洁能源、可再生能源、新能源的发展，我国能源消费结构逐步改善，且环保政策持续发酵，煤炭下游行业淘汰落后产能及产能整合仍将继续，未来煤炭消费增长将受到一定抑制。

2016 年以来煤炭价格整体维持高位，行业盈利状况改善，但内部分化严重；短期内，煤炭价格仍有望维持在高位，行业盈利持续，但是利润总额或有小幅回落

受益于行业供给侧改革，2016 年下半年以来煤炭价格大幅回升，其中环渤海动力煤价格由 2016 年初的 371 元/吨最高涨至 11 月的 607 元/吨，涨幅高达 63.61%，之后价格维持在高位。其中，2017 年环渤海动力煤价格在 562 元/吨~606 元/吨之间波动，2018 年在 567 元/吨~578 元/吨之间波动，2018 年价格中枢较 2017 年有所下移，但整体仍维持在高位。炼焦煤价格亦在 2016 年下半年快速上升，受环保限产政策以及钢铁行业回暖影响，2018 年 4 月以来焦炭价格涨势迅猛，支撑炼焦煤价格高位震荡上行。从 2016 年实行供给侧改革以来，经过三年的摸索，煤炭行业监管手段愈加丰富，中证鹏元预计中短期内煤炭价格仍有望维持高位，但价格中枢或有下移，动力煤价格有望在绿色区间（500 元/吨~570 元/吨）内波动。

图 11 环渤海动力煤价格维持高位



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 12 山西产京唐港主焦煤库提价上行



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2018 年全年煤炭价格高位运行，带动行业盈利保持增长，但增速高位回落。2018 年煤炭行业实现主营业务收入 22,660.30 亿元，同比增长 5.5%，增速较 2017 年下降 20.4 个百分点；实现利润总额 2,888.20 亿元，同比增长 5.20%，2017 年增速为 290.5%。2016 年以来行业主营业务毛利率持续修复，2017 年首次超过 2011 年水平，2018 年进一步上升至 30.62%。考虑到中短期内煤价仍有望维持高位，中证鹏元预计中短期内煤炭行业盈利将持续，但鉴于煤炭价格中枢或有小幅下移，行业利润总额或有小幅回落。

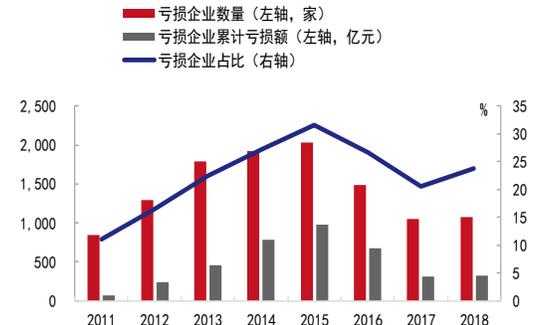
2018 年行业亏损面加大，行业内部分化加剧。2017 年煤炭行业亏损面有所改善，但 2018 年以来，受落实去产能政策和资源枯竭影响，部分企业煤炭产量下降，行业亏损面加大，内部分化加剧，2018 年亏损企业数量为 1,070 家，亏损企业占比 23.75%，较 2017 年上升了 3.13 个百分点，亏损企业累计亏损额为 327.50 亿元，较 2017 年上升 6.23%。

图 13 近三年行业盈利能力持续改善



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图 14 2018 年煤炭行业亏损面加大



资料来源：Wind，中证鹏元整理

四、经营与竞争

2018 年公司同一控制下合并新杭能源、亿鼎生态，新增乙二醇、复混肥等化工产品产销业务。随着业务量增加，2018 年公司实现营业收入 173.71 亿元，同比增长 3.67%，其中化工板块实现收入 146.97 亿元，同比增长 3.62%，是公司当年营业收入及其增长的主要来源，煤炭及新能源业务收入增长有限。毛利率方面，得益于化工制造及煤炭运销业务毛利率提升，2018 年公司综合毛利率同比提高 2.10 个百分点至 16.81%，其他业务毛利率相对稳定。

2019 年 1 季度，公司实现营业收入 33.32 亿元，其中化工板块实现收入 26.76 亿元；同期综合毛利率为 17.18%。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年1季度 | | 2018年 | | 2017年 | |
|-------------|-------------------|----------------|---------------------|---------------|---------------------|---------------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 化工 | 267,642.39 | 12.16% | 1,469,678.37 | 13.36% | 1,418,396.14 | 11.35% |
| 其中：化工制造 | 162,742.68 | 19.24% | 676,693.96 | 27.32% | 654,889.06 | 22.77% |
| 供应链物流 | 104,899.71 | 1.18% | 792,984.41 | 1.45% | 763,507.08 | 1.56% |
| 煤炭 | 28,505.39 | 39.68% | 133,609.55 | 35.11% | 131,258.89 | 29.88% |
| 其中：煤炭采掘 | 12,455.62 | 60.64% | 52,140.80 | 61.07% | 47,410.71 | 61.73% |
| 煤炭运销 | 16,049.77 | 23.41% | 81,468.76 | 18.50% | 83,848.18 | 11.86% |
| 清洁能源 | 34,772.05 | 31.79% | 123,767.27 | 31.53% | 117,177.34 | 32.55% |
| 其中：清洁热力 | 28,956.71 | 24.45% | 98,071.13 | 21.08% | 90,865.83 | 21.08% |
| 光伏发电 | 5,815.34 | 68.33% | 25,696.14 | 71.42% | 26,311.51 | 72.18% |
| 其他 | 2,292.02 | 102.47% | 10,081.18 | 95.67% | 8,879.44 | 91.15% |
| 合计 | 333,211.85 | 17.18% | 1,737,136.37 | 16.81% | 1,675,711.81 | 14.71% |

注：2017年数据进行追溯调整。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司化工制造业经营稳定，量价齐升推动该业务收入及毛利率均有所提高；供应链物流业务量增加，但盈利能力依然较弱；未来需关注产品价格及供应链物流业务量变动对公司化工业务经营业绩产生的影响

化工制造业除子公司内蒙古亿利化学工业有限公司（以下简称“亿利化学”）负责PVC及烧碱等产销外，2018年公司收购新杭能源及亿鼎生态后新增乙二醇、甲醇及复混肥等产销业务。亿利化学主要产品为PVC及烧碱，2018年公司年产50万吨PVC及40万吨烧碱的生产能力未发生变化。新杭能源主要负责乙二醇及甲醇产销业务，亿鼎生态在为新杭能源提供一氧化碳、氢气及其他原料气体的同时，通过装置转化合成氨，生产农业用生物炭基复混肥等化工产品。随着新杭能源2017年开始推进乙二醇技术改造，2019年初年产能提高至40万吨。截至2019年3月末，新杭能源及亿鼎生态具备年产40万吨乙二醇、20万吨甲醇、60万吨复混肥的生产能力。

除PVC产量略降外，2018年公司烧碱、乙二醇及复混肥产量及产能利用率均有提升，其中乙二醇产量同比增长19.79%，主要系其生产线技改推进产量的增加。公司各主要化工产品产能利用率均保持在较高水平，位于92%-98%区间内。销量方面，除复混肥外，2018年公司PVC、烧碱及乙二醇销量均有所提升，其中烧碱及乙二醇销量同比分别增长6.35%和14.28%；产销率均高于96%，其中PVC、烧碱产销率高达103.48%及101.07%。价格方面，2018年公司烧碱价格相对稳定，PVC、乙二醇及复混肥不含税均价同比分别上涨10.05%、16.52%和26.88%至5,665.78元/吨、6,318.74元/吨和1,656.58元/吨，主要受下游房地产、聚

酯行业保持较快增长带动PVC及乙二醇需求增长所致，复混肥价格上涨主要系受天然气供应短缺导致以天然气为原料制造复混肥企业生产成本上升、部分企业停产所致。

2019年1季度公司各主要化工产品产能利用率及产销率均维持较高水平。价格方面，2019年1季度公司各主要化工产品价格均呈不同程度下降，其中烧碱及乙二醇价格较2018年分别下降8.79%和48.79%，乙二醇价格下降明显主要系中美贸易加征关税导致下游聚酯行业出口放缓以及煤制乙二醇新项目陆续投产导致产量增加、供需矛盾加深所致。

表 3 公司主要化工产品产销情况

| 经营主体 | 产品 | 项目 | 2019年1季度 | 2018年 | 2017年 |
|--------------|--------------|------------|----------|----------|---------|
| 亿利化学 | PVC | 产能（万吨） | 50 | 50 | 50 |
| | | 产量（万吨） | 12.05 | 48.82 | 49.37 |
| | | 其中：自用量（万吨） | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | | 商品量（万吨） | 12.05 | 48.82 | 49.37 |
| | | 销量（万吨） | 11.90 | 50.52 | 49.92 |
| | | 产能利用率 | 96.40% | 97.64% | 98.74% |
| | | 产销率 | 98.76% | 103.48% | 101.11% |
| | 平均不含税售价（元/吨） | 5,566.14 | 5,665.78 | 5,148.25 | |
| | 烧碱 | 产能（万吨） | 40 | 40 | 40 |
| | | 产量（万吨） | 8.94 | 37.71 | 37.21 |
| | | 其中：自用量（万吨） | 0.30 | 1.27 | 2.22 |
| | | 商品量（万吨） | 8.64 | 36.44 | 34.99 |
| | | 销量（万吨） | 7.83 | 36.83 | 34.63 |
| | | 产能利用率 | 89.40% | 94.28% | 93.03% |
| 产销率 | | 90.63% | 101.07% | 98.97% | |
| 平均不含税售价（元/吨） | 2,630.34 | 2,883.97 | 2,873.04 | | |
| 新杭能源 | 乙二醇 | 产能（万吨） | 40 | 30 | 30 |
| | | 产量（万吨） | 7.83 | 27.60 | 23.04 |
| | | 其中：自用量（万吨） | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | | 商品量（万吨） | 7.83 | 27.60 | 23.04 |
| | | 销量（万吨） | 8.86 | 26.73 | 23.39 |
| | | 产能利用率 | 78.30% | 92.00% | 76.80% |
| | | 产销率 | 113.15% | 96.85% | 101.52% |
| 平均不含税售价（元/吨） | 3,236.13 | 6,318.74 | 5,422.65 | | |
| 亿鼎生态 | 复混肥 | 产能（万吨） | 60 | 60 | 60 |
| | | 产量（万吨） | 15.44 | 56.65 | 55.01 |
| | | 其中：自用量（万吨） | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| | | 商品量（万吨） | 15.44 | 56.65 | 55.01 |

| | | | | |
|--|--------------|----------|----------|----------|
| | 销量（万吨） | 17.00 | 55.87 | 56.27 |
| | 产能利用率 | 102.93% | 94.42% | 91.68% |
| | 产销率 | 110.10% | 98.62% | 102.29% |
| | 平均不含税售价（元/吨） | 1,645.72 | 1,656.58 | 1,305.61 |

注：2019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

亿利化学生产所需主要原材料包括电石、工业盐和煤，亿鼎生态主要原材料为煤，新杭能源所需原材料主要来自亿鼎生态生产过程中产生的一氧化碳、氢气等原料气体。其中电石全部由公司达拉特分公司生产，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。达拉特分公司核定电石产能64万吨/年，2018年达拉特分公司生产电石72.94万吨，同比下降10.52%，主要系公司变压器及10#电石炉同时大修以及内蒙电网对区内高载能产业实行限电生产所致；除供应亿利化学PVC生产外，2018年达拉特分公司外销电石6万吨，实现不含税收入13,186.56万元。

随着公司化工产品产量提升，当年原材料采购量亦有所增加，除电石外，公司其他主要原材料采购量均呈不同程度提升。2018年亿利化学燃料煤采购价格同比上涨5.55%至265.65元/吨外，其他主要原材料采购价格相对稳定。2019年1季度公司工业盐采购价格有所上涨，原料煤采购价格略有下降。

表 4 公司化工制造业主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨、万立方米、元/立方米）

| 经营主体 | 原材料 | 2019年1-3月 | | 2018年 | | 2017年 | |
|------|-----|-----------|----------|--------|----------|--------|----------|
| | | 数量 | 含税单价 | 数量 | 含税单价 | 数量 | 含税单价 |
| 亿利化学 | 电石 | 16.63 | 2,973.22 | 67.79 | 3,185.35 | 68.72 | 2,925.47 |
| | 工业盐 | 13.31 | 347.15 | 59.96 | 322.68 | 55.97 | 325.72 |
| | 燃料煤 | 15.06 | 265.38 | 66.57 | 265.65 | 61.69 | 251.69 |
| 亿鼎生态 | 原料煤 | 29.26 | 453.05 | 109.23 | 466.07 | 107.03 | 464.77 |

资料来源：公司提供

综合来看，受益于公司部分产品产销量增加及价格上涨、原材料价格相对稳定，2018年公司化工制造业务实现收入67.67亿元，同比增长3.33%，毛利率提高4.55个百分点至27.32%。2019年1季度公司各化工产品价格均有所下降，其中乙二醇降幅较大，导致公司化工制造业务毛利率下降。

公司供应链物流业务主要由子公司北京亿兆华盛股份有限公司（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。亿兆华盛在能源化工（PVC、煤炭、尿素、工业盐、化工品）领域主要为客户提供代理采购、分销、物流仓储、供应链金融等一站式

的产业供应链服务。公司依托我国西北（新疆、内蒙、陕西、宁夏和甘肃）的产业基础和外部的同业资源，根据内外部客户的年度经营计划，并结合市场信息、供求信息，在调查分析的基础上制定采购计划及物流方案；公司在华北、华南、华东等地区拥有完善的营销网络，取得了国内多家聚烯烃上游内外部客户的销售代理权，同时和下游主要客户形成长期供应关系。

2018 年根据公司安排，逐渐退出钢材等建材类产品贸易，增加了甲醇、乙二醇等聚烯烃类产品贸易量。综合来看，2018 年公司实现供应链物流业务收入 79.30 亿元，同比增长 3.86%，但该业务盈利能力仍较弱，毛利率仅为 1.45%。2019 年 1 季度，受供应链产品贸易量及价格下降影响，公司供应链物流业务实现收入 10.49 亿元，同比下降 53.22%，毛利率同比提高至 1.18%，但仍较弱。

表 5 公司主要供应链产品情况（单位：万吨、元/吨）

| 项目 | 2019 年 1 季度 | | 2018 年 | | 2017 年 | |
|--------|-------------|----------|--------|-----------|--------|-----------|
| | 销量 | 含税单价 | 销量 | 含税单价 | 销量 | 含税单价 |
| PVC | 9.28 | 6,264.88 | 52.74 | 6,469.16 | 50.75 | 6,405.02 |
| 钢材 | 0.87 | 961.40 | 8.65 | 3,181.30 | 22.67 | 3,611.40 |
| 甲醇 | 0.40 | 2,531.00 | 85.20 | 3,101.08 | 41.79 | 2,684.31 |
| 聚丙烯 | 0.41 | 8,881.82 | 5.49 | 8,904.11 | 3.90 | 8,273.07 |
| 烧碱类 | 0.96 | 3,403.26 | 4.49 | 4,023.35 | 4.41 | 3,839.25 |
| 乙二醇 | 0.00 | - | 13.03 | 7,479.93 | 4.89 | 7,784.76 |
| 聚乙烯 | 0.02 | 8,524.29 | 0.29 | 12,481.80 | 0.30 | 10,100.00 |
| 试剂类 | 8.55 | 4,712.00 | 21.71 | 2,386.33 | 28.36 | 6,526.25 |
| 化工类 | 7.58 | 2,174.70 | 14.74 | 2,141.34 | 11.1 | 3,162.82 |
| 精对苯二甲酸 | 0.00 | - | 10.87 | 5,760.84 | 7.03 | 5,101.98 |
| 电解铜 | 0.00 | - | 0.00 | - | 0.2 | 50,291.33 |

注：1.表中数据未合并抵消内部交易。

2.试剂类产品价格波动较大主要系受贸易产品结构变动所致，不同贸易产品价格差异较大。

资料来源：公司提供

整体而言，受益于生产板块量价齐升及供应链业务收入增加，2018年公司化工业务实现收入146.97亿元，同比增长3.62%，毛利率同比提高2.01个百分点至13.36%。2019年1季度受供应链物流业务收入下降影响，公司化工业务收入同比有所下降，但毛利率同比提升至12.16%，考虑到2019年1季度公司主要化工产品价格下降以及供应链物流业务收入明显减少，未来需关注产品价格及供应链物流业务量变动对公司化工业务经营业绩产生的影响。

煤炭采掘板块产销量增加，运销板块购销差价扩大，共同推动公司煤炭业务收入及毛利率均有所提高

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，2018年公司从神华亿利能源确定投资收益1.59亿元；宏斌煤矿仍处于分步验收阶段；目前公司煤炭采掘仍来自东博煤矿，由伊金霍洛旗东博煤炭有限责任公司运营。

表 6 截至 2019 年 3 月末公司控股且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 | 3,108 | 19.92 | 120 |
| 宏斌煤矿 | 100% | 1/3焦煤 | 850 | 8.9 | 90 |

资料来源：公司提供

东博煤矿通过“以销定产”和“以销定洗”组织生产，主要以坑口直销的方式进行销售。随着生产工艺改进及下游市场开拓，2018年东博煤矿煤炭产销量同比增长15.11%至159.14万吨，煤炭价格受市场供需关系影响略降至334.51元/吨，但仍维持高位运行。得益于煤炭产销量提升，2018年公司煤炭采掘业务实现收入5.21亿元，同比增长9.98%，毛利率仍高达61.07%。2019年1季度，公司煤炭采掘业务量价均高于2018年同期，当期收入为1.25亿元，同比增长27.03%，毛利率同比提高2.26个百分点至60.64%。

表 7 公司煤炭产销情况

| 项目 | 2019 年 1 季度 | 2018 年 | 2017 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） | 34.90 | 159.14 | 138.25 |
| 原煤销量（万吨） | 34.90 | 159.14 | 138.25 |
| 不含税销售均价（元/吨） | 359.99 | 334.51 | 342.94 |

资料来源：公司提供

公司煤炭运销业务仍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。亿利煤炭依托当地丰富的自然资源优势及其市场销售网络，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。

2018年亿利煤炭煤炭采购和销售量同比分别下降10.06%和10.36%，购销差价提高至

42.39元/吨，同比提高72.25%。受销量下降及内部合并抵消影响，2018年煤炭运销业务实现收入8.15亿元，同比下降2.84%。得益于购销差价扩大，2018年公司煤炭运销业务毛利率同比提高6.64个百分点至18.50%。

表 8 公司煤炭运销情况

| 项目 | 2019年1季度 | 2018年 | 2017年 |
|--------------|----------|--------|--------|
| 采购量（万吨） | 77.45 | 362.24 | 402.75 |
| 不含税采购均价（元/吨） | 262.87 | 274.53 | 283.85 |
| 销售量（万吨） | 78.32 | 360.81 | 402.51 |
| 不含税销售均价（元/吨） | 309.71 | 316.92 | 308.46 |

注：表中数据未合并抵消内部交易。

资料来源：公司提供

综合来看，受生产板块产销量增加，运销板块购销差价扩大叠加影响，2018年公司煤炭业务实现收入13.36亿元，同比增长1.79%，毛利率同比提高5.23个百分点至35.11%，收入及盈利能力均有所提升。

公司光伏发电业务经营稳定，清洁热力项目运营数量及负荷提升推动清洁能源业务收入增长

公司清洁能源业务收入主要来自租赁热电资产组经营、清洁热力项目运营及光伏发电业务。租赁热电资产组经营业务¹主要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，其收入主要来自蒸汽、氧气、氮气以及电力生产。由于该热电资产组主要为亿鼎生态和新杭能源的蒸汽、电及其他产品，因而清洁热力业务收入及成本中各业务内部相互抵消主要来自租赁热电资产组。

表 9 公司清洁热力业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年1-3月 | | 2018年 | | 2017年 | |
|---------------|-----------|--------|------------|--------|------------|----------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 租赁热电资产组 | 30,949.41 | 9.54% | 123,542.30 | 7.67% | 118,331.79 | 7.72% |
| 清洁热力项目 | 23,164.42 | 18.38% | 79,265.64 | 14.87% | 48,158.96 | 15.91% |
| 智慧能源 | 17.45 | 56.33% | 153.29 | 80.14% | 39,951.97 | 23.71% |
| 其他 | 1,806.72 | 15.34% | 2,073.80 | 21.70% | 43.65 | -605.73% |
| 减：公司各业务内部相互抵消 | 26,981.30 | 1.54% | 106,963.88 | 1.09% | 115,620.55 | 5.93% |

¹ 热电资产组经营业务来自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”）与上海亿鼎投资中心（有限合伙）（以下简称“上海亿鼎”）签署的《热电资产组经营租赁合同》，根据该合同，上海亿鼎将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在内的热电资产组租赁给热电分公司运营，租赁期为1年，租金为1.84亿元（不含税）。

| | | | | | | |
|-----------|------------------|---------------|------------------|---------------|------------------|---------------|
| 合计 | 28,956.69 | 24.45% | 98,071.15 | 21.08% | 90,865.83 | 21.08% |
|-----------|------------------|---------------|------------------|---------------|------------------|---------------|

注：1. 公司各业务内部相互抵消主要系公司租赁的热电资产组销售给亿鼎生态和新杭能源的蒸汽、电及其他产品；

2. 2017年北京亿利智慧能源科技有限公司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，计入智慧能源收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

清洁热力项目主要由子公司亿利洁能科技有限公司（以下简称“洁能科技”）及其下属子公司运营。公司通过与地方政府或工业园区、社区签订独家经营或者其他类似排他性协议，获得长期的能源及热力特许经营权，以BOO、BOT、BT等多种模式建设区域高效清洁能源系统。截至2018年12月31日，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，清洁热力项目已运营或试运营13个，1520T/H。随着运营项目数量增加及负荷提升，2018年公司清洁热力项目实现收入7.93亿元，同比增长64.59%。

表 10 公司已（试）运营项目情况（单位：万吨、元/吨、万元）

| 项目名称 | 产能 | 2019年1季度 | | | | | | |
|-------------------|----------|----------|--------|-----------|----------|-------|--------|----------|
| | | 产量 | 销量 | 价格 | 收入 | | | |
| 兴化热电 | 180T/H | 12.03 | 6.80 | 193.42 | 1,314.48 | | | |
| 天宁热电 | 225 T/H | 20.16 | 18.26 | 199.98 | 3,650.87 | | | |
| 洁能科技（枣庄） | 2×35 T/H | 0.88 | 0.88 | 220.06 | 193.40 | | | |
| 洁能科技（金乡） | 2×35 T/H | 3.98 | 3.98 | 205.35 | 816.60 | | | |
| 洁能科技（广饶） | 2×35 T/H | 7.14 | 7.14 | 186.95 | 1,334.34 | | | |
| 洁能科技（江西） | 2×35 T/H | 4.28 | 4.28 | 200.00 | 856.41 | | | |
| 洁能科技（乐陵） | 2×35 T/H | 3.44 | 3.44 | 207.47 | 713.22 | | | |
| 洁能科技（武威） | 2×75 T/H | 12.54 | 12.54 | 153.82 | 1,928.19 | | | |
| 洁能科技（沂水） | 2×30 T/H | 5.05 | 5.05 | 197.93 | 999.76 | | | |
| 洁能科技（莱芜） | 1×35 T/H | - | - | - | - | | | |
| 洁能科技（东乡） | 无生产 | 1.10 | 1.10 | 136.36 | 149.46 | | | |
| 洁能科技（宿迁） （1、2） | 4×60 T/H | 24.41 | 24.41 | 195.82 | 4,779.77 | | | |
| 洁能科技（颍上） | 2×40 T/H | 2.23 | 2.23 | 213.21 | 475.80 | | | |
| 郑州弘裕 | 200T/H | 25.61 | 25.61 | 174.94 | 4,479.68 | | | |
| 项目名称 | 2018年 | | | | 2017年 | | | |
| | 产量 | 销量 | 价格 | 收入 | 产量 | 销量 | 价格 | 收入 |
| 兴化热电 | 62.53 | 25.63 | 192.89 | 4,944.70 | 52.99 | 5.53 | 213.08 | 1,178.33 |
| 天宁热电 | 69.86 | 58.07 | 199.73 | 11,598.55 | 53.08 | 29.65 | 221.35 | 6,563.03 |
| 洁能科技（枣庄） | 3.91 | 3.91 | 210.65 | 823.99 | 1.51 | 1.14 | 230.68 | 262.98 |
| 洁能科技（金乡） | 21.46 | 21.46 | 196.81 | 4,223.38 | 22.69 | 19.17 | 216.00 | 4,140.72 |

| | | | | | | | | |
|-------------------|-------|-------|--------|-----------|-------|-------|--------|-----------|
| 洁能科技（广饶） | 27.18 | 27.18 | 183.98 | 5,000.78 | 28.33 | 23.89 | 182.60 | 4,362.31 |
| 洁能科技（江西） | 6.71 | 6.71 | 200.00 | 1,342.70 | 5.64 | 4.92 | 220.00 | 1,082.40 |
| 洁能科技（乐陵） | 4.71 | 4.71 | 203.67 | 959.93 | 6.95 | 5.66 | 201.00 | 1,137.66 |
| 洁能科技（武威） | 48.31 | 48.31 | 145.97 | 7,052.37 | 13.21 | 11.38 | 163.00 | 1,854.94 |
| 洁能科技（沂水） | 18.61 | 18.61 | 195.84 | 3,644.21 | 14.30 | 11.75 | 191.56 | 2,250.83 |
| 洁能科技（莱芜） | 4.83 | 4.83 | 197.79 | 954.57 | 10.29 | 7.90 | 209.00 | 1,651.10 |
| 洁能科技（东乡） | 8.91 | 8.91 | 136.24 | 1,213.24 | - | 0.61 | 150.00 | 91.50 |
| 洁能科技（宿迁） （1、2） | 84.05 | 84.05 | 195.99 | 16,473.57 | 77.56 | 74.10 | 214.03 | 15,859.62 |
| 洁能科技（颍上） | 8.42 | 8.42 | 205.35 | 1,729.84 | 6.06 | 3.61 | 193.96 | 700.20 |
| 郑州弘裕 | 60.43 | 60.43 | 176.50 | 10,665.63 | - | - | - | - |

注：1. 2017 年数据有调整，仅含蒸汽销售收入；
2. 洁能科技（东乡）无生产，购买蒸汽通过换热站及自身管道为下游客户供应蒸汽；
3. 兴化热电及天宁热电产量大于销量系部分蒸汽用于发电；
4. 2018 年及 2019 年 1 季度产量数据系扣除损耗的数据；
5. 洁能科技（莱芜）2019 年停车检修，未生产。

资料来源：公司提供

在建项目方面，截至2019年3月末，公司开工在建项目4个，525T/H，计划总投资7.73亿元，尚需投资4.92亿元。未来随着该等项目完工投产，有助于增加清洁热力项目收入。

表 11 截至 2019 年 3 月末公司主要在建清洁热力项目情况（单位：万元）

| 项目名称 | 规划产能 | 计划总投资 | 已投资 |
|----------------|----------------|------------------|------------------|
| 亿利洁能（浦江）有限公司 | 2*75T/H | 15,320.24 | 11,181.67 |
| 亿利洁能科技（晋州）有限公司 | 2*40T/H | 11,899.54 | 4,597.37 |
| 济宁盛唐能源有限公司 | 3*75T/H+2*12MW | 34,370.00 | 9,905.77 |
| 亿利洁能科技（新泰）有限公司 | 2*35T/H | 15,729.70 | 2,432.57 |
| 合计 | | 77,319.48 | 28,117.38 |

资料来源：公司提供

公司生态光伏业务主要由控股子公司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”）建设运营，电站产生的电力均向电力公司销售。公司拟建的库布其1GW（含合营和参股企业）生态光伏项目主要从事太阳能发电、种植、养殖，现已并网发电510兆瓦²。2018年库布其生态发电3.43亿度，实现售电收入2.57亿元。

表 12 库布其生态光伏发电项目情况（单位：万度、元/度、万元）

| 项目名称 | 2018 年 | | | 2017 年 | | |
|------|--------|------|------|--------|------|------|
| | 发电量 | 上网电价 | 售电收入 | 发电量 | 上网电价 | 售电收入 |
| | | | | | | |

² 内蒙古库布其生态新能源有限公司并网 200 兆瓦，鄂尔多斯市正利新能源发电有限公司并网 110 兆瓦。

| | | | | | | |
|------------------------|--------|------|-----------|--------|------|-----------|
| 库布其沙漠 200MW 光伏复合生态发电项目 | 34,253 | 0.90 | 25,696.14 | 34,743 | 0.90 | 26,311.51 |
|------------------------|--------|------|-----------|--------|------|-----------|

资料来源：公司提供

整体来看，2018年公司清洁能源收入结构有所调整，光伏发电业务经营稳定，清洁能源热力项目收入及占比提高推动清洁能源业务实现收入12.38亿元，同比增长5.62%，未来在建清洁热力项目投产有助于进一步提升清洁能源业务收入。

此外，2018年公司组建亿利环保有限公司，收购荷兰技术公司AURORA HOLDING B.V.；2019年5月公司拟发行股份及支付现金方式购买资产并募集配套资金购买亿利集团亿利生态修复股份有限公司（以下简称“亿利生态修复”）100%股权，未来欲拓展水处理、固废/危废处理、土壤修复等环保业务，未来如能顺利收购亿利生态修复股权及拓展相关业务，将有助于丰富公司收入来源，但该收购事项能否顺利实施及业务能否拓展尚待观察。

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、2018年审计报告及未经审计的2019年1季度财务报表，2017年数据系2018年审计报告期初数³，报告均采用新会计准则编制。2018年公司通过投资设立、收购及同一控制下企业合并等方式新增5家一级子公司纳入合并报表范围，同时注销1家一级子公司，截至2018年末，公司纳入合并报表范围的一级子公司共20家。

资产结构与质量

公司资产以非流动资产为主且受限比例较大，整体流动性一般

2018年以来公司总资产规模略有下降，2019年3月末公司资产总额363.01亿元，较2017年末减少1.28%，其中非流动资产232.75亿元，占比64.12%，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、应收票据及应收账款、预付款项、存货及其他流动资产。得益于经营活动现金流改善，2018年末公司货币资金增至104.03亿元，主要包括银行存款78.28亿元以及其他货币资金25.74亿元，其中其他货币资金作为保证金及存出投资款使用受限。随着部分应收票据背书及贴现，2018年末公司应收票据及应收账款账面价值

³ 2017年年初数与2018年评级数据差异较大系进行追溯调整所致。

下降至9.00亿元，其中应收票据1.54亿元，同比下降58.38%，均为银行承兑汇票；2018年末公司应收账款总额7.96亿元，主要包括应收可再生能源补贴款5.24亿元，计提坏账准备0.32亿元，但未来回款时间尚不确定；按账龄组合应收账款2.70亿元，其中1年以内2.13亿元，1-2年0.35亿元；从主要应收对象来看，2018年末公司应收账款前五名占应收账款总额的比重为77.84%；剔除坏账准备后，2018年末公司应收账款账面价值7.46亿元；此外，2018年末公司合计账面价值0.28亿元的应收票据及应收账款已用于质押。公司预付款项主要为预付工程款及贸易、设备采购款等，2018年末账面价值4.58亿元，其中账龄1年以内4.25亿元。公司存货主要为化工制造原料及产品、煤炭库存等，2018年末账面价值5.00亿元，其中主要包括原材料2.21亿元和库存商品1.65亿元。2018年末公司其他流动资产5.39亿元，其中主要包括待抵税费5.11亿元。

表 13 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2019年3月 | | 2018年 | | 2017年 | |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 104.10 | 28.68% | 104.03 | 28.36% | 95.53 | 25.98% |
| 应收票据及应收账款 | 9.67 | 2.66% | 9.00 | 2.45% | 9.96 | 2.71% |
| 其中：应收账款 | 8.05 | 2.22% | 7.46 | 2.03% | 6.26 | 1.70% |
| 预付款项 | 4.73 | 1.30% | 4.58 | 1.25% | 5.03 | 1.37% |
| 存货 | 4.58 | 1.26% | 5.00 | 1.36% | 6.20 | 1.68% |
| 其他流动资产 | 5.25 | 1.44% | 5.39 | 1.47% | 5.55 | 1.51% |
| 流动资产合计 | 130.26 | 35.88% | 130.48 | 35.57% | 141.32 | 38.43% |
| 长期股权投资 | 52.98 | 14.59% | 52.21 | 14.23% | 50.13 | 13.63% |
| 固定资产 | 131.88 | 36.33% | 133.21 | 36.31% | 128.89 | 35.05% |
| 在建工程 | 12.85 | 3.54% | 11.66 | 3.18% | 14.95 | 4.06% |
| 无形资产 | 24.74 | 6.82% | 24.94 | 6.80% | 21.55 | 5.86% |
| 其他非流动资产 | 8.18 | 2.25% | 12.15 | 3.31% | 9.30 | 2.53% |
| 非流动资产合计 | 232.75 | 64.12% | 236.40 | 64.43% | 226.38 | 61.57% |
| 资产总计 | 363.01 | 100.00% | 366.89 | 100.00% | 367.70 | 100.00% |

资料来源：公司2018年审计报告及未经审计的2019年1季度财务报表，中证鹏元整理

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、无形资产和其他非流动资产。2018年末公司长期股权投资账面价值52.21亿元，同比增长主要来自新增投资内蒙古库布其生态新能源有限公司（以下简称“库布其生态新能源”）1.24亿元及权益法下确定投资收益2.02亿元；公司长期股权投资主要包括神华亿利能源37.20亿元、亿利集团财务有限公司5.90亿元、西部新时代能源投资股份有限公司2.85亿元、内蒙古亿利冀东水泥有限责任公司1.66亿元和鄂尔多斯市正利新能源发电有限公司1.80亿元。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25.48亿元。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，2018年末公司固定资产增至133.21亿元，其中67.08亿元已抵押。公司在建工程受转固影响规模有所下降，2018年末账面价值11.66亿元，其中主要包括宏斌煤矿工程4.66亿元、微煤雾化锅炉集中供汽中心建设项目3.72亿元以及乙二醇扩建项目1.11亿元，其中1.16亿元系因融资租赁租入受限，随着项目建设投入，2019年3月末公司在建工程账面价值增至12.85亿元。公司无形资产主要包括采矿权、土地使用权及特许经营权等，2018年末账面价值增至24.94亿元主要来自土地使用权及特许经营权增加，其中主要包括采矿权14.44亿元、土地使用权5.02亿元和特许经营权2.41亿元；此外，公司账面价值2.03亿元的无形资产已质押。公司其他非流动资产主要系预付煤炭资源款、土地出让金以及工程与设备款等，2018年末账面价值12.15亿元，当年增加主要系预付工程及设备款增加所致，随着部分预付工程款退回，2019年3月末公司其他非流动资产减少至8.18亿元。

整体而言，公司资产以非流动资产为主，且2018年末账面价值122.19亿元的资产已用于抵质押，占总资产的比重为33.31%，整体资产流动性一般。

资产运营效率

公司资金周转效率提高，但资产运营效率下降

得益于回款情况有所改善及营业收入增长，2018年公司应收票据及应收账款、存货周转效率均有所提高，当年公司应收票据及应收账款周转天数、存货周转天数同比分别减少12.01天和0.64天。由于公司对上游占款增加推动应付票据及应付账款规模增加，2018年公司应付票据及应付账款周转天数同比增加52.93天。综合来看，公司经营业周期同比减少61.58天至-122.04，公司资金周转效率进一步提高。公司流动资产、固定资产及总资产周转天数受收入增长有限影响均有所增加，2018年公司流动资产、固定资产及总资产周转天数分别为281.64天、271.58天和761.17天。

表 14 公司资产运营效率指标（单位：天）

| 项目 | 2018年 | 2017年 |
|---------------|----------------|---------------|
| 应收票据及应收账款周转天数 | 19.65 | 31.66 |
| 存货周转天数 | 13.95 | 14.59 |
| 应付票据及应付账款周转天数 | 155.64 | 102.71 |
| 净营业周期 | -122.04 | -56.46 |
| 流动资产周转天数 | 281.64 | 249.42 |

| | | |
|----------------|---------------|---------------|
| 固定资产周转天数 | 271.58 | 197.96 |
| 总资产周转天数 | 761.17 | 645.21 |

注：2016 年数据未追溯调整，其对本表中计算指标影响未考虑。

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司主业收入及盈利能力均有所提高，加之投资收益增加及冲回计提坏账，推动公司利润水平大幅增长

随着各业务板块收入均有所增加，2018年公司实现营业收入173.71亿元，同比增长3.67%。得益于化工制造及煤炭运销业务毛利率提高，2018年公司综合毛利率提高2.10个百分点至16.81%。2018年公司销售费用、管理费用及财务费用均有所增长，导致当年公司期间费用率提高0.99个百分点至9.80%。2018年公司冲回计提坏账，相应资产减值损失减少0.76亿元；得益于神华亿利能源等按权益法核算长期投资等收益增加，公司获得投资收益2.18亿元，同比增长39.22%；受公司持有的太仓汇鼎投资中心（有限合伙）合伙份额公允价值减少影响，公司产生公允价值变动损失0.89亿元。综合来看，2018年公司利润水平有所增长，当年公司营业利润、净利润分别为12.81亿元和11.25亿元，同比分别增长55.69%和52.74%，同时营业利润率、净资产收益率分别提高2.46和1.17个百分点至7.37%和6.33%。

2019年1季度，公司营业收入同比下降24.07%至33.32亿元，主要系化工、煤炭及清洁能源收入均有所下降所致；综合毛利率较2018年同期提高1.68个百分点至17.18%；营业收入下降导致期间费用率同比提高2.08个百分点至9.56%；同期公司获得投资收益1.67亿元，主要来自公司出售持有的太仓汇鼎投资中心（有限合伙）合伙份额及股权投资、权益法核算长期投资实现的投资收益。综合来看，受投资收益大幅增长影响，2019年1季度公司实现净利润3.30亿元。

整体来看，2018年公司主业收入及盈利能力均有所提高，加之投资收益增加及冲回计提坏账，当年公司利润水平明显增长，2019年1季度公司主业收入下降，利润对投资收益依赖较大，未来需关注化工及煤炭产品价格变动对公司经营业绩产生的影响。

表 15 公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目 | 2019年1-3月 | 2018年 | 2017年 |
|----------|------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 333,211.86 | 1,737,136.37 | 1,675,711.81 |
| 资产减值损失 | 133.25 | -7,603.62 | 11,113.66 |
| 投资收益 | 16,667.90 | 21,793.98 | 15,654.79 |
| 公允价值变动收益 | -399.82 | -8,869.09 | -7,824.75 |

| | | | |
|---------|-----------|------------|-----------|
| 营业利润 | 38,608.46 | 128,111.15 | 82,283.52 |
| 利润总额 | 38,610.98 | 128,357.79 | 81,969.75 |
| 净利润 | 32,986.19 | 112,492.34 | 73,648.96 |
| 综合毛利率 | 17.18% | 16.81% | 14.71% |
| 期间费用率 | 9.56% | 9.80% | 8.81% |
| 营业利润率 | 11.59% | 7.37% | 4.91% |
| 总资产回报率 | - | 4.77% | 4.71% |
| 净资产收益率 | - | 6.33% | 5.16% |
| 营业收入增长率 | -24.07% | 3.67% | 51.69% |
| 净利润增长率 | 13.08% | 52.74% | 87.84% |

资料来源：公司 2016、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流良好缓解了当期投资及偿债压力

得益于利润水平提高及业务回款情况好转，2018年公司主业现金生成能力增强，当年公司FFO为25.42亿元，同比增长17.40%。主要得益于往来款回收推动经营性应收项目减少，2018年公司营运资本增加10.92亿元。综合来看，2018年公司经营活动现金净流入36.19亿元，同比增长66.65%，经营活动现金流表现良好。

投资活动方面，2018年公司投资活动现金流入规模相对较小，主要系收回投资及其收益、处置子公司及其他营业单位的款项；投资活动现金流出主要系收购新杭能源、亿鼎生态等支付的现金净额18.49亿元，清洁热力项目、亿利化学技改项目、乙二醇扩建项目等工程建设投入与其他设备等购买支出8.48亿元，投资库布其生态新能源股权等支付2.09亿元。综合来看，2018年公司投资活动现金净流出25.72亿元。

2018年公司筹资活动现金流入主要来及借款、融资租赁及票据贴现，筹资活动现金流出主要系偿还债务本息及支付票据保证金等现金支出，当年公司筹资活动现金净流出17.21亿元。

整体来看，公司经营活动现金流进一步改善，缓解了当期投资及偿债资金压力。

表 16 公司现金流情况（单位：万元）

| 项目 | 2018 年 | 2017 年 |
|------------|-------------------|-------------------|
| 净利润 | 112,492.34 | 73,648.96 |
| 非付现费用 | 56,043.16 | 69,264.30 |
| 非经营损益 | 85,650.58 | 73,592.81 |
| FFO | 254,186.08 | 216,506.07 |
| 营运资本变化 | 109,163.20 | 1,533.99 |

| | | |
|----------------------|--------------------|--------------------|
| 其中：存货减少 | 11,888.63 | 10,208.28 |
| 经营性应收项目的减少 | 137,159.87 | 109,725.47 |
| 经营性应付项目的增加 | -39,885.30 | -118,399.76 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 361,879.06 | 217,155.30 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -257,237.14 | -178,361.12 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -172,087.30 | 476,041.95 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -67,514.04 | 514,811.20 |

资料来源：公司 2018 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司盈利水平提高及现金流改善有助于提高其偿债能力，但有息债务规模增加且以短期为主，短期偿债压力仍较大

2018年末公司负债总额随融资及票据结算规模扩大增加至192.06亿元，而所有者权益受同一控制下企业合并追溯调整影响下降至174.82亿元，当年末公司产权比率提高至109.86%。随着债务规模下降及所有者权益增加，2019年3月末公司产权比率下降至103.51%

表 17 公司资本结构情况（单位：万元）

| 项目 | 2019年3月 | 2018年 | 2017年 |
|-------|--------------|--------------|--------------|
| 负债总额 | 1,846,368.97 | 1,920,649.13 | 1,869,708.68 |
| 所有者权益 | 1,783,699.54 | 1,748,231.12 | 1,807,317.72 |
| 产权比率 | 103.51% | 109.86% | 103.45% |

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

公司负债以流动负债为主，2019年3月末公司流动负债占负债总额的比重为66.47%，主要包括短期借款、应付票据及应付账款、其他应付款及一年内到期的非流动负债。2018年末公司短期借款26.48亿元，主要包括保证借款9.78亿元，抵押并保证、质押并抵押、质押并保证借款16.56亿元。受票据结算规模扩大影响，2018年末公司应付票据及应付账款余额71.08亿元，同比增长31.96%，其中应付票据46.00亿元，同比增长95.85%；应付账款25.08亿元，同比下降17.44%，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；2019年3月末随部分票据到期兑付，公司应付票据及应付账款余额减至62.14亿元，其中应付票据36.83亿元。公司其他应付款主要包括应付往来借款、押金及保证金、借款利息等，2018年末余额10.58亿元。2018年末公司一年内到期的非流动负债15.30亿元，其中包括一年内到期的长期应付款12.23亿元和一年内到期的长期借款3.07亿元。

表 18 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

| 项目 | 2019年3月 | | 2018年 | | 2017年 | |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 27.57 | 14.93% | 26.48 | 13.79% | 29.52 | 15.79% |
| 应付票据及应付账款 | 62.14 | 33.66% | 71.08 | 37.01% | 53.87 | 28.81% |
| 其他应付款 | 11.82 | 6.40% | 10.58 | 5.51% | 7.19 | 3.84% |
| 一年内到期的非流动负债 | 13.25 | 7.18% | 15.30 | 7.97% | 17.12 | 9.16% |
| 流动负债合计 | 122.74 | 66.47% | 129.80 | 67.58% | 113.24 | 60.57% |
| 长期借款 | 15.05 | 8.15% | 14.62 | 7.61% | 13.66 | 7.31% |
| 应付债券 | 23.91 | 12.95% | 23.91 | 12.45% | 30.48 | 16.30% |
| 长期应付款 | 20.95 | 11.35% | 21.80 | 11.35% | 28.74 | 15.37% |
| 非流动负债合计 | 61.90 | 33.53% | 62.26 | 32.42% | 73.73 | 39.43% |
| 负债合计 | 184.64 | 100.00% | 192.06 | 100.00% | 186.97 | 100.00% |
| 有息债务 | 137.57 | 74.51% | 148.11 | 77.11% | 143.00 | 76.48% |

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

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。2018年末公司长期借款 14.62 亿元，主要包括抵押并保证借款 7.16 亿元、抵押借款 4.25 亿元。公司应付债券包括“12 亿利 01”、“12 亿利 02”、“14 亿利 01”和“14 亿利 02”，2018 年末余额 23.91 亿元，同比减少主要系“14 亿利 01”2018 年回售本金 6.60 亿元所致。公司长期应付款均为融资租赁款，受部分融资租赁款转入一年内到期的非流动负债影响，2018 年末公司长期应付款减至 21.80 亿元。

有息债务方面，2018 年末公司有息债务同比增长 3.57% 至 148.11 亿元。其中 2019 年需偿还 87.78 亿元，短期债务压力较大。

表 19 截至 2018 年 12 月 31 日公司有息债务偿还期限分布表（单位：万元）

| 项目 | 2019 年 | 2020 年 | 2021 年 | 2022 年及以后 |
|------|------------|------------|------------|------------|
| 待偿金额 | 877,847.66 | 379,827.32 | 106,204.41 | 117,218.30 |

资料来源：公司提供

偿债能力指标方面，受债务增长及所有者权益下降影响，2018 年末公司资产负债率提高至 52.35%，2019 年 3 月末下降至 50.86%。流动资产减少及流动负债增加叠加导致公司流动比率与速动比率分别下降至 2018 年末的 1.01 和 0.97，短期偿债能力指标趋弱。得益于盈利水平提高，公司 EBITDA 及其对债务本息的保障能力均有所提升，2018 年公司 EBITDA 同比增长 19.72% 至 23.89 亿元，EBITDA 利息保障倍数提高至 5.05，年末有息债务及债务总额与 EBITDA 的比值分别为 6.20 和 8.04，同比分别下降 0.97 和 1.33。随着经营活动现金流改善，2018 年公司经营活动现金流对债务偿还的保障能力亦有所提升，当年公司经营活动现金流净额与年末流动负债及负债总额的比值分别提高至 0.28 和 0.19。

整体来看，公司盈利水平提高及经营活动现金流改善有助于提升公司偿债能力，但公司有息债务规模增加，2018年末包括短期借款、应付票据及一年内到期非流动负债在内的短期有息债务合计87.78亿元，同时流动比率及速动比率下降，短期偿债压力较大。

表 20 公司偿债能力指标

| 项目 | 2019年3月 | 2018年 | 2017年 |
|---------------|---------|------------|------------|
| 资产负债率 | 50.86% | 52.35% | 50.85% |
| 流动比率 | 1.06 | 1.01 | 1.25 |
| 速动比率 | 1.02 | 0.97 | 1.19 |
| EBITDA（万元） | - | 238,861.97 | 199,515.00 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 5.05 | 3.24 |
| 有息债务/EBITDA | - | 6.20 | 7.17 |
| 债务总额/EBITDA | - | 8.04 | 9.37 |
| 经营性净现金流/流动负债 | 0.10 | 0.28 | 0.19 |
| 经营性净现金流/负债总额 | 0.07 | 0.19 | 0.12 |

资料来源：公司 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

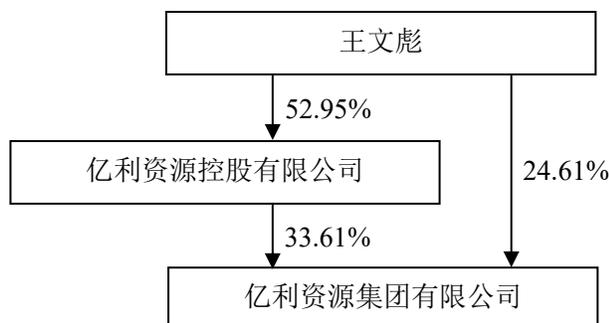
六、债券偿还保障分析

亿利集团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

亿利集团为“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，亿利集团名称、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2019年3月末，亿利集团注册资本仍为12.20亿元，王文彪先生直接持有亿利集团24.61%股权，并通过亿利集团控股有限公司间接持有亿利集团33.61%股权，仍为亿利集团实际控制人。

图15 截至2019年3月末亿利集团股权控制关系图



资料来源：亿利集团提供

随着亿利药业有限公司、鄂尔多斯市亿利中药饮片有限责任公司、鄂尔多斯市金威城市建设投资开发有限责任公司、金威物产集团有限公司⁴及亿利燃气股份有限公司股权转让，2018年公司剥离医药生产、工程施工、天然气等业务，主营业务包括化工及新材料、生态环境治理、房地产、煤炭、清洁能源等；此外，亿利集团还转让亿利绿土地农业股份有限公司、亿利库布其沙漠生态旅游有限公司、乌拉特中旗亿利集团有限责任公司及杭锦旗富水化工有限责任公司；同年亿利集团同一控制下企业合并北京亿达博业投资有限公司、北京亿达泰祥投资有限公司、张家口京张迎宾廊道生态能源有限公司、张家口亿源新能源开发有限公司、金威建设集团有限公司以及鄂尔多斯市亿利沙漠生态健康股份有限公司，新设立内蒙古青青草原牧业有限公司及上海万途实业有限公司；截至2018年末，亿利集团纳入合并报表范围的一级子公司共34家。

表 21 亿利集团营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

| 项目 | 2019年1季度 | | 2018年 | | 2017年 | |
|--------|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 | 金额 | 毛利率 |
| 化工及新材料 | 64.62 | 5.51% | 309.78 | 6.61% | 306.38 | 5.05% |
| 生态环境治理 | 2.17 | 18.44% | 50.79 | 25.80% | 42.68 | 43.25% |
| 房地产 | 14.80 | 31.38% | 34.54 | 31.70% | 50.91 | 31.18% |
| 清洁能源 | 2.85 | 39.68% | 15.37 | 38.10% | 7.21 | 52.90% |
| 煤炭 | 4.23 | 37.86% | 13.36 | 35.12% | 13.13 | 29.88% |
| 医药 | 0.09 | 6.83% | 4.00 | 14.10% | 9.32 | 15.98% |
| 天然气 | - | - | 2.58 | 5.91% | 6.82 | 8.16% |
| 工程施工 | - | - | 1.88 | 17.31% | 11.30 | 11.06% |
| 其他 | 0.68 | 61.67% | 2.74 | 60.76% | 2.73 | 73.92% |
| 合计 | 89.45 | 13.16% | 435.04 | 13.28% | 450.47 | 13.96% |

⁴ 原名为内蒙古金威路桥有限公司，2018年3月变更为金威物产集团有限公司。

资料来源：亿利集团 2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

表 22 亿利集团主要财务指标（单位：万元）

| 项目 | 2019 年 3 月 | 2018 年 | 2017 年 |
|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 总资产 | 10,740,640.74 | 10,866,216.05 | 11,008,817.73 |
| 归属于母公司所有者权益 | 2,739,532.78 | 2,723,322.00 | 2,672,927.14 |
| 有息债务 | 3,984,927.86 | 4,027,967.58 | 4,514,144.29 |
| 资产负债率 | 62.64% | 63.41% | 64.78% |
| 流动比率 | 0.81 | 0.77 | 0.92 |
| 速动比率 | 0.70 | 0.66 | 0.79 |
| 营业收入 | 894,519.49 | 4,350,382.89 | 4,504,691.74 |
| 营业利润 | 49,699.31 | 263,906.45 | 249,356.33 |
| 净利润 | 33,493.10 | 205,921.45 | 203,299.95 |
| 综合毛利率 | 13.16% | 13.28% | 13.96% |
| 总资产回报率 | - | 3.07% | 3.75% |
| EBITDA | - | 449,296.95 | 462,949.13 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 3.83 | 2.34 |
| 经营活动现金流净额 | 101,030.78 | 653,155.00 | 435,117.44 |

资料来源：公司 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1 季度财务报表，中证鹏元整理

经综合评定，中证鹏元维持亿利集团主体长期信用等级为AA。

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日2019年6月6日，公司本部不存在未结清不良类信贷记录。公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

（二）或有事项分析

截至2018年12月末，公司对外担保金额10亿元，占当期末净资产的比重为5.72%，未设置反担保措施，存在一定或有负债风险。

表 23 截至 2018 年 12 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 | 是否有反担保 |
|------------|------------|------------|--------|
| 亿利集团财务有限公司 | 100,000.00 | 2019.12.26 | 无 |

资料来源：公司提供

八、评级结论

2018年，公司主要化工产品产能利用率及产销率保持较高水平、销量及价格齐升，煤炭采掘板块产销量增加、运销板块购销差价扩大，加之投资收益增加及冲回计提坏账，公司经营业绩提升；随着主业现金生成能力增强及经营性应收项目减少，公司经营活动现金流表现良好；清洁热力项目运营数量及负荷提升推动该业务收入增长，未来清洁热力在建项目完工投产有助于提升清洁能源业务收入水平。亿利集团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。

同时中证鹏元关注到，控股股东亿利集团持有公司股票高比例质押；2019年1季度公司各主要化工产品价格均呈不同程度下降，导致当期化工制造业务毛利率下降，未来需关注价格波动对公司化工业务经营业绩产生的影响；公司资产以股权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受限资产规模较大，整体资产流动性一般；公司有息债务规模增长且集中在短期，短期偿债压力仍较大；此外，公司存在一定或有负债风险。

基于以上情况，中证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 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：万元） | 2019年3月 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| 货币资金 | 1,040,976.75 | 1,040,318.77 | 955,261.54 | 393,500.27 |
| 长期股权投资 | 529,790.83 | 522,054.29 | 501,283.94 | 477,380.14 |
| 固定资产 | 1,318,844.59 | 1,332,072.55 | 1,288,902.28 | 554,042.72 |
| 总资产 | 3,630,068.51 | 3,668,880.24 | 3,677,026.40 | 2,329,518.19 |
| 短期借款 | 275,698.76 | 264,790.41 | 295,155.00 | 359,180.00 |
| 应付票据及应付账款 | 621,399.47 | 710,846.58 | 538,698.42 | 276,823.55 |
| 一年内到期的非流动负债 | 132,541.50 | 153,045.34 | 171,175.85 | 98,289.48 |
| 长期借款 | 150,508.92 | 146,211.45 | 136,625.00 | 15,500.00 |
| 应付债券 | 239,107.57 | 239,082.70 | 304,780.14 | 359,258.35 |
| 长期应付款 | 209,548.33 | 217,955.89 | 287,398.79 | 72,676.05 |
| 总负债 | 1,846,368.97 | 1,920,649.13 | 1,869,708.68 | 1,282,147.38 |
| 有息债务 | 1,375,713.47 | 1,481,097.70 | 1,430,009.40 | 1,007,100.27 |
| 所有者权益合计 | 1,783,699.54 | 1,748,231.12 | 1,807,317.72 | 1,047,370.81 |
| 营业收入 | 333,211.86 | 1,737,136.37 | 1,675,711.81 | 1,104,717.29 |
| 营业利润 | 38,608.46 | 128,111.15 | 82,283.52 | 36,791.36 |
| 净利润 | 32,986.19 | 112,492.34 | 73,648.96 | 39,208.19 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 122,243.27 | 361,879.06 | 217,155.30 | 37,732.75 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | 8,942.29 | -257,237.14 | -178,361.12 | -76,355.56 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -68,839.72 | -172,087.30 | 476,041.95 | 310,822.36 |
| 财务指标 | 2019年3月 | 2018年 | 2017年 | 2016年 |
| 应收票据及应收账款周转天数（天） | - | 19.65 | 31.66 | 59.60 |
| 存货周转天数（天） | - | 13.95 | 14.59 | 22.71 |
| 应付票据及应付账款周转天数（天） | - | 155.64 | 102.71 | 114.71 |
| 净营业周期（天） | - | -122.04 | -56.46 | -32.40 |
| 流动资产周转天数（天） | - | 281.64 | 249.42 | 245.63 |
| 固定资产周转天数（天） | - | 271.58 | 197.96 | 192.67 |
| 总资产周转天数（天） | - | 761.17 | 645.21 | 717.26 |
| 综合毛利率 | 17.18% | 16.81% | 14.71% | 11.18% |
| 期间费用率 | 9.56% | 9.80% | 8.81% | 7.79% |
| 营业利润率 | 11.59% | 7.37% | 4.91% | 3.33% |
| 总资产回报率 | - | 4.77% | 4.71% | 4.15% |
| 净资产收益率 | - | 6.33% | 5.16% | 3.80% |
| 营业收入增长率 | -24.07% | 3.67% | 51.69% | 37.13% |
| 净利润增长率 | 13.08% | 52.74% | 87.84% | 157.45% |
| 资产负债率 | 50.86% | 52.35% | 50.85% | 55.04% |

| | | | | |
|---------------|------|------------|------------|------------|
| 流动比率 | 1.06 | 1.01 | 1.25 | 1.10 |
| 速动比率 | 1.02 | 0.97 | 1.19 | 1.03 |
| EBITDA（万元） | - | 238,861.97 | 199,515.00 | 121,855.37 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 5.05 | 3.24 | 2.86 |
| 有息债务/EBITDA | - | 6.20 | 7.17 | 8.26 |
| 债务总额/EBITDA | - | 8.04 | 9.37 | 10.52 |
| 经营性净现金流/流动负债 | 0.10 | 0.28 | 0.19 | 0.05 |
| 经营性净现金流/负债总额 | 0.07 | 0.19 | 0.12 | 0.03 |

资料来源：公司 2016 年、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年 1 季度财务报表

附录二 截至2018年末公司纳入合并范围的一级子公司（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 | 41.00% | PVC 生产、销售 |
| 北京亿兆华盛股份有限公司 | 10,000 | 85.00% | 化工产品经销 |
| 伊金霍洛旗东博煤炭有限责任公司 | 10,000 | 100.00% | 煤炭开采 |
| 亿利洁能科技有限公司 | 112,500 | 97.33% | 清洁能源 |
| 鄂尔多斯市亿利煤炭有限责任公司 | 10,000 | 100.00% | 煤炭运销 |
| 亿利（香港）贸易有限公司 | 10,000 | 100.00% | 货物及技术的进出口业务 |
| 北京亿利智慧能源科技有限公司 | 10,000 | 100.00% | 技术研发、设计规划 |
| 亿利洁能投资（北京）有限公司 | 5,000 | 100.00% | 投资 |
| 伊金霍洛旗安源西煤炭有限责任公司 | 5,000 | 100.00% | 煤炭开采 |
| 亿利国际贸易有限公司 | 10,000 | 100.00% | 化工产品经销 |
| 亿利洁能（浦江）有限公司 | 3,000 | 62.00% | 城市供热 |
| 张家口亿盛洁能热力有限公司 | 5,000 | 100.00% | 城市集中供热工程施工 |
| 亿绿兰德（北京）技术有限公司 | 2,500 | 100.00% | 工程项目管理 |
| 亿利租赁（天津）有限公司 | 50,000 | 100.00% | 租赁 |
| 内蒙古亿利库布其生态能源有限公司 | 48,000 | 70.00% | 清洁能源 |
| 亿利环保有限公司 | 10,000 | 100.00% | 环保治理 |
| AURORA HOLDING B.V. | 17,292.1 欧元 | 69.98% | 土壤修复 |
| 天津亿利商业保理有限公司 | 50,000 | 100.00% | 应收账款保理 |
| 鄂尔多斯市新杭能源有限公司 | 66,501 | 75.19% | 化工 |
| 鄂尔多斯市亿鼎生态农业开发有限公司 | 141,924.6 | 60% | 化工 |

资料来源：公司提供

附录三 主要财务指标计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|---------------|---|
| 应收票据及应收账款周转天数 | $360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收票据及应收账款余额} + \text{期末应收票据及应收账款余额}) / 2] \}$ |
| 存货周转天数 | $360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$ |
| 应付票据及应付账款周转天数 | $360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付票据及应付账款余额} + \text{期末应付票据及应付账款余额}) / 2] \}$ |
| 净营业周期 | 应收票据及应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付票据及应付账款周转天数 |
| 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 | $(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{研发费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$ |
| 营业利润率 | 营业利润 / 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 | $(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$ |
| 非付现费用 | 资产减值准备 + 固定资产折旧 + 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 |
| 营运资本变化 | 存货减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加 |
| 产权比率 | 负债总额 / 所有者权益 * 100% |
| 有息债务 | 短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 |
| 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 | $(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$ |
| EBITDA | 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销 |
| 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) |

附录四 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。 |