

信用等级公告

联合〔2020〕565号

亿利洁能股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对亿利洁能股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

亿利洁能股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

亿利洁能股份有限公司拟公开发行的 2020 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+，评级展望为“列入评级观察名单”

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年四月三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

亿利洁能股份有限公司

公开发行 2020 年公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

评级展望：列入评级观察名单

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

发行规模：不超过 5 亿元（含）

债券期限：5 年，附第 2 年末、第 4 年末公司调整票面利率选择权及投资人回售选择权

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

担保人：亿利资源集团有限公司

担保方式：连带责任保证担保

评级时间：2020 年 4 月 3 日

主要财务数据：

发行人-亿利洁能股份有限公司

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	313.81	367.70	366.89	365.67
所有者权益（亿元）	131.55	180.73	174.82	180.76
长期债务（亿元）	51.38	44.14	38.53	32.12
全部债务（亿元）	112.22	114.26	126.31	107.56
营业收入（亿元）	112.69	167.57	173.71	98.25
净利润（亿元）	5.34	7.36	11.25	9.07
EBITDA（亿元）	15.36	19.95	23.89	--
经营性净现金流（亿元）	9.08	21.72	36.19	20.45
营业利润率（%）	12.71	13.90	15.83	14.20
净资产收益率（%）	4.58	4.72	6.33	--
资产负债率（%）	58.08	50.85	52.35	50.57
全部债务资本化比率（%）	46.03	38.73	41.95	37.31
流动比率（倍）	0.97	1.25	1.01	1.17
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.17	0.19	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.74	3.24	5.05	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.07	3.99	4.78	--

担保方-亿利资源集团有限公司

项目	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额（亿元）	1,100.88	1,086.62	1,084.81
所有者权益（亿元）	387.68	397.56	407.03
全部债务（亿元）	446.63	401.81	383.52
营业收入（亿元）	450.74	435.48	240.53
经营性净现金流（亿元）	43.51	65.32	43.48
净资产收益率（%）	5.24	5.18	--
资产负债率（%）	64.78	63.41	62.48

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异系四舍五入造成；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径，数据单位除特别说明外均为人民币；3. 2019 年三季度财务报表未经审计，相关指标未年化；4. 公司 2016 年、2017 年数据均已追溯调整；5. 公司长期应付款为融资租赁款，已纳入长期债务核算。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对亿利洁能股份有限公司（以下简称“公司”或“亿利洁能”）的评级反映了公司作为一家以化工、清洁能源为主要业务的综合类民营企业，在产能规模、技术水平、原材料自给、循环产业链等方面具备综合竞争优势。近年来，化工行业景气度回升，加之公司业务快速扩张，使得公司收入规模增长，整体盈利能力有所提升，经营活动现金流状况较佳。同时，联合评级也关注到公司盈利水平受行业景气度影响显著，未来经营压力大；资金利用率低，存贷双高现象明显；票据结算量明显增加，筹资活动产生的现金净流出规模扩大，短期流动性压力加大；多次关联收购耗资巨大，同时内部管理有待提升等因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前，公司与关联方存在合计超过 50 亿元的并购计划正在推进，涉及业务与目前公司主业跨度较大，该计划的实施或将对公司在盈利及流动性方面有较大影响，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

本期债券由亿利资源集团有限公司（以下简称“亿利资源”）提供连带责任保证担保，亿利资源为公司控股股东，涉及能源化工、清洁能源、生态修复、建筑施工及房地产等多项业务，资产规模大，其所提供的担保对本期债券按期偿还具有积极作用。但由于亿利资源短期债务规模大且票据涉诉案件较多，对其信用水平有一定不确定性影响。

基于对公司主体长期信用水平及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 盈利能力增强，经营现金流表现较佳。

近年来，化工行业景气度回升，同时公司清洁能源业务快速扩张，使得公司收入规模大幅增长，整体盈利能力得到提升，经营活动现金流状况较佳。

2. **产业链较为完整，有一定竞争优势。**依托内蒙古当地丰富的煤炭资源，公司构建了较为完善的化工循环经济产业链，具有较为明显的竞争优势。

3. **清洁能源业务有排他性，符合产业发展趋势。**公司高效清洁热力项目均为特许经营项目，具有一定区域垄断优势，考虑到国家对环保重视程度的加强，收入较为稳定。

4. **股东资产规模大，担保实力强。**担保方亿利资源净资产规模较大，其所提供的担保对本期债券按期偿还具有一定的积极作用。

关注

1. **化工行业波动大。**公司基础化工产品的盈利能力受行业周期波动明显，化工行业内存在产能过剩情况，市场竞争激烈。考虑到目前新冠肺炎疫情影响消费萎缩，同时国际原油价格下跌，未来公司煤化工业务将面临较大冲击。

2. **公司资金利用率低，存贷双高现象明显。**近两年，公司现金类资产高达百亿元，大量货币资金存于集团财务公司，当期产生的利息收入仅一亿余元。同时，公司票据结算量明显增加，短期流动性压力加大，有息债务总量攀升，公司存贷双高现象明显。

3. **关联交易多，公司治理有待提升。**近年来，公司先后 7 次收购关联方资产，累计耗资超过 70 亿元。报告期内，公司因价格垄断、违反审议和披露程序被监管机构处罚。

4. **生态治理业务资金占用多，流动性压力较大。**担保方亿利资源应收账款占比较高，主要为生态治理板块应收款，且其他应收款占用资金较多，亿利洁能正在与亿利资源推进该部分资产的重组计划，交易对价近 50 亿元，该事项能否实施尚存在不确定性，或将对公司在盈利及流动性方面有较大影响。

5. **担保方再融资压力较大。**亿利资源及其

一致行动人因融资需求，将大量资产和所持有的绝大部分公司股权质押，但同时近两年亿利资源筹资活动产生的现金大幅净流出。考虑到亿利资源及其财务公司面临票据纠纷事项对其融资环境产生的不利影响，亿利资源再融资难度加大。

分析师

任贵永 登记编号（R0040215070002）

樊 思 登记编号（R0040218010005）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

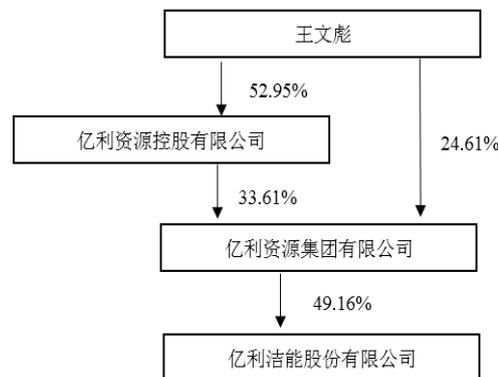

联合信用评级有限公司

一、主体概况

亿利洁能股份有限公司（以下简称“公司”或“亿利洁能”）系经内蒙古自治区人民政府内政股批字（1999）1号批复批准，于1999年1月27日在内蒙古自治区工商行政管理局注册登记的股份有限公司，设立时名为内蒙古亿利科技实业股份有限公司，注册资本为10,000万元。经中国证券监督管理委员会证监发行字（2000）89号批复批准，公司于2000年7月4日在上海证券交易所发行人民币普通股5,800万股，发行后股本为15,800万股，股票简称“亿利科技”，股票代码“600277”。2015年12月，公司更为现名，股票简称更改为“亿利洁能”，股票代码不变。

截至2019年9月底，公司注册资本273,894.01万元；亿利资源集团有限公司（以下简称“亿利资源”）占公司股份总额的49.16%，系公司的控股股东，自然人王文彪先生为公司实际控制人。根据公司2020年1月31日发布的最新公告，控股股东及其一致行动人累计质押13.44亿股份，占持有公司股份的99.83%，质押比例很高。

图1 截至2019年9月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司营业范围：无许可经营项目；一般经营项目：电力供应；自来水生产和供应，污水处理及其再生利用，其他水的处理、利用和分配；火力发电，其他电力生产；风力发电、太阳能发电；水污染治理、大气污染治理、固体废物治理、其他污染治理；节能技术推广服务；热力生产和供应；对采矿业、制造业、金融业、租赁和商务服务业的投资与管理；煤炭开采和洗选业；电石的生产与销售（分支机构经营）；建筑材料、化工产品（除专营）销售；经营本企业自产产品及相关技术的出口业务；经营本企业生产科研所需的原辅材料，机械设备，仪器仪表，零配件及相关技术的出口业务；经营企业的进料加工和“三来一补”业务；PVC管材的销售；工程机械租赁；煤炭、化工技术咨询服务；煤矿机械设备及配件销售；煤炭销售。

截至2019年9月底，公司设置运营管理部、人力资源部、财务管理部、内控管理部、战略发展部及证券管理部6个职能部门，拥有20家一级子公司。公司在职员工4,207人。

截至2018年底，公司合并资产总额366.89亿元，负债合计192.06亿元，所有者权益（含少数股东权益）174.82亿元，其中归属于母公司所有者权益147.98亿元。2018年，公司实现营业收入173.71亿元，净利润（含少数股东损益）11.25亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润7.71亿元；经营活动产生的现金流量净额36.19亿元，现金及现金等价物净增加额-6.75亿元。

截至2019年9月底，公司合并资产总额365.67亿元，负债合计184.91亿元，所有者权益（含少数股东权益）180.76亿元，其中归属于母公司所有者权益152.51亿元。2019年1-9月，公司实

现营业收入 98.25 亿元，净利润（含少数股东损益）9.07 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 7.62 亿元；经营活动产生的现金流量净额 20.45 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.82 亿元。

公司注册地址：内蒙古自治区鄂尔多斯市东胜区鄂尔多斯西街亿利大厦二层 30 号；法定代表人：王文彪。

二、本期债券概况及募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“亿利洁能股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行规模不超过人民币 5 亿元（含）；债券为 5 年期固定利率债券，附第 2 年末、第 4 年末发行人调整票面利率选择权及投资人回售选择权。债券票面利率将根据网下询价簿记结果，由公司与主承销商按照市场情况协商确定。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券由亿利资源提供连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金在一次性扣除发行费用后，拟全部用于偿还公司债务及补充营运资金。

三、行业分析

1. 氯碱化工行业

（1）行业概况

近年来，氯碱作为重要的基础化工产品，在我国得到了较快发展。

氯碱行业是重要的基础化工行业，主要代表性产品为 PVC 和烧碱，基本产业链结构为利用隔膜法或离子膜法电解食盐水获得氯原料（氯气），同时联产烧碱，氯气又用作生产 PVC 的原料。除 PVC 作为最主要的耗氯产品外，氯碱工业还包括甲烷氯化物、环氧氯丙烷、环氧丙烷、氯乙酸等多种耗氯产品的生产。

PVC 的生产工艺主要有电石法和乙烯法两条路径，主要区别在于 VCM（氯乙烯单体）的制备方法。除我国外，其他国家氯碱工业一般采用乙烯法生产 PVC，而由于我国“富煤、贫油、少气”的能源结构，电石法路径得到了快速发展，目前，电石法生产 PVC 的产量已超过国内 PVC 总产量的 80%。

我国氯碱工业发展起步于 20 世纪 30 年代，迄今已有 80 余年的发展历史。从上世纪末到本世纪初的十年间，是我国氯碱工业发展最为迅速的时期。尤其是 2003 年以后，随着国内宏观经济的快速发展和房地产市场强劲需求的支撑，国内氯碱工业“PVC+烧碱”的配套扩张模式大面积铺开，产能产量快速增长，并在 2005 年跻身世界首位，我国也成为全球最重要的氯碱产品生产国和消费国。

另一方面，由于我国 PVC 生产成本较国外不具备优势，为防止海外货源对国内市场的冲击，国家对此给予了一定保护。从我国 PVC 行业对外反倾销历史来看，我国从 2003 年开始对主要的进口来源国美国、韩国、日本、俄罗斯和台湾地区征收反倾销税，目前，已经历了三轮反倾销政策，加上两年的调查期，反倾销政策共执行了 15 年，期间仅 2015 年 9 月 29 日开始取消了对俄罗斯的反倾销政策。在近 15 年的时间里，我国 PVC 行业从严重依赖进口到自给自足，后来又经历了严重的产能过剩，随后经过行业的调整，近几年 PVC 行业供需关系已得到明显改善。

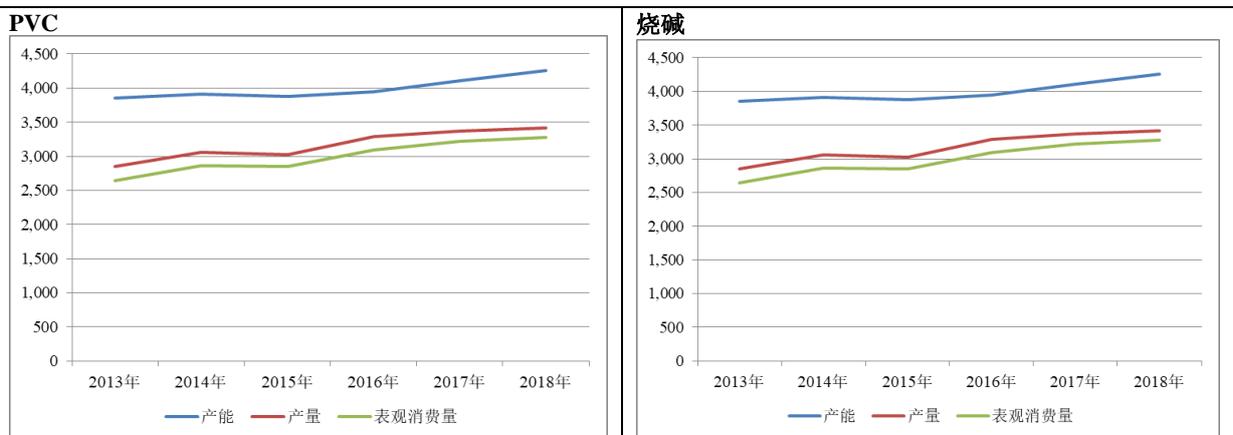
(2) 行业供需

氯和碱在发展过程中相互制约，“氯碱平衡”是氯碱工业发展的主旋律。作为基础化工品，近年来随着国民经济水平的提高，氯碱产品产销规模总体保持增长态势，同时受行业产能淘汰的影响，供需矛盾有所缓解。

2005年，我国PVC和烧碱产能分别达到975万吨和1,471万吨，而当年我国PVC和烧碱的表观消费量约为800万吨和1,200万吨，我国氯碱工业供需格局转换并开始出现产能过剩，到2007年，氯碱行业产能过剩情况已较为突出。

2008年以来，国际金融危机导致PVC下游需求疲弱，同时，国际原油价格下跌导致乙烯法路径的成本优势逐渐凸显，我国电石法PVC和烧碱产能增速开始放缓，行业开工率下降。2008~2013年，前期在建的氯碱项目集中投放产能，我国PVC产能仍在增长，并于2013年达到2,476万吨的产能高峰。2014年以来，氯碱行业去产能步伐加快，江苏、浙江、山东等东部地区氯碱企业主动淘汰落后或闲置产能，2014-2016年正处于去产能阶段，同时，国内整体产能呈现由东部地区向具备资源成本优势的新疆、内蒙等西北地区转移的趋势，随着西北地区大型氯碱项目投建，国内氯碱企业平均产能规模逐步提高，行业集中度持续提升。2018年国内PVC产能约2,468.5万吨（含糊树脂），国内PVC生产企业约为75家，前十大企业年产能为840万吨，单个企业平均生产规模已上升至32万吨/年的水平；烧碱产能随着氧化铝等下游需求旺盛，烧碱产能总体保持增长态势，截至2018年国内烧碱产能约4,259万吨，较上年增长约150万吨。

图2 国内PVC和烧碱产能、产量、表观消费量（单位：万吨/年、万吨）



资料来源：Wind

从PVC装置开工率来看，由于产能过剩及需求不振，自2008年起开工率连续5年低于60%，尤其是2009年行业整体开工率仅为51.4%，行业平均开工率始终在低位徘徊。2014年以来，在供给收缩、需求弱增长的环境下，虽然行业整体仍处于过剩状态，但过剩程度得到逐步缓解，PVC装置开工率不断提升，2018年PVC产量超过1,900万吨，表观消费量也达到了1,890万吨。不过由于氯碱行业区域分化明显，西北地区氯碱企业普遍开工率较高，部分企业甚至能够实现满负荷生产；东部沿海地区少数乙烯法氯碱企业由于享受低油价带来的成本优势尚能保持不错的开工率水平；中东部地区大部分电石法氯碱企业开工率则相对偏低。

氯碱平衡是氯碱化工生产的内在要求，由于原盐电解的工艺特性，每产生1吨烧碱会固定产生0.88吨氯。我国西北地区大型氯碱企业均为“PVC+烧碱”联产企业，生产方面以PVC为主，烧碱则是副产品，氯碱装置开工方面往往选择“以氯定碱”模式，PVC市场变化在影响企业开工方面更

具主导性；而山东和河南等地多以配套氧化铝产业的氯碱企业为主，氯碱装置开工方面则倾向于选择“以碱定氯”模式，烧碱市场变化在影响企业开工方面更具主导性。不过，从氯碱行业发展模式和全国产能分布情况来看，“PVC+烧碱”配套发展模式和西北地区产能占比更为突出，2008年以来，国内外经济形势的变化导致PVC市场急剧转冷，国内大量与PVC配套的烧碱装置无法开工，烧碱装置开工率有所下降，持续在70%左右徘徊。不过2014年以来，随着PVC装置开工率的提高、烧碱产能增速放缓和烧碱下游需求的快速增长，国内烧碱装置开工率不断提升，2018年，烧碱装置开工率为80.30%，开工率继续保持高位。

（3）产品价格

氯碱产品作为基础化工品，受多重因素影响，近年来，价格波动大，目前处于相对高位。

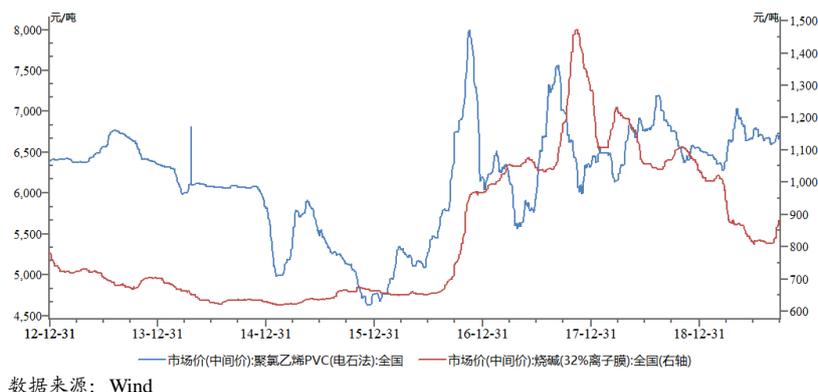
受下游需求不振和产能过剩等因素影响，2011—2015年，PVC价格经历了持续5年的下行周期，PVC价格从2010年底的最高点约8,878元/吨下降至2015年底的4,635元/吨。2016年，由于供给收缩和需求回暖带来的供需格局好转，主要原料价格的上涨以及运输限载等因素，PVC价格大幅反弹，截至2016年底，PVC价格回升至6,193元/吨。进入2017年，房地产投资增速下滑导致PVC下游需求趋弱，同时由于环保政策导致行业开工受限，PVC价格整体出现回落，截至2017年4月底，PVC价格回落至上半年最低点的5,567元/吨；2017年5月以来，由于氯碱企业在气温较高时期集中检修、原料成本上涨以及国务院启动第四批安全生产巡查等因素影响，PVC价格持续上涨，截至2017年9月底已超过7,000元/吨；2017年10月至年底，由于前期价格上涨过快叠加进入冬季后北方地区需求量下降，下游企业采购节奏有所放缓，而氯碱企业在气温较低的安全运行条件下基本保持了高负荷运行，供需有所失衡，PVC价格下跌至6,317元/吨。

2018年以来，PVC产品需求趋弱，PVC价格随行业库存和企业检修周期而持续盘整，不过受益于PVC产量增速下滑，PVC价格整体保持区间震荡态势，截至2019年9月底，PVC价格至6,659元/吨，同比下降1.42%。

由于烧碱整体处于产能过剩状态，而且随着PVC景气度的持续下行，烧碱也在2012年下半年开始进入4年的深度调整期，烧碱价格整体大幅下滑。2016年下半年，随着烧碱下游氧化铝和化纤等需求领域的大幅好转，烧碱价格持续上涨，至2017年11月，全国烧碱（32%离子膜）价格至1,471元/吨，较2013—2014年的低位上涨超过一倍。

2018年以来，由于氧化铝采暖季限产及铝土矿因环保督查导致供应不足，烧碱重要的下游产品氧化铝产量增速放缓，烧碱需求趋弱导致当期烧碱价格有所回落，截至2019年9月底，全国烧碱（32%离子膜）价格下降至886元/吨，较2017年的高位下降近40%。

图3 近年烧碱和PVC价格走势（单位：吨/元）



(4) 行业政策

氯碱行业政策方面主要以维护行业健康发展，提升行业水平以及提高环保要求为主。

氯碱行业（尤其是电石法 PVC 路径）是高污染、高耗能行业，不仅生产过程中耗电量大，而且在利用电石法生产 PVC 时，电石破碎后的粉尘、电石反应后的电石渣、含汞触媒使用带来的汞污染等问题治理困难，环保压力较大；同时，氯碱行业由于前期产能扩张快，长期面临产能过剩压力，部分小产能和落后产能迟迟未能出清。国家为此相继出台了一系列产业政策，通过提高行业准入门槛、加大氯碱行业落后产能的淘汰力度、严控新增产能、严格环保标准和监督执行等政策措施，力图缓解行业产能过剩压力、降低污染排放和资源能源消耗、提高行业规范运作水平和整体竞争力。

2007 年 11 月，国家发改委发布《氯碱（烧碱、聚氯乙烯）行业准入条件》，从产业布局、规模、工艺与装备、能耗、安全环保方面对新建和改扩建产能提出了明确的准入标准和要求。行业准入标准强化对规模、区域布局、能耗标准、安全评价标准、配套设施要求和环境评价等全方位的要求。

此外，我国是全球最大的汞生产和消费国，氯碱工业是最大的用汞行业，耗用量占全国的 60%，我国在废汞触媒回收方面压力较大。我国已于 2013 年签署《关于汞的水俣条约》，并在 2016 年 4 月由全国人大常委会第二十次会议决定批准，2017 年 8 月 16 日，《关于汞的水俣条约》在全球范围内正式生效。公约要求，禁止新增电石法 PVC 设施；控制汞排放；支持无汞触媒研发；无汞触媒技术确认可行 5 年后，不允许使用含汞触媒；到 2020 年单位产品含汞量需削减 50%。《关于汞的水俣条约》的生效将进一步限制氯碱行业产能释放，倒逼行业环保升级和技术革新。

2018 年 6 月的《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》里对于进口固废由“限制进口洋垃圾”变为“禁止进口固废”，是“力争 2020 年底前基本实现固体废物零进口”的法律确认。该举措将有利于提高国内 PVC 产品的消纳。

表 1 近年氯碱行业主要政策

日期	政策文件名称	主要内容
2016.8	《烧碱、聚氯乙烯工业污染物排放标准》 (GB15581-2016)	1、汞的水污染物排放限值从 GB15581-95 规定的 0.005mg/L 降低到 0.003mg/L； 2、废气颗粒物、氯乙烯、非甲烷总烃排放量与执行现行标准相比，分别削减 51%、72%、58%； 3、废水化学需氧量、废气颗粒物、氯乙烯、非甲烷总烃排放量与执行现行标准相比，分别削减 77%、51%、72%、58%。
2016.9	《石化和化学工业发展规划（2016-2020 年）》	1、要严格控制电石、烧碱、聚氯乙烯等行业新增产能，对符合政策要求的先进工艺改造提升项目应实行等量或减量置换； 2、要全面淘汰高汞触媒乙炔法聚氯乙烯生产装置，适度开展乙炔—二氯乙烯合成氯乙烯技术推广应用，加快研发无汞触媒，减少汞污染物排放。推广零极距、氧阴极等节能新技术应用； 3、要降低行业能耗。鼓励发展高端精细氯产品，提高耗氯产品的副产氯化氢综合利用水平。
2017.8	《关于汞的水俣条约》	1、禁止新增电石法 PVC 设施；控制汞排放；支持无汞触媒研发； 2、无汞触媒技术确认可行 5 年后，不允许使用含汞触媒；到 2020 年单位产品含汞量需削减 50%。
2018.6	《中共中央国务院关于全面加强生态环境保护坚决打好污染防治攻坚战的意见》	对于进口固废由“限制进口洋垃圾”变为“禁止进口固废”
2018.9	中华人民共和国商务部公告 2018 年第 68 号	自 2018 年 9 月 29 日起，对原产于美国、韩国、日本和台湾地区的进口聚氯乙烯所适用的反倾销措施进行期终复审调查。本次调查自 2018 年 9 月 29 日起开始，于 2019 年 9 月 28 日前结束。

资料来源：公开资料、联合评级整理

(5) 行业关注

产能总量严格控制，产业布局调整

氯碱产业作为产能过剩行业，国家政策严格控制新增产能，烧碱和 PVC 新建或扩建项目必须以等量或者减量置换的原则进行。氯碱行业强化市场竞争，由于行业具有较为明显的规模效应，再通过资源整合兼并重组等实现健康发展。同时，由于我国西部电力资源丰富，电价相对较低，与东部电石法生产企业相比，西部电石法生产企业在成本方面具有一定优势，产业发展向西部地区倾斜。

碳排放强度逐年降低，考验行业低碳发展

国家积极响应“哥本哈根联合国气候变化大会”决策，公布了《国家应对气候变化规则（2014—2020）》专项规划，以保证到 2020 年，实现国内碳排放总量下降 40%—50%（与 2005 年相比），氯碱行业作为重要的基础化工原料行业，也是传统的高耗能行业，面临低碳化考验。

(6) 行业发展

未来，氯碱行业产能过剩的情况将有所改善，随着环保政策的日趋严格，技术创新和产品研发将为企业盈利提供支撑。

氯碱产品原料和技术路线向绿色、低能耗、低成本方向发展。氯碱企业通过技术创新和技术进步，降低能耗和水耗，加大环保投入，发挥区位优势对接石化产业延伸产业链条，零极距改造、无汞触媒等技术的应用，推动行业绿色可持续发展。

高附加值新产品研发方面，针对当前国内氯碱行业存在的低端通用型号产品低水平重复建设的问题，未来几年内行业将大力推进专用树脂和特种树脂、高附加值耗氯/耗碱产品的开发和应用，这是氯碱行业产业结构升级的关键一环。

2. 煤炭清洁利用

由于我国独特的能源结构，煤炭仍然是现阶段的主体能源，煤炭的清洁利用，特别是在电力方面的清洁利用对保护环境有重要意义。

在我国三大化石能源矿产资源已探明储量中，煤炭占 94% 以上，石油和天然气仅占 6% 左右，这种资源禀赋条件使得我国的基础能源严重依赖煤炭。多年来虽然经过不懈的努力和持续的能源结构调整，煤炭在我国能源生产总量占比已从 80% 以上降至目前的 70% 左右，煤炭仍是我国现阶段的主体能源。目前，煤炭消费占我国一次能源消费的 2/3，预计到 2030 年煤炭在一次能源中的比重还将占 50%。总体看，煤炭依然是我国的基础能源，短期内难以被全面替代。

随着国民经济快速发展和人民生活水平的提高，推动了煤炭消费的快速增长，由于缺乏有效且严格的烟气污染监管措施，无节制、低效率、高排放的煤炭任性消费行为泛滥，大气污染日益严重，煤炭带来的资源和环境问题日益突出。

原始的、过度的、任性的煤炭直接燃烧和直接排放，是造成燃煤污染的根本原因，煤炭资源的清洁、高效利用，已成为行业发展的重要方向。目前我国的煤炭清洁高效利用技术经过快速发展，主要煤炭消费领域燃煤污染控制可达到燃用天然气的大气污染物排放控制标准，且成本上具有较大的优势。

针对我国煤炭消费现状，目前，我国煤炭消费主要用于燃煤发电、钢铁、化工和建材四大行业。根据中国煤炭工业协会发布《2018 煤炭行业发展年度报告》，2018 年全国原煤产量 36.8 亿吨，净进口 2.76 亿吨。消费结构来看，电力行业全年耗煤 21 亿吨左右，占比超过 50%，钢铁行业耗煤 6 亿吨，建材行业耗煤 5 亿吨，化工行业耗煤 2.8 亿吨。

我国是世界第一大人口大国、第二大经济体，也就意味着我们需要巨大的能源支撑。由于油气品种短缺，自 1993 年开始，我国不得不大量进口石油和天然气，油气进口代价巨大，我国煤炭的主体能源地位实难改变。在新能源、可再生能源资源总量不足、对外依存度高等背景下，加快推动煤炭清洁利用成为必然选择。

2015 年，环境保护部、国家发展和改革委员会、国家能源局联合发布了关于印发《全面实施燃煤电厂超低排放和节能改造工作方案》的通知以来，煤电机组超低排放改造工作进展迅速，截至 2018 年，全国已有 8.1 亿千瓦煤电机组达到超低排放限值要求，占总装机容量的 80%；累计完成节能改造 6.5 亿千瓦，提前完成 2020 年改造目标。煤炭占一次能源消费比例首次低于 60%，但京津冀及周边地区、长三角、汾渭平原三大重点区域排放仍是全国均值 3—5 倍，因此，未来仍需推动燃煤锅炉综合整治。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司氯碱业务规模较大并初步形成了煤化工循环经济产业链，清洁能源采用特许经营模式，收益较为稳定，公司整体具备一定产业优势。

截至 2019 年 9 月底，公司氯碱化工产业链包括年产 64 万吨电石项目、年产 50 万吨 PVC、40 万吨烧碱项目及配套 2×50MW 自备热电厂，同时参股神华的 4×200MW 自备煤矸石发电机组项目以及冀东水泥的年产 120 万吨工业废渣制水泥项目。产业链的各个运营主体地理位置相近，初步形成“煤—煤矸石发电—电石—离子膜烧碱、聚氯乙烯（PVC）—工业废渣综合利用生产水泥”循环经济产业链。

煤化工领域，公司依托内蒙当地和周边较为丰富的煤炭资源，规划以煤基多联产乙二醇、甲醇、肥料、合成氨为核心的循环经济产业，截至 2019 年 9 月底，已建成并运行年产 30 万吨乙二醇、20 万吨甲醇、60 万吨合成氨。

清洁能源业务方面，公司通过与地方政府或工业园区、社区签订独家经营或者排他性协议，获得 20—30 年的能源特许经营权和长期稳定收益。目前，公司的清洁能源业务现已运营或试运营 14 个，产气能力 1,670T/H；已开工项目 3 个，合计 300T/H；待开工项目 4 个，产气能力 525T/H，公司高效清洁能源项目采用特许经营模式，具备区域垄断优势，收益较为稳定。

2. 区位优势

公司所在内蒙古地区拥有较丰富的煤炭资源，交通运输条件便利，所在地区有一定政策支持，具备区位优势。

内蒙古地区是国家批准的能源重化工建设重点地区，也是西部大开发的重点开发区域。为充分加强资源本地化利用，发展优势化工产业，将资源优势转为经济优势。公司生产所需煤炭，主要通过周边配煤场进行采购，周边煤炭资源丰富，公司具有一定的议价能力和成本优势。

此外，公司主要产业布局在国家西部大开发地区，公司旗下多家子公司除享受一般税收政策外，内蒙古亿利库布其生态能源有限公司和亿利洁能科技（武威）有限公司享受西部大开发有关税收优惠政策。

交通方面，公司 PVC 生产基地紧邻包神铁路、210 国道、沿黄公路、包东高速公路，处于呼、包、鄂“金三角”的中枢地段，交通便利，运输价格相比西北其他 PVC 企业具有一定优势。

3. 人员素质

公司高层管理人员综合素质较高，具备丰富的行业及管理经验，员工结构较为合理，能够满足生产经营需要。

公司目前拥有高级管理人员 7 人，均在公司或行业内任职多年，技术水平及管理经验丰富，综合履职能力强。

公司总经理王钟涛先生，1971年生，工商管理硕士，高级工程师、经济师，内蒙古高层次人才，内蒙古生态文化促进会秘书长。1992年加入亿利资源，先后任职于亿利资源监察部、亿利药业分公司、亿利资源沙产业集团等公司，2013年起担任亿利燃气股份有限公司董事长、总经理。现任公司总经理。

公司副总经理、董事会秘书侯菁慧女士，1978年生，研究生学历。曾任北京京能清洁能源电力股份有限公司证券与资本运营部主任、同时兼任清洁能源发展机制部主任，亿利资源绿能源事业群投资发展中心总经理。现任公司副总经理、董事会秘书。

截至 2018 年底，公司在职员工 4,207 人，以 30—50 岁中青年为主（占比 55.55%）。按照教育程度划分，研究生及以上学历占 18.07%，大专学历占 39.48%，高中及以下学历占 42.45%；按岗位职责划分生产人员占 77.35%，财务人员占 2.61%，行政人员占 4.44%，技术人员占 10.24%，销售人员占 5.35%。

五、管理分析

1. 公司治理

作为一家上市公司，公司已建立了较为规范的法人治理结构。

公司系依照《中华人民共和国公司法》《公司章程》构建和完善现代企业法人治理结构，设股东大会、董事会、监事会。

股东大会由全体股东组成，是公司的最高权力机构。公司设董事会，由 6 名董事组成，其中独立董事 3 名。董事会设董事长一人，由公司董事担任，以全体董事的过半数选举产生和罢免。董事会负责召集股东会，并向股东大会报告工作；决定公司的经营计划、投资方案、风险投资、资产抵押及其他担保事项；制订公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案；制订公司增加或者减少注册资本、发行债券或其他有价证券及上市方案；拟定公司重大收购或者合并、分立和解散方案；聘任或者解聘公司经理、董事会秘书等；制订公司章程的修改方案等。

公司设监事会。监事会由 3 名监事组成。监事会设主席一人。监事任期每届三年，监事任期届满，连派可以连任。监事主要职责包括：对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；对董事、总经理和其他高级管理人员行使监督职能等。

公司设总经理一名，由董事会聘任或解聘，每届任期三年。总经理对董事会负责，行使下列职权：主持公司的生产经营管理工作；组织实施董事会决议、公司年度计划和投资方案；拟定公司的内部管理机构设置方案；拟定公司的基本管理制度；制订公司的具体规章；提请董事会聘任或者解聘公司副经理、财务负责人；聘任或者解聘除应由董事会聘任或者解聘以外的管理人员；提议召开董事会临时会议等。

2. 管理体制

公司内部控制制度健全，但根据公告¹，近年来，公司存在因价格垄断和部分高管违反审议和披露程序被出具监管警示函的情况，公司治理水平有待提升。

公司依据有关法律、法规的规定，建立了比较完善的内控制度、比较完善的制度体系和业务流程。

财务管理方面，公司制定了《亿利洁能股份有限公司货币资金管理办法》《亿利洁能股份有限公司支付结算管理办法》《亿利洁能股份有限公司全面预算管理制度》等相关的财务管理制度，对公司的内部会计控制、货币资金内部控制、筹资内部控制、采购及付款内部控制、销售及收款内部控制、会计核算内部控制、存货内部控制、固定资产内部控制、投资内部控制、工程项目内部控制、对外担保内部控制、成本费用内部控制、全面预算管理和内部审计等内容做出了规定。

对外担保管理方面，为规范公司的担保行为，防范经营风险，公司制定了《亿利洁能股份有限公司对外担保管理制度》，明确规定企业对外担保应当符合法律、行政法规及有关规定。公司对外担保行为，须经股东大会或董事会审议通过。

子公司管理方面，根据国家有关法律、法规和相关制度的规定，公司对其控股子公司制定了规范的管理办法，对子公司的重大决策、主要管理者的任免、财务会计制度的制定、财务人员的配备以及劳动薪酬等进行了规范化管理。子公司的所有对外投资、重大资产购置和处置、新行业业务开拓都必须得到公司的审批同意，也建立健全了内部审计和财务检查制度。

关联交易管理方面，公司制定了《亿利洁能股份有限公司关联交易管理制度》。在制度中明确了关联人及关联交易的认定，建立了关联人报备机制及关联交易决策程序。规定在审议关联事项时，根据关联交易金额或办理业务要求，召开董事会会议，关联董事回避表决。独立董事在董事会审议前发表事前认可书面意见，董事会审议后发表独立董事书面意见。关联交易金额超过公司最近一期经审计的净资产的 0.5% 的关联交易、经营性日常关联交易等事项及时披露，超过净资产的 5% 的关联交易提交股东大会审议。公司建立有《采购价格库管理办法》以规范招采价格管理，强化招采过程管控，内控中心招采办公室是集团采购价格库的归口管理单位。

六、经营分析

1. 经营概况

近三年，公司实现营业收入增长，整体盈利能力增强。化工板块业务受益于行业回暖，产销规模及毛利率逐步提升，是公司营业利润的主要来源。煤炭板块和清洁能源板块收入对公司形成一定补充，但公司业务结构调整，未来煤炭板块收入将减少。

公司经过不断调整业务结构，在确保各循环经济产业板块稳定经营的基础上，延伸供应链服务业，发展节能环保产业，已先后剥离出售医药板块并逐步退出煤炭采掘业务。2016—2018 年，公司营业收入逐年增长，其中，主营业务收入占当期营业收入的比重均在 99% 以上，公司主营业务突出。

从主营业务收入及构成来看，2016—2018 年，化工板块收入逐年增长，三年增幅 57.36%，2018 年实现收入 146.97 亿元，主要系化工行业景气度回升，环保政策趋严使得市场中部分环保不达标工厂停产，造成产品供应规模减少，价格增长所致。2016—2018 年，公司煤炭收入较为稳定，但随着主营业务收入的增加其占比逐年下降，未来随着公司业务结构的调整，其占比将进一步降低。2016—2018 年，清洁能源板块收入随着运营项目的增加逐年增长，2018 年实现收入 12.38 亿元，清洁能

¹ 详见本文六、经营分析——重大事项

源收入占主营业务收入比重由 2016 年的 3.28% 提升至 2018 年的 7.17%。

从各项业务的盈利能力来看，2016—2018 年，化工板块毛利率小幅波动，主要系该板块中 2017 年供应链物流业务占比提高所致，其中化工制造业务受益于氯碱产品市场景气度提升毛利率有所提高，而供应链物流业务毛利率常年处于较低水平。2016—2018 年，煤炭板块毛利率大幅提高，主要系煤价上涨所致。2016—2018 年，清洁能源板块毛利率逐年下降，主要系煤炭价格上涨以及部分项目投产初期产能未能完全释放所致。综合上述因素，公司综合毛利率呈逐年增长态势。

表 2 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务名称	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-9 月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
化工	93.40	83.27	12.29	141.84	85.10	11.35	146.97	85.10	13.36	80.29	81.72	11.01
供应链物流	45.04	40.16	2.41	76.35	45.81	1.56	79.30	45.92	1.45	31.49	32.05	1.02
化工制造业	48.36	43.12	21.50	65.49	39.29	22.77	67.67	39.18	27.32	48.80	49.67	17.45
煤炭	13.76	12.27	8.02	13.13	7.87	29.88	13.36	7.74	35.11	6.34	6.45	32.05
清洁能源	3.63	3.24	48.38	11.72	7.03	32.55	12.38	7.17	31.53	10.76	10.95	31.23
医药	1.11	0.99	37.76	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他	0.26	0.23	4.88	-	-	-	-	-	-	0.86	0.88	89.53
小计	112.16	100.00	13.17	166.68	100.00	14.30	172.71	100.00	16.35	98.25	100.00	15.27

资料来源：公司提供

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 98.25 亿元，同比减少 30.54%，主要系退出供应链物流业务中的非主营相关品种如建材以及低毛利高风险的甲醇等品种所致，同时，前三季度国内烧碱和乙二醇等化工品震荡下降。同期，公司毛利率为 15.27%，较上年全年下降 1.54 个百分点。

2. 化工板块

公司建立了化工循环经济产业链，相关资源的有效利用程度高。2016—2018 年，公司化工板块经营情况向好，其中，毛利率较低的化工供应链物流业务收入占比较大，对公司化工板块整体盈利水平有一定影响。未来，需关注公司业务调整，新冠疫情发展和石油价格的下跌对公司产品销售及价格可能产生的不利影响，进而或将影响其未来经营业绩。

（1）供应链物流业务

公司化工业务包括供应链物流业务和化工制造两部分。供应链物流业务运营主体为公司下属子公司北京亿兆华盛有限公司（以下简称“亿兆华盛”）。

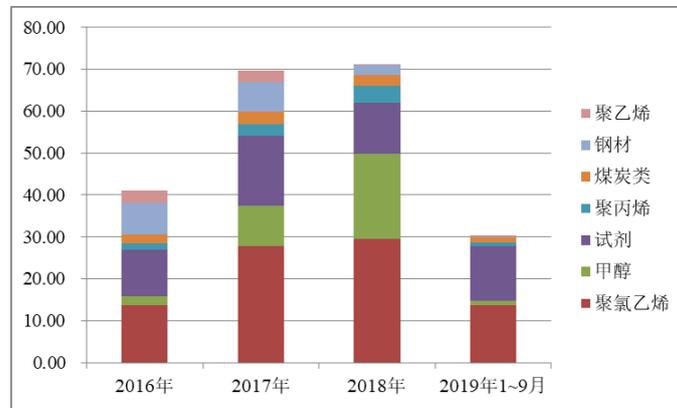
供应链物流业务方面，公司在开展化工生产业务的同时，以产业链上下游产品为核心，通过为产业链相关企业代理采购、分销、物流仓储、供应链金融等服务开展化工贸易业务。目前公司供应链物流业务以国内贸易为主，主要品种包括 PVC、烧碱、糊树脂等氯碱产业链相关产品，同时兼营煤炭、钢铁、甲醇、乙二醇等大宗商品。

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。通过组织公路运输、铁路运输和铁海联运的物流服务，形成从西北大宗商品原产地到华北、

华东、华南等终端消费区域的物流网络。

近年来，供应链物流业务收入规模呈逐步上升的态势，同时随着不同产品景气度变化及客户需求的变动，公司适时调整供应链物流业务品种，2016—2018年，公司不断加大PVC、甲醇和试剂的销售比例。近年来，公司供应链物流业务收入大幅增长，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%。公司国内贸易主要采用代理模式，以销定采，公司原则上按照行业规则以款到发货的形式开展业务；其次，公司在华东从事点价业务，每次收取高于期货市场的保证金，并从期货市场锁定，以避免因商品价格波动带来的贸易风险，提高了公司资金使用效率，但也使得该业务盈利能力较弱，2018年毛利率仅为1.45%。2019年前三季度，公司供应链物流业务收入规模有所收缩，主要系承销的大宗化工商品产品单价下降，退出非主营业务相关的如建材以及低毛利高风险甲醇业务所致。

图 4 近年来公司供应链物流业务主要品种销售金额（单位：亿元）



资料来源：根据公司提供资料，联合评级整理

从供应链物流业务交易对手方集中度来看，公司业务集中度较高，但主要客户较为稳定。

表 3 公司供应链物流业务前五大交易对手方（单位：亿元、%）

期间	供应商名称	采购金额	占该业务主营收入的比重	客户名称	销售金额	占该业务主营收入的比重
2016年	摩贝（上海）生物科技有限公司	113,128.02	23.16	天津物产国际贸易有限公司	80,550.43	15.49
	中新联进出口公司	85,554.17	17.52	湖北兴瑞化工有限公司	51,531.00	9.91
	西安恒基物资销售有限公司	24,486.10	5.01	宁波巨榭能源有限公司	25,830.81	4.97
	内蒙古伊东集团东兴化工有限责任公司	23,626.86	4.84	北方（天津）外贸综合服务服务有限公司	25,684.00	4.94
	陕西北元化工集团股份有限公司	20,888.00	4.28	上海华信国际集团有限公司	20,454.90	3.93
合计		267,683.15	54.81	合计	204,051.14	39.24
2017年	天津渤化红三角国际贸易有限公司	107,167.33	13.09	天津物产化轻国际贸易有限公司	104,250.59	12.54
	上海中泰多经国际贸易有限责任公司	48,162.17	5.88	天津滨海海通物流有限公司	49,116.73	5.91
	南通宏川化工有限公司	45,003.00	5.50	天津建宇能源发展有限公司	47,484.10	5.71
	摩贝（上海）生物科技有限公司	40,132.30	4.90	湖北兴瑞化工有限公司	40,171.66	4.83
	陕西煤业化工国际物流有限责任公司上海分公司	36,562.50	4.47	中建五局第三建设有限公司	36,296.49	4.37
合计		277,027.30	33.84	合计	277,319.57	33.36

2018年	东莞市宏川化工供应链有限公司	71,206.85	9.11	天津国威有限公司	108,666.31	13.70
	南通宏川化工有限公司	63,796.54	8.16	天津建宇能源发展有限公司	57,894.69	7.30
	大连铭源石油化工有限公司	48,805.82	6.25	天津滨海海通物流有限公司	39,621.81	5.00
	大连铭源晋宏供应链管理有限公司	48,648.02	6.23	上海巨化实业发展有限公司	39,611.51	5.00
	中新联进出口有限公司	47,617.40	6.09	东莞市德利石油化工有限公司	35,986.92	4.54
合计		280,074.63	35.84	合计	281,781.24	35.54
2019年1-9月	天津厚载商贸有限公司	90,546.78	29.05	天津建宇能源发展有限公司	137,035.47	43.52
	上海盐湖文通化工有限公司	44,039.46	14.13	天津国威有限公司	23,948.01	7.60
	文通钾盐集团有限公司	31,199.20	10.01	福建三禾农资有限公司	20,505.29	6.51
	陕西北元化工集团股份有限公司	26,089.77	8.37	霸州市亚美贸易有限公司	15,786.75	5.01
	四川盐湖化工销售有限公司	20,296.10	6.51	中国茶叶拍卖交易服务有限公司	10,983.93	3.49
合计		212,171.31	68.07	合计	208,259.45	66.13

资料来源：公司提供

(2) 化工产品生产

公司组织化工产品生产经营较为有序，主要装置处于稳定高负荷运转状态，近年来产能利用率保持在较高水平。

公司化工制造主要包括氯碱化工和煤化工，其中PVC、烧碱业务主要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”）和分公司亿利洁能股份有限公司达拉特分公司（以下简称“达拉特分公司”）经营，乙二醇、甲醇由鄂尔多斯市新杭能源有限公司（以下简称“新杭公司”）经营，肥料由鄂尔多斯市亿鼎生态农业开发有限公司（以下简称“亿鼎公司”）经营。

生产方面，公司依托所在地煤炭资源，构建循环经济产业链，公司根据产业总体规划以及产品市场情况实行一体化和规模化生产，动态备货和平衡生产。达拉特园区电石分公司生产的电石为生产PVC的原料，PVC及烧碱的生产活动主要由亿利化学本部下设的PVC厂、烧碱厂、乙炔厂、热动厂等部门分别开展；库布其园区亿鼎公司为新杭公司上游供气企业，主要为新杭公司生产乙二醇、甲醇提供一氧化碳、氢气及其他原料气体，同时通过装置转化合成氨，生产农业用生物炭基复混肥。

近年来，公司主要氯碱化工装置产能未发生变动，截至2019年9月底，公司PVC和烧碱的产能分别为50万吨/年和40万吨/年。公司PVC产品生产采用电石法，电石生产由达拉特分公司负责，达拉特分公司电石设计产能为64万吨/年，以供应公司PVC生产需求；同时，公司PVC生产过程中产生的副产品烧碱和液氯主要用于对外出售，生产过程中产生的泥渣和粉尘，作为水泥原材料，运往公司参股的内蒙古亿利冀东水泥有限责任公司（以下简称“亿利冀东水泥”）生产水泥。

煤化工方面，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9月底，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。

从生产经营数据来看，公司主要装置处于稳定高负荷运转状态，近年来产能利用率保持在较高水平，其中氯碱装置基本满负荷运转，煤化工装置通过优化产能利用率提升至90%以上。安全及环保方面，近三年公司投入分别为1.50亿元、5.00亿元和1.21亿元，资金投入量较大，2017年公司根据国家安全环保政策增大对环保投入，近年来公司未受到环保处罚。

表4 近年来公司化工装置运行情况

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1-9月	
PVC	产能(万吨)	50.00	50.00	50.00	50.00
	产量(万吨)	50.07	49.37	48.82	37.04
	其中:自用量(万吨)	--	--	--	--
	商品量(万吨)	50.07	49.37	48.82	37.04
	产能利用率(%)	100.00	98.74	97.64	98.77
烧碱	产能(万吨)	40.00	40.00	40.00	40.00
	产量(万吨)	37.50	37.21	37.71	27.44
	其中:自用量(万吨)	--	2.22	1.27	0.92
	商品量(万吨)	--	34.99	36.44	26.52
	产能利用率(%)	93.75	93.03	94.28	91.47
乙二醇	产能(万吨)	30.00	30.00	30.00	30.00
	产量(万吨)	18.73	23.04	27.60	21.78
	其中:自用量(万吨)	--	--	--	--
	商品量(万吨)	18.73	23.04	27.60	21.78
	产能利用率(%)	62.43	76.80	92.00	96.80
复混肥	产能(万吨)	60.00	60.00	60.00	60.00
	产量(万吨)	47.08	55.01	56.65	45.43
	其中:自用量(万吨)	--	--	--	--
	商品量(万吨)	47.08	55.01	56.65	45.43
	产能利用率(%)	78.47	91.68	94.42	105.40

资料来源:公司提供

(3) 原材料供应

公司生产所需主要原材料均由周边供应,来源稳定,且具有成本优势。近年来,采购数量较为稳定,但主要原材料采购均价均随市场行情逐年增长。

公司氯碱化工生产关键原燃料为电石和电力,其中电石约占PVC生产成本的60—70%。公司下属达拉特分公司电石产能为64万吨/年(实际年产量可超70万吨),电石产能可满足PVC生产需求,电力方面拥有自备电厂供应和参股电厂直供。

氯碱生产过程中电力需求较大,电石制备、PVC聚合和工业盐电解方面需要大量电力供应,公司拥有2台50MW自备热发电机组,能够满足公司生产的约20%的电力需求,同时,公司参股的神华亿利能源股份有限公司(以下简称“神华亿利”,公司持股比例为49%)拥有4台200MW煤矸石发电机组,发电可对公司直供。从用电成本来看,随着煤炭价格上行,近年来公司度电成本整体上升,但公司通过多边电价交易,低成本采购,过在发电、用电两端引入协商、竞争机制,以实现公司大工业用电价最低下调区间,降低了公司的电费负担,整体用电成本较一般用电企业仍具有竞争优势。

表5 公司化工生产业务的电力供应结构

化工生产	2016年	2017年	2018年	2019年1-9月
耗电量				
自备电(亿千瓦时)	8.01	7.12	7.92	5.49
外购电(亿千瓦时)	26.09	37.03	36.02	25.06
度电成本				
自备电(元/KWh)	0.13	0.19	0.185	0.21
外购电(元/KWh)	0.27	0.31	0.32	0.24

资料来源:公司提供

此外，公司化工生产所需焦粉、煤炭和石灰石等均可由内蒙及周边获取，采购半径400公里左右。从采购定价来看，公司对电石、煤和工业盐的采购定价由公司定价委员会每周一进行初步定价，具体采购价会根据当日市场价格小幅调整。公司原材料采购价格为到厂价格，周边煤炭资源丰富，公司具有一定的议价能力和成本优势。

从采购结算方式来看，公司采购结算方式包括承兑汇票和小额电汇，在结算账期方面，电石、煤和工业盐结算账期约为30天。

从采购量来看，近三年由于公司装置产能未发生变化，装置基本保持高负荷运转，原材料采购数量变动不大。但从原材料采购价格来看，公司化工主要原材料采购均价均随市场行情逐年增长，具体如下。

表6 公司化工业务主要原材料采购情况

原材料		2016年度	2017年度	2018年度	2019年1-9月
电石 ²	采购数量(万吨)	68.22	68.72	67.79	48.85
	采购均价(元/吨)	2,058.26	1,045.08	3,185.35	3,116.32
盐	采购数量(万吨)	55.94	55.97	59.96	36.38
	采购均价(元/吨)	222.38	278.41	322.68	308.12
原料煤	采购数量(万吨)	104.45	107.03	104.41	83.76
	采购均价(元/吨)	280.64	464.77	400.66	407.31
燃料煤	采购数量(万吨)	64.28	61.69	66.57	93.49
	采购均价(元/吨)	152.94	215.11	265.65	225.51

注：表中价格为含税价格
资料来源：公司提供

(4) 产品销售

近年来公司化工板块主要产销率均稳定保持较高水平，受行业回暖影响，产品价格大幅增长，同时销售多现款交易模式，资金回笼较快，公司客户集中风险尚可。

从销售模式来看，公司氯碱化工主要产品的销售方式包括直销及分销两类，其中直销以大客户为依托（主要为贸易商），与其达成战略合作共识，稳定销售量；分销以中小客户为主，筛选信誉高、有潜力的用户建立稳定关系，保证合理的销售利润。公司销售网络覆盖全国，公司产品运输方式主要以铁路运输为主，配有部分汽车运输。

从销售结算来看，公司化工品销售结算方式多为现款交易模式，款到发货。

近年来，公司积极对销售网络维护，化工产品产销率均维持高位，随着2016年以来行业景气度复苏，公司化工产品销售均价呈增长态势。但部分产品价格波动很大，其中乙二醇销售均价在2019年前三季度下跌47.34%。

表7 公司产品销量情况

项目		2016年	2017年	2018年	2019年1-9月
PVC	销量(万吨)	50.79	49.92	50.52	36.76
	销售均价(元/吨)	5,230.66	5,148.25	5,665.78	5,771.69
	产销率(%)	101.44	101.11	103.48	99.24
烧碱	销量(万吨)	35.43	34.63	36.83	26.04
	销售均价(元/吨)	2,000.78	2,873.04	2,883.97	2,174.08

²公司电石为自产，但公司为满足信披对成本核算的要求，直接披露电石使用量及成本，电石的原材料未单独披露。

	产销率 (%)	94.48	98.97	101.07	98.19
乙二醇	销量 (万吨)	20.67	23.39	26.73	22.11
	销售均价 (元/吨)	4,737.41	5,422.65	6,318.74	3,327.62
	产销率 (%)	110.36	101.52	96.85	101.52
复混肥	销量 (万吨)	48.88	56.27	55.87	47.36
	销售均价 (元/吨)	1,235.19	1,305.61	1,656.58	1,592.25
	产销率 (%)	103.82	102.29	98.62	104.25

资料来源：公司提供

在销售集中度方面，近三年公司化工制造业务销售前五名客户占该业务收入的比重未超过 40%，且客户相对较为分散，整体集中度尚可，具体如下表所示。

表 8 近年来公司化工制造销售前五名客户

期间	客户名称	销售金额 (万元)	占该业务收入的比重 (%)
2016 年	北京搜斗士信息技术有限公司	23,303.92	7.05
	广东仁信集团有限公司	17,763.23	5.37
	浙江明日控股集团股份有限公司	15,849.82	4.79
	天津方能石油化工销售有限公司	12,005.50	3.63
	山东秉德贸易有限公司	11,294.79	3.42
合计		80,217.26	24.26
2017 年	山东秉德贸易有限公司	31,278.23	8.47
	浙江明日控股集团股份有限公司	29,743.76	8.06
	天津市化轻贸易有限公司	28,585.71	7.74
	中国船舶工业物资华南有限公司	24,152.91	6.54
	内蒙古渤海化工有限公司	19,183.43	5.20
合计		132,944.04	36.01
2018 年	中国船舶工业物资华南有限公司	38,086.47	5.63
	浙江玄德供应链管理有限公司	36,064.47	5.33
	浙江明日控股集团股份有限公司	35,999.96	5.32
	江阴市华宏化纤有限公司	30,534.96	4.51
	浙江双兔新材料有限公司	27,595.57	4.08
合计		168,281.43	24.87

资料来源：公司提供

3. 煤炭板块

公司煤炭业务主要包括煤炭开采和煤炭运销两部分。公司曾通过控股、参股及匹配资源的形式，拥有东博煤矿、黄玉川煤矿及宏斌煤矿等三处煤田。2019年公司做出战略调整，决定退出控股的煤炭采掘业，于2019年先后处置了东博煤矿和宏斌煤矿，转让价格分别为9.50亿元和5.96亿元，公司已收到相关款项，但由于上述交易价格均低于标的资产账面价值和评估价值，公司被交易所问询。

截至2019年9月底，公司煤矿资产仅剩黄玉川煤矿，该煤矿是神华亿利煤研石发电项目配套的煤炭资源，公司参股49%，截至2019年9月底，黄玉川煤矿剩余可采储量为84,653.43万，核定年产能840万吨/年，剩余可采年限63年。

煤炭运销业务方面，公司子公司亿利煤炭经过多年的发展，依托上市公司平台和市场销售网络以及本地区的煤炭资源优势，采取地销、外销相结合的经营模式，构建了以发运站点为集散中心，以铁路为运输主干线，以港口为销售平台，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。公司煤炭运销的运营主体为鄂尔多斯市亿利煤炭有限责任公司（以下简称“亿利煤炭”），公司运销煤以电煤和冶金用焦煤为主。

2016年度，公司主要销往本地区，相比煤炭外运可选择客户面较窄，毛利率较低。2017年以来随着煤炭价格上升，公司增加煤炭外运比例。采购价格方面，公司与部分上游供应商签订了长期合作协议，在一定时期内约定固定的采购价格，近两年煤炭市场销售价格上涨的情况下，公司采购价格相对有优势，该业务盈利能力有所增强。

从销售结算来看，公司煤炭结算方式多为现款交易模式，款到发货；对少部分优质客户允许其支付部分货款后发货（货款比例为80%），货到后付全款。

煤炭下游客户主要为神华神东煤炭集团有限责任公司、国电燃料有限公司和神华转龙湾煤炭集运有限公司等大型煤炭企业或贸易商，近三年一期公司前五大客户销售占比分别为63.32%、31.58%、58.81%和65.38%，客户分布集中度较高。

表9 公司煤炭业务经营情况

项目		2016年	2017年	2018年	2019年1-9月
自产部分	产量（万吨）	112.03	138.25	159.14	45.19
	销量（万吨）	112.03	138.25	159.14	45.19
	平均销售价格（元/吨）	193.89	342.94	334.51	359.21
运销部分	销量（万吨）	745.88	449.27	364.00	194.55
	平均采购价格（元/吨）	135.04	276.25	282.79	307.32
	平均销售价格（元/吨）	142.59	298.53	324.16	362.88

资料来源：公司提供

4. 清洁能源板块

公司“微煤雾化业务”为特许经营项目，具有一定区域垄断优势，运营规模增加，可为公司未来经营业绩形成一定支持，新注入的光伏发电资产运营趋于稳定。

公司的清洁能源业务主要包括热电分公司的“热电业务”、亿利洁能科技的“微煤雾化业务”和库布其生态能源的“生态光伏业务”。

（1）热电业务

在热电业务方面，公司的热电业务主要由热电分公司运营。2016年5月，热电分公司向关联方上海亿鼎投资中心（有限合伙）签署了《热电资产组经营租赁合同》，该热电资产组位于内蒙古自治区鄂尔多斯市杭锦旗独贵塔拉工业园内，租赁金额为1.84亿元/年，该协议按年签订，未来能否续约有一定不确定性。热电业务所需燃煤主要向鄂尔多斯地区的煤炭企业进行采购。主要通过热电联产的方式，依据“以销定产”的原则生产蒸汽、电及氧气等产品，由于该热电资产组主要为子公司亿鼎生态和新杭能源提供蒸汽、电及其他产品，因而该业务收入及成本中各业务内部基本相互抵消，在此不做详细分析。

（2）微煤雾化业务

利用物联智能化技术，通过投资新建、收购兼并、产融结合，公司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20-30年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。公司在微煤雾化实施项目的经济半径区域内采购低硫低灰煤炭并生产微煤，或直接采购合作方标准微煤。采用高效煤粉锅炉，通过热电联产方式生产蒸汽等产品。公司通过与地方政府签订独家经营或者其他类似排他性协议，获得特许经营权，建设集中供热中心，满足客户蒸汽需求。经过近年来的建设，截至2019年9月底，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14个,1,630.00T/H(单位:蒸吨);开工在建项目3个,300.00T/H;待开工项目4个,525T/H,项目1T/H投资成本约100-110万元。

从近年来业务开展情况看,项目公司会根据当地经济发展水平以及煤炭价格测算确定蒸汽单价报当地物价局核定,蒸汽价格实行煤气价格联动机制;煤粉及粉煤灰主要参照当地市场价格。由于公司前期主要项目为纯供热项目,蒸汽价格定价高,后公司引入热电联产模式,供热的时候有少量发电收益,近年来蒸汽价格有所下调,2019年前三季度蒸汽价格降至187.02元/吨。2019年前三季度,粉煤灰由2018年的89.78元/吨大幅增长至115元/吨,主要系项目所处地区瓷砖等装修材料需求增加所致。

由于投资项目前置审批程序缓慢或受整体市场环境制约开工不足等因素影响,部分项目出现未能按期投产、下游蒸汽需求不足等不利事项,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%。2019年,公司无煤粉销售,主要系以前年度公司没有满负荷运行,煤粉有结余有外销业务,随着装置调试,全部内部自用。

表 10 公司微煤雾化业务经营情况

项目		2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 1-9 月
蒸汽	产量(万吨)	70.68	162.55	362.19	343.69
	产销率(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
	平均价格(元/吨)	223.36	210.77	206.23	187.02
煤粉	产量(万吨)	8.53	1.13	0.01	--
	产销率(%)	100.00	100.00	100.00	--
	平均价格(元/吨)	1,046.59	1,074.00	1,140.17	--
粉煤灰	产量(万吨)	0.62	6.04	0.97	0.27
	产销率(%)	100.00	100.00	100.00	100.00
	平均价格(元/吨)	70.20	45.09	89.78	115

资料来源:公司提供

(3) 生态光伏业务

2017年公司收购内蒙古亿利库布其生态能源有限公司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年底,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,电站生产电力均向内蒙古电力公司销售,上网电价0.90元/KWh。近年来,随着公司光伏设备运行管理的完善,发电量趋于稳定,2018年发电量34,253KWh,售电收入25,696.14万元。截至2019年9月底,公司光伏发电应收补贴电费6.90亿元。

表 11 公司光伏发电业务经营情况

项目名称	时间	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-9 月
库布其沙漠 200MW 光伏复合生态发电项目	发电量(KWh)	13,925.00	34,743.00	34,253.00	26,445.00
	上网电价(元/KWh)	0.90	0.90	0.90	0.90
	售电收入(万元)	10,702.25	26,311.51	25,696.14	20,437.87

资料来源:公司提供

5. 重大事项

近阶段,公司公告事项较多,其中涉及重大资产重组、行政处罚以及监管处罚等,目前公司重

大资产重组仍在推进中，对公司未来发展存在较大不确定性影响。

(1) 重大资产重组

2019年5月，公司计划重大资产重组，并于2019年11月和12月修改重组草案，拟以发行股份、可转换公司债券及支付现金相结合方式购买亿利资源旗下亿利生态修复股份有限公司（以下简称“亿利生态”）100%的股权，亿利生态是亿利资源生态业务的落地执行者，主要业务见担保方经营分析，交易各方确定亿利生态100%股权最终的交易价格为47.55亿元，亿利洁能拟通过发行股份募集资金40.42亿元，发行可转换债券募集资金2.38亿元，以及支付现金4.75亿元购买亿利生态全部股权。2020年1月2日，上述资产重组申请材料获中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）受理；1月18日，亿利洁能收到《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》，中国证监会要求亿利洁能就其提出的有关问题作出书面说明和解释，并在30个工作日内提交书面回复意见。

在上述事项尚无结果的情况下，2020年2月27日晚间，公司又公告称，拟向控股股东亿利资源以现金方式收购张家口京张迎宾廊道生态能源有限公司（以下简称“迎宾廊道”）60%股权和张家口亿源新能源开发有限公司（以下简称“亿源新能源”）100%股权，标的股权交易金额共计7.23亿元。

(2) 公司收到国家发改委出具的《行政处罚决定书》

2017年9月27日，国家发改委网站发布了对18家实施价格垄断的氯碱企业的调查和处罚结果。认定行业内18家企业以“西北氯碱联合体”的名义交流市场行情、讨论产量销售，并多次达成价格垄断协议，联手推高了PVC价格，国家发改委依法对18家涉案企业处以2016年相关市场销售额1%—2%的罚款，共计4.57亿元。包括中泰化学、亿利洁能、英力特及君正集团等在内的多家上市公司均公告收到了国家发改委出具的《行政处罚决定书》。公司在本次反垄断事件中被处以罚款2,060.98万元，对公司当期业绩产生了一定影响。

(3) 违反审议和披露程序被出具监管警示函

根据公司2019年11月25日公告，公司于2019年3月5日和4月23日分别与内蒙古汇能煤电集团有限公司、鄂尔多斯市中久煤业有限公司签订转让伊金霍洛旗安源西煤炭有限责任公司、伊金霍洛旗东博煤炭有限责任公司全部股权的协议，并在2019年3月6日和2019年4月25日相继完成工商登记变更。上述两项交易合计金额18.5亿元，公司未提交股东大会审议且未及时披露，仅由公司时任董事长徐卫晖，董事尹成国、王文彪三人商议决策经公司OA流转签批即签订相关协议并完成工商登记变更。经监管督促，上述股权出售事项公司于2019年6月17日召开第七届董事会第三十三次会议审议通过，并于2019年6月30日召开股东大会审议通过。内蒙古证监局决定对公司采取出具警示函的行政监管措施，同时，对徐卫晖、尹成国、王文彪采取出具警示函的行政监管措施。

6. 在建项目

在建项目集中在微煤雾化业务，该项目分期投入压力较小整体资本支出压力尚可。

截至2019年9月底，公司主要在建工程（计划总投资超过1亿元）项目4个，投资总额40.02亿元，截至2019年9月底已投入过半，微煤雾化锅炉集中供汽中心建设项目已建成14个，1,630.00T/H。未来公司在建项目还需16.35亿元资金分批投入，其中主要集中在“微煤雾化锅炉集中供汽中心建设项目”，考虑公司2017年非公开发行股份募集资金45亿元中的部分资金将用于该项目，且资金分阶段投入，整体资金压力尚可。

表 12 截至 2019 年 9 月底公司主要在建工程（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	截至 2019 年 9 月底投资	尚需投资金额	资金来源
微煤雾化锅炉集中供汽中心建设项目	35.05	20.65	14.39	自筹，部分项目使用增发资金
乙二醇扩能改造项目	2.83	1.82	1.01	自筹
锅炉给水改造泵节能改造工程	1.06	0.60	0.46	自筹
厂区整体环境提升改造工程	1.08	0.59	0.49	自筹
合计	40.02	23.67	16.35	--

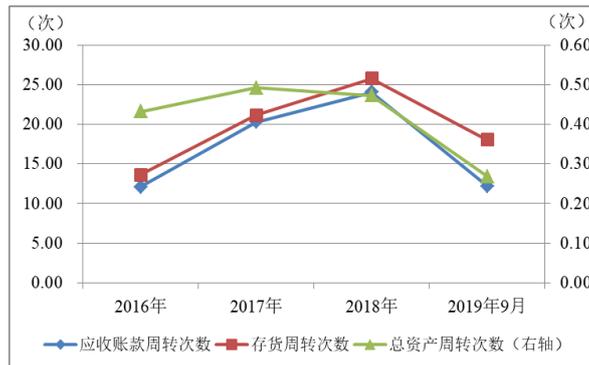
资料来源：公司提供

7. 经营效率

近年来公司经营效率呈波动变化，目前公司整体经营效率较低。

随着氯碱行业景气度上升、贸易业务和清洁能源业务的扩张，公司营业收入增长，2016—2018 年，公司经营效率整体呈上升趋势。但 2019 年以来，公司贸易收入大幅减少，导致经营效率指标有不同程度回落，考虑到公司处于重资产行业，收入中因有大量贸易支撑，公司实际整体经营效率一般。2018 年沪深两市氯碱类上市公司总资产周转率的平均值为 0.83 次，公司经营效率较低。

图 5 近年来公司经营效率变动情况



资料来源：根据公司审计报告数据，联合评级整理

8. 关联交易

公司与关联方存在多种关联交易和往来，一定程度上对其独立性产生不利影响。

近年来，公司关联交易规模较大，以关联采购为主，对公司经营的独立性产生一定不利影响。当关联方企业经营出现异常或急剧恶化时，会给公司带来一定的财务风险和经营风险。与此同时，公司作为担保方对关联方亿利集团财务有限公司提供最高额为 10 亿元的担保，关联担保金额较大。

表 13 近年来公司关联交易情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
向关联方出售商品与提供劳务的金额（亿元）	0.70	15.40	14.13	2.70
占收入的比例（%）	0.62	9.19	8.14	2.75
向关联方采购商品与接受劳务的金额（亿元）	6.59	2.67	2.98	2.05
占成本的比例（%）	6.76	1.87	2.06	2.46
关联方应收项目（亿元）	18.12	16.48	2.56	2.77
占流动资产的比例（%）	17.38	11.66	1.96	1.82
关联方应付项目（亿元）	37.50	17.47	16.84	9.88

占流动负债的比例 (%)	35.03	15.43	12.89	7.57
--------------	-------	-------	-------	------

资料来源：公司提供

9. 经营关注

(1) 产品及原材料价格波动风险

公司主要从事氯碱化工业务、煤炭业务及清洁能源业务。由于受到国内经济环境和市场供求因素及行业政策的影响，近年来国内 PVC、烧碱和乙二醇等产品价格波动较大。同时，近期新冠肺炎疫情导致消费萎缩，国际原油价格下跌，石油化工成本优势相对显现，对公司煤化工产业冲击较大，未来产品价格及盈利或将收到不利影响。此外，受蒸汽平均销售价格下降和煤炭价格上涨等因素的影响，公司高效清洁能源业务毛利率持续下滑。

(2) 高效清洁能源生产项目的实施风险

公司对外投资的煤炭高效清洁利用能源生产项目由于投资项目前置审批程序缓慢、或受整体市场环境制约开工不足等因素影响，部分项目出现未能按期投产、下游蒸汽需求不足等不利事项，将可能影响到对外投资煤炭高效清洁利用能源项目整体的经济效益，进而影响公司的财务状况、经营业绩和发展前景。

(3) 安全及环保风险

PVC 和烧碱等产品在生产过程中会产生一定量的废水、废气和废渣等污染物，随着整个社会环境保护意识的不断增强，政府可能会颁布更为严格的环保法规，从而加大公司经营成本，此外，公司可能因管理疏忽、操作不当、不可抗力等因素造成环境污染而受到政府主管部门的行政处罚。

(4) 业务转型风险

目前公司的业务布局以氯碱和煤化工产业及相关产品为主，以及少量包括生态光伏、清洁热力、智慧能源等业务在内的节能环保业务。公司计划通过资产重组向生态环保领域转型，该领域与公司现有主业有一定跨度，同时具有对资金需求量大的特点，未来，公司经营管理及资金管理难度将加大。

10. 未来发展

公司发展战略较为清晰，但公司的战略转型以及资产重组事项将对公司的收入、盈利以及流动性产生较大影响，同时相关事项的推进尚待监管审批。

未来，公司将在巩固既有循环经济产业优势的基础上，充分借力控股股东亿利资源在生态修复领域的成就，建设并开发依托大西北优质资源的循环经济园区，延伸发展供应链物流业务支持保障产业安全，形成公司业绩增长的压舱石。同时，依托共享工业园区场景资源，大力发展以热力、燃气、光伏业务为主的清洁能源的多能互补，推进工业废水、工业固废无害化处理和资源化综合利用。为打造生态智慧工业园区战略奠定坚实的产业基础。未来，公司将为循环经济工业园提供园区智慧化能源环保整体解决方案，实现“能源销售服务、分布式能源服务、节能减排和需求响应服务”三位一体的综合能源服务，为工业生态园区企业提供全方位智慧能源环保一站式管家服务。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016—2018 年度合并财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的 2019 年 1—9 月财务数据未经审计。公司经审计的财务

报表按照财政部颁布的《企业会计准则-基本准则》编制。截至 2018 年底，公司纳入合并报表范围的一级子公司共 20 家，公司 2017 年 11 月以支付现金方式收购内蒙古亿利库布其生态能源有限公司，由于本次收购形成同一控制下企业合并，在编制 2017 年度财务报表时追溯重述了 2016 年度合并财务报表；公司 2018 年以支付现金方式收购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、鄂尔多斯市亿鼎生态农业开发有限公司，由于上述收购形成同一控制下的企业合并，在编制 2018 年度财务报表时需追溯重述了本集团 2017 年度合并财务报表。本报告采用追溯调整后的财务数据。近三年，公司合并范围变动较大，但涉及子公司规模较小且主营业务未发生改变，财务数据可比性较强。

表 14 近三年一期公司合并报表范围变动情况

年份	并入	出售	注销
2016 年	亿利智慧能源（泰国）有限公司 亿利洁能（浦江）有限公司 伊金霍洛旗安源西煤炭有限责任公司 伊金霍洛旗安源西煤炭有限责任公司 张家口亿盛洁能热力有限公司 亿绿兰德（北京）技术有限公司 亿利智慧能源（安徽）有限公司 亿利洁能科技（晋州）有限公司	内蒙古库伦蒙药有限公司 包头中药有限责任公司 鄂尔多斯市亿利中药饮片有限责任公司 北京亿德盛源新材料有限公司 乌拉特前旗金威煤碳运销有限公司 亿利新材料有限责任公司 天津亿利国际贸易有限责任公司	杭锦旗亿盛源合成新材料有限公司有限责任公司 杭锦旗亿泽合成材料有限公司
2017	亿利租赁（天津）有限公司 内蒙古亿利库布其生态能源有限公司 亿兆华盛供应链有限公司 内蒙古亿兆华盛电子商务有限公司 新疆亿兆华盛物流有限公司 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 济宁盛唐能源有限公司 兴化市热电有限责任公司 长沙天宁热电有限公司 武威亿利华泰热力工程有限公司 武威亿利日晟购售电有限责任公司	亿利洁能科技（文安）有限公司 亿利智慧能源（安徽）有限公司 亿利洁能科技（常熟）有限公司 亿利智慧能源（泰国）有限公司	--
2018 年	亿利环保有限公司 AURORA HOLDING B.V. 郑州弘裕热力心能源科技有限公司 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 鄂尔多斯市亿鼎生态农业开发有限公司	内蒙古金山恒泰资源投资有限公司 长沙天宁工业供水有限公司	--
2019 年 1-9 月	--	伊金霍洛旗东博煤炭有限责任公司 伊金霍洛旗安源西煤炭有限责任公司	--

资料来源：联合评级根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司合并资产总额 366.89 亿元，负债合计 192.06 亿元，所有者权益（含少数股东权益）174.82 亿元，其中归属于母公司所有者权益 147.98 亿元。2018 年，公司实现营业收入 173.71 亿元，净利润（含少数股东损益）11.25 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 7.71 亿元；经营活动产生的现金流量净额 36.19 亿元，现金及现金等价物净增加额-6.75 亿元。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 365.67 亿元，负债合计 184.91 亿元，所有者权益（含少数股东权益）180.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益 152.51 亿元。2019 年 1—9 月，公司实

现营业收入 98.25 亿元，净利润（含少数股东损益）9.07 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 7.62 亿元；经营活动产生的现金流量净额 20.45 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.82 亿元。

2. 资产质量

受非公开发行股票等影响，公司资产规模大幅增长，其中非流动资产占比略高。公司货币资金规模较大，但其中保证金以及有定向使用限制的定增募集资金对货币资金的使用有一定影响。公司固定资产成新率较高，受限资产比例略高，公司整体资产质量尚可。

2016—2018 年，公司合并资产总额波动增长，年均复合增长 8.13%，主要系股份增发后经营扩张增长所致。截至 2018 年底，公司合并资产总额 366.89 亿元，较年初下降 0.22%，较年初变化不大。其中，流动资产占 35.57%，非流动资产占 64.43%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 11.87%。截至 2018 年底，公司流动资产 130.48 亿元，较年初下降 7.67%，主要系其他应收款减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占 79.73%）、应收票据及应收账款（占 6.90%）构成。

2016—2018 年，公司货币资金呈大幅上升态势，年均复合增长 62.45%，其中 2017 年增幅较大主要系公司非公开发行股票募集资金净额约 44 亿元到账以及收到股权转让款约 13.4 亿所致。截至 2018 年底，公司货币资金 104.03 亿元，较年初增长 8.90%，主要系经营收到的现金较多所致；货币资金中有 25.74 亿元受限资金，受限比例为 24.74%，主要为票据保证金、存出投资款。银行存款为 78.28 亿元，其中因定增等原因存在专款专用限制的款项规模 37.00 亿元，公司大量货币资金存于亿利集团财务公司。

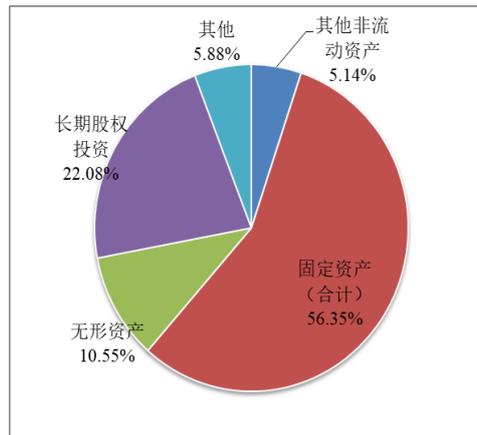
2016—2018 年，公司应收票据及应收账款呈大幅下降态势，年均复合减少 34.40%，主要系商业票据到期结付导致应收票据大幅减少。截至 2018 年底，公司应收票据及应收账款账面价值 9.00 亿元，较年初下降 9.62%，主要系银行承兑票据到期减少所致；其中应收账款 7.46 亿元，较年初增长 19.17%，主要系公司合并亿鼎生态后该公司应收账款并入所致。应收账款账龄以一年内为主（占比 78.84%），累计计提坏账 0.49 亿元，计提比例 6.17%；应收账款前五大欠款方合计金额为 6.19 亿元，占比为 77.84%，其中应收内蒙古电力（集团）有限责任公司电费 5.24 亿元，集中度很高。

2016—2018 年，公司其他应收款呈逐年大幅下降态势，年均复合减少 78.03%，截至 2018 年底，公司其他应收账款 1.04 亿元，较年初下降 93.82%，主要系收回部分股权、债权转让款及往来款所致。

非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产呈逐年上升态势，年均复合增长 6.22%，主要系无形资产和固定资产增加所致，截至 2018 年底，公司非流动资产 236.40 亿元，较年初增长 4.43%。公司非流动资产主要由长期股权投资（占 22.08%）、固定资产（占 56.35%）、无形资产（占 10.55%）、其他非流动资产（占 5.14%）构成。

图 6 截至 2018 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2016—2018 年，公司固定资产呈逐年上升态势，年均复合增长 39.96%，2017 年底公司固定资产账面价值较上年末增长 89.53%，主要系乙二醇新建项目、260 万吨生物炭基复混肥新建等在建工程转入所致。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 133.21 亿元，较年初增长 3.35%。固定资产主要由机器设备（占 57.32%）和房屋建筑物（占 29.69%）构成，累计计提折旧 31.96 亿元；固定资产成新率 80.66%，成新率尚可。

2016—2018 年，公司长期股权投资呈逐年小幅上升态势，年均复合增长 4.53%。截至 2018 年底，公司长期股权投资 52.21 亿元，较年初增长 4.14%，主要系针对联营企业及合营企业的股权投资增加所致，公司所持长期股权投资主要集中在与神华合作的“神华亿利能源有限责任公司”，截至 2018 年底，该资产账面价值 37.20 亿元。

表 15 长期股权投资主要投资对象情况

合营、联营企业名称	初始投资成本(万元)	核算方法	2018 年末账面价值(万元)	持股比例 (%)	
				直接	间接
神华亿利能源有限责任公司	358,056.91	权益法	372,042.23	49	--
亿利集团财务有限公司	55,000.00	权益法	59,012.82	11	--
西部新时代能源投资股份有限公司	21,870.00	权益法	28,452.92	35	--
鄂尔多斯市正利新能源发电有限公司	14,611.91	权益法	18,048.15	49	--
内蒙古亿利冀东水泥有限责任公司	14,553.07	权益法	16,555.60	41	--
合计	464,091.89	--	494,111.72	--	--

资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司无形资产呈逐年上升态势，年均复合增长 14.47%。截至 2018 年底，公司无形资产 24.94 亿元，较年初增长 15.70%，主要系合并新杭能源、亿鼎生态使得特许经营权增加及购置土地使用权所致。无形资产主要由采矿权（57.92%）和土地使用权（20.13%）构成，累计摊销 5.05 亿元。

2016—2018 年，公司其他非流动资产呈逐年上升态势，年均复合增长 24.70%。截至 2018 年底，公司其他非流动资产 12.15 亿元，较年初增长 30.72%，主要系预付工程设备款大幅增加所致。

截至 2019 年 9 月底，公司合并资产总额 365.67 亿元，较年初下降 0.33%，较年初变化不大。其

中，流动资产占 41.66%，非流动资产占 58.34%。公司资产结构相对均衡，流动资产较年初占比上升较快，主要系处置煤炭子公司收到股权转让款增加所致。

截至 2019 年 9 月底，公司受限资产账面价值为 100.39 亿元，占总资产比重为 27.45%，占净资产比重 55.54%，主要为质押、抵押的固定资产、长期股权投资和货币资金，受限比例高。

表 16 截至 2019 年 9 月底公司受限资产明细（单位：万元、%）

科目	用途	账面价值	占总资产比重	占净资产比重
货币资金	保证金及存出投资款	156,025.33	4.27	8.63
固定资产	抵质押及融资租赁	554,157.96	15.15	30.66
无形资产	抵质押及融资租赁	13,220.82	0.36	0.73
在建工程	融资租赁租入	14,692.80	0.40	0.81
长期股权投资	质押	262,311.86	7.17	14.51
应收账款	质押	2,616.64	0.07	0.14
应收票据	保证金及存出投资款	900	0.02	0.05
合计		1,003,925.41	27.45	55.54

资料来源：公司提供

3. 负债及所有者权益

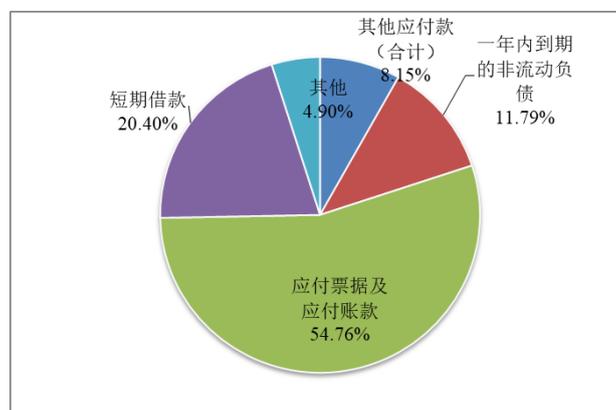
受公司非公开发行股票影响，公司所有者权益增幅较大，权益结构稳定性较好。受益所有者权益的增长，公司近年来金融机构借款减少，但对供应商占款大幅增加，整体负债水平和债务负担均有所下降，公司债务负担一般，但债务结构以短期债务为主，短期偿付压力大，公司债务结构有待调整。

2016—2018 年，公司负债规模呈逐年上升态势，年均复合增长 2.66%，截至 2018 年底，公司负债总额 192.06 亿元，较年初增长 2.72%，主要系公司扩张举债增加所致。公司负债中，流动负债占 67.58%，非流动负债占 32.42%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

流动负债

2016—2018 年，公司流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 10.11%。截至 2018 年底，公司流动负债 129.80 亿元，较年初增长 14.62%，主要系应付票据增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 20.40%）、应付票据及应付账款（占 54.76%）、其他应付款（占 8.15%）、一年内到期的非流动负债（占 11.79%）构成。

图 7 截至 2018 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2016—2018年，公司短期借款呈逐年下降态势，年均复合减少18.03%，截至2018年底，公司短期借款26.48亿元，较年初下降10.29%，主要系公司使用非公开发行股票募集资金补充流动资金以减少短期借款所致。公司短期借款主要为保证、质押或抵押贷款。

2016—2018年，公司应付票据及应付账款呈逐年上升态势，年均复合增长33.53%，截至2018年底，公司应付票据及应付账款71.08亿元，较年初增长31.96%，主要系以票据结算的贸易规模增加及亿利化学部分借款续期转为票据所致。

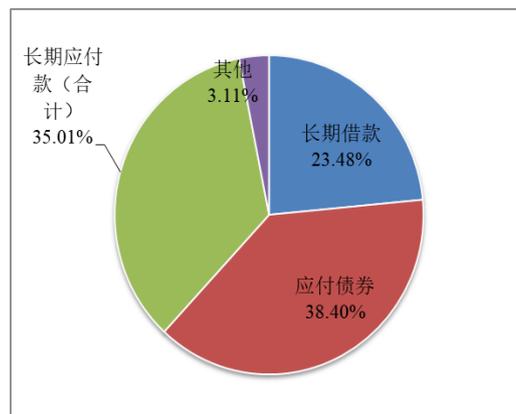
2016—2018年，公司其他应付款呈波动下降态势，年均复合减少1.88%。截至2018年底，公司其他应付款8.86亿元，较年初增长73.52%，主要系押金质保金、应付股权转让款增加所致。

2016—2018年，公司一年内到期的非流动负债呈波动上升态势，年均复合增长16.82%，截至2018年底，公司一年内到期的非流动负债15.30亿元，主要为一年内到期的长期应付款（79.91%），其余为1年内到期的长期借款。

非流动负债

2016—2018年，公司非流动负债呈波动下降态势，年均复合减少9.01%，主要系长期应付款和长期借款减少所致。截至2018年底，公司非流动负债62.26亿元，较年初下降15.55%，主要系部分债券和融资租赁到期偿还所致。公司非流动负债主要由长期借款（占23.48%）、应付债券（占38.40%）、长期应付款（占35.01%）构成。

图8 截至2018年底公司非流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2016—2018年，公司长期借款呈波动下降态势，年均复合减少2.72%。截至2018年底，公司长期借款14.62亿元，较年初增长7.02%，主要系融资需求增加所致。

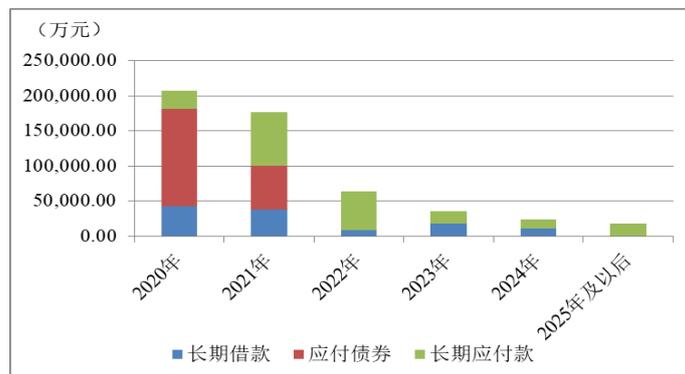
2016—2018年，公司应付债券呈逐年下降态势，年均复合减少18.42%，截至2018年底，应付债券23.91亿元，较年初下降21.56%，主要系债券到期偿还所致。

2016—2018年，公司长期应付款呈波动下降态势，年均复合减少3.02%，全部为应付融资租赁款，其中，2017年长期应付款余额较2016年末大幅增长24.02%，主要系公司收购生态光伏业务和清洁能源业务子公司，应付融资租赁业务增加所致。截至2018年底，公司长期应付款21.80亿元，较年初下降24.16%，主要系部分融资租赁款即将到期转入一年内到期的非流动负债所致。

2016—2018年，公司全部债务呈波动上升态势，年均复合增长6.10%，主要系应付票据大幅增加所致。截至2019年9月底，公司全部债务107.56亿元，较年初下降14.85%，其中，短期债务75.44亿元（占70.14%），较年初下降14.06%，主要系应付票据大幅减少所致。长期债务32.12亿元（占29.86%），较年初下降16.64%，主要系部分债券和长期借款到期所致，70%以上的长期债务主要集

中在 2020 年和 2021 年到期。

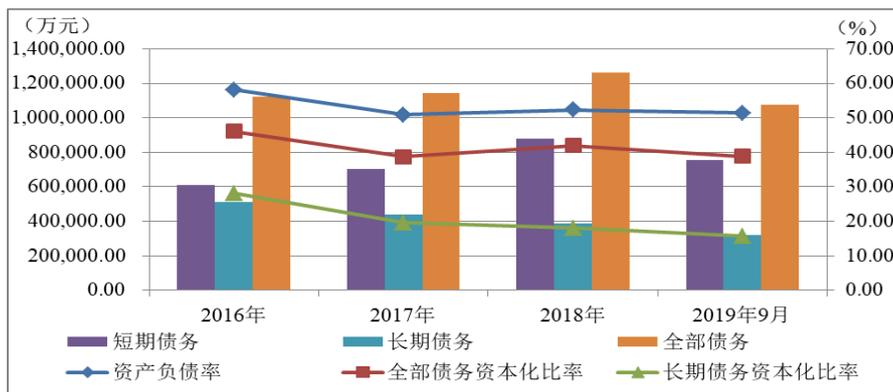
图 9 截至 2019 年 9 月底公司长期债务分布



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2016—2018 年，得益于公司非公开发行股票成功，公司整体负债率水平有所下降。截至 2019 年 9 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 50.57%、37.31% 和 15.09%，较年初分别下降 0.97 个百分点、4.64 个百分点和 2.97 个百分点。公司整体债务负担进一步降低，但短期债务占比仍然较高，债务结构有待调整。

图 10 近年来公司负债水平



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

所有者权益

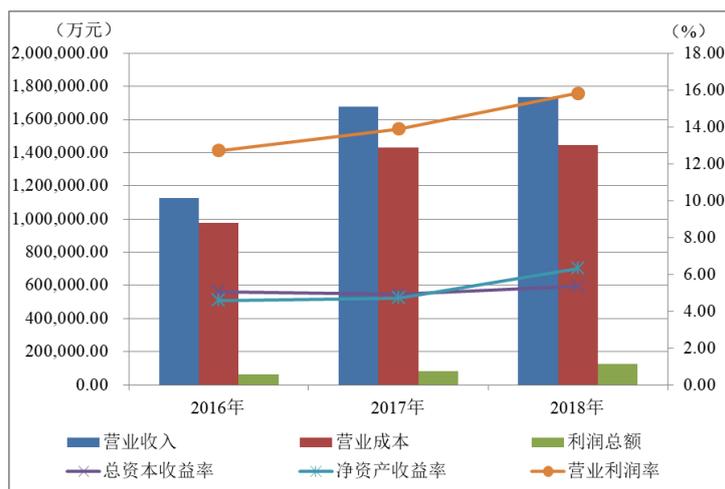
2016—2018 年，公司所有者权益呈波动上升态势，年均复合增长 15.28%，其中 2017 年公司非公开发行股票使得当年公司所有者权益大幅增长 37.39% 至 131.55 亿元，截至 2018 年底，公司所有者权益为 174.82 亿元，较年初下降 3.27%，主要系将合并日之前追溯调整计入的净资产在本期转回，减少资本公积 17.31 亿元所致。其中，归属于母公司所有者权益为 147.98 亿元（占比 84.65%），归属于母公司所有者权益中实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 18.51%、65.26%、0.03% 和 13.95%。截至 2019 年 9 月底，公司所有者权益为 180.76 亿元，较年初增长 3.39%，所有者权益结构较年初变动较小，所有者权益结构稳定性较强。

4. 盈利能力

近三年，受市场景气度上升以及公司业务规模扩大影响，公司收入和利润规模均大幅增长，盈利能力明显增强，但公司大量货币资金在账面利用效率不高，存贷双高明显，财务成本支出较多，费用控制能力有待提高。

2016—2018年，随着公司主营业务的扩张，公司营业收入呈逐年上升态势，同期，公司主营业务盈利能力提升，2018年，公司实现营业收入173.71亿元，较上年增长3.67%，实现利润总额12.84亿元，较上年增长56.59%，主要系产品市场行情较好所致。从盈利指标看，2016—2018年，盈利能力有所提升，主要系公司化工业务盈利能力增强所致。2018年，公司营业利润率为15.83%，较上年提高1.93个百分点。总资本收益率和净资产收益率分别为5.35%和6.33%，较上年分别提高0.41个百分点和提高1.61个百分点。

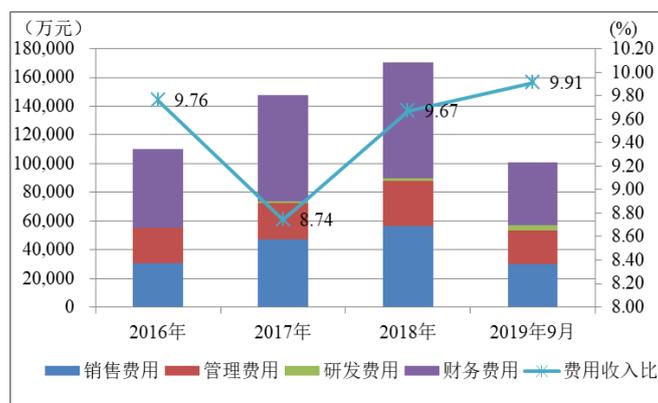
图 11 近年来公司主营业务收入及盈利水平



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从期间费用来看，2016—2018年，公司期间费用呈逐年上升态势，年均复合增长24.36%，2018年，公司期间费用总额为17.03亿元，较上年增长15.41%，主要系在业务转型和企业合并的过程中增加了相关费用支出所致。公司费用收入比分别为9.76%、8.74%和9.67%，公司费用控制能力尚可。从历年各项期间费用来看，销售费用和财务费用为公司主要的费用支出，2018年期间费用中公司销售费用和财务费用占比分别为33.23%和47.11%。联合评级关注到，公司虽持有大量货币资金，但资金管理效率不高，2016—2018年，公司利息收入分别为0.50亿元、1.41亿元和1.25亿元。

图 12 近年来公司期间费用水平



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2016—2018年，公司公允价值变动收益分别为-1.53亿元、-0.78亿元和-0.89亿元，主要系公司持有的金融资产市值下降所致，分别占当期营业利润的27.64%、9.51%和6.92%。公司投资收益分

别为 2.89 亿元、1.57 亿元和 2.18 亿元，其中 2016 年公司通过处置子公司股权所取得的投资收益对当期净利润形成了一定补充，2018 年投资收益较 2017 年有所增加，主要系权益法核算神华亿利产生的投资收益增加所致，投资收益分别占当期营业利润的 52.12%、19.03%和 17.01%。公司公允价值变动收益和投资收益规模较大且稳定性较弱，对营业利润影响较大。

公司营业外收入分别为 0.87 亿元、0.18 亿元和 0.05 亿元，营业外收入占利润总额的 13.63%、2.14%和 0.37%，营业外收入稳定性较差，但对公司利润规模的影响较小。

2019 年 1—9 月，公司实现营业收入 98.25 亿元，同比下降 30.54%，主要系供应链物流业务大幅减少所致。实现营业利润 10.13 亿元，较上年同期下降 5.99%，主要系煤炭资产转入持有待售资产计提减值准备所致。营业利润率为 14.20%，较上年同期下降 0.48 个百分点，较上年同期变化不大。实现净利润 9.07 亿元，较上年同期下降 6.12%。

5. 现金流

随着市场景气度好转以及公司经营规模的扩大，公司经营活动现金流量规模逐年增长，现金流情况较佳，收入实现质量提升明显但仍有待提高；公司投资支出较大，处于经营扩张期，未来仍存在一定规模的对外融资需求。

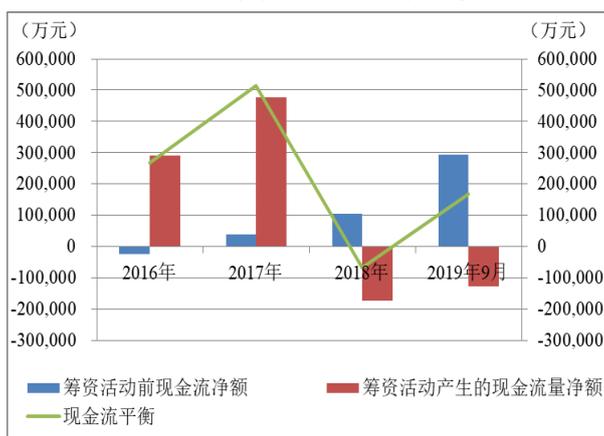
从经营活动来看，2016—2018 年，随着公司收入规模增长，公司经营活动现金流入逐年增长，分别为 118.73 亿元、166.65 亿元和 196.98 亿元，年均复合增长 28.80%，公司现金收入比分别为 85.78%、87.09%和 93.48%，收入实现质量有所提升但仍处于较低水平。同期，公司经营活动现金流出年均复合增长 21.10%。2016—2018 年，公司经营活动现金净额分别为 9.08 亿元、21.72 亿元和 36.19 亿元。

从投资活动来看，2016—2018 年，公司投资活动现金流入分别为 5.97 亿元、7.13 亿元和 3.68 亿元，主要为处置子公司所得。2016—2018 年，公司投资活动现金流出分别为 17.38 亿元、24.97 亿元和 29.40 亿元，公司合并新杭能源、亿鼎生态等，取得子公司及其他营业单位支付的现金净额大幅增加导致 2016—2018 年公司投资活动现金大幅净流出，三年投资活动产生的现金净额分别为 -11.41 亿元、-17.84 亿元和 -25.72 亿元。

从筹资活动来看，公司以债务融资为主，2016—2018 年，公司筹资活动现金流入分别为 76.65 亿元、136.80 亿元和 69.23 亿元。而同期偿还债务及支付融资成本等支出使得公司筹资活动现金流出分别为 47.55 亿元、89.20 亿元和 86.43 亿元。2016—2018 年，公司筹资活动现金净额分别为 29.10 亿元、47.60 亿元和 -17.21 亿元。

2016—2018 年，公司经营活动产生的现金净流入可满足自身投资支出需求，2018 年以来公司偿还债务较多，筹资活动现金流呈净流出状态。2019 年 1—9 月，公司经营活动净现金流净额为 20.45 亿元；投资活动净现金流净额为 8.96 亿元，主要为处置资产所得；筹资活动净现金流净额为 -12.59 亿元，偿付到期债务大量流出。

图 13 近年来公司现金流平衡情况



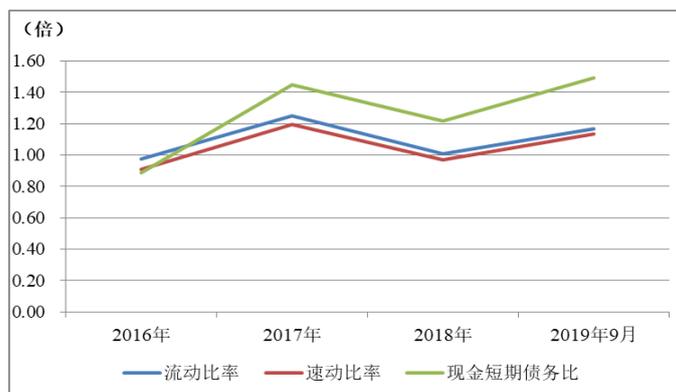
资料来源：公司审计报告，联合评级整理

6. 偿债能力

近三年，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力偏弱；公司货币资金充足，但其中使用受到限制的资金规模较大，剩余的银行授信规模较小，减弱了公司的短期偿债能力。综合考虑公司在氯碱化工产能规模、技术水平、原材料自给率、循环产业链等方面具备的优势，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，由于公司 2017 年定增以来账面资产中长期显示有大量货币资金，短期偿债能力指标表现较强，截至 2019 年 9 月底，公司流动比率与速动比率分别为 1.17 倍和 1.14 倍，公司现金短期债务比为 1.49 倍，较年初均有不同程度提升。公司短期偿债能力指标较强，但货币资金中各类保证金使用受限，以及非公开发行股票资金定向用于项目投资，对公司短期偿债能力有一定负面影响。

图 14 近年来公司短期偿债能力指标表现



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 15.36 亿元、19.95 亿元和 23.89 亿元，呈逐年上升态势，主要系利润规模增长所致。2016—2018 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 2.74 倍、3.24 倍和 5.05 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可。2016—2018 年，公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.14 倍、0.17 倍和 0.19 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至 2019 年 9 月底，公司无重大未决诉讼。

截至 2019 年 9 月底，公司对外担保总额为 100,000 万元（担保余额 80,000 万元），占公司最近

一期经审计净资产的比例为 6.76%，为对参股公司亿利资源财务有限公司提供的金额为 100,000 万元的担保，被担保企业经营正常，但被担保企业近期涉及票据问题较多，公司或存在一定的代偿风险。

截至 2019 年 9 月底，公司从国内各家银行获得的授信额度为 58.10 亿元，较上年同期减少约 17 亿元，已使用额度约 56.02 亿元，未使用的授信额度约 2.08 亿元，公司间接融资渠道有待扩宽；公司系上市公司，具备直接融资渠道。

根据企业提供的查询版中国人民银行出具的征信报告（机构信用代码：G1015060200000060Q），截至 2020 年 3 月 13 日，公司无未结清的不良或关注类信贷信息；已结清业务中，公司存在 2 笔不良/违约类贷款记录（合计 460 万），5 笔欠息记录（合计 671.08 万元），84 笔关注类贷款记录，3 笔关注类票据贴现记录，1 笔 480 万已结清垫款记录，目前均已结清。

八、公司对本期债券偿债能力分析

1. 本期债券的发行对公司目前债务的影响

截至 2019 年 9 月底，公司全部债务总额为 107.56 亿元，本期拟发行公司债券额度不超过 5 亿元（含），总发债额度相对于公司债务规模较少。

以 2019 年 9 月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 50.57%、37.31%和 15.09%上升至 51.23%、38.38%和 17.04%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债券发行后募集资金将部分用于偿还债务，公司实际债务水平可能低于上述预测值。

2. 公司对本期债券偿债能力分析

以 2018 年相关财务数据为基础，从资产情况来看，截至 2018 年底，公司现金类资产为 106.93 亿元，为本期债券发行额度（5.00 亿元）的 21.39 倍，公司现金类资产对本期债券的覆盖程度高；截至 2018 年底，公司净资产为 174.82 亿元，为本期债券发行额度（5.00 亿元）的 34.96 倍，公司净资产对本期债券按期偿付的保障作用很强。从盈利情况来看，2018 年，公司 EBITDA 为 23.89 亿元，为本期债券发行额度（5.00 亿元）的 4.78 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度很高。从现金流情况来看，2018 年，公司经营活动产生的现金流入为 196.98 亿元，为本期债券发行额度（5.00 亿元）的 39.40 倍，公司经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度很高。

九、担保方分析

1. 担保方概况

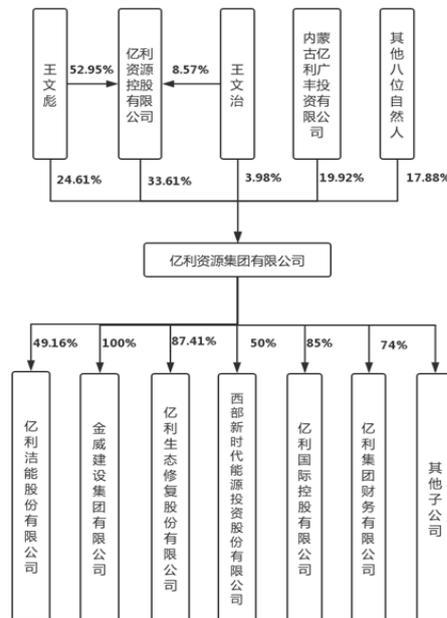
亿利资源的前身为成立于 1995 年的全民所有制企业伊克昭盟亿利化工建材（集团）公司，注册资本为 986 万元，由杭锦旗富亿化工厂、杭锦旗富达硫化碱厂、杭锦旗富水盐化厂和杭锦旗富凯化工厂等出资设立。2000 年 11 月由国有企业改制为民营企业。2000 年 5 月，杭锦旗人民政府以杭政发[2000]109 号文批复同意亿利化工建材集团公司按照现代企业制度有关要求，启动产权制度改革。2000 年 11 月 8 日，经鄂尔多斯市人民政府批准，杭锦旗人民政府出具“杭政发（2000）171 号”《关于对亿利资源公司产权制度改革有关事宜的批复》，同意亿利资源集团公司由全民所有制企业改制为有限责任公司。2001 年 6 月，亿利化工建材（集团）公司名称正式变更为亿利资源集团公司。亿利资源集团公司由杭锦旗鑫河国资投资经营公司和王文彪等 43 个自然人共同出资组建有限责任公司。杭锦旗鑫河国资投资经营公司以净资产 2,500 万元出资，占注册资本的 25%，王文彪等 43 人以

净资产及货币出资共计 7,500 万元，占注册资本的 75%，亿利资源注册资本为 1 亿元。

2004 年 10 月 27 日，杭锦旗国有资产管理委员会出具杭国资发〔2004〕23 号《杭锦旗国有资产管理委员会关于亿利资源集团公司国有股权处置的批复》，根据上述批复并结合杭锦旗人民政府杭体转发〔2001〕118 号《关于亿利资源集团公司产权制度改革中人才要素股等有关事宜的决定》，2004 年 10 月 15 日，杭锦旗鑫河国资投资经营公司与王文彪、亿利资源集团工会联合会分别签订《股权转让协议》，将所持亿利资源的股份转让给王文彪与亿利资源集团工会联合会。2005 年 6 月 28 日，亿利资源集团公司名称变更为鄂尔多斯市亿利资源集团有限责任公司。亿利资源集团有限公司转制全部完成，变更后的股权结构为：亿利资源集团工会联合会出资 2,425 万元，占比 24.25%；王文彪出资 1,950 万元，占比 19.5%；王文治出资 1,300 万元，占比 13%；王永祥等 37 人共计出资 4,325 万元，占比 43.25%。2006 年 11 月 16 日，鄂尔多斯市亿利资源集团有限责任公司名称变更为亿利资源集团有限公司。

经过多次送股、配股和增发新股后，截至 2019 年 9 月底，亿利资源注册资本为 12.20 亿元，亿利资源控股有限公司（以下简称“亿利资源控股”）持股 33.61%、王文彪直接持股 24.61%（通过持有亿利资源控股 52.95% 的股份间接持有公司 17.80% 股权）、内蒙古亿利广丰投资有限公司持股 19.92%，其余 9 位自然人股东持股比例合计 21.86%。王文彪共持有公司 42.41% 股权，公司实际控制人为自然人王文彪。

图 15 截至 2019 年 9 月底亿利资源股权结构图



资料来源：亿利资源提供

亿利资源主营业务主要为化工及新材料、清洁能源、生态修复、建筑施工及房地产业务。

截至 2018 年底，亿利资源合并资产总额 1,086.62 亿元，负债合计 689.06 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 397.56 亿元，其中，归属于母公司的所有者权益 272.33 亿元。2018 年，亿利资源实现营业收入 435.48 亿元，净利润（含少数股东损益）20.59 亿元，归属于母公司所有者的净利润 11.27 亿元；经营活动产生的现金流量净额 65.32 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.18 亿元。

截至 2019 年 9 月底，亿利资源合并资产总额 1,084.81 亿元，负债合计 677.79 亿元，所有者权益（含少数股东权益）407.03 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 278.07 亿元。2019 年 1—9 月，

亿利资源实现营业收入 240.53 亿元，净利润（含少数股东损益）9.80 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.09 亿元；经营活动产生的现金流量净额 43.48 亿元，现金及现金等价物净增加额-16.03 亿元。

亿利资源注册地址：内蒙古鄂尔多斯市东胜区鄂尔多斯西街 30 号；法定代表人：王文彪。

2. 担保方经营分析

（1）经营概况

化工业务为亿利资源主要的收入和利润来源，此外，亿利资源还涉及房地产、生态环境治理和煤炭等，目前亿利资源业务布局较为多元化，一定程度分散了经营风险。近两年，亿利资源实现营业收入和整体盈利能力略有下降。

2017—2018年，上市公司亿利洁能实现收入占亿利资源的比重为37.32%和40.10%，亿利资源合并收入还有大量化工品贸易、部分生态治理、房地产和建筑施工业务。2018年，亿利资源实现营业收入435.04亿元，同比下降3.43%，主要系房地产和建筑施工业务确认收入波动所致。

2018年，亿利资源化工板块实现收入 309.78 亿元（其中贸易收入 240.68 亿元），同比增长 1.11%。生态环境治理业务收入 50.79 亿元同比增长 49.21%，占营业收入的 11.67%，主要系当期城市生态修复业务规模扩张所致。房地产收入受不同时间点确认影响，近年来波动较大，2018 年亿利资源房地产板块实现收入 34.54 亿元，同比下降 32.16%，主要系天津地产项目结转收入下降所致。其他业务占比较小或在公司经营分析中已涉及。

从各项业务盈利能力来看，2018 年生态环境治理业务毛利率较上年下降 22.11 个百分点至 25.80%，主要系毛利率较低的城市生态修复项目收入占比增长所致。房地产业务毛利率受各期确认项目的差异小幅增长，2018 年毛利率为 31.70%，同比上升 0.52 个百分点。化工业务中出上市公司部分化工制造外，主要为毛利率低的化工品贸易，2018 年为 6.61%，同比增长 1.15 个百分点，主要系化工产品价格上涨所致。2017—2018 年，亿利资源综合毛利率分别为 13.96%和 13.28%。

表17 亿利资源营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年度			2018 年度			2019 年前三季度		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
生态环境治理	34.04	7.56	47.91	50.79	11.67	25.80	23.62	9.82	20.23
清洁能源	7.49	1.66	54.74	15.37	3.53	38.10	13.33	5.54	38.45
化工及新材料	306.37	68.01	5.46	309.78	71.21	6.61	169.97	70.66	5.57
煤炭	13.13	2.91	29.88	13.36	3.07	35.12	6.34	2.64	32.05
房地产	50.91	11.30	31.18	34.54	7.94	31.70	23.95	9.96	28.02
工程施工	11.30	2.51	11.06	1.88	0.43	17.31	--	--	--
医药	9.32	2.07	15.98	4.00	0.92	14.10	1.77	0.74	23.20
天然气	6.82	1.51	8.16	2.58	0.59	5.91	--	--	--
其他	11.09	2.46	23.90	2.74	0.63	60.76	1.55	0.64	46.26
合计	450.47	100.00	13.96	435.04	100.00	13.28	240.53	100.00	12.16

资料来源：亿利资源提供

2019 年前三季度，亿利资源实现营业收入 240.53 亿元，同比下降 22.20%，主要系化工贸易业务大幅减少所致；实现营业利润 12.30 亿元，同比下降 10.14%，主要系贸易业务和生态环境治理业务确认收入减少所致。

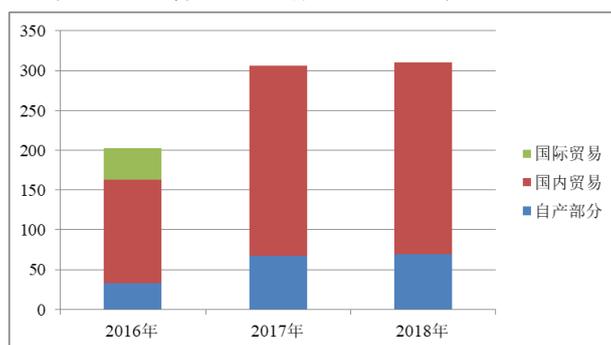
(2) 化工板块

亿利资源化工板块经营业绩受行业景气度上升，化工产品价格增长的因素带动，呈持续增长态势，其中，化工贸易收入占比较大，毛利率较低，对亿利资源化工板块整体盈利水平提升存在一定影响。

亿利资源化工业务包括化工生产业务和化工贸易业务两部分。亿利资源化工生产业务运营主体为亿利洁能；化工贸易业务运营主体为亿利洁能子公司亿兆华盛和西部新时代能源投资股份有限公司。在前期氯碱行业景气度低迷时期，亿利资源也通过引入国外贸易团队开展国际贸易业务，主要贸易品种以有色金属（铜、铝、铅、锌、镍等）为主。不过，随着2016年以来氯碱产业景气度复苏和亿利资源业务转型升级，亿利资源主动减少了国际贸易业务规模，2017年以来，亿利资源已停止开展国际贸易业务。目前亿利资源化工贸易以国内贸易为主，主要贸易品种包括PVC、烧碱、糊树脂等氯碱产业链相关产品，同时兼营钢铁、甲醇、乙二醇等大宗商品。经营模式详见公司经营分析章节。

从业务规模来看，化工业务中贸易业务占比约80%。近年来随着化工行业景气度上行，亿利资源国内化工贸易业务大幅增加，2018年实现化工贸易收入240.68亿元，占比77.69%。

表16 亿利资源化工业务收入构成（单位：亿元）



资料来源：亿利资源提供

(3) 生态治理板块

亿利资源围绕“从沙漠到城市生态环境修复”，生态修复的运营主体为亿利资源全资子公司亿利生态，包括城市生态修复业务和沙漠生态修复业务。

2014年以来，随着亿利资源战略发展规划执行侧重，以及顺应国家生态修复事业推进，亿利资源逐步加大在生态环境治理业务方面的投入，发展多样的生态修复业务。由于亿利资源承建项目结转规模大幅增加，2018年，亿利资源生态环境治理业务实现收入50.79亿元，毛利润13.10亿元，其中承建城市生态修复项目结转规模大幅增加，收入及毛利润分别为49.40亿元和12.76亿元，同比分别增长107.48%和102.54%，成为板块业务收入及利润的主要来源。

生态修复工程施工部分由亿利生态子公司亿利首建生态科技有限公司负责，分别具有城市园林绿化壹级资质及环保工程专业承包叁级资质，与市政公用工程施工总承包壹级资质。截至目前亿利资源已完成的代表性生态修复工程包括河北省张家口崇礼冬奥会绿化项目、京张（G6高速路）生态光伏走廊工程、乌兰布和沙漠生态治理工程、国家三北防护林退化修复项目（张家口段）等生态修复治理项目。

亿利资源生态修复业务包括土壤修复（盐碱、重金属、有机、矿山、荒坡、沙化土地）、水环境治理（水土保持、水净化、截污清淤）、生态景观（生态堤岸、森林公园、湿地公园）和生态化

市政设施。主要盈利模式包括规划设计咨询、工程总承包（EPC）和BT等，其中划设计咨询的业务模式为亿利资源为目标客户提供生态修复的专业建议；EPC业务模式为亿利资源进行项目承包建设，投资毛利率约为20%，项目的平均建设周期6—8个月，养护周期为2—3年，项目期间客户每年对项目达标情况进行考核，并按年支付工程款项。

工程总承包施工过程中，亿利资源只进行前期项目铺垫的人员费用及土地平整费用等垫资，同时与上游供应商签订协议，在项目结算时支付相关材料费用，项目资金主要来自于为财政资金、财政拨款及专项资金等。生态修复业务以完工百分比的方式确认收入，根据已施工工程量占预计总工程量测算完工进度测算毛利率、确认收入与成本。2017—2018年，亿利资源新签合同额分别为95.32亿元和184.4亿元，合同量较为充足能够满足未来收入增长需求。近年来亿利资源生态治理板块新签合同分别为95.32亿元和184.40亿元，两年合计完成合同74.56亿元，但项目回款情况不佳，截至2019年9月末，亿利资源生态治理板块形成的应收账款合计51.96亿元，对亿利资源资金形成占用。期末在手合同金额共计255.63亿元，合同量较为充足。

表 18 生态治理板块营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年1—9月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
城市生态修复	23.81	69.95	26.46	49.40	97.26	25.83	22.18	93.90	21.19
沙漠生态修复	10.23	30.05	97.85	1.39	2.74	24.46	1.44	6.10	5.56
合计	34.04	100.00	47.91	50.79	100.00	25.80	23.62	100.00	20.23

资料来源：亿利资源提供

在沙漠生态修复方面，其治沙模式为：通过土地流转，从村集体一次性取得25—30年土地使用权，然后投入资金通过“治沙+种植”技术进行治理。2017和2018年，亿利资源在沙漠生态修复业务方面投入4.18亿元。截至2019年9月末，亿利资源已整理完毕尚剩余可用于租赁的沙漠土地90,000亩。

对于治理后土地的产业化利用，随着中央对“跨省耕地占补平衡”政策的出台，沙漠土地的价值进一步提升。亿利资源一方面自己投资发展农牧业，将沙漠土地改良为耕地，申报国家财政补偿，另一方面，将部分治理过程中的土地出售（仍为一次性出租20年）给他人，取得快速变现收入。

2017年，亿利资源分别出租2.50万亩沙漠土地给鄂尔多斯市农圃农业观光旅游有限公司等2家公司，租期20年，由于无后续服务，20年的租金10亿元也于当期全部确认收入，当期毛利率高达97.85%。由于沙漠土地租赁业务随机性较高，主要通过和租方进行业务洽谈，协商租金及价格。近两年亿利资源沙漠土地租赁业务较少，因此2018年以来整体收入和毛利率大幅下降，该业务的稳定性和持续性均不佳。

（4）建筑施工板块——房地产业务

亿利资源2001年起涉足房地产业，亿利资源房地产开发由金威建设集团有限公司负责，具有房地产开发壹级资质，主要为商品房开发与销售。

亿利资源以多业态综合开发为主，产品涵盖了高品质住宅、写字楼、高层公寓、花园洋房、别墅、综合商业及大型城市综合体等多种业态，亿利资源先后在鄂尔多斯、呼和浩特等地成功开发了多个楼盘等。近两年，亿利资源房地产竣工面积表现较为平稳，随着开发力度加强，期末在建项目规模有所增加，截至2019年9月底，在建面积91.94万平方米，销售项目以内蒙古地区为主，整体

签约销售均价有所下降。

表 19 亿利资源房地产开发和销售情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1—9 月
新开工面积（万平方米）	11.34	30.75	49.85
竣工面积（万平方米）	20.41	27.30	25.40
期末在建面积（万平方米）	64.06	67.49	91.94
签约销售面积（万平方米）	49.48	30.56	36.75
签约销售金额（亿元）	45.92	26.86	31.10
签约销售均价（万元/平方米）	0.93	0.88	0.85
结算面积（万平方米）	45.23	18.16	18.03
回款金额（亿元）	33.16	28.25	20.12

资料来源：亿利资源提供

近两年，亿利资源逐步将商品房开发业务重心由内蒙古自治区向福建、天津等沿海地区和 800 万以上人口的一、二线城市转移，在天津市滨海新区、武清区、福建省宁德市等地拓展房地产业务。截至 2019 年 9 月底，在售和在建项目规划建筑面积 288.41 万平方米，计划总投资 165.56 亿元，已投资 131.44 亿元，按照施工进度剩余可售面积 39.25 万平方米，按照前期销售均价计算总货值超过 35 亿元，主要集中在“呼市亿利生态城”项目，按照已售均价估算该项目剩余可售货值约 19 亿元，未来存在一定去化压力。

表 20 截至 2019 年 9 月底亿利资源房地产业务经营情况（单位：万平方米、元/平方米、亿元）

项目名称	项目所在地	项目状态	计划总投资	已投资	规划建筑面积	已完工面积	累计销售面积	剩余可售面积	销售均价
亿利城项目	鄂尔多斯东胜区	已完工	15.67	15.67	26.42	26.42	23.54	2.88	6,863
文澜雅筑	鄂尔多斯康巴什区	已完工	15.59	15.59	32.90	32.90	30.00	2.90	5,380
新城市经典	鄂尔多斯罕台镇	已完工	11.52	11.52	30.05	30.05	27.44	2.61	4,097
亿利生态岛	天津滨海	已完工	18.44	18.44	22.46	22.46	16.57	5.89	17,590
宁德亿利城	宁德东侨区	在建工程	40.00	38.71	76.80	60.44	54.80	5.64	车位 60,000
文澜学府	鄂尔多斯伊金霍洛旗	在建工程	11.00	3.00	26.53	-	3.93	-	5,300
武清华彩城	天津武清	在建工程	20.94	18.24	25.12	22.31	21.40	0.91	11,578
亿利生态城	呼和浩特市	在建工程	32.4	10.27	48.13	36.45	18.03	18.42	10,562
合计	--	--	165.56	131.44	288.41	231.03	195.71	39.25	--

资料来源：亿利资源提供

截至 2019 年 9 月底，亿利资源土地储备中位于罕台镇、呼市赛罕区和天津滨海新区的 32 宗地类用途为居住与商业用地，土地总储备面积为 254.38 万平方米，亿利资源计划在 2019 年与其他开发商合作开发。

此外亿利资源另有位于鄂托克前旗上海庙牧场的土地，该项目位于内蒙古和宁夏两区交界处，属鄂尔多斯高原西南边缘地带，地类用途为中药材种植基地，土地面积为 27,594.42 万平方米，土地取得成本 3.74 亿元，土地取得时间为 2002 年，计入投资性房地产，按照公允价值计量，截至 2019 年 3 月底，账面价值为 227.76 亿元，根据土地使用权证记载的内容，地类（用途）为中药材种植基地，属于国有农用地。土地储备后续计划为依托上海庙镇的矿产资源及根据国家发改委《关于内蒙古鄂尔多斯上海庙矿区总体规划的批复》（发改能源〔2007〕3168 号）《关于内蒙古鄂尔多斯上海庙矿区总体规划（修编）的批复》（发改能源〔2013〕350 号），确定上海庙矿区为国家规划矿区，

亿利资源上海庙牧场土地位于上海庙矿区内，随着上海庙矿区的进一步开采，亿利资源预期矿区主要采矿生产企业将对亿利资源上海庙牧场的部分土地通过租赁或收购形式，以便对地下煤矿资源的进一步开发。

(5) 重大事项

14 亿利集 MTN002 技术性违约

亿利资源集团有限公司 2014 年度第二期中期票据（债券简称：14 亿利集 MTN002，债券代码：101454064.IB）应于 2018 年 11 月 21 日兑付本息，截至到期兑付日日终，因资金划转程序性问题，亿利资源未能按照约定时间及时足额划付资金。其后，亿利资源已于 2018 年 11 月 22 日上午足额兑付“14 亿利集 MTN002”本息。

涉及票据纠纷增多

截至 2018 年末公司应付票据余额 142.92 亿元，占当期流动负债的 27.91%，其中 85.60% 为商业承兑汇票。2019 年以来，亿利资源及下属财务公司（亿利集团财务有限公司）涉及票据纠纷案件显著增多，目前，公司的应付票据仍存在多起涉诉案件，虽然亿利资源在积极协商解决，但反映出公司在票据管理方面存在不足，短期内票据兑付加重了亿利资源偿债压力，对其融资环境带来了不利影响。

3. 担保方财务分析

(1) 财务概况

中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2017—2018 年亿利资源财务报告进行了审计出具了标准无保留意见审计结论，2019 年三季度报未经审计。从合并范围看，2018 年底合并范围增加 5 家子公司，减少 8 家子公司，截至 2019 年 9 月底，亿利资源的合并范围较 2018 年底增加了亿利药业有限公司，减少了内蒙古青青草原牧业有限公司。亿利资源合并范围变化较大，但新纳入合并范围及剔除合并范围的子公司规模均较小，亿利资源财务数据具有较强的可比性。

截至 2018 年底，亿利资源合并资产总额 1,086.62 亿元，负债合计 689.06 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 397.56 亿元，归属于母公司的所有者权益 272.33 亿元。2018 年，亿利资源实现营业收入 435.48 亿元，净利润（含少数股东损益）20.59 亿元，归属于母公司所有者的净利润 11.27 亿元；经营活动产生的现金流量净额 65.32 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.18 亿元。

截至 2019 年 9 月底，亿利资源合并资产总额 1,084.81 亿元，负债合计 677.79 亿元，所有者权益（含少数股东权益）407.03 亿元，其中归属于母公司所有者权益 278.07 亿元。2019 年 1—9 月，亿利资源实现营业收入 240.53 亿元，净利润（含少数股东损益）9.80 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.09 亿元；经营活动产生的现金流量净额 43.48 亿元，现金及现金等价物净增加额-16.03 亿元。

(2) 资产质量

亿利资源资产构成以非流动资产为主，其中投资性房地产和固定资产占比较高，加之亿利资源受限资产占比较高，资产流动性一般。考虑到投资性房地产评估价值高，整体资产质量一般。

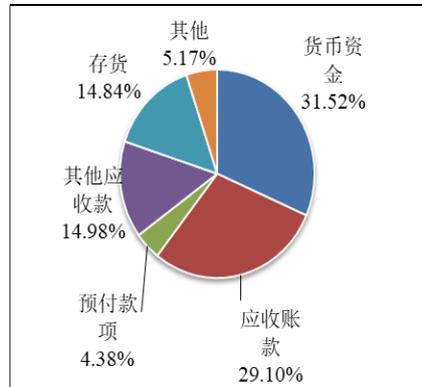
截至 2018 年底，亿利资源资产总额为 1,086.62 亿元，较年初减少 1.30%；其中流动资产占 36.63%，非流动资产占 63.37%，亿利资源资产构成以非流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，亿利资源流动资产 398.00 亿元，较年初减少 8.71%，主要系预付款项、其他应

收款和存货减少所致。亿利资源流动资产主要由货币资金（占 31.52%）、应收账款（占 29.10%）、预付款项（占 4.38%）、其他应收款（占 14.98%）和存货（占 14.84%）构成。

图 17 截至 2018 年底亿利资源流动资产构成



资料来源：亿利资源审计报告

截至 2018 年底，亿利资源货币资金为 125.47 亿元，较年初增长 10.42%，主要系亿利资源经营规模扩张，经营活动净现金流入规模增长所致。期末亿利资源货币资金中现金 0.11 亿元、银行存款 81.99 亿元，其他货币资金 43.37 亿元，主要为各类保证金和准备金，其中 43.00 亿元为受限货币资金。

截至 2018 年底，亿利资源应收账款 115.83 亿元，较年初增长 24.05%，主要系亿利资源生态修复项目逐步落地，应收工程进度款增加以及应收货款增长所致，亿利资源对应收账款共计提坏账准备 3.07 亿元；其中，单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款 65.36 亿元，计提坏账准备 1.21 亿元；按账龄分析计提坏账准备的应收账款账面余额为 17.83 亿元，其中 1 年以内的占 54.99%、1—2 年的占 24.64%、2—3 年的占 5.35%、3 年以上的占 15.02%；亿利资源按无风险未计提的应收账款为 35.51 亿元，主要因上游客户是政府、政府融资平台公司所形成的工程结算款和因政策原因形成的应收账款。截至 2018 年底，亿利资源应收账款前五名合计 24.48 亿元，占应收账款比例为 21.14%，应收账款集中度一般。

表 21 截至 2018 年底亿利资源应收账款前五名情况

公司名称	应收账款金额(万元)	占应收账款总额比例(%)
集宁区房产物业管理有限公司	58,492.92	5.05
乌兰察布市投资开发有限公司	52,965.58	4.58
内蒙古电力(集团)有限责任公司	51,836.63	4.47
乌兰察布市民政局	40,809.95	3.52
乌兰察布医学高等专科学校附属医院	40,707.69	3.52
合计	244,812.79	21.14

资料来源：亿利资源提供

截至 2018 年底，亿利资源其他应收款 59.64 亿元，较年初减少 47.82%，主要系往来款减少所致；亿利资源对其他应收款共计提坏账准备 3.46 亿元；其中，单项金额重大并单独计提坏账准备其他应收款账面余额 2.91 亿元，计提坏账准备 0.24 亿元，计提比例为 8.26%；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额为 25.30 亿元，其中 1 年以内的占 59.95%、1—2 年的占 13.83%、2—3 年的占 8.47%、3 年以上的占 17.75%；亿利资源按无风险未计提的其他应收账款为 34.64 亿元，主要为工

程保证金、民工工资保证金、挂牌保证金、诚意金等款项。截至 2018 年底，亿利资源其他应收账款前五名合计 26.82 亿元，占其他应收账款比例为 44.97%，集中度较高。

表 22 截至 2018 年底亿利资源其他应收账款前五名情况

公司名称	其他应收款金额（万元）	占其他应收款比例（%）
亿利资源控股有限公司	102,858.18	17.24
内蒙古浩特环保工业发展有限责任公司	64,156.03	10.76
China Natural Pharmaceutical (Hong Kong) limited	38,950.00	6.53
内蒙古嘉恒农业科技有限责任公司	33,500.00	5.62
鄂尔多斯市非税收入管理局	28,743.21	4.82
合计	268,207.42	44.97

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，受亿利资源加强存货管理影响，亿利资源存货 59.08 亿元，较年初减少 3.13%，主要来自原材料、自制半成品及在产品和库存商品的下降，其中原材料 2.53 亿元、库存商品 2.18 亿元、开发成本 7.40 亿元、开发产品 15.24 亿元以及拟开发土地 25.75 亿元，其余为包装物、低值易耗品、消耗性生物资产等；亿利资源共计提存货跌价准备 155.52 万元。

非流动资产

截至 2018 年底，亿利资源非流动资产总额 688.62 亿元，主要由长期股权投资（占 10.12%）、投资性房地产（占 33.45%）、固定资产（占 26.69%）、发放贷款及垫款（占 6.56%）和其他非流动资产（占 9.63%）构成。

截至 2018 年底，亿利资源长期股权投资 69.67 亿元，较年初增长 7.30%，主要系亿利资源转让金威物产集团有限公司（以下简称“金威物产”）投资 71.75% 股权和亿利燃气股份有限公司（以下简称“亿利燃气”）63.14% 的股权后，仍分别持有金威物产和亿利燃气 20% 的股权，所以对两家公司的长期股权投资由成本法转为权益法核算所致，其中对神华亿利能源有限责任公司投资 37.20 亿元、对杭锦旗聚能能源有限公司投资 11.56 亿元、对亿利金融控股（上海）股份有限公司投资 3.89 亿元以及对金威物产投资 8.32 亿元。

截至 2018 年底，亿利资源投资性房地产 230.32 亿元，较年初微幅增长 0.04%，变化不大，主要为上海庙地块评估资产，评估价值为 227.76 亿元，取得成本为 3.74 亿元，土地使用权证的证载用途是中药材种植，未来计划将用地性质变更为工业用地后对外出售或出租，该土地性质变更需要按照法律法规要求履行相应的审批手续，尚存在一定不确定性。

截至 2018 年底，亿利资源固定资产为 183.79 亿元，较年初增长 1.98%，主要由房屋建筑物和机械设备构成；亿利资源对固定资产累计折旧为 38.18 亿元，亿利资源固定资产成新率 79.23%，成新率较高。

截至 2019 年 9 月底，亿利资源合并资产总额 1,084.81 亿元，较年初下降 0.17%，较年初变化不大。其中，流动资产占 37.72%，非流动资产占 62.28%。亿利资源资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。截至 2019 年 9 月底，亿利资源所有权受到限制的资产合计 337.56 亿元，占总资产的 31.12%，亿利资源受限资产占比较高。

(3) 负债和所有者权益

由于融资环境趋紧，亿利资源应付票据规模增长快且规模大，商业承兑票据占比高，短期债务占比有所增长，由于大量长期债务到期偿还，亿利资源债务规模有所下降，但考虑到亿利资源其他

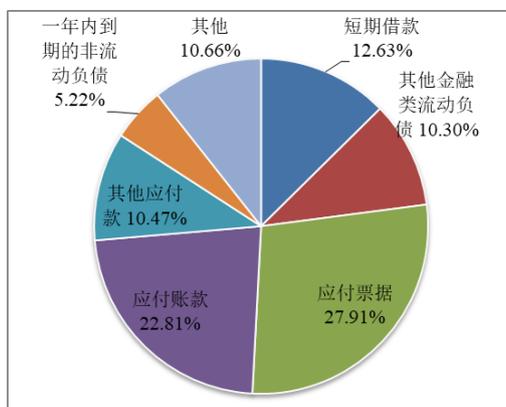
综合收益中因转换为采用公允价值模式计量的投资性房地产带来的评估增值很大，若剔除该部分资产，亿利资源实际债务负担很重。权益方面，亿利资源实收资本和资本公积占比较低，未分配利润、其他综合收益和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性较弱。

负债

截至 2018 年底，亿利资源负债合计 689.06 亿元，较年初减少 3.38%。亿利资源流动负债占比 74.83%，非流动负债占比 25.17%，流动负债占比较高。

截至 2018 年底，亿利资源流动负债 515.66 亿元，较年初增长 8.49%，主要来自应付票据和其他金融类流动负债的增长。亿利资源流动负债主要由短期借款（占 12.63%）、其他金融类流动负债（占 10.30%）、应付票据（27.91%）、应付账款（占 22.81%）、其他应付款（占 10.47%）和一年内到期的非流动负债（占 5.22%）构成。

图 18 截至 2018 年底亿利资源流动负债构成



资料来源：亿利资源审计报告

截至 2018 年底，亿利资源短期借款为 65.12 亿元，较年初减少 49.38%，其中主要包括质押借款 26.94 亿元、保证借款 13.90 亿元、质押并抵押借款 7.50 亿元和抵押并保证借款 9.26 亿元。

截至 2018 年底，亿利资源应付票据 143.92 亿元，较年初增长 89.75%，其中银行承兑汇票 20.72 亿元，商业承兑汇票 123.20 亿元。

截至 2018 年底，亿利资源应付账款 117.65 亿元，较年初增长 11.95%，主要系亿利资源采购业务未到结算账期所致。主要由应付分包工程款 75.24 亿元、暂估应付账款 15.80 亿元以及其他应付账款 19.71 亿元构成。亿利资源应付账款账龄主要集中在 1 年以内（占 72.68%），账龄较短。

截至 2018 年底，亿利资源其他应付款 54.01 亿元，较年初增长 7.04%，主要系往来款增长所致。

截至 2018 年底，亿利资源一年内到期的非流动负债 26.92 亿元，较年初下降 52.72%，主要系偿还到期应付债券所致。期末亿利资源一年内到期的长期借款 10.16 亿元、一年内到期的应付债券 4.00 亿元、一年内到期的长期应付款 12.76 亿元。

截至 2018 年底，亿利资源非流动负债 173.40 亿元，较年初减少 3.38%，主要由长期借款（占 14.78%）、应付债券（占 33.39%）、长期应付款（占 16.85%）和递延所得税负债（占 33.01%）构成。

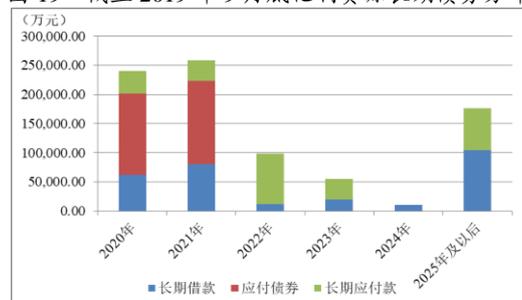
截至 2018 年底，亿利资源长期借款 25.63 亿元，较年初减少 50.15%，主要系抵押借款下降所致，亿利资源长期借款主要为抵押借款、保证借款及质押借款。

截至 2018 年底，亿利资源应付债券 57.91 亿元，较年初减少 29.79%，主要系亿利洁能发行的公司债券“14 亿利 01”回售 6.60 亿元、存续期不足一年的债券转入一年内到期非流动负债以及资产

支持证券化产品到期偿付所致。

截至 2018 年底，亿利资源长期应付款 29.21 亿元，较年初减少 33.02%，主要系亿利资源应付机械设备的融资租赁款转入一年内到期的非流动负债所致。截至 2019 年 9 月底，亿利资源全部债务为 383.52 亿元，较年初下降 4.55%，主要系应付债券和长期借款规模下降所致。从长期债务期限结构来看，主要集中在 2020 和 2021 年到期，特别是其中的应付债券集中在未来两年偿还。

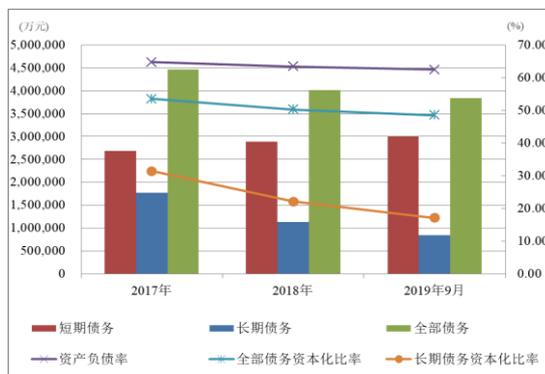
图 19 截至 2019 年 9 月底亿利资源长期债务分布



资料来源：亿利资源审计报告，联合评级整理

从债务压力来看，2017 年以来，亿利资源部分长期债务到期偿还，资产负债率小幅下降，整体债务负担有所下降，但短期债务持续上升，截至 2019 年 9 月末，亿利资源短期债务占比为 78.14%，较 2018 年底增长 6.20 个百分点，主要系长期债务规模下降所致；同期，资产负债率和全部债务资本化比率分别为 62.48% 和 48.51%，较 2018 年底分别下降 0.93 个百分点和 1.75 个百分点。亿利资源因部分资产转换为采用公允价值模式计量的投资性房地产形成的其他综合收益为 43.20 亿元，若剔除该部分其他综合收益，亿利资源资产负债率为 71.97%，负债率很高。

图 20 亿利资源债务情况



资料来源：亿利资源审计报告，联合评级整理

所有者权益

截至 2018 年底，亿利资源所有者权益合计 397.56 亿元（其中少数股东权益 125.23 亿元），较年初增长 2.55%。亿利资源归属母公司权益 272.33 亿元，主要由实收资本（占 4.48%）、资本公积（占 19.43%）、未分配利润（占 21.72%）和其他综合收益（占 52.59%）构成。截至 2018 年底，亿利资源其他综合收益 143.21 亿元，较年初小幅增长 0.02%，变化不大，其中，非投资性房地产转换为采用公允价值模式计量的投资性房地产 143.20 亿元（占 99.99%）。截至 2019 年 3 季度底，亿利资源所有者权益为 407.03 亿元，较 2018 年底增长 2.38%。所有者权益保持稳定。

(4) 盈利能力

近年来，亿利资源收入及利润规模有所增长，期间费用控制能力增强；亿利资源公允价值变动和投资收益等非经常性损益对利润有较大影响，由于业务中盈利能力较低的贸易占比高，亿利资源整体盈利水平一般。

2018年，亿利资源实现营业收入435.48亿元，同比下降3.39%，主要系房地产确认收入减少所致。从盈利指标看，由于化工行业景气度上行，对亿利资源盈利能力形成一定支撑，但由于盈利能力较强的房地产业务确认收入减少，盈利能力有所下降，2018年亿利资源总资产收益率、净资产收益率和营业利润率分别为3.47%、5.18%和12.70%，同比分别下降0.57个百分点、0.06个百分点和0.61个百分点，亿利资源整体盈利水平一般。

期间费用方面，近两年，亿利资源费用支出分别为32.71亿元和29.60亿元，其中2017年期间费用较高主要系融资成本支出上升同时收并购行为导致管理费用支出增加，期间费用中管理费用和财务费用规模较高，2018年分别为10.57亿元和11.03亿元。费用收入比分别为7.26%和6.80%，亿利资源期间费用控制能力有所提升。

非经常性损益方面，2017—2018年，亿利资源公允价值变动收益为-1.66亿元和-0.85亿元，波动较大；同期，投资收益为1.91亿元和3.34亿元，主要为亿利资源处置长期股权投资收益增长以及权益法核算的长期股权投资收益增长，2018年公允价值变动损益和投资收益分别占营业利润的3.23%和12.67%。亿利资源营业外收入分别为0.83亿元和0.49亿元，主要为亿利资源获得的政府补助，营业外收入可持续性差，规模较小，对利润总额影响较小。

受亿利资源业务转型、化工贸易业务大幅减少影响，2019年1—9月，亿利资源实现营业收入为240.53亿元，同比下降22.20%，实现营业利润12.30亿元，同比下降10.14%。

(5) 现金流

近年来，亿利资源经营活动产生现金流量大幅改善，对投资支出有较好的支撑，同时偿还大量到期债务。但考虑到亿利资源生态修复业务经营性占款较为严重，未来仍面临一定资本支出压力。

经营活动现金流方面，2017—2018年，亿利资源经营活动现金流入分别为489.37亿元和713.42亿元，经营活动现金流入快速增长，主要系收回工程项目尾款往来款规模增长所致；同期，亿利资源经营活动产生的现金流量净额分别为43.51亿元和65.32亿元，经营活动产生的现金流量净额快速增长。收现质量方面，亿利资源现金收入比分别为96.49%和101.99%，亿利资源收入实现质量有所好转。

投资活动现金流方面，2017—2018年，亿利资源投资活动现金流入分别为15.23亿元和45.74亿元，投资活动现金流入快速增长，主要系亿利资源收到子公司分红及收回理财本金增长所致；同期，亿利资源投资活动现金流出54.32亿元和48.75亿元。2017—2018年，亿利资源投资活动产生的现金净流出量分别为39.10亿元和3.01亿元，投资活动产生的现金净流出量下降。

筹资活动现金流方面，2017—2018年，亿利资源筹资活动现金流入分别为319.76亿元和197.98亿元，筹资活动现金流入快速下降，主要系融资环境不佳、融资规模下降所致。同期，亿利资源筹资活动产生的现金流量净额分别为50.44亿元和-61.07亿元，2018年净偿还债务大幅增加，筹资活动产生的现金流量净流出。

2019年1—9月，亿利资源经营活动产生的现金流量保持大幅净流入态势，净流入43.48亿元，投资活动产生的现金流量净额-8.72亿元，受大量债务到期偿付影响，筹资活动产生的现金流量大幅净流出，净流出50.79亿元，期末现金及现金等价物净减少16.03亿元。

6. 偿债能力

亿利资源间接融资渠道畅通，短期偿债指标较弱，短期支付压力较大，长期偿债能力有所增强，考虑到亿利资源化工循环产业链资源利用率高，成本优势明显，生态修复产业技术实力强，竞争优势明显，清洁能源板块项目运营规模增加，亿利资源整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，亿利资源流动比率和速动比率分别为 0.77 倍和 0.66 倍，同比均有不同程度下降。得益于亿利资源现金类资产快速增长以及部分到期债务的偿付，现金短期债务比分别为 0.47 倍和 0.47 倍，但考虑到部分募集资金用途受限，现金对短期债务的实际保障能力或小于指标计算值。整体看，亿利资源短期偿债指标较弱，短期支付压力较大。

从长期偿债能力指标看，2018 年 EBITDA 为 44.13 亿元，同比减少 3.73%，EBITDA 中利润总额贡献 60.00%。EBITDA 利息倍数分别为 2.32 倍和 3.76 倍，EBITDA 对利息的保障能力有所增强；EBITDA 全部债务比分别为 0.10 倍和 0.11 倍，亿利资源长期偿债能力较弱，整体长期偿债能力较弱。

亿利资源与多家商业银行建立了较好的合作关系，截至 2019 年 9 月底，亿利资源银行授信总额 289.62 亿元，实际使用额度 151.83 亿元，未使用额度 137.79 亿元，间接融资渠道尚可，此外，亿利资源旗下有一家上市公司和财务公司，可在融资方面为亿利资源整体提供便利。

截至 2019 年 9 月底，亿利资源对外担保余额 54.52 亿元，其中对关联方金威物产集团有限公司（亿利集团持股 20.00%）担保余额 37.45 亿元，集中度很高。金威物产集团有限公司是集土地一级开发、房地产建设、路桥建设和物业管理于一体的综合性多元化产业集团，从亿利资源提供的金威物产集团有限公司的最新财务情况看，截至 2019 年 9 月末，该企业资产负债率超过 70%，前三季度净利润亏损 1.56 亿元，经营情况不佳，亿利资源存在或有负债风险。

4. 担保方母公司财务分析

亿利资源母公司除开展部分贸易业务外，并不负责主要业务的生产经营活动，资产构成以投资性房地产和长期股权投资为主。母公司营业收入增长较快，主要为贸易收入，子公司投资收益为其主要利润来源。母公司债务规模有所增长，整体债务负担较重，且流动负债占比较高，存在较大的短期支付压力。

截至 2018 年底，亿利资源母公司资产总额为 730.45 亿元，较年初增长 2.76%。从资产结构来看，母公司资产中流动资产占比 27.88%，非流动资产占比 72.12%，其中投资性房地产和长期股权投资占比较大，2018 年底分别为 227.76 亿元和 209.26 亿元，投资性房地产主要为鄂前旗上海庙 4,242.30 万平方米中药材种植用地，长期股权投资主要系对子公司的投资。截至 2018 年底，亿利资源其他应收款 114.91 亿元，主要系对子公司往来款。

截至 2018 年底，亿利资源母公司所有者权益合计 237.58 亿元，较年初增长 14.59%，主要来自未分配利润的增加。母公司所有者权益中资本公积 39.12 亿元（占 16.47%）、其他综合收益 143.20 亿元（占 60.27%），未分配利润 40.46 亿元（占 17.03%）。

亿利资源母公司口径负债方面，截至 2018 年底，母公司负债规模 492.87 亿元，较年初减少 2.11%，系非流动负债减少所致。母公司负债中流动负债占比高，2018 年占比为 79.89%，亿利资源流动负债主要包括短期借款 152.65 亿元、应付账款 88.32 亿元和其他应付款 141.64 亿元。

2018 年母公司实现营业收入 77.46 亿元，同比增长 61.70%，主要为贸易收入；同期，母公司投资收益为 37.92 亿元，同比大幅增加 36.58 亿元，母公司投资收益主要系按成本法核算的长期股权投资收益和分红；利润总额为 30.43 亿元。

从亿利资源母公司口径现金流来看，2018 年，母公司经营活动现金流入量和净流量分别为 516.36

亿元和 46.66 亿元，分别同比大幅增长 452.77%和 728.19%。同期，母公司投资活动现金流出量和净流量分别为 72.82 亿元和-14.09 亿元。2018 年，母公司筹资活动现金流入量 361.91 亿元，其中取得借款 356.90 亿元，发行债券募集资金 5.00 亿元；2018 年，亿利资源筹资活动现金流出量为 391.48 亿元，筹资活动现金净流量为-29.57 亿元。

5. 债权保护效果

本期债券发行规模占亿利资源各类资产的比重低，其经营活动现金流入和 EBITDA 对本期债券的覆盖倍数很高，其所提供的担保对本期债券保障程度很高。

以 2018 年底财务数据测算，本期公司债券发行规模（5 亿元）占担保方亿利资源资产总额的 0.46%、所有者权益总额的 1.23%和现金类资产的 4.76%，整体占比低。2018 年，亿利资源经营活动产生的现金流入和 EBITDA 分别为 713.42 亿元和 44.13 亿元，其对本期债券（5 亿元）的覆盖倍数分别为 124.68 倍 8.83 倍，覆盖倍数很高。

十、综合评价

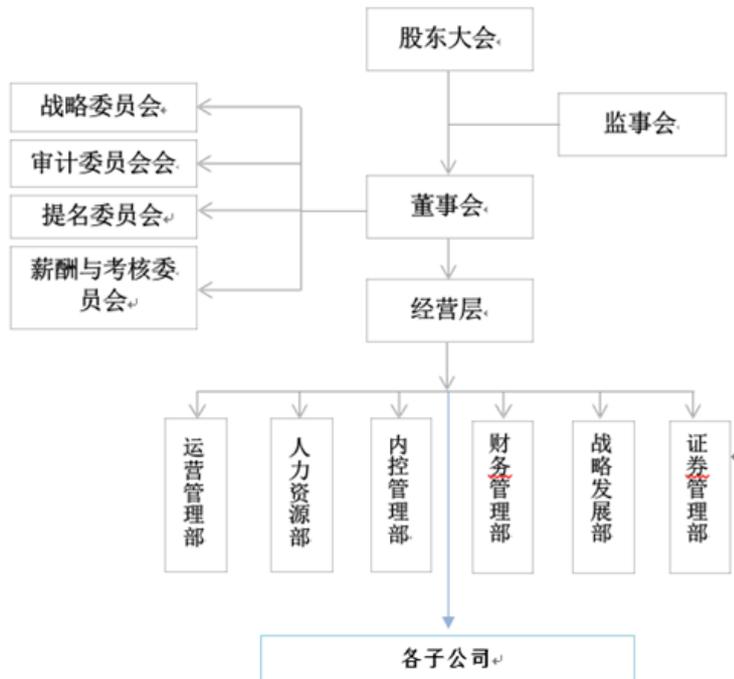
公司作为一家以化工、清洁能源为主要业务的综合类民营企业，在产能规模、技术水平、原材料自给、循环产业链等方面具备综合竞争优势。近年来，化工行业景气度回升，加之公司业务快速扩张，使得公司收入规模增长，整体盈利能力有所提升，经营活动现金流状况较佳。同时，联合评级也关注到公司盈利水平受行业景气度影响显著，未来经营压力大；资金利用率低，存贷双高现象明显；票据结算量明显增加，筹资活动产生的现金净流出规模扩大，短期流动性压力加大；多次关联收购耗资巨大，同时内部管理有待提升等因素对公司信用水平带来的不利影响。

目前，公司与关联方存在合计超过 50 亿元的并购计划正在推进，涉及业务与目前公司主业跨度较大，该计划的实施或将对公司在盈利及流动性方面有较大影响，联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

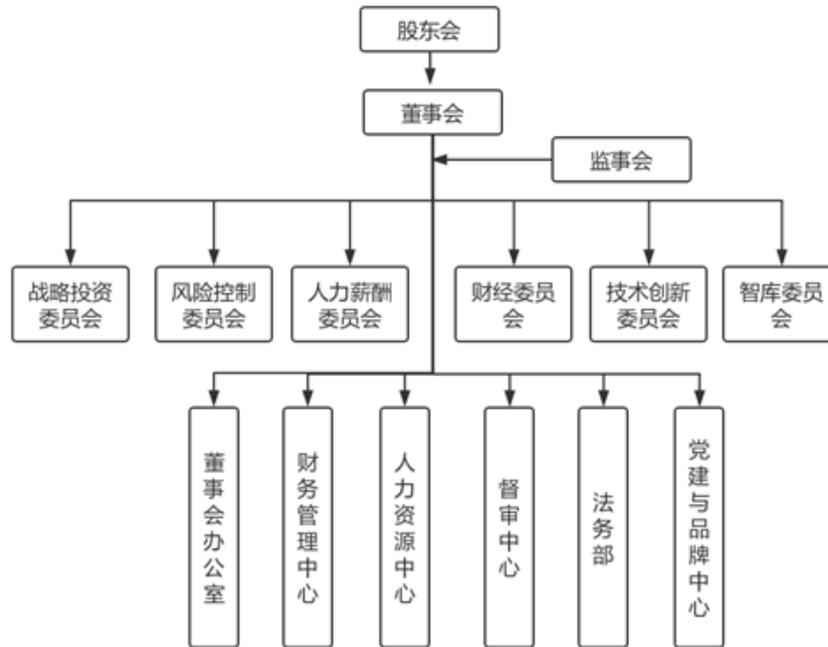
本期债券由亿利资源提供连带责任保证担保，亿利资源为公司控股股东，涉及能源化工、清洁能源、生态修复、建筑施工及房地产等多项业务，资产规模大，其所提供的担保对本期债券按期偿还具有积极作用。但由于亿利资源短期债务规模大且票据涉诉案件较多，对其信用水平有一定不确定性影响。

基于对公司主体长期信用水平及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 亿利洁能股份有限公司组织结构图



附件 1-2 亿利资源集团有限公司组织结构图



附件 2-1 亿利洁能股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额 (亿元)	313.81	367.70	366.89	365.67
所有者权益 (亿元)	131.55	180.73	174.82	180.76
短期债务 (亿元)	60.84	70.12	87.78	75.44
长期债务 (亿元)	51.38	44.14	38.53	32.12
全部债务 (亿元)	112.22	114.26	126.31	107.56
营业收入 (亿元)	112.69	167.57	173.71	98.25
净利润 (亿元)	5.34	7.36	11.25	9.07
EBITDA (亿元)	15.36	19.95	23.89	--
经营性净现金流 (亿元)	9.08	21.72	36.19	20.45
应收账款周转次数 (次)	12.08	20.26	24.02	--
存货周转次数 (次)	13.65	21.17	25.75	--
总资产周转次数 (次)	0.43	0.49	0.47	--
现金收入比率 (%)	85.78	87.09	93.48	106.96
总资本收益率 (%)	5.07	4.94	5.35	--
总资产报酬率 (%)	4.51	4.15	4.77	--
净资产收益率 (%)	4.58	4.72	6.33	--
营业利润率 (%)	12.71	13.90	15.83	14.20
费用收入比 (%)	9.76	8.74	9.67	9.91
资产负债率 (%)	58.08	50.85	52.35	50.57
全部债务资本化比率 (%)	46.03	38.73	41.95	37.31
长期债务资本化比率 (%)	28.09	19.63	18.06	15.09
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.74	3.24	5.05	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.14	0.17	0.19	--
流动比率 (倍)	0.97	1.25	1.01	1.17
速动比率 (倍)	0.91	1.19	0.97	1.14
现金短期债务比 (倍)	0.89	1.45	1.22	1.49
经营现金流负债比率 (%)	8.49	19.18	27.88	15.68
EBITDA/本期发债额度 (倍)	3.07	3.99	4.78	--

注：1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径，数据单位除特别说明外均为人民币；3. 2019 年三季度财务报表未经审计，相关指标未年化。

附件 2-2 亿利资源集团有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 9 月
资产总额 (亿元)	1,100.88	1,086.62	1,084.81
所有者权益 (亿元)	387.68	397.56	407.03
短期债务 (亿元)	269.14	289.06	299.67
长期债务 (亿元)	177.49	112.75	83.85
全部债务 (亿元)	446.63	401.81	383.52
营业收入 (亿元)	450.74	435.48	240.53
净利润 (亿元)	20.33	20.59	9.80
EBITDA (亿元)	45.84	44.13	--
经营性净现金流 (亿元)	43.51	65.32	43.48
应收账款周转次数 (次)	5.48	4.16	--
存货周转次数 (次)	4.77	6.28	--
总资产周转次数 (次)	0.45	0.40	--
现金收入比率 (%)	96.49	101.99	107.25
总资本收益率 (%)	4.04	3.47	--
净资产收益率 (%)	5.24	5.18	--
营业利润率 (%)	13.31	12.70	11.12
费用收入比 (%)	7.26	6.80	8.59
资产负债率 (%)	64.78	63.41	62.48
全部债务资本化比率 (%)	53.53	50.27	48.51
长期债务资本化比率 (%)	31.40	22.09	17.08
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.32	3.76	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.10	0.11	--
流动比率 (倍)	0.92	0.77	0.77
速动比率 (倍)	0.79	0.66	0.63
现金短期债务比 (倍)	0.47	0.47	0.35
经营现金流动负债比率 (%)	9.15	12.67	32.61

注: 1. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的; 2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径, 数据单位除特别说明外均为人民币; 3. 2019 年三季度财务报表未经审计, 相关指标未年化。4. 长期应付款已计入长期债务

附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) -1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) /主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) /营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券

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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 亿利洁能股份有限公司 公开发行 2020 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年亿利洁能股份有限公司年报公告后的两个月内，且不断于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

亿利洁能股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。亿利洁能股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注亿利洁能股份有限公司的相关状况，如发现亿利洁能股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如亿利洁能股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至亿利洁能股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送亿利洁能股份有限公司、监管部门等。

