

信用等级公告

联合[2019] 234 号

联合资信评估有限公司通过对亿利资源集团有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估，确定亿利资源集团有限公司主体长期信用等级为 AA⁺，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一九年一月二十八日



亿利资源集团有限公司 主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2019年1月28日

财务数据

项 目	2015年	2016年	2017年	18年9月
现金类资产(亿元)	67.64	70.97	125.99	115.88
资产总额(亿元)	866.69	917.92	1058.78	1001.90
所有者权益(亿元)	304.76	322.63	373.20	385.68
短期债务(亿元)	214.24	190.84	268.86	344.04
长期债务(亿元)	174.87	212.18	174.32	112.73
全部债务(亿元)	389.11	403.02	443.18	456.77
营业收入(亿元)	291.35	306.84	450.08	309.15
利润总额(亿元)	12.59	12.82	24.58	13.65
EBITDA(亿元)	25.54	32.68	52.62	--
经营性净现金流(亿元)	8.26	10.24	42.40	50.66
营业利润率(%)	6.00	11.06	13.29	10.89
净资产收益率(%)	2.67	2.85	5.48	--
资产负债率(%)	64.84	64.85	64.75	61.51
全部债务资本化比率(%)	56.08	55.54	54.29	54.22
流动比率(%)	110.21	111.80	95.05	81.52
经营现金流动负债比(%)	2.43	3.09	9.40	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.24	12.33	8.42	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.11	1.54	2.01	--

注: 公司 2018 年 1-9 月财务数据未经审计; 长期应付款已计入长期债务。

分析师

李博文 卢谋华

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

亿利资源集团有限公司(以下简称“公司”)是以能源化工、清洁能源、生态修复、建筑施工及房地产为主要业务板块的大型综合类民营企业。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了公司在业务规模、行业地位等方面的综合优势,同时联合资信也关注到公司贸易业务收入占比较高、生态修复业务政府付款存在一定回款周期、公司短期债务占比增长快、资产部分受限等因素对公司信用基本面带来的不利影响。

近年来,公司能源化工业务保持着稳定的收入及利润规模,并逐步向生态修复及清洁能源转型,未来有望实现多板块协同发展;生态修复市场空间较为广阔,有望成为公司未来主要的收入及利润增长点。综合评估,联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司在传统能源化工领域具备规模和成本优势;公司化工循环经济产业链一体化程度较好,资源利用效率高,成本控制能力较强。
2. 生态修复领域政策扶持力度较大,行业发展前景较好,公司具备丰富的生态治理经验和较强的技术实力,生态治理项目储备充足;同时,公司在高效清洁能源业务方面具备区域垄断优势;公司近年来逐步向生态修复及清洁能源转型,有望实现多板块协同发展,有助于分散公司经营风险。

关注

1. 公司贸易业务收入占比较高,整体盈利水平一般。
2. 近年来,公司短期债务占比快速上升,公

- 司短期偿债压力较大。
3. 公司资产部分受限，货币资金及投资性房地产的受限比例较高。
 4. 公司应收账款占比较高，主要为生态治理板块应收款，且其他应收款占用资金较多。

声 明

一、本报告引用的资料主要由亿利资源集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2019 年 1 月 28 日至 2020 年 1 月 27 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

亿利资源集团有限公司

主体长期信用评级报告

一、主体概况

亿利资源集团有限公司的前身为成立于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5月，杭锦旗人民政府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；同年11月，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》，同意公司由全民所有制企业改制为有限责任公司。2001年6月，公司名称变更为亿利资源集团公司，注册资本增至1亿元，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。其中，杭锦旗鑫河国资投资经营公司以净资产2500万元出资，占注册资本的25%；王文彪等43人以净资产及货币出资共计7500万元，占注册资本的75%。

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》，将所持公司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，公司名称变更为鄂尔多斯市亿利资源集团有限责任公司。至此，公司改制全部完成，变更后的股权结构为：亿利资源集团工会联合会出资2425万元，占比24.25%；王文彪出资1950万元，占比19.50%；王文治出资1300万元，占比13.00%；王永祥等37人共计出资4325万元，占比43.25%。2006年11月16日，公司名称变更为现名。

后经多次股权及注册资本变更，截至2018年9月底，公司注册资本为122000.00万元，

亿利资源控股有限公司持股33.61%、王文彪持股24.61%、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%。王文彪持有亿利资源控股有限公司52.95%股权，公司实际控制人为自然人王文彪。

公司主营业务主要为能源化工、清洁能源、生态修复、建筑施工及房地产业务。

截至2017年底，公司（合并）资产总额1058.78亿元，所有者权益373.20亿元（含少数股东权益119.92亿元）；2017年公司实现营业收入450.08亿元，利润总额24.58亿元。

截至2018年9月底，公司（合并）资产总额1001.90亿元，所有者权益385.68亿元（含少数股东权益122.49亿元）；2018年1~9月公司实现营业收入309.15亿元，利润总额13.65亿元。

公司注册地址：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。

二、宏观政策和经济环境

2017年，在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，协调经济增长与风险防范，同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境，2017年中国经济运行总体稳中向好，国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速实现2011年以来的首次回升。从地区来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看，农业生产形势较好，工业生产稳步增长，服务业保持快速增长态势，第三产业对GDP增长的贡献率继续上升，产业结构持续改善。从三大需求来看，固定资产投资增速有所放缓，居民消费维

持较快增长态势，进出口大幅改善。全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大，制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均保持扩张，就业形势良好。

2018 年上半年，中国继续实施积极的财政政策，通过减税降费引导经济结构优化转型，继续发挥地方政府稳增长作用，在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018 年 1-6 月，中国一般公共预算收入和支出分别为 10.4 万亿元和 11.2 万亿元，收入同比增幅（10.6%）高于支出同比增幅（7.8%）；财政赤字 7261.0 亿元，较上年同期（9177.4 亿元）有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境，市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下，2018 年 1~6 月，中国 GDP 同比实际增长 6.8%，其中西部地区经济增速较快，中部和东部地区经济整体保持稳定增长，东北地区仍面临一定的经济转型压力；CPI 温和上涨，PPI 和 PPIRM 均呈先降后升态势；就业形势稳中向好。

2018 年 1~6 月，三大产业保持较好增长态势，农业生产基本稳定；工业生产增速与上年全年水平持平，但较上年同期有所回落，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快，但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓，导致固定资产投资增速有所放缓。2018 年 1~6 月，全国固定资产投资（不含农户）29.7 万亿元，同比增长 6.0%，增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，民间投资同比增速（8.4%）仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款（PSL）大幅增长推升棚改贷规模等因素影响，房地产投资保持较快增速（9.7%），但

2018 年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧，导致 2018 年 3 月以来房地产开发投资持续回落；由于金融监管加强，城投公司融资受限，加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限，基础设施建设投资同比增速（7.3%）明显放缓；受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动，制造业投资同比增速（6.8%）继续加快。

居民消费增速小幅回落，但仍保持较快增速。2018 年 1~6 月，全国社会消费品零售总额 18.0 万亿元，同比增速（9.4%）出现小幅回落，但仍保持较快增长。具体来看，汽车消费同比增速（2.7%）和建筑及装潢材料消费同比增速（8.1%）明显放缓；化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费，以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长；此外，网上零售保持快速增长，全国网上商品和服务零售额同比增速（30.1%）有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级，消费结构不断优化，新业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018 年 1~6 月，中国货物进出口总值 14.1 万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现 36% 以上的高速增长。

2018 年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对未来中国经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供

供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

三、行业及区域经济环境

（一）生态修复行业

1. 行业概况

生态修复是生态环境建设行业新兴的细分领域，目前正处于起步阶段。近几年，随着我国经济的稳步发展和城镇化进程的推进，我国生态领域存在的水土流失、土地沙化、草地退化、湿地萎缩、生物多样性降低、生态灾害频发、海洋自然岸线减少、全球气候变暖背景下各类气象灾害增多等问题。

生态修复行业的上游主要为相关设备和原材料（如苗木、建材及设备、药剂等）的生产、销售，下游客户主要包括政府部门及基础设施建设主体、房地产开发商等。

生态修复行业的上游基本处于充分竞争状态，建材及设备制造一般不会出现对行业发展形成不利影响的情况，供应充足；苗木、植株等生产方面，大规格、珍稀苗木资源相对紧张，

可能出现无法满足快速发展的生态环境建设需求的情况，价格可能出现一定上涨；由于近年来苗木、植株生产的增加，移植树种的多元化和更加合理的规划设计，上述因素对生态修复建设行业不会产生重大影响；下游客户对生态修复建设需求的变化将影响行业发展，部分客户如政府部门等的需求受国家宏观及生态环保政策影响较大，近年来，我国财政收入快速增长，国家政策和规划积极支持生态修复建设行业发展，各级政府部门及基础设施投资建设主体的投资力度不断加大，推动了行业的快速发展。

2. 行业特点

中国生态修复行业起步较晚，修复技术水平还有待提高。大部分修复公司的业务领域比较单一，比如专注于流域治理等水环境修复或矿山修复、耕地修复等特定类型的土壤修复。目前，同时进行水环境修复与土壤修复的公司不多。同时，修复公司规模普遍偏小，即使是上市公司，市值也普遍低于200亿元。

生态修复项目往往需要企业垫付资金，单项要素修复、主体工程施工、养护管理等均会占用较多的营运资金，大型项目对企业的资金实力和融资能力有较高的要求。

生态修复（尤其是水环境修复）具有一定的季节性。受到生物节律和气候气温的影响，项目一般不在盛夏和立秋以后开工，如华东、华南、西南地区的最佳开工时间是每年2-4月，中部、华北、西北地区为4-6月。

生态修复行业的发展与区域经济发展水平，河流、湖泊、水库等水体分布，财政支持密切相关。经济发达、水资源分布较多的东部地区有更多的生态修复需求。从地域特点上看，东部地区生态修复建设发展较早、投入较多，生态修复领域具有由东向西发展的特点，东部地区的企业在国内从事生态修复业务较早，并具有较强实力。

3. 行业发展

近年来，国家实施湿地保护工程，建设国家湿地公园、国家城市湿地公园，开展黄河、长江等七大流域水环境治理及水土流失综合治理，实施“退耕还林工程”加大荒漠化治理力度，加强草原和生态农业建设，实施山体生态修复，生态景观建设行业步入快速发展阶段。

1989年，全国人大常委会通过并颁布《中华人民共和国环境保护法》，对生态环境治理行业的健康、快速发展产生了重要的促进作用，行业发展步入法制化轨道。从“八五”时期至今，历次国家总体规划纲要中均将环境和生态保护作为重要内容，使得各级政府对生态环境建设工作的重视程度大大提高，稳步推动了行业的健康发展，全社会广泛参与生态环境建设的热潮开始形成，生态环境建设行业进入了蓬勃发展时期。

长期以来，政府部门及相关基础设施投资建设主体一直是生态环境建设行业最重要的投资者。据统计，2009年至2016年，中央和地方财政收入分别从35915.71亿元和32602.59亿元增长至72357.48亿元和87195.16亿元。经济的迅速发展使政府财政收入持续快速增长，为生态环境行业的发展奠定了坚实的经济基础。

2014年9月21日《国务院关于加强地方政府性债务管理的意见》提出，对地方政府债务实行规模控制和预算管理、控制和化解地方政府性债务风险等；同时推广使用政府与社会资本合作模式。PPP模式的推广使用将有助于吸引社会资本，减轻政府的债务压力和资金瓶颈，有利于政府主导的生态修复与景观建设的可持续发展。

2014年4月，原环保部和原国土资源部联合发布了《全国土壤污染状况调查公报》，《公报》显示，我国土壤的总体超标率为16.1%，其中轻微、轻度、中度和重度污染点位比例分别为11.2%、2.3%、1.5%和1.1%。土壤污染问题主要集中于耕地、工业土地和矿业废弃土地等领域，其中耕地点位超标率为19.2%、重污

染企业用地和废弃工业用地点位超标率约为35%、采矿区点位超标率为33%。按照全国耕地面积20.3亿亩、工业用地和矿区用地面积0.4亿亩的数据进行计算，预计生态修复市场空间将高达4.6万亿元。

“水十条”要求到2020年我国地级及以上城市建成区黑臭水体均控制在10%以内；到2030年城市建成区黑臭水体总体得到消除。根据中航证券相关报告估算，我国地级市及其建成区以1000计，每个区平均20条中小河道，每条河道平均2000万投入计，到2020年全国黑臭水体治理市场规模约为4000亿。

4. 行业竞争

生态修复行业起步较晚，仍处于初级阶段，国内相关企业在该领域的业务规模相对较小，对生态修复技术的研发相对不足，相关技术水平较低，在对专业技术水平要求较高的领域，竞争较为缓和。

生态修复领域的竞争主要集中在施工技术及工艺，生态类苗木、菌群的研发与培育，大数据积累等方面。目前，多数公司只在某些方面具有一定的竞争实力，只有极少数公司具备生态修复领域的全面竞争优势。行业内主要竞争对手包括：

1) 深圳市铁汉生态环境股份有限公司 (300197.SZ)

该公司成立于2001年，位于深圳市，于2011年3月29日在深交所创业板上市。该公司主营业务是生态环境建设工程施工，为国家级高新技术企业，拥有城市园林绿化一级资质、风景园林工程设计专项甲级资质等多项专业资质，主要从事生态修复及园林绿化工程施工业务。2017年净资产60.42亿元，营业收入81.88亿元，净利润7.24亿元。

2) 内蒙古和信园蒙草抗旱绿化股份有限公司 (300355.SZ)

该公司成立于2001年，位于呼和浩特市，于2012年9月27日在深交所创业板上市，该

公司立足于我国干旱半干旱地区生态环境现状，培育并运用蒙草进行节约型生态环境建设，拥有城市园林绿化企业一级资质、风景园林工程设计专项甲级资质(子公司)等多项专业资质。2017年公司净资产36.02亿元，营业收入55.79亿元，净利润8.32亿元。

3) 北京东方园林环境股份有限公司
(002310.SZ)

成立于2001年，主营业务为园林环境景观设计和园林绿化工程施工，主要为各类重点市政公共园林工程、高端休闲度假园林工程、大型生态湿地工程及地产景观等项目提供园林环境景观设计和园林工程施工服务，并拥有城市园林绿化企业壹级资质、风景园林工程设计专项甲级资质等资质。2017年公司净资产113.1亿元，营业收入125.3亿元，净利润22.86亿元。

4) 岭南生态文旅股份有限公司
(002717.SZ)

该公司成立于1998年，位于东莞市，主要从事园林工程施工、景观规划设计、绿化养护及苗木产销等主营业务。公司连续多年荣获“全国园林绿化综合竞争力十强”企业、“国家高新技术企业”等荣誉称号。2017年公司净资产36.22亿元，营业收入47.79亿元，净利润5.07亿元。

5) 美尚生态景观股份有限公司
(300495.SZ)

该公司是成立于2001年的新生代生态景观建设企业，位于无锡市，位列全国园林绿化企业百强。公司总部位于江苏无锡。是全国少数拥有风景园林设计和施工“双甲”资质的企业之一。2017年公司净资产28.96亿元，营业收入23.04亿元，净利润2.83亿元。

6) 北京碧水源科技股份有限公司
(300070.SZ)

该公司是由归国学者于2001年在中关村国家自主创新示范区创办的高科技企业，致力于通过膜技术为国家“治理水环境、开发新水源、保障饮水安全以及城市生态环境建设”提供整

体解决方案。公司具有完全自主知识产权的全产业链膜技术(微滤、超滤、纳滤、反渗透)，也是中国唯一一家集膜材料研发、膜设备制造、膜工艺应用于一体的企业。公司拥有超过350项专利技术，建有全球规模最大的膜研发制造基地以及净水产品研制基地，拥有市政公用工程施工总承包一级资质，建成数千项膜法水处理工程，总规模每天近1500万吨，每年可为国家新增高品质再生水近50亿吨，占全国膜法水处理市场份额的70%以上。2017年公司净资产180.73亿元，营业收入137.67亿元，净利润22.69亿元。

(二) 氯碱化工行业

1. 行业概况

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。除中国外，其他国家氯碱工业一般采用乙烯法生产PVC，而中国由于“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%。

中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，是中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，并双双在2005年跻身世界首位，中国也成为全球最重要的氯碱产品生产国和消费国。

2. 行业供需

2005年，中国PVC和烧碱产能分别达到975万吨和1471万吨，而当年中国PVC和烧碱的表观消费量约为800万吨和1200万吨，中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，中国电石法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，中国PVC产能仍在增长，并于2013年达到产能高峰。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，国内PVC产

能出现负增长，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。2017年，中国PVC和烧碱产能分别为2406万吨（包括糊树脂137万吨）和4102万吨，其中，PVC产能在经过连续3年的净减少后，2017年转变为净增加80万吨（新增产能108万吨、去产能28万吨），国内PVC生产企业为75家，单个企业平均生产规模已上升至32万吨/年的水平；烧碱产能则净增加157万吨（新增产能183.5万吨、去产能26.5万吨），国内烧碱生产企业为160家，单个企业平均生产规模提升至26万吨/年。

表1 国内PVC和烧碱产能、产量、表观消费量（单位：万吨/年、万吨）

项目	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年
PVC							
产能	2179	2361	2476	2389	2348	2326	2406
产量	1295	1318	1530	1630	1609	1669	1790
表观消费量	1383	1393	1561	1603	1615	1639	1781
烧碱							
产能	3412	3736	3851	3909	3873	3945	4102
产量	2466	2698	2854	3059	3028	3284	3365
表观消费量	2252	2492	2648	2859	2856	3098	3214

资料来源：Wind、联合资信整理

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。2017，PVC下游需求增长明显，当期PVC表观消费量增速达到9%，PVC装置开工率则提升至74.40%，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。

2018年1~10月，PVC下游需求增速放缓，当期PVC表观消费量增速仅为3%，但受益于国内氯碱行业产能产量增速放缓，PVC装置开工率进一步上升至77%。

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，2017年，烧碱装置开工率已达到82.03%。

2018年1~10月，烧碱装置开工率为81%，开工率继续保持高位；不过由于年初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，当期烧碱装置开工率同比有所下滑。

3. 产品价格

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8878元/吨下降至2015年底的4635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6193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5567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7000元/吨；2017年10月至年末，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6317元/吨。

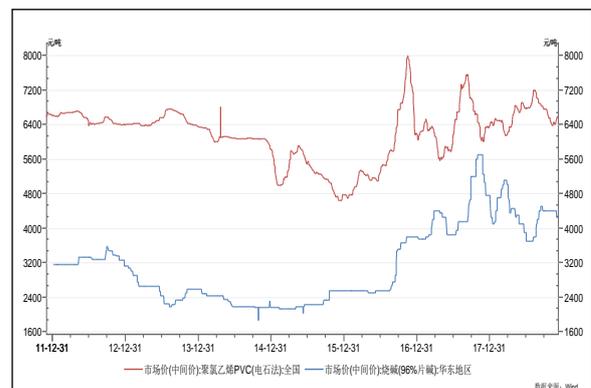
进入2018年，PVC产品需求趋弱，PVC价格随行业库存和企业检修周期而持续盘整，

不过受益于PVC产量增速下滑，PVC价格整体仍呈现上涨趋势，截至2018年10月底，PVC价格上涨至6551元/吨。

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，烧碱价格整体而言大幅下滑，截至2016年5月底，华东地区片碱（96%以上）价格已降至2500元/吨的低点。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，烧碱价格也持续上涨；2017年，在下游需求提升的支撑下，国内烧碱市场延续了2016年下半年开始的上行走势，烧碱价格持续高位运行，截至2017年底，华东地区片碱（96%以上）价格已上涨至4750元/吨。

2018年1~10月，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2018年10月底，华东地区片碱（96%以上）价格下降至4400元/吨。

图1 近年PVC和烧碱价格走势



数据来源：Wind

4. 行业政策

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。根据中国证券网信息，工信部目前正在会同中国氯碱工业协会对2007年发布的行业准入标准进行修订，将补充对甲烷氧化物行业和聚氯乙烯糊树脂行业的准入条件，并将强化对规模、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。

2014年2月，工信部发布《电石行业准入条件（2014年修订）》，明确表明现有电石生产企业必须在2020年底前进入工业园区，新增电石设备必须进入工业园区并有相应的配套产业消纳，新增电石生产设备必须采用先进的密闭电石炉等。

2016年8月，国土资源部办公厅发布《关于落实国家产业政策做好建设项目用地审查有关问题的通知》，要求在用地预审方面，对尿素、磷铵、电石、烧碱、聚氯乙烯、纯碱、黄磷等

过剩行业新增产能以及未纳入《石化产业规划布局方案》的新建炼化项目，一律不再受理用地预审，从产业用地方面限制新增氯碱相关产能。

2016年8月，环保部会同国家质检总局联合发布《烧碱、聚氯乙烯工业污染物排放标准》（GB15581-2016），该标准是对1995年发布的旧标准的修订，该标准增加了大气污染物排放控制要求，调整了水污染排放控制项目，并收紧了相关控制要求。新标准的实施将大幅削减氯碱行业颗粒物、氮氧化物、二氧化硫尤其是汞污染，通过引导企业技术进步，倒逼产业转型升级。

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。

表2 近年氯碱行业主要政策

日期	政策文件名称	主要内容
2007.11	《氯碱（烧碱、聚氯乙烯）行业准入条件》	1、新建氯碱企业应靠近资源、能源产地，有较好的环保、运输条件，并符合本地区氯碱行业发展和土地利用总体规划； 2、新建、改扩建聚氯乙烯装置起始规模必须达到30万吨/年及以上； 3、新建、改扩建电石法聚氯乙烯项目必须配套建设电石渣制水泥等综合利用装置，其电石渣制水泥装置单套产能必须达到2000吨/日及以上；现有产能配套的电石渣制水泥装置必须达到1000吨/日及以上； 4、新建、改扩建烧碱生产装置禁止采用普通金属阳极、石墨阳极和水银法电解槽，鼓励采用30平方米以上节能型金属阳极隔膜电解槽（扩张阳极、改性隔膜、活性阴极、小极距等技术）及离子膜电解槽； 5、新建、改扩建电石法聚氯乙烯装置，电石消耗应小于1420千克/吨（按折标300升/千克计算）；新建乙烯氯化法聚氯乙烯装置乙烯消耗应低于480千克/吨。
2014.2	《电石行业准入条件（2014年修订）》	1、新建或改扩建电石生产装置必须进入工业园区，并有相应的下游产

		业与之配套；现有电石生产企业须在 2020 年底前进入工业园区； 2、原则上禁止新建电石项目，新增电石生产能力必须实行等量或减量置换，且被置换产能须在新产能建成前予以拆除； 3、新建或改扩建电石生产装置必须采用先进的密闭式电石炉；电石炉炉气必须 100%回收和综合利用。
2016.8	《关于落实国家产业政策做好建设项目用地审查有关问题的通知》	要求在用地预审方面，对尿素、磷铵、电石、烧碱、聚氯乙烯、纯碱、黄磷等过剩行业新增产能以及未纳入《石化产业规划布局方案》的新建炼化项目，一律不再受理用地预审。
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—二氯乙烷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。推广零距离、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。

资料来源：公开资料、联合资信整理

四、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 9 月底，公司注册资本为 122000.00 万元，其中，亿利资源控股有限公司持股 33.61%、王文彪持股 24.61%、内蒙古亿利广丰投资有限公司持股 19.92%，其余股东为 9 位自然人。王文彪持有亿利资源控股有限公司 52.95% 股权，公司实际控制人为自然人王文彪。

2. 企业规模

公司是以能源化工、清洁能源、生态修复、建筑施工及房地产为主要业务板块的大型综合类民营企业。

截至 2018 年 9 月底，公司氯碱化工业务具备 50 万吨 PVC（联产 40 万吨烧碱，配套 64 万吨电石）的生产能力，公司氯碱化工业务原料自给率高，成本控制能力较强；公司煤炭资源储备方面拥有 4 座参控股煤矿，合计拥有 17.58 亿吨煤炭可采储量，产能 1470 万吨/年，其中纳入合并范围的在产矿井产能 120 万吨/年；生态治理方面，公司拥有近 100 项生态修复专利技术，拥有 1000 多种耐寒、耐旱、耐盐碱的稀有植物种

子，先后完成多项国家重点生态修复治理项目，生态修复经验丰富，技术实力较强，同时，公司目前在城市生态修复治理领域中标合同总金额 304.11 亿元，项目储备充足；另外，公司高效清洁能源项目已在多省落地运营，现已运营或试运营 13 个，产气能力 1520T/H；开工在建项目 4 个，产气能力 450T/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，收益稳定、抗风险能力较强。

总体看，公司经营规模较大，多元化布局有利于分散经营风险；公司能源化工板块成本控制和盈利能力较强；生态治理经验丰富、技术水平较高，项目储备充足；公司在高效清洁能源业务方面具备区域垄断优势，抗风险能力强。

3. 人员素质

公司董事长王文彪，男，汉族，鄂尔多斯市杭锦旗人，1959 年 12 月出生，中共党员，清华大学高级管理人员工商管理硕士专业毕业，高级经济师、高级工程师。曾任全国政协常委，全国工商联副主席，现任亿利资源集团有限公

司党委书记、董事长、CEO。

周学才，男，回族，1973年12月出生，中共党员、本科学历。曾任英皇集团人力行政总监，万达集团人力资源副总，银泰集团副总裁，现任公司副总经理、人力资源中心总经理。

郭平，男，汉族，1975年11月出生，北京大学EMBA，高级会计师。历任亿利资源集团公司财务副经理、金威建设集团财务总监、公司财务管理中心总经理。

张军强，男，汉族，1974年3月出生，中共党员，工程技术工程师。曾任唐山冀东水泥股份公司制造分厂工程师、内蒙古亿利冀东水泥有限责任公司总经理、内蒙古亿利化学工业有限公司总经理。现任公司高管、内控中心总经理。

截至2018年9月底，公司员工合计8410人，按教育类别划分，大专及以下占比66%、本科占比29%、硕士及以上占比5%；按职称构成划分，初级职称占5%、中级职称占4%、正高级职称占1%、其他占2%。

总体来看，公司高管人员管理能力较强，专业水平较高，员工整体素质基本能满足公司发展要求。

4. 竞争优势

资源禀赋优势

公司的资源优势体现在资源可获取性、已有资源规模以及资源有效利用等三大方面。公司所在地区可利用的荒漠土地幅员辽阔且有丰富的煤、电、中药材以及湖盐、萤石等资源，从而有利于公司取得相关产业发展所需的各种资源。

产业规模优势

公司主业PVC目前产能规模在国内较靠前，且已初步形成了包括能源和材料前端支持、以及资源综合利用和交通物流等延伸产业的较完整的配套产业体系。这一产业形态有利于公司优化成本结构，并取得有利的市场谈判地位，同时，通过规模化运作能增强抵御化工市场波

动带来的系统性风险。

成本控制优势

公司通过一体化生产模式和资源循环利用模式，使管理、环保、功能配套等资源得到有效节约，通过资源的综合利用，将生产、能源、废物利用等高度衔接，最大程度的节约成本降低能耗，给能源化工的下游行业投资和产品成本带来了较大的成本优势。公司以低碳、绿色、资源循环的产业发展目标所构建的包括煤炭资源循环利用和生态资源循环利用的产业构架有利于控制产业投资和经营成本，提升整体产业的价值。

节能减排优势

公司已经形成了“煤—煤矸石发电—电石—离子膜烧碱—PVC—工业废渣综合利用生产水泥”的一体化循环经济产业链，在整个生产过程中进行了煤矸石发电、粉煤灰和电石渣制水泥的两次工业垃圾综合利用。将煤矸石、粉煤灰、电石渣、钢渣、废水等工业垃圾进行综合开发利用，实现了“零排放、零污染”的节能、减排环保目标，达到了“节能降耗最大化、污染排放最小化、废物利用最大化、投资成本最优化”的资源高效利用目标。

政策优势

根据西部大开发的相关政策，公司旗下各项目公司除享受西部大开发有关税收优惠政策外，节能减排废物综合利用，不同程度的享受政府基础设施配套建设和其他多种政策性优惠。同时，公司发展的能源循环产业符合政策导向，且公司长期以来致力于荒漠治理受到了各级政府的高度重视，从而有利于公司获取各项优惠政策。此外，公司的化工以及医药产业较强的技术创新能力也为公司持续享受财税等方面优惠政策创造了条件。

五、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照现代企业制度要求建立了较为完善的法人治理结构，设有“三会一层”（即股东

大会、董事会、监事会和经营管理层), 建立并完善了相关议事规则。

公司设董事会, 董事会成员七人, 其中董事长一人, 由公司董事会选举产生。董事长为公司的法定代表人。

公司设监事会, 监事会由三名监事组成, 监事由股东委派产生, 设主席一人。

公司总经理由董事会聘任或解聘, 总经理对董事会负责。

总体上, 公司依照《中华人民共和国公司法》及公司章程制定股东会议事规则, 能够较好的规范重大经营决策制定程序。

2. 管理水平

公司依据《公司法》、《公司章程》等有关法律、法规的规定, 建立了比较完善的内控制度, 形成了比较完善的制度体系和业务流程。

财务管理方面, 为加强公司资金管理, 有效筹集和安排资金, 保证资金安全, 公司认真执行国家财经政策及相关法规制度, 严格按照《会计法》、《企业会计制度》以及企业会计准则的规定处理会计事项, 制定了《亿利资源集团有限公司财务基础管理制度》、《亿利资源集团有限公司财务管理制度》、《亿利资源集团有限公司财务核算制度》等相关的财务管理制度, 包括内部会计控制基础、货币资金内部控制制度、筹资内部控制制度、采购及付款内部控制制度、销售及收款内部控制制度、会计核算内部控制制度、存货内部控制制度、固定资产内部控制制度、投资内部控制制度、工程项目内部控制制度、对外担保内部控制制度、成本费用内部控制制度、全面预算管理和内部审计等。

项目工程管理方面, 为了规范和加强投资管理, 减少投资风险, 确保资产保值增值, 公司制定了《亿利资源集团有限公司重大投资项目立项审批制度》、《亿利资源集团有限公司重大投资项目实施流程制度》, 明确了投资立项审批程序、计划管理、组织实施等相关制度。

对外担保管理方面, 为规范集团公司内各

企业的担保行为, 防范经营风险, 公司根据企业有关政策, 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。公司下列对外担保行为, 须经股东大会审议通过。(1) 本公司及本公司控股子公司的对外担保总额, 达到或超过最近一期经审计净资产的 50% 以后提供的任何担保; (2) 公司的对外担保总额, 达到或超过最近一期经审计总资产的 30% 以后提供的任何担保; (3) 为资产负债率超过 70% 的担保对象提供的担保; (4) 单笔担保额超过最近一期经审计净资产 10% 的担保; (5) 对股东、实际控制人及其关联方提供的担保。

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集团公司的审批同意, 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, 为规范集团公司关联交易行为, 提高公司规范运作水平, 保护公司和全体股东的合法权益, 公司制定了《关联交易决策管理制度》。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。

投融资管理方面, 公司建立了《投资管理制度》, 对公司投资的基本原则、投资的审批权限及审议程序、投资事项研究评估、投资计划的进展跟踪及责任追究等都作了明确的规定, 也专门设立了发展规划中心, 负责对公司重大投资项目的可行性、投资风险、回报等事宜研究和评估, 监督重大投资项目的执行进展, 如发现异常情况, 及时向公司董事会报告。避免投资决策失误, 化解投资风险, 提高投资经济效益, 实现公司资产的保值增值。

总体看, 公司建立了规范的法人治理结构, 内部控制制度健全, 管理风险较低。

六、经营分析

1. 经营概况

公司收入来源为能源化工、生态治理、清洁能源和建筑施工业务等，2017年，公司能源化工、生态治理、清洁能源和建筑施工业务分别实现收入304.61亿元、38.61亿元、24.55亿元和62.21亿元，占营业收入比重分别为67.72%、8.58%、5.46%和13.83%，能源化工板块是公司营业收入的主要来源。而从毛利润构成看，2017年，能源化工、生态治理、清洁能源和建筑施工业务分别实现毛利润16.73亿元、18.16亿元、6.43亿元和17.12亿元，占主营业务毛利润比重分别为26.71%、28.98%、10.27%和27.33%，随着公司自2015年以来战略转型的逐步推进，生态治理和清洁能源板块毛利润贡献愈发突出。公司目前业务布局较为多元化，有助于分散经营风险。

能源化工方面，2017年，公司能源化工板块实现收入304.61亿元，同比增长39.10%，主要系化工贸易业务收入大幅增长所致；除化工贸易业务外，由于氯碱产品价格上涨及煤价回升，公司化工生产业务和煤炭业务收入分别增至39.03亿元和13.13亿元，同比分别增长18.92%和9.22%。由于氯碱行业及煤炭行业均处于高景气状态，公司能源化工板块毛利润增至16.73亿

元，毛利率提升至5.49%。

生态治理方面，2017年，公司生态治理板块实现收入38.61亿元，同比增长52.79%，主要系当期城市生态修复业务承建项目结转规模大幅增加，导致城市生态修复业务收入大幅增长所致；当期公司生态治理板块毛利润增至18.16亿元，毛利率提升至47.03%。

清洁能源方面，随着公司高效清洁热力项目运营规模增加、蒸汽产、销量持续提升以及乙二醇产能释放，公司清洁能源板块收入快速增长，2017年，清洁能源板块实现收入24.55亿元，同比增长114.41%；当期该板块毛利润增至6.43亿元，主要系乙二醇产能释放及价格上涨所致，当期该板块毛利率增至26.19%。

建筑施工方面，2017，公司建筑施工板块实现收入62.21亿元，同比大幅增长134.49%，主要系天津地产项目结转收入导致房地产业务收入大幅增长所致。同期，工程施工业务收入为11.30亿元，同比增加10.01亿元，主要系西安大美高陵项目和正镶白旗河道改造工程完工结转所致。

从综合毛利率来看，近年来，得益于能源化工板块盈利能力的提高和毛利水平较高的生态治理板块占比提升，公司综合毛利率持续上升，2017年，公司综合毛利率为13.93%，较2016年提高了2.60个百分点。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况

业务构成	2015年			2016年			2017年			2018年1-9月		
	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)	收入(亿元)	占比(%)	毛利率(%)
能源化工	224.23	76.96	3.11	218.99	71.99	4.60	304.61	67.72	5.49	225.36	72.90	6.33
其中：化工及新材料	203.65	69.90	2.99	202.57	66.60	4.41	284.67	63.29	4.31	212.83	68.84	5.08
煤炭	11.62	3.99	7.22	11.92	3.92	3.81	13.13	2.92	29.88	9.73	3.15	33.23
油气销售	8.96	3.07	0.59	4.50	1.48	14.87	6.82	1.52	8.16	2.80	0.91	7.48
生态治理	13.85	4.75	15.36	25.27	8.31	45.78	38.61	8.58	47.03	39.68	12.84	19.32
其中：城市生态修复	5.05	1.73	18.96	5.65	1.86	18.03	23.80	5.29	31.99	32.72	10.58	19.39
沙漠生态修复	0.56	0.19	6.37	9.40	3.09	96.40	10.44	2.32	95.16	1.20	0.39	7.48
生态复混肥	8.25	2.83	13.76	10.21	3.36	14.53	4.37	0.97	14.02	5.77	1.87	21.39
清洁能源	2.10	0.72	24.41	11.45	3.76	23.92	24.55	5.46	26.19	22.38	7.24	28.68
建筑施工	22.13	7.60	22.97	26.53	8.72	25.47	62.21	13.83	27.52	17.86	5.78	35.04

其中：工程施工	12.93	4.44	16.30	1.29	0.42	6.59	11.30	2.51	11.06	3.83	1.24	28.74
房地产	9.20	3.16	32.36	25.24	8.30	26.43	50.91	11.32	31.18	14.03	4.54	36.76
医药	2.07	0.71	34.19	5.49	1.80	19.30	8.78	1.95	16.59	2.86	0.92	18.11
其他	26.98	9.26	15.83	16.46	5.41	13.76	11.04	2.45	24.90	1.01	0.33	75.94
合计	291.35	100.00	6.75	304.18	100.00	11.33	449.80	100.00	13.93	309.15	100.00	11.55

资料来源：公司提供

注：合计数尾数不一致系四舍五入所致。

2018年1~9月，公司营业收入及毛利润分别为309.15亿元和35.71亿元，同比分别下降19.54%和18.32%。其中，收入同比下降主要系建筑施工板块当期结转收入下滑所致，而毛利润同比下降主要系当期高毛利的沙漠生态修复业务未能实现收入确认，以及房地产业务结转收入下滑所致。2018年1~9月，公司综合毛利率为11.55%，较2017年水平下降2.38个百分点。

总体看，近年来，能源化工板块为公司主要的收入和利润来源，随着氯碱和煤炭行业景气度回暖，公司能源化工板块收入及毛利润水平持续增长；随着公司自2015年以来战略转型的逐步推进，生态治理和清洁能源板块毛利润贡献愈发突出。公司目前业务布局较为多元化，有助于分散经营风险；随着公司生态治理和清洁能源板块的进一步发展，公司产业结构将进一步调整，生态治理和清洁能源板块对公司收入及利润贡献或将进一步加大。

2. 能源化工板块

(1) 化工及新材料业务

公司化工及新材料业务包括化工生产业务和化工贸易业务两部分。公司化工生产业务运营主体为亿利洁能股份有限公司旗下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电石分公司（以下简称“达拉特电石分公司”）；化工贸易业务运营主体为公司下属子公司北京亿兆华盛有限公司和西部新时代能源投资股份有限公司。

化工生产方面，公司依托所在地煤炭资源，形成了以PVC生产为核心的“煤—煤矸石发电

—电石—离子膜烧碱、PVC—合成新材料—废渣综合利用生产水泥”一体化循环经济产业链，截至2018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，电石生产由达拉特电石分公司负责，达拉特电石分公司电石设计产能为64万吨/年（实际产能达到79万吨/年），能够完全满足公司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直接运往公司参股的内蒙古亿利冀东水泥有限责任公司生产水泥。公司形成的氯碱化工一体化循环经济产业链资源利用效率高，一体化程度较好，成本优势较为明显。另外，公司拥有树脂高端加工和新型材料生产线产能20万吨，公司向PVC下游高附加值产品延伸，有利于进一步提高公司化工生产业务整体盈利水平。

近年来，随着氯碱行业景气度复苏，公司化工生产业务收入逐年增长，2015~2017年和2018年1~9月，公司化工生产业务分别实现收入27.30亿元、32.82亿元、39.03亿元和30.64亿元。

表4 公司化工及新材料业务收入构成

（单位：亿元）

业务构成	2015年	2016年	2017年	2018年1~9月
自产部分	27.30	32.82	39.03	30.64
其中：PVC	20.42	22.71	23.32	21.02
烧碱	4.71	6.06	9.30	7.61
其他	6.22	4.05	6.41	2.00
贸易部分	176.35	169.75	245.64	182.19
国内贸易	82.59	130.45	245.64	182.19
国际贸易	93.76	39.30	--	--
合计	203.65	202.57	284.67	212.83

资料来源：公司提供

贸易业务方面，公司目前主要围绕聚氯乙烯全产业链、聚烯烃、精细化工等能源化工产品开展国内贸易，近年来，化工及新材料业务中贸易业务占比均超过 80%。

产品生产

近年来，公司氯碱化工生产基本处于满负荷状态，氯碱产品生产保持了高产能利用率。

2015~2017年及2018年1~9月，公司PVC产量分别为50.63万吨、50.07万吨、49.37万吨和34.79万吨。烧碱生产存在液碱和片碱两种产品，区别主要在于形态和浓度，公司生产以液碱为主，液碱产量占比超过80%，2015~2017年及2018年1~9月，公司烧碱总产量分别为36.58万吨、37.50万吨、34.99万吨和26.13万吨。

表 5 公司化工生产业务主要产品生产情况 (单位: 万吨/年、万吨)

产品	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
PVC	产能	50	50	50	50
	产量	50.63	50.07	49.37	34.79
	产能利用率	101%	100%	99%	93%
烧碱	产能	40	40	40	40
	产量	36.58	37.50	34.99	26.13
	产能利用率	91%	94%	87%	87%

资料来源：公司提供

注：1、所列产能均为期末各产品具备的年生生产能力；2、烧碱统计口径均为折百碱。

原料采购

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%。

公司拥有自备电石厂，达拉特电石分公司电石设计产能为64万吨/年（实际产能达到79万吨/年），能够完全满足公司PVC生产需求，达拉特电石分公司所生产的电石除供内蒙古亿利化学工业有限公司PVC生产自用外，富余部分对外销售，2015-2017年度及2018年1~9月，公司电石产量分别为80.17万吨、79.80万吨、81.71万吨和52.49万吨。达拉特电石分公司距离氯碱循环经济园区约12.5公里，成品电石采用汽运方式对内蒙古亿利化学工业有限公司进行供应，电石供应参考市场价结算（含运费），不过从集团合并口径来看，电石供应核算成本为电石生产成本加运输费用。达拉特电石分公司电石生产主要外购原料包括焦粒和石灰石，公司所需焦粒主要购自陕西神木地区，采购半径400公里左右，周边地区石灰石资源丰富，电石所需石灰石主要就近采购，同时为了保障原料供应，公司在棋盘井地区收购了石灰石矿山，上述原材料价格均按照市场定价，承兑方式结算。

氯碱生产过程中电力需求较高，电石制备、PVC聚合和原盐电解方面都需大量电力供应，公司拥有2台50MW自备热发电机组，能够满足公司氯碱生产部分电力需求，同时，公司参股公司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，其约一半发电量对亿利化学和达拉特电石分公司直供。

公司电石产能完全满足PVC生产需求，电力方面拥有自备电厂供应和参股电厂直供。除此以外，公司氯碱化工生产其他外购原料主要包括原盐和工业用水，公司原盐主要采购自青海、内蒙古阿拉善盟、山东等地，运输费用全部计入原材料价格，全部以现金方式结算，同时，公司拥有黄河1500万吨/年取水权，能够保证公司氯碱化工生产用水需求。

产品销售

公司氯碱化工产品销售采用直销加分销的方式，通过不断优化客户结构以保证生产稳定及利润合理。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。公司全力开拓生产型用户，压缩非直销客户，加强公司产品市场影响力。公司销售网络覆盖全国，并涉及港澳台等海外市场。公司产品运输方式以铁路运输为主，配有部分汽车运输。公司PVC和烧碱销售结算方式多为现款交易模式，款到发货。

近年来，公司PVC和烧碱产品产销率均维持高位，随着2016年以来氯碱行业景气度复苏，公司PVC和烧碱销售均价均持续增长，2017年，公司PVC和烧碱产品销售均价分别为6023.45元/吨和3361.45元/吨，分别较2016年增长15.16%和68.01%。

2017年9月27日，国家发改委网站发布了针对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2060.98万元，对公司当期业绩产生了一定影响。

表6 公司氯碱化工主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2015年	2016年	2017年	2018年1-9月
PVC	销量	48.77	50.79	49.92	36.86
	销售均价	5102.64	5230.66	6023.45	6640.88
	产销率	96%	101%	101%	106%
烧碱	销量	36.47	35.43	34.63	26.29
	销售均价	1511.42	2000.78	3361.45	3373.20
	产销率	100%	94%	99%	101%

资料来源：公司提供

化工贸易

公司在开展氯碱化工生产业务的同时，也以氯碱产业链上下游产品为核心，通过为产业链相关企业提供代理采购、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。公司国内贸易主要采用代理模式，以销定采，有利于避免因商品价格波动带来的贸易风险，同时降低了商品周转周期和库存成本，提高了公司资金使用效率。结算方式方面，公司原则上要求以预付款模式开展业务，款到发货，减少资金占用。公司与上下游客户均采用现金、银行承兑汇票或信用证等方式进行结算，账期均在一年以内。2017年以来，由于氯碱产业相关产品价格增幅较大，公司加大了国

内贸易业务规模，2017年，公司国内贸易业务收入增长至245.64亿元。

在前期氯碱行业景气度低迷时期，公司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公司业务转型升级，公司主动减少了国际贸易业务规模，2017年以来，公司已停止开展国际贸易业务。

(2) 煤炭业务

公司煤炭业务主要包括煤炭开采和煤炭运销两部分。

公司煤炭开采的运营主体为伊金霍洛旗东博煤炭有限责任公司（以下简称“东博煤矿”），自产煤收入均来源于在产矿井东博煤矿，东博煤矿自产自销，主要生产低硫和低磷的不粘煤，

发热量在5000大卡以上，是优质的动力用煤及化工原料煤。运销业务运营主体为鄂尔多斯市亿利煤炭有限责任公司，煤炭运销分为坑口销售和对外销售，外运销售主要发运到秦皇岛等地，客户分布较为集中，煤种以一般动力煤为主，热值偏低。

表7 公司煤炭业务收入构成（单位：亿元）

收入构成	2015年	2016年	2017年	2018年 1~9月
自产煤	1.34	2.17	4.74	3.48
贸易煤	10.28	9.75	8.39	6.25

表8 截至2018年9月底公司煤炭资源储量情况（单位：万吨、万吨/年、年）

矿井名称	持股比例	地质储量	可采储量	剩余可采年限	煤种	核定产能
东博煤矿	100%	7253	3241	20.7	不粘煤	120
宏斌煤矿	100%	1233	850	8.9	焦煤	90
黄玉川煤矿	49%	147400	85064	63	长焰煤	840
油房壕煤矿	48%	86700	86700	--	不粘煤	420
合计	--	242586	175855	--	--	1470

资料来源：公司提供

东博煤矿于2011年建成投产，为公司全资矿井，设计产能120万吨/年，核定产能为120万吨/年。截至2018年9月底，东博煤矿剩余可采储量为3241万吨，主采煤种为低硫、低磷的优质不粘煤。

黄玉川煤矿为公司参股矿井（持股比例49%），黄玉川煤矿煤炭地质储量达到14.74亿吨，剩余可采储量为8.51亿吨，系神华亿利煤矸石发电项目匹配煤炭资源，该矿井设计产能1000万吨/年，核定产能840万吨/年，主采煤种为中灰、低硫、低磷长焰煤。该矿井于2007年开工建设，2013年8月进行联合试运转，因2013年9月16日该矿井发生顶板事故（造成3人死亡、1人受伤），导致该矿井未能取得安全生产许可证，目前在国家能源局关于全国煤矿生产能力情况公示中（截至2018年6月底）仍处于在建状态。

宏斌煤矿为在建矿井，系公司在2013年自鄂尔多斯市天富安投资有限责任公司收购所得，2013年3月取得采矿权证，设计产能90万吨/年，

合计	11.62	11.92	13.13	9.73
----	-------	-------	-------	------

资料来源：公司提供

煤炭开采

公司通过控股、参股及匹配资源的形式，已拥有东博煤矿、黄玉川煤矿、油房壕煤矿及宏斌煤矿等四处煤田相关权益，合计拥有17.58亿吨煤炭可采储量，产能1470万吨/年；权益可采储量8.74亿吨，权益产能823.20万吨/年；其中，公司纳入合并范围的在产矿井为东博煤矿，核定产能120万吨/年。

该煤矿属于露天矿，目前尚未完成土方剥离工作，因考虑前期行业景气度波动及公司转型需求，公司暂缓对该煤矿建设及开采工作。

油房壕煤矿为公司参股在建矿井，由淄博矿业集团有限公司（持股51%）、公司（持股48%）和自然人尹国成（持股1%）出资建设，总投资37.50亿元，设计产能500万吨/年，核定产能420万吨/年，目前该矿井仍在推进探矿权转采矿权的后续工作，暂未获得国家发改委核准批复。

东博煤矿所采原煤均不经洗选直接对外销售，近年来产销量均持续增长；东博煤矿地处东胜煤田伊金霍洛旗新庙镇东南与陕西省交界处，该煤矿所在矿区地质构造简单、煤层埋藏浅、煤层厚度大、开采条件优越，东博煤矿吨煤生产成本较低。2016年下半年以来，随着煤炭行业景气度复苏，东博煤矿吨煤销售均价快速增长，东博煤矿盈利能力大幅提升。

表9 近年来东博煤矿产销情况
(单位: 万吨、元/吨)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年 1~9月
产量	92.39	112.03	138.25	105.43
销量	92.39	112.03	138.25	105.43
吨煤生产成本	104.20	93.06	103.57	103.80
吨煤销售均价	145.07	193.89	342.94	329.75

资料来源: 公司提供

煤炭运销

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, 公司运销煤以电煤和冶金用焦煤为主, 由于二者每一年的市场价格及二者在煤炭运销部分收入占比不同, 各期煤炭平均销售价格可比性较低。依托上市公司平台和庞大的市场销售网络以及本地区丰富特色的自然资源优势, 公司采取地销、外销相结合的经营模式, 形成了以发运站点为集散中心, 以铁路为运输主干线, 以港口为销售平台, 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体系。

表10 近年来公司煤炭运销情况
(单位: 万吨、元/吨)

项目	2015年	2016年	2017年	2018年 1~9月
运销量	491.62	745.88	449.27	95.12
吨煤采购价格	156.47	135.04	276.25	286.01
吨煤销售价格	209.11	142.59	298.53	324.20

资料来源: 公司提供

2017年以来, 受省外贸煤规模缩减影响, 公司煤炭运销量有所下滑。公司煤炭运销下游客户主要为神华神东煤炭集团有限责任公司、内蒙古伊泰煤炭股份有限公司等大型煤炭企业或贸易商, 2017年及2018年1~9月, 公司煤炭运销前五大客户销售总额分别为4.85亿元和5.52亿元, 占比分别为31.58%和88.32%, 客户分布较为集中。

(3) 油气销售

公司石油天然气业务, 主要为石油和天然气贸易, 经营主体为旗下子公司亿利燃气股份有限公司, 注册资本10亿元。2017年, 该公司营业收入为6.82亿元, 占比1.52%; 2018年三季度营业收入为2.80亿元, 占比0.91%。

天然气贸易方面, 一方面公司首先获取城市和工业园区的燃气特许经营权, 与上游供气商签订供气协议, 并修建城市管网、工业管网和加气站, 将天然气销售给终端用户, 赚取其中差价; 另一方面公司通过修建支线管道, 赚取管输费。公司天然气业务拥有2家工业园区管网、1家城镇燃气管网、液化工厂1座、3个母站、10个CNG/LNG加气子站, 3个在建加气站, 其中城镇燃气管网项目拥有30年特许经营权, 工业园区管网具有一定的区域垄断优势, CNG/LNG加气站主要针对出租车、城市公交和重型卡车, 在当地拥有一定的市场份额。

石油贸易方面, 公司主要经营成品油贸易, 公司在长三角地区拥有两个水上加油站和一个油库; 采用的销售模式为批发与零售, 采用快进快出方式、降低采购资金成本、时间成本, 获取市场价差而盈利。

由于亿利燃气股份有限公司已于2018年8月转让给公司控股股东亿利控股有限公司, 2018年8月之后该业务已不在合并范围之内。

3. 生态治理板块

公司围绕“从沙漠到城市生态环境修复”, 形成了生态修复与化肥生产为主的生态治理业务。其中生态修复的运营主体为公司全资子公司亿利生态修复股份有限公司(以下简称“亿利生态”), 包括城市生态修复业务和沙漠生态修复业务; 化肥生产业务运营主体包括下属子公司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”)和西部新时代能源投资股份有限公司(以下简称“西部新时代”)。

2014年以来, 随着公司战略发展规划执行侧重, 以及顺应国家生态修复事业推进, 公司

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。其中，2016年受新增沙漠土地租赁业务影响，沙漠生态修复业务收入及利润大幅增加，公司生态治理业务收入同比增幅较大，生态治理业务毛利率同比增加30.42个百分点。2017年，公司生态环境治理业务实现收入38.61亿元，毛利润18.16亿元，由于公司承建项目结转规模大幅增加，城市生态修复业务收入及毛利润同比分别增长18.14亿元和6.59亿元，成为板块业务收入及利润的主要来源。2017年，公司化肥业务实现收入4.37亿元，同比下降57.17%，主要系当期对公司合并范围子公司销售规模增长，外销业务占比下降所致。

2018年1~9月，公司生态治理业务营业收入及毛利润分别为39.68亿元和7.67亿元；其中，公司化肥业务收入及毛利润分别为5.77亿元和1.23亿元。

(1) 生态修复业务

公司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，其中规划设计咨询的业务模式为公司为目标客户提供生态修复的专业建议；EPC业务模式为公司进行项目承包建设，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，公司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计算的完工进度测算毛利率、确认收入与成本。

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，该公司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。截至目前公司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。同时公司先后获得“国土绿化突出贡献奖”及联合国授予的“环境与发展奖”、“全球治沙领导者奖”与“土地生命奖”，生态修复经验丰富。此外公司拥有近100项生态修复专利技术，包含“一种沙漠造林方法”、“利用有压水流在沙地打孔挖穴的装置”等；同时拥有1000多种耐寒、耐旱、耐盐碱的稀有植物种子；整体看，公司生态治理技术实力较强。

城市生态修复

2015年以来，随着公司承接不同地域生态修复项目和PPP项目增加，公司新签城市生态修复施工合同额逐年明显增加。2017年，公司新签合同额95.32亿元，同比增加84.18亿元。截至2018年9月底，公司已分别与内蒙古、新疆、甘肃、西藏、陕西、云南及河北等项目所在地政府签署城市生态修复战略框架协议项目合同金额为5812.66亿元，其中中标合同总金额为304.11亿元，已开工的城市生态修复战略框架协议金额为1133.68亿元，其中已开工项目合同金额为250.84亿元。整体来看，公司城市生态修复业务项目储备较为充足，为生态环境业务发展提供良好空间。

沙漠生态修复

在沙漠生态修复方面，公司一是直接修复土地从而获得政府补贴，二是进行土地治理，并进行亿利生态特色小镇建设及相关产业开发，或者进行修复后土地运营。公司30年间治理或控制了9000多万亩沙漠，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、技术进行治理。

对于治理后土地的产业化利用，公司紧跟

形势发展与政策变化，不断探索适宜的产业化模式，包括土地与当地优势资源的结合、土地与新型产业的协同等，具体实现方式为：公司通过向产业投资方出租土地，一次性出租 20 年，一次性收取 20 年租金收入，实质等同于出售。自 2016 年底以来，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。公司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。

截至 2018 年 9 月底，公司已获得在库布其沙漠、塔克拉玛干沙漠、腾格里沙漠等地区的 1300 多万亩土地使用权，可用于出租、转租、土地出资入股、引入产业等，进行光伏发电、生态养殖业、“亿利有机田模式”等的开发。

2016 年，公司出租沙漠土地给内蒙古嘉恒农业科技有限公司等 3 家进行有机田开发，租赁价格根据地块位置、治理投入、用途等综合确定，租期为 20 年，由于无后续服务，20 年的租金 9.14 亿元于当期全部确认收入。2017 年，公司分别出租 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。同时公司已分别与深圳农产品股份有限公司展开合作，共建总面积 30 万亩的“中国沙漠绿色安全食品基地”；与天津泰达集团有限公司签署初步战略合作协议，共建总面积 100 万亩的“津蒙双百万绿色安全食品基地”。

化肥生产

公司化肥生产基地位于库布齐循环经济园区，公司在库布齐循环经济园区形成了以“煤-尿素、炭基复混肥-乙二醇、甲醇”的循环经济产业链，截至 2018 年 9 月底，公司合成氨产能 60 万吨/年、尿素产能 104 万吨/年、生物炭基复混肥产能 260 万吨/年。

库布齐循环经济园区主要建设运营主体为西部新时代，该公司由亿利洁能（持股 21%）、

公司（持股 9%）、泛海集团（持股 9%）、大连万达（持股 9%）、浙江传化（持股 9%）和上海均瑶（持股 2%）发起成立，注册资本 10 亿元，为公司控股子公司，气化炉、公用工程、乙二醇及甲醇等资产均属于该公司，尿素及复混肥等资产则属于亿鼎生态。该园区尿素及复混肥产销（化肥产销）均由亿鼎生态负责，而乙二醇和甲醇产销则由西部新时代负责，公司将 2016 年新投产的乙二醇和甲醇业务纳入清洁能源板块进行统计。

4. 清洁能源板块

公司清洁能源业务主要包括 2016 年新增的甲醇及乙二醇、高效清洁能源业务、热电业务、智慧能源业务及 2017 年新增的光伏发电业务等。2017 年以来，公司清洁能源业务收入、毛利润和毛利率均持续增长，2017 年收入及毛利润同比分别增长 144.52% 和 134.92%，毛利率同比增加 2.27 个百分点，为公司收入及利润提供重要补充。

（1）高效清洁能源业务

高效清洁能源业务方面，公司业务运营主体为亿利洁能股份有限公司下属子公司亿利洁能科技有限公司，公司主要以 BOO 模式建设区域高效清洁能源系统，并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 年能源及热力特许经营权，采购项目经济半径内低灰煤炭生产微煤或采购合作方标准微煤通过热电联产方式生产以销定产的蒸汽、热水、电等产品，具有一定区域垄断优势。

截至 2018 年 9 月底，公司运营的高效清洁能源项目已落地河北、山东、江苏、浙江、江西和甘肃等多个省区，实现了多省联动，快速推进，已初步形成完整产业链规模。项目已运营或试运营 13 个，产气能力 1520T/H；开工在建项目 4 个，产气能力 450T/H；待开工项目 4 个，产气能力 525T/H。公司在建项目 450T/H 已投资额列示在预付账款和在建工程两科目，根据工程

进度支付进度款，待开工项目处于前期手续完善阶段，目前投入水平较低。

2017年以来，随着公司高效清洁热力项目运营规模增加，2017年公司蒸汽产、销量同比大幅增加，当期公司蒸汽产销量均为192.23万吨，较2016年增加118.58万吨；而由于甘肃武威等项目蒸汽价格相对较低，公司蒸汽平均销售价格同比减少10.24%至200元/吨。2018年1~9月，公司蒸汽产销量均为296.73万吨，同比大幅增加，由于煤炭采购成本上涨，公司蒸汽销售价格同比略有增加，当期销售均价为206.54元/吨。

(2) 乙二醇及甲醇业务

2016年公司新增年产能分别为60万吨和20万吨的乙二醇及甲醇业务，主要由西部新时代下属的鄂尔多斯市新杭能源有限公司负责生产经营。2017年，公司乙二醇产、销量及销售价格同比增幅大于20%，销售收入增幅大于50%。而甲醇产、销量同比降幅大于10%，销售价格继续增长，2017年销售均价为1926.82元/吨，同比增长17.32%，销售收入受销量明显减少的影响，收入同比有所减少。

(3) 热电业务

热电业务方面，2018年4月，亿利洁能股份有限公司热电分公司与收购亿鼎生态热电资产的亿鼎投资继续签署了《热电资产组经营租赁合同》，租期为2018年1月1日至2018年12月31日，租金仍为1.84亿元；该热电资产组为独贵塔拉工业园区内所有企业提供热蒸汽、电、氧气等产品服务，以销定产。

(4) 光伏发电业务

光伏发电业务方面，2017年9月，亿利洁能分别以现金1.40亿元和3.20亿元收购正利新能源49%股权以及库布其生态70%股权，其中库布其生态主要从事光伏电站投资运营，并网光伏发电装机容量为200兆瓦，2017年机组可用1739.60小时，发电量3.48亿千瓦时，是中国第一座因治沙而批建的生态循环光伏电站；公司参股的正利新能源主要负责光伏发电的运营，

并网光伏发电装机容量为110兆瓦，光伏资产的注入进一步完善了公司清洁能源布局。

总体来看，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，运营期间收入和盈利较为稳定，抗风险能力较强；新注入的光伏发电资产，将进一步完善公司清洁能源布局；随着公司高效清洁热力项目运营规模增加，将为公司收入及利润提供重要支撑。

5. 建筑施工板块

(1) 房地产业务

公司2001年起涉足房地产业，公司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，主要为商品房的销售。

公司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，公司先后在鄂尔多斯、呼和浩特等地成功开发了“亿利-城市花园”、“亿利-傲东国际花园”、“亿利-城市华庭”、“亿利城-滨河湾”、“亿利城-文澜雅筑”等高端楼盘，被建设部、中国建筑文化中心、中国国际品牌协会评为“城市标志名盘”、“生态宜居名盘”、“中国十大节能示范名盘”等。公司将商品房开发业务重心逐渐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、河北省廊坊市等地拓展房地产业务。目前，位于福建省宁德市的“宁德亿利城”项目、天津市武清区的“武清华彩城”项目、天津市滨海新区的“亿利生态岛”项目等均在建设中。公司曾开发过保障房项目，即乌兰察布公司保障房项目，该项目于2011年开工建设，2016年竣工，包括百旺家苑、家合欣苑、祥和东方和江东郡四个项目，该项目于2011年开盘，共计200.57万平方米，预计全盘销售收入74.51亿元，截止2018年11月已售193.83万平方米，已售金额71.34亿元，剩余存量面积6.74万平方米，货值3.17亿元。自该保障房项目之后，公司未再参与保障房项目开发。

表 11 截至 2018 年 9 月底公司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	回款情况
傲东国际	呼和浩特市	已完工	10.47	10.47	23.79	23.79	23.79	--	--	14.40
城市华庭	东胜区	已完工	9.02	9.02	15.06	15.06	15.06	--	--	7.83
滨河湾	东胜区	已完工	15.20	15.20	26.92	26.92	26.92	--	--	13.50
亿利城项目	东胜区	已完工	15.67	14.50	26.42	26.42	24.64	1.78	7287	11.10
文澜雅筑	康巴什新区	已完工	15.59	13.10	32.90	32.90	32.59	0.31	6500	15.82
新城市经典	罕台镇	已完工	11.52	9.76	30.05	30.05	30.05	--	--	4.26
宁德亿利城	宁德东侨区	在建	40.00	26.35	76.80	45.46	48.76	8.38	7100	30.34
武清华彩城	天津武清	在建	20.94	15.42	26.09	3.63	21.19	3.30	12744	23.23
亿利生态岛	天津滨海	在建	18.44	14.67	22.46	4.40	15.05	7.41	17400	23.28
合计	--	--	156.85	128.49	280.49	208.63	238.05	21.18	--	143.76

资料来源: 公司提供

未来金威建设将以京津冀为核心聚焦发展, 不断寻求“北、上、广、深”等一线城市优质项目, 同时重点关注武汉、郑州等中心城市, 通过产城结合、产融互动的方式进行综合开发建设。同时实施“走出去”战略, 积极参与一带一路海外市场的投资机遇。

截至 2018 年 9 月底, 公司土地储备面积共计 2.79 亿平方米, 土地账面价值合计 250.69 亿元。公司土地储备中位于罕台镇、呼市赛罕区和天津滨海新区的 35 宗地类用途为居住与商业用地, 公司计划在 2019 年与其他开发商合作开发。

位于上海庙牧场的 48 宗土地, 地类用途为中药材种植基地, 土地面积为 2.76 亿平方米, 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 2018 年 9 月底账面价值为 227.57 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, 公司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, 公司预期矿区主要采矿生产企业将对公司上海庙牧场的部分土地通过租赁或收购形式, 以方便对地下煤矿资源的进一步开发, 公司届时将通过土地转让、出租等方式获得可观的收益; 另外拟采用土地出租的方式发展绿色农产品种植和牧业养殖冷链加工产业等。

(2) 工程施工业务

公司工程施工及房地产业务运营主体是金威物产集团有限公司(以下简称“金威物产”), 业务主要为工程施工。金威物产具有公路工程施工总承包壹级资质、市政公用工程施工总承包壹级资质、公路路面工程专业承包壹级资质、公路路基工程专业承包壹级资质, 是内蒙古自治区重点企业之一。

公司工程施工业务主要是承接市政工程、路桥等基础设施的建设。2015~2017 年, 公司工程施工业务分别实现营业收入 12.93 亿元、1.29 亿元、11.30 亿元和 3.83 亿元, 占营业收入的比重分别为 4.44%、0.42%、2.51%和 1.24%。

表 12 截至 2018 年 8 月底工程施工在建情况 (单位: 亿元)

项目名称	合同金额	开工时间	预计竣工时间	资金来源	目前项目进展情况	累计投资金额	累计回款
中央商务广场项目	12.29	2015.7	2017.11	自筹和回款	98.00%	20.64	6.34
四子王旗项目部	1.70	2017.7	2019.10	自筹和回款	45%	0.23	0.07
S316 线公路工程	1.32	2017.6	2018.9	回款	77%	1.03	0.90
合计	15.31	--	--	--	--	21.90	7.31

资料来源: 公司提供

注: 工程施工板块 2018 年 8 月份已转让给亿利资源控股有限公司, 故 2018 年三季度工程施工板块已不在合并范围内。

6. 在建工程

截至 2018 年 9 月底, 公司主要在建项目计划总投资 32.65 亿元, 已完成投资 12.09 亿元,

剩余投资 20.56 亿元, 仍面临一定的资本支出压力。主要项目情况见表 13 所示:

表 13 公司主要在建项目情况 (亿元)

项目	总投资额	资金来源	2018 年 9 月底已完成投资	投资规划		
				2018 年 10-12 月	2019 年	2020 年及以后
高效清洁热能锅炉集中供热(汽)项目	5.34	自有资金+债务融资	3.30	0.63	1.45	--
宏斌煤矿工程	8.66	自有资金+债务融资	4.66	--	--	--
天津生态旅游项目	14.90	自有资金+债务融资	2.92	1.00	3.39	7.60
乙二醇扩能改造	3.75	债务融资	1.22	2.40	0.13	--
合计	32.65	--	12.09	4.03	4.96	7.60

资料来源: 公司提供

7. 经营效率

2015~2017 年, 公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均保持上升趋势, 三年均值分别为 4.04 次、3.43 次和 0.40 次, 2017 年分别为 4.91 次、4.49 次和 0.40 次。

总体看, 公司应收账款占比较高, 大部分为生态治理板块应收款项, 且其他应收款占用资金较多, 公司整体经营效率一般。

8. 未来发展

顺应国家能源战略调整和生态环境修复事业的推进要求, 公司确立了产业发展聚焦“生态环境”、管理聚焦“效率速度”、经营聚焦“优先微煤雾化”及“从沙漠到城市生态环境修复”的核心发展战略。未来业务发展规划如下:

(1) 生态修复产业

结合可持续发展理念, 运用核心技术、生态大数据与强大的集成能力为客户提供土壤修

复、水环境(综合)治理、生态景观建设、生态化市政建设、生态产业规划及产业导入、生态金融等产业链整体解决方案。

土壤修复方面, 利用亿利 30 年土壤修复技术积累, 开展荒漠化土地修复、盐碱地修复、草原生态修复、污染土地治理、垃圾填埋场修复、固废处理等业务。

水环境治理方面, 开展河道流域综合治理、黑臭水体治理、湖泊、湿地提升整治、污水处理等业务。

国土绿化方面, 开展荒山绿化、生态造林、国家储备林建设、退化林生态恢复建设、矿山修复业务。

生态公园方面, 以山水林田湖草等生态修复为基础, 提供集绿色产业、生态人居、文化旅游、大数据服务于一体的生态综合体, 实现人与动物和谐、人与自然和谐。

(2) 清洁能源产业

积极响应国家清洁能源战略, 重点聚焦洁

能环保产业，提供最有竞争力的节能环保综合解决方案。围绕循环经济、供应链物流、清洁能源、环保等业务，在确保循环经济稳定的基础上，特色发展清洁能源业务，实现差异化竞争，积极向环保产业链挺进。

清洁热力方面，通过整合航天火箭燃烧技术，自主研发创新“煤炭清洁高效燃烧”技术，并通过与工业园区签订长期特许经营权，完成全国产业布局，成为产融网一体化的清洁热力投资和运营商。

生态光能方面，创新集成光伏发电、光热发电和储能技术，打造世界领先的生态光能产业基地；依托周边产业集群就地消纳容量和特高压外输通道，实现生态+ 光伏+ 精准扶贫的互动效益。

循环经济业务方面，拥有国家第一批批准建设的循环经济产业园，主要研发生产新型化工材料、生物质肥料，同时通过精细化管理大力推进传统化工能源产业转型升级。

智慧能源方面，公司计划围绕智慧能源整体解决方案，以能源规划为平台，以其他各种新能源技术为“插头”，通过区域能源规划，因地制宜实现能源、资源和技术的整合和实施。

（3）生态健康

公司在长达 30 年的沙漠治理中，坚持“不用农药、不施化肥”，为有机食品、绿色药品的开发打下坚实的基础，并形成具有亿利特色的绿色供应链。

生态医药方面，围绕“一草一蓉”战略，研发和销售以甘草、肉苁蓉为主要原料的绿色安全沙漠生态元素的中蒙药品和保健食品。

亿利有机田方面，利用无污染并远离污染源的沙漠修复土地，按照《亿利有机田建设标准》，通过土壤培肥、水资源配给和基本设施建设打造的适用于有机农牧业生产的土地。

生态养殖方面，利用沙漠无污染的环境，运用生态技术措施，用沙生植物平茬复壮加工无公害饲料养殖牛、羊、猪等，生产出高品质、无公害绿色食品和有机食品。同时，利用牲畜

生物质循环治沙改土，提高土壤肥力，助力沙漠植物种植，形成良性循环。

（4）金融产业

打造亿利金融控股平台，已组建了包括财务公司、信托公司、融资租赁的金融板块，正推进绿色生态股权投资基金。

总体看，公司根据其自身经营实际及资源优势制定的战略规划符合国家产业政策导向，较好的产业发展前景为公司战略实现提供了较大空间，但仍需关注公司在产业战略调整及转型升级过程中，面临的经营管理压力及其对战略实现可能造成的不利影响。

八、财务分析

1、财务质量及财务状况

公司提供了 2015~2017 年合并财务报告，中喜会计师事务所（特殊普通合伙）对 2015~2016 年财务报告进行了审计，中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2017 年财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见审计结论；公司提供的 2018 年 1~9 月财务数据未经审计。从合并范围看，2015 年公司合并报表范围包括 28 家子公司；2016 年底公司合并范围较 2015 年底增加 16 家子公司，减少 1 家子公司；2017 年底公司合并范围较 2016 年底增加 3 家子公司，减少 3 家子公司；公司合并范围变化较大，但新纳入合并范围及剔除合并范围的子公司规模均较小，公司近三年财务数据具有较强的可比性。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 1058.78 亿元，所有者权益 373.20 亿元（含少数股东权益 119.92 亿元）；2017 年公司实现营业收入 450.08 亿元，利润总额 24.58 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司（合并）资产总额 1001.90 亿元，所有者权益 385.68 亿元（含少数股东权益 122.49 亿元）；2018 年 1~9 月公司实现营业收入 309.15 亿元，利润总额 13.65 亿元。

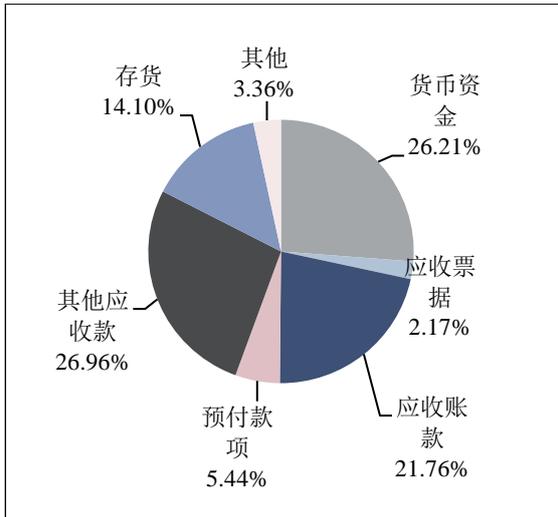
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额不断增长，年均复合增长 10.53%。截至 2017 年底，公司资产总额为 1058.78 亿元，较 2016 年底增长 15.35%；其中流动资产占 40.48%，非流动资产占 59.52%，公司资产构成以非流动资产为主。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产波动中有所增长，年均复合增长 7.00%。截至 2017 年底，公司流动资产 428.56 亿元，同比增长 15.75%，主要由货币资金（占 26.21%）、应收账款（占 21.76%）、其他应收款（占 26.96%）和存货（占 14.10%）构成。

图 2 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 48.26%。截至 2017 年底，公司货币资金为 112.32 亿元，同比增长 142.69%，主要来自银行存款的增长。期末公司货币资金中现金 1.05 亿元、银行存款 86.65 亿元，其他货币资金 24.62 亿元，主要为各类保证金和准备金。

2015~2017 年，公司应收票据波动中有所下降，年均复合下降 11.98%。截至 2017 年底，公司应付票据 9.29 亿元，同比下降 45.23%，主要系银行承兑汇票下降所致。期末公司银行承兑汇票 5.58 亿元、商业承兑汇票 3.71 亿元。

2015~2017 年，公司应收账款波动幅度较大，年均复合增长 1.52%。截至 2017 年底，公司应收账款 93.27 亿元，同比增长 45.84%，主要系公司生态修复项目逐步落地，应收工程进度款增加所致，公司对应收账款共计提坏账准备 3.06 亿元；公司按账龄分析计提坏账准备的应收账款账面余额为 40.27 亿元，其中 1 年以内的占 63.23%、1~2 年的占 24.72%、2~3 年的占 5.07%、3 年以上的占 6.97%；公司按无风险未计提的应收账款为 53 亿元，主要为因上游客户是政府、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 2017 年底，公司应收账款前五名合计 24.32 亿元，占应收账款比例为 26.08%，应收账款集中度一般。

表 14 截至 2017 年底公司应收账款前五名情况

(单位：万元)

公司名称	应收账款金额	占应收账款总额比例
怀来县亿奥生态建设有限公司	73720.15	7.90%
乌兰察布市土地储备中心集宁分中心	62352.28	6.69%
鄂尔多斯市高新技术产业投资有限责任公司	46165.82	4.95%
内蒙古国源投资集团有限责任公司	30800.00	3.30%
内蒙古电力(集团)有限责任公司	30190.17	3.24%
合计	243228.42	26.08%

资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司预付款项有所下降，年均复合下降 4.78%。截至 2017 年底，公司预付款项为 23.31 亿元，同比下降 4.48%，其中，1 年以内的占 54.42%、1~2 年的占 29.03%、2~3 年的占 9.62%、3 年以上的占 6.93%。

2015~2017 年，公司其他应收款快速增长，年均复合增长 25.40%。截至 2017 年底，公司其他应收款 115.53 亿元，同比增长 29.19%，主要系股权转让款、保证金等增加所致；公司对其他应收款共计提坏账准备 2.51 亿元；按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款账面余额为 73.62 亿元，其中 1 年以内的占 83.85%、1~2

年的占 10.45%、2~3 年的占 4.42%、3 年以上的占 1.28%；公司按无风险未计提的其他应收账款为 41.91 亿元，主要为政府平台公司回购土地往来款、代垫款、政府借款等政府背景类应收款。截至 2017 年底，公司其他应收账款前五名合计 26.56 亿元，占其他应收账款比例为 22.99%，集中度一般。

表 15 截至 2017 年底公司其他应收账款前五名情况
(单位: 万元)

公司名称	其他应收款金额	占其他应收款总额比例
乌兰察布市集宁区国融投资发展有限公司	98587.21	8.53%
内蒙古融达投资有限责任公司	67809.89	5.87%
鄂尔多斯市东胜区城乡统筹试验示范区管理委员会	42859.29	3.71%
内蒙古嘉恒农业科技有限责任公司	30000.00	2.60%
鄂尔多斯市林祥投资有限责任公司	26303.60	2.28%
合计	265559.99	22.99%

资料来源: 公司提供

2015~2017 年, 公司存货波动下降, 年均复合下降 25.58%。截至 2017 年底, 公司存货 60.44 亿元, 同比下降 46.10%, 主要来自库存商品的下降, 其中原材料 3.32 亿元、库存商品 36.41 亿元、建造合同形成的资产 18.32 亿元, 其余为包装物、低值易耗品、消耗性生物资产等; 公司共计提存货跌价准备 104.06 万元。

非流动资产

2015~2017 年, 公司非流动资产不断增长, 年均复合增长 13.14%。截至 2017 年底, 公司非流动资产总额 630.22 亿元, 主要由投资性房地产 (占 36.11%) 和固定资产 (占 28.03%) 构成。

2015~2017 年, 公司可供出售金融资产快速增长, 年均复合增长 17.26%。截至 2017 年底, 公司可供出售金融资产 23.14 亿元, 同比增长 1.92%。期末公司可供出售金融资产全部以成本计量。

2015~2017 年, 公司持有至到期投资波动增长, 年均复合增长 101.98%。截至 2017 年底,

公司持有至到期投资 18.09 亿元, 同比增长 332.47%, 主要为信托产品增长所致, 期末公司持有至到期资产中信托产品 17.59 亿元, 债券产品 0.50 亿元。

2015~2017 年, 公司长期股权投资有所增长, 年均复合增长 8.20%。截至 2017 年底, 公司长期股权投资 45.94 亿元, 同比增长 2.97%, 其中对神华亿利能源有限责任公司投资 37.35 亿元、对内蒙古亿利库布其生态能源有限公司投资 1.48 亿元、对亿利金融控股 (上海) 股份有限公司投资 3.91 亿元。

2015~2017 年, 公司投资性房地产不断增长, 年均复合增长 13.97%。截至 2017 年底, 公司投资性房地产 227.57 亿元, 同比增长 18.36%, 主要系公司根据董事会决议将鄂前旗上海庙 4242.30 万平方米中药材种植用地转为投资性房地产并按照公允价值计量对其账面价值进行调整, 其中自用房地产转入 2.93 亿元, 公允价值变动调整 32.38 亿元。期末公司投资性房地产成本合计 150.68 亿元, 公允价值变动合计 76.88 亿元。

2015~2017 年, 公司固定资产快速增长, 年均复合增长 30.60%。截至 2017 年底, 公司固定资产为 176.66 亿元, 同比增长 16.60%, 主要由房屋建筑物和机械设备构成; 公司对固定资产累计折旧为 37.17 亿元, 当期计提折旧 6.26 亿元, 公司固定资产成新率 82.14%; 公司固定资产共计提减值准备 482.88 万元。

截至 2017 年底, 公司所有权受到限制的资产合计 311.18 亿元, 占总资产的 29.39%, 其中包括货币资金 32.34 亿元、应收票据 550.00 万元、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 1.37 亿元、固定资产 50.42 亿元、在建工程 2.51 亿元、无形资产 2.05 亿元、存货 6.24 亿元、应收账款 0.24 亿元、长期股权投资 26.55 亿元和投资性房地产 189.41 亿元, 受限比例分别为 28.79%、0.59%、31.28%、28.54%、5.46%、8.30%、10.32%、0.26%、57.79% 和 83.23%, 公司受限资产占比较高。

截至 2018 年 9 月底,公司资产总额 1001.90 亿元,其中流动资产占 36.12%,较 2017 年底下降 4.36 个百分点。构成方面,流动资产主要包括货币资金(占 29.42%)、应收账款(占 19.91%)、其他应收款(占 15.72%)和存货(占 20.33%)。非流动资产主要包括投资性房地产(占 35.97%)和固定资产(占 25.56%)。

总体看,近年来公司资产构成以非流动资产为主,且受限资产占比较高,公司资产流动性一般;公司应收类款项账龄较短,投资性房地产包含较大规模公允价值变动,整体资产质量一般。

3. 负债和所有者权益

所有者权益

2015~2017 年,公司所有者权益不断增长,年均复合增长 10.66%。截至 2017 年底,公司所有者权益合计 373.20 亿元(其中少数股东权益 119.92 亿元),同比增长 15.68%,主要来自资本公积、其他综合收益、未分配利润和少数股东权益的增长。公司归属母公司权益 253.28 亿元,主要由实收资本(占 4.82%)、资本公积(占 20.21%)、未分配利润(占 17.25%)和其他综合收益(占 56.53%)构成。截至 2018 年 9 月底,公司所有者权益合计 385.68 亿元(其中少数股东权益 122.49 亿元),较 2017 年底增长 3.34%,所有者权益构成变化不大。

整体上看,公司实收资本和资本公积占比较低,其他综合收益和少数股东权益占比较高,所有者权益质量一般。

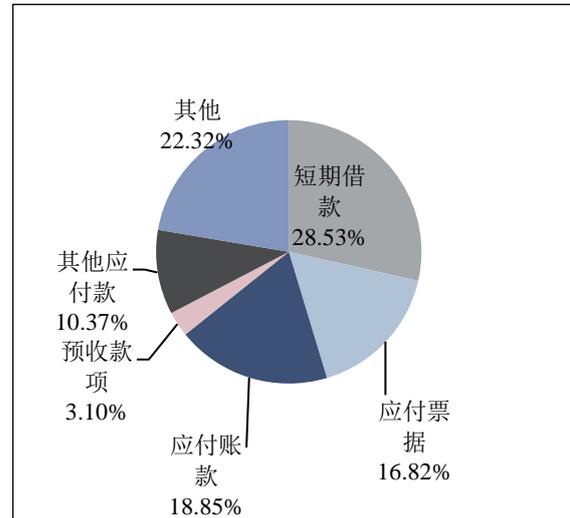
负债

2015~2017 年,公司负债总额不断增长,年均复合增长 10.46%。截至 2017 年底,公司负债合计 685.58 亿元,同比增长 15.17%。公司流动负债占比 65.76%,非流动负债占比 34.24%,流动负债占比较高。

2015~2017 年,公司流动负债波动增长,年均复合增长 15.21%。截至 2017 年底,公司流动负债 450.86 亿元,同比增长 36.14%,主要

来自应付票据和其他应付款的增长,构成上由短期借款(占 28.53%)、应付票据(16.82%)、应付账款(占 18.85%)、其他应付款(占 10.37%)和一年内到期的非流动负债(占 12.57%)构成。

图 3 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源:公司财务报告

2015~2017 年,公司短期借款有所波动,年均复合增长 2.73%,截至 2017 年底,公司短期借款为 128.65 亿元,同比下降 4.59%,其中包括质押借款 33.37 亿元、抵押借款 77.94 亿元、保证借款 12.36 亿元和信用借款 4.98 亿元。

2015~2017 年,公司应付票据波动增长,年均复合增长 18.27%。截至 2017 年底,公司应付票据 75.85 亿元,同比增长 164.28%,主要来自银行承兑汇票的增长。公司应付票据中银行承兑汇票 58.354 亿元,商业承兑汇票 17.30 亿元。

2015~2017 年,公司应付账款快速增长,年均复合增长 16.05%。截至 2017 年底,公司应付账款 84.99 亿元,同比增长 8.26%。公司应付账款中账龄在 1 年以内的比例为 73.00%,公司应付账款账龄较短。

2015~2017 年,公司其他应付款波动增长,年均复合增长 23.56%。截至 2017 年底,公司其他应付款 46.76 亿元,同比增长 76.84%。公司期末其他应付款按账龄来划分,1 年以内的占 46.06%、1~2 年的占 28.49%、2~3 年的占

9.14%、3 年以上的占 16.31%。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 22.42%。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 56.67 亿元，同比增长 142.85%，主要系公司部分应付债券即将到期转入该科目核算所致。期末公司一年内到期的长期借款 12.62 亿元、一年内到期的应付债券 35.00 亿元、一年内到期的长期应付款 9.04 亿元。

2015~2017 年，公司非流动负债波动幅度较大，年均复合增长 2.77%。截至 2017 年底，公司非流动负债 234.72 亿元，同比下降 11.13%，主要由长期借款（占 20.55%）、应付债券（占 35.14%）、长期应付款（占 18.58%）和递延所得税负债（占 24.44%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款有所波动，年均复合下降 1.72%。截至 2017 年底，公司长期借款 48.23 亿元，同比下降 14.24%，主要系抵押借款下降所致，公司长期借款主要为抵押借款、保证借款及质押借款。

2015~2017 年，公司应付债券波动中有所下降，年均复合下降 10.26%。截至 2017 年底，公司应付债券 82.48 亿元，同比下降 34.24%，2017 年公司合计发行公开市场债券 4 亿元，部分应付债券转入一年内到期的非流动负债核算导致公司应付债券规模下降。

2015~2017 年，公司长期应付款快速增长，年均复合增长 39.18%。截至 2017 年底，公司长期应付款 43.61 亿元，同比增长 42.94%，主要系应付融资租赁款规模增长所致，公司长期应付款以应付融资租赁款为主、其他主要为财政借款等。

2015~2017 年，公司全部债务分别为 389.11 亿元、403.02 亿元和 443.18 亿元，整体上呈增长趋势。债务构成方面，公司短期债务占比三年来分别为 55.06%、47.35%和 60.67%。近三年公司资产负债率分别是 64.84%、64.85%和 64.75%；2015~2017 年全部债务资本化比率分别为 56.08%、55.54%和 54.29%；同期长期债

务资本化比率分别为 36.46%、39.67%和 31.84%。

截至 2018 年 9 月底，公司负债总额 616.23 亿元，较上年底下降 10.12%。公司全部债务 456.77 亿元，较 2017 年底增长 3.07%，其中短期债务占 75.32%，较 2017 年底增长 14.65 个百分点，主要系应付票据大幅增长导致短期债务规模大幅上升所致。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 61.51%、54.22%和 22.62%。

总体上，公司负债以流动负债为主，近年来应付票据规模大幅增长，短期债务占比上升明显，短期偿债压力不断加大。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 24.29%。2017 年公司实现营业收入 450.08 亿元，同比增长 46.68%，主要来自化工品贸易收入的增长。2015~2017 年公司营业利润率分别为 6.00%、11.06%和 13.29%。

期间费用方面，2015~2017 年，公司期间费用快速增长，年均复合增长 21.58%，其中管理费用和财务费用规模较高，2017 年分别为 10.66 亿元和 14.69 亿元。2017 年，公司期间费用 32.49 亿元，公司期间费用占营业收入比重为 7.22%，同比下降 1.00 个百分点。公司期间费用控制能力有所提升。

资产减值方面，2015~2017 年公司资产减值分别为 0.68 亿元、1.14 亿元和 2.41 亿元。

非经常性损益方面，2015~2017 年，公司公允价值变动收益分别为 10.61 亿元、3.52 亿元和 -1.66 亿元；投资收益分别为 5.21 亿元、0.75 亿元和 1.91 亿元；公司营业外收入分别为 2.13 亿元、1.68 亿元和 0.82 亿元，主要为公司获得的政府补助。

从盈利指标看，2015~2017 年公司总资本收益率分别为 2.25%、3.07%和 4.93%；同期公司净资产收益率分别为 2.67%、2.85%和 5.48%，公司整体盈利水平一般。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 309.15

亿元，利润总额 13.65 亿元，公司期间费用率 6.67%，营业利润率为 10.89%。

总体来看，受贸易规模上升影响，2017 年公司收入规模实现大幅增长，期间费用控制能力较强。公司非经常性损益较多，整体盈利水平一般。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015~2017 年公司流动比率和速动比率加权均值分别为 103.11% 和 79.82%。截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 95.05% 和 81.65%，同比分别下降 16.75 个百分点和增长 3.71 个百分点。截至 2018 年 9 月底，上述指标分别为 81.52% 和 64.95%。另外，2015~2017 年公司经营现金流动负债比率有所增长，三年来经营现金流动负债比率分别为 2.43%、3.09% 和 9.40%。总体看，公司短期偿债指标较弱，短期支付压力较大。

从长期偿债能力指标看，2015~2017 年公司 EBITDA 分别为 25.54 亿元、32.68 亿元和 52.62 亿元；近三年 EBITDA 利息倍数分别为 1.11 倍、1.54 倍和 2.01 倍；2015~2017 年全部债务/EBITDA 分别为 15.24 倍、12.33 倍和 8.42 倍，公司近年来长期偿债能力有所增强，但整体偿债能力一般。

截至 2018 年 9 月底，公司无对外担保。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2018 年 9 月底，公司银行授信总额 289.62 亿元，实际使用额度 151.83 亿元，未使用额度 137.79 亿元。公司下属子公司亿利洁能股份有限公司在上海证券交易所上市（600277.SH），具备直接融资渠道。

6. 母公司财务分析

截至 2017 年底，公司母公司资产总额为 707.60 亿元，同比增长 33.76%。从资产结构来看，母公司资产中流动资产占比 32.66%，非流动资产占比 67.34%，其中投资性房地产和长期股权投资占比较大，2017 年底分别为 227.57 亿

元和 146.62 亿元，投资性房地产主要为鄂前旗上海庙 4242.30 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 2017 年底，公司其他应收款 211.90 亿元，主要系对子公司往来款。截至 2018 年 9 月底，公司母公司口径资产 758.38 亿元，较 2017 年底增长 7.18%，主要由于货币资金和长期股权投资增长所致。

截至 2017 年底，母公司所有者权益合计 204.10 亿元，同比增长 13.09%，主要来自其他综合收益的增加。截至 2018 年 9 月底，母公司所有者权益合计 235.05 亿元，较 2017 年底增长 15.16%，主要系未分配利润增长所致。

公司母公司口径负债方面，截至 2017 年底，母公司负债规模 503.50 亿元，同比大幅增长 44.46%，系流动负债大幅增长所致。母公司负债中流动负债占比高，2017 年占比为 77.49%，公司流动负债主要包括短期借款 128.70 亿元和其他应付款 179.10 亿元。截至 2018 年 9 月底，母公司负债规模 523.33 亿元，较 2017 年底增长 3.94%，主要系短期借款和其他应付款增长所致，母公司负债中流动负债占比进一步上升至 81.60%。

2017 年母公司实现营业收入 47.91 亿元，主要为贸易收入；同期，公司投资收益为 1.35 亿元，公司投资收益主要系按成本法核算的长期股权投资收益；利润总额为 0.32 亿元。2018 年 1~9 月，母公司实现营业收入 51.61 万元；同期，投资收益为 31.48 亿元，母公司利润总额为 26.17 亿元。

从公司母公司口径现金流来看，2017 年，母公司经营活动现金流入量和净流量分别为 93.41 亿元和 28.61 亿元，分别同比增长 123.20% 和 366.72%。同期，母公司投资活动现金流出量和净流量分别为 61.72 亿元和 -40.99 亿元。2017 年，母公司筹资活动现金流入量 327.94 亿元，其中取得借款 281.75 亿元，发行债券募集资金 26.00 亿元；2017 年，公司筹资活动现金流出量为 323.77 亿元，筹资活动现金净流量为

4.17 亿元。2018 年 1~9 月，母公司经营活动现金流净额为 12.89 亿元；母公司投资活动现金流净流出为-7.90 亿元，其中投资支付的现金 22.75 亿元；母公司筹资活动产生的现金流量净额为-6.12 亿元。

总体看，公司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。因承担融资职能，母公司债务规模近年来增长较快，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。母公司营业收入规模不大，主要系贸易收入，利润水平受投资收益影响较大。

7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2018 年 10 月 30 日，公司无未结清的关注类及不良类贷款。

8. 抗风险能力

基于对行业运行情况，区域经济环境，公司基础素质，经营情况和财务风险的综合判断，公司整体抗风险能力强。

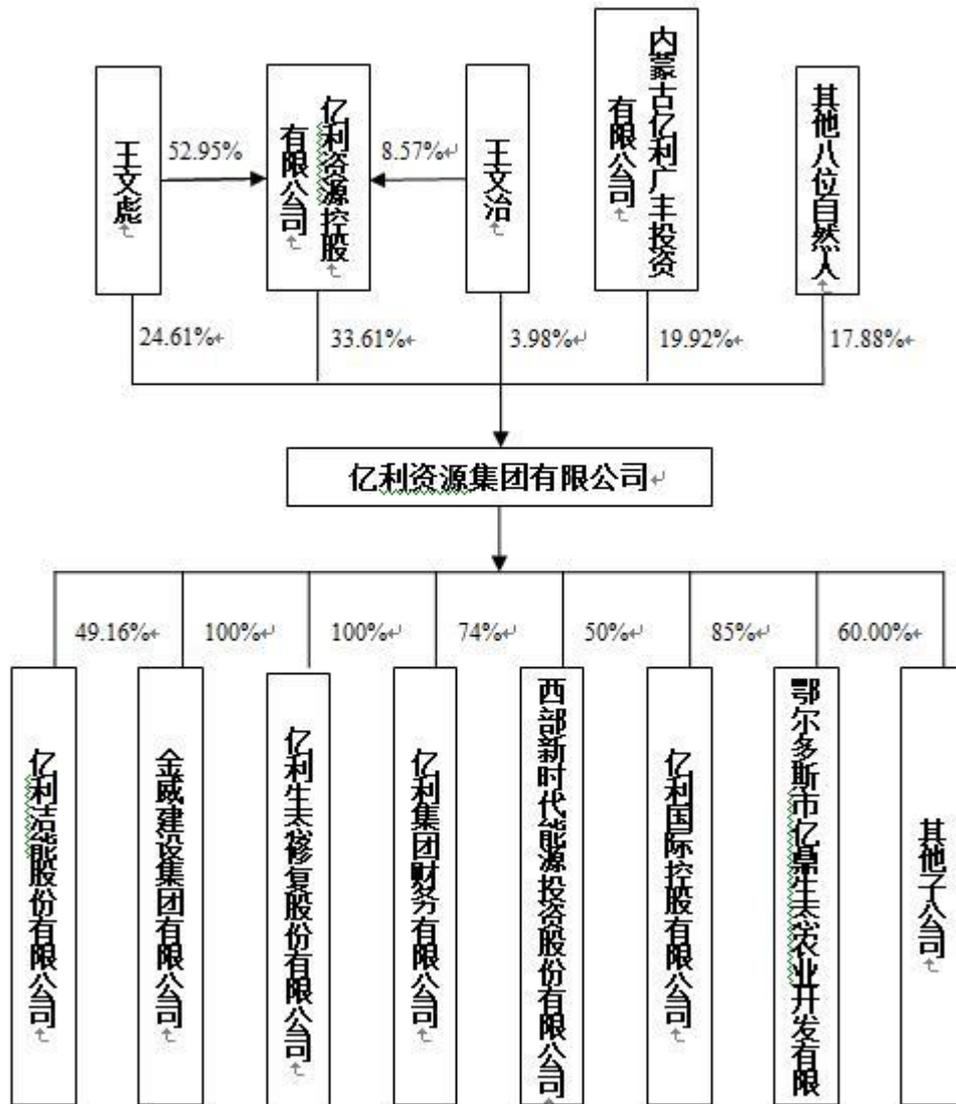
九、结论

公司是以能源化工、清洁能源、生态修复、建筑施工及房地产为主要板块的大型综合类民营企业，在业务规模、行业地位等方面具备综合优势。

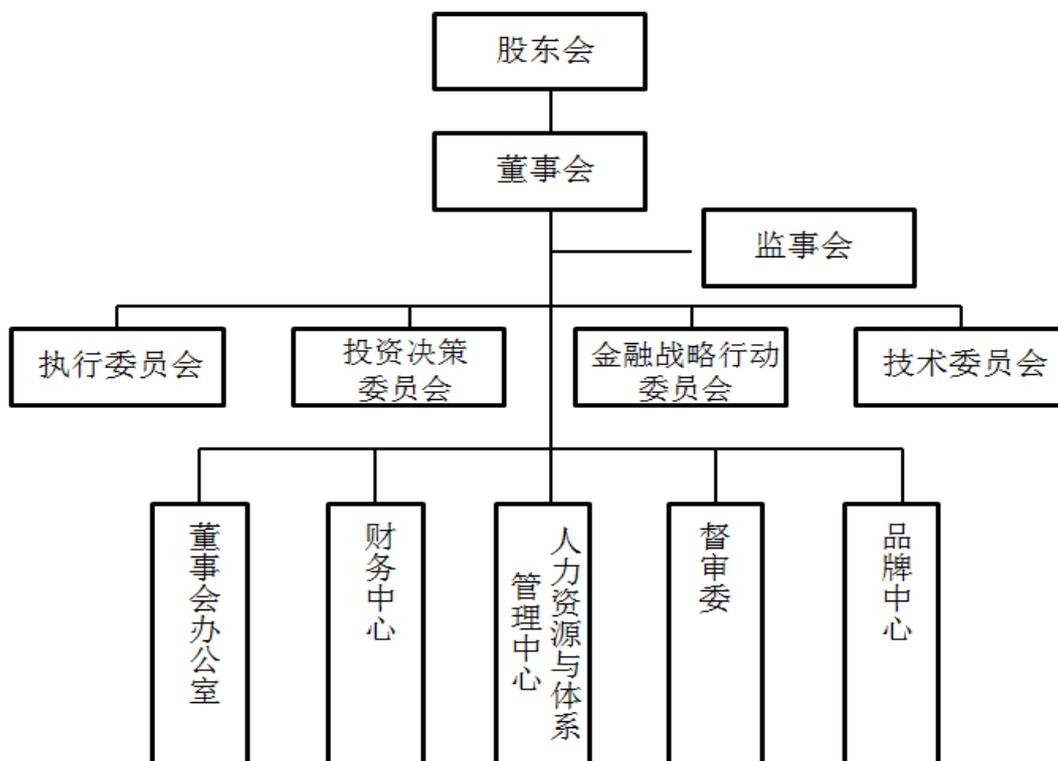
近年来，公司能源化工业务保持着稳定的收入及利润规模，并逐步向生态修复及清洁能源转型，公司有望实现多板块协同发展；生态修复市场空间较为广阔，有望成为公司未来主要的收入及利润增长点。公司贸易业务收入占比较高，整体盈利水平一般；同时，公司短期债务占比增长较快，短期偿债压力较大；公司货币资金、投资性房地产等资产受限比例较高。

综合来看，公司主体信用风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	67.64	70.97	125.99	115.88
资产总额(亿元)	866.69	917.92	1058.78	1001.90
所有者权益(亿元)	304.76	322.63	373.20	385.68
短期债务(亿元)	214.24	190.84	268.86	344.04
长期债务(亿元)	174.87	212.18	174.32	112.73
全部债务(亿元)	389.11	403.02	443.18	456.77
营业收入(亿元)	291.35	306.84	450.08	309.15
利润总额(亿元)	12.59	12.82	24.58	13.65
EBITDA(亿元)	25.54	32.68	52.62	--
经营性净现金流(亿元)	8.26	10.24	42.40	50.66
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.92	3.35	4.91	--
存货周转次数(次)	2.27	2.45	4.49	--
总资产周转次数(次)	0.35	0.34	0.46	--
现金收入比(%)	96.68	94.15	96.41	119.64
营业利润率(%)	6.00	11.06	13.29	10.89
总资本收益率(%)	2.25	3.07	4.93	--
净资产收益率(%)	2.67	2.85	5.48	--
长期债务资本化比率(%)	36.46	39.67	31.84	22.62
全部债务资本化比率(%)	56.08	55.54	54.29	54.22
资产负债率(%)	64.84	64.85	64.75	61.51
流动比率(%)	110.21	111.80	95.05	81.52
速动比率(%)	78.08	77.94	81.65	64.95
经营现金流动负债比(%)	2.43	3.09	9.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.11	1.54	2.01	--
全部债务/EBITDA(倍)	15.24	12.33	8.42	--

注：公司 2018 年 1-9 月财务数据未经审计；长期应付款已计入长期债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估有限公司关于 亿利资源集团有限公司 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在亿利资源集团有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

亿利资源集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。联合资信将在发行人年报公布后 3 个月内出具一次定期跟踪报告。

亿利资源集团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项，亿利资源集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注亿利资源集团有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现亿利资源集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如亿利资源集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与亿利资源集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。