跟 踪 评 级 公 告

联合[2016]717 号

内蒙古双欣能源化工有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

内蒙古双欣能源化工有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

内蒙古双欣能源化工有限公司公开发行的“15 双欣债”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年 六 月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http:// www.unitedratings.com.cn

内蒙古双欣能源化工有限公司
公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	发行规模	发行期限	本次评级结果	上次评级结果	上次评级时间
15 双欣债	10.6 亿元	3+2 年	AA	AA	2015 年 7 月 7 日

跟踪评级时间：2016 年 6 月 24 日

主要财务数据：

项　目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	172.84	191.45	190.32
所有者权益(亿元)	67.52	74.25	74.76
长期债务(亿元)	53.49	63.70	62.84
全部债务(亿元)	94.43	109.06	108.27
营业收入(亿元)	75.02	79.81	18.50
净利润(亿元)	4.93	3.93	0.54
EBITDA(亿元)	17.24	14.98	--
经营性净现金流(亿元)	13.50	8.51	1.70
营业利润率(%)	23.54	18.95	17.14
净资产收益率(%)	7.70	5.54	0.72
资产负债率(%)	60.94	61.22	60.72
全部债务资本化比率(%)	58.31	59.50	59.16
流动比率(倍)	0.90	1.22	1.24
EBITDA 全部债务比(倍)	0.18	0.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.87	2.28	--
EBITDA/待偿本金合计(倍)	1.63	1.41	--

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、2016 年一季度财务数据未经审计，相关财务指标未年化；3、数据单位除特别说明外均为人民币；4、本报告中已将短期融资券计入短期债务中；长期应付款计入长期债务中；5、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，内蒙古双欣能源化工有限公司（以下简称“公司”或“双欣能源”）作为蒙西地区的煤炭开采企业，拥有丰富的煤炭资源、良好的资源开采禀赋，煤炭生产成本较低等有利因素未发生改变；公司继续深化“煤-电-化”一体化产业链，多元化经营有助于提升产品附加值与抗风险能力。同时，联合评级也关注到公司所处的煤炭、化工等行业产能过剩，价格低迷；公司受限资产占比较高、债务规模持续增长及集中偿付压力较大以及重大未决诉讼等因素对公司信用水平产生的不利影响。

目前，公司液化天然气项目已建设完成，进入联合试运转阶段，该业务市场前景广阔，未来随着其产能的逐步释放，公司的收入规模将有所提升，综合实力将进一步增强。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 双欣债”“AA”的债项信用等级。

优势

1．跟踪期内，公司继续深化“煤-电-化”一体化产业链，多元化经营有助于提升产品附加值，提高资源综合利用率和成本控制能力，增强抗风险能力。

2．跟踪期内，公司保持较高的生产效率以及良好的资源开采禀赋，煤炭生产成本保持较低水平。

3．跟踪期内，公司仍在 PVA 生产技术方面拥有较为明显的技术优势；同时，PVA 产能逐步释放，产、销量有所增长。

4．跟踪期内，公司 LNG 业务试生产开始实现营业收入，未来该业务的逐步开展将进一步提高公司的业务规模和盈利能力。

关注

1．公司所处的煤炭、化工等行业周期性特征明显，且呈产能过剩态势，公司整体盈利能力受到一定影响。

2．公司债务规模逐年增长，维持在较高水平，如果到时公司不能用新的债项替换现有债务，可能面临一定的支付压力。

3．2015 年，受公司处置子公司的影响，公司投资收益大幅增加，投资收益在营业利润中的占比较大。

4.乌海市蒙港投资有限公司股权转让纠纷案正在等待判决，但公司于 2015 年度已经对诉讼导致的或有风险做了相应的会计处理。

分析师

冯　磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

支亚梅

电话：010-85172818

邮箱：zhiym@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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：麦亚梅

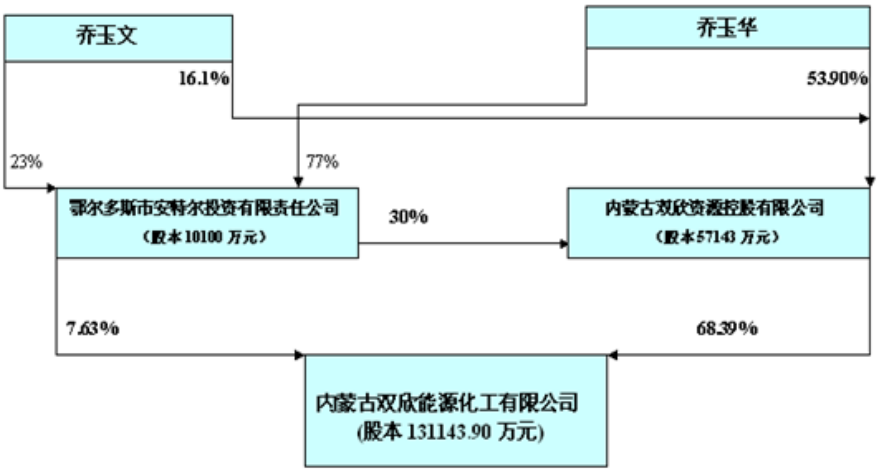
联合信用评级有限公司

一、主体概况

内蒙古双欣能源化工有限公司成立于 2007 年 11 月，由内蒙古双欣资源控股有限公司（简称“双欣控股”）和鄂尔多斯市安特尔投资有限责任公司（简称“安特尔投资”）共同投资组建，初始注册资本为 5 亿元。其中，双欣控股出资 4 亿元，持股 80%；安特尔投资出资 1 亿元，持股 20%。2009 年 10 月，公司引入战略投资者建银国际投资咨询有限公司（以下简称“建银国际”），由其为公司注资 4.97 亿元；双欣控股于 2011 年 12 月回购了建银国际所持公司股权。2012 年，公司引入多家战略投资者并实现了增资扩股。2015 年 5 月，公司引入战略投资者华融西部开发投资股份有限公司（以下简称“华西开发”）并实现了增资扩股。

截至 2016 年 3 月末，公司注册资本为 131,143.90 万元，双欣控股持股 68.39%，安特尔投资持股 7.63%，华西开发持股 7.09%，吉林省富合矿业发展股权投资基金合伙企业持股 3.11%，吉林市建惠吉盛股权投资基金合伙企业持股 3.78%，辽源市建惠富吉股权投资基金合伙企业持股 5%，吉林省富安矿业发展股权投资基金合伙企业持股占比 5%。其中，安特尔投资持有双欣控股 30%股权；自然人乔玉华分别持有双欣控股和安特尔投资 53.90%和 77.00%的股权，间接控股公司 58.54%的股权，是公司的实际控制人。

图1　截至2016年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未改变，仍然包括：可降解高分子聚乙烯醇（PVA）、高强高模纤维、聚乙烯醇膜、聚乙烯醇缩丁醛（PVB）煤基活性炭、电力、煤炭及煤基新材料的研发、生产、销售；液化天然气（LNG）、碳化钙的研发、销售；聚乙烯醇高分子材料产业链及其应用开发、研究。截至 2016 年 3 月末，公司共有在职员工 5,118 人。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 191.45 亿元，负债合计 117.20 亿元，所有者权益（含少数股东权益）74.25 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 62.04 亿元。2015 年，公司实现营业收入 79.81 亿元，净利润（含少数股东损益）3.93 亿元，其中归属于母公司净利润合计 2.32 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.51 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.99 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司合并资产总额 190.32 亿元，负债合计 115.56 亿元，所有者权益（含少数股东权益）74.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 62.19 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 18.50 亿元，净利润（含少数股东损益）0.54 亿元，其中归属于母公司净利润合计 0.17 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.70 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.34 亿元。

公司注册地址：内蒙古自治区鄂尔多斯市棋盘井镇工业园；法定代表人：乔玉华。

二、债券发行情况及募集资金使用

经中国证券监督管理委员会（证监许可[2015]2115 号文）核准，公司获准向社会公开发行面值不超过 15 亿元的公司债券。2015 年 12 月公司完成了首期 10.6 亿元（5 年期，3+2）的发行，附第三年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，并于 2015 年 12 月 28 日在上海交易所挂牌交易，证券简称为“15 双欣债”，证券代码为“136069.SH”，最终票面利率为 7.30%。

截至 2016 年 3 月底，扣除发行费用后募集资金已全部用于补充流动资金。“15 双欣债”起息日为 2015 年 12 月 4 日，付息日为 2016 年至 2020 年每年的 12 月 4 日。跟踪期内，公司尚未到付息日。

三、行业分析

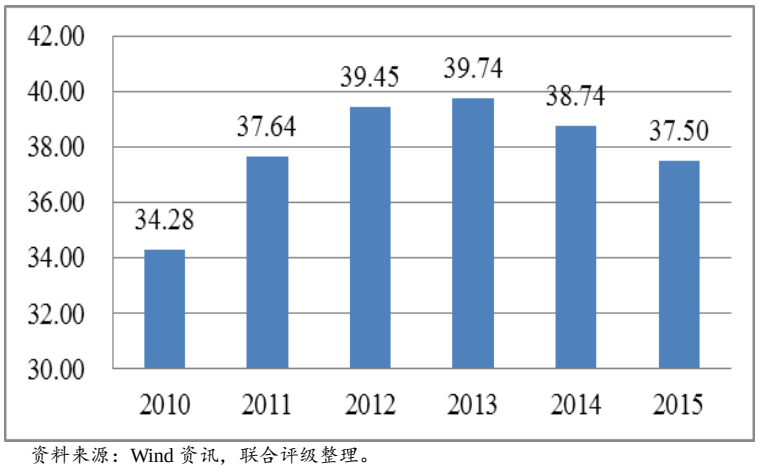
公司主要经营煤炭开采批发、化工产品（主要为聚乙烯醇）等产品的生产制造。2015 年公司煤炭和化工产品营业收入分别占主营业务收入的 34.44%和 55.54%。

1．煤炭行业

（1）煤炭供需

2015 年，宏观经济增长趋缓、煤炭下游需求不振、雾霾治理都在继续压缩煤炭需求的增长空间，全年原煤产量进一步下降至 37.50 亿吨。虽然原煤产量开始下降，但煤炭市场供大于求矛盾依然突出。煤炭企业库存增加、效益下降、经营压力明显。

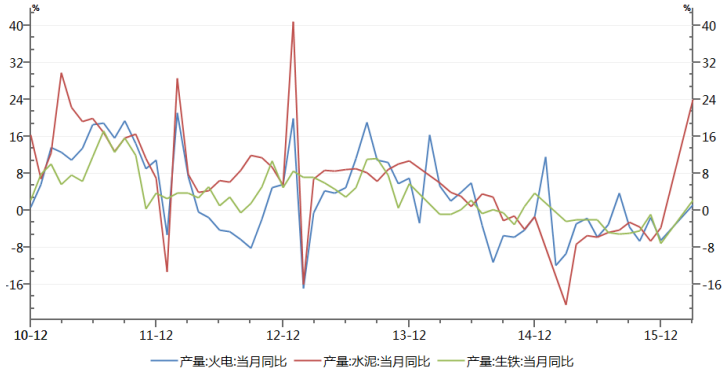
图 2　2010~2015 年我国原煤产量情况单位（单位：亿吨）



资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

我国煤炭市场需求在较大程度上受宏观经济状况和相关下游行业发展的影响，属于典型的需求拉动型市场。从消费结构来看，我国煤炭的需求主要来自于电力、建材、钢铁等行业。2015 年，煤炭主要下游行业持续低迷，对煤炭需求形成了一定的压力。

图 3　2010 年以来煤炭下游行业煤炭消费当月同比增长情况（单位：%）



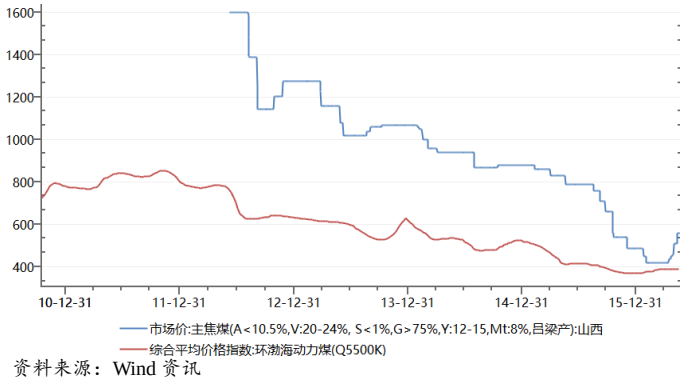
资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。
注：2014 年、2015 年水泥、生铁 1、2 月产量增速数据未取得。

总体看，2015 年煤炭市场低迷，供大于求矛盾依然突出，下游电力、房地产、钢铁等行业需求疲软，煤炭产品需求增长乏力。

（2）煤炭价格

从动力煤方面来看，2015 年，受宏观经济发展和固定资产投资增速降低影响，全国用电量增速下滑，动力煤价格持续下降。截至 2016 年 5 月底，环渤海动力煤价格指数为 389 元/吨。从焦煤方面来看，由于下游钢铁行业需求不振，2015 年后半年主焦煤价格出现大幅下滑，2016 年一季度后出现小幅回升，截至 2016 年 5 月 24 日，我国主焦煤（吕梁产）价格为 560 元/吨。

图 4　2010 年以来我国代表性主焦煤与动力煤价格走势（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

总体看，2015 年由于下游行业需求不振，焦煤、动力煤等煤炭价格整体处于下行通道。

（3）行业政策

2015 年以来，国家能源局、煤矿安监局和发改委先后发布《关于严格治理煤矿超能力生产的通知》、《做好 2015 年煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》和《关于落实违法违规煤矿煤炭相关治理措施的通知》。

2016 年 1 月，李克强总理视察山西煤矿是强调，在煤炭行业处于产能严重过剩、价格大幅下跌的困难时期，应尽快制定规范煤炭市场、降低企业成本的举措，共同努力让煤炭行业闯过严冬、打开新局面。

2016 年 2 月，国务院发布了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（以下简称“《意见》”），明确了“从 2016 年开始，用 3 至 5 年的时间，再退出产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右”的目标。同时，对于降低产能引发的职工安置这一核心问题，《意见》提出，“设立工

业企业结构调整专项奖补资金，按规定统筹对地方化解煤炭过剩产能中的人员分流安置给予奖补”，在 2016 年 3 月 5 日李克强总理的政府工作报告中，明确中央财政将拿出 1,000 亿元作为奖补资金用于职工安置。

总体看，我国煤炭行业已经进入了政府主导的自上而下的淘汰、优化煤炭产能阶段，有利于未来煤炭市场供需的平衡以及价格稳定，但政策的具体执行情况有待观察。

（4）行业关注

煤炭和煤化工产品价格仍将与油价保持一定联动关系

煤炭对石油的替代主要表现为燃料替代和原料替代两条途径。国内煤化工、煤制油行业的快速发展，使煤炭对石油原料的可替代性进一步增强，但未来油价仍将与煤炭价格保持一定的联动。受主要产油国生产政策、国际经济疲软等因素影响，未来油价难以大幅升高，燃油对煤炭的替代效应更加明显，且过低的油价不利于煤制油等煤炭深加工产业的发展。

产业结构失衡

我国煤炭产业存在产业生产力总体水平低和发展不平衡问题，部分地区较为突出。具体而言，一是中国煤矿数量多、规模小、小型煤矿技术水平低，生产效率远低于先进产煤国家水平。二是煤炭行业发展区域性差异扩大，东部煤炭资源日渐枯竭，产量萎缩；中部受资源与环境约束的矛盾加剧，煤炭净调入省份增加；资源开发加速向生态环境脆弱的西部转移。三是煤炭价格水平不平衡，运输成本成为影响煤炭价格的重要因素，不同产煤区域煤炭价格与该区域距离煤炭主要消费地距离呈显著负相关关系。

供给侧改革的执行情况

煤炭行业供给侧改革执行难度较大。首先，大量职工的安置问题（约 130 万）需要有效解决。另外，我国煤矿数量多、集中度不高，产量监管难度较大；截至 2015 年底，全国煤矿共计 1.08 万处，其中年产 30 万吨以下的小型煤矿 7,000 多处，产量仅占 10%左右。

安全生产

安全生产历来为煤炭行业生产经营活动的重中之重，在行业利润普遍水平下降的情况下，煤矿安全投入减少，人才流失严重、现场管理松懈，为安全生产埋下隐患。在行业下行期，煤炭企业对安全生产的人力、物力投入将显著影响公司安全生产状况及经营稳定性。

煤企的自我转型

目前，在行业景气度低迷的情况下，部分煤企已经采取了引入非煤产业、淘汰落后产能、人员分流等自救措施，并有效减弱了煤价下跌的冲击，未来煤企相关措施的开展情况及成效将影响煤企的发展。

总体看，煤炭行业处于产业链的上游，近年来，随着煤炭行业的持续不景气，一些大型煤炭企业集团为减少单一产业波动性，开始向下游产业链延伸。煤电、煤化工、煤建材、煤焦化、煤气化等优势产业都受到国家政策鼓励支持。未来煤炭行业集中度将有所提升，但供过于求短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷。随着产业链和产品结构的不断完善，煤炭企业的盈利能力有望得到改善。

2．聚乙烯醇（PVA）行业

截至 2015 年底，我国聚乙烯醇的生产能力达到 135.1 万吨，是世界上最大的聚乙烯醇生产国家，其中采用电石乙炔法的生产能力合计为 101.5 万吨/年，约占总生产能力的 75.1%；采用石油乙烯法的生产能力合计为 12.1 万吨/年，约占总生产能力的 9.0%；采用天然气乙炔法的生产能力

合计为16.5万吨/年，约占国内总生产能力的12.2%。采用生物质原料的生产能力为5.0万吨/年，约占总生产能力的3.7%。整体看，产品生产能力略有上涨，供给结构构成基本保持稳定。

生产装置主要集中在华东、华北、西南、西北等地区。2015年，内蒙古和宁夏是最大的生产省市，生产能力均为23.0万吨/年，约占总生产能力的17.0%；其次是四川省，生产能力为16.5万吨/年，约占总生产能力的12.2%。

经过2011年产能无序扩张之后，国内PVA产能严重过剩，市场同质化竞争激烈，厂家库存居高不下，纷纷采用低价促销政策，PVA销售价格不断走低。2015年初至今，PVA价格快速下跌，由2015年年初的13.30元/公斤下跌至2016年6月11日的11.20元/公斤，在2016年初甚至达到11.00元/公斤。

国内主要PVA生产企业中，安徽皖维高新材料股份有限公司仍是最大的生产厂家，生产能力为25.0万吨/年（含广维以及蒙维产能），约占总生产能力18.5%；其次是中石化四川维尼纶厂，生产能力为16.5万吨/年，约占总生产能力的12.2%。此外，主要生产厂家还有内蒙古双欣环保材料股份有限公司（生产能力为13.0万吨/年）、宁夏大地化工有限公司（生产能力为13.0万吨/年）、山西三维集团股份有限公司（生产能力为10.0万吨/年、长春（江苏）化工有限公司（生产能力为10.0万吨/年）以及中石化长城能源化工（宁夏）有限公司（生产能力为10.0万吨/年）等。

总体看，PVA行业仍以电石乙炔法为主，地域特征较强，行业集中度较高；同时，PVA产品的销售价格持续走低，产能过剩的问题仍然严峻。

四、管理分析

跟踪期内，公司的法人治理结构没有发生变化，股东大会、董事会、监事会分别按其职责行使决策权、执行权和监督权；公司董事、监事及高级管理人员未有变动。公司主要内控制度未发生改变，仍然按照原内控制度严格执行。公司主要制度连续，管理运作水平良好。

五、经营分析

1．经营概况

公司主营业务为煤炭采掘、化工及电力等业务。2015年，公司实现营业收入79.81亿元，同比增长6.39%，主要系化工业务增长较快所致；实现净利润3.93亿元，同比减少20.24%，主要系煤炭市场行情低迷并计提0.41亿元资产减值损失所致。

2015年，公司实现主营业务收入78.71亿元，同比增长6.63%。其中，煤炭业务收入占比34.44%，下降14.32个百分点；化工业务占比55.54%，上升12.63个百分点；电力业务占比7.23%，上升0.95个百分点；其他占比2.79%，上升0.74个百分点。从主营业务收入构成来看，煤炭采掘业务以及化工业务仍是公司收入的主要来源，但煤炭采掘业务收入同比下降24.69%，主要系煤炭行业不景气所致；化工业务（包括PVA、醋酸乙烯、高强高模纤维、电石以及LNG）收入同比增长38.02%，主要系PVA产品增加贸易收入5.01亿元、电石产品增加贸易收入2.77亿元以及新投产的LNG项目新增收入4.13亿元所致，化工业务成为公司收入来源中占比最大的业务板块。电力板块收入同比增长22.59%，主要系对外供电增加所致。

表1 2014~2015年公司主营业务收入及利润率情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			收入同比增减	毛利率变化情况
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
煤炭	35.99	48.76	21.36	27.11	34.44	18.16	-24.69	下降 3.19 个百分点
电力	4.64	6.28	40.38	5.69	7.23	48.55	22.59	上升 8.16 个百分点
化工	31.68	42.91	24.16	43.72	55.54	16.16	38.02	下降 8.00 个百分点
其他	1.51	2.05	49.77	2.20	2.79	25.65	45.51	下降 24.12 个百分点
合计	**73.82**	**100.00**	**24.34**	**78.71**	**100.00**	**19.46**	**6.63**	**下降 4.88 个百分点**

资料来源：公司审计报告

从各业务板块的毛利率来看，由于行业低迷，煤炭板块毛利率继续下滑至18.16%。电力业务方面，由于公司发电所用煤矸石大部分采购自棋盘井工业园区周边20公里内，且煤矸石成本较低；同时受煤价下行影响，公司电煤采购价格大幅下降；此外，公司发电机组进入稳定运行期，发电小时数稳定增长，维修维检费用下降，人力成本降低，带动电力业务毛利率达到48.55%，较上年上升8.16个百分点。化工业务方面，由于毛利率较低的电石业务规模持续扩大，公司化工板块毛利率下滑至16.16%。

化工板块中的结晶硅业务的运营主体为鄂尔多斯市新华结晶硅有限公司（以下简称“新华结晶硅”），主要用于生产有机硅、制取高纯度的半导体材料以及配制有特殊用途的合金等硅产品的深加工领域。2015年12月31日，公司将新华结晶硅100%股权转让给鄂尔多斯市华宇铸造有限责任公司，股权处置价款为5.00亿元，故从2015年起鄂尔多斯市新华结晶硅有限公司不再纳入合并范围，不再产生该类收入。

2016年1~3月，公司实现营业收入18.50亿元；营业利润0.57亿元；净利润0.54亿元，其中归属于母公司的净利润为0.17亿元。

总体看，2015年公司营业收入稳步增长，化工板块成为公司主要收入来源；煤炭业务受行业不景气的影响毛利率有所下降；化工业务由于电石和PVA贸易规模的扩张，毛利率较上年有所下降。

2．煤炭业务

（1）资源储备

截至2015年末，公司拥有6家煤矿企业，上述6家煤矿企业煤炭资源探明储量合计为3.10亿吨，可采储量1.61亿吨，主要煤种为优质动力煤和炼焦煤。

表2 截至2015年末公司煤矿资源基本情况（单位：万吨/年、万吨）

名称	煤种	探明储量	可采储量	年产能	目前状况
正丰矿业	炼焦煤	5,764	4,719	120	在产
乌仁都西	不粘煤	11,216	2,352	180	在产
鸿鑫纳户沟	动力煤	2,056	1,407	120	在产
天誉煤炭	炼焦煤	5,187	3,011	120	技改
天裕工贸	炼焦煤	3,323	1,683	60	在产
铁斯克煤矿	动力煤	3,462	2,883	9	技改
合计		**31,008**	**16,055**	**609**	

资料来源：公司提供

除上述煤矿外，公司与淄博矿业集团有限公司共同投资内蒙古双欣矿业有限公司（以下简称

“双欣矿业”），主要开采煤矿位于东胜区塔拉壕镇常青村境内，资源储量9.80亿吨，可采储量2.79亿吨；公司与新矿内蒙古能源有限责任公司（以下简称“新矿内蒙能源”）共同投资鄂托克前旗长城六号矿业有限公司（以下简称“长城6号矿业”），主要开采煤矿位于鄂尔多斯市鄂托克旗上海庙矿区，资源储量1.27亿吨，可采储量1.12亿吨。

跟踪期内，公司煤炭资源储备未发生变化。

（2）煤炭开采与洗选

煤炭开采方面，公司煤炭生产的核定产能合计609万吨/年，目前在产产能480万吨/年。2015年，由于原煤售价的进一步下滑，公司缩减了主要煤矿的产量，同比减少27.90%，具体情况如下表所示。

表3　公司原煤产量情况（单位：万吨）

下属煤矿	2014 年	2015 年	同比增长（%）	2016 年 1~3 月
正丰煤矿	109.26	96.60	-11.59	16.86
乌仁都西煤矿	130.54	79.67	-38.97	8.10
鸿鑫纳户沟煤矿	105.92	64.89	-38.74	14.55
天裕工贸	--	8.10	--	0.00
总计	**345.72**	**249.27**	**-27.90**	**39.51**

资料来源：公司提供

生产技术与成本方面，公司矿井采用综合机械化长壁采煤法，独立风井系统，通风易管理，安全系数高；洗煤项目采用目前国内最先进的无压给料三产品重介质全流分选技术，具有洗选率高、环保等特点。

洗煤能力方面，目前公司本部、正丰矿业及天誉煤炭分别配有300万吨/年、360万吨/年和300万吨/年的洗煤厂。公司洗选用原煤包括自身生产及对外采购的原煤，洗选出的产品主要为精煤、中煤等。2015年，公司洗煤厂原煤采购量为587.80万吨，同比下降6.16%，主要系洗煤业务以销定产，2015年下游需求不足所致。

表4　公司洗煤厂原煤采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2014 年	2015 年	同比增长（%）
本部	采购量	168.09	137.71	-18.07
	采购均价	218.84	155.96	-28.73
天誉煤炭	采购量	262.02	190.01	-27.48
	采购均价	231.93	167.27	-27.88
正丰矿业	采购量	196.30	260.08	32.49
	采购均价	215.40	201.34	-6.53

资料来源：公司提供
注：各个洗煤厂根据客户对煤炭品种的指标要求，选择采购焦煤的品质高低占比有所差别。本部洗选的回收煤配方中高硫、低热煤炭配置占比较多，故原煤采购价格较低于其他洗煤厂。

洗煤成本方面，由于煤炭行业持续低迷，公司从外部采购的原煤价格逐渐降低，洗选煤成本随之降低，具体如下表所示。跟踪期内，公司洗选原煤、精煤和中煤的成本保持较低水平，2015年分别为86.86元/吨，316.03元/吨和91.07元/吨，分别同比下降14.71%、24.02%和21.01%，主要系煤炭市场行情低迷和为了取得相应的价格优惠公司开始较多使用预付款的模式来进行采购结算所致。

表5 公司洗选煤炭成本情况（单位：元/吨）

项目	2014 年	2015 年	同比增长（%）
原煤	101.84	86.86	-14.71
精煤	415.96	316.03	-24.02
中煤	115.30	91.07	-21.01

资料来源：公司提供

（3）煤炭贸易

煤炭贸易方面，公司煤炭贸易业务的运营主体为公司本部、下属乌仁都西煤矿、正丰矿业煤矿、鸿鑫纳户沟煤矿以及天裕工贸煤矿。由于煤炭的品种各不相同，变化较大，因此各类煤炭采购价格的变化趋势各不相同。从采购量来看，公司本部仍以原煤为主，2015年为263.59万吨，同比增长48.95%，但精煤与中煤贸易业务量不大；乌仁都西煤矿一直经营原煤贸易业务，2015年贸易量增长较快；正丰矿业煤矿与自2014年开展业务的鸿鑫纳户沟煤矿，2015年业务量得到充分释放；2015年天誉煤炭煤矿和天裕工贸煤矿也开始经营煤炭贸易业务，煤炭业务量迅速展开。

2015年，公司煤炭贸易业务规模略有扩张，但受煤炭行业不景气的影响，煤炭贸易毛利率有所下降，具体情况采购如下表所示：

表 6 公司煤炭贸易情况

项目		2014 年	2015 年	同比变化（%）
本部	原煤采购量（单位：万吨）	176.96	125.89	-28.86
	原煤采购价格（单位：元/吨）	313.31	231.92	-25.98
	精煤采购量（单位：万吨）	35.39	25.82	-27.04
	精煤采购价格（单位：元/吨）	468.65	485.15	3.52
	中煤采购量（单位：万吨）	14.66	14.29	-2.52
	中煤采购价格（单位：元/吨）	155.05	117.16	-24.44
乌仁都西	原煤采购量（单位：万吨）	58.53	169.80	190.11
	原煤采购价格（单位：元/吨）	171.11	184.39	7.76
正丰矿业	原煤采购量（单位：万吨）	0.31	--	--
	原煤采购价格（单位：元/吨）	102.12	--	--
	精煤采购量（单位：万吨）	2.71	5.63	107.75
	精煤采购价格（单位：元/吨）	472.53	413.57	-12.48
	中煤采购量（单位：万吨）	4.42	32.95	645.48
	中煤采购价格（单位：元/吨）	142.65	113.14	-20.69
鸿鑫纳户沟	原煤采购量（单位：万吨）	2.56	53.11	1974.61
	原煤采购价格（单位：元/吨）	303.42	168.28	-44.54
天誉煤炭	原煤采购量（单位：万吨）	--	--	--
	原煤采购价格（单位：元/吨）	--	--	--
	精煤采购量（单位：万吨）	--	33.06	--
	精煤采购价格（单位：元/吨）	--	392.99	--
天裕工贸	原煤采购量（单位：万吨）	--	10.27	--
	原煤采购价格（单位：元/吨）	--	125.78	--

资料来源：公司提供

（4）煤炭销售

跟踪期内，煤炭销售的运输政策、销售政策和结算模式等方面保持稳定。

受行业下游需求下降的影响，公司2015年原煤、精煤、中煤和煤泥销量均有所下滑；受到行

业整体供过于求的影响，公司各主要煤炭产品的价格亦均呈下降趋势。从产销率来看，精煤基本可以实现满产满销；原煤产销率有所提升，主要系销售开始逐渐配比2014年新投产的产能所致；其他产品产销率略有下降。

表 7　公司煤炭的产销情况（单位：万吨）

项目	2014 年			2015 年		
	销售量	平均价格	产销率（%）	销售量	平均价格	产销率（%）
原煤	229.65	226.50	66.40	217.93	173.89	87.43
精煤	337.24	519.76	100.22	295.89	422.02	99.98
中煤	262.63	147.80	101.40	160.25	116.55	91.34
煤泥	52.35	35.06	98.43	24.89	30.05	87.12

资料来源：公司提供
注：上表所列销量不含贸易销量

2015年，公司前五大销售客户主要为鄂托克旗圣瑞丰煤炭销售有限责任公司等，整体销售收入在煤炭收入中占比30.20%，基本保持稳定。

总体看，跟踪期内，公司煤炭资源储备保持不变；洗煤成本有所下降，有助于公司的成本控制；天誉煤炭和天裕工贸也开始经营煤炭贸易业务，煤炭贸易业务量迅速展开。但受行业产能过剩等因素制约，煤炭市场低迷短期内难以明显改观，公司煤炭业务的盈利能力将受到一定影响。

3．PVA 业务

公司PVA业务板块的运营主体为内蒙古双欣环保材料股份有限公司（以下简称“双欣环保”）。跟踪期内，公司PVA业务的运营主体、产能以及产量基本保持稳定。

采购方面，公司PVA生产成本主要以电石为主，占比达到70%以上。近年来，公司PVA生产所需的电石、甲醇等原料全部从当地外购，采购价格不断下降。其中，2015年公司电石采购均价为1,880.62元/吨[1]，同比下降13.33%，主要系电石市场行情下滑所致。

表8　公司PVA原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

产品	2014 年		2015 年		同比变化（%）	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
电石	27.16	2,169.80	25.52	1,880.62	-6.04	-13.33
电煤	64.27	146.22	49.97	117.49	-22.25	-19.65
醋酸	3.82	2,725.95	3.70	1,870.05	-3.14	-31.40
甲醇	1.49	1,808.09	1.30	1,445.35	-12.75	-20.06
采购成本合计	**81,436.51**		**62,662.50**		**-23.05**	

资料来源：公司提供

2015年公司PVA产品产销比为103.75%，基本保持稳定。销售价格方面，公司PVA产品销售价格定价原则基本为随行就市，以行业指导价为基准，市场化程度较高。2015年，公司PVA产品平均销售价格为0.94万元/吨，基本保持稳定。PVA产品销售渠道畅通，基本实现满产满销。

[1] 上述指标计算口径为公司上游企业主要客户，零星采购未列入其中。

表9　公司PVA产品销售情况（单位：万吨、万元/吨、%）

产品	2014 年			2015 年		
	销售量	平均价格	产销率	销售量	平均价格	产销率
PVA	11.35	0.93	103.74	11.35	0.94	103.75

资料来源：公司提供
注：此处数据统计不包含PVA的贸易部分。

资金结算方面，PVA销售业务仍旧采取预收货款和货到付款相结合的办法，针对合作稳定的大客户制定合理的应收账款控制额度，严格按额度进行监控。2015年，PVA业务前五名销售客户的销售额占总销售额的比重为37.90%，较上年增长19.18个百分点，主要是新增深圳市蒙鑫实业有限公司（销售占比达28.58%），主要系公司为扩大市场占用率开始与其开展贸易合作业务所致。

总体看，跟踪期内，公司PVA业务产品销售渠道畅通，基本实现满产满销，销售价格也基本保持稳定。

4．液化天然气业务

液化天然气（LNG）业务板块由项目公司鄂尔多斯市宏基亿泰能源有限公司（以下简称“宏基亿泰”）经营管理，其中内蒙古双欣环保材料股份有限公司出资70%。

公司LNG项目设计规模为40万吨/年，年计划开工时数8,000小时，处理天然气量170万立方米/天。该项目总占地280亩，总投资9.86亿元。

LNG设备目前已开始试生产，试产情况良好，正逐步提高生产负荷，最终将生产线调试到最佳生产状态。按照LNG市价4,200元/吨（含税价）计算，LNG业务每年可实现收入约16亿元，实现利润2亿元左右。公司LNG业务市场前景广阔，未来随着LNG设备产能的逐步释放，公司收入及利润规模有望得到提升。

总体看，公司LNG业务已经逐步开始贡献收入和利润，未来随着设备产能的充分释放，业务规模将会得到进一步扩张。

5．发电业务

公司电力业务的运营主体为鄂尔多斯市鄂尔多斯双欣电力有限公司（以下简称“双欣电力”），双欣电力所用的煤矸石、粗煤和中煤主要在其所在的棋盘井工业园区周边20公里内采购。电厂上游供应商全部在当地，电厂为循环流化床煤矸石发电机组，以劣质煤为主掺烧部分煤矸石，平均煤价比较低。

双欣电力现拥有2×200MW的煤矸石发电厂一座，设备运行稳定且负荷率较高，2015年发电量为25.73亿度，售电量为21.58亿度，均有所下降，主要系2015年根据国家新环保要求对原有脱硫脱硝系统进行改造，需要停机改造，直接导致发电量下降所致；双欣电力主要利用煤矸石发电，以当地外购为主，由于煤炭价格持续走低，2015年，公司标煤单价降至201.6元/吨。随着煤炭价格的下跌，双欣电力火电单位发电成本逐年降低，2015年为0.14元/兆瓦时。

表10　公司电力业务运营情况

火电指标	2014 年	2015 年
总装机容量（万千瓦）	350,400	350,400
发电量（万千瓦时）	281,543	257,338
售电量（亿千瓦时）	241,313	215,753
设备平均利用小时（小时）	7,038	6,433

厂用电率（%）	14.22	16.00
电价（元/千瓦时）	0.299	0.293
供电煤耗（克/千瓦时）	406.15	406.40
标煤单价（元/吨）	204	201.6
火电单位发电成本（元/兆瓦时）	0.1723	0.1396

资料来源：公司提供
注：1、总装机容量指实际运行能力，与设计装机容量2×200MW之前存在一定差异。
2、此处数据与经营概况部分不完全一致。表10采用的是内部未抵消口径，审计报告采用的是内部抵消后的口径。

总体看，在煤炭价格持续低迷的影响下，电力业务采购成本有所降低，业务运营基本保持稳定。

6．在建项目情况

目前，公司重大在建项目主要为技改项目和低热值煤热电联产项目，后续资金投入规模较大，面临着一定的资本支出压力，项目情况如下表所示：

表11　截至2016年3月末公司在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	预计总投资	截至 2016 年 3 月末已投	资金筹措方案		预计投产时间
			贷款	自筹	
乌海市天裕工贸有限公司煤矿技改	1.63	1.62	银行贷款 10,000 万元占总投资的 61.36%	自筹比例 38.64%为 6,300 万元全部到位	已完成建设，正在验收。
乌海市天誉煤炭有限责任公司煤矿技改	5.81	5.84	银行贷款 40,000 万元占总投资的 68.81%	自筹比例 31.19%为 18,131 万元全部到位	已完成建设进度 99%，预计 2016 年 6 月底联合试生产。
双欣环保节能技改扩产项目	3.29	2.35	银行贷款 22,081 万元占总投资的 67.20%	自筹比例 32.8%为 10,791 万元全部到位	该项目 2015 年 12 月下旬开始调试，2016 年 4-6 月进入试生产阶段，2016 年 7 月份正式生产。
酸酸乙烯扩产技改	3.10	1.02	银行贷款 21,722.50 万元占总投资的 70%	自筹比例 30%为 10,200 万元全部到位	目前完成 50%的设备定购及全部材料采购工作。
低热值煤热电联产项目	33.16	3.70	--	37,000 万元全部到位，剩余资金由合作方投入	已完成建设进度 10%，后期公司不再投入，剩余建设资金由合作方投入。
合计	**46.99**	**14.53**	--	--	--

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目投资规模较大，面临着一定的资本支出压力。未来，随着上述项目的建成达产，公司的经营效率将有所提升。

7．经营风险

（1）煤炭价格低位徘徊影响公司煤炭板块盈利能力

2012年以来，煤炭销售价格下降、煤炭进口增加等因素都对煤炭生产企业带来了冲击，虽然公司新采掘了露天煤矿等成本较低的煤矿，但受行业低迷影响，公司盈利能力受到限制。

（2）PVA价格低位徘徊，影响公司化工板块盈利能力

PVA产品的价格自2011年全国产能无序扩张后，产能过剩的问题便一直较为突出，2015年相

关产品价格持续走低，公司盈利能力受到限制。

8．未来发展

公司未来的发展战略为紧抓内蒙古自治区及鄂尔多斯经济快速发展的良好机遇及自治区煤炭企业兼并重组的契机，建设一批技术含量高、产品附加值高、产业关联度高的项目。并走上一条资源综合利用、清洁、高效、低能耗的循环产业示范之路。

（1）煤炭板块规划

公司对于结算能力比较弱，可能存在风险的，公司逐步减少业务往来，确保与国有企业的业务。同时，丰富产品类型，针对客户细化需求。

（2）化工板块规划

公司将进行PVA下游产品端口的延伸；资源回收利用上，焦炉尾气回收利用已在发改委备案完成，预计将于2016年底或者2017年初开始建设。

总体看，随着公司发展战略的逐步实施，公司未来在行业内的影响力及竞争力将显著增强。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2015 年度合并财务报表已经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。公司提供的 2016 年一季度报表未经审计。公司财务报表按照中国财政部颁布的企业会计准则及其他相关规定（以下合称“企业会计准则”）的要求编制。

2015 年公司合并范围较上年增加 1 家子公司（内蒙古双欣高分子材料技术研究院有限公司），减少 1 家子公司（鄂尔多斯市新华结晶硅有限公司），合并范围变化不大，财务数据可比性尚可。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 191.45 亿元，负债合计 117.20 亿元，所有者权益（含少数股东权益）74.25 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 62.04 亿元。2015 年，公司实现营业收入 79.81 亿元，净利润（含少数股东损益）3.93 亿元，其中归属于母公司净利润合计 2.32 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.51 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.99 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司合并资产总额 190.32 亿元，负债合计 115.56 亿元，所有者权益（含少数股东权益）74.76 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 62.19 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 18.50 亿元，净利润（含少数股东损益）0.54 亿元，其中归属于母公司净利润合计 0.17 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.70 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.34 亿元。

2．资产质量

截至 2015 年末，公司合并资产总额为 191.45 亿元，较年初增长 10.76%，主要系流动资产大幅增长所致。其中，流动资产占 33.93%（较年初提高 6.96 个百分点），非流动资产占 66.07%，公司资产结构仍以非流动资产为主。

流动资产

截至 2015 年末，公司流动资产为 64.95 亿元，较年初增长 39.35%，主要系预付款项和其他应收款大幅增长所致。流动资产构成仍以货币资金（占 31.39%）、应收账款（占 13.17%）、预付款项（占 20.98%）和其他应收款（占 23.16%）为主。其中，货币资金为 20.39 亿元（受限货币资金占 49.98%），较年初增长 17.88%，主要系公司加强外部融资所致；应收账款账面价值为 8.55 亿元，较年初增长 10.52%，主要系公司营业收入扩大带动应收账款增加所致，公司根据信用风险特征计

提坏账准备 0.06 亿元，考虑到账龄较短（96.42%为一年期以内），公司计提比例较为合理；预付款项为 13.63 亿元，较年初增长 100.24%，主要为公司为降低采购成本，加大预付原煤款和工程款力度以享受优惠所致；其他应收款为 15.04 亿元，较年初增长 136.61%，主要为应收转让子公司新华结晶硅股权价款和控股股东往来款增加所致。

非流动资产

截至 2015 年末，公司非流动资产为 126.49 亿元，与年初基本持平。非流动资产构成仍以固定资产（占 50.17%）、在建工程（占 8.87%）、无形资产（占 9.97%）和商誉（占 21.87%）为主。其中，固定资产账面价值为 63.46 亿元，较年初增长 7.91%，主要系在建工程转入所致，累计折旧 15.70 亿元，成新率为 80.17%，处于较好水平，用于抵押担保而使用受限的固定资产为 33.88 亿元，受限比例达 53.39%；在建工程账面价值为 11.23 亿元，较年初下降 38.26%，主要系宏基亿泰 LNG 项目和活性炭项目转入固定资产所致；无形资产账面价值 12.61 亿元，主要是土地使用权和采矿权，较年初下降 2.14%，主要系摊销所致，其中，用于质押而使用受限的无形资产合计 10.84 亿元，受限比例为 85.96%；公司商誉为 27.66 亿元，较年初增长 4.35%，主要系支付乌海市蒙港投资有限公司剩余股权收购价款所致。

截至 2016 年 3 月末，公司资产总额 190.32 亿元，较年初减少 0.59%，基本保持稳定。其中，流动资产和非流动资产占比分别为 34.09%和 65.91%，流动资产占比较年初略有上升。

总体看，跟踪期内，公司资产结构基本稳定，仍偏重非流动资产，固定资产成新率较高；但公司受限资产比例较高，整体资产质量一般。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2015 年末，公司负债总额为 117.20 亿元，较年初增长 11.28%，主要系非流动负债的增加所致。其中，流动负债占 45.33%（较年初降低 3.71 个百分点），非流动负债占 54.67%，公司负债结构较为均衡。

截至 2015 年末，公司流动负债合计 53.13 亿元，较年初增长 2.87%。流动负债构成以短期借款（占 20.34%）、应付票据（占 42.45%）和其他流动负债（占 22.77%）为主。其中，短期借款为 10.81 亿元，较年初增长 3.15%，其中质押借款占比 18.95%、抵押借款占比 14.80%、保证借款占比 66.24%；应付票据为 22.55 亿元，较年初下降 7.79%，主要系以票据方式结算减少所致；其他流动负债为 12.10 亿元，较年初增长 101.37%，主要系公司 2015 年 1 月发行 6 亿元“15 双欣 PPN001”所致。

截至 2015 年末，公司非流动负债合计 64.07 亿元，较年初增长 19.37%，主要系应付债券的增加所致。非流动负债构成以长期借款（占 65.59%）和应付债券（占 29.03%）为主。其中，公司长期借款为 42.03 亿元，较年初减少 15.25%，主要系公司发行直接融资工具时直接偿还了部分长期借款所致，其中 2017 年到期的部分占比 55.83%，2018 年到期的部分占比 27.85%，存在一定集中偿付风险；公司应付债券为 18.60 亿元，主要系公司成功发行“15 双欣债”10.60 亿元和两期中期票据合计 8 亿元所致。

截至 2015 年末，公司全部债务为 109.06 亿元，较年初增长 15.49%，其中长期债务占 58.41%，短期债务占 41.59%，公司成功发行公司债券和中期票据使得债务结构进一步改善。从债务指标看，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 61.22%、59.50%和 46.18%，较年初分别上升 0.28 个百分点、1.19 个百分点和 1.98 个百分点，公司债务负担有所加重，但仍属

可控。

截至 2016 年 3 月末，公司负债合计 115.56 亿元，较年初减少 1.39%。公司负债中，流动负债和非流动负债分别占比 45.31%和 54.69%，负债结构较年初变动不大。

总体看，跟踪期内，公司负债规模进一步增长，非流动负债占比略高；债务负担有所加重，但仍属可控，债务结构进一步改善。

所有者权益

截至 2015 年末，公司所有者权益合计 74.25 亿元，较年初增长 9.96%，其中归属于母公司所有者权益占 83.56%（较年初提高 0.20 个百分点），少数股东权益占 16.44%，归属于母公司所有者权益占比略有上升。

截至 2015 年末，归属于母公司所有者权益合计 62.04 亿元（占所有者权益的 83.56%），较年初增长 10.24%，系资本公积和未分配利润增长所致。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 21.14%，资本公积占 31.94%、未分配利润占 44.25%。其中，实收资本较年初增长 7.63%，主要系公司引入战略投资者华融西部开发投资股份有限公司并投入 0.93 亿元所致；资本公积较年初增长 13.99%，本期增加的资本公积 3.07 亿元为华融西部开发投资股份有限公司投入所致，减少的资本公积 0.64 亿元为公司处置新华结晶硅所致。

截至 2016 年 3 月末，公司所有者权益合计 74.76 亿元，较年初增长 0.69%；归属于母公司所有者权益合计 62.19 亿元，较年初增长 0.24%。所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益以归属于母公司所有者权益为主，其中未分配利润占比较高，公司所有者权益结构稳定性一般。

4．盈利能力

由于贸易业务规模的扩大，2015 年，公司实现营业收入 79.81 亿元，较上年增长 6.39%；营业成本 64.24 亿元，较上年增长 13.10%；公司营业利润率下降 4.59 个百分点至 18.95%，主要系 PVA 和电石贸易业务的毛利率较低所致。

从期间费用看，公司期间费用较上年下降 2.90%至 12.95 亿元，主要系财务费用的减少所致。其中，销售费用较上年增长 2.73%，主要系营业规模的扩大导致的运输费用的增加所致；管理费用较上年较少 0.51%，基本保持稳定；财务费用较上年减少 8.01%，主要系融资成本的降低所致。2015 年，公司费用收入比为 16.22%，较上年降低 1.56 个百分点，在营业收入增长的同时，公司期间费用略有下降，公司整体费用控制能力较强。

2015 年，公司资产减值损失 0.41 亿元，同比增长 404.66%，主要系经商誉减值测试，公司分别对准格尔旗鸿鑫纳户沟煤炭有限责任公司、昌吉州铁斯克煤矿有限责任公司、鄂托克旗乌仁都西煤焦有限责任公司和乌海市蒙港投资有限公司提取减值准备 570.00 万元、77.00 万元、330.00 万元和 990.00 万元所致，对营业利润的影响不大；实现投资收益 2.49 亿元，较上年增长 147.54%，主要系 2015 年处置长期股权投资新华结晶硅所致，投资收益占营业利润的 58.57%，较上年上升 39.38 个百分点，公司对投资收益的依赖程度较高，但可持续性较差；实现营业外收入 0.74 亿元，较上年减少 45.24%，主要系政府补助减少所致。营业外收入占利润总额的 15.07%，较上年减少 5.63 个百分点，依赖程度有所下降。

从盈利指标看，2015 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.57%、5.82%和 5.54%，较上年分别下降 1.52 个百分点、1.61 个百分点和 2.16 个百分点，主要系公司煤炭和化工业务板块盈利水平下降以及毛利率较低的贸易规模扩大所致。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 18.50 亿元；公司实现净利润 0.54 亿元；综合毛利率为 17.60%。

总体看，跟踪期内，受煤炭和化工行业的行业环境影响，公司盈利能力有所下滑。同时，受公司处置子公司的影响，公司投资收益大幅增加，营业利润对投资收益的依赖程度较高。

5．现金流

2015 年，公司经营活动现金流入为 80.12 亿元，同比下降 4.44%，主要系公司电石业务以收取半年期的银行承兑汇票为主的结算模式所致；经营活动现金流出为 71.61 亿元，同比增长 1.79%，主要系业务规模的扩大所致。受上述因素的共同影响，公司经营活动现金净流入 8.51 亿元，同比下降 36.95%；现金收入比为 98.63%，同比下降 11.35 个百分点，收入实现质量有所下降。

2015 年，公司投资活动现金流入为-0.64 亿元，同比减少 172.81%，主要系处置新华结晶硅收到的现金净额为-1.06 亿元所致。其中，新华结晶硅于本期收到的现金或现金等价物 0.45 亿元；丧失控制权日新华结晶硅持有的现金及现金等价物为 1.51 亿元。2015 年，公司投资活动现金流出为 20.56 亿元，同比增长 165.25%。其中，投资支付的现金为 6.81 亿元，同比增长 1,374.98%，主要系公司新增对内蒙古北方蒙西发电有限责任公司 10%的股权 3.60 亿元和购买泽然 7 号平衡型基金 0.90 亿元所致；支付其他与投资活动有关的现金由零增长至 7.44 亿元，其中对内蒙古双欣资源控股有限公司、定期存款、鄂尔多斯市富瑞德能源有限责任公司和准格尔旗千秋煤炭运销有限责任公司的支付金额分别为 4.79 亿元、0.30 亿元、1.01 亿元和 1.34 亿元，主要是对母公司的投资支出。2015 年，公司投资活动现金净流出 21.20 亿元。

公司筹资活动现金流入为 56.66 亿元，同比增长 26.52%，主要系 2015 年新发行债券增加所致；筹资活动现金流出为 39.98 亿元，同比减少 12.06%。2015 年，筹资活动现金净流入为 16.68 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 1.70 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.56 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-3.48 亿元；公司较大规模偿还债务，同时加大项目建设资金投入，现金及现金等价物净流出 2.34 亿元。

总体看，公司收入实现质量有所下降，经营活动现金流量不能满足其大额的投资活动现金需求，公司进行了大额的外部筹资，公司筹资活动通道通畅。

6．偿债能力

受到为降低采购成本公司加大预付款力度和公司处置新华结晶硅的股权转让价款增加的共同影响，2015 年末公司流动比率由年初的 0.90 倍上升至 1.22 倍，速动比率则由年初的 0.77 倍上升至 1.14 倍；受到外部融资增强的影响，公司现金短期债务比由上年的 0.46 倍上升至 0.51 倍。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2015 年公司 EBITDA 合计 14.98 亿元，较上年减少 13.13%，主要由折旧（占比 23.56%）、摊销（占比 5.72%）、计入财务费用的利息支出（占比 37.98%）和利润总额（占比 32.74%）构成。受公司债务规模上升和盈利能力下降的共同影响，公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.18 倍下降至 0.14 倍；EBITDA 利息倍数也由上年的 2.87 倍下降至 2.28 倍，仍处于一般水平。由于经营活动现金流量有所下降，公司经营现金债务保护倍数由 0.14 倍下降至 0.08 倍，保障程度一般。

公司长期与银行保持着良好的合作关系。截至 2016 年 3 月末，公司共获得银行授信 116.71 亿元，其中未使用额度 31.68 亿元，公司融资渠道较为畅通。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1015062400010740L），截至 2016

年 5 月 1 日，公司未结清无关注类、不良/违约类信贷记录；已结清信贷中有 1 笔关注类票据贴现，但已于 2015 年 8 月 22 日结清。

截至 2016 年 3 月末，公司对外担保金额合计 4.82 亿元，担保余额占净资产比例为 6.45%。目前，被担保企业均经营正常，但由于被担保单位均位于内蒙古，地域集中度较高。

表 12　截至 2016 年 3 月底公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	是否关联方	担保金额
内蒙古三维资源集团有限公司	否	3,840.00
鄂尔多斯市博源置业有限责任公司	否	20,592.00
内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限公司	否	10,000.00
内蒙古博源实地能源有限公司	否	11,000.00
鄂尔多斯市金驼药业有限责任公司	否	2,800.00
合计	--	**48,232.00**

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司主要的诉讼事项为：公司就受让乌海市蒙港投资有限公司股权一事，与转让方辉意、辉惠、颖丰公司、昊天发展集团公司和昊天能源控股有限公司（以下简称“香港公司”）产生合同纠纷。2012 年 12 月 6 日，乌海市海南区地方税务局出具告知书，要求公司在支付股权价款时按照规定履行法定代扣代缴义务，因此公司从股权转让价款中扣留 8,000 万元作为营业税保证金。2013 年 4 月 3 日，海南区地方税务局再次发出告知书，由于现在税收政策尚未明确，收回原告知书，但由于第二份告知书没有文号且未明确是否继续履行代扣代缴义务，公司继续扣留 8,000 万元作为保证金。2015 年 5 月 26 日，鄂尔多斯市中级人民法院向公司及公司股东发出《执行通知书》，公司已于 2015 年 7 月 17 日及 2015 年 8 月 6 日分别向鄂尔多斯市中级人民法院支付 200 万元和 1,800 万元，目前剩余保证金 6,000 万元。双方因保证金的支付事宜产生合同纠纷，根据北京高文律师事务所 2016 年 5 月 24 日出具的《关于内蒙古双欣能源化工有限公司与辉意、辉惠、颖丰公司等公司就乌海市蒙港投资有限公司股权转让合同纠纷案的情况说明》，目前，公司正在等待内蒙高院的判决，具体判决时间无法确定，但根据民诉法对普通程序审理期限为六个月的规定，该案件最晚应于 2016 年 10 月 13 日做出相关判决。该事项存在一定的不确定性。

总体看，受盈利能力的下降和债务规模的扩张，公司债务偿还能力有所下降，但仍处于较强水平。公司对外担保有一定的地域集中性；同时，乌海市蒙港投资有限公司的股权转让合同纠纷案判决结果仍存在一定的不确定性，联合评级将持续关注该事项进展情况。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年末，公司现金类资产（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）为 23.22 亿元，为“15 双欣债”本金（10.6 亿元）的 2.19 倍，公司现金类资产对“15 双欣债”的覆盖程度高；净资产为 74.25 亿元，为“15 双欣债”本金（10.6 亿元）的 7.00 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15 双欣债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年公司 EBITDA 为 14.98 亿元，为“15 双欣债”本金（10.6 亿元）的 1.41 倍，公司 EBITDA 对“15 双欣债”的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 80.12 亿元，为“15 双欣债”本金（10.6 亿元）的 7.56 倍，公司经营活动现金流入量对债券本金的覆盖程度高。

综合以上分析，考虑到公司在煤炭资源、原材料供应等方面具有一定的竞争优势，加之公司的全产业链优势，在 PVA、LNG 等方面投资力度加大，公司盈利水平有望提高，公司对“15 双欣债”的偿还能力较强。

八、综合评价

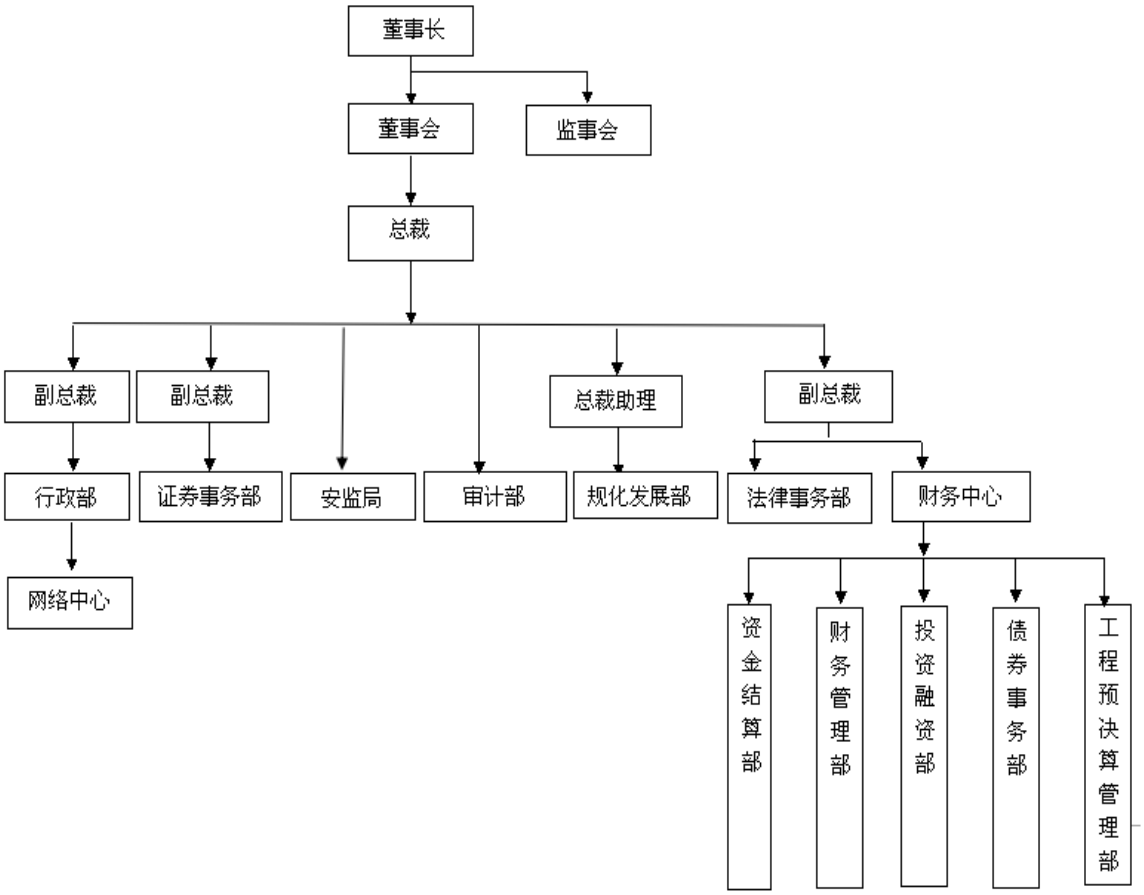
跟踪期内，公司拥有丰富的煤炭资源、良好的资源开采禀赋，煤炭等主营业务生产成本较低等有利因素未发生改变；公司继续深化“煤-电-化”一体化产业链，多元化经营有助于提升产品附加值与抗风险能力。同时，联合评级也关注到公司所处的煤炭、化工等行业产能过剩，价格低迷；公司受限资产占比较高、集中偿付压力较大以及重大未决诉讼等对公司信用水平产生的不利影响的因素。

目前，公司液化天然气项目已建设完成，进入联合试运转阶段，该业务市场前景广阔，未来随着其产能的逐步释放，公司的收入规模将有所提升，综合实力将进一步增强。

综上，联合评级维持公司“AA”的主体长期信用等级，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 双欣债”“AA”的债项信用等级。

附件 1　内蒙古双欣能源化工有限公司

组织架构图



附件 2　内蒙古双欣能源化工有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	172.84	191.45	190.32
所有者权益（亿元）	67.52	74.25	74.76
短期债务（亿元）	40.94	45.36	45.43
长期债务（亿元）	53.49	63.70	62.84
全部债务（亿元）	94.43	109.06	108.27
营业收入（亿元）	75.02	79.81	18.50
净利润（亿元）	4.93	3.93	0.54
EBITDA（亿元）	17.24	14.98	--
经营性净现金流（亿元）	13.50	8.51	1.70
应收账款周转次数（次）	8.88	9.74	--
存货周转次数（次）	8.55	11.62	--
总资产周转次数（次）	0.45	0.44	0.10
现金收入比率（%）	109.98	98.63	112.78
总资本收益率（%）	7.09	5.57	--
总资产报酬率（%）	7.43	5.82	--
净资产收益率（%）	7.70	5.54	0.72
营业利润率（%）	23.54	18.95	17.14
费用收入比（%）	17.78	16.22	14.22
资产负债率（%）	60.94	61.22	60.72
全部债务资本化比率（%）	58.31	59.50	59.16
长期债务资本化比率（%）	44.20	46.18	45.67
EBITDA 利息倍数（倍）	2.87	2.28	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.18	0.14	--
流动比率（倍）	0.90	1.22	1.24
速动比率（倍）	0.77	1.14	1.13
现金短期债务比（倍）	0.46	0.51	0.44
经营现金流动负债比率（%）	26.13	16.02	3.24
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.63	1.41	--

注：1、由于2016年一季度数据未经审计，相关指标未年化。
2、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（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+销售费用+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）
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
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/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且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+以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+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（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。