跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]1040 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”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月二十六日

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 2017 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	2016 年 6 月 24 日

跟踪评级时间：2017 年 6 月 26 日

主要财务数据：

项　目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额（亿元）	191.45	198.97	197.21
所有者权益（亿元）	74.25	77.85	78.87
长期债务（亿元）	63.70	61.53	57.33
全部债务（亿元）	109.06	97.33	100.15
营业收入（亿元）	79.81	84.57	22.79
净利润（亿元）	3.93	3.91	0.97
EBITDA（亿元）	14.98	15.65	--
经营性净现金流（亿元）	8.51	8.37	3.30
营业利润率（%）	18.95	16.39	18.27
净资产收益率（%）	5.54	5.14	1.24
资产负债率（%）	61.22	60.87	60.01
全部债务资本化比率（%）	59.50	55.56	55.94
流动比率（倍）	1.22	1.19	1.10
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.16	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.28	2.43	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.41	1.48	--

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，这些差异是由于四舍五入造成的；2、2017 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，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，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司电力板块收入和毛利率明显下滑；公司受限货币资金占比较高、利润对投资收益和营业外收入有一定依赖，主营业务盈利能力一般等因素均对公司信用水平产生的不利影响。

目前，随着煤炭行业景气度上行，公司的收入和规模将有所提升，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”的债项信用等级“AA”。

优势

1．跟踪期内，公司拥有丰富的煤炭资源、良好的资源开采禀赋，同时继续深化“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，公司化工板块向好，PVA 生产技术方面拥有较为明显的技术优势；保持较高的产能利用率，产销量维持增长，市场竞争力强。公司 LNG 业务产能释放，LNG 业务收入及利润大幅增长。

3．公司经营现金流情况较好，投资以财务投资和战略投资为主，对外融资压力较小。

关注

1．公司电力板块收入及毛利率明显下滑，随着煤炭价格的持续增长，公司电力板块盈利能力可能继续下行。

2．公司利润对投资收益和营业外收入有一定依赖，主营业务盈利能力一般。

3．公司应收账款和其他应收款占比较高，对资金形成一定占用；公司商誉规模较大，存在一定减值风险；公司受限货币资金占比较高，整体资产质量一般。

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

王　越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

岳　俊

电话：010-85172818

邮箱：yuej@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：王俊

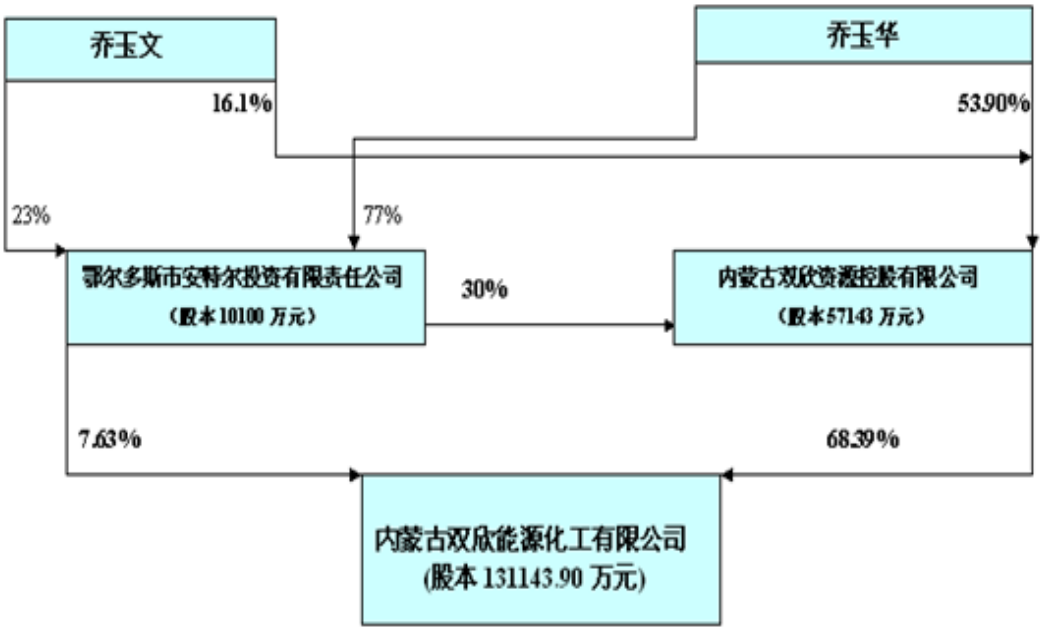
联合信用评级有限公司

一、主体概况

内蒙古双欣能源化工有限公司（以下简称“公司”或“双欣能源”）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 年至今，公司经多次增资扩股及股权变更。截至 2017 年 3 月末，公司注册资本为 131,143.90 万元，双欣控股持股 68.39%，为公司的控股股东；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 76.02%的股权，是公司的实际控制人。

图1　截至2017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；组织结构无变化。截至 2017 年 3 月末，公司共有在职员工 5,136 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 198.97 亿元，负债合计 121.12 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 77.85 亿元，归属于母公司的所有者权益 65.09 亿元。2016 年，公司实现营业收入 84.57 亿元，净利润（含少数股东损益）3.91 亿元，归属于母公司所有者的净利润 3.07 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.37 亿元，现金及现金等价物净增加额 52.05 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 197.21 亿元，负债合计 118.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 78.87 亿元，归属于母公司的所有者权益 65.93 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 22.79 亿元，净利润（含少数股东损益）0.97 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.30 亿元，现金及现金等价物净增加额 20.37 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

本次债券名称为“内蒙古双欣能源化工有限公司 2015 年公司债券”，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 2017 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。公司已于 2016 年 12 月 5 日足额支付 2015 年 12 月 4 日至 2016 年 12 月 2 日利息。

三、行业分析

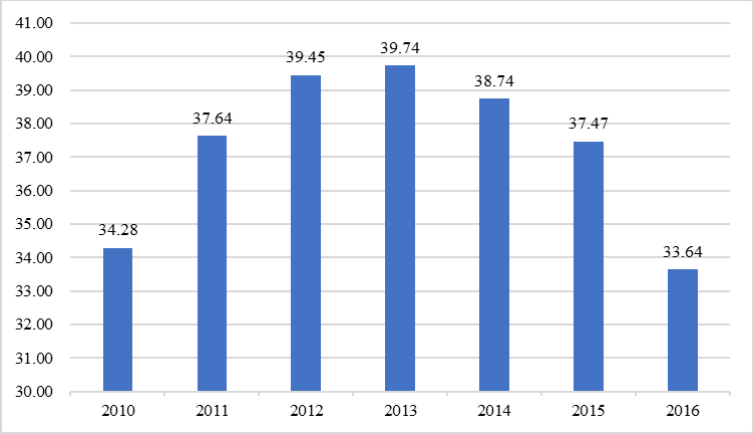
公司主要经营煤炭开采批发、化工产品（主要为聚乙烯醇）等产品的生产制造。2016 年公司煤炭和化工产品营业收入分别占主营业务收入的 41.94%和 50.50%。

1. 煤炭行业

（1）煤炭供需

从供给看，2016 年是煤炭行业供给侧改革的第一年，2016 年，煤炭供给侧改革计划去产能目标 2.50 亿吨，已超额完成，原煤产量较上年进一步下降 10.22%至 33.64 亿吨。如下图所示。

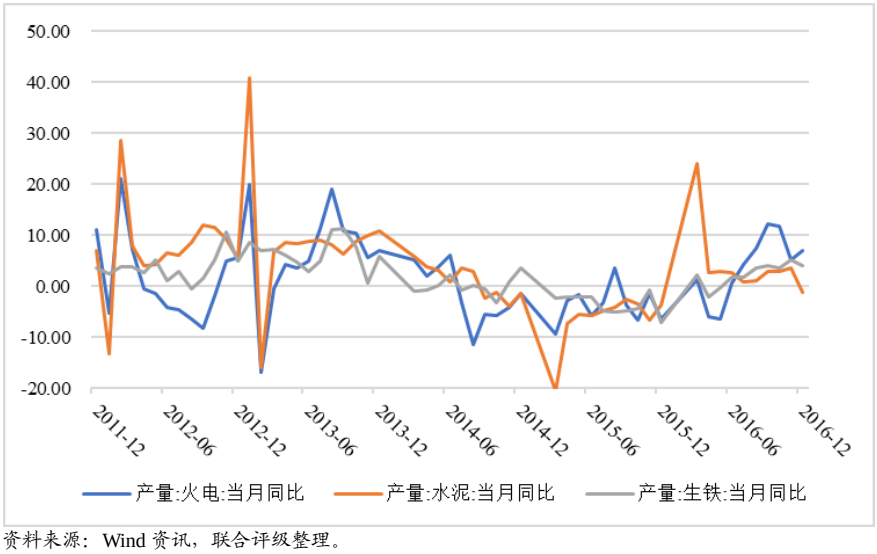
图 2　2010~2016 年我国原煤产量情况（单位：亿吨）



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，约占煤炭总需求的 82.50%，其中电力约占 51.50%，建材约占 16.50%，钢铁约占 14.50%。从需求看，进入 2016 年，随着宏观经济回暖，主要耗煤行业产品产量有所增长，如下图所示。

图 3　2011 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，为便于比较，此处省略相关数值。

总体看，进入 2016 年，受供给侧改革影响，煤炭供给进一步下降，而下游需求有所增长，煤炭行业供求状况得到较大改善。

（2）煤炭价格和集中度

受国家供给侧改革实施影响，2016 年，动力煤价格小幅上涨，截至 2016 年 6 月底，环渤海动力煤平均价回升至 401.00 元/吨，截至 2016 年底，环渤海动力煤（Q5,500K）平均价 593 元/吨，已升至 2013 年中旬水平。

2017 年 1~3 月，受季节性需求增长的影响，国家发改委陆续放开先进产能的年开采时间，煤炭短期供给增长，导致煤炭价格较为稳定。考虑到国民经济下行压力较大、发改委去产能的决心、以及中煤集团、神华集团煤炭长期协议价格，煤价未来继续大幅波动的可能性较小。

图 4　2006 年以来全国综合煤炭价格指数走势



资料来源：Wind 资讯

从集中度来看，近年来持续低迷的煤价使很多中小型煤炭企业难以为继，截至 2016 年底，我国煤炭开采和洗选业企业减少至约 5,600 家，依据中国煤炭工业协会发布的中国煤炭企业煤炭产量排名，2016 年，随着部分煤企兼并重组、抱团取暖，该比例有所上涨。但我国煤炭行业竞争仍然较为

激烈，大量小型煤炭生产企业对煤炭总产量的影响仍然很大。

总体看，在煤炭去产能的影响下，2016 年国内煤炭价格有较大幅度回升，煤价未来继续大幅波动的可能性较小。

（3）行业政策

2016 年以来，国家出台了一系列政策化解煤炭行业过剩产能，并出台了相应的配套措施保证煤炭行业供给侧改革的稳步实施。同时，为稳定煤价，政府鼓励签订煤炭中长期合同，并确保合同的实施。

表 1　2016 年以来煤炭行业主要政策

时间	法条	主要内容
2016 年 2 月	《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》	“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”。“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”。
2016 年 3 月	《关于进一步规范和改善煤炭生产经营秩序的通知》	明确了煤矿生产按 276 个工作日产能核定标准。
2016 年 9 月	《关于适度增加部分先进产能投放保障今冬明春煤炭稳定供应的通知》	拓展四季度参与增产煤矿的范围，恢复煤矿 330 天工作日，保障煤炭市场稳定供应。
2017 年 3 月	做好 2017 年煤炭去产能中的职工安置工作	人力资源社会保障部、国家发展改革委、工业和信息化部、财政部和国务院国资委五部门下发通知，要求各地相关部门、有关中央企业抓好工作部署、拓宽安置渠道、保障职工权益、强化组织实施，确保分流职工就业有出路、生活有保障，确保不发生因职工安置引发的规模性失业和重大群体性事件。
2017 年 4 月	《关于进一步加快建设煤矿产能置换工作的通知》	要求相关单位进一步加快建设煤矿产能置换增减挂钩工作。《通知》鼓励跨省（区、市）实施产能置换、鼓励实施兼并重组、支持地方统一实施产能置换，鼓励已核准的煤矿建设项目通过产能减量置换承担化解过剩产能任务。
2017 年 4 月	《关于加快签订和严格履行煤炭中长期合同的通知》	明确要求 4 月中旬前完成合同签订工作，确保签订的年度中长期合同数量占供应量或采购量的比例达到 75%以上。4 月起，每月 15 日前将合同履行情况上报国家发改委，确保年履约率不低于 90%。

资料来源：联合评级根据公开资料整理

总体看，2016 年以来，政府加大煤炭行业供给侧改革力度，一系列保障措施有利于供给侧改革的顺利实施，有利于煤炭行业未来的稳定发展。

（4）行业关注

供给侧改革

2016 年 2 月起，我国开始煤炭行业供给侧改革，但其执行难度较大。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。2016 年上半年，煤炭去产能进度低于计划目标，且季节性下游煤炭需求的旺盛推升了煤炭价格，使得去产能工作更加困难。未来，煤炭去产能的困难依然长期存在，短期的去产能成效需要长期的政策保障。

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。

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。

2. 聚乙烯醇（PVA）行业

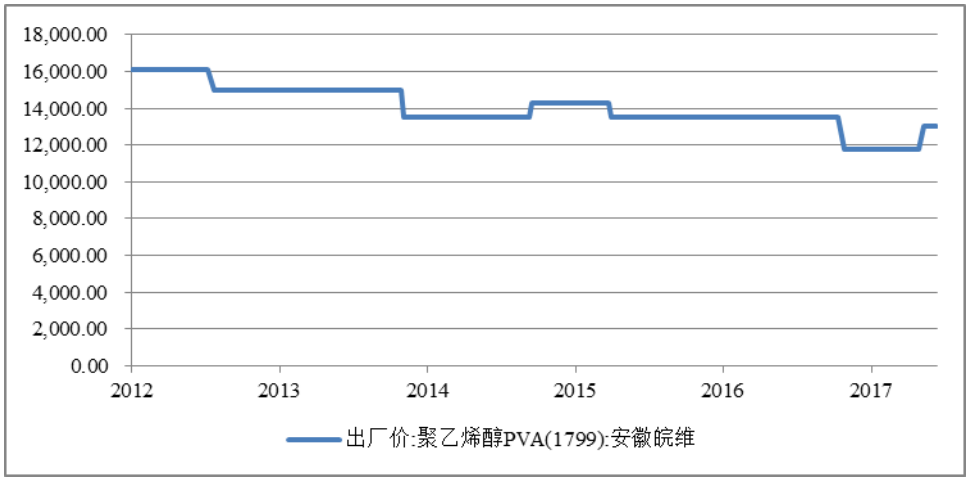
聚乙烯醇，有机化合物，是重要的化工原料，用于制造聚乙烯醇缩醛、耐汽油管道和维尼纶合成纤维、织物处理剂、乳化剂、纸张涂层、粘合剂、胶水等。

我国聚乙烯醇行业产能和规模不断扩大，中西部地区凭借丰富的能源资源优势，其产能快速增长，已逐步成为主要聚乙烯醇生产地区。目前国内聚乙烯醇产能已达 120 万吨，实际消费量只有 60 万吨左右，已形成产能严重过剩的局面，行业产能过剩、无序竞争给企业发展带来巨大障碍。

行业竞争方面，中石化四川维尼纶厂、安徽皖维高新材料股份有限公司（以下简称“皖维高新”）和双欣环保形成三足鼎立的态势。行业内产能方面，皖维高新生产能力为 28.50 万吨/年（含广维以及蒙维产能），约占总生产能力的 23.15%，是国内最大的生产商；其次是中石化四川维尼纶厂，生产能力为 16.50 万吨/年，约占总生产能力的 13.40%；再次是双欣环保，生产能力为 13.00 万吨/年，约占总生产能力的 9.94%。

价格方面，安徽皖维 PVA 价格自 2012 年开始持续小幅下降。2017 年 6 月 15 日降至 13,000.00 元/吨。

图 5　2012 年以来煤炭行业主要政策



资料来源：联合评级根据公开资料整理

工信部于 2016 年 9 月 28 日发布了《化纤工业“十三五”发展规划》，以促进化纤工业结构调整和转型升级，鼓励发展包括 PVA 等衍生物在内的生物降解塑料，促进高强高模聚乙烯醇纤维等高性能纤维产业化，同时提升工业清洁生产水平。2016 年 9 月 29 日，工信部发布了《石化和化学工业发展规划（2016-2020 年）》，指出要“加强可降解塑料等绿色产品的开发和推广应用”，“发展用于水处理、传统工艺改造以及新能源用功能性膜材料。重点开发新型生物基增塑剂和可降解高分子材料。”

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无变化；公司董事、监事及高级管理人员无变动；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。2016年，公司实现营业收入84.57亿元，同比增长5.96%，主要系煤炭业务收入增长所致；实现净利润3.91亿元，同比减少0.62%，主要系毛利率下降所致。

2016年，公司实现主营业务收入83.07亿元，同比增长5.54%。占营业收入的比重为98.23%，主营业务突出。主营业务收入构成方面，煤炭采掘业务以及化工业务仍是公司收入的主要来源，受煤炭业务中煤炭贸易收入增长影响，煤炭业务收入增至34.84亿元，占比随之增至41.94%，提升7.50个百分点；化工业务（包括PVA、醋酸乙烯、高强高模纤维、电石以及LNG）收入同比下降4.05%至41.95亿元，主要系化工产品价格下滑所致，2016年占比降至50.50%，仍为公司收入来源中占比最大的业务板块。电力板块收入同比下降9.31%至5.16亿元，主要系2016年上半年工业开工不足，且公司对发电机组进行检修，使电力板块整体负荷下降，同时电力价格下调所致。

表2　2015~2016年公司主营业务收入及利润率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 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	27.11	34.44	18.16	34.84	41.94	15.34	28.51	下降 2.82 个百分点
电力	5.69	7.23	48.55	5.16	6.22	31.76	-9.31	下降 16.79 个百分点
化工	43.72	55.54	16.16	41.95	50.50	16.69	-4.05	上升 0.53 个百分点
其他	2.20	2.79	25.65	1.11	1.34	29.05	-49.55	上升 3.40 个百分点
合计	**78.71**	**100.00**	**19.46**	**83.07**	**100.00**	**17.23**	**5.54**	**下降 2.23 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2016年1~9月煤炭价格低迷，以及煤炭板块中毛利率较低的煤炭贸易占比升高，煤炭板块毛利率继续下滑至15.34%。电力业务方面，受电力业务发电规模下降影响，电力板块单位成本上升，同时电价下降，导致电力业务毛利率较上年下降16.79个百分点至31.76%。化工业务产品较多，整体毛利率较为稳定，2016年为16.69%。受上述因素影响，2016年公司综合毛利率为17.23%，较上年下降2.23个百分点。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 22.79 亿元，较上年同期增长 23.19%，主要系煤炭行业景气度上行，公司煤炭业务收入增长所致；公司实现净利润 0.97 亿元，较上年同期增长 79.63%，其中归属于母公司所有者的净利润 0.76 亿元。

总体看，受煤炭贸易规模扩大影响，2016年公司营业收入稳步增长；受煤炭和电力板块毛利率下降影响，公司综合毛利率较上年有所下降。

2. 煤炭业务

2016年，公司煤炭业务板块中煤炭贸易实现收入20.75亿元，占比59.56%；煤炭业务实现收入13.94亿元，占比40.01%；其他产品收入0.15亿元，占比0.43%。

（1）资源储备

2016年10月31日公司将子公司--昌吉州铁斯克煤矿有限责任公司51%股权转让给北京诚信安邦商贸有限公司，故从2016年起昌吉州铁斯克煤矿有限责任公司不再纳入合并范围。

截至2016年末，公司拥有5家煤矿企业，较上年减少1家（铁斯克煤矿），上述5家煤矿企业煤炭

资源探明储量合计为2.75亿吨，可采储量1.29亿吨，较上年减少19.56%，主要煤种为优质动力煤和炼焦煤。

表3　截至2016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	4,635	120	在产
乌仁都西	不粘煤	11,216	2,284	180	在产
鸿鑫纳户沟	动力煤	2,056	1,370	120	在产
天誉煤炭	炼焦煤	5,187	2,977	120	技改
天裕工贸	炼焦煤	3,323	1,649	60	在产
合计		**27,546**	**12,915**	**600**	--

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，公司持股占比为45%，权益储量4.42亿吨；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，公司持股占比为42%，公司持有长城六号矿业42%的股权，权益储量0.53亿吨。

总体看，跟踪期内，公司出售昌吉州铁斯克煤矿有限责任公司，探明储量和可采储量均有所下降；公司参股两家矿业公司，权益储量较大。

（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600万吨/年，目前在产产能480万吨/年（乌海市天誉煤炭有限责任公司产能120万吨/年处于技改状态）。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。均较上年无变化。

2016年，受天裕工贸产能释放影响，公司主要煤矿原煤产量同比增长19.21%至297.16万吨，具体情况如下表所示。2016年四季度开始，行业景气度上行，但受2016年前三季度行业下游需求维持低位影响，2016年公司原煤、精煤、中煤和煤泥产量均有所下滑

表4　公司各煤矿煤炭各类产品产量情况（单位：万吨、%）

产品	2015 年	2016 年	同比变动
原煤	249.27	297.16	19.21
精煤	295.94	218.36	-26.21
中煤	175.44	160.55	-8.49
煤泥	28.57	25.77	-9.80

表5　公司各煤矿煤炭产量情况（单位：万吨、%）

下属煤矿及洗煤厂	产品	2015 年	2016 年	同比变动
正丰煤矿	原煤	96.60	100.72	4.27
	精煤	156.20	66.25	-57.59
	中煤	94.67	41.39	-56.28
	煤泥	15.11	10.06	-33.42
乌仁都西煤矿	原煤	79.67	76.72	-3.70
鸿鑫纳户沟煤矿	原煤	64.89	50.90	-21.56

天誉煤炭	原煤	--	34.59	--
天裕工贸	原煤	8.10	34.23	322.59
本部洗煤厂	精煤	46.34	77.93	68.17
	中煤	42.46	64.22	51.25
	煤泥	3.29	5.60	70.21
蒙港洗煤厂	精煤	93.40	74.18	-20.58
	中煤	38.32	54.94	43.37%
	煤泥	10.18	10.12	-0.59
其他	原煤	0.12	--	--

资料来源：公司提供

2016年，公司洗煤厂原煤采购量为347.36万吨，同比下降93.93%，公司减少原煤外销，将自产原煤用于洗煤厂，外采原煤减少。受2016年9月份煤炭价格大幅上涨影响，公司外采煤炭价格明显上涨。

表6 公司洗煤厂原煤采购情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目		2015 年	2016 年	同比增长
本部	采购量	137.71	145.11	5.37
	采购均价	155.96	225.10	44.33
天誉煤炭	采购量	190.01	161.73	-14.88
	采购均价	167.27	206.95	23.72
正丰矿业	采购量	260.08	40.52	-84.42
	采购均价	201.34	330.19	64.00
合计	**采购量**	**587.80**	**347.36**	**-40.91**
	采购均价	--	--	--

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。

（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无变化。

2016年四季度开始，行业景气度上行，但受2016年前三季度行业下游需求维持低位影响，公司2016年原煤、精煤、中煤和煤泥销量均有所下滑；受到行业内煤炭价格回升影响，公司各主要煤炭产品的价格亦均呈小幅增长趋势。从产销率来看，精煤和原煤基本可以实现满产满销；原煤产销率大幅下降至50.66%，主要系公司原煤用于自有洗煤厂比例增加所致；煤泥产销率大幅增至129.61%。

表 7 公司煤炭的销售情况（单位：万吨、%）

项目	2015 年			2016 年		
	销售量	平均价格	产销率	销售量	平均价格	产销率
原煤	217.93	173.89	87.43	133.19	179.18	50.66
精煤	295.89	422.02	99.98	208.41	449.86	95.44
中煤	160.25	116.55	91.34	160.10	124.17	99.72
煤泥	24.89	30.05	87.12	33.40	45.35	129.61

资料来源：公司提供
注：上表所列销量不含贸易销量

2016年，公司前五大销售客户主要为甘肃酒钢集团宏兴钢铁股份有限公司等，整体销售收入在煤炭收入中占比19.02%，集中度明显下降。

（5）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。2016年，煤炭板块贸易产品综合毛利率为6.72%。

从采购价格看，受煤炭行业景气度回升影响，公司煤炭采购价格整体呈增长趋势，但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略有不同。

从采购量来看，主要受煤炭市场形势影响，2016年前三季度煤炭价格持续低迷，煤炭板块利润率降低，公司为减少自有储量资源的消耗，同时为满足长期合作的下游客户的正常需求，公司加大了贸易煤的采购，公司煤炭贸易量明显增长。未来随着煤炭价格的回暖，公司2017年计划大幅增加自产产量。其中，公司本部采购量快速增长，仍以原煤为主，但精煤和中煤采购量快速增长；乌仁都西煤矿一直经营原煤贸易业务，2016年贸易量较上年增长40.29%至238.21万吨；2016年正丰矿业煤矿与自2014年开展业务的鸿鑫纳户沟煤矿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。具体情况采购如下表所示：

表 8　公司煤炭贸易情况

项目		2015 年	2016 年	同比变化（%）
本部	原煤采购量（单位：万吨）	125.89	186.00	47.75
	原煤采购价格（单位：元/吨）	231.92	274.84	18.51
	精煤采购量（单位：万吨）	25.82	69.26	168.24
	精煤采购价格（单位：元/吨）	485.15	498.53	2.76
	中煤采购量（单位：万吨）	14.29	35.35	147.38
	中煤采购价格（单位：元/吨）	117.16	143.30	22.31
乌仁都西	原煤采购量（单位：万吨）	169.80	238.21	40.29
	原煤采购价格（单位：元/吨）	184.39	174.04	-5.61
正丰矿业	原煤采购量（单位：万吨）	--	128.34	100.00
	原煤采购价格（单位：元/吨）	--	144.36	100.00
	精煤采购量（单位：万吨）	5.63	86.67	1,439.43
	精煤采购价格（单位：元/吨）	413.57	397.64	-3.85
	中煤采购量（单位：万吨）	32.95	51.92	57.57
	中煤采购价格（单位：元/吨）	113.14	132.06	16.72
鸿鑫纳户沟	原煤采购量（单位：万吨）	53.11	42.64	-19.71
	原煤采购价格（单位：元/吨）	168.28	240.15	42.71
天誉煤炭	原煤采购量（单位：万吨）	--	31.55	-4.57
	原煤采购价格（单位：元/吨）	--	353.23	-10.12
	精煤采购量（单位：万吨）	33.06	37.48	100.00
	精煤采购价格（单位：元/吨）	392.99	131.32	100.00
天裕工贸	原煤采购量（单位：万吨）	10.27	45.17	339.82
	原煤采购价格（单位：元/吨）	125.78	189.73	50.84

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司划出昌吉州铁斯克煤矿有限责任公司，探明储量和可采储量均有所下降；受煤炭行业2016年1~9月底部运行影响，公司减少煤炭销售，稳定自身煤炭产量，减少外采原煤量；煤炭贸易业务量迅速展开，毛利率较低，降低了煤炭业务板块整体毛利率。受煤炭行业1~9月底部运行影响，公司煤炭业务仍处于收缩态势，但随着2016年9月，煤炭价格大幅上扬，公司煤炭业务收入和利润快速增长。

3. 化工业务

化工业务收入来自电石、PVA、LNG及化工附属产品；2016年电石业务收入16.27亿元，综合毛利率为18.45%；PVA业务收入为14.92亿元（其中PVA收入11.19亿元、高强高模纤维收入0.53亿元、附属产品收入2.54亿元），综合毛利率为22.50%；LNG业务收入10.63亿元，综合毛利率为4.75%，LNG附属产品收入0.14亿万元。

（1）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”）。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，PVA各原材料采购略有增长，公司原材料采购价格随行就市，近两年主要原材料（电石）采购价格较为稳定。2016年公司PVA业务前五大采购额合计4.74亿元，占该板块总采购额的18.09%。

表9 公司PVA原材料采购情况（单位：万吨、元/吨、万元、%）

产品	2015 年		2016 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	25.52	1,880.62	26.43	1,861.86	3.57	-1.00
电煤	49.97	117.49	68.43	131.66	36.94	12.06
醋酸	3.70	1,870.05	4.06	1,582.20	9.73	-15.39
甲醇	1.30	1,445.35	1.72	1,453.66	32.31	0.57
采购成本合计	**62,662.54**		**67,143.12**		**7.15**	

资料来源：公司提供

生产方面，2016年公司PVA产能为13万吨，较上年无变化。2016年产量为12.34万吨，较上年略有下降。产能利用率保持在较高水平。

销售量方面，2016年公司PVA产品销量较上年下降5.08%至17.19万吨。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。2016年，公司PVA产品平均销售价格为0.81万元/吨，较上年下滑14.41%。PVA产品销售渠道畅通，基本实现满产满销。近两年公司PVA产品产销率分别为142.37%和139.30%，主要系销量中包含贸易量所致，扣除贸易量后，产销率基本为100%。

表10 公司PVA产品产销情况

项目	2015年	2016年	同比变化
实际产量（万吨）	12.72	12.34	-2.99
贸易采购量（万吨）	6.43	5.10	-20.68
贸易采购价格（万元）	7,798.16	6,962.43	-10.72
实际销量（万吨）	18.11	17.19	-5.08
平均含税销售价格（元/吨）	9,423.12	8,065.37	-14.41
产销率（%）	142.37	139.30	下降3.07个百分点

资料来源：公司提供
注：此处数据统计包含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。2016年，PVA业务前五名销售客户的销售额占总销售额的比重为30.67%，集中度有所下降。

（2）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。

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159万立方米/天。该项目总占地280亩，总投资9.86亿元。公司LNG项目于2015年7月进入试生产阶段，12月正式投产。

采购方面，LNG产品主要原材料为天然气，全部采购自长庆油田分公司内蒙古苏里格第二天然气处理厂，经净化处理厂处理后方可使用，采购集中度高；辅料包括乙烯、丙烷、异戊烷、液氮、甲基二乙醇胺MDEA、胺活性炭、分子筛、瓷球、脱汞剂、脱苯剂及消泡剂等。公司原、辅料采购基本为现款结算。单位成本方面，2015年11月20日国家发改委下发通知，天然气门站价格下调0.7元/m³，LNG原料气价格下调至1.19元/m³（不含税），LNG吨成本下降735.91元/吨。

公司LNG产品主要为车船用气，其次为工业用气和民用气等，产品销往山东、河北、河南及周边地区，销售环节以现款结算为主。随着产能释放，公司产量和销量快速增长，2016年分别增至35.75万吨和35.81万吨，较上年增长176.06%和194.01%。产销率维持在90%以上。LNG原材料价格下降传导至公司终端产品，2016年平均销售价格（含税）为2,537.08元/吨，较上年下降21.51%。

表11　公司LNG产销情况表（单位：元/吨、万吨、%）

项目	2015 年度	2016 年	同比变化
平均单位成本	2,835.70	2,099.79	-25.95
平均含税销售价格	3,232.47	2,537.08	-21.51
实际产量	12.95	35.75	176.06
实际销量	12.18	35.81	194.01
产销率	94.05	100.17	6.51

资料来源：公司提供

（3）电石业务

公司电石业务的运营主体主要为鄂尔多斯市双欣化学工业有限公司（以下简称“双欣化学”）。

公司电石的生产成本主要以石灰石等原料和电力为主，其中原料占比为35%左右，电力占比为55%左右。公司所在地石灰石和煤炭资源丰富，原料价格较低。电力方面，受益于内蒙当地电力多边交易让利政策，公司单位电力成本较低。电石业务前五大采购金额合计20.4亿元，占该板块原材料采购总额的比例为27.64%。

公司2016年自产电石产量、销量及销售价格均较上年变化不大。贸易销量为8.19万吨，较上年下降61.98%，主要系电石贸易业务略有亏损，公司适当收缩贸易量所致。贸易销售量和销售价格明显下降。

表12　公司电石产销情况表（单位：元/吨、万吨、%）

项目	2015 年度	2016 年	同比变化
生产成本（自产）	1,680.72	1,591.08	-5.33
产量（自产）	89.14	88.40	-0.83
销量（自产）	87.88	88.21	0.38
自产销售价格（不含税）	2,021.43	1,995.50	-1.28
外采成本	1,853.37	1,688.99	-8.87
产量/销量（贸易）	21.54	8.19	-61.98
贸易销售价格（不含税）	1,846.44	1,671.90	-9.45

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司自产PVA和电石产销较为稳定，销售渠道畅通，基本实现满产满销，销售价格随行就市，有所下滑；PVA和电石贸易量均有所下降，电石贸易毛利率持续为负。随着公司LNG业务产能释放，公司该板块收入和利润大幅增长，公司LNG原材料采购集中度高，天然气、LNG原料气和LNG产品价格受政策指导影响明显，均较上年明显下降。

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，2016年发电量为22.38亿度，售电量为18.86亿度，均有所下降，主要系2016年上半年工业开工不足，且公司对发电机组进行检修，使电力板块整体负荷下降所致；双欣电力主要利用煤矸石发电，以当地外购为主，由于煤炭价格于2016年9月开始大幅回升，公司与供煤企业有长期协议，2016年，公司标煤单价持续下降至162.78元/吨。但受发电量下降，对固定成本摊销增加影响，双欣电力火电单位发电成本较上年有所增加，2016年为0.15元/兆瓦时。同时，受上网电价下调影响，公司电价下降至0.27元/千瓦时。

表13　公司电力业务运营情况

火电指标	2015 年	2016 年
总装机容量（万千瓦）	350,400	350,400
发电量（万千瓦时）	257,338	223,837
售电量（亿千瓦时）	215,753	188,572
设备平均利用小时（小时）	6,433	5,762
厂用电率（%）	16.00	15.48
电价（元/千瓦时）	0.29	0.27
供电煤耗（克/千瓦时）	406.40	433.76
标煤单价（元/吨）	201.60	162.78
火电单位发电成本（元/兆瓦时）	0.1396	0.1510

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。

公司发电板块下游客户主要为鄂尔多斯市西金矿冶有限责任公司、内蒙古鄂尔多斯电力冶金股份有限公司氯碱化工分公司、鄂尔多斯市联合化工有限责任公司等企业，均为公司稳定客户，前五大客户销售金额合计占该板块销售金额的98.00%，集中度较高。

总体看，受社会用电需求下降影响，公司电力板块发电量和售电量均明显下降，2016年9月开始，煤炭价格大幅回升，但公司与上游供货商有长期协议，2016年受煤炭价格上涨影响较小，但未来随着煤炭价格稳定较高水平，将给公司电力板块成本带来较大压力，同时上网电价的下调将进一步压缩公司电力板块利润空间。

6. 在建项目情况

目前，公司低热值煤热电联产项目已完成建设进度10%，后期公司不再投入，剩余建设资金由合作方投入，截至2017年3月底，公司在建项目为乌海市天誉煤炭有限责任公司煤矿技改，预计总投

资5.81亿元，2016年11月已正式投产，后续无资金投入。乌海市天誉煤炭有限责任公司煤矿技改完成后，公司在产煤炭量将增加，随着煤炭行业回暖，产品价格上涨，公司收入及利润规模有望进一步扩大。

表14　截至2017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 2017 年 3 月末已投	资金筹措方案		预计投产时间
			贷款	自筹	
乌海市天誉煤炭有限责任公司煤矿技改	5.81	5.91	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。

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目乌海市天誉煤炭有限责任公司煤矿技改未来无资金投入，公司对外资金需求较小。

7. 经营效率

2016 年，公司的应收账款周转次数由上年 9.74 次降至 8.57 次，主要系公司为拓展煤炭贸易客户适当放宽账期，同时营业收入增长导致应收账款增幅较大所致，存货周转次数由上年 11.62 次提升至 14.44 次，主要系营业成本增幅较大所致，总资产周转率为 0.43 次，较上年变动不大。

总体看，2016 年，公司经营效率较为稳定，处于一般水平。

8. 经营风险

（1）公司所处行业受宏观经济波动影响较大

公司所处行业主要为煤炭和化工行业，受宏观经济周期性影响较大，且目前处于产能过剩阶段，虽然煤炭和化工去产能在2016年取得一定成绩，但未来若去产能不到位，将给公司的经营和利润带来一定程度负面影响。

（2）电力板块收入和毛利率下滑

公司电力板块收入及毛利率明显下滑。收入方面，宏观经济持续下行，社会用电需求减少，电力业务收入未来仍有可能继续下行，同时随着煤炭价格的持续增长，以及国家下调上网电价，公司电力板块盈利能力可能继续下行。

（3）LNG 原材料集中度高

公司 LNG 板块主要原材料为天然气，全部采购自长庆油田分公司内蒙古苏里格第二天然气处理厂，原材料若供应不足，将影响公司未来 LNG 产销情况。

（4）多元板块带来一定管理风险

公司主业涉及多种业务板块，管理难度大。近年来，公司扩张较快，下属企业分布范围广，产业多元化。公司主要管理职能集中于集团本部，下属子公司单独核算，独立考核。由于公司主业涉及多个业务板块，管理难度较大。

9. 未来发展

集团规划在“十三五”期间，立足现有产业链基础上，将根据市场及资金情况逐步建设一批技术含量高、产品附加值高、产业关联度高的大项目，促进公司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现有的煤炭业务板块进行结构性调整，基于现有产能强化煤炭洗选和煤

炭终端市场的销售能力，原则上不再改建、扩建和新建新的矿井。鉴于公司无烟煤矿产资源储量丰富，公司将加大对以无烟煤为原材料的活性炭的研发，提升生产销售能力，并加强对空气净化和水处理的下游行业的延伸。

2、电力板块规划规划在蒙西工业园区配套建设 2*350MW 煤矸石热电厂项目，现已取得自治区相关部门的核准文件，目前公司与北京京能电力股份有限公司、中国能源建设集团天津电力建设有限公司三方共同投资建设。该项目主要为内蒙古双欣能源化工有限公司化工板块提供生产用汽，机组所发电力可直接用于化工板块的供电需求，也能增加地区的电力支撑。

3、化工板块规划公司将继续延伸 PVA 循环产业链，提升 PVA 产品附加值，计划在现有 PVA 规模基础上，在蒙西高新技术园建设 PVA 下游循环经济产业链项目，引进填补国内空白的聚乙烯醇缩丁醛树脂（PVB 树脂）、聚乙烯醇缩丁醛膜片（PVB 膜片）、乙烯－乙烯醇树脂（EVOH 树脂）、乙烯－乙烯醇膜片（EVOH 膜片）等项目，项目全部建成后，将成为内蒙古自治区第一个“煤炭/石灰石－电力－电石－乙炔－醋酸乙烯－聚乙烯醇－特种纤维/VAE 干粉胶/可降解膜”为一体的循环经济产业链。

总体看，公司经营思路务实稳健，发展战略清晰可行。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016 年度合并财务报表已经中审华会计师事务所（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 2017 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。

2016 年公司合并范围较上年减少 1 家子公司（昌吉州铁斯克煤矿有限责任公司），合并范围变化不大且主营业务稳定，财务数据可比性较好。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 198.97 亿元，负债合计 121.12 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 77.85 亿元，归属于母公司的所有者权益 65.09 亿元。2016 年，公司实现营业收入 84.57 亿元，净利润（含少数股东损益）3.91 亿元，归属于母公司所有者的净利润 3.07 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.37 亿元，现金及现金等价物净增加额 52.05 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 197.21 亿元，负债合计 118.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 78.87 亿元，归属于母公司的所有者权益 65.93 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 22.79 亿元，净利润（含少数股东损益）0.97 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.76 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.30 亿元，现金及现金等价物净增加额 20.37 亿元。

2. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产合计 198.97 亿元，较年初增长 3.93%，其中流动资产 65.76 亿元（占 33.05%），非流动负债 133.21 亿元（占 66.95%），资产结构仍以非流动资产为主。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产合计 65.76 亿元，较年初增长 1.24%。流动资产构成以货币资金（占 26.19%）、应收账款（占 16.85%）、预付款项（占 22.33%）、其他应收款（占 21.49%）和存货（占 8.00%）为主。

截至 2016 年底，公司货币资金账面价值为 17.22 亿元（受限货币资金占 46.28%，为银行承兑票

据保证金、信用证保证金），较年初大幅减少 15.54%，主要系公司偿还贷款及支付货款增加所致，主要由银行存款构成。截至 2016 年底，公司应收账款账面价值为 11.08 亿元，较年初大幅增长 29.52%，主要系公司为拓展煤炭贸易客户适当放宽账期，同时营业收入增长所致，公司根据信用风险特征计提坏账准备 557.93 万元，考虑到账龄较短（99.98%为一年期以内），公司计提比例较为合理，公司应收账款前五名合计 5.51 亿元，占应收账款总额的比例为 49.46%，集中度较高。截至 2016 年底，公司预付款项账面价值为 14.69 亿元，较年初增长 7.77%，主要系公司为降低采购成本，加大预付采购款力度以享受优惠所致。截至 2016 年底，公司其他应收款账面价值为 14.13 亿元，较年初减少 6.05%，主要为往来款和股权转让价款，一年以内占比 91.33%，前五名合计 10.22 亿元，占其他应收款总额的 71.67%，账龄较短但集中度较高，存在一定回收风险。截至 2016 年底，公司存货账面价值为 5.26 亿元，较年初大幅增长 20.18%，主要系外购原煤增加，且煤炭价格上涨所致，公司对存货计提跌价准备 209.95 万元，计提比例为 0.40%，公司存货主要为煤炭、PVA 及 PVA 原材料，未来仍有跌价可能。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 133.21 亿元，较年初增长 5.31%；非流动资产主要由固定资产（占 49.35%）、无形资产（占 9.57%）、商誉（占 20.05%）和长期待摊费用（占 8.99%）构成。截至 2016 年底，公司固定资产账面价值为 65.74 亿元，较年初增长 3.59%，主要系在建工程转入所致，累计折旧 19.45 亿元，成新率为 77.17%，处于较好水平，用于抵押担保而使用受限的固定资产为 30.19 亿元，受限比例达 46.35%。截至 2016 年底，公司无形资产账面价值为 12.75 亿元，主要是土地使用权和采矿权，较年初增长 1.08%，其中，用于质押而使用受限的无形资产合计 11.90 亿元，受限比例为 93.33%。截至 2016 年底，公司商誉账面价值为 26.70 亿元，较年初减少 3.47%，主要系公司出售昌吉州铁斯克煤矿有限责任公司，该公司商誉不纳入合并范围所致。公司商誉主要来自合并入乌海市蒙港投资有限公司、准格尔旗鑫纳户沟煤炭有限责任公司和鄂托克旗乌仁都西煤焦有限责任公司形成，公司主要商誉来自于煤炭企业，行业集中度较高，未来若煤炭价格波动较大，煤炭企业出现亏损，公司商誉有一定减值风险。截至 2016 年底，公司长期待摊费用账面价值为 11.98 亿元，较年初大幅增长 461.06%，主要来自公司增加森林采伐权 9.9 亿元，本年增加的森林采伐权 9.9 亿元为支付斯留德扬卡.扎贝卡里亚集团有限公司的款项，用于购买其在后贝加尔斯克边疆区国家林业局拥有的森林资源。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额 197.21 亿元，较年初减少 0.89%，基本保持稳定。其中，流动资产和非流动资产占比分别为 33.05%和 66.95%，资产构成较上年底变化不大。

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；应收账款和其他应收款占比较高，对资金形成一定占用，货币资金受限资产比例较高，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债规模合计 121.12 亿元，较年初增长 3.35%，其中流动负债 55.14 亿元（占 45.53%），非流动负债 65.98 亿元（占 54.47%），公司负债结构较为均衡。

截至 2016 年底，公司流动负债合计 55.14 亿元，较年初增长 3.79%，主要系短期借款及应付票据增加所致；流动资产主要由短期借款（占 29.45%）、应付票据（占 35.47%）、应付账款（占 6.09%）和其他流动负债（占 21.91%）构成。截至 2016 年底，公司短期借款账面价值为 16.24 亿元，较年初大幅增长 50.23%，主要来自质押、抵押借款的增加。截至 2016 年底，公司应付票据账面价值为 19.56

亿元，较年初减少 13.29%；公司应付票据全部为银行承兑汇票。截至 2016 年底，公司应付账款账面价值为 3.36 亿元，较年初增长 1.24%。截至 2016 年底，公司其他流动负债账面价值为 12.08 亿元，较年初减少 0.12%，主要由短期应付债券（占 99.34%）构成。

截至 2016 年底，公司非流动负债合计 65.98 亿元，较年初增长 2.98%；非流动负债主要由长期借款（占 65.07%）和应付债券（占 28.19%）构成。截至 2016 年底，公司长期借款账面价值为 42.93 亿元，较年初增长 2.16%，期限分布方面，2018 年到期 8.77 亿元，2019 年到期 6.80 亿元，2020 年到期 4.96 亿元，分布较为均匀。截至 2016 年底，公司应付债券账面价值为 18.60 亿元，较年初无变化，中期票据合计 8.00 亿元，10.60 亿元。2018 年到期的为 8.00 亿元，2020 年到期的为 10.60 亿元。公司近两年面临一定偿债压力。

截至 2016 年底，公司全部债务为 97.33 亿元，较年初增长 3.82%，主要来自短期债务的增长，其中，公司短期债务为 35.79 亿元（占 36.78%），较年初增长 7.29%；公司长期债务为 61.53 亿元（占 63.22%），较年初增长 1.50%。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 60.87%、55.56%和 44.15%，较年初分别下降 0.35 个百分点、0.31 个百分点和 0.80 个百分点，公司债务负担仍属可控。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 118.35 亿元，较年初减少 2.29%。公司负债中，流动负债和非流动负债分别占比 47.81%和 52.19%，负债结构较年初变动不大。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 60.01%、55.94%和 42.10%，较年初分别下降 0.86 个百分点、增长 0.39 个百分点和下降 2.05 个百分点，公司债务负担仍属可控。

总体看，跟踪期内，公司债务规模进一步增长，短期债务有所增长，但整体债务负担略有减轻，仍属可控。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 77.85 亿元，较年初增长 4.86%，主要来自未分配利润的增长。其中归属于母公司的所有者权益占 83.61%。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 20.15%，资本公积占 30.44%，未分配利润占 46.19%，其余为专项储备和盈余公积。所有者权益中未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 78.87 亿元，较年初增长 1.30%；归属于母公司所有者权益合计 65.93 亿元，较年初增长 1.28%。所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益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

由于煤炭贸易业务规模的扩大，2016 年，公司实现营业收入 84.57 亿元，较上年增长 5.95%；营业成本 69.93 亿元，较上年增长 8.85%；公司营业利润率下降 2.56 个百分点至 16.39%，主要系毛利率较低的煤炭贸易收入规模占比上升，且电力板块毛利率下降所致。2016 年公司实现净利润 3.91 亿元，较上年下降 0.62%，其中归属于母公司的净利润 3.07 亿元。

从期间费用看，公司期间费用较上年下降 6.12%至 12.16 亿元，主要来自销售费用和管理费用的减少。其中，2016 年，公司销售费用为 3.94 亿元，较上年减少 18.58%，主要系公司严格管控费用支出，同时提高费用使用效率所致。2016 年，公司管理费用为 1.79 亿元，较上年减少 22.82%，主要子公司双欣环保的固定资产折旧年限比照上市公司皖维高新，进行了调整，房屋及建筑物折旧年限由 30 年改为 40 年，机器设备折旧年限由 20 年改为 25 年，并且减少车辆使用费所致。2016 年，公司财务费用为 6.42 亿元，较上年增长 10.99%，主要系随着公司在建工程陆续完工资本化利息减少，

费用化利息增多所致。2016 年，公司费用收入比为 14.38%，较上年降低 1.84 个百分点，公司整体费用控制能力略有提升。

2016 年，公司所取得的投资净收益为 2.03 亿元，（占当年公司营业利润 53.42%），较上年大幅减少 18.69%，主要系 2015 年处置长期股权投资新华结晶硅导致当年投资收益较高所致。公司投资收益主要来自对合营和联营公司长期股权投资获得的收益，有一定可持续性，但由于公司合营和联营企业均为煤炭及电力公司，行业集中度高且受宏观经济影响较大，未来若煤炭和电力行业景气度下行，将一定程度上影响公司投资收益。2016 年，公司营业外收入为 1.01 亿元，（占当年公司利润总额 21.15%），较上年增长 36.49%，主要来自固定资产处置利得的增长。公司利润对投资收益和营业外收入有一定依赖，投资收益和营业外收入可持续性一般。

从盈利指标看，2016 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 5.91%、5.64%和 5.14%，较上年分别上升 0.01 个百分点、下降 0.18 个百分点和下降 0.41 个百分点，主要系公司电力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。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 22.79 亿元，较上年同期增长 23.19%，主要系煤炭行业景气度上行，公司煤炭业务收入增长所致；公司实现净利润 0.97 亿元，较上年同期增长 79.63%，其中归属于母公司所有者的净利润 0.76 亿元。

总体看，跟踪期内，由于煤炭贸易业务规模的扩大，公司收入规模有所增长，但受收入占比规模扩大的煤炭贸易毛利率较低，且电力板块毛利率下降，公司盈利能力有所下滑。公司利润对投资收益和营业外收入有一定依赖。

5. 现金流

从经营活动来看，2016 年，公司经营活动现金流入规模为 82.92 亿元，较年初增长 3.50%，主要系营业收入规模扩大所致。2015 年，公司经营活动现金流出规模为 74.54 亿元，较年初增长 4.10%。综上影响，2015~2016 年，公司经营活动现金净额分别为 8.51 亿元和 8.37 亿元。2016 年，公司现金收入比率分别为 96.87%，较上年下降 1.76 个百分点，公司收入实现质量一般。

从投资活动来看，2016 年，公司投资活动现金流入规模由 2015 年的-0.64 亿元增至 2.41 亿元，主要系收到前期处置新华结晶硅股权转让价款所致。2016 年，公司投资活动现金流出规模为 10.92 亿元，较年初减少 46.89%，主要系公司 2016 年无重大新增投资，减少了投资活动所致。综上影响，2016 年，公司投资活动现金净额为由 2015 年的-21.20 亿元增至-8.50 亿元。

从筹资活动来看，2016 年，公司筹资活动现金流入规模为 58.66 亿元，较年初增长 3.36%。2016 年，公司筹资活动现金流出规模为 61.68 亿元，较年初增长 3.11%。综上影响，2016 年，公司筹资活动现金净额-3.02 亿元，较上年变化不大。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 3.30 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.65 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 17.73 亿元。

总体看，公司收入实现质量有所下降，经营活动现金流量较好，投资活动现金需求大幅下降，公司筹资活动通道通畅。

6. 偿债能力

受流动负债增长较快影响，2016 年末公司流动比率由年初的 1.22 倍降至 1.19 倍，速动比率由年初的 1.14 倍降至 1.10 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 0.70 倍降至 0.57 倍。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2016 年公司 EBITDA 合计 15.65 亿元，较上年增长 4.51%，主要由折旧（占比 25.45%）、摊销（占比 4.23%）、计入财务费用的利息支出（占比 39.86%）和利润总额（占比 30.46%）构成。公司 EBITDA 全部债务比为 0.16 倍，较上年无变化；EBITDA 利息倍数由上年的 2.28 倍升至 2.43 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为 0.09 倍，较上年无变化，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 2017 年 3 月末，公司共获得银行授信 107.16 亿元，其中未使用额度 91.19 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 2017 年 4 月 10 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 年底，公司对外担保金额合计 6.49 亿元，担保余额占净资产比例为 8.34%。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。被担保公司生产经营正常，且抵质押率较高，公司代偿可能性较小。

表 15　截至 2016 年底公司对外担保情况（单位：万元）

担保单位	被担保单位	债务类型	贷款余额	担保余额	贷款期限	
					借款日	还款日
内蒙古双欣能源化工有限公司	内蒙古嘉瑞酒店管理有限责任公司	项目贷款	13,872.00	13,872.00	2010.9.14	2020.9.5
	内蒙古博源实地能源有限公司	流动资金借款	5,000.00	5,000.00	2016.12.21	2017.12.20
	内蒙古博源实地能源有限公司	流动资金借款	6,000.00	6,000.00	2016.12.23	2017.12.22
	内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司	流动资金借款	10,000.00	10,000.00	2016.11.7	2017.11.6
内蒙古双欣环保材料股份有限公司	内蒙古天骄大酒店有限公司	流动资金借款	10,000.00	10,000.00	2016.05.06	2017.05.04
	内蒙古鄂尔多斯投资控股集团有限公司	流动资金借款	17,000.00	17,000.00	2016.05.11	2017.05.09
	内蒙古鄂尔多斯投资控股集团有限公司	流动资金借款	3,000.00	3,000.00	2016.05.20	2017.05.18
合计		-	**64,872.00**	**64,872.00**	--	--

资料来源：公司提供

截至 2016 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，民诉法虽然规定国内普通程序审理期限为 6 个月，但该案由于被告为香港公司，属于涉外诉讼，审理期限不受前述规定限制，因此本案具体判决时间无法确定。

基于 8,000.00 万元仲裁案件所做出的生效裁决，公司根据《企业会计准则第 2 号-长期股权投资》及会计谨慎性原则，已进行了相应账务处理。本案中裁决返还给申请人的营业税保证金 8,000.00 万元本就包括在相关股权转让协议中约定的第三笔股权转让款之中，并未额外增加公司的付款义务。本案所产生的费用符合长期股权投资初始投资成本规定，均可记入长期股权投资，对公司利润不会直接产生影响。

综上所述，本案对发行人的财务、经营及资产状况不会造成重大影响。

总体看，受债务规模扩张影响，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 2017 年 3 月底，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 17.49 亿元，为“15 双欣债”本金（10.60 亿元）的 1.65 倍，公司现金类资产对“15 双欣债”的覆盖程度较高；净资产为 78.87 亿元，为“15 双欣债”本金（10.60 亿元）的 7.44 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，2016 年公司 EBITDA 为 15.65 亿元，为“15 双欣债”本金（10.60 亿元）的 1.48 倍，公司 EBITDA 对“15 双欣债”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入 82.92 亿元，为“15 双欣债”本金（10.60 亿元）的 7.82 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

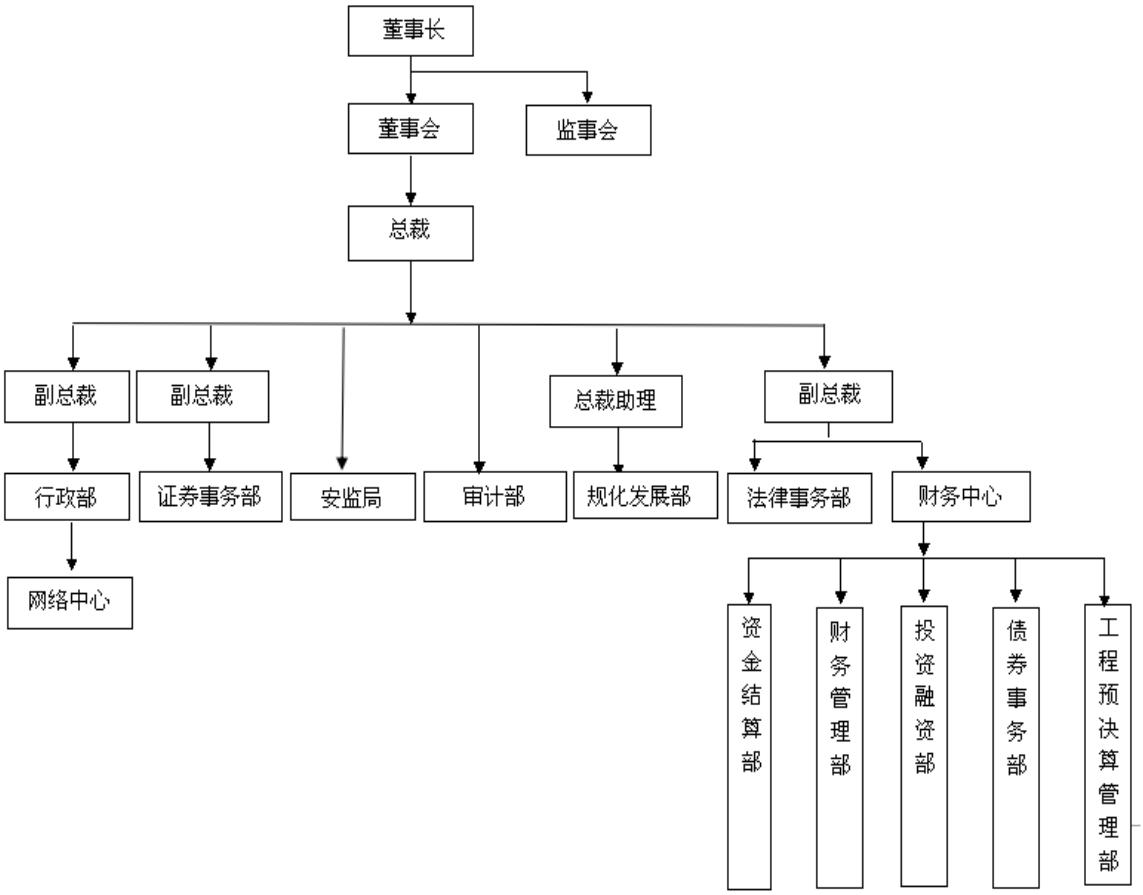
公司作为蒙西地区的煤炭开采企业，拥有丰富的煤炭资源、良好的资源开采禀赋，公司继续深化“煤-电-化”一体化产业链，多元化经营有助于提升产品附加值与抗风险能力。同时，联合评级也关注到公司电力板块收入和毛利率明显下滑；公司受限货币资金占比较高、利润对投资收益和营业外收入有一定依赖，主营业务盈利能力一般对公司信用水平产生的不利影响。

目前，随着煤炭行业景气度上行，公司的收入和规模将有所提升，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	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	191.45	198.97	197.21
所有者权益（亿元）	74.25	77.85	78.87
短期债务（亿元）	45.36	35.79	42.82
长期债务（亿元）	63.70	61.53	57.33
全部债务（亿元）	109.06	97.33	100.15
营业收入（亿元）	79.81	84.57	22.79
净利润（亿元）	3.93	3.91	0.97
EBITDA（亿元）	14.98	15.65	--
经营性净现金流（亿元）	8.51	8.37	3.30
应收账款周转次数（次）	9.74	8.57	--
存货周转次数（次）	11.62	14.44	--
总资产周转次数（次）	0.44	0.43	--
现金收入比率（%）	98.63	96.87	--
总资本收益率（%）	5.90	5.91	--
总资产报酬率（%）	5.82	5.64	--
净资产收益率（%）	5.54	5.14	1.24
营业利润率（%）	18.95	16.39	18.27
费用收入比（%）	16.22	14.38	14.70
资产负债率（%）	61.22	60.87	60.01
全部债务资本化比率（%）	55.87	55.56	55.94
长期债务资本化比率（%）	44.95	44.15	42.10
EBITDA 利息倍数（倍）	2.28	2.43	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.16	--
流动比率（倍）	1.22	1.19	1.10
速动比率（倍）	1.14	1.10	0.98
现金短期债务比（倍）	0.70	0.57	0.41
经营现金流动负债比率（%）	16.02	15.19	5.83
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.41	1.48	--

注：　1、由于2017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。