跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1150 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：

二零一八年六月二十二日

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 2018 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	2017.6.26

跟踪评级时间：2018 年 6 月 22 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	198.97	202.14	209.10
所有者权益（亿元）	77.85	76.02	77.12
长期债务（亿元）	65.35	46.51	46.07
全部债务（亿元）	113.23	117.55	124.51
营业收入（亿元）	84.57	95.00	22.81
净利润（亿元）	3.91	5.68	1.06
EBITDA（亿元）	15.65	20.64	--
经营性净现金流（亿元）	8.37	10.92	1.04
营业利润率（%）	16.39	20.26	19.82
净资产收益率（%）	5.14	7.38	1.38
资产负债率（%）	60.87	62.39	63.12
全部债务资本化比率（%）	59.26	60.73	61.75
流动比率（倍）	1.19	0.85	0.87
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.18	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.51	2.72	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.48	1.95	--

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、2018 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。2017 年，受煤炭和化工品价格上涨、煤炭产量增长影响，公司收入和利润规模均大幅增长。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毛利率下滑、成本压力增加、受限货币资金占比较高、短期偿债压力较大等因素对公司信用水平产生的不利影响。

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．公司拥有丰富的煤炭资源、良好的资源开采禀赋，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。

2．2017 年，受煤炭和化工品价格上涨、煤炭产量增长影响，公司收入和利润规模均大幅增长，主营业务盈利能力有所提升。

3．公司经营现金流情况佳，对外融资压力较小。

关注

1．2017 年，随着煤炭价格的持续增长，公司电力板块毛利率明显下滑。

2．2017 年，公司部分化工业务原材料价格大幅上涨，加大了公司的成本管理压力。

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。

4．2017 年，公司短期债务增长明显，公司将面临一定的短期偿付压力。

分析师

王　越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

龚　艺

电话：010-85172818

邮箱：gongy@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：

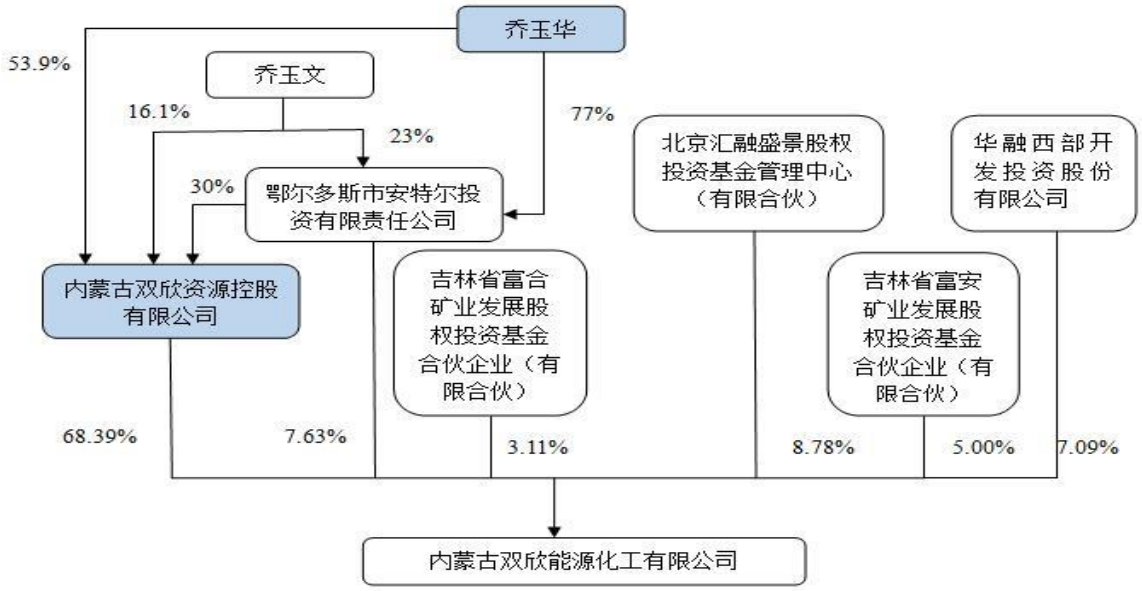
联合信用评级有限公司

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 2018 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，为公司的实际控制人。

图1　截至2018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 2018 年 3 月末，公司合并范围子公司共 15 家；在职员工合计 5,069 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 202.14 亿元，负债合计 126.12 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 76.02 亿元，归属于母公司的所有者权益 63.87 亿元。2017 年，公司实现营业收入 95.00 亿元，净利润（含少数股东损益）5.68 亿元，归属于母公司所有者的净利润 5.11 亿元；经营活动产生的现金流量净额 10.92 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.37 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 209.10 亿元，负债合计 131.98 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 77.12 亿元，归属于母公司的所有者权益 64.87 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 22.81 亿元，净利润（含少数股东损益）1.06 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.95 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.04 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.37 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

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，债券名称为“内蒙古双欣能源化工有限公司 2015 年公司债券”（以下简称“本次债券”）。2015 年 12 月公司完成了本次债券的发行，发行规模 10.60 亿元，债券期限为 5 年，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 2018 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。公司已于 2017 年 12 月 4 日足额支付最近一期利息。

三、行业分析

公司主要经营煤炭开采洗选销售；化工产品（主要为 PVA、电石）、LNG 及电力的生产销售。

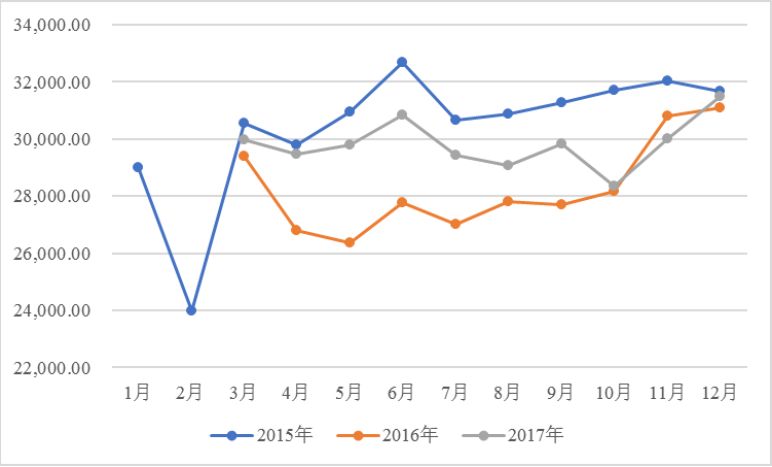
1. 煤炭行业

（1）煤炭供需及价格

2016 年 2 月，国务院发布《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》”），标志着煤炭行业供给侧改革正式开始，《意见》提出用 3 年至 5 年时间，煤炭产能再退出 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右。从政策实施效果看，2016 年的目标为 2.5 亿吨，最后实际完成 2.9 亿吨，而 2017 年要退出 1.5 亿吨以上，到 11 月已经提前完成。截至 2017 年末，全国煤矿总产能 53.08 亿吨，较 2015 年末的 57.00 万吨减少 3.92 亿吨，其中正常生产煤矿产能 32.64 亿吨，较 2015 年末减少 6.32 亿吨；改扩建与新建煤矿产能 15.18 亿吨，较 2015 年末减少 0.22 亿吨；长期停产停建煤矿产能 5.26 亿吨，较 2015 年末减少 2.18 亿吨。

煤炭产量方面，受供给侧改革影响，2016 年我国煤炭产量出现明显下滑，全年原煤产量 34.11 亿吨，同比减少 8.97%，具体看，受“276 个工作日”影响，4~10 月煤炭产量同比出现大幅下降，降幅均在 10%左右，其中 6 月下降幅度最大为 15.05%。9 月，276 个工作日限制逐步放开，10 月以后，政策效果逐步显现，煤炭产量大幅回升；2017 年，由于“276 个工作日”的逐步放开，全年原煤产量有所回升，较上年同比增长 3.20%至 35.20 亿吨。

图 2　2015~2017 年我国原煤产量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind
注：2016 及 2017 年 1 月、2 月 Wind 未统计当月原煤产量

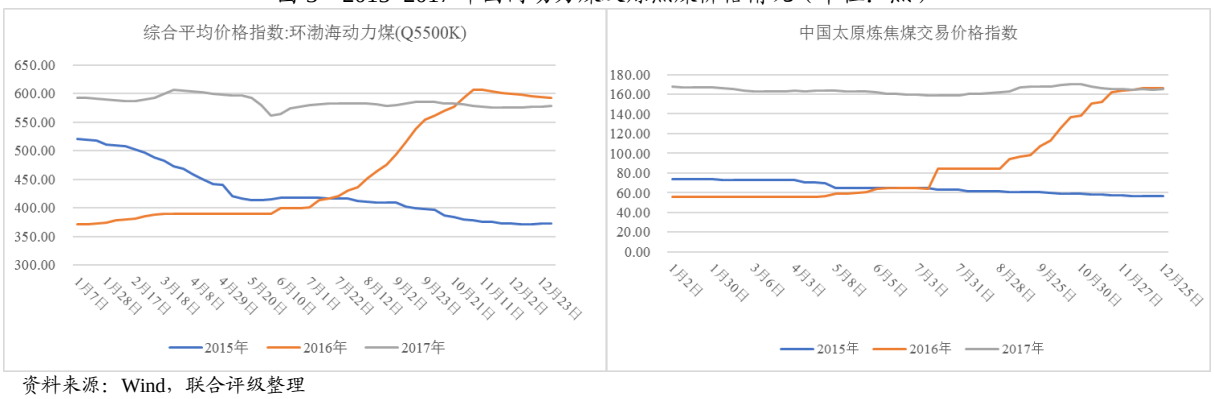
下游需求方面，煤炭下游行业主要包括电力、钢铁、建材、化工，其煤炭消费量分别占煤炭消费总量的 51%、11%、12%和 4%。进入 2016 年后，随着我国整体经济环境的回暖，煤炭行业下游

需求有所增长，但增幅有限。具体来看：

2016 年我国火电发电量为 4.40 万亿千瓦时，同比增长 4.41%；2017 年火电发电量 4.61 万亿千瓦时，同比增长 4.60%，增速基本保持稳定。进入 2016 年，随着供给侧改革全面实施，钢铁行业去产能初见成效，当年粗钢产量 8.08 亿吨，较上年小幅增长 0.56%；2017 年，粗钢产量有所回升，为 8.32 亿吨，较上年小幅增长 2.97%，但随着钢铁行业供给侧改革的持续实施，未来钢铁产量增幅有限。

价格方面，2017 年，随着供给侧改革的持续稳步实施，煤炭价格持续高位波动，同比大幅上升；其中，7 月为迎峰度夏的动力煤需求旺季，9 月受冬储煤的需求和钢铁旺季生产需求影响，动力煤和炼焦煤价格有所上升。

图 3　2015~2017 年国内动力煤及炼焦煤价格情况（单位：点）



资料来源：Wind，联合评级整理

整体看，经历了 2016 年煤炭行业供给侧改革带来的供需失衡之后，2017 年，随着“276 个工作日”等政策的逐步放开，煤炭供不应求的状况有所改善，但供给侧改革的持续实施支撑 2017 年煤炭价格仍整体高位波动。

（2）行业政策

我国煤炭行业供给侧改革以 2016 年 2 月出台的《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》为标志开始，随后，我国出台了一系列政策减少煤炭行业供给，主要包括 3 月开启的“276 个工作日”；下半年，随着煤价的大幅上涨，我国又出台了一系列稳定煤价的政策措施。进入 2017 年，煤炭价格逐步趋于稳定，煤炭行业政策的主要方向仍为淘汰落后产能、进一步推进煤炭去产能的产能置换、职工安置等问题，同时协调煤电产业的供需矛盾，保证煤炭供给和价格的稳定。从政策效果看，煤炭 2016 年化解过剩产能 2.9 亿吨、2017 年化解 2.5 亿吨，共化解过剩产能 5.4 亿吨。

2018 年 3 月 5 日发布的政府工作报告指出中国计划在 2018 年削减煤炭产能 1.5 亿吨。此外，2018 年 1 月，国家发改委等 12 部委联合印发《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》，支持有条件的煤炭企业之间实施兼并重组，支持发展煤电联营，支持煤炭与煤化工企业兼并重组，支持煤炭与其他关联产业企业兼并重组等。

总体看，经历了 2016 年煤炭行业供给侧改革的顺利实施，2017 年煤炭行业政策一方面保证煤炭去产能对供需关系及环境治理的改善效果，一方面促进煤价回归合理区间、保证上下游企业生产运行的稳定性，2018 年供给侧改革将持续推进，同时加快先进产能的释放以保证煤炭供应，此外煤炭行业兼并重组步伐将加快，行业集中度将进一步提高。

（4）行业关注

行业政策持续性

随着 2016 年煤炭行业供给侧改革的顺利实施，煤炭价格得到大幅提振，2017 年供给侧改革的持续实施使得煤炭价格的高位震荡得以延续，煤炭企业盈利能力大幅提升，但目前煤炭行业产能过剩的状况并没有根本好转，且下游火电企业普遍亏损，未来，行业政策仍将对煤炭企业经营的稳定性产生重要影响。

安全环保风险

安全生产历来为煤炭行业生产经营活动的重中之重；近几年，随着我国环保政策的趋严，对煤炭行业以及下游各行业的环保均提出了更高要求，增加了煤炭企业的支出，同时，下游各行业环保的趋紧也导致下游对煤炭需求的减少。

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。

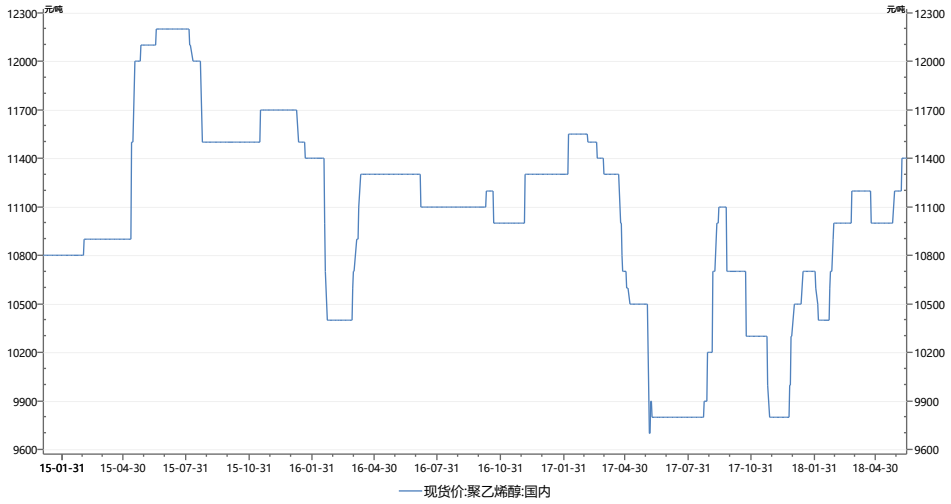
供给方面，我国是世界上最大的 PVA 生产国。2016 年，因国内外经济回升乏力，国际油价低位震荡，化工产品市场竞争激烈，我国聚乙烯醇行业继续低迷，产能过剩问题仍然较为突出。目前，随着中国石化宁夏能源化工有限公司年产 10 万吨聚乙烯醇和宁夏大地循环发展有限公司年产 8 万吨生产装置等陆续建成投产，国内聚乙烯醇行业名义产能已达 120 万吨/年，较上年增加超过 20 万吨/年，实际有效产能 80 万吨/年左右，并且随着安徽皖维高新材料股份有限公司（以下简称“皖维高新”）10 万吨/年的特种纤维项目于 2017 年 4 月正式建成投产，行业产能过剩风险进一步加大。

行业集中度方面，国内聚乙烯醇•维纶行业经过多年来的行业洗牌，行业弱势企业不断退出，PVA 产品市场已逐步向市场占有率高、研发能力强、技术先进、产业链长、成本低、效益好的企业集中；随着行业集中度的提高，以皖维高新为代表的 PVA 行业龙头企业在未来市场竞争中发展优势不断增强。目前，从按产量的市场占有率，皖维高新、双欣能源、中国石化集团四川维尼纶厂等企业合计占有 PVA 行业约 60%的市场份额，其中皖维高新市场份额占到 25%左右，具备一定的产品定价话语权。

需求方面，近年来我国对 PVA 的需求量稳步增长。国内早期 PVA 的应用领域都以维纶为主，随着维纶在纺织面料中占比逐渐降低和 PVA 应用领域的扩展，PVA 的需求结构已发生较大变化，目前粘合剂、PVB 等聚乙烯醇下游化工化纤产品、纺织浆料分别约占 PVA 需求的 40%、30%和 20%左右。2012 年以来，由于粘合剂、纺织浆料等下游行业景气程度不高，且面临新产品替代风险，造成 PVA 的市场需求增长乏力。目前，国内聚乙烯醇•维纶年实际消费量在 60 万吨左右，实际有效产能在 80 万吨左右，行业供需处于弱平衡状态。

价格方面，经过 2014 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，PVA 销售价格波动较大。2017 年以来，国内普通 PVA 产品供需求基本平衡，但各生产商之间竞争异常激烈，PVA 产品价格出现较大波动，加上国家大力实施供给侧改革战略和新《环保法》，关停了部分规模小、环保设施不齐全的企业，导致煤炭、电石及其他化工原料的价格持续上涨，严重挤压了 PVA 及其延伸产品的利润空间。2017 年，国内 PVA 价格呈先涨后跌趋势，截至 2017 年底，国内 PVA 现货价为 10,300 元/吨，较年初下降 8.8%左右。

图 4　2014 年以来 PVA 价格变动情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

总体看，2017 年，PVA 行业竞争仍然较为激烈，PVA 价格波动较大，利润空间受上游原材料涨价而有所压缩。目前 PVA 行业集中度较高，但产能过剩问题仍较为严重。

四、管理分析

跟踪期内，经公司 2017 年第 2 次临时股东会决议，同意华融西部开发投资股份有限公司将其派驻公司的董事由“李仄”变更为“柏鹤”；经公司 2017 年第 7 次临时股东会决议，同意华融西部开发投资股份有限公司将其派驻公司的董事由“柏鹤”变更为“曹兴光”。除此以外，公司主要管理制度和高级管理人员未发生变化。公司主要制度连续，管理运作状况良好。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为煤炭采掘、化工、LNG及电力等业务。2017年，受煤炭价格上涨以及煤炭销量增长影响，公司收入和利润规模增幅明显。2017年，公司实现营业总收入95.00亿元，较上年增长12.34%，实现净利润5.68亿元，较上年增长45.38%。2016~2017年，公司主营业务收入占营业收入的比重分别为98.23%和98.89%，公司主营业务突出。

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，受煤炭价格上升以及公司煤炭产量增长带动，煤炭业务收入较上年增长20.24%至41.89亿元，占比随之提升2.55个百分点至44.59%；化工业务（包括PVA、电石、LNG等业务）收入较上年小幅增长4.34%至43.77亿元，主要系化工产品价格上涨所致，收入占比下降3.91个百分点至46.59%，仍为公司收入来源中占比最大的业务板块。电力板块收入较上年增长8.91%至5.62亿元，主要系2016年公司发电机组检修，2017年公司电力机组正常运行所致。

表1　2016~2017年公司主营业务收入及利润率情况（单位：亿元、%、百分点）

项目	2016 年			2017 年			收入同比变化	毛利率同比变化
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
煤炭	34.84	41.94	15.34	41.89	44.59	21.00	20.24	5.66
电力	5.16	6.22	31.76	5.62	5.98	20.49	8.91	-11.27
化工	41.95	50.50	16.69	43.77	46.59	21.54	4.34	4.85
其他	1.11	1.34	29.05	2.67	2.85	20.06	140.54	-8.99
合计	**83.07**	**100.00**	**17.23**	**93.95**	**100.00**	**21.20**	**13.10**	**3.97**

资料来源：公司提供

从毛利率来看，由于2017年煤炭价格上涨且煤炭贸易量减少，煤炭板块毛利率较上年提升5.66个百分点至21.00%。但同时，受煤价上升影响，电力业务成本大幅增加，盈利空间压缩，电力业务毛利率下降11.27个百分点至20.49%。受化工品价格回升影响，化工业务毛利率上升4.85个百分点至21.54%。综上影响，2017年公司综合毛利率为21.20%，较上年提升3.97个百分点。

2018年1~3月，公司实现营业收入22.81亿元，较上年同期增长0.12%；实现净利润1.06亿元，较上年增长9.38%，主要系煤炭价格同比上涨所致。

总体看，受煤炭及化工品价格上涨影响，2017年，公司营业收入增幅明显，毛利率有所提升，收入构成变化不大。

2. 煤炭业务

（1）资源储备

截至2017年末，公司拥有5家煤矿企业，其中乌海市天誉煤炭有限责任公司（以下简称“天誉煤炭”）技改完成，5家煤矿企业目前均正常生产。公司煤炭资源探明储量合计为2.75亿吨，可采储量1.25亿吨，较上年变动不大，主要煤种为优质动力煤和炼焦煤。

表2　截至2017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	4,514	120	在产
乌仁都西	不粘煤	11,216	2,208	150	在产
鸿鑫纳户沟	动力煤	2,056	1,268	120	在产
天誉煤炭	炼焦煤	5,187	2,895	120	在产
天裕工贸	炼焦煤	3,323	1,636	60	在产
合计		**27,546**	**12,521**	**570**	--

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，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%，权益储量0.53亿吨。

总体看，跟踪期内，公司探明储量和可采储量较上年变动不大；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，公司煤炭生产产能合计570万吨/年，由于天誉煤炭技改完成，公司在产产能增幅明显。煤炭产量方面，2017年，受前期技改煤矿相继投产影响，以及2016年三季度起煤炭价格开始反弹，公司加大煤炭开采力度，公司2017年原煤开采量为393.52万吨，同比增长32.43%。其中乌海市天裕工贸有限责任司（以下简称“天裕工贸”）产量下降较多，主要系2016年其开采的煤炭主要为技改工程煤，2017年煤矿技改完成后，进入设备调试及人员磨合期，导致年内产量同比减少所致。

表3　公司各煤矿煤炭各类产品产量情况（单位：万吨、%）

下属煤矿	2016 年	2017 年	同比变动
正丰矿业	100.72	121.02	20.16
乌仁都西	76.72	75.62	-1.43
鸿鑫纳户沟	50.90	102.26	100.90
天誉煤炭	34.59	81.94	136.85
天裕工贸	34.23	12.69	-62.94
合计	**297.16**	**393.52**	**32.43**

资料来源：公司提供

洗煤能力方面，目前公司本部、鄂尔多斯市正丰矿业有限责任公司（以下简称“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。2017年，公司洗煤厂原煤采购量为315.28万吨，同比下降9.24%，主要系公司前期技改煤矿相继投产，加强了自采原煤的入洗量，而相应地减少了外采原煤的采购量。公司洗煤厂原煤采购均价为402.20元/吨，较上年上涨62.15%，系受煤炭市场行情向好影响，煤炭价格上涨所致。2017年，公司洗煤厂原煤洗入量为496.79万吨，同比增长13.69%，主要系自有煤炭产量增长所致；洗出率为83.92%，较上年下降8.69个百分点，主要系原煤指标不同所致，公司会依据客户的需求，对外采购不同指标的原煤，目前煤炭价格高企，客户选择更有价格优势的低指标煤，低指标煤洗出率较低。

表 4　公司煤炭洗选情况（单位：万吨、%）

项目	2016 年	2017 年
原煤入洗量	436.98	496.79
洗出率	92.61	83.92
精煤	218.36	197.04
中煤	160.55	185.19
煤泥	25.77	34.68

资料来源：公司提供

总体看，2017年，受前期技改煤矿相继投产以及煤炭行业景气度上行影响，公司原煤产量大幅增长；公司洗煤厂外购煤炭减少，原煤洗出率受原煤指标较低影响有所下滑。

（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。

销售量方面，2017年，煤炭行业景气度上行，公司原煤销售量大幅增长62.03%至215.81万吨，产销率为54.84%，产销率较低主要系公司原煤用于自有洗煤厂部分较多所致；精煤销量变动不大，中煤和煤泥销量有所增长，精煤、中煤、煤泥的产销率高。销售价格方面，公司各类煤炭销售价格均较上年大幅增长，主要系随市场情况变化所致。

表 5　公司煤炭的销售情况（单位：万吨、%）

项目	2016 年			2017 年		
	销售量	平均价格	产销率	销售量	平均价格	产销率
原煤	133.19	179.18	50.66	215.81	210.51	54.84
精煤	208.41	449.86	95.44	200.73	769.68	101.87
中煤	160.10	124.17	99.72	180.14	216.92	97.27
煤泥	33.40	45.35	129.61	42.86	88.76	123.59

资料来源：公司提供
注：上表所列销量不含贸易销量

煤炭贸易方面，2017年，公司整体煤炭贸易采购量为728.58万吨，同比减少34.62%，主要系随着公司技改煤矿的相继完工投产，逐步减少煤炭贸易采购量所致；采购均价为398.28元/吨，同比上升70.46%，主要系煤炭市场行情向好所致。煤炭贸易销售量为730.58万吨，同比减少27.50%；销售均价为434.79元/吨，同比上升71.72%。2017年，公司煤炭板块贸易业务综合毛利率为9.49%。

2017年，公司煤炭业务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、鄂尔多斯市琼宇工贸有限责任公司、内蒙古庆华集团庆华煤化有限责任公司等，客户较为稳定，前五大客户销售收入在煤炭收入中占28.96%，集中度尚可。

总体看，2017年，煤炭行业景气度上行，公司原煤销售量大幅增长，销售价格同比上涨明显；由于自有煤炭产量增长，公司减少部分煤炭贸易业务。公司2017年煤炭业务收入和利润大幅增长。

3. 化工业务

化工业务收入来自电石、PVA、LNG及化工附属产品；2017年，公司电石业务收入16.22亿元，综合毛利率为16.77%；PVA业务收入为13.14亿元（其中PVA收入8.71亿元、高强高模纤维收入0.65亿元、附属产品收入3.78亿元），综合毛利率为26.74%；LNG业务收入14.41亿元，综合毛利率为21.16%，其中LNG附属产品收入0.18亿元。

（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50%以上。2017年，公司PVA生产所需的电石采购量变动不大，电煤、甲醇采购量有所下降，主要系上年电煤、甲醇存货较多所致；公司原材料采购价格随行就市，受环保整治等影响，2017年PVA原材料采购价格均有所上涨。2017年，公司PVA原材料采购成本较上年增长20.12%，主要系价格上涨所致，公司成本压力有所增加。

表6　公司PVA原材料采购情况（单位：万吨、元/吨、万元、%）

产品	2016 年		2017 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	26.43	1,861.86	26.61	2,082.39	0.68	11.84
电煤	68.43	131.66	56.30	196.03	-17.73	48.89
醋酸	4.06	1,582.20	4.65	2,452.82	14.53	55.03
甲醇	1.72	1,453.66	1.51	1,851.67	-12.21	27.38
采购成本合计	--	**67,143.12**	--	**80,650.52**	--	**20.12**

资料来源：公司提供

生产方面，2017年，公司PVA产能为13万吨，较上年无变化。2017年，公司PVA产量为11.57万吨，较上年减少6.24%；产能利用率为89.00%，较上年下降5.92个百分点，主要系公司为改进产品工

艺和质量，于2017年4月份进行了为期20天的停工检修，导致PVA产量及产能利用率下降。

销售量方面，2017年，公司PVA产品销量较上年下降35.43%至11.10万吨，主要系公司取消贸易业务所致。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。2017年，公司PVA产品平均销售价格为9,179.08元/吨，较上年上涨13.81%。PVA产品销售渠道畅通，基本实现满产满销，2017年公司PVA产品产销率为95.94%，较上年下降主要系2017年无贸易销量所致。

表7　公司PVA产品产销情况

项目	2016 年	2017 年	同比变化
产能（万吨/年）	13.00	13.00	--
产量（万吨）	12.34	11.57	-6.24
产能利用率（%）	94.92	89.00	5.92
贸易采购量（万吨）	5.10	0.00	--
贸易采购价格（万元）	6,962.43	0.00	--
实际销量（万吨）	17.19	11.10	-35.43
平均含税销售价格（元/吨）	8,065.37	9,179.08	13.81
产销率（%）	139.30	95.94	-31.13

资料来源：公司提供

2017年，PVA业务前五名销售客户的销售额占总销售额的比重为11.98%，集中度较上年下降明显，主要系2017年无贸易销售所致。

总体看，2017年，公司PVA产量受停工检修影响有小幅下滑，原材料成本上行加大了PVA业务的成本压力。公司2017年取消了PVA贸易业务，导致销售量和产销率有所下滑。

（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”）负责运营。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。

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，2017年，受天然气门站价格以及LNG原料气上涨影响，LNG单位成本较上年上升7.44%至2,256.06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。由于下游需求较好，公司产量和销量较上年小幅增长，2017年分别为37.62万吨和38.26万吨，产销率维持在100%左右。受LNG原材料价格上升以及下游需求旺盛影响，2017年公司LNG产品平均销售价格（含税）为3,374.20元/吨，较上年上升33.00%。

表8　公司LNG产销情况表（单位：元/吨、万吨、%）

项目	2016 年度	2017 年	同比变化
平均单位成本	2,099.79	2,256.06	7.44
平均含税销售价格	2,537.08	3,374.20	33.00
实际产量	35.75	37.62	5.23
实际销量	35.81	38.26	6.84
产销率	100.17	101.70	1.53

资料来源：公司提供

总体看，2017年，公司LNG产销量有小幅增长，销售价格下游需求旺盛因素带动大幅上涨。

（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。公司电石部分内销，作为PVA原材料。2017年，公司电石销量中，对内销售占30.31%，对外销售占69.69%。

2017年，公司自产电石产量、销量及销售价格均较上年变化不大；生产成本较上年上升18.12%至1,879.33元/吨，自产销售价格（不含税）上升15.22%至1,995.50元/吨。公司2017年取消电石贸易业务。

表9 公司电石产销情况表（单位：元/吨、万吨、%）

项目	2016 年度	2017 年	同比变化
生产成本（自产）	1,591.08	1,879.33	18.12
产量（自产）	88.40	87.89	-0.58
销量（自产）	88.21	87.79	-0.48
自产销售价格（不含税）	1,995.50	2,299.13	15.22
外采成本	1,688.99	0.00	--
产量/销量（贸易）	8.19	0.00	--
贸易销售价格（不含税）	1,671.90	0.00	--

资料来源：公司提供

总体看，2017年，公司电石产销量变动不大，销售价格受原材料价格上涨而同步上涨。公司2017年取消电石贸易业务。

4. 经营效率

2017 年，公司应收账款周转次数由上年的 8.57 次下降至 8.47 次，存货周转次数由上年的 14.44 次下降至 13.81 次，主总资产周转率由上年的 0.43 次提升至 0.47 次，均较上年变动不大。

总体看，2017 年，公司经营效率较为稳定，处于一般水平。

5. 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，2017年受去产能影响，煤炭业务业绩较好，但未来若去产能不到位或者下游需求下降，将给公司的经营和利润带来一定程度负面影响。

（2）原材料价格上涨带来一定成本压力

2017年，公司化工业务原材料上涨明显，加大了公司的成本管理压力。未来若公司产品价格涨幅不及原材料涨幅，将在一定程度上压缩公司利润空间。

（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。

6. 未来发展

未来将继续延伸资源综合利用、清洁、高效、低能耗的循环产业链，不断提高技术创新能力，加大研发投入力度，陆续开工建设一批技术含量高、产品附加值高、产业关联度高、填补国内空白的项目，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）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 PVA 高端产品项目，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。公司将根据国内经济形势、产品市场需求及资金落实情况适时实施投资。

（2）煤炭板块规划

公司将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，并加大煤炭清洁利用研发力度，实现清洁利用，提高资源经济效益。原则上，公司不再改建、扩建和新建新的矿井。鉴于公司无烟煤矿产资源储量丰富，公司未来将加大对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。

（3）电力板块规划

为进一步提高电力供应自给能力，降低下游产品动力成本，公司规划在蒙西工业园区配套建设 2×350MW 低热值煤热电联产项目，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，出资比例分别为 45%、51%、4%。项目的建设，主要为公司化工项目提供生产用汽，机组所发电力可直接用于化工项目的供电需求，也能增加地区的电源支撑。

总体看，公司经营思路务实稳健，发展战略可行。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017 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 2018 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。2017 年公司合并范围较上年增加 1 家子公司（内蒙古双欣煤炭运销有限公司），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 2017 年底，公司合并资产总额 202.14 亿元，负债合计 126.12 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 76.02 亿元，归属于母公司的所有者权益 63.87 亿元。2017 年，公司实现营业收入 95.00 亿元，净利润（含少数股东损益）5.68 亿元，归属于母公司所有者的净利润 5.11 亿元；经营活动产生的现金流量净额 10.92 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.37 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 209.10 亿元，负债合计 131.98 亿元，所有者权益（含

少数股东权益）合计 77.12 亿元，归属于母公司的所有者权益 64.87 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 22.81 亿元，净利润（含少数股东损益）1.06 亿元，归属于母公司所有者的净利润 0.95 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.04 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.37 亿元。

2. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产合计 202.14 亿元，较年初增长 1.59%，其中流动资产 66.94 亿元（占 33.12%），非流动负债 135.19 亿元（占 66.88%），资产结构较上年变动不大，仍以非流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 66.94 亿元，较年初增长 1.80%；流动资产主要由货币资金（占 27.36%）、应收账款（占 16.79%）、预付款项（占 22.48%）、其他应收款（占 21.16%）和存货（占 8.21%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金为 18.31 亿元，较年初增长 6.35%，除少量现金外，公司货币资金全部为银行存款，其中公司为银行承兑汇票缴存保证金 13.45 亿元，使用受限。公司应收账款账面价值为 11.24 亿元，较年初增长 1.44%，共计提坏账准备 607.23 万元。公司应收账款账龄较短，一年以内的应收账款余额占比为 99.17%；公司应收账款前五名金额占比为 58.55%，集中度较高，主要为大型钢铁企业，回收风险较小。公司预付款项为 15.05 亿元，较年初增长 2.47%，主要系预付原料款增加所致。公司其他应收款账面价值为 14.17 亿元，较年初增长 0.22%，公司其他应收款主要为股权转让款和往来款，共计提坏账准备 0.14 亿元。公司存货账面价值为 5.49 亿元，较年初增长 4.46%，主要系公司外购煤炭增加，且煤炭价格上涨所致。公司存货主要由原材料（占 50.48%）、库存商品（占 30.28%）、在产品（占 7.92%）和发出商品（占 11.14%）组成，共计提跌价准备 209.96 万元，公司存货主要为煤炭、PVA 及 PVA 原材料，价格波动较大，未来存在跌价可能。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 135.19 亿元，较年初增长 1.49%；非流动资产主要由固定资产（占 49.56%）、无形资产（占 9.29%）、商誉（占 19.75%）和长期待摊费用（占 9.09%）构成。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 67.00 亿元，较年初增长 1.91%，其中 2017 年购置固定资产 1.75 亿元、在建工程转固 7.02 亿元，同时由于预转固调整原值减少 3.69 亿元，导致公司固定资产账面价值变动不大。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 38.29%）和机器设备（占 60.96）组成，共计提折旧 23.45 亿元，未计提减值准备，成新率为 74.07%，处于较好水平。公司无形资产账面价值为 12.56 亿元，较年初减少 1.45%，主要是土地使用权和采矿权，累计摊销 3.43 亿元。公司商誉账面价值为 26.70 亿元，较年初无变化，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。公司长期待摊费用账面价值为 12.29 亿元，较年初增长 2.55%，其中森林采伐权为 9.9 亿元，是为支付斯留德扬卡.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 年底，公司受限资产合计 103.00 亿元，占资产总额的 50.95%，受限比例较高，具体情况见下表。

表10　截至2017年底公司受限资产情况

项目	受限金额	受限原因
货币资金	13.45	银行承兑票据保证金、信用证保证金

固定资产	31.57	抵押借款
无形资产	11.20	质押借款
长期股权投资	46.77	质押借款
合计	**103.00**	--

资料来源：公司年报
注：长期股权投资受限金额为公司质押子公司股权金额，未合并抵消。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 209.10 亿元，较年初增长 3.45%，主要系流动资产中的货币资金、应收账款、存货等增长所致。其中，流动资产和非流动资产占比分别为 35.65%和 64.35%，流动资产占比提高 2.53 个百分点，资产构成仍以非流动资产为主。

总体看，2017 年，公司资产结构基本稳定，其中非流动资产所占比重较大；应收账款和其他应收款占比较高，对资金形成一定占用，受限资产比例较高，商誉存在一定减值风险，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债规模合计 126.12 亿元，较年初增长 4.13%，其中流动负债 78.81 亿元（占 62.49%），非流动负债 47.30 亿元（占 37.51%），流动负债占比较年初提高 16.96 个百分点，负债结构转变为以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 78.81 亿元，较年初增长 42.92%，主要系短期借款和应付票据大幅增长所致；流动资产主要由短期借款（占 31.84%）、应付票据（占 40.53%）、一年内到期的非流动负债（占 10.15%）和其他流动负债（占 7.61%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款为 25.10 亿元，较年初增长 54.56%，主要系补充运营资金而增加借款所致，公司短期借款中，质押借款占 54.84%、抵押借款占 19.13%、保证借款占 25.94%。公司应付票据为 31.94 亿元，较年初增长 63.32%，主要系公司采购使用票据增加所致，公司应付票据全部为银行承兑汇票。公司一年内到期的非流动负债账面价值为 8.00 亿元，全部为年内新增，主要系 6 亿元“15 双欣 MTN001”及 2 亿元“15 双欣 MTN002”将于 2018 年兑付所致。公司其他流动负债为 6.00 亿元，较年初大幅减少 50.34%，主要系偿还 6 亿元到期短期融资券所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债合计 47.30 亿元，较年初减少 28.30%，主要系长期借款减少所致；非流动资产主要由长期借款（占 52.86%）、应付债券（占 32.98%）和长期应付款（占 12.49%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款为 25.01 亿元，较年初减少 41.76%，主要系偿还到期借款所致，公司长期借款中，质押借款占 39.55%、抵押借款占 22.78%、保证借款占 37.67%。公司应付债券为 15.60 亿元，较年初减少 16.13%，2017 年，公司新发行 5 亿元中期票据，并有 8 亿元中期票据转入一年内到期的非流动负债。公司长期应付款为 5.91 亿元，较年初增长 54.81%，主要系新增融资租赁款所致。

截至 2017 年底，公司全部债务合计 117.55 亿元，较年初增长 3.82%，其中短期债务占 60.43%，长期债务占 39.57%，短期债务占比较年初提高 18.15 个百分点，主要系短期借款、应付票据增加及新增一年内到期的非流动负债所致。截至 2017 年底，公司长期债务共 46.51 亿元，其中于 2019 年到期 3.69 亿元、2020 年到期 36.25 亿元、2021 年到期 0 元、2021 年到期 3.25 亿元，2020 年到期偿付压力较大。截至 2017 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 62.39%和 60.73%，较上年分别上升 1.52 个和 1.47 个百分点，公司长期债务资本化比率为 37.96%，较年初下降 7.67 个百

分点，主要系公司长期借款减少以及中期票据转入一年内到期的非流动负债所致。公司负债水平较高、债务负担较重，且短期偿债压力较大。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 131.98 亿元，较年初增长 4.65%，主要系流动负债增长所致。公司负债中，流动负债和非流动负债分别占比 64.64%和 35.36%，负债结构较年初变动不大。

总体看，2017 年，公司债务规模有所扩大，整体负债水平较高、债务负担较重，且短期偿债压力较大。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 76.02 亿元，较年初减少 2.36%，变动不大，其中归属于母公司的所有者权益占 84.02%。归属于母公司的所有者权益主要由股本（占 20.53%）、资本公积金（占 31.02%）和未分配利润（占 44.40%）构成，权益结构较年初变动不大；未分配利润占比较高，权益稳定性有待改善。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 77.11 亿元，较年初增长 1.45%，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益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

2017 年，受煤炭价格上涨以及煤炭销量增长影响，公司收入和利润规模增幅明显。2017 年，公司实现营业总收入 95.00 亿元，较上年增长 12.34%，实现净利润 5.68 亿元，较上年增长 45.38%。2017 年，公司营业利润率为 20.26%，较上年提高 3.87 个百分点，主要系受市场行情影响，公司产品价格上涨所致。

从期间费用来看，2017 年，公司期间费用总额为 14.39 亿元，较上年增长 18.38%，主要系管理费用和财务费用增长所致。其中，公司销售费用为 3.95 亿元，较上年增长 0.15%；管理费用为 2.87 亿元，较上年增长 60.34%，主要系 2017 年公司将高新技术研发费用及计提的安全经费列入管理费用所致；财务费用为 7.57 亿元，较上年增长 17.87%，主要系票据贴现较多，贴息上升所致。2017 年，公司费用收入比为 15.15%，较上年变动不大，公司费用控制能力有待提高。

2017 年，公司所取得的投资净收益为 1.71 亿元（占当年公司营业利润 25.99%），较上年减少 15.51%，主要系公司于 2016 年度将所持昌吉铁斯克煤矿 51%的股权对外处置所致。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，相关行业的景气度变动，将一定程度上影响公司投资收益规模。

从盈利指标看，2017 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 6.90%、7.20%和 7.38%，分别较上年提高 1.48 个、1.56 个和 2.24 个百分点，公司盈利水平有所提升。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 22.81 亿元，较上年同期增长 0.12%；实现净利润 1.06 亿元，较上年增长 9.38%，主要系煤炭价格同比上涨所致。

总体看，2017 年，受煤炭价格上涨以及煤炭销量增长影响，公司收入和利润规模增幅明显，盈利水平有所提升。投资收益和营业外收入对公司盈利水平形成一定补充。

5. 现金流

从经营活动来看，2017 年，公司经营活动现金流入规模为 95.72 亿元，较上年增长 15.44%；公司经营活动现金流出规模为 84.80 亿元，较上年增长 13.75%，主要系收入规模和成本均大幅增长所

致；综上影响，2017 年，公司经营活动现金净额为 10.92 亿元，较上年增长 30.42%。2017 年，公司现金收入比率分别为 100.13%，较上年提升 3.26 百分点，公司收入实现质量较好。

从投资活动来看，截至 2017 年底，公司投资活动现金流入规模为 4.90 亿元，较年初增长 102.72%，主要系收到前期处置的昌吉铁斯克煤矿 51%股权的处置款所致；投资活动现金流出规模为 8.95 亿元，较年初减少 18.02%，主要系煤矿技改投入较上年减少所致。综上影响，2017 年，公司投资活动现金流量净额由上年-8.50 下降至-4.06 亿元，公司投资活动净流出量收窄。

从筹资活动来看，截至 2017 年底，公司筹资活动现金流入规模为 83.07 亿元，较年初增长 41.62%，主要系新增短期借款较多所致；筹资活动现金流出规模为 94.29 亿元，较年初增长 35.38%，主要系到期偿还借款所致。综上影响，2017 年，公司筹资活动现金净额为-11.22 亿元，较上年变动不大。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 1.04 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.68 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-1.74 亿元。

总体看，2017 年，公司经营活动现金流量规模有所扩大，收入实现质量较好；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

从短期偿债能力指标来看，截至 2017 年底，公司流动比率由年初的 1.19 倍下降至 0.85 倍，速动比率由年初的 1.10 倍下降至 0.78 倍，现金短期债务比由年初的 0.42 倍下降至 0.30 倍，主要系短期借款、应付票据增加及将 8 亿元中期票据调至一年内到期的非流动负债所致。公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 20.64 亿元，较上年增长 31.89%，主要系利润总额增长所致。公司 2017 年 EBITDA 中，利润总额占 33.22%，计入财务费用的利息支出占 36.76%，折旧占 22.94%，摊销占 7.08%。2017 年，公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.14 倍提升至 0.18 倍，EBITDA 利息倍数由上年的 2.51 倍提升至 2.72 倍，但仍处于一般水平。

截至 2018 年 3 月末，公司共获得银行授信 105.27 亿元，已使用 91.91 亿元，公司融资渠道有待拓展。

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 2018 年 4 月 27 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 2018 年 3 月底，公司对外担保金额合计 6.74 亿元，担保余额占净资产比例为 8.87%。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，且其借款抵质押率较高，公司代偿可能性较小。

表 10　截至 2018 年 3 月底公司对外担保情况（单位：万元）

担保人	被担保人	担保方式	担保余额	期限
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	连带责任	12,138.00	2010.09.14-2020.09.05
	内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司		10,000.00	2017.11.01-2018.10.31
	内蒙古博源实地能源有限公司		11,000.00	2017.10.26-2018.10.25
	内蒙古佳和物流有限责任公司		300.00	2017.12.25-2018.12.25
	乌海市华资煤焦有限公司		3,681.74	2017.06.15-2019.06.15
合 计		**--**	**37,119.74**	**--**

内蒙古双欣环保材料股份有限公司	内蒙古鄂尔多斯投资控股集团有限公司	连带责任	17,000.00	2017.4.21-2018.4.19
			3,000.00	2017.4.28-2018.4.26
	内蒙古天骄大酒店有限公司		10,000.00	2017.4.21-2018.4.20
	内蒙古佳和物流有限公司		300.00	2017.12.29-2018.12.29
	合 计	**--**	**30,300.00**	**--**
总计		**--**	**67,419.74**	**--**

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，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，与转让方辉意有限公司、辉惠有限公司、颖丰有限公司、昊天发展集团公司和昊天能源控股有限公司产生合同纠纷。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》，公司累计已向鄂尔多斯市中级人民法院支付 6,000 万元，尚欠付 2,000 万元，目前该案仍在执行过程中。双方因保证金的支付事宜产生合同纠纷，2017 年 9 月 3 日，内蒙古自治区高级人民法院作出（2014）内民三初字第 4 号的民事判决书，驳回了原告申请的由五被告共同赔偿截止 2013 年 5 月 9 日原告矿井损失人民币 8,000.61 万元并支付逾期赔偿违约金的请求。公司收到判决后，于 2017 年 9 月 15 日向内蒙古自治区高级人民法院递交了上诉状，将本案上诉于中华人民共和国最高人民法院。

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。

总体看，受短期债务规模扩张影响，公司短期债务偿还能力有所下降，整体偿债能力一般。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 2018 年 3 月底，公司现金类资产合计 23.16 亿元，为“15 双欣债”本金（10.60 亿元）的 2.19 倍；净资产为 77.12 亿元，为“15 双欣债”本金（10.60 亿元）的 7.28 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，2017 年公司 EBITDA 为 20.64 亿元，为“15 双欣债”本金（10.60 亿元）的 1.95 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 2017 年经营活动产生的现金流入 95.72 亿元，为“15 双欣债”本金（10.60 亿元）的 9.03 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，并考虑到公司在煤炭资源、“煤-电-化”一体化产业链，多元化经营等方面具有一定的竞争优势，公司对“15 双欣债”的偿还能力很强。

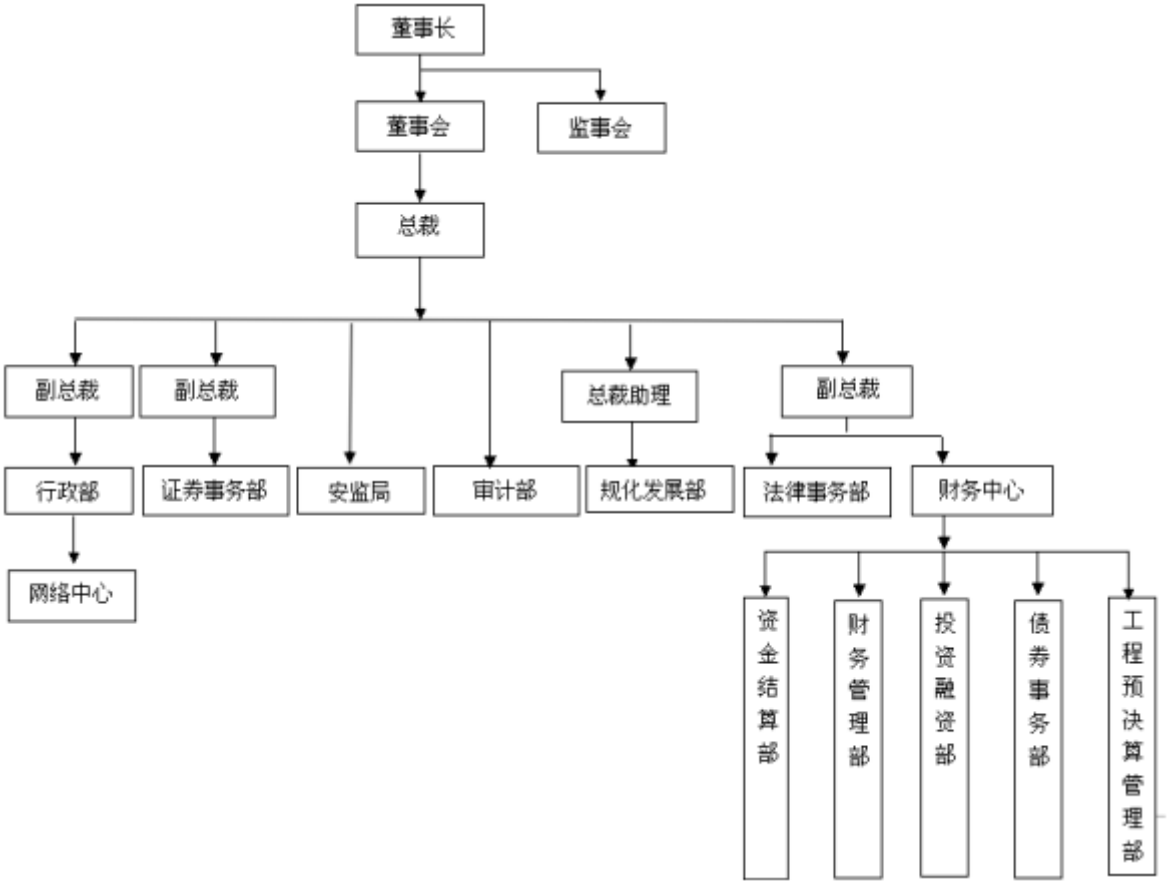
八、综合评价

跟踪期内，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。2017年，受煤炭和化工品价格上涨、煤炭产量增长影响，公司收入和利润规模均大幅增长。同时，联合评级也关注到公司电力板块毛利率下滑、成本压力增加、受限货币资金占比较高、短期偿债压力较大等因素对公司信用水平产生的不利影响。

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”。

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	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	198.97	202.14	209.10
所有者权益（亿元）	77.85	76.02	77.12
短期债务（亿元）	47.88	71.04	72.45
长期债务（亿元）	65.35	46.51	46.07
全部债务（亿元）	113.23	117.55	124.51
营业收入（亿元）	84.57	95.00	22.81
净利润（亿元）	3.91	5.68	1.06
EBITDA（亿元）	15.65	20.64	--
经营性净现金流（亿元）	8.37	10.92	1.04
应收账款周转次数（次）	8.57	8.47	--
存货周转次数（次）	14.44	13.81	--
总资产周转次数（次）	0.43	0.47	--
现金收入比率（%）	96.87	100.13	114.52
总资本收益率（%）	5.42	6.90	--
总资产报酬率（%）	5.64	7.20	--
净资产收益率（%）	5.14	7.38	1.38
营业利润率（%）	16.39	20.26	19.82
费用收入比（%）	14.38	15.15	16.62
资产负债率（%）	60.87	62.39	63.12
全部债务资本化比率（%）	59.26	60.73	61.75
长期债务资本化比率（%）	45.63	37.96	37.40
EBITDA 利息倍数（倍）	2.51	2.72	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.18	--
流动比率（倍）	1.19	0.85	0.87
速动比率（倍）	1.10	0.78	0.79
现金短期债务比（倍）	0.42	0.30	0.30
经营现金流动负债比率（%）	15.19	13.86	1.22
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.48	1.95	--

注：1、2018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。