跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1495 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：

二〇一九年六月二十日

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 2019 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	债券余额	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	7.62 亿元	3+2 年	AA	AA	2018.6.22

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	198.97	202.14	197.55	204.03
所有者权益（亿元）	77.85	76.02	75.28	76.70
长期债务（亿元）	65.35	46.51	42.13	42.06
全部债务（亿元）	113.23	117.55	113.40	117.31
营业收入（亿元）	84.57	95.00	102.78	28.05
净利润（亿元）	3.91	5.68	6.39	1.43
EBITDA（亿元）	15.65	20.64	22.05	--
经营性净现金流（亿元）	8.37	10.92	17.82	2.32
营业利润率（%）	16.39	20.26	21.66	17.95
净资产收益率（%）	5.14	7.38	8.45	1.88
资产负债率（%）	60.87	62.39	61.89	62.41
全部债务资本化比率（%）	59.26	60.73	60.10	60.47
流动比率（倍）	1.19	0.85	0.75	0.76
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.18	0.19	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.51	2.72	2.78	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.05	2.71	2.89	--

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、2019 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。2018 年，受煤炭产量增长及化工品价格上涨因素带动，公司收入和利润规模保持增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司成本压力增加、货币资金受限比例高、短期偿债压力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，评级展望为“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。

2．2018 年，受煤炭产量增长及化工品价格上涨因素带动，公司经营业绩进一步提升；盈利能力有所增强。

3．公司经营现金流情况佳，对外融资压力较小。

关注

1．2018 年，公司部分化工业务原材料价格大幅上涨，加大了公司的成本控制压力。

2．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。

3．2018 年，公司短期债务规模较大，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：

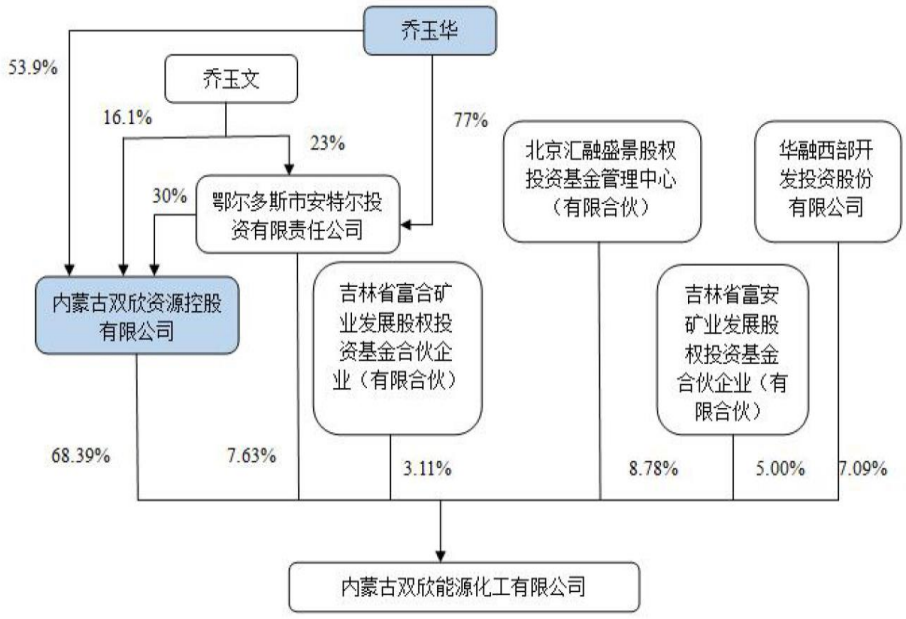
联合信用评级有限公司

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 年底，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年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围增加了“生铁购销”以及“化工产品（不含危险化学品）销售”；组织结构无变化。截至 2019 年 3 月末，公司合并范围子公司共 14 家；在职员工合计 5,000 余人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 197.55 亿元，负债合计 122.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 75.28 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 65.16 亿元。2018 年，公司实现营业收入 102.78 亿元，净利润（含少数股东损益）6.39 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.73 亿元；经营活动产生的现金流量净额 17.82 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.02 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 204.03 亿元，负债合计 127.33 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 76.70 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 66.47 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 28.05 亿元，净利润（含少数股东损益）1.43 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.43 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.32 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.38 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%。

2018 年 11 月 6 日至 2018 年 11 月 8 日是“15 双欣债”的回售登记期，根据中国证券登记结算有限责任公司上海分公司对本次债券回售情况的统计，“15 双欣债”回售有效期登记数量为 297,910 手，回售金额为 2.98 亿元（不含利息）。本次回售实施完毕后，“15 双欣债”债券余额为 7.62 亿元，利率由 7.30%上调至 7.80%。

公司扣除发行费用后的募集资金已全部用于补充流动资金。公司已于 2018 年 12 月 4 日足额支付最近一期利息。

三、行业分析

1. 煤炭行业

2016 年供给侧改革以来，我国煤炭化解落后产能工作顺利实施，过剩产能得到有效遏制，同时煤炭进口量增速下滑，煤炭价格大幅上升，煤炭企业经营状况大幅好转。2017 年，煤炭价格高位波动，为使煤价回归合理区间，国家适度调整相关政策稳定供应，煤炭供需呈现紧平衡状态。2018 年以来，随着优质产能逐步释放，煤炭供给端有所宽松；需求端房地产投资增长强劲，电力和钢铁等煤炭主要下游行业对煤炭保持旺盛需求，煤炭供需紧平衡状态有所缓解，煤炭价格小幅震荡下行但整体维持高位。

总体看，2018 年，随着供给侧改革的实施以及优质产能的逐步释放，煤炭行业供需紧平衡，煤炭价格保持高位，行业内企业盈利情况良好；未来随着优质产能的进一步释放，供给有望进一步宽松，煤炭价格有下探态势。

（1）煤炭供需

上游供给

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》”），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，标志着煤炭行业供给侧改革正式开始；紧接着又于 3 月提出了“276 个工作日”以及职工安置措施，同年 5 月和 7 月先后提出去产能专项补贴以及产能置换方案；同年 12 月，国家发改委印发《煤炭工业发展“十三五”规划》，将去产能目标明确为 8 亿吨；相关政策的下发落实，尤其是“276 个工作日”的执行带动煤炭价格开始出现大幅上涨。为了抑制煤价的大幅上涨以及保证冬季取暖煤炭供应，9 月起，发改委逐步放开了 276 个工作日，并于 11 月提出了煤炭供给的“长协模式”。供给侧改革效果明显，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%；2017 年，由于“276 个工作日”的逐步放开，我国原煤产量 35.20 亿吨，同比增长 3.20%，产量有所回升；2018 年，随着优质产能的逐步释放，煤炭产量和增速均缓慢提升，实现原煤产量 36.80 亿元，同比增长 4.43%，增速同比提高 1.11 个百分点。

煤炭进口方面，2017 年 5 月 9 日，国家发改委与多部委《关于严格控制劣质煤炭进口有关措施》，

要求限制进口煤同比下降 5~10%（每月进口约 1,500 万吨）；继续引导市场煤价下行，力争迎峰度夏前回落到 570 元/吨以内。2017 年 7 月 1 日起，我国禁止省级政府批准的二类口岸[1]经营煤炭进口业务，超过 12 个港口煤炭进口业务被禁止，多个港口清关条件更加严格；2018 年初，煤炭保供危机凸显，政策出现松动，多个二类口岸进口煤炭业务陆续开展；2018 年 4 月初，我国首次对一类口岸的进口煤进行限制，煤炭进口限制令继 2017 年 7 月后重启并有所升级。从煤炭进口量看，2016~2018 年，我国煤炭进口量分别为 1.83 亿吨、1.88 亿吨和 1.87 亿吨，同比分别增长 17.83%、增长 2.72%和下降 0.72%，2017 年以来增速下滑明显。

下游需求

煤炭下游行业主要包括电力、钢铁、建材、化工，其分别占煤炭消费总量的 44%、20%、8%和 4%；煤炭最终端需求主要来源于房地产投资和基础设施建设投资。

从下游火电行业看，根据国家统计数据，2016~2017 年我国火电发电量分别为 4.40 万亿千瓦时和 4.61 万亿千瓦时，同比分别增长 4.41%和 4.91%，增速基本保持稳定。2018 年，我国火电发电量 4.98 万亿千瓦时，同比增长 7.98%，火电发电量增速创 2014 年以来新高，主要系 2018 年年初天气较往年寒冷以及夏天较往年炎热，同时 2018 年房地产投资维持较高增速所致。

从下游钢铁行业看，2018 年我国粗钢产量 9.28 亿吨，同比增长 11.61%，一方面由于房地产投资拉动钢铁行业整体复苏，另一方面由于 2017 年以前，“地条钢”产量未纳入统计范围，取缔“地条钢”政策实施后，释放的粗钢需求正规钢铁企业填补。

从终端需求看，2018 年，受房地产去库存政策、利率仍处于较低水平以及房地产开发商加快开工以回笼资金等因素影响，房地产投资力度强劲导致煤炭需求增长；具体看，2018 年全国房地产开发投资完成额 120,264 亿元，同比增长 9.5%，投资增速同比提高 2.5 个百分点；房地产新开工面积增速为 17.2%，同比大幅提高 10.2 个百分点，开发商开工建设积极性较高；商品房销售面积为 17.17 亿万平方米，同比增长 1.3%，同比下降 4.4 个百分点，销售增速虽有所放缓，但整体销量继续提升；商品房待售面积由 2017 年底的 5.89 亿平方米下降至 5.24 亿平方米，房地产继续去库存。受去杠杆政策影响，2018 年基础设施建设投资增速由 2017 年的 14.93%大幅下滑至 1.79%，对煤炭需求造成一定影响。

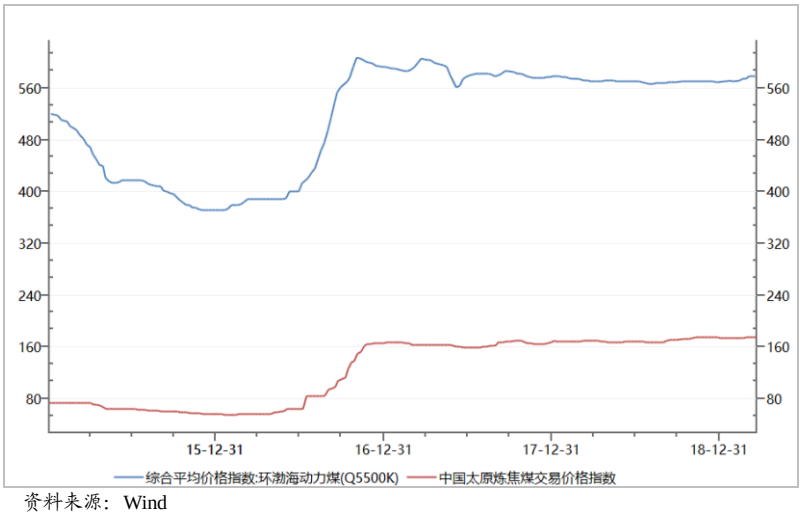
总体看，2018 年，随着优质产能逐步释放，煤炭供给端偏紧的情况有所缓解；同时，2018 年房地产投资增长强劲，电力和钢铁等煤炭主要下游行业对煤炭保持旺盛需求，煤炭供需整体处于紧平衡状态。

（2）煤炭价格

得益于供给侧改革的实施，煤炭价格于 2016 年下半年出现大幅上涨，之后一直保持较高水平。2018 年，优质产能逐步释放但影响有限，煤炭供需维持紧平衡，煤炭价格有所波动但整体维持高位。环渤海动力煤价格小幅震荡下行但整体维持高位；其中，年初天气较往年寒冷，煤炭价格有所增长；国家发改委于 2 月表示不允许有高于 750 元/吨的煤炭进港，大型煤企带头稳价，煤炭价格有所下降；4 月国家加大煤炭进口限制力度，煤价小幅回升；三季度以来，随着电厂为采暖季补库存，煤价震荡走高。随着钢铁行业回暖，下游钢铁行业景气度回升，对焦煤需求增加，支撑焦煤价格波动中有所上升。

[1] 一类口岸指由国务院批准开放的口岸（包括中央管理的口岸和由省、自治区、直辖市管理的部分口岸），二类口岸指由省级人民政府批准开放并管理的口岸。

图 2　近年来动力煤及炼焦煤价格变化情况（单位：元/吨、点）



资料来源：Wind

2019 年，供给侧改革已经进入尾声，国家发改委计划 2019 年增加 1~1.2 亿吨煤炭产量，但年初采矿业安全事故频发，国家对环保安全巡查力度持续提高，很大程度上影响了煤炭供给；预计短期内煤炭供需仍将处于紧平衡状态，煤炭价格将保持高位震荡，但长远看，随着优质产能的逐步释放，未来煤炭价格或将有所下降。

总体看，2018 年，优质产能进一步释放，煤炭供需实现紧平衡，煤炭价格小幅震荡下行但整体继续维持高位；未来随着优质产能的逐步释放，未来煤炭价格或将有所下降。

（3）行业政策

煤炭行业供给侧改革以 2016 年 2 月出台的《意见》为起点，国家陆续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政策稳定煤价。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、推进煤炭去产能的产能置换和职工安置等问题，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。

从政策实施效果看，2016 年计划煤炭去产能 2.5 亿吨、实际完成 2.9 亿吨（国家发改委口径），2017 年计划去产能 1.5 亿吨以上、实际完成 2.5 亿吨（国家发改委口径），2018 年计划去产能 1.5 亿吨以上、实际完成 1.5 亿吨（国家安监局口径）；2016~2018 年，煤炭行业合计完成去产能 6.9 亿吨，超出计划 10.8%，完成“十三五”计划的八成以上。

进入 2018 年，在继续加快煤炭行业退出落后产能的基础上，国家致力于保证优质产能供给、稳定煤价、促进煤电联营，同时加强环保及安全生产管理力度。具体看：

保供给稳煤价方面，2018 年初印发的《关于做好 2018 年重点领域化解过剩产能工作的通知》明确，煤炭去产能重点在“破”“立”“降”上下功夫，由总量性去产能为主转向系统性去产能、结构性优产能为主，重点处置“僵尸企业”。为加强对电煤中长期合同签订履约的监管，国家有关部门于 5 月组织督查组，对晋陕蒙地区煤炭企业的电煤中长期合同签订履行情况进行全面核查，对履约不规范的企业进行惩戒；11 月发布的《关于做好 2019 年煤炭中长期合同签订履行有关工作的通知》延续了近三年来加大中长期协定签约的政策导向。

煤电联营方面，为保障煤炭、电力行业协调发展，缓解煤电矛盾，2018 年 1 月，国家发改委等 12 部委联合印发的《关于进一步推进煤炭企业兼并重组转型升级的意见》，支持发展煤电联营，支持有条件的煤炭企业之间、煤炭与煤化工企业及其他关联产业企业兼并重组。9 月，国家发展改革

委、国家能源局联合下发《关于深入推进煤电联营促进产业升级的补充通知》，提出鼓励发展多种形式的煤电联营，同等条件下优先支持煤炭和发电企业相互持股比例超过 30%的项目，优先释放煤电联营企业的优质产能等支持煤电联营的具体措施，煤炭行业兼并重组步伐将加快，行业集中度将进一步提高。

环保及安全生产方面，国务院于 7 月印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》明确了大气污染防治工作的总体思路、基本目标、主要任务和保障措施，提出了打赢蓝天保卫战的时间表和路线图。于 2017 年 12 月经国家安监局审议通过的《煤矿安全培训规定》于 2018 年 3 月 1 日起施行；国家煤监局于分别 5 月和 6 月发布《防治煤矿冲击地压细则》和新版《煤矿防治水细则》，进一步细化煤炭采掘生产规范。2018 年四季度以来，煤炭行业安全事故频发，国务院安委会办公室于 11 月 8 日发布关于进一步加强当前安全生产工作的紧急通知，要求各地坚决防范遏制重特大生产安全事故发生；同时防止和减少煤矿生产安全事故，保护煤矿从业人员生命安全，应急管理部办公厅国家煤矿安监局办公室于 11 月 23 日发布关于《煤矿安全条例（草案征求意见稿）》意见的通知。

总体看，经过 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 年随着供给侧改革进一步推进，国家在保证优质产能供给、稳定煤价、促进煤电联营，以及加强环保及安全生产管理等方面继续加大力度。

（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，而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。

（5）未来发展

政策支持行业景气度保持稳定、实现供需平衡

随着煤炭行业供给侧改革的持续实施，煤炭供给大幅减少，在需求基本稳定情况下，煤炭价格大幅上涨；短期内，政策支持煤炭行业景气度保持在较高水平。长期看，随着落后产能的退出，先进产能的释放，煤炭行业供给将有所增长；随着宏观经济的好转，下游需求稳定增长，未来煤炭行业将逐步实现供需平衡。

行业集中度进一步提升、产业链进一步完善

煤炭行业供给侧改革的顺利实施，使得拥有较好资源禀赋的煤炭企业盈利能力得到大幅改善，而资源禀赋较差的煤炭企业生存空间进一步缩小；加之 2018 年新的政策导向，未来煤炭行业兼并重组步伐将加快，行业集中度将进一步提升。此外，供给侧改革的实施拉高了煤炭价格，使得火电行业成本控制承压严重，加速了火电企业向上游煤炭行业的延伸，煤、电行业产业链进一步完善。

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。

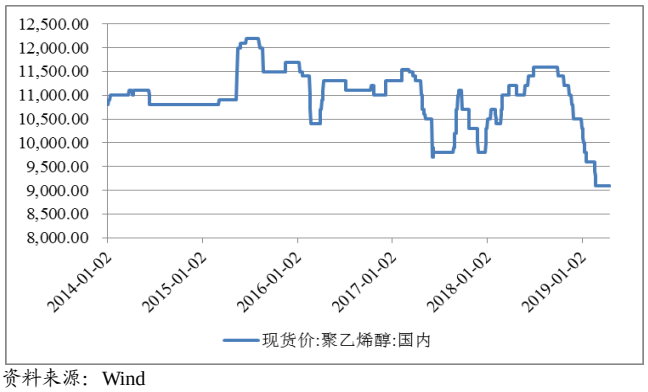
需求方面，国内早期PVA的应用领域都以维纶为主，随着维纶在纺织面料中占比逐渐降低和PVA应用领域的扩展，PVA 的需求结构已发生较大变化，目前粘合剂、PVB 等聚乙烯醇下游化工化纤产品、纺织浆料分别约占 PVA 需求的 40%、30%和 20%左右。2012 年以来，由于粘合剂、纺织浆料等下游行业景气程度不高，且面临新产品替代风险，造成 PVA 的市场需求增长乏力。2018 年，我国 PVA 下游需求变化不大，产销矛盾依然突出，实际消费量 70 万吨左右，受到产品供需结构的影响，国内市场总体供大于求，常规品种需求不旺、开工不足，但中高端品种却呈现平稳上升的态势，市场需求旺盛。出口方面，2018 年，我国 PVA 出口规模为 14.6 万吨，同比增长 9.8%，出口已经成为缓解我国 PVA 供需失衡的重要方式。

供给方面，我国是世界上最大的 PVA 生产国。2018，产能过剩问题仍然较为突出。2017 年，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。目前，国内聚乙烯醇产能为 119.6 万吨/年，实际有效产能为 80 万吨/年，实际消费量只有 70 万吨/年左右，已形成供大于求的弱平衡状态。

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。

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 产品仍然供大于求，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。2018 年，PVA 价格整体呈先涨后跌趋势，1~8 月，受厂商生产销售理性合理控制产量及上游电石、煤炭等价格上涨因素影响，PVA 价格快速上涨，截至 2018 年 8 月底，国内聚乙烯醇现货价高达 11,600 万元/吨，较年初上涨 10.5%；9 月份以后，高价刺激工厂开工率走高及原材料价格回调导致 PVA 价格快速下跌，截至 2019 年 3 月底，PVA 价格已跌至 9,100 元/吨，较上年高点下跌 21.6%，幅度较大。

图 3　2014 年以来 PVA 价格变动情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind

总体看，2018 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 2018 年第 7 次临时股东会决议，同意免去阿拉腾图娅监事职务，并委派张彦雄为公司新任监事；经公司 2019 年第 3 次临时股东会决议，同意免去郭金龙董事职务，并选举呼俊怀为公司新任董事。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。2018年，受公司部分煤矿产能释放影响，公司收入和利润规模保持增长。2018年，公司实现营业总收入102.78亿元，较上年增长8.18%，实现净利润6.39亿元，较上年增长12.53%。2017~2018年，公司主营业务收入占营业收入的比重分别为98.89%和99.15%，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，2018年，受公司煤炭产量增长带动，煤炭业务收入较上年增长9.00%至45.66亿元，占比44.80%，较上年变化不大；化工业务（包括PVA、电石、LNG等业务）收入较上年小幅增长6.70%至46.70亿元，主要系化工产品价格上涨所致，收入占比下降0.76个百分点至45.83%，仍为公司收入来源中占比最大的业务板块。电力板块收入5.67亿元，较上年变化不大。

表1　公司主营业务收入及利润率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	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	45.66	44.80	23.57
电力	5.16	6.22	31.76	5.62	5.98	20.49	5.67	5.56	17.79
化工	41.95	50.50	16.69	43.77	46.59	21.54	46.70	45.83	22.44
其他	1.11	1.34	29.05	2.67	2.85	20.06	3.88	3.81	31.14
合计	**83.07**	**100.00**	**17.23**	**93.95**	**100.00**	**21.20**	**101.90**	**100.00**	**23.02**

资料来源：公司提供

从毛利率来看，煤炭板块毛利率较上年提升2.56个百分点至23.57%，主要系煤炭行情较好，价格同比上涨所致。但同时，受煤价处于高位影响，电力业务毛利率下降2.70个百分点至17.79%。受化工品价格回升影响，化工业务毛利率上升0.90个百分点至22.44%。综上影响，2018年公司综合毛利率为23.02%，较上年提升1.82个百分点。

2019年1~3月，公司实现营业收入28.05亿元，较上年同期增长22.97%；实现净利润1.43亿元，较上年增长34.91%。公司收入和利润大幅增长，主要系一方面公司化工品价格同比上涨，另一方面上年一季度公司LNG业务停产检修，当年恢复正常导致LNG业务收入和利润大幅增长所致。

总体看，受公司煤炭及化工产品产能释放影响，2018年，公司营业收入保持增长，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2019年3月底，公司拥有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1.24亿吨，较上年变动不大，主要煤种为动力煤和炼焦煤。

表2 截至2019年3月底公司煤矿资源基本情况（单位：万吨、万吨/年）

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	3,771	120	在产
乌仁都西	不粘煤	11,216	2,418	150	在产
鸿鑫纳户沟	动力煤	2,056	1,068	120	在产
天誉煤炭	炼焦煤	5,187	3,283	120	在产
天裕工贸	炼焦煤	3,323	1,832	60	在产
合计		**27,546**	**12,373**	**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，较上年无变化。煤炭产量方面，2018年，公司原煤开采量为499.21万吨，同比增长26.86%，主要系乌仁都西及鸿鑫纳户沟为露天煤矿，2018年进入新采区后采剥比提高，产量较上年大幅增加；以及天誉煤炭及天裕工贸经过技改后，产能逐步释放所致。

表3 公司各煤矿煤炭产量情况（单位：万吨）

下属煤矿	2016 年	2017 年	2018 年
正丰矿业	100.72	121.02	119.93
乌仁都西	76.72	75.62	123.35

鸿鑫纳户沟	50.90	102.26	116.63
天誉煤炭	34.59	81.94	102.30
天裕工贸	34.23	12.69	37.00
合计	**297.16**	**393.52**	**499.21**

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。2018年，公司洗煤厂原煤洗入量为556.62万吨，同比增长12.04%，主要系公司扩大洗煤规模所致；洗出率为88.87%，较上年上升4.95个百分点，主要系入洗原煤指标不同所致，公司会依据客户的需求，对外采购不同指标的原煤，整体洗出率处于较高水平。

表 4　公司煤炭洗选情况（单位：万吨、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
原煤入洗量	436.98	496.79	556.62
洗出率	92.61	83.92	88.87
精煤	218.36	197.04	222.16
中煤	160.55	185.19	223.13
煤泥	25.77	34.68	49.40

资料来源：公司提供

总体看，2018年，受前期技改煤矿产能释放影响，公司原煤产量大幅增长；公司扩大洗煤规模，洗出率有所提升。

（3）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，2018年，受公司原煤产量增长及洗煤规模扩大影响，公司原煤、精煤、中煤和煤泥销量均有所增长，原煤产销率有所回升，主要系公司自产原煤洗煤占比有所降低所致，精煤、中煤、煤泥的产销率高。销售价格方面，除原煤外，公司其他各类煤炭销售价格均较上年小幅下滑，主要系精煤、中煤的品种结构根据市场客户要求做出了调整，高硫煤占比提升所致。

表 5　公司煤炭的销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	销售量	平均价格	产销率	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	361.92	222.22	72.50
精煤	208.41	449.86	95.44	200.73	769.68	101.87	219.08	735.53	98.61
中煤	160.10	124.17	99.72	180.14	216.92	97.27	222.02	198.01	99.50
煤泥	33.40	45.35	129.61	34.68	88.76	100.00	49.91	78.37	101.03

资料来源：公司提供
注：上表所列销量不含贸易销量

除原煤生产及煤炭洗选外，公司还从事煤炭贸易业务。公司煤炭贸易产品包括原煤、精煤和中煤等，以原煤为主。煤炭贸易方面，2018年，公司整体煤炭贸易采购量为945.60万吨，采购同比增长29.79%，采购均价为460.38元/吨，同比上升15.59%，主要系2018年煤炭市场销路较好，为避免供不应求的状况，公司外购煤炭满足市场的需求所致；煤炭贸易销售量为852.79万吨，同比增长16.73%；

销售均价为491.61元/吨，同比上升13.07%。2018年，公司实现煤炭贸易收入41.92亿元，抵消内部交易后煤炭贸易收入为23.49亿元。2018年，公司煤炭板块贸易业务毛利率为4.64%，同比减少3.59个百分点。

2018年，公司煤炭业务前五大销售客户主要为鄂尔多斯市欣顺贸易有限责任公司、鄂尔多斯市琼宇工贸有限责任公司、内蒙古鄂尔多斯市华冶煤焦化有限公司、神华杭锦能源有限责任公司及国家能源集团煤焦化有限责任公司等，客户较为稳定，前五大客户销售收入在煤炭收入中占22.37%，集中度尚可。

总体看，2018年，受公司煤矿产能释放，公司原煤销售量大幅增长，除原煤外，其他煤炭价格略有下滑；公司为满足下游销售需求，煤炭贸易规模大幅增长，但贸易业务毛利率下滑明显。

3. 化工业务

化工业务收入来自电石、PVA、LNG及化工附属产品；2018年，公司电石业务收入23.74亿元，综合毛利率为26.77%；PVA业务收入为16.52亿元（其中PVA收入10.71亿元、高强高模纤维收入0.70亿元、附属产品收入5.11亿元），综合毛利率为18.73%；LNG业务收入10.15亿元，综合毛利率为14.78%，其中LNG附属产品收入0.14亿元。

（1）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。电石为PVA主要原材料之一，公司部分电石产品用于PVA的生产。2018年，公司电石销量中，对内销售占33.88%，对外销售占66.12%。

2018年，公司自产电石产量、销量较上年变化不大；销售均价（不含税）同比上升11.50%至2,563.45元/吨，主要系市场行情较好所致。

表6 公司电石产销情况表（单位：万吨/年、元/吨、万吨、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
产能	87.00	87.00	87.00
产量	88.40	87.89	89.12
销量	88.21	87.79	86.04
其中：内销	20.53	26.61	29.15
外销	67.68	61.18	56.89
销售均价	1,995.50	2,299.13	2,563.45
产能利用率	101.61	101.00	102.00
产销率	99.79	100.00	97.00

资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司电石产销量变动不大，销售价格有所上涨。

（2）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。2018年，公司原材料采购规模随产量的增加而有所增加；公司原材料采购价格随行就市，受环保整治等影响，2018年大部分原材料采购价格均有所上涨。2018年，公司PVA原材料采购成本较上年增长32.66%，主要系价格

上涨所致，公司成本压力明显加大。

表7　公司PVA原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

产品	2016 年		2017 年		2018 年	
	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	28.49	2,396.32
电煤	68.43	131.66	56.30	196.03	59.81	181.02
醋酸	4.06	1,582.20	4.65	2,452.82	5.70	3,769.44
甲醇	1.72	1,453.66	1.51	1,851.67	2.24	2,111.61
采购成本合计	**--**	**67,143.12**	**--**	**80,650.52**	**--**	**105,313.78**

资料来源：公司提供

生产方面，2018年，公司PVA产能为13万吨，较上年无变化。2018年，公司PVA产量为11.87万吨，较上年小幅增长2.59%；产能利用率为91.31%，较上年提高2.31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，对当年产品产量形成一定影响所致。。

销售量方面，2018年，公司PVA产品销量较上年增长2.07%至11.33万吨，主要系产量增长所致。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。2018年，公司PVA产品平均销售价格为10,866.94元/吨，较上年上涨18.39%。PVA产品销售渠道畅通，基本实现满产满销，2018年公司PVA产品产销率为95.45%，较上年变化不大。

表8　公司PVA产品产销情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年
产能（万吨/年）	13.00	13.00	13.00
产量（万吨）	12.34	11.57	11.87
产能利用率（%）	94.92	89.00	91.31
实际销量（万吨）	17.19	11.10	11.33
平均含税销售价格（元/吨）	8,065.37	9,179.08	10,866.94
产销率（%）	139.30	95.94	95.45

资料来源：公司提供

2018年，PVA业务前五名销售客户的销售额占总销售额的比重为12.13%，集中度较上年变化不大。

总体看，2018年，公司PVA产量略有增长，原材料价格上行加大了PVA业务的成本压力，也推动产品销售价格增长。

（3）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，2018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36.69%至3,083.90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。受宏基亿泰2018年一季度停产检修影响，公司产量和销量较上年下降幅度较大，2018年分别为24.72万吨和24.40万吨，产销率下滑至98.71%。受LNG原材料价格上升影响，2018年公司LNG产品平均销售价格（含税）为3,990.06元/吨，较上年上升18.25%。

表9　公司LNG产销情况表（单位：元/吨、万吨、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
平均单位成本	2,099.79	2,256.06	3,083.90
平均含税销售价格	2,537.08	3,374.20	3,990.06
实际产量	35.75	37.62	24.72
实际销量	35.81	38.26	24.40
产销率	100.17	101.70	98.71

资料来源：公司提供

总体看，2018年，受天然气供应紧张影响，公司LNG产销量下滑幅度较大，上游采购价格上涨幅度较大，推动相关产品销售价格的提升。

4. 经营效率

2018 年，公司应收账款周转次数由上年的 8.47 次上升至 9.03 次，存货周转次数由上年的 13.81 次下降至 13.79 次，主总资产周转率由上年的 0.47 次提升至 0.51 次，均较上年变动不大。

总体看，2018 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，2018年公司经营业绩较好，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

2018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 2018 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 2019 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的要求编制。2018 年公司合并范围较上年无变化且主营业务稳定，财务数据可比性较好。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 197.55 亿元，负债合计 122.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 75.28 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 65.16 亿元。2018 年，公司实现营业收入 102.78 亿元，净利润（含少数股东损益）6.39 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.73 亿元；经营活动产生的现金流量净额 17.82 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.02 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 204.03 亿元，负债合计 127.33 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 76.70 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 66.47 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 28.05 亿元，净利润（含少数股东损益）1.43 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.43 亿元；经营活动产生的现金流量净额 2.32 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.38 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产合计 197.55 亿元，较年初减少 2.27%；其中，流动资产 59.17 亿元（占 29.95%），非流动资产 138.38 亿元（占 70.05%），资产结构以非流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 59.17 亿元，较年初减少 11.61%，主要系其他应收款减少所致；流动资产主要由货币资金（占 31.25%）、应收账款（占 19.29%）、预付款项（占 26.06%）、其他应收款（占 9.18%）和存货（占 9.93%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 18.49 亿元，较年初变化不大，仍主要由其他货币资金构成（占 86.29%），其他货币资金全部为银行承兑汇票保证金，均为受限资金，受限比例较高。截至 2018 年底，公司应收账款账面价值为 11.41 亿元，较年初变化不大，主要集中在 1 年以内，共计提 0.06 亿坏账准备，公司应收账款前五名合计占比 61.28%，集中度较高，主要为大型钢铁企业，回收风险较小。截至 2018 年底，公司预付款项为 15.42 亿元，较年初增长 2.48%，主要为预付煤炭款，账期均为一年以内。截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值为 5.43 亿元，较年初减少 61.68%，主要系收回其他单位往来款所致，公司其他应收款共计提坏账准备 0.09 亿元。截至 2018 年底，公司存货账面价值为 5.88 亿元，较年初增长 6.94%，主要系公司外购煤炭增加所致，公司存货主要由原材料（占 52.48%）和库存商品（占 46.47%）组成，共计提跌价准备 0.02 亿元，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 2018 年底，公司非流动资产合计 138.38 亿元，较年初增长 2.36%；非流动资产主要由持有至到期投资（占 6.59%）、固定资产（占 46.79%）、无形资产（占 9.31%）、商誉（占 19.30%）和长期待摊费用（占 8.39%）构成。

截至 2018 年底，公司持有至到期投资为 9.12 亿元，较年初增长 126.17%，主要系公司购买多笔资管产品所致。截至 2018 年底，固定资产账面价值为 64.74 亿元，较年初减少 3.37%，主要系计提累计折旧所致，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 39.26%）和机器设备（占 60.10%）组成，共计提折旧 28.34 亿元，未计提减值准备，成新率为 69.56%，处于较好水平。截至 2018 年底，无形资产为 12.88 亿元，较年初增长 2.53%，主要系年内专利权结转及购买采矿权所致，主要由土地使用权（占 30.65%）、专利权（占 8.59%）和采矿权（占 60.33%）构成，累计摊销 4.13 亿元。截至 2018 年底，公司商誉为 26.70 亿元，较年初无变化，公司商誉主要来自合并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 2018 年底，公司长期待摊费用为 11.62 亿元，较年初减少 5.46%，主要系费用逐年摊销所致。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 125.98 亿元，占资产总额的 63.77%，受限比例较高，具体情况见下表。

表10　截至2018年底公司受限资产情况（单位：亿元）

项目	受限金额	受限原因
固定资产	47.75	抵押金融机构
在建工程	0.13	设备直租回购
无形资产	11.26	质押、抵押金融机构
货币资金	15.96	签发银行承兑汇票保证金
长期股权投资	50.89	质押、抵押金融机构
合计	**125.98**	--

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 2019 年 3 月底，公司资产总额 204.03 亿元，较年初增长 3.28%，主要系流动资产中的货币资金、应收账款和其他应收款等增长所致。其中，流动资产和非流动资产占比分别为 31.65%和 68.35%，流动资产占比略有上升，资产构成仍以非流动资产为主。

总体看，2018 年，公司资产结构基本稳定，仍以非流动资产为主；应收账款、其他应收款占比较高，对资金形成一定占用；商誉规模较大，存在一定的减值风险；受限资产占比较大，公司资产流动性较弱，整体资产质量有待提升。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债规模合计 122.27 亿元，较年初减少 3.05%，其中流动负债 79.31 亿元（占 64.87%），非流动负债 42.96 亿元（占 35.13%），负债结构仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 79.31 亿元，较年初增长 0.63%；流动负债主要由短期借款（占 39.82%）、应付票据（占 43.75%）和其他流动负债（占 6.30%）构成。截至 2018 年底，公司短期借款为 31.58 亿元，较年初增长 25.83%，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 39.83%、抵押借款占 23.94%、保证借款占 36.23%。公司应付票据为 34.69 亿元，较年初增长 8.62%，主要系原材料采购金额增长所致，公司应付票据全部为银行承兑汇票。公司其他流动负债为 5.00 亿元，为 2018 年发行的“18 双欣 CP001”。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 42.96 亿元，较年初减少 9.19%，主要系长期借款和长期应付款减少所致；非流动负债主要由长期借款（占 47.89%）、应付债券（占 38.69%）和长期应付款（占 11.49%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款为 20.57 亿元，较年初减少 17.73%，主要系偿还到期借款所致，公司长期借款中，质押借款占 36.99%、抵押借款占 38.95%、保证借款占 24.06%。公司应付债券为 16.62 亿元，较年初增长 6.54%，主要系“15 双欣债”回售 2.98 亿元，同时新发行“18 双欣 01”和“18 双欣 02”两期公司债券所致。公司长期应付款为 4.94 亿元，较年初减少 16.47%，主要系偿还部分融资租赁款所致。

截至 2018 年底，公司全部债务合计 113.40 亿元，较年初增长 3.53%，其中短期债务占 62.85%，长期债务占 37.15%，债务结构较年初变动不大。截至 2018 年底，公司长期债务共 42.13 亿元，其中于 2020 年到期 27.69 亿元、2021 年到期 8.80 亿元、2021 年到期 2.95 亿元，2020 年到期偿付压力大。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.89%、60.10%和 35.88%，较年初分别下降 0.50 个、0.63 个和 2.08 个百分点。公司负债水平较高，且短期偿债压力较大。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 127.33 亿元，较年初增长 4.14%，流动负债占比略有上升。

总体看，2018 年，公司债务规模有所扩大，整体负债水平较高，债务负担重，且短期偿债压力较大。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 75.28 亿元，较年初减少 0.97%，变动不大，其中归属于母公司的所有者权益为 65.16 亿元。归属于母公司的所有者权益主要由股本（占 20.13%）、资本公积金（占 29.15%）和未分配利润（占 46.44%）构成，未分配利润占比进一步提高。公司未分配利润占比较高，权益稳定性有待改善。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 76.70 亿元，较年初增长 1.88%，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

2018 年，受煤炭销量增长及化工产品价格上涨影响，公司收入和利润规模有所增长。2018 年，公司实现营业总收入 102.78 亿元，较上年增长 8.18%，实现净利润 6.39 亿元，较上年增长 12.53%。2018 年，公司营业利润率为 21.66%，较上年提高 1.39 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，2018 年，公司期间费用总额为 16.26 亿元，较上年增长 12.97%，主要系研发费用和财务费用增长所致。其中，公司销售费用为 3.80 亿元，较上年减少 3.81%；管理费用为 2.85 亿元，较上年增长 14.11%，主要系公司所致；财务费用为 8.31 亿元，较上年增长 9.81%，主要系票据贴现较多，贴息上升所致；研发费用为 1.29 亿元，较上年增长 249.06%，主要系公司加大研发力度所致。2018 年，公司费用收入比为 15.82%，较上年变动不大，公司费用控制能力有待提高。

2018 年，公司所取得的投资净收益为 1.52 亿元（占当年公司营业利润 19.58%），较上年减少 11.11%，主要系公司对联营及合营企业的投资收益减少所致。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，2018 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 7.50%、7.92%和 8.45%，分别较上年提高 0.60 个、0.72 个和 1.07 个百分点，公司盈利水平有所提升。

2019年1~3月，公司实现营业收入28.05亿元，较上年同期增长22.97%；实现净利润1.43亿元，较上年增长34.91%。公司收入和利润大幅增长，主要系一方面公司化工品价格同比上涨，另一方面上年一季度公司LNG业务停产检修，当年恢复正常导致LNG业务收入和利润大幅增长所致。

总体看，2018 年，受煤炭销量增长及化工产品价格上涨影响，公司收入和利润规模有所增长，盈利能力提升，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，2018 年，公司经营活动现金流入规模为 103.74 亿元，较上年增长 8.38%，主要系公司收入规模增长所致；公司经营活动现金流出规模为 85.92 亿元，较上年增长 1.33%；综上影响，2018 年，公司经营活动现金净额为 17.82 亿元，较上年增长 63.14%。2018 年，公司现金收入比率为 100.45%，较上年变化不大，公司收入实现质量较好。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入规模为 7.96 亿元，较年初增长 62.18%，主要系公司投资的金融产品变现及收回前期股权转让款所致；投资活动现金流出规模为 12.87 亿元，较上年增长 43.76%，主要系公司投资金融产品及回购双欣环保股权款增加所致。综上影响，2018 年，公司投资活动现金净流出规模由上年的 4.06 扩大至 4.91 亿元。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入规模为 98.86 亿元，较年初增长 19.02%，主要系新增短期借款较多所致；筹资活动现金流出规模为 113.76 亿元，较年初增长 20.65%，主要系债券到期规模较大所致。综上影响，2018 年，公司筹资活动现金净额由上年的-11.22 亿元变为-14.90 亿元，净流出规模扩大。

2019 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 2.32 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-1.80 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-0.14 亿元。

总体看，2018 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；投资活动现金需求不大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率由年初的 0.85 倍下降至 0.75 倍，速动比率由年初的 0.78 倍下降至 0.67 倍，现金短期债务比由年初的 0.48 倍下降至 0.47 倍，主要系短期借款、应付票据增加所致。考虑到公司货币资金受限比例较高，公司短期偿债能力偏弱。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 22.05 亿元，较上年增长 6.80%，主要系利润总额增长所致。公司 2018 年 EBITDA 中，利润总额占 35.78%，计入财务费用的利息支出占 36.01%，折旧占 22.61%，摊销占 5.60%。2018 年，公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.18 倍提升至 0.19 倍，EBITDA 利息倍数由上年的 2.72 倍提升至 2.78 倍，但仍处于一般水平。

截至 2018 年底，公司共获得银行授信 130.46 亿元，已使用 97.69 亿元，剩余授信 32.77 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 2019 年 5 月 14 日，公司无未结清关注类、不良/违约类信贷记录，过往履约情况良好。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保金额合计 4.96 亿元，担保余额占净资产比例为 6.47%。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。

截至 2019 年 3 月底，公司无重大未决诉讼。

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，长期偿债能力一般，对外担保地域集中度高。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。但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，公司整体偿债能力很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产合计 22.53 亿元，为“15 双欣债”余额（7.62 亿元）的 2.96 倍，若扣除受限货币资金，现金类资产合计 6.57 亿元，为“15 双欣债”余额（7.62 亿元）的 0.86 倍；净资产为 76.70 亿元，为“15 双欣债”余额（7.62 亿元）的 10.07 倍，公司现金类资产对“15 双欣债”的覆盖程度一般，其净资产能够对“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，2018 年公司 EBITDA 为 22.05 亿元，为“15 双欣债”本金（7.62 亿元）的 2.89 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 2018 年经营活动产生的现金流入 103.74 亿元，为“15 双欣债”余额（7.62 亿元）的 13.61 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

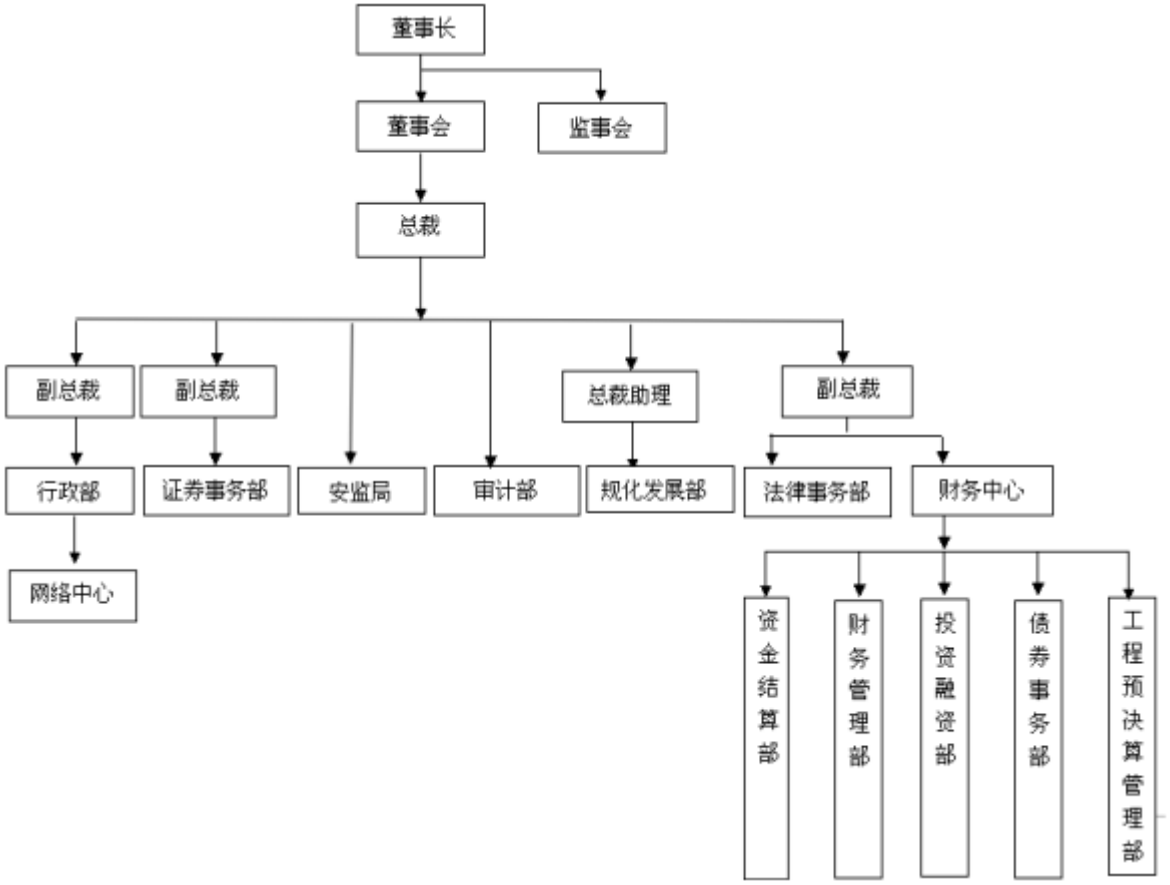
跟踪期内，公司作为蒙西地区的煤炭开采企业，拥有丰富的煤炭资源、良好的资源开采禀赋，公司继续深化“煤-电-化”一体化产业链，多元化经营有助于提升产品附加值与抗风险能力。2018 年，受煤炭产量增长及化工品价格上涨因素带动，公司收入和利润规模保持增长。同时，联合评级

也关注到公司、成本压力增加、货币资金受限比例高、短期偿债压力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，评级展望为“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	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	198.97	202.14	197.55	204.03
所有者权益（亿元）	77.85	76.02	75.28	76.70
短期债务（亿元）	47.88	71.04	71.27	75.25
长期债务（亿元）	65.35	46.51	42.13	42.06
全部债务（亿元）	113.23	117.55	113.40	117.31
营业收入（亿元）	84.57	95.00	102.78	28.05
净利润（亿元）	3.91	5.68	6.39	1.43
EBITDA（亿元）	15.65	20.64	22.05	--
经营性净现金流（亿元）	8.37	10.92	17.82	2.32
应收账款周转次数（次）	8.57	8.47	9.03	--
存货周转次数（次）	14.44	13.81	13.79	--
总资产周转次数（次）	0.43	0.47	0.51	0.14
现金收入比率（%）	96.87	100.13	100.45	105.59
总资本收益率（%）	5.42	6.90	7.50	--
总资产报酬率（%）	5.64	7.20	7.92	--
净资产收益率（%）	5.14	7.38	8.45	1.88
营业利润率（%）	16.39	20.26	21.66	17.95
费用收入比（%）	14.38	15.15	15.82	12.22
资产负债率（%）	60.87	62.39	61.89	62.41
全部债务资本化比率（%）	59.26	60.73	60.10	60.47
长期债务资本化比率（%）	45.63	37.96	35.88	35.42
EBITDA 利息倍数（倍）	2.51	2.72	2.78	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.18	0.19	--
流动比率（倍）	1.19	0.85	0.75	0.76
速动比率（倍）	1.10	0.78	0.67	0.68
现金短期债务比（倍）	0.42	0.30	0.29	0.30
经营现金流动负债比率（%）	15.19	13.86	22.47	2.73
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.05	2.71	2.89	--

注：1、2019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。