

信用等级公告

联合[2015]342 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内蒙古双欣能源化工有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2015 年公司债券进行综合分析和评估，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拟发行的 2015 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：张开阳 张青

二零一五年七月 七日

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

2015 年公司债券信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 15 亿元（含）

债券期限：不超过 7 年（含）

还本付息方式：按年付息，到期一次还本

评级时间：2015 年 7 月 7 日

主要财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
资产总额(亿元)	150.20	164.21	172.84	176.76
所有者权益(亿元)	55.71	60.43	67.52	70.52
长期债务(亿元)	55.38	52.87	53.49	52.71
全部债务(亿元)	76.77	85.88	94.43	99.99
营业总收入(亿元)	62.63	67.81	75.02	18.75
净利润(亿元)	6.43	5.49	4.93	0.68
EBITDA(亿元)	15.32	16.34	17.24	--
经营性净现金流(亿元)	4.51	8.85	13.50	1.39
营业利润率(%)	23.72	22.59	23.54	20.71
净资产收益率(%)	--	9.46	7.70	0.98
资产负债率(%)	62.91	63.20	60.94	60.10
全部债务资本化比率(%)	57.95	58.70	58.31	58.64
流动比率	1.11	0.91	0.90	0.92
EBITDA 全部债务比	0.20	0.19	0.18	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.96	2.69	2.87	--
EBITDA/本次发债额(倍)	1.02	1.09	1.15	--

注：①本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。
②本报告中数据如无特别注明均为合并口径；上表中一季度数据未经审计、相关指标未经年化。③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。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对内蒙古双欣能源化工有限公司（以下简称“双欣能源”或“公司”）的评级反映了其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；公司目前已形成“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；公司管理跨度大、投资规模较大等对公司经营产生的不利影响。

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，公司的经营及收入规模将有所提升，综合实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司所处的蒙西地区资源丰富，目前，公司共拥有 6 家煤矿企业，煤炭资源探明储量合计 31,008 万吨。

2. 公司在 PVA 生产技术方面拥有较为前端的技术优势；PVA 产能逐步释放，产、销量逐年增长。

3. 公司已形成“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。

4. 公司具有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。

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. 公司产业相对多元化，下属子公司单独核算，独立考核，公司总部管理跨度较大。

3. 近年来公司投资规模较大，融资结构以债务融资为主导，借款到期期限较为集中，存在一定的偿债压力。

分析师

张开阳

电话：010-85172818

邮箱：zhangky@unitedratings.com.cn

张 雪

电话：010-85172818

邮箱：zhangx@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

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与内蒙古双欣能源化工有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与内蒙古双欣能源化工有限公司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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因内蒙古双欣能源化工有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用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。

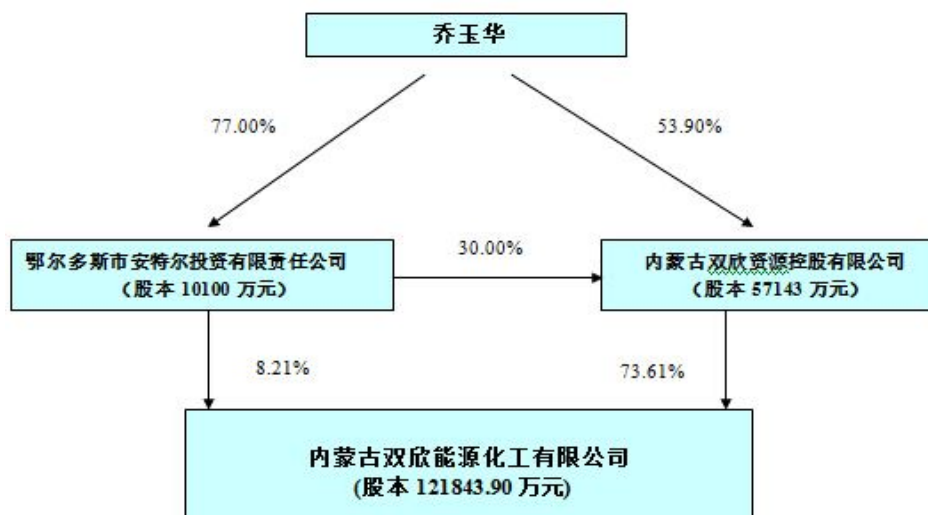
本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由内蒙古双欣能源化工有限公司提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次债券信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，联合评级将持续关注发行人动态；若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

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。截至2015年3月末，公司注册资本为121,843.9万元，双欣控股持股73.61%，安特尔投资持股8.21%，吉林省富合矿业发展股权投资基金合伙企业持股3.35%，吉林市建惠吉盛股权投资基金合伙企业持股4.07%，辽源市建惠富吉股权投资基金合伙企业持股5.38%，吉林省富安矿业发展股权投资基金合伙企业持股占比5.38%。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63.00%的股权，是公司的实际控制人。

图1 截至2015年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2015年3月末，公司下设8个管理职能部门，分别为行政部、证券事务部、煤炭事业部、审计部、法律事务部、资金结算部、财务管理部、投资融资部（见附件1）以及13家子公司。截至2014年末，公司共有在职员工6,485人。

公司经营范围：煤炭批发经营；煤炭、电力、聚乙烯醇相关化工产品、矿产资源开采投资；自营和代理各类商品及技术的进出口业务。

截至2014年末，公司合并资产总额172.84亿元，负债合计105.32亿元，所有者权益（含少数股东权益）67.52亿元。2014年，公司实现营业收入75.02亿元，净利润（含少数股东损益）4.93亿元，经营活动产生的现金流量净额13.50亿元，现金及现金等价物净增加额5.95亿元。

截至2015年3月末，公司合并资产总额176.76亿元，负债合计106.24亿元，所有者权益（含少数股东权益）70.52亿元。2015年一季度，公司实现营业收入18.75亿元，净利润（含少数股东损益）0.68亿元，经营活动产生的现金流量净额1.39亿元，现金及现金等价物净增加额1.59亿元。

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、本次公司债券概况

1. 本次债券概况

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”，简称“15 双欣债”。本次债券发行规模为不超过人民币 15 亿元（含 15 亿元）。本次债券面值 100 元，平价发行。本次发行的债固定利率债券，期限不超过 7 年（含 7 年）。本次债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券扣除发行费用后，拟全部用于补充流动资金。

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。2014 年公司煤炭、化工产品营业收入占主营业务收入的 48.76%、42.91%。

（一）煤炭行业

1. 行业概况

煤炭行业是我国重要的能源基础行业。我国能源资源的基本特点是“富煤、贫油、少气”。既有的能源禀赋结构造成煤炭在我国一次能源消费结构中所占的比重达到 60%以上，“以煤为主”的能源消费结构和欧美国家“石油为主，煤炭、天然气为辅，水电、核电为补充”的情况差别显著，而且在未来相当长的时期内，我国以煤为主的能源供应格局不会改变。

我国国内煤炭资源分布的基本特点为：北多南少，西多东少，煤炭资源分布与消费区不协调。据统计，我国煤炭远景储量主要分布在山西、陕西、内蒙、新疆等地，占全国的 94.40%，探明储量的 80.50%分布在以上四省。晋陕蒙将是我国长期稳定的煤炭供给来源，其次是西南区及西北新甘宁青地区，但地处西部内陆，运输不便；华东、中南、京津冀地区煤炭储量有限，不能满足本地需求；东北地区作为传统煤炭基地，随着老旧煤矿的报废，短期供给潜力不足，面临资源枯竭和工业转型的挑战。

我国煤炭资源的种类较多，在现有探明储量中，烟煤占 75%、无烟煤占 12%、褐煤占 13%。其中，原料煤占 27%，动力煤占 73%。动力煤储量主要分布在华北和西北，分别占全国的 46%和 38%，炼焦煤主要集中在华北，无烟煤主要集中在山西和贵州两省。已探明的储量中，灰分小于 10%的特低灰煤占 20%以上；硫分小于 1%的低硫煤约占 65%-70%；硫分 1%-2%的约占 15%-20%。高硫煤主要集中在西南、中南地区。华东和华北地区上部煤层多低硫煤，下部多高硫煤。总的来看，我国煤炭质量较好。

由于我国煤炭资源生产与消费地逆向分布，华东以及东南沿海地区作为煤炭最主要消费地，始终存在煤炭供需偏紧的矛盾。华东以及东南沿海地区大部分煤炭通过“三西”地区外运至北方七港，然后再由水路运输至沿海各省。我国另一煤炭主要消费地京津冀地区煤炭产量有限，主要通过铁路调入煤炭满足区域内需求。正是由于区域不平衡，我国煤炭行业对运输依赖性强，铁路运输对煤炭及下游行业运行构成重要影响因素。

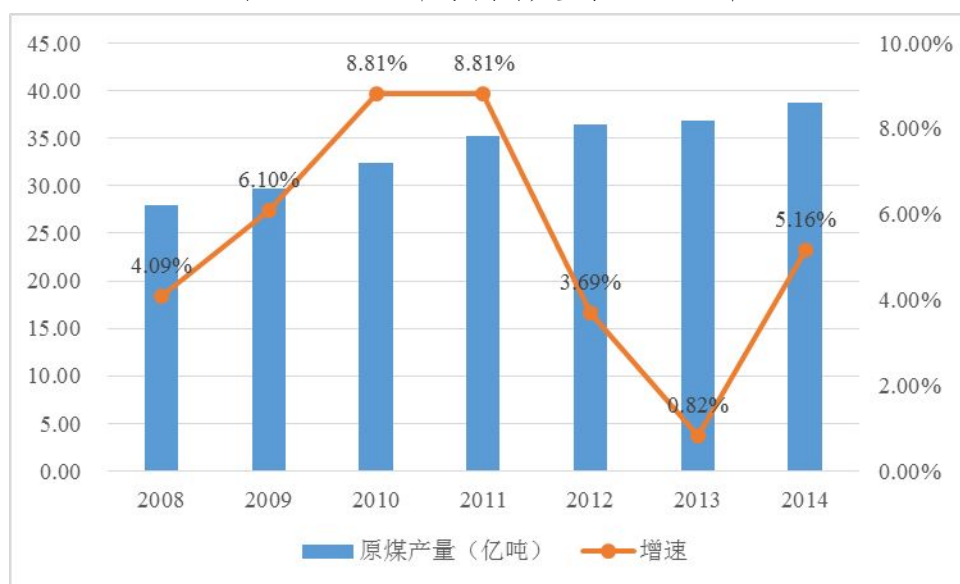
总体看，我国煤炭资源的种类丰富，国内供需区域分布不均。

2. 煤炭供需

煤炭供应

随着原煤产量持续增长，煤炭生产向西北地区集中趋势仍在延续，受西部省区煤炭产量快速增长影响，运输环节对煤炭市场的制约进一步凸显。由于西部地区铁路运力的增长明显滞后于煤炭产量的增长，外调煤炭中，更多的增量只能靠汽运来解决，这不仅增加了运输过程中的不确定性，而且加大了煤炭运输成本。

图2 2008~2014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。
注：左轴代表产量；右轴代表增速。

2011年以来，煤炭市场景气度下滑，煤炭企业对投资进度和产出规模进行相应调整，2012年全国原煤产量达到36.50亿吨，同比增长3.69%，增速显著放缓。2013年以来宏观经济增长趋缓、煤炭下游需求不振、雾霾治理都压缩了煤炭需求的增长空间，全年原煤产量为36.80亿吨，同比仅增加0.82%，增速达到六年来最低值。2014年，各地环保政策出台，煤炭企业资源整合力度加大，全国原煤产量达到38.70亿吨，同比增长5.16%，如上图所示。虽然原煤产量增速有所回升，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。

煤炭需求

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%。2011年开始，宏观经济增速放缓使得主要耗煤行业产品产量增速明显下降，对煤炭需求形成了一定的压力，如下图所示。《能源发展战略行动计划（2014-2020年）》提出，2020年煤炭消费总量控制在42亿吨左右，目前煤炭产能远远超过该限定值。

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, 此处省略其 1、2 月数值。

2012 年到 2013 年上半年, 受节能减排、经济结构调整等影响, 我国经济增速放缓, 用电量增速有所下滑, 2012 年全国发电量 48,187.50 亿千瓦时, 同比增长 4.70%。2013 年下半年以来, 受工业生产回暖及度夏期间持续高温天气的影响, 用电量增速有所回升, 2013 年全国发电量 52,451.07 亿千瓦时, 同比增长 7.62%。进入 2014 年以来, 受到经济发展趋缓以及气温偏低影响, 全国发电量增速同比进一步放缓, 2014 年全国发电量 54,638 亿千瓦时, 同比增长 3.20%, 增速较上年回落 4.42 个百分点, 其中火力发电 42,049.00 亿千瓦时, 同比降低 0.40%。

2011 年房地产调控政策和信贷紧缩政策对水泥行业的影响已经显现, 水泥下游需求减少, 价格出现下降。2012 年水泥产量达到 21.84 亿吨, 同比增长 7.40%, 增速同比回落了 8.7 个百分点。2013 年房地产和基础设施建设保持较高增速, 全国水泥产量实现 24.14 亿吨, 同比增长 9.57%, 增速同比增长 2.17 个百分点。2014 年以来, 在固定资产投资、房地产投资增速双双下滑的背景下, 水泥市场需求整体偏弱, 全国水泥产量 24.76 亿吨, 同比增长 1.80%, 增速同比回落了 7.77 个百分点。

近年来, 钢铁下游需求疲弱, 钢铁价格大幅下跌, 部分钢厂开始减产或检修, 行业开始进入去库存化阶段。2013 年, 全国生铁产量 7.09 亿吨, 同比增长 6.24%, 增速较上年提升了 2.54 个百分点。虽产量增速较上年有所恢复, 但考虑到企业和社会库存均保持在较高水平, 实际消费量增速远低于此水平。2014 年我国固定资产投资增速小幅下滑, 特别是房地产行业进入下行调整期, 钢铁市场终端需求不振。2014 年全国生铁产量 7.12 亿吨, 同比增长 0.50%, 增速大幅回落。

总体看, 近年来煤炭市场景气度下滑, 供大于求矛盾依然突出, 下游电力、房地产、钢铁等行业需求增速放缓, 煤炭产品需求增长有所抑制。

3. 煤炭价格

2011 年以来, 全国综合煤炭价格指数震荡下降, 从 2011 年 11 月左右的 203.00 点下降至 2014 年 5 月最后一周的 131.10 点, 如下图所示。从动力煤方面来看, 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, 动力煤价格震荡下降, 尽管 2013 年末电煤合同谈判中煤炭大型集团提价带动动力煤价格回升至 660.00 元/吨, 但由于缺乏下游需求有利支撑, 动力煤价

格下行压力依旧不减。至 2015 年 6 月 3 日~6 月 10 日这一周，秦皇岛港动力煤(Q5800K)平仓价为 475.00 元/吨。从焦煤方面来看，焦煤属于稀缺资源，因此炼焦煤价格能够维持相对高的水平。与动力煤不同，炼焦煤需求的季节性特征不太明显，其价格变化更多取决于下游产品产量和市场行情变化，其波动和钢材价格波动基本一致，受钢材价格影响十分明显。但由于焦煤下游钢铁行业需求不振，使焦煤价格在 2011 年后进入震荡下降通道，至 2015 年 6 月第一周，焦煤价格已跌至 675.00 元/吨，约为 2011 年焦煤价格的一半。

图 4 2011 年以来全国综合煤炭价格指数走势



资料来源：wind 资讯，联合评级整理。
注：上述指数为周值。

总体看，由于国内煤炭行业库存高企，下游行业需求不振，煤价整体处于震荡下行通道，煤炭企业盈利能力有所下滑。

4. 行业竞争

近年来，煤炭行业处于供大于求的市场状态，煤炭行业的持续疲软，煤炭产能快速释放、进口量屡创新高。煤炭行业面临外部多重压力，煤炭价格持续走低、煤炭铁路运价的上调，煤企的销售压力进一步增大。在残酷的市场竞争压力下，煤炭价格远远低于中小型煤炭企业的盈亏平衡点。中小型煤炭企业普遍采取限产保价，甚至停产的措施应对外部不利环境，导致铁路装车和港口的资源供给主要集中在大型煤炭企业手中。大型煤炭企业为了确保市场份额，让利不让市场，虽然也面临成本倒挂的压力，但生产和销售煤炭数量保持增势，对中小煤炭企业形成生存压力。随着大型煤企的产销量大增，其市场的话语权也随之增强。大型煤炭企业具有优先配置铁路资源的优势，容易形成一体化产运销体系，并降低成本，减少营业支出。而中小煤企由于资源有限，融资困难，开始出现资金断裂的情况，资金压力是造成中小煤企被兼并的重要原因之一。大型煤炭企业在政策、资金、管理、销售等各方面的优势将会更加明显。从行业排名来看，近年来煤炭企业排名相对稳定，2014 年我国煤炭企业营业收入前五名如下表所示：

表 1 2014 中国煤炭企业营业收入前五名 (单位: 万元)

排名	企业名称	地区	主要产品或服务	营业收入
1	神华集团有限责任公司	北京	煤炭、电力、航运、铁路、煤化工	36,781,691
2	山西焦煤集团有限责任公司	山西	煤炭、焦化、贸易、建筑建材、电力	23,608,769
3	冀中能源集团有限责任公司	河北	煤炭、制药、航空、机械制造、物流	22,990,319
4	山东能源集团有限公司	山东	煤炭、物流、化工、机械制造、医疗器械	22,972,301
5	晋能有限责任公司	山西	煤炭、物流	22,801,762

资料来源: 中国煤炭工业协会

为促进煤炭企业规范生产, 国家政策进一步推动大型煤炭企业(集团)建设和转型升级, 促进煤炭工业平稳运行和持续健康发展。近年来, 国内大型煤炭企业呈现出以下几点特征: 经营规模扩张放缓, 非煤产业有所扩大; 煤炭产量增加, 煤业收入利润下降; 盈利能力明显下滑, 资本运营效率继续下降; 兼并重组继续推进, 整合式成长效果显著。

总体看, 我国煤炭行业竞争严酷, 大型煤炭企业在政策、资金、管理、销售等各方面具有较为明显的优势。未来, 大型煤炭企业将逐步兼并中小煤企, 煤炭企业生产经营将逐步规范化。

5. 行业政策

2014 年以来, 环境污染整治工作提上日程, 政府陆续发布多条限制煤炭供给与使用量的相关政策, 在煤炭质量等方面做出了严格的指标要求, 鼓励使用替代能源, 进一步整合煤炭企业。2014 年, 煤炭资源税由“从价计征”改为“从量计征”, 并且行业内停止征收煤炭等矿产资料补偿费, 此举将增加税收弹性, 在当前煤炭市场价格持续走低的情况下, 降低企业的税收负担, 同时还可以调节企业税费结构, 避免重复征收。近年来煤炭行业的主要政策如下表所示:

表 2 近年来煤炭行业主要政策

时间	法条	主要内容
2014 年 12 月	《重点地区煤炭消费减量替代管理暂行办法》	指在北京市、天津市、河北省、山东省等重点区域规定煤炭消费量目标, 通过淘汰落后产能、压减过剩产能、提高煤炭等能源利用效率直接减少煤炭消费。利用可再生能源、天然气、电力等优质能源替代煤炭消费。
2014 年 11 月	《关于进一步加强资源整合技改煤矿建设项目安全监管监察工作的通知》	推进小煤矿资源整合、兼并重组工作, 加强整合技改煤矿建设项目管理, 加大整顿关闭力度, 淘汰落后产能。
2014 年 10 月	《关于全面清理涉及煤炭原油天然气收费基金有关问题的通知》	自 2014 年 12 月 1 日起, 在全国范围统一将煤炭、原油、天然气矿产资源补偿费率降为零, 停止征收煤炭、原油、天然气价格调节基金, 并对地方出台的涉及煤炭、原油、天然气的收费基金项目进行全面清理。
2014 年 10 月	《关于实施煤炭资源税改革的通知》	自 2014 年 12 月 1 日起, 全国范围内实施煤炭资源税从价计征改革, 税率幅度为 2%~10%。
2014 年 9 月	《商品煤质量管理暂行办法》	对商品煤相关质量指标进行了明确规定, 对于在中国境内远距离运输(运距超过 600 公里)的商品煤, 其发热量、灰分、硫分还要满足更严格的指标要求, 其中褐煤发热量需要大于等于 16.5MJ/kg (约为 3,942 大卡/千克)。
2014 年 8 月	《关于遏制煤矿超能力生产规范	对于存量产能, 通知要求各省级煤炭行业管理部门对所有合法生产煤矿的生产能力进行建档登记, 煤矿年度原煤产量不得超过登记公布的生产能力, 并组织本辖

月	企业生产行为的 通知》	区煤矿签订《煤矿按照登记公布生产能力组织生产的承诺书》，各地已登记煤矿生产能力情况和煤矿签订的承诺书要于 2014 年 8 月 31 日前报国家发展改革委、国家能源局、国家煤矿安监局；对于在建矿井，通知要求所有未经核准但已建成并组织生产的煤矿，一律停产；所有未取得采矿许可证和安全生产许可证的煤矿，不得投入生产。
---	----------------	--

资料来源：联合评级根据公开资料整理

进口政策方面，2014 年 8 月，我国取消褐煤的零进口暂定税率，恢复实施 3% 的最惠国税率。2014 年 10 月，取消无烟煤、炼焦煤、炼焦煤以外的其他烟煤、其他煤、煤球等燃料的零进口暂定税率。煤炭进口关税的恢复征收将一定程度上抑制煤炭的进口，缓解进口煤对国内市场的冲击。

总体看，行业限产政策的落实有助于控制煤炭产量的盲目增长。

6. 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

世界主要能源以石油为主的结构造成了石油价格的主导地位，国际煤炭价格历史上一直与石油价格保持高度联动。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。

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。从供需角度看，总量上，中国煤炭行业产能过剩严重，但由于中国煤炭资源生产地与消费地逆向分布，运输瓶颈制约了煤炭供需双方的有效衔接。

煤炭运输通道建设制约行业发展

我国煤炭运输主要采用铁路运输为主、公路运输为辅，陆路与水运相结合的方式，铁路运输量占我国煤炭总运量的比重一直在 50% 以上，铁路运力直接影响了煤炭的有效供给量。由于我国煤运通道建设滞后于煤炭工业的发展，因此煤炭运输瓶颈问题一直存在，影响了煤炭行业的健康发展。

进口冲击

煤炭进口增长的关键在于国内外的价格差异，考虑到我国目前煤炭净进口量已占世界可贸易煤炭量的较大比例，西方主要经济体的复苏也将增加对煤炭的需求，未来加大进口将拉高国际市场价格，并与铁矿石争夺海运运力，中期看煤炭进口规模继续扩大空间较为有限，我国煤炭资源整合产能的延后扩大效应也将一定程度上平抑进出口差额。

7. 未来发展

兼并重组深化，行业集中度提升

2011 年四季度以来，受资源整合、产能集中释放及下游需求减缓影响，国内煤炭市场价格出现持续下跌，煤炭行业呈现较为明显的下行趋势。在行业性衰退时期，煤炭企业的抗风险能力受到集中考验，行业中的中小企业受现金回流及盈利水平影响大，且融资能力弱，给行业中资金实

力雄厚的大型企业带来了低成本扩张的机遇，煤炭行业兼并重组提速，行业供给将加速集中。具有资金、技术、规模、产业链优势的行业龙头企业将获得更多的政策支持，随着煤炭产能的不断集中，处于各大煤炭基地的大型企业的市场议价能力有望提升。

供过于求短期内难以逆转，行业景气度将持续低迷

需求方面，随着生产要素价格上升，中国经济潜在增速已经开始下降，投资边际效率下降及环保压力激增也导致过去投资拉动型增长方式不可持续，经济结构调整成为宏观经济调控的主线。中国以煤炭为主的一次性能源消费结构将支撑煤炭下游需求，但在经济减速以及结构调整的“新常态”下，电力、钢铁、化工等重工业贡献占比将逐步降低，煤炭下游需求将趋势性放缓，行业需求增速可能低于国民经济增速。

供给方面，在新增产能的持续释放压力和保持市场占有率的经营目标下，国内煤企限产保价措施成效甚微。当前价格水平已接近行业内优秀企业的长期生产成本线，大量高成本矿井正在退出市场，国内煤炭行业产能淘汰由政策推动逐步转向市场驱动。

国际方面，随着美国页岩气革命的持续深化，即有国际能源消费格局或将打破，石油价格下行对国际煤炭价格形成压制，进口煤或将持续冲击国内市场。

价格方面，在落后产能淘汰未完全淘汰、新增产能惯性投产的情况下，国内煤炭价格显著回升的可能性较小，但价格进一步下跌的空间已经非常有限，预计短期内国内煤炭价格将呈现阶段性低位运行特点。

产业链逐步完善提升企业盈利能力

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。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，经营业绩对煤炭价格的敏感度将有一定程度下降。

总体看，未来煤炭行业集中度将有所提升，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。

（二）聚乙烯醇（PVA）行业

1. 行业概况

聚乙烯醇（PVA）行业属精细化工行业，产品由醋酸乙烯经醇解聚合而成，是目前发现的唯一具有水溶性的高分子聚合物，有较好的化学稳定性、良好的绝缘性、成膜性及气体阻隔性。除此之外，PVA 还具有水溶性、水溶液的贮存稳定性、黏结性、界面化学性质、抗溶剂性、热稳定性等独特的性能，广泛应用于涂料、黏合剂、纺织浆料、纸张处理剂、化学纤维、乳化剂、分散剂、薄膜、医疗材料和建筑汽车改性材料，应用领域涉及纺织、食品、医药、建筑、木材加工、造纸、印刷、农业以及冶金等行业。

从生产技术方面来看，目前我国 PVA 的生产工艺主要有电石乙炔法、天然气乙炔法以及石油乙烯法。其中，电石乙炔法最早实现工业化生产，其工艺特点是操作简单、产率高、副产物易于分离，我国电石丰富，因此大多数生产厂家采用该工艺进行生产，故产品受油价的影响较小；天然气乙炔法有利于资源的综合利用，但投资和技术难度都较大；石油乙烯法由日本可乐丽公司首次开发成功并用于工业化生产，其工艺特点是产品质量好，设备易于维护、管理和清洗，热利用率高，能量节约明显，但我国石油对外依存度较高，成本难以控制。近几年，以宁夏和内蒙为代表的西部企业，尤其是具有电石资源的企业，凭借资源优势，纷纷开始向下游延长电石产业链。

总体看，PVA 产品性能较好，用途广泛。我国 PVA 产品生产大多采用电石乙炔法，具有较为明显的成本优势。

2. 供需情况

供给方面，我国是世界上最大的 PVA 生产国。近几年随着装置先后建成投产，国内 PVA 产能快速扩张。截至 2012 年末，我国 PVA 的生产能力达到 123.10 万吨/年，其中采用电石乙炔法的生产能力合计为 89.50 万吨/年，约占总生产能力的 72.71%；采用石油乙烯法的生产能力合计为 12.10 万吨/年，约占总生产能力的 9.83%；采用天然气乙炔法的生产能力合计为 16.50 万吨/年，约占国内总生产能力的 13.40%；采用生物质原料的生产能力为 5.00 万吨/年，约占总生产能力的 4.06%。

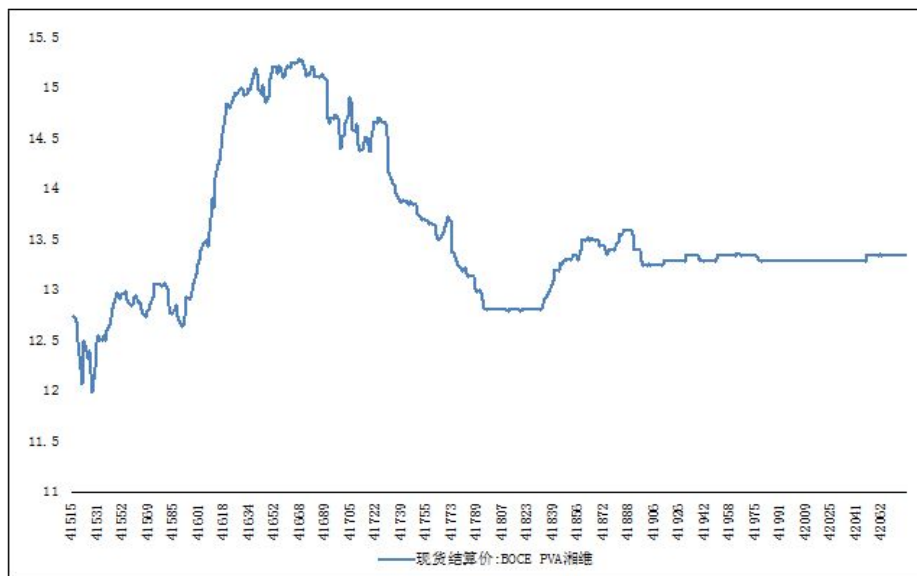
需求方面，PVA 主要应用于生产涤纶、涂料、粘合剂、纤维浆料、纸张处理剂以及建筑材料等。近年来随着 PVA 非纤维用途的不断开拓，我国涤纶纤维用 PVA 的消费量不断减少，而 PVA 非纤用量的比例却在不断增加。根据行业统计数据，2012 年我国 PVA 的消费结构为聚合助剂对 PVA 的需求量约占总消费量的 36.00%，织物浆料约占 19.60%，建筑涂料约占 14.50%，涤纶纤维约占 12.50%，造纸浆料和涂层约占 8.40%，黏合剂约占 6.10%，其他方面约占 2.90%。受下游涂料粘合剂，纺织浆料，涤纶等产品景气度不高的影响，我国 PVA 需求量增长缓慢，行业去产能化需要较长的时间。近年来，聚乙烯醇缩丁醛树脂（PVB）在汽车、房地产等领域应用广泛，将成为 PVA 下游消费新的增长点，有望拉动未来几年 PVA 的消费增长。

总体看,我国PVA产品供给量充裕,供需矛盾依旧突出。

3. 价格情况

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。2013 年下半年，由于部分厂家因经营亏损限产或停车检修，供需关系有所改善，PVA 价格有所回升，但回升持续性不强，在短暂回升之后，PVA 价格再一次进入下降通道，2014 年下半年至今，PVA 价格一直在低位运行，如下图所示。

图5 近几年 BOCE PVA 湘维现货结算价走势单位 (元/千克)



资料来源：WIND 资讯，联合评级整理。

4. 行业关注

我国大部分企业采用电石乙炔法生产 PVA，该方法存在资源密集、高能耗、高污染等问题，在生产过程中会产生大量的碱性废水和固体废物（电石渣、煤渣等）。按照《国务院关于进一步淘汰落后产能工作的通知》（国发[2010]7 号）要求，我国工信部制定了《部分工业行业淘汰落后生产工艺装备和产品指导目录（2010 年本）》，将 PVA 及其缩醛类内外墙涂料列入上述目录名单。同时，有关监管部门也出台多项政策限制对高能耗、高污染企业的贷款，行业中产能落后的小企业将有可能被淘汰。

5. 未来发展

为加快淘汰落后生产能力，促进工业结构优化升级，工信部分别于2012年1月18日、2012年1月19日发布了《工业转型升级投资指南》和《化纤工业“十二五”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。同时为提升工业清洁生产水平，工业和信息部、科技部及财政部于2012年3月1日印发《工业清洁生产推行“十二五”规划》，鼓励研发可生物降解（或易回收）PVA浆料替代应用技术。

总体看，由于目前国内 PVA 行业产能扩张速度远大于下游行业发展速度，短期内产能过剩的局面难以得到明显改善。但长期来看，新政策的实施将为具有规模优势和成本优势的企业带来发展机遇。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司资源优势突出，所处的蒙西地区属于煤炭和石灰石的富集地区，资源丰富。截至 2014 年末，公司拥有 6 家煤炭企业，煤炭资源储量合计为 3.10 亿吨，可采储量 1.61 亿吨，在产矿井合计产能 420 万吨/年。公司 2012 年 8 月被内蒙古自治区科学技术厅评为高新技术企业；2012 年 11 月被中国工业报社评为 2012 中国工业行业排头兵企业；2012 年 12 月被鄂尔多斯市知名商标认定委员会认定为知名商标；2012 年 12 月被内蒙古信用信息管理中心授予 AA 信用等级；2013 年 8 月中华全国工商联组织中国民营企业 500 强排名第 399 位；2014 年 4 月被内蒙古自治区质量奖审定委员会认定为内蒙古名牌产品。

资源禀赋优势

公司拥有丰富的煤炭、石灰石等矿产资源，可以根据需要为基地的发展提供充足的原料保障。下属子公司煤矿正常生产后产生的煤矸石可以用于自备电厂发电，获得的廉价电力再满足公司的用电需求。

节能减排、资源高效利用、完备产业链优势

公司已经形成了“煤-电-化”的一体化循环经济产业链，在整个生产过程中进行了煤矸石发电、工业垃圾综合利用，将煤矸石、粉煤灰、电石渣、废水等工业垃圾进行综合开发利用，实现了“零排放、零污染”的节能、减排环保目标，达到了“节能降耗最大化、污染排放最小化、废物利用最大化、投资成本最优化”的资源高效利用目标。煤炭相关板块多元化经营有助于提升公司产品附加值，在提高资源综合利用率的同时，增强了抗风险能力。

政策优势

根据西部大开发的相关政策，公司所属部分子公司能够享受西部大开发有关税收优惠政策，

节能减排废物综合利用鼓励政策，如下表所示：

表 3 公司税收优惠明细

成员企业	税免优惠政策
鄂尔多斯市正丰矿业有限公司、鄂尔多斯市双欣电力有限公司	按 15% 税率征收企业所得税，依据《财政部、海关总署、国家税务总局关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》
内蒙古双欣环保材料股份有限公司	按 15% 税率征收企业所得税，被认定为高新技术企业，依据《中华人民共和国企业所得税法》
鄂尔多斯市双欣电力有限公司	1、 增值税减半，依据《财政部、国家税务总局关于资源综合利用及其他产品增值税政策的通知》 2、 按 15% 税率征收企业所得税，依据《财政部、海关总署、国家税务总局关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》

资料来源：公司提供

总体看，公司资源优势突出，煤炭储量丰富。完备的产业链可以帮助公司节能减排、提高资源利用效率、降低成本。公司在内蒙地区享受多种税收政策优惠，促进公司经营发展。

2. 技术水平

公司目前已经建成的双欣北京研究院下设四个实验室和一个信息中心、特种纤维水泥实验室、有机生产过程实验室、新产品研发实验室、公共技术水溶高分子树脂纤维检测室，公司还与子公司内蒙古浦瑞芬科技有限责任公司建立联合实验室。同时具备创新的平台有年产 13 万吨可降解高分子聚乙烯醇、24 万吨 VAC、20 万吨醋酸甲酯、3 万吨特种纤维、1 万吨乙醛和配套的水、电、汽、气等生产装置和公用工程装置等。

公司进行项目设计时与北京化工大学、河北工业大学、湖南化工设计院联合攻关，采用达到“国际领先水平”、获得国家科技进步二等奖的北京化工大学“高粘度、易自聚含固体颗粒等特殊物系精馏新技术”。公司获得中国石油与化学工业协会科技进步一等奖的 BH 型高效填料技术，工艺过程领先，技术先进，具有很高的技术指标和经济效益。公司通过降低或增加 PVA 的醇解度调节 PVA 的分子链有序度，生产差别化 PVA，打破了国外技术垄断，填补了国内空白，市场前景良好。公司自主研发了“一种聚合釜”、“中和水洗联合装置”等多项技术，并获得了实用新型专利，2012 年获得“国家级高新技术企业”称号，公司利用自主研发的 PVA 生产核心技术加压聚合工艺与多品种醇解机，不仅对常规产品进行生产，还经营 26-99、17-88、20-88、24-88 等高端产品，该系列产品对醇解度要求较高、生产工艺复杂、产品附加值较高。公司先后成功批量生产出 PVA-1788、PVA-1799、PVA-2088、PVA-2099、PVA-2299、PVA-2488、PVA-2699、PVA 纤维专用料、PVB 专用料等不同聚合度与醇解度的聚乙烯醇产品，产品质量稳定，纯度极高，具有独特的强力粘接性、皮膜柔韧性、平滑性、耐油性、耐溶剂性、保护胶体性、气体阻隔性、耐磨性、以及经特殊处理具有的耐水性，被大量用于生产涂料、粘合剂、纸品加工、乳化剂、分散剂、薄膜等，同时被大量应用到纺织、食品、医药、建筑、木材加工、造纸、印刷、农业、钢铁、高分子化工等行业，充分满足了市场不同客户产品需求，提高了公司的市场竞争力。

总体看，公司在 PVA 生产技术方面拥有较为前端的技术优势。通过与各大高校合作、自主研发，高端 PVA 产品具有较为广阔的市场前景。

3. 人员素质

公司经过十几年的发展，通过体系化人才开发，以培养与引进为重点，形成核心人才群体，拥有一支素质优良的员工队伍。

公司董事长乔玉华先生，现年 49 岁，中央财政金融学院本科毕业，高级经济师，内蒙古自治区政协委员。历任棋盘井水泥炼铁股份有限公司总经理，内蒙古精诚重工有限公司总经理，内蒙古精诚实业集团总经理，鄂尔多斯新华结晶硅有限公司（以下简称“新华结晶硅”）董事长。现任公司董事长。

公司总裁白占荣先生，现年 45 岁，大专学历，会计师。历任棋盘井水泥炼铁股份有限公司财务部长，内蒙古精诚高压电瓷有限公司担任副总经理，鄂尔多斯市蒙西建材公司担任副总经理，新华结晶硅副总经理，鄂尔多斯市正丰矿业有限责任公司（以下简称“正丰矿业”）总经理，现任公司董事、总裁。

截至 2014 年末，公司拥有在职员工 6,485 余人，其中大专及以上学历人员占比 90%以上；管理人员占比 23.65%，生产人员占比 76.35%。

总体看，公司主要高级管理人员均拥有丰富的煤炭行业工作背景和管理经验，对行业发展趋势把握较准，经营驾驭公司的能力较强。

4. 区域优势

公司所处的蒙西地区属于煤炭和石灰石的富集地区，内蒙古 69%的电力装机容量、79%的炼钢和 50%的有色金属，以及绝大部分的煤化工、装备制造、农畜产品加工、建材等行业都集中在这里。蒙西地区拥有丰富的煤炭、石灰石等矿产资源，可以根据需要为公司基地的发展提供充足的原料保障。

总体看，蒙西地区的资源储备丰富，为公司提供了充足的原料保障。

五、公司管理

1. 治理结构

公司是依照《中华人民共和国公司法》和《企业集团登记管理暂行规定》设立的有限公司，并依据《公司法》和《企业集团登记管理暂行规定》及国家相关法律、法规制定公司章程。

公司建立了股东大会、董事会、监事会和经理层分立的治理结构及经营、决策、监督相互制衡的管理机制。

根据公司章程规定，公司设股东会，股东会由公司的全体股东组成，是公司的最高权利机构。公司设董事会，董事会是公司的决策机构，董事会对股东会负责。公司董事会由 7 名成员组成，董事任期三年，董事任期届满后可连选连任。董事会负责制定公司经营计划、投资和利润分配方案。公司设监事会，监事会是公司监督机构。公司监事会由 5 名监事组成，任期三年，任期届满可以连选连任。公司设总经理 1 名，由控股股东内蒙古双欣资源控股有限公司提名，在取得董事会同意后由董事会任命。

总体看，公司法人治理的实际状况基本符合相关规范要求，法人治理结构健全完善。

2. 管理体制

公司根据行业特点和经营管理需要，设置了 8 个管理职能部门，分别为行政部、证券事务部、煤炭事业部、审计部、法律事务部、资金结算部、财务管理部、投资融资部。并建有较为完备的招聘、绩效考核和述职考评制度，从多个角度对人员实行管理，以满足现阶段人力资源需要。公司的制度建设和管理流程控制等较为健全。

财务管理方面，公司制定了《双欣能源化工有限公司财务管理制度》，其中包括资金管理制

度、往来账款管理制度、固定资产及低值易耗品管理制度、发票管理制度、存货管理制度、公司财务人员管理制度、会计档案管理制度等制度。确保财务管理流程得到有效监控与执行。

对外投资融资管理方面，公司制定了《内蒙古双欣能源化工有限公司投资融资管理办法》，规定公司所属分支机构及其下属企业没有对外股权投资决策权，如确有需要，则要以项目建议书的方式上报公司证券部，然后提交董事会；所属分支机构及其下属企业没有对外融资决策权，如确有需要，则要以融资建议书的方式上报集团公司财务中心，然后提交董事会。公司股权投资、对外融资的决策机构是公司董事会。

子公司管理方面，公司向子公司委派总经理、财务负责人等主要经营管理者，并通过收回项目投资权及每季度进行内部审计等方式对子公司进行管控。

安全生产方面，公司采取多措并举抓安全。一是严格执行“两票三制”，着力抓好各项反事故措施的落实，特别针对输煤系统地沟人工清理和锅炉人工除渣，制订了防人身伤害措施；二是执行发现重大设备缺陷奖励制度，对防范设备事故起到了积极作用；三是深入开展春秋两季及重大节日安全大检查、安全月、迎峰度夏等活动；四是加强对设备的运行分析、可靠性分析和缺陷分析，随时掌握设备的运行状况，及时发现并消除影响安全的一切因素；五是坚持开展月度安全分析会和班前、班后会，组织全厂安规考试、消防竞赛、现场紧急救护等安全活动，重点对新聘员工进行了安全培训，大大提高了员工的安全意识。

总体看，公司组织机构设置与管理目标基本相匹配，但联合评级也关注到公司主业涉及多个业务板块，可能会由于管理半径太大，导致管理效率降低。

六、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。近三年，国内煤价下跌，化工行业竞争加剧，但公司扩大了销售半径、改变了销售结算模式，并且增加了特种纤维的生产与销售，带动公司主营业务收入逐年增长。2014年公司实现主营业务收入73.82亿元，其中煤炭业务收入占比48.76%；化工业务占比42.91%；电力业务占比6.28%，其他占比2.05%。从收入贡献来看，煤炭采掘业务以及化工业务是公司收入的主要来源。从各业务板块来看，煤炭业务方面，2013年，受鄂托克旗乌仁都西煤焦有限责任公司（简称“乌仁都西”）煤矿、天誉煤炭300万吨/年的洗煤厂的产能释放，公司煤炭业务收入大幅增长；2014年，虽然煤炭行业持续低迷，价格下行，但随着公司鸿鑫纳户沟煤矿投产，销售规模增长，使煤炭收入与2013年基本持平。电力业务方面，公司电厂上游供应商全部在当地，发电机组为循环流化床煤矸石机组，以劣质煤为主掺烧部分煤矸石，平均煤价比较低，近三年发电业务收入较为平稳，2014年实现电力收入4.64亿元。化工业务方面，公司化工业务包括PVA产品、电石以及结晶硅产品等，其中PVA产品的占比相对较大。2014年，公司对双欣化学工业有限公司（以下简称“双欣化学”）¹的收购顺利完成，公司化工产品营业收入大幅攀升至31.68亿元。公司其他业务包括电厂蒸汽、供暖和金驼药业有限责任公司产品，2014年，随着金驼药业有限责任公司转让，公司其他业务收入大幅下滑。

¹双欣化学主营业务为电石生产与销售。

表4 2012~2014年公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2012 年		2013 年		2014 年	
	收入	收入占比	收入	收入占比	收入	收入占比
煤炭	30.71	49.20	35.42	52.62	35.99	48.76
电力	4.73	7.58	4.62	6.87	4.64	6.28
化工	23.91	38.30	22.71	33.74	31.68	42.91
其他	3.07	4.91	4.56	6.77	1.51	2.05
合计	62.42	100.00	67.31	100.00	73.82	100.00

资料来源：公司审计报告

从毛利额的贡献率来看，近三年公司煤炭采掘业的毛利额占公司总毛利额的比重分别为50.24%、45.92%和42.79%；化工业务板块毛利额占公司总毛利额的比重分别为34.72%、36.63%和42.60%。从毛利额贡献率来看，公司始终以煤炭以及化工产品为基础。

从毛利率情况来看，由于公司煤、电等原材料多数自供，电力等业务的生产成本不断下降，有效对冲了煤价下降带来的不利影响。近三年公司主营业务毛利率分别为24.41%、23.23%和24.34%，较为稳定。从各业务板块的毛利率来看，煤炭采掘业务方面，由于行业低迷，煤炭板块毛利率在2013年出现下滑；2014年，受益于开采成本较低的鸿鑫纳户沟露天矿投产，同时部分客户的结算模式也发生了变化，由以前的“两票结算”变成了“一票结算”²，从而导致煤炭产品销售单价提高、毛利率小幅回升，近两年煤炭板块毛利率相对平稳，2014年为21.36%；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，使公司电力业务毛利率水平可维持在一个相对较高的水平；2014年受煤价下行影响，公司电厂3,800大卡用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，带动电力毛利率达到40.38%；化工业务方面，随着特种纤维等高附加值产品的生产、销售，公司2013年化工业务的毛利率有所增长；2014年，由于收购双欣化学，而双欣化学主营产品为电石，电石毛利率水平低于PVA的毛利率水平，导致化工板块毛利率小幅下滑至24.16%。

表5 近三年公司主营业务毛利构成（单位：%）

项目	2012 年		2013 年		2014 年	
	毛利率	毛利占比	毛利率	毛利占比	毛利率	毛利占比
煤炭	24.92	50.24	20.27	45.92	21.36	42.79
电力	22.33	6.94	28.93	8.56	40.38	10.43
化工	22.13	34.72	25.23	36.63	24.16	42.60
其他	40.28	8.11	30.52	8.89	49.77	4.19
合计	24.41	100.00	23.23	100.00	24.34	100.00

资料来源：公司审计报告

2015年一季度，公司实现营业收入18.75亿元，营业利润1.00亿元，净利润0.68亿元。

总体看，近年来公司营业收入稳步增长，煤炭及化工业务是公司收入及利润的主要来源。随着鸿鑫纳户沟煤矿投产以及特种纤维的生产销售，煤炭业务以及化工业务收入有所增长。近三年公司毛利率相对平稳。未来随着特种纤维的进一步生产销售以及在建项目的投产，公司营业收入有望继续保持增长。

² “两票结算”是指煤和运费分开结算，一张增值税发票、一张运费发票；“一票结算”是将运费包含到销售价款统一结算。

2. 煤炭业务

煤炭采掘

截至2015年3月末，公司拥有6家煤矿企业，其中正丰矿业、乌仁都西和准格尔旗鸿鑫纳户沟煤炭有限责任公司（以下简称“鸿鑫纳户沟”）处于经营状态；乌海市天裕工贸有限公司（以下简称“天裕工贸”）处于试生产状态，正在申请验收；天誉煤炭、昌吉回族自治州铁斯克煤矿有限责任公司（以下简称“铁斯克煤矿”）处于技改状态。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6 截至2015年3月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	试生产
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。双欣矿业成立于2006年7月，首次注资500万元。经多次增资后现注册资本为50,000万元，其中：双欣能源出资22,500万元，占比45%，淄博矿业集团出资27,500万元，占比55%，目前双欣矿业生产经营正常。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。长城6号矿业成立于2012年9月，首次注资1,000万元，经双方再次增资后现注册资本为11,000万元，其中：公司出资4,620万元，占比42%，新矿内蒙能源出资6,380万元，占比58%。根据长城6号矿业项目投资情况及双方合作协议约定，公司后续计划追加出资13,000万元。

煤炭生产方面，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。随着产能逐步释放，公司煤炭产量相应增长，2012~2013年公司原煤产量分别为276.04万吨、257.15万吨，2014年，随着鸿鑫纳户沟煤矿投产，公司原煤产量同比有所提高，增至345.72万吨，如下表所示：

表7 2012~2015年3月公司原煤产量情况（单位：万吨）

下属煤矿	2012年	2013年	2014年	2015年1~3月
正丰煤矿	116.64	120.33	109.26	23.88
乌仁都西煤矿	159.40	136.81	130.54	28.14
鸿鑫纳户沟煤矿	--	--	105.92	17.51
总计	276.04	257.15	345.72	69.53

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。生产成本方面，由于较高的生产效率以及良好的资源开采禀赋，近年来公司原煤、精煤和中煤的生产成本保持较低水平，2014年分别为101.84元/吨，415.96元/吨和115.30元/吨。

表 8 2012~2014 年公司煤炭生产成本情况单 (单位: 元/吨)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
原煤	118.44	106.80	101.84
精煤	617.43	487.84	415.96
中煤	135.45	118.61	115.30

资料来源: 公司提供

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。近年来公司原煤采购量有所波动，其中2012~2014年公司洗煤厂原煤采购量为581.77万吨、809.75万吨和626.41万吨。2013年，随着乌海市天誉煤炭300万吨/年的洗煤厂的产能释放，公司洗煤厂原煤采购量大幅增长；2014年，洗煤采购量同比有所下降，一方面由于公司自产原煤产量增加；另一方面，由于洗煤业务以销定产，2014年下游需求不足，导致洗煤外采数量同比减少。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年降低，洗选煤成本随之降低，如下表所示：

表 9 近三年公司洗煤厂原煤采购情况 (单位: 元/吨)

项目	2012 年	2013 年	2014 年
本部	采购量	200.81	265.83
	采购均价	268.48	250.19
天誉煤炭	采购量	142.90	279.96
	采购均价	168.81	213.42
正丰矿业	采购量	238.06	263.96
	采购均价	257.67	232.36

资料来源: 公司提供

公司本部洗煤厂位于鄂托克旗棋盘井镇，向北约42Km可到乌海市，向东南320Km可到鄂尔多斯市，地理位置优越。洗煤厂于2010年9月投产，采用无压给料三产品重介质旋流分选技术，不脱泥、不分级重介选煤工艺，洗水闭路循环，环保节能，洁净煤技术开发及建设大型高效的选煤厂符合国家节能减排的基本国策。正丰矿业洗煤项目于2009年9月份投入使用，该项目采用目前国内最先进无压给料三产品重介质全流分选技术，该洗煤技术洗选率高，次生煤泥少，环保等特点，属国内目前先进的洗煤方法之一。正丰矿业每年约生产120万吨的焦煤，全部通过所属洗煤厂进行洗选，深加工为精煤、中煤、煤泥，每吨焦煤的洗选成本平均为40~50元/吨。其中，经过洗选后，精煤的出煤率约为40%，中煤的出煤率约为25%，煤泥的出煤率为5~10%。天誉煤炭洗煤厂采用无压给料三产品重介洗煤工艺，年入选原煤300万吨，2012年已经正式投产运营。该洗煤厂采用不脱泥、不分级重介洗煤工艺，主选设备采用大直径无压给料三产品重介旋流器。

煤炭贸易方面，公司煤炭贸易业务的运营主体为公司本部、下属二级子公司乌仁都西、正丰矿业以及鸿鑫纳户沟，以公司本部为主。近三年公司本部原煤采购量稳步增长，2014年为176.96万吨，并开始经营精煤与中煤贸易业务，但精煤与中煤贸易业务量不大；乌仁都西一直经营原煤贸易业务，贸易量近三年较为稳定；2014年正丰矿业与鸿鑫纳户沟也开始经营煤炭贸易业务，但贸易量不大，如下表所致：

表 10 近三年公司煤炭贸易情况 (单位: 万吨; 元/吨)

项目		2012 年	2013 年	2014 年
本部	原煤采购量	82.05	114.45	176.96
	原煤采购价格	301.77	350.39	313.31
	精煤采购量	--	--	35.39
	精煤采购价格	--	--	468.65
	中煤采购量	--	--	14.66
	中煤采购价格	--	--	155.05
乌仁都西	原煤采购量	66.82	58.33	58.53
	原煤采购价格	325.49	258.40	171.11
正丰矿业	原煤采购量	--	--	0.31
	原煤采购价格	--	--	102.12
	精煤采购量	--	--	2.71
	精煤采购价格	--	--	472.53
	中煤采购量	--	--	4.42
	中煤采购价格	--	--	142.65
鸿鑫纳户沟	原煤采购量	--	--	2.56
	原煤采购价格	--	--	303.42

资料来源: 公司提供

煤炭运输方面, 公司主要采用汽运和铁路运输相结合的方式, 运力充足, 调度便捷。此外, 公司与各运输单位签立了长期合作协议, 充分保证了运输能力。

销售政策方面, 公司主业涉及多个业务板块, 因此在外煤采购方面实行统一采购政策, 具有较强的议价能力; 对外销售方面, 公司对下属子公司采取单独核算, 独立考核的管理模式, 子公司根据客户需求制定相应销售政策, 销售定价权较为灵活。

从销售量来看, 近三年公司原煤的销售量稳步提升, 2014年达到229.65万吨, 较前两年大幅增长, 主要系鸿鑫纳户沟投产, 产量增加, 公司相应扩大了销售半径所致; 精煤与中煤的销量近三年波动增长, 2014年分别为337.24万吨、262.63万吨; 煤泥的销量近三年逐年增长, 2014年为52.35万吨。从销售价格来看, 受煤炭行业低迷影响, 公司各主要煤炭产品的价格均呈下降趋势。从产销率来看, 随着公司乌仁都西和鸿鑫纳户沟煤矿相继投产以及洗煤产能不断释放, 公司原煤产量稳步提升, 2013年、2014年原煤产销率较2012年出现大幅下滑; 精煤、中煤等品种基本可以实现满产满销。

表 11 近三年公司煤炭的产销情况 (单位: 万吨)

项目	2012 年			2013 年			2014 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	115.20	355.96	91.21	138.22	286.01	53.75	229.65	226.50	66.40
精煤	218.02	720.50	98.17	357.37	570.88	100.53	337.24	519.76	100.22
中煤	239.21	195.70	98.51	288.38	152.58	99.47	262.63	147.80	101.40
煤泥	41.90	33.61	100.00	50.63	37.40	102.43	52.35	35.06	98.43

资料来源: 公司提供

注: 上表所列销量不含贸易销量。

近年来公司加强应收账款的管理, 注重与回款稳定且信誉良好的大型国企的合作, 逐渐淘汰回款周期较长的民营企业, 导致销售前五大客户有所变化。2014年, 公司前五大销售客户主要为

神华乌海能源有限公司等，整体销售收入在煤炭收入中占比27.38%，客户集中度尚可。结算方面，为加强货款回收保障力度，目前公司煤炭业务客户结构主要为回款稳定的业务合作伙伴，结算周期为发出产品后的1~2个月。

表12 近三年公司煤矿业务前五大销售客户情况

年份	客户名称	金额（万元）	占比（%）
2012 年	河北永顺实业集团有限公司	26,580.65	9.75
	河北汉坤商贸有限公司	17,908.44	6.57
	唐山金奥实业有限公司	17,295.63	6.35
	国电宁夏石嘴山发电有限公司	12,754.29	4.68
	乌海铁鑫有限公司	10,612.80	3.90
合计		85,151.81	31.25
2013 年	神华乌海能源有限公司	37,868.65	10.3
	唐山金澳实业有限公司	25,809.50	7.02
	河北永顺实业有限公司	23,530.03	6.40
	河北汉坤商贸有限公司	10,294.39	2.8
	国电宁夏石嘴山发电有限责任公司	6,875.18	1.87
合计		104,377.75	28.39
2014 年	神华乌海能源有限公司	44,010.87	10.42
	鄂托克旗圣瑞丰煤炭销售有限责任公司	24,260.82	5.74
	旺苍攀成钢焦化有限公司	16,865.46	3.99
	甘肃酒钢集团宏兴钢铁股份有限公司	15,402.87	3.65
	乌海市铁鑫煤化有限责任公司	15,067.60	3.58
合计		115,607.62	27.38

资料来源：公司提供

总体看，公司煤炭资源丰富，煤种为较为优质。近年来随着乌仁都西和鸿鑫纳户沟煤矿相继投产以及洗煤厂的产能释放，公司煤矿产销量稳步提升。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”）。双欣环保成立于2009年6月，位于鄂托克旗蒙西高新技术工业园。截至2014年末，双欣环保注册资本86,000万元，公司持有82.88%的股权。

双欣环保于2009年开始投建年产能11万吨可降解高分子聚乙烯醇及其相关深加工产品项目，两条产能5.5万吨/年的PVA生产线分别于2011年和2012年相继投产。在生产工艺方面，公司采取电石乙炔法，依托当地丰富的电石、甲醇、醋酸等原料和电力资源，发展“电石/甲醇/醋酸—醋酸乙烯—聚醋酸乙烯—聚乙烯醇及其下游深加工产品”的循环经济产业链，于2010年被列入中央预算内投资计划项目，并获得国家重点产业振兴和技术改造鼓励专项资金补贴1,540万元。2012年公司在北京成立技术研究院，专门研究PVA生产技术以及产品创新，同年双欣环保被认定为高新技术企业，并享受15%企业所得税优惠等相关政策。

采购方面，公司PVA生产成本主要以电石为主，占比为60%左右。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，2012~2014年公司电石采购均价分

别为2,643.59元/吨、2,393.49元/吨、2,169.80元/吨³。

表13 近三年公司PVA原材料采购情况（单位：万吨 元/吨）

产品	2012 年		2013 年		2014 年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
电石	21.34	2,643.59	20.56	2,393.49	27.16	2,169.80
电煤	46.86	161.63	56.11	154.21	64.27	146.22
醋酸	1.31	2,458.78	1.44	2,401.70	3.82	2,725.95
甲醇	1.10	2,011.36	1.16	2,022.74	1.49	1,808.09
采购成本合计	69,421.69		63,667.93		81,436.51	

资料来源：公司提供

生产方面，随着两条产能5.5万吨/年的PVA生产线相继投产以及达产率不断提升，公司PVA产品产量也随之增长，2012~2014年分别为9.19万吨、10.73万吨和10.94万吨。2012年以来，行业同质化竞争激烈，部分厂家因经营亏损已限产或停车检修，市场加速“洗牌”。受益于较低的生产成本，公司在行业整体低迷时依旧保持稳定的产能利用率，2014年PVA业务的产能利用率为99.45%，市场竞争力较强。

销售方面，随着公司PVA产品产量持续增长，销量也相应增长，产销基本平衡。2012~2014年公司PVA产品产销比分别为97.71%、102.61%和103.74%，主要销往浙江、福建等南方地区，特种纤维主要出口国外。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，以行业指导价为准，市场化程度较高。由于目前PVA行业整体低迷，公司PVA产品价格持续走低。2012~2014年，公司PVA产品销售价格分别为1.19万元/吨、1.01万元/吨和0.93万元/吨。近三年PVA产品销售渠道畅通，基本实现满产满销。

表14 近三年公司PVA产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

产品	2012 年			2013 年			2014 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
PVA	8.98	11,928.15	97.71	11.01	10,142.07	102.61	11.35	9,294.55	103.74

资料来源：公司提供

资金结算方面，PVA销售业务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，从定单、合同及开销户进行控制，保证货款按时回收，满足资金的需要。目前公司货款回笼正常，资金运营稳定。随着公司PVA产品质量的提高，公司积极开拓下游市场并加强与生产不同类型产品的优质客户合作，使客户集中度呈现出逐年下降趋势，有效分散了对某一类客户或某客户的依赖程度，近三年PVA业务前五名销售客户的销售额占总销售额的比重分别为51.77%、20.66%和18.72%，如下表所示：

表15 近三年公司PVA产品前五名客户销售情况

年份	客户名称	金额（万元）	占比（%）
2012 年	濮阳市永安化工有限公司	19,533.68	26.33
	湖北远成药业有限公司	5,202.03	7.01
	江苏开磷瑞阳化工股份有限公司	4,799.12	6.47
	杭州必成物资有限公司	4,721.16	6.36

³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。

	重庆商社化工有限公司	4,156.66	5.60
合计		38,412.65	51.77
2013 年	日出实业集团有限公司	8,224.50	5.94
	广州闽维聚乙烯醇销售有限公司	7,202.78	5.20
	郑州市铭阳化工有限公司	5,302.13	3.83
	淄博市兴鲁化工有限公司	4,341.62	3.14
	绍兴经济开发区昌达物资有限公司	3,525.07	2.55
合计		28,596.10	20.66
2014 年	淄博市兴鲁化工有限公司	8,162.98	4.95
	浙江聚佳物资有限公司	6,191.96	3.75
	永安市宝华林实业发展有限公司	5,647.94	3.42
	青州贝特化工有限公司	5,579.85	3.38
	福建福维股份有限公司	5,320.82	3.22
合计		30,903.54	18.72

资料来源：公司提供

总体看，近三年，公司PVA业务产能逐步释放，产量逐年增长。但受PVA市场竞争激烈影响，公司PVA产品价格逐年降低。PVA产品销售渠道畅通，基本实现满产满销，随着PVA产品下游市场的开拓，公司对下游客户的依赖程度逐年降低。但联合评级也关注到，PVA行业市场竞争激烈，产能过剩问题突出，公司PVA业务盈利能力或受到一定制约。

4. 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，近年来发电量保持相对稳定，2012~2014年为28.11亿度、29.20亿度和28.15亿度；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，2014年为0.17元/兆瓦时，如下表所示：

表16 近三年公司电力业务运营情况

火电指标	2012 年	2013 年	2014 年
总装机容量（万千瓦）	350,400	350,400	350,400
发电量（万千瓦时）	281,089	291,956	281,543
售电量（亿千瓦时）	238,191	248,504	241,313
设备平均利用小时（小时）	6,225	7,258	7,038
厂用电率（%）	15.26	14.88	14.22
电价（元/千瓦时）	0.3172	0.299	0.299
供电煤耗（克/千瓦时）	433.10	412.20	406.15
标煤单价（元/吨）	263	233	204
火电单位发电成本（元/兆瓦时）	0.2491	0.2093	0.1723

资料来源：公司提供

注：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。

采购方面，双欣电力主要利用煤矸石发电，由于公司生产的煤炭产品主要为优质动力煤和焦

煤，双欣电力原料采购以当地外购为主。近年来受益于煤炭行业不景气，煤炭价格持续走低，公司标煤单价也不断降低。2012~2014年，公司标煤单价分别为263元/吨、233元/吨和204元/吨。

销售方面，双欣电力所生产的电力遵循市场定价全部供应股东的下属企业——新华结晶硅及股东下属的其他企业等，近年来售电均价保持相对稳定。2012~2014年公司电力销售均价分别为0.32元/度、0.30元/度和0.30元/度。

总体看，近三年，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；此外，双欣电力发电机组进入稳定运行期，发电小时数稳定增长，设备利用率逐年提升，带动电力业务盈利能力的提升。

5. 结晶硅业务

公司结晶硅业务的运营主体为新华结晶硅，目前拥有12台生产用热炉，年产能达7万吨，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。

采购方面，公司结晶硅生产主要原、燃料为硅石和电力，其中电力成本在结晶硅产品的成本构成中占比最高，约为49%，近三年结晶硅产品采购情况如表16所示。公司与供应商的结算模式一般采用货到付款，支付方式为承兑汇票，结算周期平均为一个月。

表17 近三年公司结晶硅采购情况

项目		2012 年	2013 年	2014 年
电力	采购量（万度）	87,251	93,797	86,237
	采购均价（元）	0.35	0.35	0.35
硅石	采购量（吨）	228,000	214,600	231,300
	采购均价（元）	137	128	120
炭电极	采购量（吨）	11,500	12,400	11,640
	采购均价（元）	8,300	8,140	8,050
采购成本合计（万元）		43,206.45	45,669.43	42,328.75

资料来源：公司提供

生产方面，由于公司所处当地的硅石资源丰富，加之生产用电由公司内部企业双欣电力自备电厂供应，公司结晶硅业务的生产成本较低，具备一定的成本优势。公司结晶硅的生产工艺技术为自行研制开发项目，以硅石为原材料，添加石油焦或玉米芯作还原剂，在高温热炉中进行冶炼而成，近年来公司结晶硅业务运行平稳。

销售方面，2012~2014年公司结晶硅产品销量分别为7.32万吨、7.62万吨和8.23万吨，销售均价分别为0.88万元/吨、0.83万元/吨和0.85万元/吨，主要销往内蒙古、宁夏等地。

表18 近三年公司结晶硅业务销售情况 （单位：万吨、元）

产品	2012 年			2013 年			2014 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（%）
结晶硅	7.32	8,753.12	98.26	7.62	8,333.49	98.70	8.23	8,465.70	100.49

资料来源：公司提供

总体看，公司所处当地的硅石资源丰富，具备一定的成本优势，近三年业务运营平稳。

6. 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，宏基亿泰是新华结晶硅和陕西阜丰工贸有限公司合资成立的有限公司，注册资本1亿元，其中双欣环保出资70%，阜丰工贸有限公司出资30%。

宏基亿泰位于苏里格经济开发区，地理位置优越。公司LNG业务设计规模为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。

原材料方面，公司LNG产品主要原材料为天然气，来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作为LNG原料气。辅料为分子筛、胺液、活性炭等。

LNG的加工流程为：原料天然气通过管线输送至宏基亿泰界区，先经原料气压缩机增压到4.5MPa。天然气中含有的CO₂、水等必须在进入液化工序前除去，以防止其在低温系统中冻结，堵塞管道、设备。采用胺液吸收脱除CO₂；采用双床分子筛干燥系统进行干燥脱水；采用混合剂制冷工艺。生产中所使用的冷剂压缩机、螺杆压缩机和冷箱等均为进口设备。

产品储存及装运方面，-162℃的LNG由冷箱流出后，进入1个3万平方米的单包容LNG储罐，储罐按约10天储存量考虑。产品经内置式液下泵输送至产品管庄站，由灌装壁向LNG增车充装产品LNG。公司计划每天装车1,200吨，50m³的LNG槽车每车可装运20吨。按照每天8小时装车，每车装车时间一个半小时考虑，公司设置了12个装车位。

销售方面，公司LNG产品主要为车船用气，其次为陶瓷用气、民用气等。下游车船用气规模不大，但近两年发展较快。产品运输方面，主要由客户寻找第三方负责，公司不承担运输成本。

LNG设备目前准备开始试生产，正在储罐预冷，加注胺液、冷剂，计划于2015年投运。按照LNG市价4200元/吨（含税价）计算，LNG业务未来可实现收入约16亿元，实现利润2亿元左右。但由于LNG价格变化幅度较大，该业务收入与利润实现额仍具有较大的不确定性。

总体看，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。

7. 在建项目情况

目前，公司重大在建项目主要为鄂尔多斯市宏基亿泰能源有限公司年产40万吨LNG项目、乌海市天誉煤炭有限责任公司120万吨井工煤矿项目、乌海市天裕工贸有限公司60万吨井工煤矿项目和双欣环保节能技改扩产项目，项目情况如下表所示：

表19 截至2015年3月末公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	资金筹措方案		预计投产时间
		贷款	自筹	
鄂尔多斯市宏基亿泰能源有限公司年产40万吨LNG项目	98,550	60,000	38,500	该项目在进行储罐预冷，加注胺液、冷剂，预计2015年6月末进入试生产
乌海市天誉煤炭有限责任公司120万吨井工煤矿项目	58,130	40,000	18,130	预计2015年8月投产
乌海市天裕工贸有限公司60万吨井工煤矿项目	16,297	10,000	6,297	该项目已完成建设，正申请验收
双欣环保节能技改扩产项目	32,900	--	32,900	该项目土建主体已经完工，主要设备已到厂，开始安装

资料来源：公司提供

鄂尔多斯市宏基亿泰能源有限公司年产40万吨LNG项目，项目总投资98,500万元，其中企业自筹38,500万元、工商银行乌审旗支行项目贷款30,000万元（已放款20,000万元）、中国银行鄂尔多斯分行项目贷款30,000万元。截至2015年3月末，项目累计支付工程款95,449万元。目前已准备开始试生产，正在储罐预冷，加注胺液、冷剂，预计2015年6月末进入试生产。

乌海市天誉煤炭有限责任公司120万吨井工煤矿项目，项目总投资58,130万元，其中企业自筹资金18,130万元，工商银行厄尔托克支行项目贷款40,000万元。截至2015年3月末，项目累计支付工程款52,913万元。矿建工程、土建工程基本完工，已进入扫尾阶段，设备均已到货并陆续进行安装，预计2015年8月投产。

乌海市天裕工贸有限公司60万吨井工煤矿项目，项目总投资16,297万元，其中企业自筹资金6,297万元，民生银行呼和浩特分行项目贷款10,000万元。截至2015年3月末，项目累计支付工程款15,710万元。该项目已完成建设，正申请验收。

双欣环保节能技改扩产项目，项目总投资32,900万元，全部为自筹资金。截至2015年3月末，项目累计支付工程款12,947万元。截至2015年3月末，该项目土建主体已经完工，主要设备已到厂，开始安装调试。

此外，公司拟投产2万吨煤基活性炭项目，该项目采用优质太西无烟煤、乌仁都西不粘煤为原料，经破碎、制粉、混捏、成型、碳化、活化、后处理等工艺精制而成。目前，该项目正处于设备调试及试生产状态，还未进行整体综合验收。公司年产60万吨碳化钙联产氧化钙项目已完成了既定投资计划，并在申请验收工作。

总体看，公司在建项目投资规模较大，项目建设已进入后期阶段，投资支出压力较小。未来，随着上述项目的建成达产，公司经营规模将有所扩张。

8. 经营效率

2014年，公司加强了销售回款，应收账款周转次数较上年的10.06次大幅提升至18.50次；存货周转次数和总资产周转次数较上年也有小幅提升，分别为8.55次和0.45次。整体看，公司经营效率水平较高。

9. 经营风险

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，公司盈利能力的提升受到限制。

安全生产风险

公司的主营业务以煤炭生产、电力、化工为核心，安全生产风险主要来自煤矿事故、设备事故、电网事故等，公司虽然已严格遵守国家在安全生产方面的相关法律、法规，加强内部安全管理力度，制定完善的安全生产管理制度和标准化的生产流程，但若未来在生产过程中发生任何一项重大安全生产事故，都有可能影响公司的经营和社会声誉。

主业涉及多种业务板块，管理风险加大

随着公司在煤炭、电力、化工循环经济产业的成熟发展及产业链条的延伸，公司开始逐步进入新型化工、清洁能源等全新领域。传统的管理方式可能不再适应新行业的发展，由此，公司可能存在产业链条的延伸与现有管理水平不能匹配的风险。公司近年来扩张较快，所属企业分布范围广，产业多元化，主要管理职能集中于集团本部，这种管理模式虽然有利于企业实现集约化管理，但由于公司主业涉及多个业务板块，可能会导致管理半径太大，合理有效的经营管理成为公

司未来发展的关键。

10. 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。

煤炭板块规划

公司将规划建设单井1,500万吨生产能力矿井，加上原有矿井通过产业升级实际产能1,500万吨以上。届时，公司计划成为年产3,000万吨以上的大型煤炭生产企业。

电力板块规划

公司规划在蒙西工业园区配套建设2*350MW煤矸石热电厂项目，现已获自治区发改委同意，正在上报国家发改委。项目建成后，公司总装机容量达到1,100MW，年发电能力75亿度。

化工板块规划

公司计划投资155亿元在蒙西高新技术工业园建设PVA循环经济产业链项目，项目全部建成后，公司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，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。但联合评级也关注到，根据远期战略规划，公司未来或将面临一定的资本支出压力。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2012~2014 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，均出具了标准无保留意见审计报告。公司提供的 2015 年一季度报表未经审计。

公司 2013 年合并范围较 2012 年无变化，2014 年公司合并范围较上年增加 1 家子公司，减少 1 家子公司，合并范围变化情况如下表所示，合并范围变化不大，公司财务数据可比性较强。

表 20 2014 年公司合并范围变化 单位：亿元

公司名称	性质	主要业务	投资比例 (%)	注册资本	总资产	所有者权益	营业收入	利润总额	净利润
鄂尔多斯市金驼药业有限责任公司	出售股权	药品类易制毒化学品、原料药生产	—	0.58	3.14	1.75	2.89	0.40	0.30
内蒙古浦瑞芬环保科技有限公司	新设成立	活性炭生产、销售	100.00	0.50	2.42	0.50	0.06	0.003	0.002

资料来源：公司提供

注：鄂尔多斯市金驼药业有限责任公司资产负债的截止时点为 2013 年末；利润时期为 2013 年。

2014 年 6 月 22 日，鄂尔多斯市双欣化学工业有限公司原股东徐勇彪、苗怀民与内蒙古双欣环保材料股份有限公司签订股权转让协议，将其持有的鄂尔多斯市双欣化学工业有限公司股权全部转让给内蒙古双欣环保材料股份有限公司，因为徐勇彪、苗怀民所持有的鄂尔多斯市双欣化学工业有限公司 100% 的股权，实际是代公司最终控制人乔玉华持有，故此次合并系同一控制下企业合并，从 2012 年起即按 100% 的比例将鄂尔多斯市双欣化学工业有限公司纳入合并范围。中审华寅五洲会计师事务所根据此事项追溯调整了 2012 年、2013 年的合并财务报表。联合评级认为

统一口径有利于分析公司业务的发展变化，故本报告采用的 2012 年、2013 年的财务数据为追溯调整后的数据。

截至 2014 年末，公司合并资产总额 172.84 亿元，负债合计 105.32 亿元，所有者权益（含少数股东权益）67.52 亿元。2014 年，公司实现营业收入 75.02 亿元，净利润（含少数股东损益）4.93 亿元，经营活动产生的现金流量净额 13.50 亿元，现金及现金等价物净增加额 5.95 亿元。

截至 2015 年 3 月末，公司合并资产总额 176.76 亿元，负债合计 106.24 亿元，所有者权益（含少数股东权益）70.52 亿元。2015 年一季度，公司实现营业收入 18.75 亿元，净利润（含少数股东损益）0.68 亿元，经营活动产生的现金流量净额 1.39 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.59 亿元。

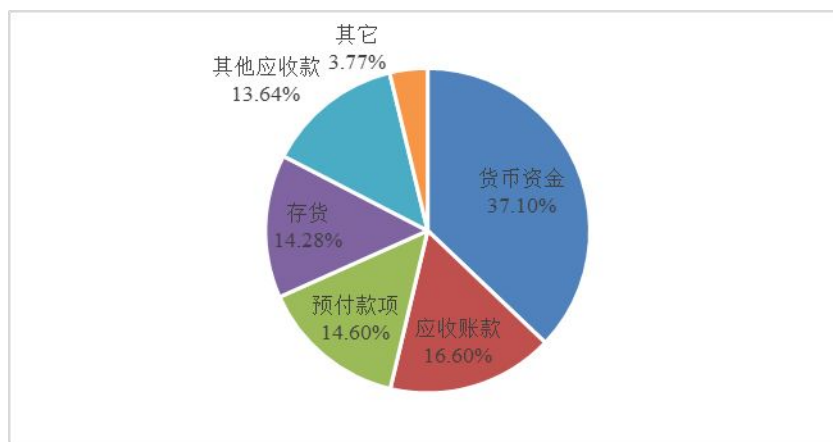
2. 资产质量

近三年，随着公司经营规模的扩大，公司资产规模整体呈逐年增长态势，三年复合增长率 7.27%。截至 2014 年末，公司资产合计 172.84 亿元，其中流动资产占比 26.97%；非流动资产占比 73.03%，资产构成以非流动资产为主。

流动资产

近三年，公司流动资产规模逐年增长，三年复合增长率 4.03%，截至 2014 年末，公司流动资产合计 46.61 亿元。从流动资产构成来看，其主要由货币资金、应收账款、预付账款、存货和其他应收款组成。

图 6 2014 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

近三年，公司货币资金逐年增长，三年复合增长率 31.22%，系发行短期融资券所致。截至 2014 年末，公司货币资金 17.30 亿元，主要由银行存款（占比 27.92%）和其他货币资金（占比 72.07%）组成，其余部分为满足交易性需求的现金。其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金等已冻结不能使用的资金。

近三年，公司应收账款波动减少。截至 2014 年末，公司应收账款 7.74 亿元，较上年年末减少 15.17%，主要系公司加强催收力度，回款较多所致。应收账款中一年以内的占比 99.81%，前五名应收款客户占比 23.16%，主要为应收客户电费、货款等。应收账款中无持有公司 5%（含 5%）以上股份的股东单位欠款。截至 2014 年末，公司共计提应收账款坏账准备 0.04 亿元。由于公司应收账款集中在一年以内，且客户集中度尚可，信用情况良好，公司应收账款坏账风险较小。

近三年，公司预付账款波动下降。截至 2014 年末，公司预付账款 6.81 亿元。预付账款中一年以内的占比 99.53%；一年以上预付账款主要为预付工程款，由于项目未完工，未与对方最终结算，故暂未结转。预付账款中无持有公司 5%（含 5%）以上股份的股东单位欠款。

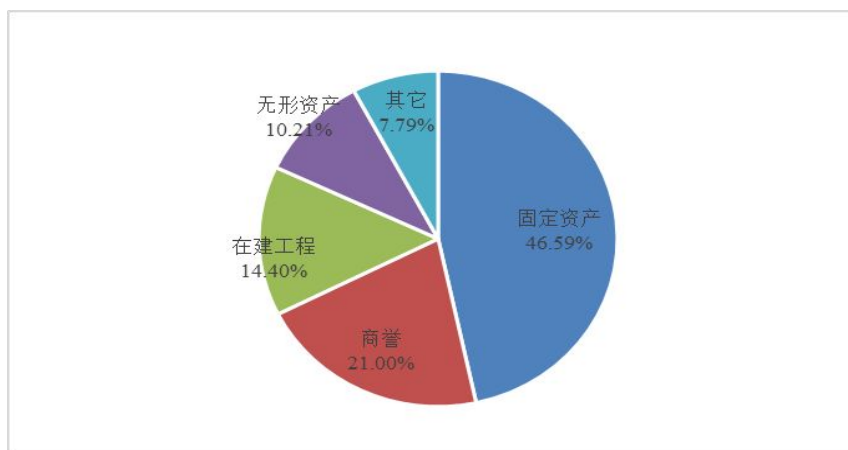
近三年，公司其他应收款逐年增长，三年复合增长率达到 61.20%，主要系各基建项目建设所付的采购保证金、应收政府补贴款以及应收电业局电价补贴款等增加所致。截至 2014 年末，其他应收款账面价值 6.36 亿元。从账龄来看，其他应收款中一年以内的占比 88.19%；1~2 年的占比 11.81%。其他应收款中前五名欠款客户占比 37.09%，主要为与鄂尔多斯市富瑞德能源有限责任公司往来款、鄂托克旗财政局的补贴款等，应收客户信用良好。截至 2014 年末共计提坏账准备 0.07 亿元，坏账准备计提较为充分。

近三年，公司存货规模波动下降。截至 2014 年末，公司存货 6.66 亿元。存货主要由原材料（占比 55.43%）、库存商品（占比 34.44%）构成。公司库存商品规模较大的主要原因为双欣环保化工产品采用铁路运输方式，其到货期为 15 天，库存商品中含未结算的已发出商品。公司库存商品不存在减值迹象，未计提存货跌价准备。

非流动资产

近三年，公司非流动资产规模逐年增长，三年复合增长率为 8.55%。截至 2014 年末，公司非流动资产合计 126.23 亿元。从其构成来看，非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产和商誉构成，如下图所示：

图 7 2014 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

近三年，公司固定资产逐年增长，三年复合增长率 2.51%，主要系在建工程转固所致。截至 2014 年末，公司固定资产账面价值 58.81 亿元。固定资产主要由房屋建筑物（占比 28.24%）和机器设备（占比 69.53%）构成⁴。固定资产共计提累计折旧 13.87 亿元，固定资产成新率 80.87%，成新率较高。由于部分机器设备的可收回金额低于账面价值，故公司提取固定资产减值准备 403.33 万元。

近三年，公司大力筹建清洁能源-LNG 项目、进一步落实煤矿技改工作、加快完善产业链布局，在建工程逐年快速增长，三年复合增长率 72.14%。截至 2014 年末，公司在建工程 18.18 亿元。在建项目主要为宏基亿泰 LNG 项目、120 万吨煤矿技改、浦瑞芬活性炭项目等。因在建工程不存在可收回金额低于账面价值情况，故未提取在建工程减值准备。

⁴该占比为固定资产分类科目账面原值与固定资产合计账面原值的比值。

近三年，公司无形资产逐年小幅增长。截至 2014 年末，公司无形资产共计 12.89 亿元，以土地使用权（占比 33.24%）和采矿权（占比 63.96%）为主。因无形资产不存在减值迹象，故未计提减值准备。

近三年，公司商誉小幅增长。截至 2014 年末，公司商誉 26.51 亿元，主要为对准格尔旗鸿鑫纳户沟有限公司、乌海市蒙港投资有限公司、鄂托克旗乌仁都西煤焦有限公司等投资所形成的合并成本大于上述公司可辨认净资产公允价值份额的差额。

截至 2015 年 3 月末，公司资产总额 176.76 亿元，较年初小幅增长 2.26%。资产结构较年初变化不大。

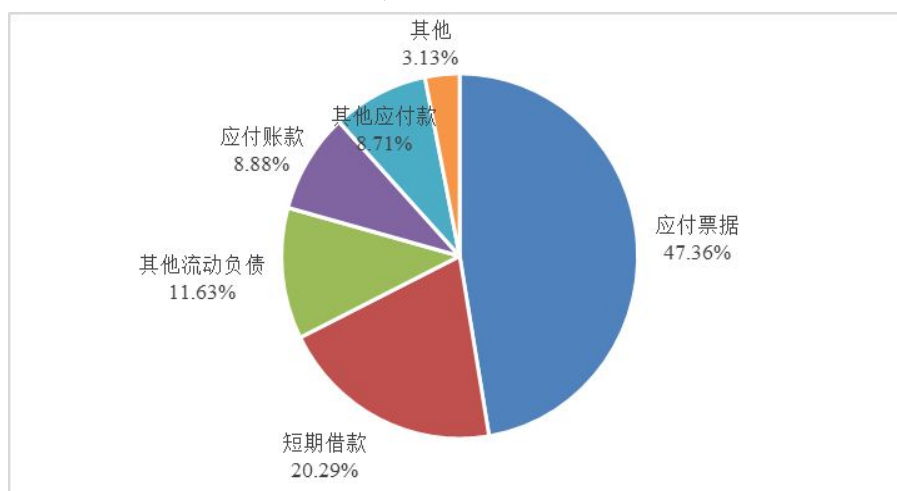
总体看，公司资产规模整体呈逐年增长态势。非流动资产占比较高，固定资产及在建工程规模较大；流动资产中，受限货币资金规模较大，资产流动性一般。未来随着清洁能源-LNG 项目的达产，公司资产规模有望继续增长。整体来看，公司资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

近三年，公司负债规模逐年增长，三年复合增长率 5.57%。截至 2014 年末，公司负债合计 105.32 亿元。从负债结构来看，流动负债占比 49.04%；非流动负债占比 50.96%，流动负债占比逐年小幅提升，负债结构趋于平均化。

近三年，公司流动负债规模逐年增长，三年复合增长率 15.12%。截至 2014 年末，公司流动负债合计 51.65 亿元，主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和其他流动负债构成，如下图所示：

图 8 2014 年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

近三年，公司短期借款规模波动下降。截至 2014 年末，公司短期借款 10.48 亿元，较上年年末下降了 36.10%，主要系归还部分银行借款所致。短期借款全部由抵押借款（占比 4.77%）和保证借款（占比 95.23%）构成。其中抵押借款系鄂尔多斯市新华结晶硅有限公司以其部分生产厂房、机器设备、土地抵押，同时乔玉华、郝润莲、乔玉文、王翠莲提供担保取得的借款。

近三年，公司采用票据结算方式增多，应付票据规模大幅增长，三年复合增长率 62.26%。截至 2014 年末，公司应付票据 24.46 亿元，全部为银行承兑汇票。

公司应付账款主要为根据供应商的信用政策未支付的原材料采购款和根据工程付款约定尚未支付的工程款。2012 年、2013 年末应付款余额较为平稳，2014 年末应付账款较 2013 年末减少

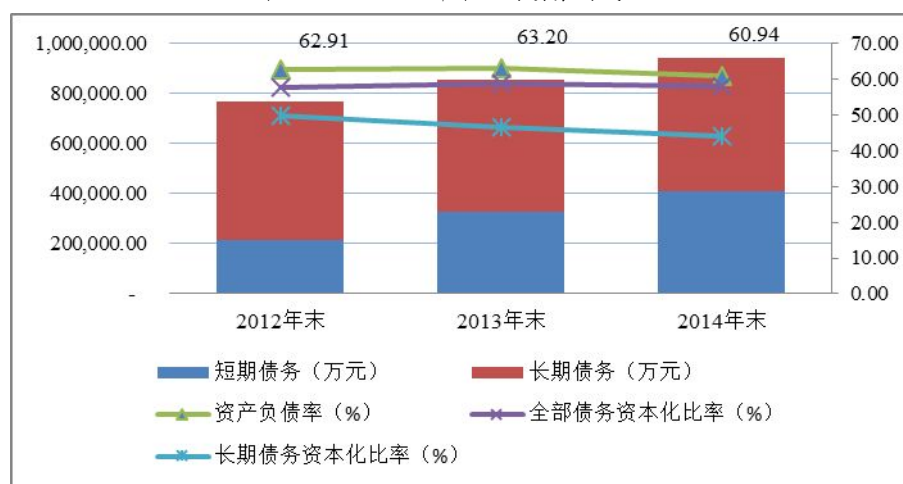
31.30%至 4.59 亿元，主要系公司发行短期融资券后资金充裕，为降低采购产品价格，集中进行付款从而影响余额减少。应付账款中一年以内的应付账款占比 94.00%。

公司其他应付款主要为关联方往来款、购买设备款等。近三年，公司其他应付款规模逐年下降，主要系支付了在建项目欠付的工程设备款以及工程质保金、减少了与关联方的往来款所致。截至 2014 年末，公司其他应付款 4.50 亿元，其中一年以内的其他应付款占比 91.00%。

非流动负债方面，近三年公司非流动负债规模波动下降。非流动负债主要由长期借款（占比 92.39%）构成。

截至 2014 年末，公司长期借款 49.59 亿元，较 2013 年末增长 21.11%，与 2012 年末基本持平。长期借款由保证借款（占比 46.06%）、抵押借款（占比 28.75%）和质押借款（占比 25.19%）构成。长期借款中 2017 年到期借款达 30.86 亿元，期限较为集中。联合评级也关注到，公司抵押、质押借款规模较大，若借款不能如期偿还，可能会对公司生产经营带来一定影响。

图 9 2012~2014 年末公司债务构成



资料来源：公司审计报告

注：左轴为债务规模；右轴为各种比率

有息债务方面，近三年公司债务规模逐年增长，三年复合增长率 10.91%。截至 2014 年末，公司全部债务 94.43 亿元，其中短期债务 40.94 亿元，长期债务 53.49 亿元。2014 年末公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 60.94%、58.31%和 44.20%，如上图所示。

截至 2015 年 3 月末，公司负债合计 106.24 亿元，较年初小幅增加 1.49%。负债中非流动负债占比较年初上升至 61.08%。

总体看，近三年，公司负债规模逐年增长，非流动负债占比略高。公司融资结构以债务融资为主导，有息债务规模逐年增长且维持在较高水平，长期借款到期期限较为集中，存在一定的偿债压力。

所有者权益

近三年，受益于经营积累及新并购企业，公司所有者权益稳步增长，三年复合增长率为 10.10%。截至 2014 年末，公司所有者权益合计 67.52 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 56.28 亿元。归属于母公司的所有者权益中实收资本占比 21.65%；资本公积占比 30.89%；专项储备占比 0.94%；盈余公积占比 1.45%；未分配利润占比 45.07%。2014 年，公司资本公积增加 0.46 亿元，主要系内蒙古双欣环保材料股份有限公司增资所致。随着公司盈利规模的扩大，公司未分配利润

三年复合增长 18.88%。

截至 2015 年 3 月末，公司所有者权益合计 70.52 亿元，较年初增长 4.44%，其中归属于母公司的所有者权益 58.87 亿元。

总体看，近三年公司所有者权益呈稳步增长态势，但所有者权益中未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

4. 盈利能力

近三年，随着煤炭业务迅速扩张以及 PVA 业务产能的释放，公司营业收入稳步增长，三年复合增长率 9.45%。2014 年，公司实现营业收入 75.02 亿元。但受国内煤价以及 PVA 产品价格下跌，期间费用高企的影响，公司盈利能力有所减弱，近三年营业利润逐年走低。2014 年，公司实现营业利润 5.25 亿元；实现净利润 4.93 亿元，其中归属于母公司的净利润 3.29 亿元。

从利润构成来看，公司利润主要来自于经营性业务利润。近三年投资收益占营业利润的比重分别为 12.91%、12.99%和 15.45%；营业外收入占利润总额的比重分别为 5.60%、15.57%和 20.70%。近三年，随着政府补助的增加，公司营业外收入逐年增长，三年复合增长率 69.02 %。2014 年，公司取得营业外收入 1.35 亿元，其中政府补助金额为 1.23 亿元，主要为基础设施建设配套费、电价补贴款等于收益相关的补助。同时，公司大多数子公司享受西部大开发有关税收优惠政策，所得税减按 15%征收。

从费用水平来看，近三年，公司费用总额逐年增长，三年复合增长率 30.03%。2014 年，公司发生费用总额 13.34 亿元。从费用构成来看，由于票据承兑规模的增长以及 2013 年成功发行短期融资券，公司财务费用逐年上升，三年复合增长率达 30.32%。2014 年，公司发生财务费用 6.29 亿元，占费用总额的 47.18%。近三年国内煤炭市场低迷以及 PVA 行业竞争加剧，公司加强了销售力度，拓展销售渠道并且增加对客户的优惠政策，负担了部分产品运输费用，致使公司销售费用快速增长，三年复合增长率达 46.72%。2014 年，公司销售费用 4.71 亿元，占费用总额的 35.34%。近三年，公司管理费用小幅增长，2014 年，公司管理费用 2.33 亿元，占费用总额的 17.48%。近三年公司费用收入比分别为 12.60%、15.16%和 17.78%，呈逐年增长态势。整体看，公司费用总额较重且较为刚性，使得利润表现差于收入，费用控制能力有待提升。

从盈利指标来看，近三年公司营业利润率基本维持稳定，三年加权平均值为 23.29%。随着债务规模的增长以及净利润的下滑，截至 2014 年末，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 7.09 %、7.43%和 7.70%，均较上年年末有所下降。

2015 年一季度，公司实现营业收入 18.75 亿元、营业利润 1.00 亿元、净利润 0.68 亿元。

总体看，随着煤炭业务迅速扩张以及 PVA 业务产能的释放，公司营业收入逐年增长。但受费用高企等因素影响，公司利润水平有所下降。

5. 现金流

从经营活动看，近三年，公司经营活动现金净流入逐年大幅增长，三年复合增长率达 72.94%。主要系近年来公司加大了现金管理力度，采用预收账款及货到付款相结合的结算方式。截至 2014 年末，公司经营活动现金净流入 13.50 亿元。从收入实现质量来看，近三年公司现金收入比分别为 95.08%、100.21%和 109.98%，收入实现质量逐年提高。

从投资活动看，近三年，公司扩大生产、购置资产、新建工程等行为较为频繁，投资活动现金流持续呈净流出状态。但随着在建项目的逐步投产，公司投资支出呈缩减态势，投资活动现金净流出规模逐年减少。截至 2014 年末，公司投资活动现金净流出 6.87 亿元。

从筹资活动看，随着公司借款规模的增加与短期融资券的发行，筹资活动现金流入三年复合增长 29.15%。2014 年，随着公司获现能力的增强、投资支出大幅下降以及偿还部分到期债务等因素影响，公司筹资活动现金流近三年首次呈净流出状态，净流出为 0.68 亿元。

2015 年 1~3 月，公司经营活动现金净流入 1.39 亿元；投资活动现金净流出 2.52 亿元；筹资活动现金净流入 2.73 亿元。

总体看，近三年公司经营现金流逐年增长，收入实现质量较高；投资支出有所减少，经营现金净流入可以覆盖投资支出，外部融资压力减缓。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年，由于公司加大了欠款回收力度，应收票据与应收账款均有不同程度的下降。同时，公司为节省占用资金，采用票据结算方式增多，导致流动负债增幅较流动资产增幅偏高。2014 年公司流动比率和速动比率分别为 0.90 倍和 0.77 倍。近三年，由于短期债务规模增幅较大，现金类资产对短期债务的覆盖程度逐年减弱，2014 年公司现金短期债务比为 0.46 倍，现金类资产对短期债务的覆盖水平尚可。

从长期偿债能力指标看，近三年，受公司折旧规模的扩大以及利息支出的增长，公司 EBITDA 逐年增长，三年复合增长率为 6.08%，但由于利润总额逐年降低，公司若无新的利润增长点，EBITDA 的增长或不可持续。2014 年，公司 EBITDA 为 17.24 亿元，EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 2.87 倍和 0.18 倍，EBITDA 对利息和全部债务的保障能力一般。

公司与各家银行建立的良好合作关系，截至 2014 年末，公司授信 111.93 亿元，已使用额度 79.66 亿元，间接融资能力较强。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（被查询企业信用代码：G1015062400010740L），截至 2015 年 3 月 4 日，公司无关注类、不良类贷款信息记录。

截至 2014 年末，公司无重大未决诉讼。

如下表所示，截至 2014 年末，公司共有三笔对外担保，担保金额合计 5.46 亿元，担保余额 3.54 亿元，担保余额占净资产比例较小。被担保企业经营正常。

表 21 截至 2014 年末公司对外担保情况（单位：万元）

担保人	被担保人	贷款银行	担保金额	目前余额	担保期限
内蒙古双欣能源化工有限公司	内蒙古三维资源集团有限公司	农业银行	4,600.00	4,600.00	2014.11.28~2015.11.15
	内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限公司	包商银行	10,000.00	10,000.00	2014.12.19~2015.11.18
	鄂尔多斯市博源置业有限责任公司	招商银行	40,000.00	20,808.00	2010.9.14~2020.9.5
合计			54,600.00	35,408.00	

资料来源：公司提供

总体看，由于公司前期项目投资规模较大，刚性债务偏高，偿债能力一般。但考虑到公司在建项目已进入后期建设阶段，随着项目的建成投产，公司经营及收入规模将有所提升，偿债能力有望增强。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2015 年 3 月末，公司负债合计 106.24 亿元，其中有息债务合计 99.99 亿元。本次拟发行公司债规模 15 亿元，相对于公司目前的债务规模，本次债券发行额度尚可。本次债券发行后，公司负债水平将有所提高。

以 2015 年 3 月末的财务数据为基础，假设募集资金净额为 15 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 63.23%、61.99%和 53.06%，债务负担有所加重，但仍处于合理范围之内。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2014 年的财务数据为基础，公司 2014 年的 EBITDA 为 17.24 亿元，为本次债券发行额度（15 亿元）的 1.15 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度高。公司 2014 年经营活动产生的现金流入量为 83.84 亿元，为本次债券发行额度（15 亿元）的 5.59 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度很高。公司 2014 年的经营活动现金净流量为 13.50 亿元，为本次债券发行额度（15 亿元）的 0.90 倍，对本次债券覆盖程度高。

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，加之公司具备全产业链优势，在 PVA、LNG 等方面投资力度加大，未来随着在建项目的逐步达产，公司盈利水平有望提高。联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力较强。

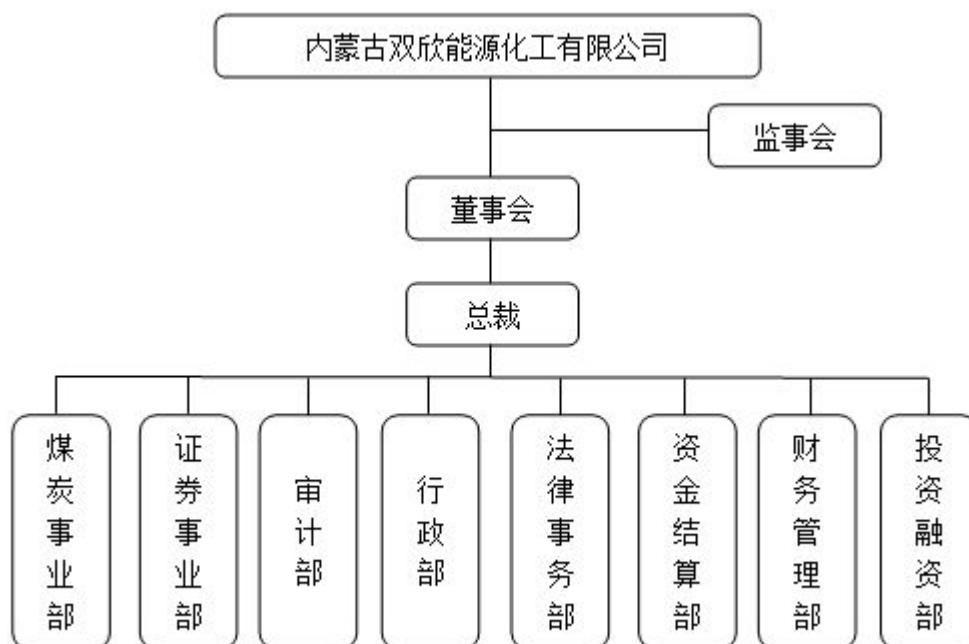
九、综合评价

双欣能源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；公司目前已形成“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；公司管理跨度大、投资规模较大等对公司经营产生的不利影响。

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，未来随着其产能的逐步释放，公司的经营及收入规模将有所提升，综合实力将进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 内蒙古双欣能源化工有限公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 内蒙古双欣能源化工有限公司
2012 年~2015 年 3 月合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动资产：					
货币资金	100,451.77	113,422.30	172,952.85	31.22	188,894.04
交易性金融资产					
应收票据	70,430.75	63,743.05	16,646.38	-51.38	25,942.82
应收账款	81,518.28	91,226.93	77,391.73	-2.56	84,096.05
预付款项	78,843.39	96,148.17	68,051.96	-7.10	78,077.58
应收利息					
应收股利	0.00	0.00	468.00	--	468.00
其他应收款	24,469.93	30,440.42	63,585.32	61.20	54,672.62
存货	74,965.13	66,296.78	66,551.67	-5.78	58,128.16
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	13.13	929.84	473.88	500.79	222.65
流动资产合计	430,692.37	462,207.50	466,121.79	4.03	490,501.92
非流动资产：					
可供出售金融资产	5,875.00	18,395.30	19,395.30	81.70	19,395.30
持有至到期投资	300.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
长期应收款					
长期股权投资	33,172.53	44,176.29	54,436.53	28.10	40,062.23
投资性房地产					
固定资产	559,658.27	576,006.15	588,137.29	2.51	590,019.05
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程	61,358.88	102,914.59	181,812.95	72.14	194,370.70
工程物资	17,443.79	25,262.89	1,933.69	-66.71	1,152.79
固定资产清理					
无形资产	126,373.84	125,461.83	128,886.02	0.99	144,622.14
开发支出	2,119.76	3,955.55	2,447.48	7.45	3,026.91
商誉	254,349.71	264,894.71	265,094.71	2.09	265,071.41
长期待摊费用	10,466.43	18,799.52	20,157.82	38.78	19,328.72
递延所得税资产					
其他非流动资产	179.10	0.00	0.00	-100.00	0.00
非流动资产合计	1,071,297.32	1,179,866.83	1,262,301.79	8.55	1,277,049.26
资产总计	1,501,989.69	1,642,074.33	1,728,423.58	7.27	1,767,551.18

附件 2-2 内蒙古双欣能源化工有限公司
2012 年~2015 年 3 月合并资产负债表（负债及股东权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动负债：					
短期借款	121,010.00	163,996.29	104,791.00	-6.94	104,537.00
交易性金融负债					
应付票据	92,900.00	106,077.00	244,588.82	62.26	248,203.00
应付账款	66,584.90	66,774.80	45,871.16	-17.00	40,593.39
预收款项	13,464.49	17,922.39	3,953.62	-45.81	7,699.30
应付职工薪酬	2,611.86	3,317.75	5,036.40	38.86	4,154.74
应交税费	2,180.57	12,730.84	2,484.72	6.75	-3,716.69
应付利息	1,361.61	2,637.83	2,696.88	40.74	4,752.25
应付股利	10,450.00	3,500.00	2,000.00	-56.25	2,000.00
其他应付款	79,153.06	70,238.08	44,978.09	-24.62	5,255.37
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债	6.69	60,004.56	60,078.63	9,378.47	120,000.76
流动负债合计	389,723.18	507,199.54	516,479.33	15.12	413,479.12
非流动负债：					
长期借款	496,480.00	409,430.00	495,875.00	-0.06	492,975.00
应付债券					
长期应付款	57,278.91	119,291.93	39,066.99	-17.41	34,153.55
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债					
其他非流动负债	1,450.78	1,873.74	1,796.71	11.29	1,777.45
非流动负债合计	555,209.69	530,595.67	536,738.70	-1.68	648,906.01
负债合计	944,932.87	1,037,795.21	1,053,218.03	5.57	1,062,385.12
所有者权益：					
实收资本	121,843.90	121,843.90	121,843.90	0.00	121,843.90
资本公积	169,266.21	169,266.21	173,845.20	1.34	173,845.20
减：库存股					
其他综合收益					
专项储备	3,106.35	4,374.49	5,312.08	30.77	3,640.11
盈余公积	6,886.80	7,383.37	8,170.79	8.92	8,170.79
未分配利润	179,467.56	221,515.56	253,645.64	18.88	281,197.96
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	480,570.82	524,383.52	562,817.60	8.22	588,697.96
少数股东权益	76,486.00	79,895.60	112,387.95	21.22	116,468.10
所有者权益合计	557,056.82	604,279.11	675,205.55	10.10	705,166.06
负债和所有者权益总计	1,501,989.69	1,642,074.33	1,728,423.58	7.27	1,767,551.18

附件 3 内蒙古双欣能源化工有限公司

2012 年~2015 年一季度合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 1~3 月
一、营业收入	626,294.39	678,094.13	750,194.68	9.45	187,453.00
减: 营业成本	473,372.19	519,751.03	568,000.54	9.54	146,801.09
营业税金及附加	4,346.03	5,146.04	5,590.45	13.42	1,823.22
销售费用	21,892.75	22,159.65	47,125.55	46.72	8,597.24
管理费用	19,939.39	22,593.65	23,317.64	8.14	4,134.45
财务费用	37,050.10	58,065.16	62,920.06	30.32	16,040.61
资产减值损失	206.46	-147.90	808.80	97.92	90.00
加: 公允价值变动收益					
投资收益	10,885.88	9,152.48	10,074.13	-3.80	19.62
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	10,672.53	8,363.76	7,140.50	-18.20	0.00
汇兑收益					
二、营业利润	80,373.35	59,678.96	52,505.76	-19.17	9,986.02
加: 营业外收入	4,724.55	10,966.56	13,496.56	69.02	219.79
减: 营业外支出	795.41	204.02	796.95	0.10	29.84
其中: 非流动资产处置损失	33.09	57.13	631.01	336.69	0.00
三、利润总额	84,302.49	70,441.51	65,205.37	-12.05	10,175.96
减: 所得税费用	20,047.55	15,511.95	15,927.78	-10.87	3,412.70
四、净利润	64,254.94	54,929.56	49,277.59	-12.43	6,763.26
其中: 归属于母公司所有者的净利润	50,126.25	42,544.56	32,917.50	-18.96	2,448.42
少数股东损益	14,128.68	12,385.00	16,360.09	7.61	4,314.84

附件 4 内蒙古双欣能源化工有限公司
2012 年~2015 年一季度合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	595,492.45	679,531.07	825,095.31	17.71	207,064.94
收到的税费返还					
收到其他与经营活动有关的现金	71,210.61	2,601.04	13,318.06	-56.75	219.79
经营活动现金流入小计	666,703.06	682,132.12	838,413.37	12.14	207,284.73
购买商品、接受劳务支付的现金	548,316.57	515,020.58	561,062.86	1.16	173,590.99
支付给职工以及为职工支付的现金	26,563.02	27,608.56	21,740.77	-9.53	8,741.46
支付的各项税费	38,696.60	47,777.87	47,631.37	10.95	7,920.04
支付其他与经营活动有关的现金	7,993.40	3,213.46	72,998.79	202.20	3,120.37
经营活动现金流出小计	621,569.60	593,620.46	703,433.79	6.38	193,372.85
经营活动产生的现金流量净额	45,133.47	88,511.66	134,979.58	72.94	13,911.88
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	188.53	300.00	8,439.79	569.08	0.00
取得投资收益收到的现金	213.35	788.72	377.42	33.00	14,374.29
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额					
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	68.57	0.00	--	0.00
投资活动现金流入小计	401.88	1,157.28	8,817.22	368.40	14,374.29
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	135,753.44	84,073.11	72,886.12	-26.73	39,596.30
投资支付的现金	45,600.00	13,160.30	4,620.00	-68.17	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	181,353.44	97,233.41	77,506.12	-34.63	39,596.30
投资活动产生的现金流量净额	-180,951.56	-96,076.12	-68,688.90	-38.39	-25,222.01
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	55,400.00	0.00	14,000.00	-49.73	0.00
发行债券所收到的现金	0.00	60,000.00	60,000.00	--	0.00
取得借款收到的现金	249,098.11	241,235.05	433,873.96	31.98	88,846.00
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	304,498.11	301,235.05	507,873.96	29.15	88,846.00
偿还债务支付的现金	112,625.21	219,848.45	449,051.32	99.68	36,913.43
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	76,522.32	60,851.60	65,582.76	-7.42	13,985.24
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	--	10,696.00
筹资活动现金流出小计	189,147.53	280,700.05	514,634.08	64.95	61,594.67
筹资活动产生的现金流量净额	115,350.58	20,535.00	-6,760.12	--	27,251.33
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	0.00	0.00	0.00	--	0.00
五、现金及现金等价物净增加额	-20,467.51	12,970.53	59,530.55	--	15,941.19
加: 期初现金及现金等价物余额	120,919.28	100,451.77	113,422.30	-3.15	172,952.85
六、期末现金及现金等价物余额	100,451.77	113,422.30	172,952.85	31.22	188,894.04

附件 5 内蒙古双欣能源化工有限公司

2012 年~2014 年合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	64,254.94	54,929.56	49,277.59	-12.43
加: 资产减值准备	206.46	-147.90	808.80	97.92
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	25,984.02	31,993.15	38,356.74	21.50
无形资产摊销	3,669.05	4,307.11	3,679.71	0.15
长期待摊费用摊销	573.99	1,708.69	5,168.83	200.08
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失				
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	43,598.95	57,969.28	62,094.21	19.34
投资损失	-10,885.88	-9,152.48	-10,074.13	-3.80
递延所得税资产减少				
递延所得税负债增加				
存货的减少	-20,572.12	8,668.34	-254.88	-88.87
经营性应收项目的减少	-27,003.26	-26,200.35	46,055.12	--
经营性应付项目的增加	-34,692.70	-35,563.75	-60,132.39	31.65
其他				
经营活动产生的现金流量净额	45,133.47	88,511.66	134,979.58	72.94

附件 6 内蒙古双欣能源化工有限公司

主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	--	7.82	8.86	--
存货周转次数 (次)	--	7.36	8.55	--
总资产周转次数 (次)	--	0.43	0.45	0.11
现金收入比率 (%)	95.08	100.21	109.98	110.46
盈利能力				
总资本收益率 (%)	--	7.88	7.09	0.41
总资产报酬率 (%)	--	7.97	7.43	0.58
净资产收益率 (%)	--	9.46	7.70	0.98
主营业务毛利率 (%)	24.41	23.23	24.34	--
营业利润率 (%)	23.72	22.59	23.54	20.71
费用收入比 (%)	12.60	15.16	17.78	15.35
财务构成				
资产负债率 (%)	62.91	63.20	60.94	60.10
全部债务资本化比率 (%)	57.95	58.70	58.31	58.64
长期债务资本化比率 (%)	49.85	46.67	44.20	42.78
偿债能力				
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.96	2.69	2.87	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.20	0.19	0.18	--
经营现金债务保护倍数 (倍)	0.06	0.10	0.14	0.01
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.18	-0.01	0.07	-0.01
流动比率 (倍)	1.11	0.91	0.90	0.92
速动比率 (倍)	0.91	0.78	0.77	0.81
现金短期债务比 (倍)	0.80	0.54	0.46	0.45
经营现金流动负债比率 (%)	11.58	17.45	26.13	2.61
经营现金利息偿还能力 (倍)	1.17	1.46	2.25	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 (倍)	-3.51	-0.12	1.10	--
本期公司债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.02	1.09	1.15	--

附件 7 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+营业费用+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)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
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/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+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 8 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。

联合信用评级有限公司

关于内蒙古双欣能源化工有限公司

2015 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，每年内蒙古双欣能源化工有限公司年度审计报告完成后的两个月内对内蒙古双欣能源化工有限公司 2015 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

内蒙古双欣能源化工有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。内蒙古双欣能源化工有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注内蒙古双欣能源化工有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现内蒙古双欣能源化工有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次债券的信用等级。

如内蒙古双欣能源化工有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至内蒙古双欣能源化工有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站予以公布并同时报送内蒙古双欣能源化工有限公司、监管部门、交易机构等。

联合信用评级有限公司

二零一五年七月七日

