跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1161 号

亿利洁能股份有限公司：

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：

亿利洁能股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

亿利洁能股份有限公司公开发行的“20 亿利 01”债券信用等级为 AA+，评级展望为“列入评级观察名单”

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
网址：www.unitedratings.com.cn

亿利洁能股份有限公司
公司债券 2020 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	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
20 亿利 01	5 亿元	5 年（2+2+1）	AA+/列入评级观察名单	AA+/列入评级观察名单	2020 年 4 月 3 日

跟踪评级时间：2020 年 6 月 2 日

主要财务数据：

发行人-亿利洁能股份有限公司

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	367.70	366.89	344.84	350.20
所有者权益（亿元）	180.73	174.82	183.71	185.44
长期债务（亿元）	72.88	60.33	27.02	28.61
全部债务（亿元）	143.00	148.11	122.57	125.41
营业收入（亿元）	167.57	173.71	123.67	25.87
净利润（亿元）	7.36	11.25	11.02	1.32
EBITDA（亿元）	19.95	23.93	23.55	--
经营性净现金流（亿元）	21.72	36.19	10.55	0.37
营业利润率（%）	13.90	15.83	16.53	15.89
净资产收益率（%）	4.72	6.33	6.15	2.85
资产负债率（%）	50.85	52.35	46.73	47.20
全部债务资本化比率（%）	44.17	45.86	40.02	40.34
流动比率（倍）	1.25	1.01	1.00	1.02
EBITDA 全部债务比（倍）	0.17	0.16	0.19	--
EBITDA 利息倍数（倍）	3.24	5.01	5.13	--
EBITDA/待偿本金额（倍）	3.99	4.79	4.71	--

担保方-亿利资源集团有限公司

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	1,100.88	1,078.83	1,098.41
所有者权益（亿元）	387.68	391.88	401.41
全部债务（亿元）	447.07	402.12	394.76
营业收入（亿元）	450.47	428.30	316.58
经营性净现金流（亿元）	43.51	63.42	40.96
净资产收益率（%）	5.75	4.54	2.81
资产负债率（%）	64.78	63.68	63.46

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，这些差异系四舍五入造成；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径，数据单位除特别说明外均为人民币；3. 2020 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；4. 公司长期应付款为融资租赁款，已纳入长期债务核算；5. 待偿本金额为本报告跟踪债券本金合计。

评级观点

跟踪期内，亿利洁能股份有限公司（以下简称“公司”或“亿利洁能”）以化工、清洁能源为主要业务。2019 年，公司业务调整，降低了化工供应链物流业务规模，同时，剥离煤炭资产并获得了较为可观的投资收益，对公司全年的盈利影响很大。跟踪期内，公司较大规模经营活动和投资活动资金净流入保障了公司债务按时偿付，负债率较年初有所下降。但同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到 2019 年公司收入及扣非后净利润大幅下降；资金利用率仍然很低，存贷双高现象明显；筹资活动产生的现金净流出规模扩大，外部融资有待增强；公司治理有待提升等因素对公司信用水平带来的不利影响。

“20 亿利 01”由亿利资源集团有限公司（以下简称“亿利资源”）提供连带责任保证担保，亿利资源为公司控股股东，跟踪期内，亿利资源主业未变，但收入和盈利能力大幅下降，其所提供的担保对“20 亿利 01”按期偿还仍具有积极作用。但由于亿利资源短期债务规模大、所持上市公司股权质押率高且票据涉诉案件较多，同时，亿利资源拟将其生态修复业务注入上市公司的计划未获得相关部门审核通过等对其发展和信用水平有一定不利影响。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“20 亿利 01”的债项信用等级为“AA+”，展望为“列入评级观察名单”。

优势

1. **化工业务竞争优势得以保持。**跟踪期内，公司化工业务依然具备规模优势，产业链较为完整，具备很强的竞争优势，整体经营较为稳定。

2. **经营现金流表现较佳。**跟踪期内，公司

经营获现能力较强，经营活动产生的现金仍为净流入态势。

3．**债务负担减轻。**得益于公司部分债务到期偿付，公司债务负担有所减轻。

关注

1．**化工业务经营压力加大，收入和盈利下滑。**公司基础化工业务受行业竞争加剧影响，产品盈利能力下降。考虑到目前新冠肺炎疫情影响消费萎缩，同时国际原油价格大幅，未来公司煤化工业务将面临较大冲击。

2．**公司资金利用率低，存贷双高现象明显。**近两年，公司现金类资产高达百亿元且大量货币资金存于集团财务公司，现金类资产产生的利息收益较少。同时，有息债务总量维持较大规模，公司存贷双高现象明显。

3．公司短期债务占比上升，流动性压力加大。2019 年，公司短期借款增加，同时，面临部分长期债务即将到期，短期债务占比显著提高，短期流动性压力加大。

4．公司治理有待提升。2019 年年初以来，公司多次被监管问询，公司因违反审议和披露程序被监管机构处罚。

5．**担保方生态修复业务资金占用多，流动性压力较大。**担保方亿利资源应收账款占比高，主要为生态修复业务应收款，公司与亿利资源推进该部分资产的重组计划已被相关部门否决，对亿利资源的规划及发展有一定不利影响。

6．**担保方再融资压力仍然较大。**亿利资源及其一致行动人因融资需求，将大量资产和所持有的绝大部分公司股权质押，同时考虑到亿利资源及其财务公司面临票据纠纷事项对其融资环境产生的不利影响，亿利资源再融资难度加大，2019 年亿利资源筹资活动产生的现金大幅净流出。

分析师

任贵永　登记编号（R0040215070002）
樊　思　登记编号（R0040218010005）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
网址：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他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：

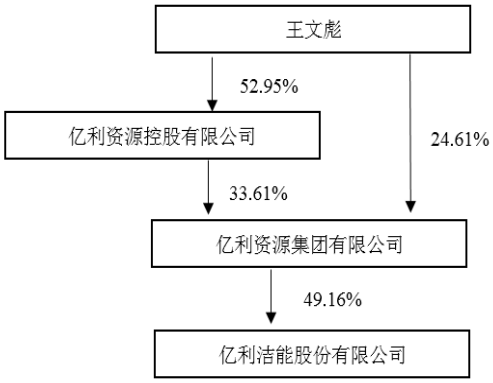
联合信用评级有限公司

一、主体概况

亿利洁能股份有限公司（以下简称“公司”或“亿利洁能”）系经内蒙古自治区人民政府内政股批字〔1999〕1号批复批准，于1999年1月27日在内蒙古自治区工商行政管理局注册登记的股份有限公司，设立时名为内蒙古亿利科技实业股份有限公司，注册资本为10,000万元。经中国证券监督管理委员会证监发行字〔2000〕89号批复批准，公司于2000年7月4日在上海证券交易所发行人民币普通股5,800万股，发行后股本为15,800万股，股票简称“亿利科技”，股票代码“600277”。2015年12月，公司更为现名，股票简称更改为“亿利洁能”，股票代码不变。

截至2020年3月底，公司股本为273,894.01万元，较年初未发生变动。亿利资源集团有限公司（以下简称“亿利资源”）占公司股份总额的49.16%，较年初未发生变动，仍为公司控股股东，自然人王文彪先生仍为公司实际控制人。根据公司年报披露，控股股东及其一致行动人累计质押占持有公司股份的99.83%，质押比例很高。

图 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司营业范围未发生变动，但煤炭资产剥离，一定程度上降低了公司收入。截至 2019 年底，公司主要职能部门未发生重大调整，2019 年处置了伊金霍洛旗东博煤炭有限责任公司（“东博煤炭”）、伊金霍洛旗安源西煤炭有限责任公司（“安源西煤炭”），以及武威亿利日晟购售电有限责任公司（“武威购售电”），截至 2019 年底，拥有 17 家一级子公司。公司在职员工 4,217 人，较年初保持稳定。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 344.84 亿元，负债合计 161.13 亿元，所有者权益 183.71 亿元，其中归属于母公司所有者权益 153.73 亿元。2019 年，公司实现营业收入 123.67 亿元，净利润 11.02 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 9.00 亿元；经营活动产生的现金流量净额 10.55 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.04 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 351.20 亿元，负债合计 165.76 亿元，所有者权益 185.44 亿元，其中归属于母公司所有者权益 155.14 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 25.87 亿元，净利润 1.32 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.81 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.37 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.74 亿元。

公司注册地址：内蒙古自治区鄂尔多斯市东胜区鄂尔多斯西街亿利大厦二层 30 号；法定代表人：王文彪。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司发行债券名称为“亿利洁能股份有限公司公开发行 2020 年公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），于 2020 年 4 月 10 日发行，票面利率为 7.00%，发行规模 5 亿元，债券为 5 年期固定利率债券，附第 2 年末、第 4 年末发行人调整票面利率选择权及投资人回售选择权。本期公司债券已于 2020 年 4 月 15 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称“20 亿利 01”，证券代码为“163399.SH”。本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付，跟踪期内，尚未到达首个付息日。本期债券由亿利资源提供连带责任保证担保。本期债券发行募集资金 5 亿元，截至目前已全部用于偿还“12 亿利 01”到期本息，募集资金用途符合本期公司债券发行约定用途。

三、行业分析

1. 氯碱化工

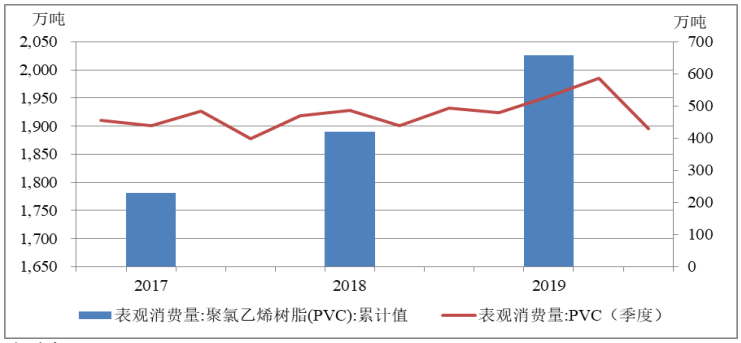
跟踪期内，国内氯碱装置开工率较高，但产能过剩压力依然存在，产品价格回落，行业景气度有所下降。短期内，新冠肺炎疫情爆发对全行业带来较大冲击，长期来看，国内氯碱行业发展有序。

从产能来看，2019 年 PVC 产能延续增长趋势，10 月 16 日，安徽华塑股份有限公司 100 万吨/年聚氯乙烯（pvc）及配套项目一期工程举行投料试车庆典仪式，11 月 12 日，新疆中泰化学托克逊能化有限公司年产 30 万吨高性能树脂项目在托克逊县开车投产。截至 2019 年底，国内 PVC 年总产能已超过 2,500 万吨。

从消费端来看，近三年 PVC 表观消费量虽然呈逐年增长态势，但按 2019 年国内 PVC 消费量约相当于国内 PVC 总产能的 80%左右，国内 PVC 产能依然过剩。随着近两年 PVC 行业景气周期进入尾声，企业间竞争压力加大，同时环保趋严，产业利润下降。

2020 年年初以来新冠肺炎疫情爆发，对下游厂商开工造成不利影响，原油价格下跌，使得乙烯法 PVC 成本更具优势，而国内占比约八成的电石法 PVC 产能消化形势将更加严峻。

图 2　国内 PVC 消费量



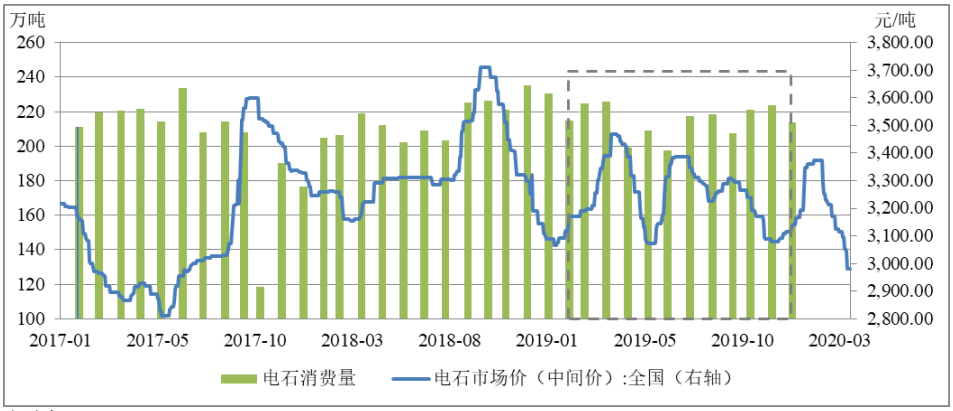
资料来源：Wind

PVC 的生产主要有两种制备工艺，电石法主要生产原料是电石、煤炭和原盐，而乙烯法主要原料是石油。国际市场上 PVC 的生产主要以乙烯法为主，在我国电石法和乙烯法两种生产工艺并存。但国内受富煤、贫油、少气的资源禀赋限制，则主要以电石法为主，主要集中在西北及华北地区。

2019 年原料电石价格上演过山车式行情，价格波动剧烈，高、低差价拉大。电石价格大起大落，且价格变动较快，主要与电石供需关系的不断变化相关。电石价格波动频繁，电石价格整体低于 2018

年，PVC 企业生产成本有所降低。年初内蒙古突发限电且限电范围较广，叠加前期停炉，电石产量下降明显，供应量降幅远超需求量降幅，市场供应明显偏紧，电石的原材料兰炭价格维持高位也在一定程度助推了电石价格，1－4 月电石连续大涨。随着 PVC 企业陆续开始检修，电石需求直线下降，明显的供需错配带来了电石价格的大幅下滑，价格下调幅度近 20%。下半年，电石供需关系转换较快，但价格区间有所下移，波动幅度收窄。2020 年一季度，受新冠疫情影响，电石消费及价格均有较大幅度下滑。

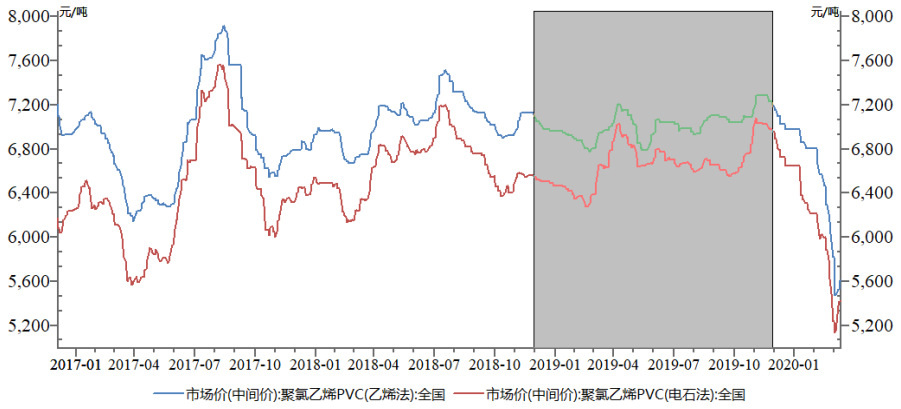
图 3　国内电石消费量及价格



资料来源：Wind

从价格走势来看，不同路径 PVC 产品价格之间相互影响，历史数据显示，两种主要路径的 PVC 产品价格一致性极高。2019 年，国内 PVC 市场高位震荡，呈现先抑后扬走势。截至 2019 年，全国电石法 PVC 市场价均价为 6,665 元/吨，略高于 2018 年 6,631 元/吨的均价水平。整体看，PVC 下半年走势略好于上半年，其中一季度行情主要受到春节假期、节后高库存、出口不佳、地板需求透支等几个因素的影响，走势相对较弱。2020 年年初至今，受新冠疫情影响，下游开工不足、交通运输不畅以及原油价格下跌等因素影响，PVC 价格大幅下挫，截至 2020 年 3 月末，PVC（电石法）全国市场中间价报 5,239 元/吨，较年初大幅下跌 23.97%。

图 4　国内电石法及乙烯法 PVC 价格对比



资料来源：Wind

烧碱是氯碱化工主要产品，2019 年国内总产能预计达到 4,310 万吨，总产量预计在 3,470 万吨，平均开工率约 80%，表观消费需求近 3,378 万吨，烧碱供大于求局面延续，生产企业之间的竞争激烈。2019 年，国内烧碱市场价格呈缓慢下行态势，中间虽偶有价格上行也多维持相对较短时间，随

着国内氧化铝技术提升，进口矿石适用范围逐步扩大，耗碱量在未来一段时间还将逐渐减少，对于烧碱支撑力度随之减弱。在库存高企、外贸摩擦加剧及企业扩产的层层压力之下，2019 年烧碱价格整体表现略显疲软。2020 年一季度，逢新冠肺炎疫情影响，烧碱价格延续了下跌态势，截至 2020 年 3 月末，国内烧碱 32%离子膜烧碱中间价报 681 元/吨，较 2019 年年初下跌 34.27%。

图 5　国内烧碱价格



资料来源：Wind

从行业发展来看，未来，前期部分延迟项目将陆续投产，部分搬迁入园企业也逐步恢复开工，中国烧碱产能预期持续增加，市场供应有望稳中略增，氯碱产能还将延续增长的态势，行业竞争形势仍较为严峻。但在竞争过程中，氯碱产品原料和技术路线向绿色、低能耗、低成本方向发展，市场对专用树脂和特种树脂产品需求也在增加。一部分技术领先、资本实力雄厚，具备规模优势和成本控制力的龙头企业竞争力有望凸显。此外，应该关注氯碱产业作为产能过剩行业，国家政策严格控制新增产能，产业布局调整，产业发展向西部地区倾斜。

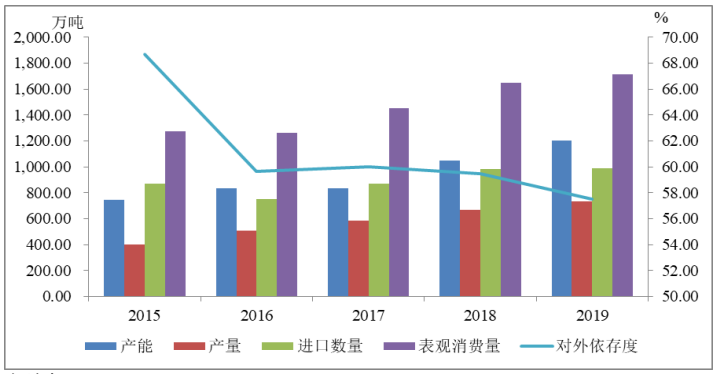
2. 煤化工

跟踪期内，乙二醇总体消费需求增长，但增速不及产能。受中美贸易战、新增产能投产影响，乙二醇价格走低。油价相对于煤价走低的情形下，在国内煤制乙二醇盈利空间被压缩。未来，较大规模新增产能仍将带来更大竞争压力。

我国富煤贫油少气的能源结构，决定了煤炭资源清洁高效利用对我国经济社会发展的重要意义，煤化工作为重要的煤炭清洁利用方式，随着技术不断成熟，近年来在国内发展较快，煤化工产业中一个重要方向是煤制乙二醇。

乙二醇作为重要的基础化工品，在我国消费量总体保持增长态势，但近年来增速有所趋缓，2019 年国内乙二醇的总需求量约 1,700 万吨，同比增长约 4%，增速较上年回落 9.5 个百分点。我国乙二醇的消费量大，长期依赖进口，2019 年对外依存度约 57%。近年来随着国内乙二醇项目不断上马，对外依存度整体有所下降，截至 2019 年底国内乙二醇产能超过 1,200 万吨/年。

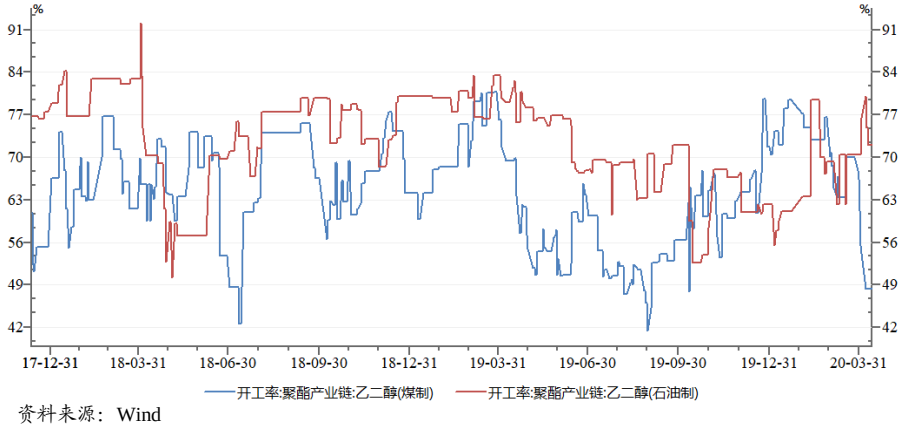
图 6　国内乙二醇产能产量及消费情况



资料来源：Wind

由于煤制乙二醇产品在产品性能、杂质含量等关键因素方面不及乙烯法，目前，煤制乙二醇依然无法完全替代乙烯法乙二醇。但考虑到煤制乙二醇价格相对便宜，部分下游厂商为节约成本少量掺混使用煤制产品，这也造成国内乙二醇一方面产能利用率不高，一方面又在大量进口的现象。2019 年国内煤制乙二醇平均装置负荷 61%，较上年下降约 6 个百分点，低于同期石油制乙二醇 71%的平均负荷。2020 年初国际原油价格大幅下跌，石油制乙二醇成本优势相对凸显，煤制乙二醇开工率大幅降至 50%以下。

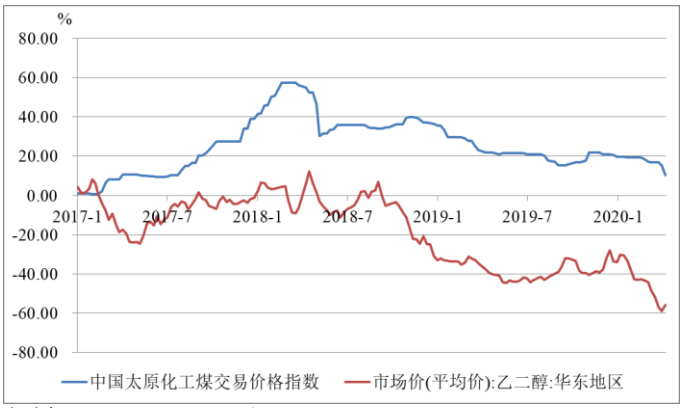
图 7　国内煤制乙二醇和石油制乙二醇开工率情况



资料来源：Wind

从价格来看，受国际原油价格波动以及国内外产能释放等因素影响，2019 年国内乙二醇价格整体表现疲软，全年呈先抑后扬的走势，主要影响因素有中美贸易战、新增产能投产等。以 2017 年年初为基准，近三年，乙二醇的价格走势大幅弱于化工煤价格走势，且 2019 年两者价差扩大，一定程度上意味着煤制乙二醇盈利空间被压缩。

图 8　国内乙二醇以及化工煤价格变动（以 2017 年年初为基准）



资料来源：Wind，联合评级整理

近年来，煤制乙二醇工业化技术逐步成熟，但煤制乙二醇产业存在问题依然较多，如产品价格受石油制乙二醇影响不稳定；产能扩张速度快但设备开工率相对较低；下游企业对其认可度较低，导致应用相对较少等。

据相关机构统计，未来，国内在建、拟建的乙二醇项目现有总产能接近 3,000 万吨，而国内需求增长增长缓慢，在有限的市场空间内，或许部分项目不会最终建设或完全投产，但国内煤制乙二醇煤制面临的竞争日趋激烈将是不争的事实。

四、管理分析

前次评级与本次跟踪评级期间，公司管理制度连续，主要管理人员未发生重大调整。

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，公司对业务结构进行调整，逐步退出煤炭采掘业，减少供应链物流业务，收入大幅减少，化工业务仍为公司最主要的收入来源，主营业务盈利能力变动不大。未来，需关注公司业务调整、新冠疫情发展以及原油价格下跌等因素对公司生产经营可能产生的不利影响。

2019年，公司退出控股的煤炭采掘产业，同时减少了供应链物流业务中的非主营相关品种，全年公司实现营业收入123.67亿元，同比下降28.81%，实现归属于母公司净利润9.00亿元，同比增长16.77%，主要得益于投资收益10.22亿元，归母扣非后的净利润2.63亿元，同比大幅下降54.47%。

从主营业务收入及构成来看，2019年，化工板块仍为公司最主要收入贡献来源，占主营业务收入的81.26%，但收入规模大幅下降32.21%，其中供应链业务因公司退出非主营业务相关品种，减少高风险、低毛利业务品种以及承销的大宗化工商品产品单价下降共同导致该项收入下降54.05%至36.44亿元，为化工板块收入减少的主要原因。2019年实现煤炭收入7.62亿元，同比下降42.95%，主要系逐步退出控股的煤炭采掘产业所致，收入占比降至6.22%。2019年，清洁能源板块收入保持增长，2019年该板块收入同比增长24.00%，清洁能源收入占主营业务收入比重由上年的7.17%提升至12.52%。

从各项业务的盈利能力来看，2019年，化工板块毛利率小幅提高0.49个百分点，主要系该板块中毛利率较低的供应链物流业务占比下降所致，但板块中化工制造业务毛利率同比下降7.06个百分

点，主要系乙二醇等化工产品价格下跌盈利能力降低所致；供应链物流业务有所优化，毛利率小幅提升至2.74%，仍处于较低水平。2019年，煤炭板块毛利率由35.11%降至29.48%，主要系业务调整毛利率较高的煤炭采掘业务大幅减少，以盈利能力偏弱的煤炭运销业务为主所致。2019年，清洁能源板块全年实现毛利率30.95%，较上年小幅下降但总体变动幅度不大。综合上述因素，2019年公司主营业务综合毛利率16.97%，较上年提高0.62个百分点。

表 1　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务名称	2017 年			2018 年			2019 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
化工	**141.84**	**85.10**	**11.35**	**146.97**	**85.10**	**13.36**	**99.63**	**81.26**	**13.85**
供应链物流	76.35	45.81	1.56	79.30	45.92	1.45	36.44	29.72	2.74
化工制造业	65.49	39.29	22.77	67.67	39.18	27.32	63.19	51.54	20.26
煤炭	**13.13**	**7.87**	**29.88**	**13.36**	**7.74**	**35.11**	**7.62**	**6.22**	**29.48**
清洁能源（含光伏）	**11.72**	**7.03**	**32.55**	**12.38**	**7.17**	**31.53**	**15.35**	**12.52**	**30.95**
小计	**166.68**	**100.00**	**14.30**	**172.71**	**100.00**	**16.35**	**122.60**	**100.00**	**16.97**

资料来源：公司提供

2020年一季度，受新冠疫情影响，下游产业开工不足，公司产品销售量及销售价格同比下降，一季度实现营业收入25.87亿元，同比下降22.35%，综合毛利率16.53%，较上年同期下降0.66个百分点。

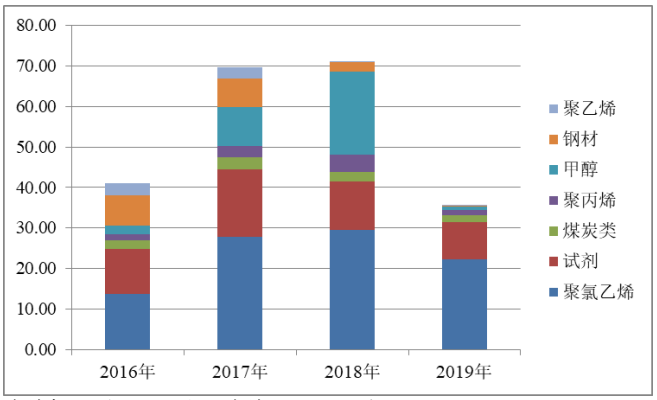
2. 化工板块

公司供应链物流业务大幅减少，化工产品生产经营较为有序，2019年公司主要装置产能利用率尚可，乙二醇技术改造完成使得产能提高，但乙二醇行业景气度下降，产能释放情况不佳，装置利用率较低。主要原材料来源稳定，全年电石和原盐采购均价下降，但原料煤采购均价有所上升。主要产品产销率保持较高水平，但部分产品价格大幅回落。

（1）供应链物流业务

跟踪期内，公司化工供应链物流业务经营模式未发生变化。2019年，公司供应链物流业务仍以国内贸易为主，主要品种包括PVC、烧碱、糊树脂等氯碱产业链相关产品，退出钢材和聚乙烯等非主营业务品种，减少高风险、低毛利业务品种，化工供应链物流业务量大幅下降54.05%。

图 9　近年来公司供应链物流业务主要品种销售金额（单位：亿元）



资料来源：根据公司提供资料，联合评级整理

从供应链物流业务交易对手方集中度来看，2019 年公司供应链物流业务客户中前五大交易对手方业务集中度 42.15%，业务集中度较高，但主要客户较为稳定。

（2）化工产品生产

2019年，公司化工制造仍为氯碱化工和煤化工，主要经营主体和业务模式未发生调整。

公司氯碱化工装置产能未发生变动，截至2019年底，公司PVC和烧碱的产能分别为50万吨/年和40万吨/年。煤化工方面，随着公司推进乙二醇技术改造，2019年初年产能提高至40万吨。截至2019年底，公司具备年产40万吨乙二醇及乙二醇开车余气综合利用制20万吨甲醇、60万吨复混肥的生产能力。

从生产经营数据来看，公司主要装置处于稳定高负荷运转状态，近年来产能利用率保持在较高水平，其中氯碱装置基本满负荷运转，煤化工装置通过优化产能利用率提升至90%以上，但乙二醇由于新扩产能未完全释放，装置利用率在2019年降至75.96%。

表 2　近年来公司化工装置运行情况

项目		2017 年	2018 年	2019 年
PVC	产能（万吨）	50.00	50.00	50.00
	产量（万吨）	49.37	48.82	50.99
	其中：自用量（万吨）	--	--	--
	商品量（万吨）	49.37	48.82	50.99
	产能利用率（%）	98.74	97.64	101.98
烧碱	产能（万吨）	40.00	40.00	40.00
	产量（万吨）	37.21	37.71	36.97
	其中：自用量（万吨）	2.22	1.27	1.23
	商品量（万吨）	34.99	36.44	35.74
	产能利用率（%）	93.03	94.28	92.41
乙二醇	产能（万吨）	30.00	30.00	40.00
	产量（万吨）	23.04	27.60	30.38
	其中：自用量（万吨）	--	--	--
	商品量（万吨）	23.04	27.60	30.38
	产能利用率（%）	76.80	92.00	75.96
复混肥	产能（万吨）	60.00	60.00	60.00
	产量（万吨）	55.01	56.65	62.76
	其中：自用量（万吨）	--	--	--
	商品量（万吨）	55.01	56.65	62.76
	产能利用率（%）	91.68	94.42	104.60

资料来源：公司提供

（3）原材料供应

公司氯碱化工生产关键原燃料为电石和电力，电力方面拥有自备电厂供应和参股电厂直供，电力供应稳定。从用电量量来看，2019年公司用电量略有上升，供电结构看，自备电量由7.92亿千瓦时降至7.45亿千瓦时。从用电成本来看，受自发电量下降，大修理费增加影响，2019年，公司自备电度电成本有所上升；同时，公司用电量增加，低成本的可再生能源交易电量相对减少，外购电综合成本上升。

表 3　公司化工生产业务的电力供应结构

化工生产	2017 年	2018 年	2019 年
耗电量			
自备电（亿千瓦时）	7.12	7.92	7.45
外购电（亿千瓦时）	37.03	36.02	37.89
度电成本			
自备电（元/KWh）	0.19	0.185	0.21
外购电（元/KWh）	0.31	0.32	0.34

资料来源：公司提供

原材料方面，公司化工生产所需焦粉、煤炭和石灰石等均可由内蒙及周边获取，采购半径400公里左右，下属达拉特分公司电石产能仍为64万吨/年（实际年产量可超70万吨），可满足PVC生产需求。采购定价和结算方式未发生重大调整。从采购量来看，公司根据生产经营所需采购，主要装置未发生重大调整，原材料采购数量变动不大，原料煤采购量略有增加。但从原材料采购价格来看，公司化工主要原材料采购均价较上年有所下滑，但原料煤采购均价有所上涨，具体如下。

表 4　公司化工业务主要原材料采购情况

原材料		2017 年	2018 年	2019 年
电石[1]	采购数量（万吨）	68.72	67.79	68.03
	采购均价（元/吨）	1,045.08	3,185.35	3,084.18
盐	采购数量（万吨）	55.97	59.96	53.82
	采购均价（元/吨）	278.41	322.68	305.78
原料煤	采购数量（万吨）	107.03	104.41	119.09
	采购均价（元/吨）	464.77	454.99	462.81
燃料煤	采购数量（万吨）	61.69	66.57	64.38
	采购均价（元/吨）	215.11	265.65	264.88

注：表中价格为含税价格
资料来源：公司提供

（4）产品销售

跟踪期内，销售和结算模式未发生重大调整，主要产品销售保持稳定，产销率维持在100%上下。但主要产品价格波动很大，其中乙二醇销售均价在2019年下跌45.49%，烧碱销售均价下跌26.89%。

表 5　公司产品销量情况

项目		2017 年	2018 年	2019 年
PVC	销量（万吨）	49.92	50.52	52.22
	销售均价（元/吨）	5,148.25	5,665.78	5,784.65
	产销率（%）	101.11	103.48	102.41
烧碱	销量（万吨）	34.63	36.83	35.70
	销售均价（元/吨）	2,873.04	2,883.97	2,108.35
	产销率（%）	98.97	101.07	99.89
乙二醇	销量（万吨）	23.39	26.73	30.47
	销售均价（元/吨）	5,422.65	6,318.74	3,416.22
	产销率（%）	101.52	96.85	100.30
复混肥	销量（万吨）	56.27	55.87	63.51
	销售均价（元/吨）	1,305.61	1,656.58	1,616.89
	产销率（%）	102.29	98.62	101.20

资料来源：公司提供

[1]公司电石为自产，但公司为满足信披对成本核算的要求，直接披露电石使用量及成本，电石的原材料未单独披露。

在销售集中度方面，近三年公司化工制造业务销售前五名客户占该业务收入的比重未超过 40%，且不存在占比超过 10%的客户，整体集中度较高。

3. 煤炭板块

2019年，公司业务调整，退出控股的煤炭采掘业，缩减煤炭运销业务。

2019年公司做出战略调整，决定退出控股的煤炭采掘业，于2019年先后处置了东博煤矿和宏斌煤矿，转让价格分别为9.50亿元和5.96亿元，公司已收到相关款项，但公司为快速推进上述交易到，同时，考虑到让方首期股权款支付比例较高，上述交易价格低于标的资产账面价值和评估价值，公司因此被交易所问询。煤炭运销业务方面，公司运销煤以电煤和冶金用焦煤为主，2019年，在公司业务调整之下，销售量下降30.06%。价格方面随行就市，全年均价变动不大。

表 6　公司煤炭业务经营情况

项目		2017 年	2018 年	2019 年
自产部分	产量（万吨）	138.25	159.14	45.19
	销量（万吨）	138.25	159.14	45.19
	平均销售价格（元/吨）	342.94	334.51	359.21
运销部分	销量（万吨）	449.27	364.00	254.58
	平均采购价格（元/吨）	276.25	282.79	276.52
	平均销售价格（元/吨）	298.53	324.16	327.88

资料来源：公司提供

4. 清洁能源板块

公司微煤雾化业务运营规模扩大，可对公司未来经营业绩形成一定支持，光伏发电资产运营趋于稳定。

公司的清洁能源业务仍主要包括热电分公司的“热电业务”、亿利洁能科技的“微煤雾化业务”和库布其生态能源的“生态光伏业务”。2019年该板块实现收入15.35亿元，其中煤炭清洁利用产生收入12.74亿元，同比增长29.90%，主要系微煤雾化业务增长所致；毛利率22.69%，较上年增加1.61个百分点。光伏发电收入2.61亿元，同比增长1.48%；毛利率71.31，较上年减少0.11个百分点。

（1）热电业务

在热电业务方面，2016年5月，下属热电分公司向关联方上海亿鼎投资中心（有限合伙）签署了《热电资产组经营租赁合同》，租赁金额为1.84亿元/年，该协议按年签订。跟踪期内，该业务经营模式未发生改变，最新一期为2020年1月签订，未来能否续约有一定不确定性。

（2）微煤雾化业务

经过近年来的建设，截至2019年底，公司已完成山东、江苏、江西、河北、湖南、蒙甘宁、东北、浙江、安徽、河南、湖北、四川、贵州、陕西等10多个省区的市场布局，清洁热力项目已运营或试运营14个，1,670.00T/H（单位：蒸吨）；开工在建项目3个，300.00T/H；待开工项目4个，525T/H，项目1T/H投资成本约100-110万元。

由于公司前期主要项目为纯供热项目，蒸汽价格定价高，后公司引入热电联产模式，供热的同时有少量发电收益，近年来蒸汽价格有所下调，2019年，蒸汽价格进一步降至201.98元/吨。2019年，粉煤灰由2018年的89.78元/吨大幅增长至170.38元/吨，主要系项目所处地区瓷砖等装修材料需求增加所致。

表 7　公司微煤雾化业务经营情况

项目		2017 年	2018 年	2019 年
蒸汽	产量（万吨）	162.55	362.19	511.28
	产销率（%）	100.00	100.00	100.00
	平均价格（元/吨）	210.77	206.23	201.98
煤粉	产量（万吨）	1.13	0.01	0.77
	产销率（%）	100.00	100.00	100.00
	平均价格（元/吨）	1,074.00	1,140.17	890.00
粉煤灰	产量（万吨）	6.04	0.97	0.92
	产销率（%）	100.00	100.00	100.00
	平均价格（元/吨）	45.09	89.78	170.38

资料来源：公司提供

（3）生态光伏业务

截至2019年底，库布其生态能源已建成并网库布其沙漠200MW光伏复合生态发电项目，电站生产电力均向内蒙古电力公司销售，上网电价0.90元/KWh。近年来，随着公司光伏设备运行管理的完善，发电量趋于稳定，2019年发电量33,189.06KWh，售电收入26,077.18万元，收入同比增长1.48%，主要系基础电量同比增加，市场交易电量同比下降所致。但该业务光伏补贴回款情况不佳，截至2019年底，公司应收某某电力（集团）有限责任公司款项7.33亿元，其中主要为再生能源补贴款。

表 8　公司光伏发电业务经营情况

项目名称	时间	2017 年	2018 年	2019 年
库布其沙漠 200MW 光伏复合生态发电项目	发电量（KWh）	34,743.00	34,253.00	33,189.06
	上网电价（元/KWh）	0.90	0.90	0.90
	售电收入（万元）	26,311.51	25,696.14	26,077.18

资料来源：公司提供

5. 重大事项

跟踪期内，公司资产重组事项公告较多，存在因公司治理不完善被监管处罚的情况，公司治理水平有待完善。此外，公司及控股股东共同推进实施的重大资产重组已被监管机构否决，或对该部分业务未来发展带来一定不利影响。

（1）重大资产重组

2019 年 5 月，公司计划重大资产重组，并于 2019 年 11 月和 12 月修改重组草案，拟以发行股份、可转换公司债券及支付现金相结合方式购买亿利资源旗下亿利生态修复股份有限公司（以下简称“亿利生态”）100%的股权，亿利生态是亿利资源生态业务的落地执行者，主要业务见担保方经营分析，交易各方确定亿利生态 100%股权最终的交易价格为 47.55 亿元，亿利洁能拟通过发行股份募集资金 40.42 亿元，发行可转换债券募集资金 2.38 亿元，以及支付现金 4.75 亿元购买亿利生态全部股权。2020 年 1 月 2 日，上述资产重组申请材料获中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）受理。2020 年 5 月 11 日，公司公告称上述重组事项未获得相关部门审核通过。

2020 年 2 月 27 日，公司公告称，拟向控股股东亿利资源以现金方式收购张家口京张迎宾廊道生态能源有限公司（以下简称“迎宾廊道”）60%股权和张家口亿源新能源开发有限公司（以下简称“亿源新能源”）100%股权，标的股权交易金额共计 7.23 亿元。上述事项已经 2020 年第一次临时股东大会审议通过，目前尚在推进过程中。

（2）违反审议和披露程序被监管处罚

根据公司 2019 年 11 月 25 日公告，公司于 2019 年 3 月 5 日和 4 月 23 日分别与内蒙古汇能煤电集团有限公司、鄂尔多斯市中久煤业有限公司签订转让伊金霍洛旗安源西煤炭有限责任公司、伊金霍洛旗东博煤炭有限责任公司全部股权的协议，并在 2019 年 3 月 6 日和 2019 年 4 月 25 日相继完成工商登记变更。上述两项交易合计金额 18.5 亿元，公司未提交股东大会审议且未及时披露，仅由公司时任董事长徐卫晖，董事尹成国、王文彪三人商议决策经公司 OA 流转签批即签订相关协议并完成工商登记变更。经监管督促，上述股权出售事项于 2019 年 6 月 17 日召开第七届董事会第三十三次会议审议通过，并于 2019 年 6 月 30 日召开股东大会审议通过。内蒙古证监局决定对公司采取出具警示函的行政监管措施，同时，对徐卫晖、尹成国、王文彪采取出具警示函的行政监管措施。上海证券交易所根据相关法律规定，对公司及实际控制人暨时任董事王文彪，时任董事徐卫晖、尹成国予以通报批评，对时任董事会秘书侯菁慧予以监管关注。

6．在建项目

公司在建项目集中在现有业务完善上，整体资本支出压力不大。

截至 2019 年底，公司主要在建工程集中在微煤雾化和乙二醇扩建项目，其中乙二醇投资规模不大且截至 2019 年底已投入 72.18%，尚需投入约 0.79 亿元；微煤雾化锅炉集中供汽中心建设项目已建成 14 个，1,630.00T/H。微煤雾化锅炉集中供汽中心建设项目单体较小，未来公司将分批投入，考虑公司 2017 年非公开发行股份募集资金 45 亿元中的主要资金将用于该项目，整体资金压力尚可。

表 9　截至 2019 年底公司主要在建工程（单位：亿元）

项目名称	预算数	期初余额	本期增加金额	本期转固	期末余额	工程累计投入占预算比例(%)	资金来源
微煤雾化锅炉集中供汽中心建设项目	--	3.72	3.79	2.53	4.98	--	自筹、募投
乙二醇扩建	2.83	1.11	0.93	--	2.04	72.18	自筹
合计	**2.83**	**4.83**	**4.72**	**2.53**	**7.02**	/	/

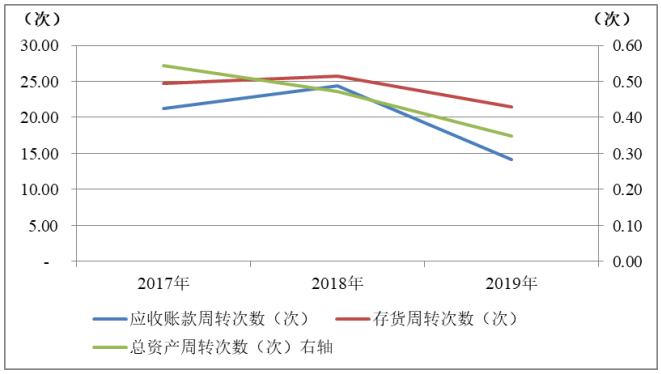
资料来源：公司年报

7．经营效率

2019 年，公司经营效率下降，目前公司整体经营效率较低。

2019 年，由于公司业务结构调整，贸易收入大幅减少，导致经营效率指标有不同程度下降，考虑到公司处于重资产行业，收入中有大量贸易支撑，公司实际整体经营效率一般。Wind 数据库显示 2019 年沪深两市氯碱类上市公司总资产周转率的平均值为 0.81 次，公司经营效率较低。

图 10　近年来公司经营效率变动情况



资料来源：根据公司审计报告数据，联合评级整理

8. 经营关注

（1）产品及原材料价格波动风险

公司主要从事氯碱化工业务、煤炭业务及清洁能源业务。由于受到国内经济环境和市场供求因素及行业政策的影响，2019 年，国内 PVC、烧碱和乙二醇等产品价格波动较大。同时，2020 年新冠肺炎疫情导致消费萎缩，国际原油价格下跌，石油化工成本优势相对显现，对公司煤化工产业冲击较大，未来产品价格及盈利或将受到不利影响。

（2）业务转型风险

目前，公司的业务布局以氯碱和煤化工产业及相关产品为主，同时经营少量包括生态光伏、清洁热力、智慧能源等业务在内的洁能环保业务。公司计划向生态环保领域转型，逐步剥离了煤炭资产，并减少了部分化工供应链物流业务量，由于业务有一定跨度，存在一定转型风险。

（3）安全及环保风险

PVC 和烧碱等产品在生产过程中会产生一定量的废水、废气和废渣等污染物，随着整个社会环境保护意识的不断增强，政府可能会颁布更为严格的环保法规，从而加大公司经营成本，此外，2019 年“3.21”响水事故以来，化工企业安全生产监管趋严，公司可能因管理疏忽、操作不当、不可抗力等因素造成安全环保事故而受到政府主管部门的行政处罚。

（4）公司治理风险

跟踪期内，公司存在违反审议和披露程序的行为，并因此受到监管处罚，由此反映出公司在治理方面存在不足。作为上市公司，相关监管处罚影响了公司公开市场形象，进而或对公司经营和发展带来不利影响。

9. 未来发展

公司发展战略较为清晰，但公司的战略转型涉及的清洁能源和生态环保或将对公司的收入、盈利以及流动性产生较大影响。

未来，公司在巩固既有循环经济产业优势的基础上，聚焦清洁能源和生态环保的投资运营，向生态环保与绿色产业融合发展的生态产业服务商战略转型。公司发展循环经济业务，积极拓展工业园区洁能环保业务，构筑全链数智化能源产供销体系的三级增长战略，依托控股股东生态修复成果，发展生态服务和生态工业，同现有循环经济、清洁能源等绿色产业形成可持续融合发展，向生态产业服务商战略转型升级。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 度合并财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计报告。公司经审计的财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则-基本准则》编制。截至 2019 年底，公司纳入合并报表范围的一级子公司共 17 家，2019 年，无新纳入合并范围的子公司，处置了东博煤炭、安源西煤炭、武威购售电，涉及资产规模不大，财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 344.84 亿元，负债合计 161.13 亿元，所有者权益 183.71 亿元，其中归属于母公司所有者权益 153.73 亿元。2019 年，公司实现营业收入 123.67 亿元，净利润 11.02 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 9.00 亿元；经营活动产生的现金流量净额 10.55 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.04 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 351.20 亿元，负债合计 165.76 亿元，所有者权益 185.44 亿元，其中归属于母公司所有者权益 155.14 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 25.87 亿元，净利润 1.32 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.81 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.37 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.74 亿元。

2．资产质量

2019 年，公司总资产略有减少，资产结构仍以非流动资产为主，公司受限资产比例仍较高，对公司再融资有一定不利影响。流动资产中货币资金规模较大，但其中保证金以及有定向使用限制的定增募集资金对货币资金的使用有一定不利影响，同时需关注公司大量货币资金存于亿利集团财务公司。公司整体资产质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 344.84 亿元，较年初下降 6.01%，主要系剥离煤炭资产同时偿还部分到期债务导致的资产减少。其中，流动资产占 38.18%，非流动资产占 61.82%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产 131.66 亿元，较年初增长 0.90%。公司流动资产主要由货币资金（占 77.31%）和应收账款（占 6.67%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金 101.78 亿元，较年初下降 2.16%，货币资金中有 12.45 亿元受限资金，受限比例为 12.23%，主要为各类保证金，此外，存款中 40.00 亿元存于关联方亿利集团财务公司，另有 27.15 亿元增发募集资金存放于募集专户。应收账款 8.78 亿元，较年初增长 17.66%，主要系期末时点结算波动所致，应收账款在 1－3 年均有较大规模分布，总体账期较长，累计计提坏账 0.69 亿元，应收账款前五大欠款方合计金额为 8.14 亿元，占比为 86.02%，其中对某电力（集团）有限责任公司应收余额 7.33 亿元，集中度很高，回收期限存在不确定性。其他应收款 4.02 元，较年初大幅增长 261.39%，主要系转让安源西煤炭应收股权转让款 3.00 亿元。

非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 213.18 亿元，较年初下降 9.82%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占 25.36%）和固定资产（占 61.49%）构成。

截至 2019 年末，公司固定资产账面价值 131.09 亿元，较年初下降 1.59%，较年初变化不大；累计计提折旧 35.50 亿元；固定资产成新率 79.67%，成新率较高。长期股权投资 54.06 亿元，较年初增长 3.55%，公司所持长期股权投资主要集中在与神华合作的“神华亿利能源有限责任公司”，截至 2019 年底，该股权账面价值 37.22 亿元。

截至 2019 年末，公司受限资产 103.38 亿元，主要为质押、抵押的固定资产、长期股权投资和货币资金。受限资产占总资产比重为 29.98%，受限比例较高。

表 10　截至 2019 年底公司受限资产明细（单位：亿元）

项　目	期末账面价值	受限原因
货币资金	12.45	保证金、存出投资款及银行账户冻结
固定资产	63.57	抵质押及融资租赁
无形资产	1.38	抵质押及融资租赁
在建工程	0.70	融资租赁租入
长期股权投资	25.07	质押
应收账款	0.07	质押

应收款项融资	0.15	质押
合计	**103.38**	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 351.20 亿元，较年初增长 1.84%。其中，流动资产占 39.20%，非流动资产占 60.80%，主要资产构成较年初变化不大。

3．负债及所有者权益

公司所有者权益小幅增长，权益结构稳定性较强。整体负债水平和债务负担均有所下降，但随着部分长期债务到期，短期债务占比大幅上升，短期偿债压力大，公司债务结构有待改善。

截至 2019 年末，公司负债总额 161.13 亿元，较年初下降 16.11%，主要系经营收缩同时偿付部分到期债务所致。其中，流动负债占 81.93%，非流动负债占 18.07%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

流动负债

截至 2019 年末，公司流动负债 132.02 亿元，较年初增长 1.71%。公司流动负债主要由短期借款（占 30.01%）、应付票据（占 14.81%）、应付账款（占 17.70%）、一年内到期的非流动负债（占 27.56%）构成。

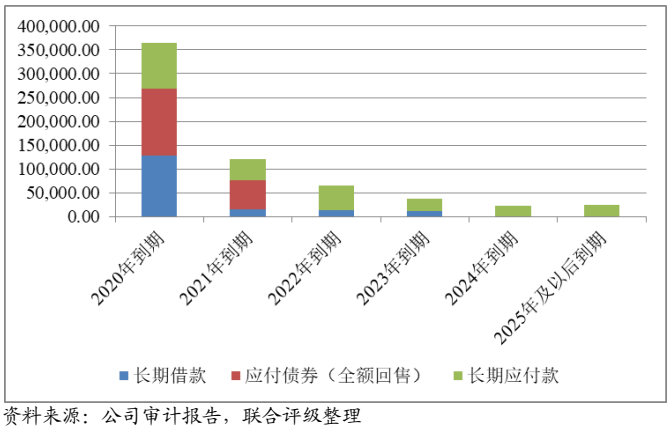
截至 2019 年末，公司短期借款 39.62 亿元，较年初增长 49.62%，主要系金融机构增加 5.15 亿元以及已贴现尚未到期商业承兑汇票重分类到短期借款 8 亿元所致，短期借款主要为抵质押和保证借款。应付票据 19.55 亿元，较年初下降 57.51%，主要系到期票据兑付所致，期末应付票据主要为银行承兑汇票；应付账款 23.36 亿元，较年初下降 6.86%。其他应付款 6.91 亿元，较年初下降 34.67%，主要系减少押金及保证金所致。一年内到期的非流动负债 36.39 亿元，较年初增长 137.76%，主要系部分长期借款和债券即将到期转入所致。

非流动负债

截至 2019 年末，公司非流动负债 29.11 亿元，较年初下降 53.24%，主要系长期借款、应付债券和长期应付款即将到期转出所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 13.98%）、应付债券（占 21.39%）和长期应付款（占 57.43%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 4.07 亿元，较年初下降 72.16%，主要系即将到期转出所致；长期借款主要由抵质押和保证借款构成。应付债券 6.23 亿元，较年初下降 73.95%，长期应付款 16.72 亿元，较年初下降 23.29%，均系即将到期转出所致。

图 11　截至 2019 年底公司长期债务分布（单位：万元）

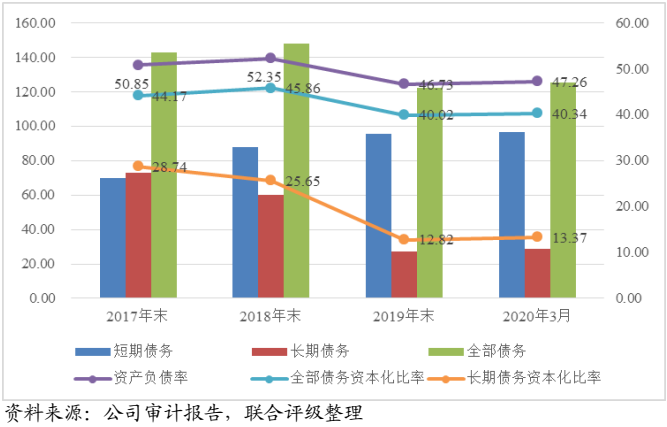


资料来源：公司审计报告，联合评级整理

截至 2019 年末，公司全部债务 122.57 亿元，较年初下降 17.24%，主要系部分债务到期偿付所致。其中，短期债务 95.55 亿元，较年初增长 8.85%，长期债务 27.02 亿元，较年初下降 55.21%，短期债务占比由年初的 59.27%上升至 77.96%，公司债务结构失衡加重。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 165.76 亿元，较年初增长 2.88%，较年初变化不大。其中，流动负债占 81.47%，非流动负债占 18.53%，负债结构较年初变化不大。公司全部债务 125.41 亿元，较年初增长 2.32%。其中，短期债务 96.80 亿元（占 77.18%），较年初增长 1.30%，长期债务 28.61 亿元（占 22.82%），较年初增长 5.90%。截至 2020 年 3 月末，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 47.20%、40.34%和 13.37%。

图 12　近年来公司负债水平（单位：亿元、%）



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

所有者权益

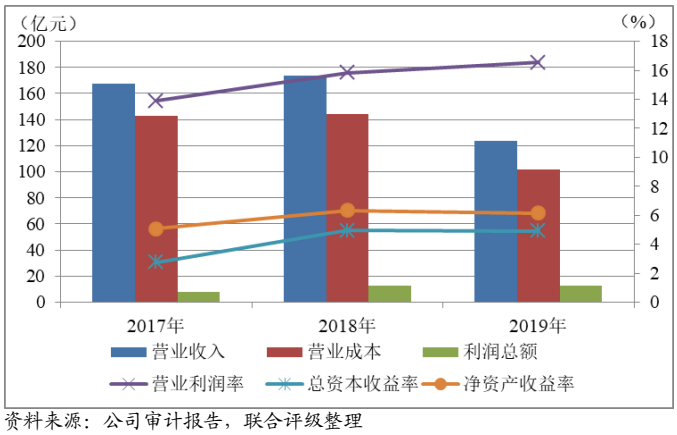
截至 2019 年末，公司所有者权益为 183.71 亿元，较年初增长 5.08%，主要系利润留存所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 83.68%，少数股东权益占比为 16.32%。归属于母公司所有者权益 153.73 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 17.82%、62.49%、0.02%和 17.36%，资本公积占比高，所有者权益结构较年初变动较小。截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 185.44 亿元，较年初增长 0.94%，较年初变化不大。权益结构稳定性较强。

4．盈利能力

2019 年，由于公司业务调整，全年收入大幅下滑，得益于投资收益对利润贡献较多，公司盈利指标变动不大，但扣除非经常性损益后，公司归属于上市公司股东的净利润同比下滑。同时，公司大量货币资金在账面利用效率不高，财务成本支出较多，存贷双高明显，费用控制能力有待提升。

2019 年，公司实现营业收入 123.67 亿元，较上年下降 28.81%，主要系处置煤炭资产同时贸易业务收缩所致，同期营业成本为 101.95 亿元，较上年下降 29.45%。实现营业利润 12.63 亿元，较上年下降 1.42%。

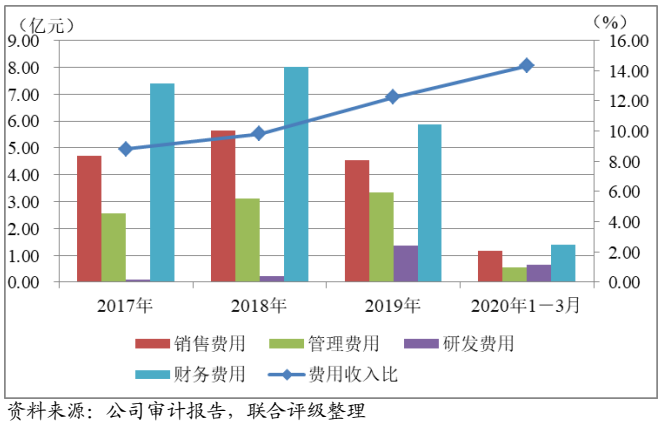
图 13　近年来公司主营业务收入及盈利水平



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 15.13 亿元，较上年下降 11.19%，主要系部分业务剥离以及缩减所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 30.11%、22.04%、9.06%和 38.80%，以财务费用和销售费用为主。其中，销售费用为 4.55 亿元，较上年下降 19.52%，主要系化工制造业销售产品厂内自提，煤炭运销量下降使发运量减少所致；财务费用为 5.87 亿元，较上年下降 26.86%，主要系贴现利息以及利息支出减少所致。2019 年，公司费用收入比为 12.23%，较上年提高 2.43 个百分点，公司费用控制能力减弱。

图 14　近年来公司期间费用水平



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

2019 年，公司实现投资收益 10.22 亿元，较上年增长 368.78%，主要系处置煤炭资产产生的收益大幅增加所致；投资收益占营业利润比重为 80.90%，对营业利润影响较大。2019 年，公司实现利润总额 12.61 亿元，较上年下降 1.75%，较上年变化不大。营业外收入占利润总额比重为 0.28%，对利润影响不大。2019 年，公司实现净利润 11.02 亿元，其中归属于上市公司净股东的净利润 9 亿元，比上年同期增长 16.77%；扣除非经常性损益后，公司归属于上市公司股东的净利润同比下滑 54.47%至 2.63 亿元。

从盈利指标看，2019 年，公司营业利润率为 16.53%，较上年提高 0.70 个百分点，较上年变化不大；2019 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 4.93%、4.80%和 6.15%，较上年分别下降 0.02 个百分点、提高 0.02 个百分点和下降 0.18 个百分点。公司各盈利指标变动较小。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 25.87 亿元，较上年同期下降 22.35%，主要系疫情影响所

致。一季度，实现净利润 1.04 亿元，较上年同期下降 68.40%，除疫情影响外，上年同期取得投资收益较高。

5．现金流

2019 年，由于公司经营收缩，公司经营活动现金流量规模大幅减少，公司经营活动现金以及处置子公司所得投资活动现金均为净流入，为公司到期债务的偿付提供一定支撑，但公司筹资活动现金持续净流出，融资能力有待加强。

从经营活动来看，由于经营收缩，2019 年，公司经营活动现金流入 132.49 亿元，较上年下降 32.74%，同期经营活动现金流出 121.93 亿元，较上年下降 24.17%。2019 年，公司经营活动现金净流入 10.55 亿元，较上年下降 70.83%。2019 年，公司现金收入比为 96.79%，较上年提高 3.31 个百分点，收入实现质量有待提升。

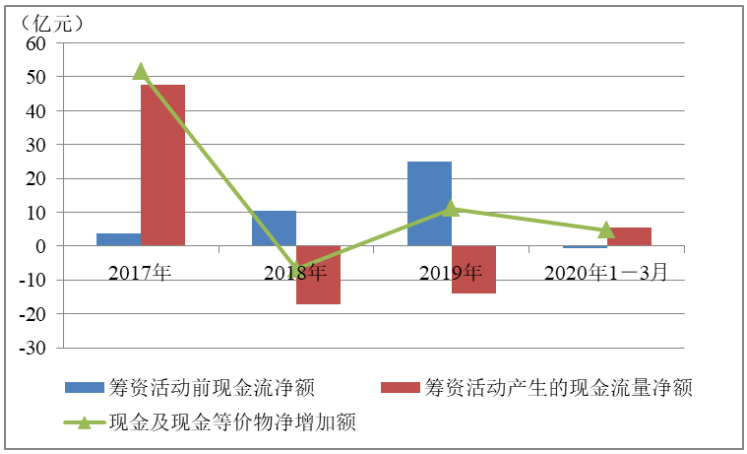
从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 22.73 亿元，较上年增长 518.08%，主要系处置子公司所得；投资活动现金流出 8.20 亿元，较上年下降 72.13%，主要系上年因合并子公司及其他营业单位支付的现金较多所致。2019 年，公司投资活动现金净流入 14.54 亿元，由上年净流出转为净流入。

从筹资活动来看，公司筹资活动现金流入主要为银行借款，但筹资活动现金流入持续下降，2019 年流入总额 50.67 亿元，较上年下降 26.80%；筹资活动现金流出 64.72 亿元，较上年下降 25.12%，主要为偿还债务及支付融资成本等支出。2019 年，公司筹资活动现金净流出 14.05 亿元，较上年下降 18.37%。

2019 年，公司筹资活动前现金流净额大幅净流入 25.09 亿元，主要系公司处置部分资产所致，筹资活动产生的现金仍为净流出，公司现金及现金等价物净增加额由上年的-6.74 亿元增至 11.04 亿元，但考虑到公司投资活动产生的现金流量净额 14.54 亿元主要为资产处置所得，该部分现金流入稳定性和可持续性较弱。

2020 年一季度，公司经营活动现金净流入 0.37 亿元，投资活动现金净流出 0.99 亿元，筹资活动现金净流入 5.36 亿元。

图 15　近年来公司现金流平衡情况



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

6. 偿债能力

2019 年，由于公司短期债务加重，公司短期偿债能力减弱，长期偿债能力一般，公司货币资金

充足，但使用受到限制的资金规模较大及存于亿利集团财务公司款项规模较大，或对公司短期偿债能力有一定影响。综合考虑公司在氯碱化工产能规模、技术水平、原材料自给率、循环产业链等方面具备的优势，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.01 倍和 0.97 倍下降至 1.00 倍和下降至 0.96 倍，流动资产对流动负债的保障程度减弱。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 1.22 倍下降至 1.08 倍，现金类资产对短期债务的保障程度减弱，考虑到货币资金中非公开发行股票资金定向用于项目投资，对公司短期偿债能力有一定不利影响。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 23.55 亿元，较上年下降 1.60%。从构成看，公司 EBITDA 由折旧（占 23.57%）、计入财务费用的利息支出（占 19.03%）、利润总额（占 53.56%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 5.01 倍提高至 5.13 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.16 倍提高至 0.19 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度较低。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至 2020 年 3 月末，公司无重大未决诉讼。

截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额为 8.00 亿元，为对参股公司亿利资源财务有限公司提供的金额为 8.00 亿元的担保，被担保企业经营正常，但被担保企业近期涉及票据问题较多，公司或存在一定的代偿风险。

截至 2019 年底，公司从国内各家银行获得的授信额度为 93.59 亿元，较 2019 年三季度末增加 37.59 亿元，增加部分主要为中国工商银行 28.70 亿元专项授信以及中国民生银行 7.10 亿元，已使用额度约 55.38 亿元，未使用的授信额度约 38.21 亿元，其中大部分为专项授信，主要专项用于项目贷款，并购贷款，中票及短融等，公司间接融资渠道有待扩宽；公司系上市公司，具备直接融资渠道。

根据企业提供的查询版中国人民银行出具的征信报告（中证码：1501000000605478），截至 2020 年 4 月 13 日，跟踪期内，公司未新增不良类信贷信息。

7．母公司财务分析

公司主要业务在下属公司层面开展，母公司层面业务较少，资产构成主要为持有的子公司股权，母公司货币资金较充裕，负债水平较低，投资收益为其主要利润来源。

截至 2019 年末，母公司资产总额 216.28 亿元，主要由货币资金（占 16.83%）、其他应收款（9.82%）和长期股权投资（占 60.59%）构成。

截至 2019 年末，母公司负债总额 70.15 亿元，其中短期借款 22.86 亿元，一年内到期的非流动负债 14.79 亿元、长期借款 6.23 亿元；母公司资产负债率为 32.43%。

截至 2019 年末，母公司所有者权益 146.13 亿元，主要为实收资本（27.39 亿元）、资本公积（98.40 亿元）和未分配利润（16.88 亿元）。

2019 年，母公司实现营业收入 34.83 亿元，投资净收益 7.78 亿元，净利润 6.20 亿元。

2019 年，母公司经营活动产生的现金流量净额-12.98 亿元，投资活动产生的现金流量净额 17.05 亿元，筹资活动产生的现金流量净额-8.58 亿元。

七、公司对本期债券偿债能力分析

本报告跟踪债券额度较小，公司较大规模资产以及经营现金对“20 亿利 01”的保障能力很强。

考虑到公司在产能规模、产业链完善及配套等方面具有的竞争优势，公司对“20 亿利 01”债券的偿还能力很强。

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产 107.43 亿元，为“20 亿利 01”债券本金（5.00 亿元）的 21.49 倍，公司现金类资产对“20 亿利 01”债券的覆盖程度很高；净资产 185.44 亿元，为“20 亿利 01”债券本金（5.00 亿元）的 37.09 倍。由于“20 亿利 01”额度较小，公司现金类资产和净资产能够对本期债券的覆盖程度很高。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 23.55 亿元，约为债券本金（5.00 亿元）的 4.71 倍，公司 EBITDA 对“20 亿利 01”债券的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2019 年经营活动产生的现金流入 132.49 亿元，约为债券本金（5.00 亿元）的 26.50 倍；公司经营活动产生的现金流量净额为 10.55 亿元，约为债券本金（5.00 亿元）的 2.11 倍，公司经营活动现金流入及净流入规模对“20 亿利 01”债券的覆盖程度高。

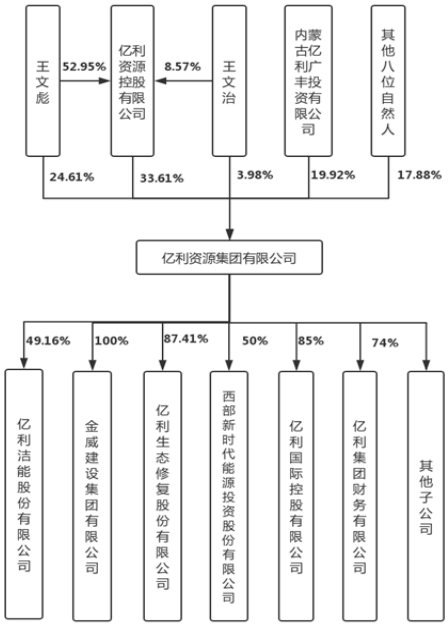
八、担保方分析

1. 担保方概况

亿利资源的前身为成立于 1995 年的全民所有制企业伊克昭盟亿利化工建材（集团）公司，注册资本为 986 万元，由杭锦旗富亿化工厂、杭锦旗富达硫化碱厂、杭锦旗富水盐化厂和杭锦旗富凯化工厂等出资设立。2000 年 11 月由国有企业改制为民营企业。2000 年 5 月，杭锦旗人民政府以杭政发〔2000〕109 号文批复同意亿利化工建材集团公司按照现代企业制度有关要求，启动产权制度改革。2000 年 11 月 8 日，经鄂尔多斯市人民政府批准，杭锦旗人民政府出具“杭政发〔2000〕171 号”《关于对亿利资源公司产权制度改革有关事宜的批复》，同意亿利资源集团公司由全民所有制企业改制为有限责任公司。2001 年 6 月，亿利化工建材（集团）公司名称正式变更为亿利资源集团公司。亿利资源集团公司由杭锦旗鑫河国资投资经营公司和王文彪等 43 个自然人共同出资组建有限责任公司。杭锦旗鑫河国资投资经营公司以净资产 2,500 万元出资，占注册资本的 25%，王文彪等 43 人以净资产及货币出资共计 7,500 万元，占注册资本的 75%，亿利资源注册资本为 1 亿元。

经过多次送股、配股和增发新股后，截至 2020 年 3 月底，亿利资源注册资本为 12.20 亿元，与年初持平。亿利资源控股有限公司（以下简称“亿利资源控股”）持股 33.61%、王文彪直接持股 24.61%（通过持有亿利资源控股 52.95%的股份间接持有公司 17.80%股权）、内蒙古亿利广丰投资有限公司持股 19.92%，其余 9 位自然人股东持股比例合计 21.86%。王文彪共持有公司 42.41%股权，公司实际控制人为自然人王文彪。

图 16　截至 2020 年 3 月底亿利资源股权结构图



资料来源：亿利资源提供

亿利资源主营业务仍主要为化工及新材料、清洁能源、生态修复、建筑施工及房地产业务。

截至 2019 年末，亿利资源合并资产总额 1,098.41 亿元，负债合计 621.94 亿元，所有者权益 399.05 亿元，其中归属于母公司所有者权益 264.51 亿元。2019 年，亿利资源实现营业收入 314.80 亿元，净利润 14.04 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.21 亿元；经营活动产生的现金流量净额 40.96 亿元，现金及现金等价物净增加额-13.37 亿元。

亿利资源注册地址：内蒙古鄂尔多斯市东胜区鄂尔多斯西街 30 号；法定代表人：王文彪。

2. 担保方经营分析

（1）经营概况

2019年，亿利资源化工业务收入大幅减少，导致总体收入下滑，但该业务仍为其主要的收入和利润来源。亿利资源主要板块盈利能力保持稳定，整体毛利率小幅提升。但2020年以来，新冠肺炎疫情对亿利资源经营业绩造成较大冲击。

除上市公司亿利洁能外，亿利资源合并收入还有大量化工品贸易、部分生态治理、房地产和建筑施工业务。2019年，亿利资源实现营业总收入316.58亿元，同比下降27.30%，主要系上文所分析公司收入减少所致。

2019 年，亿利资源化工板块实现收入 200.23 亿元，同比减少-35.36%，占营业收入的 63.61%，占比下降 7.60 个百分点，主要系该板块中贸易收入下降所致。生态环境治理业务收入 38.82 亿元，同比下降 23.57%，主要系当期城市生态修复业务规模扩张所致，占营业收入的 12.33%。2019 年亿利资源房地产板块实现收入 38.48 亿元，同比增长 11.41%，主要系房地产建设力度加强结转项目增加所致。其他业务占比较小或在公司经营分析中已涉及。

从各项业务盈利能力来看，2019 年化工及新材料、生态环境治理、房地产等主要板块毛利率水平变动较小。煤炭板块毛利率 29.48%，较上年下降 5.64 个百分点，主要系逐步退出利润较高的煤炭采掘业所致；医药板块毛利率 29.36%，较上年大幅增长 15.26 个百分点，主要系收购亿利药业有限公司后药品生产规模比例高于流通业务规模所致。受上述因素影响，2019 年，亿利资源综合毛利率

15.58%，较上年增长 2.30 个百分点。

表11　亿利资源营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
生态环境治理	34.04	7.56	47.91	50.79	11.67	25.80	38.82	12.33	26.43
清洁能源	7.49	1.66	54.74	15.37	3.53	38.10	18.64	5.92	36.83
化工及新材料	306.37	68.01	5.46	309.78	71.21	6.61	200.23	63.61	6.86
煤炭	13.13	2.91	29.88	13.36	3.07	35.12	7.62	2.42	29.48
房地产	50.91	11.30	31.18	34.54	7.94	31.70	38.48	12.22	32.70
工程施工	11.30	2.51	11.06	1.88	0.43	17.31	--	--	--
医药	9.32	2.07	15.98	4.00	0.92	14.10	3.75	1.19	29.36
天然气	6.82	1.51	8.16	2.58	0.59	5.91	--	--	--
其他	11.09	2.46	23.90	2.74	0.63	60.76	7.27	2.31	31.01
合计	**450.47**	**100.00**	**13.96**	**435.04**	**100.00**	**13.28**	**314.80**	**100.00**	**15.58**

资料来源：亿利资源提供

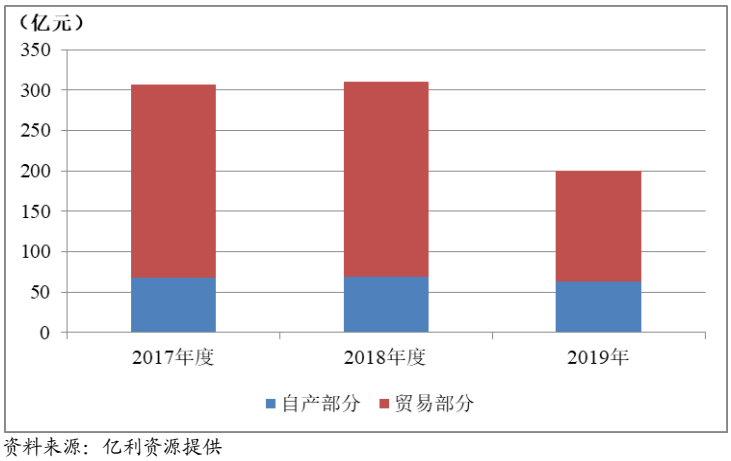
2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，亿利资源经营业绩大幅下滑，其中营业收入 64.01 亿元，同比下降 28.49%；实现营业利润 1.27 亿元，同比下降 75.43%。

（2）化工板块

2019年，亿利资源化工板块业务调整，化工品贸易量大幅减少，导致整体经营规模大幅收缩。但化工贸易收入占比较高，毛利率较低，对亿利资源化工板块整体盈利水平提升存在一定影响。

跟踪期内，亿利资源化工板块业务经营模式未发生变化，但整体经营策略有所调整，为降低经营风险和减轻公司经营压力，亿利资源降低部分非主营业务相关品种以及减少高风险、低毛利业务品种的大宗化工商品产品的业务量。从业务规模来看，除上市公司化工制造业外，亿利资源主要化工业务仍为贸易，2019年亿利资源实现化工贸易收入137.03亿元，占比68.44%。

图17　亿利资源化工业务收入构成（单位：亿元）



资料来源：亿利资源提供

（3）生态治理板块

2019 年，生态治理板块仍以城市生态修复业务为主，合同量较为充足，但回款情况仍不佳。

跟踪期内，生态修复的运营主体仍为亿利资源全资子公司亿利生态，主要围绕城市生态修复业

务展开，经营模式未发生变动。

2019 年，亿利集团城市生态修复业务中新签合同额为 56.54 亿元，完成合同量 38.32 亿元，收到款项 27.16 亿元，期末在手合同金额共计 154.55 亿元，合同量较为充足。截至 2019 年末，亿利资源生态治理板块形成的应收账款合计 66.84 亿元，整体回款情况不佳。

由于沙漠土地租赁业务随机性较高，主要通过与租方进行业务洽谈，协商租金及价格，2019年，亿利资源该项收入3.61亿元，较上年增长256.71%，该业务的稳定性和持续性均不佳。

表 12　生态治理板块营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
城市生态修复	23.81	69.95	26.46	49.40	97.26	25.83	38.82	100.00	26.43
沙漠生态修复	10.23	30.05	97.85	1.39	2.74	24.46	-	-	-
合计	**34.04**	**100.00**	**47.91**	**50.79**	**100.00**	**25.80**	38.82	**100.00**	26.43

注：2019 年，沙漠生态修复收入已根据审计要求调整至其他科目下
资料来源：亿利资源提供

（4）建筑施工板块——房地产业务

2019 年，亿利资源房地产业务规模整体较此前有所扩大，重心向蒙外地区倾斜，土地储备质量一般，未来业务持续性和稳定性有待提升。

跟踪期内，亿利资源房地产业务经营模式未发生改变。随着开发力度加强，亿利资源房地产业务规模有所扩大，2019 年，结算面积 20.90 万平方米，签约销售金额 38.82 亿元，签约销售均价 0.94 万元/平方米，较上年均有增加。

表 13　亿利资源房地产开发和销售情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
签约销售金额（亿元）	45.92	26.86	38.82
签约销售均价（万元/平米）	0.93	0.88	0.94
结算面积（万平米）	45.23	18.16	20.90
回款金额（亿元）	33.16	28.25	31.93

资料来源：亿利资源提供

近两年，亿利资源逐步将商品房开发业务重心由内蒙古自治区向福建、天津等沿海地区和 800 万以上人口的一、二线城市转移。截至 2019 年底，在建项目计划总投资 126.34 亿元，已投资 75.08 亿元，规划建筑面积 243.58 万平方米，累计实现销售 115.06 万平方米。按照施工进度剩余可售面积 13.92 万平方米，后期货值主要集中在“湖北天门”和“呼市亿利生态城”项目，未来存在一定去化压力。

表 14　截至 2019 年底亿利资源房地产业务经营情况（单位：万平方米、元/平方米、亿元）

项目名称	项目所在地	项目状态	计划总投资	已投资	规划建筑面积	已完工面积	累计销售面积	剩余可售面积	销售均价
宁德亿利城	宁德东侨区	在建	40.00	38.71	76.80	60.44	55.89	4.55	车位 60,000
文澜学府	鄂尔多斯伊金霍洛旗	在建	11.00	3.00	26.53	2.10	6.01	--	6,000.00
武清华彩城	天津武清	在建	20.94	18.87	25.12	25.12	22.11	1.07	11,578.00

亿利生态城	呼和浩特市	在建	32.40	11.00	48.13	36.45	29.75	6.70	10,562.00
湖北天门	湖北天门市	在建	22.00	3.50	67.00	--	1.30	1.60	4,000.00
合计	--	--	**126.34**	**75.08**	**243.58**	**124.11**	**115.06**	**13.92**	--

资料来源：亿利资源提供

截至 2019 年底，亿利资源土地储备中位于罕台镇、呼市赛罕区和天津滨海新区的 32 宗地类用途为居住与商业用地，土地总储备面积为 254.38 万平方米，亿利资源计划未来与其他开发商合作开发。

此外亿利资源另有位于鄂托克前旗上海庙牧场的土地，该项目位于内蒙古和宁夏两区交界处，属鄂尔多斯高原西南边缘地带，地类用途为中药材种植基地，土地面积为 27,594.42 万平方米，土地取得成本 3.74 亿元，土地取得时间为 2002 年，计入投资性房地产，最新评估价值为 227.76 亿元。根据土地使用权证记载的内容，地类（用途）为中药材种植基地，属于国有农用地。后续计划随着上海庙矿区的进一步开采，亿利资源预期矿区主要采矿生产企业将对亿利资源上海庙牧场的部分土地通过租赁或收购形式，以便对地下煤矿资源的进一步开发。

（5）重大事项

涉及票据纠纷较多，对亿利资源未来发展带来不确定性。

2019 年以来，亿利资源及下属财务公司（亿利集团财务有限公司）涉及票据纠纷案件显著增多，为解决上述票据纠纷，亿利资源及其下属财务公司偿还大量此前开出商业承兑汇票，截至 2019 年末亿利资源应付票据余额 82.11 亿元，较年初大幅减少 42.98%，其中商业承兑汇票大幅减少 91.10%，期末余额为 10.96 亿元。目前，亿利资源及下属公司的应付票据仍存在多起涉诉案件，虽然亿利资源在积极协商解决，但反映出公司在票据管理方面存在不足，短期内票据兑付加重了亿利资源偿债压力，对其融资环境带来了不利影响。

子公司亿利生态业务装入上市公司计划受阻。

亿利资源曾多次筹划旗下亿利生态板块上市，但多次修改方案，最近一次子公司亿利生态业务装入上市公司方案因标的资产持续盈利能力存在较大不确定性未获得中国证监会通过。由于该业务板块业务发展对资金占用较大，上市计划受阻对亿利资源整体流动性和未来发展带来一定不利影响。

3. 担保方财务分析

（1）财务概况

中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2019 年亿利资源财务报告进行了审计并出具了标准无保留意见审计报告。从合并范围看，2019 年底合并范围增加 3 家子公司，减少 3 家子公司。亿利资源合并范围变化较大，但新纳入合并范围及剔除合并范围的子公司规模均较小，亿利资源财务数据具有较强的可比性。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 1,098.41 亿元，负债合计 697.00 亿元，所有者权益 401.41 亿元，其中归属于母公司所有者权益 266.87 亿元。2019 年，公司实现营业总收入 316.58 亿元，净利润 11.15 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 2.21 亿元；经营活动产生的现金流量净额 40.96 亿元，现金及现金等价物净增加额-13.37 亿元。

（2）资产质量

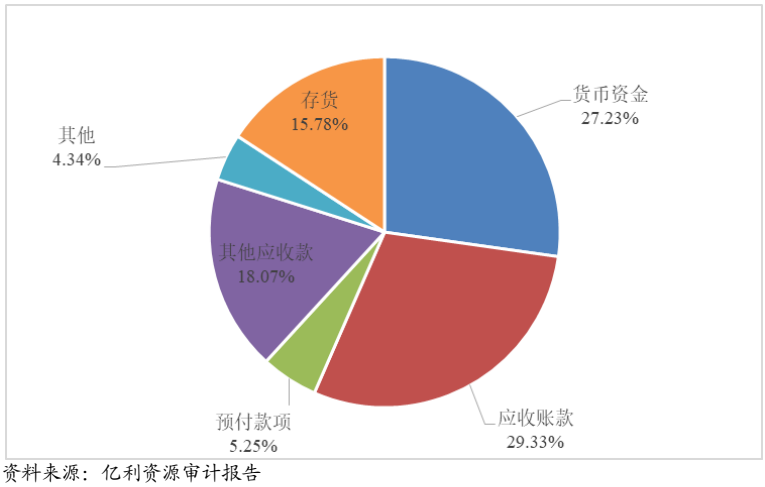
亿利资源资产构成仍以非流动资产为主，其中投资性房地产和固定资产占比较高，同时亿利资源存在较大规模资产受限，整体资产流动性一般。考虑到投资性房地产评估价值高，整体资产质量一般。

截至 2019 年末，亿利资源合并资产总额 1,098.41 亿元，较年初增长 1.82%，较年初变化不大。其中，流动资产占 38.04%，非流动资产占 61.96%。亿利资源资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

流动资产

截至 2019 年末，亿利资源流动资产 417.81 亿元，较年初增长 7.54%，其中应收类款项增长较快。亿利资源流动资产主要由货币资金（占 27.23%）、应收账款（占 29.33%）、预付款项（占 5.25%）、其他应收款（占 18.07%）、存货（占 15.78%）构成。

图 18　截至 2019 年底亿利资源流动资产构成



资料来源：亿利资源审计报告

截至 2019 年末，亿利资源货币资金 113.76 亿元，较年初下降 9.46%，主要系偿还到期债务所致；货币资金中有 44.66 亿元受限资金，受限比例为 39.26%。应收账款账面价值 122.53 亿元，较年初增长 18.91%，主要系生态修复项目投入所致，应收账款账龄以 1 年内和 1—2 年为主，账期较上年有所延长，累计计提坏账 7.46 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 30.00 亿元，占应收账款期末余额合计数的比例为 22.47%，集中度一般。预付款项 21.94 亿元，较年初增长 34.35%，预付款项主要为预付工程款。存货账面价值 65.95 亿元，较年初增长 7.89%，主要系房地产开发投入增加所致；存货主要由开发成本（占 62.71%）构成，累计计提跌价准备 0.10 亿元。其他应收款 75.49 亿元，较年初增长 25.93%，主要系往来款增加所致，其他应收款账龄分散且较长；累计计提坏账 5.61 亿元，但按无风险未计提的其他应收款为 41.74 亿元，主要为工程保证金、民工工资保证金、挂牌保证金、诚意金等款项；其他应收账款前五大欠款方合计金额为 36.31 亿元，占其他应收账款期末余额合计数的比例为 44.77%，集中度较高，其中，金威物产集团有限公司最新经营亏损，未来或对亿利资源该部分回款造成不利影响。

表 15　截至 2018 年底亿利资源其他应收账款前五名情况

公司名称	其他应收款金额（万元）
金威物产集团有限公司	155,345.60
亿利资源控股有限公司	109,927.19
金威物产集团有限公司亿利澳斯特酒店	50,000.97
内蒙古汇能煤电集团有限公司	30,000.00
上海文闻供应链管理有限公司	17,844.69
合计	**363,118.44**

资料来源：公司提供

非流动资产

截至 2019 年末，亿利资源非流动资产 680.61 亿元，较年初下降 1.41%，亿利资源非流动资产主要由长期股权投资（占 11.22%）、投资性房地产（占 33.80%）、固定资产（占 26.43%）、其他非流动资产（占 10.26%）构成。

截至 2019 年末，亿利资源固定资产账面价值 179.91 亿元，较年初下降 2.84%，较年初变化不大；固定资产主要为机器设备和部分房屋建筑物，累计计提折旧 45.10 亿元；固定资产成新率 79.95%，成新率较高。长期股权投资 76.36 亿元，较年初增长 9.21%，主要系对内蒙古昊盛煤业有限公司和湖北大悟山水文旅发展有限公司追加投资所致，期末长期股权投资中对神华亿利能源有限责任公司投资 37.22 亿元、对杭锦旗聚能能源有限公司投资 11.56 亿元。投资性房地产账面价值 230.06 亿元，较年初下降 0.11%，变化不大，投资性房地产主要为上海庙地块土地使用权，土地使用权证的证载用途是中药材种植，未来计划将用地性质变更为工业用地后对外出售或出租，该土地性质变更需要按照法律法规要求履行相应的审批手续，尚存在一定不确定性。其他非流动资产 69.86 亿元，较年初增长 5.73%，主要系 SPV 公司投资款增加所致，其他非流动资产主要为公益性生物资产（占比 71.05%），主要为投资进行库布其沙漠防治的成本投入。

截至 2019 年末，亿利资源受限资产 292.63 亿元。其中，受限投资性房地产 161.40 亿元、固定资产 63.95 亿元、货币资金 44.66 亿元；受限资产占总资产比重为 26.64%，受限比例较高。

（3）负债和所有者权益

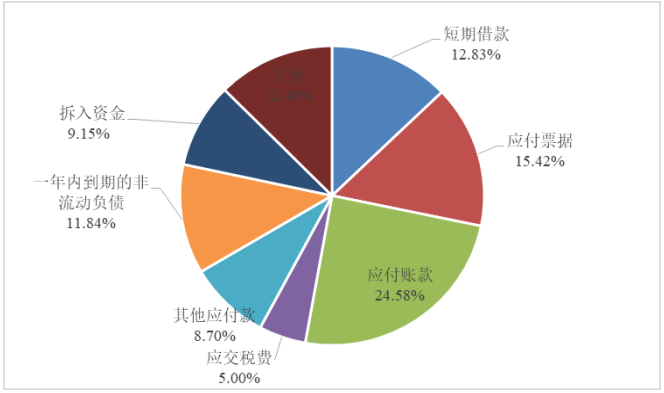
2019 年，为解决票据纠纷，亿利资源应付票据规模大幅减少，但为满足自身经营资金需求增加大量长短期借款，整体债务负担有所减轻，但短期债务占比仍然较高。考虑到亿利资源其他综合收益中因转换为采用公允价值模式计量的投资性房地产带来的评估增值很大，若剔除该部分资产，亿利资源实际债务负担很重。权益方面，亿利资源实收资本和资本公积占比较低，未分配利润、其他综合收益和少数股东权益占比较高，所有者权益稳定性较弱。

负债

截至 2019 年末，亿利资源负债总额 697.00 亿元，较年初增长 1.46%，较年初变化不大。其中，流动负债占 76.40%，非流动负债占 23.60%。亿利资源负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，亿利资源流动负债 532.53 亿元，较年初增长 3.70%。亿利资源流动负债主要由短期借款（占 12.83%）、应付票据（占 15.42%）、应付账款（占 24.58%）、其他应付款（占 8.70%）、一年内到期的非流动负债（占 11.84%）和拆入资金（占 9.15%）构成。

图 19　截至 2019 年底亿利资源流动负债构成



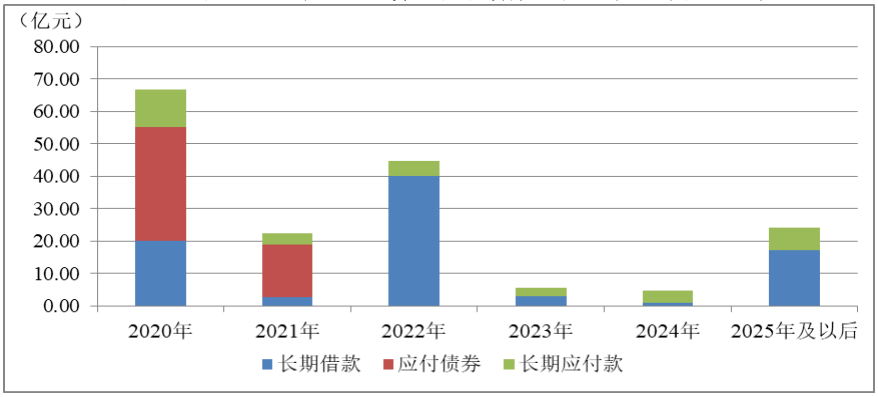
资料来源：亿利资源审计报告

截至 2019 年末，亿利资源短期借款 68.35 亿元，较年初增长 4.87%，短期借款主要是抵质押或保证借款。应付票据 82.11 亿元，较年初下降 42.98%，主要系商业承兑汇票大幅减少所致，2019 年以来，亿利资源及下属财务公司涉及票据纠纷案件显著增多，目前，仍存在多起应付票据涉诉案件，虽然亿利资源在积极协商解决，但反映出在票据管理方面存在不足，短期内票据兑付加重了亿利资源偿债压力，对其融资环境带来了不利影响。亿利资源应付账款 130.89 亿元，较年初增长 15.43%，主要系应付分包工程款增加所致。其他应付款 46.31 亿元，较年初下降 14.05%，主要系代收房屋手续费及各杂项减少所致。一年内到期的非流动负债 63.03 亿元，较年初增长 134.14%。拆入资金 48.73 亿元，较年初增长 14.33%，主要系亿利资源下属财务公司资金需求增加所致。

截至 2019 年末，亿利资源非流动负债 164.47 亿元，较年初下降 5.15%，主要系部分债券即将到期转出所致。亿利资源非流动负债主要由长期借款（占 40.95%）、应付债券（占 9.87%）、长期应付款（占 13.76%）、递延所得税负债（占 34.47%）构成。

截至 2019 年末，亿利资源长期借款 67.35 亿元，较年初增长 162.81%，主要系债务到期融资需求增加所致，亿利资源长期借款主要为抵押借款、保证借款及质押借款。应付债券 16.23 亿元，较年初下降 71.98%，主要系部分债券即将到期转出所致。长期应付款 22.63 亿元，较年初下降 23.00%，主要系部分长期应付款即将到期转出所致。递延所得税负债 56.70 亿元，较年初下降 0.96%，较年初变化不大。

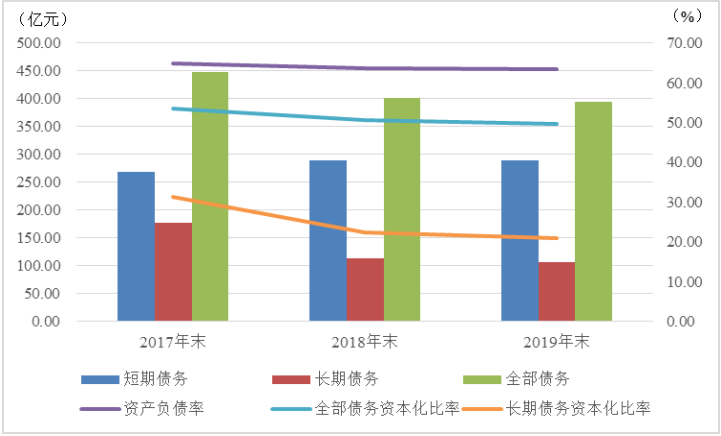
图 20　截至 2019 年底亿利资源长期债务（含一年内到期）分布



资料来源：亿利资源审计报告，联合评级整理

截至 2019 年末，亿利资源全部债务 394.76 亿元，较年初下降 1.83%，较年初变化不大。其中，短期债务占 73.10%，长期债务占 26.90%，仍以短期为主。短期债务 288.55 亿元，较年初下降 0.22%，主要系应付票据减少所致。长期债务 106.20 亿元，较年初下降 5.95%，主要系应付债券即将到期转出所致。截至 2019 年末，亿利资源资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 63.46%、49.58%和 20.92%，较年初分别下降 0.22 个百分点、下降 1.06 个百分点和下降 1.45 个百分点。亿利资源因部分资产转换为采用公允价值模式计量的投资性房地产形成的其他综合收益为 143.20 亿元，若剔除该部分其他综合收益，亿利资源资产负债率为 72.97%，负债率很高。

图 21　亿利资源债务情况



资料来源：亿利资源审计报告，联合评级整理

所有者权益

截至 2019 年末，亿利资源所有者权益为 401.41 亿元，较年初增长 2.43%，较年初变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为 66.48%，少数股东权益占比为 33.52%。归属于母公司所有者权益 266.87 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 4.57%、19.77%、53.66%和 18.95%。与年初相比所有者权益结构保持稳定。

（4）盈利能力

2019 年，亿利资源收入及利润规模下降，期间费用控制能力减弱；亿利资源公允价值变动和投资收益等非经常性损益对利润有较大影响，由于业务中盈利能力较低的贸易占比高，亿利资源整体盈利水平较低。

2019 年，亿利资源实现营业总收入 316.58 亿元，较上年下降 26.08%，主要系化工贸易收入减少所致。营业成本为 265.75 亿元，较上年下降 28.54%，营业成本降幅高于营业收入降幅，营业利润率为 14.83%，较上年提高 2.33 个百分点。实现营业利润 15.36 亿元，较上年下降 32.85%。

从期间费用看，2019 年，亿利资源期间费用总额为 31.01 亿元，较上年增长 4.31%，主要系利息费用支出所致。从构成看，亿利资源销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 19.87%、35.85%、5.54%和 38.74%。2019 年，亿利资源费用收入比为 9.80%，较上年上升 2.85 个百分点，亿利资源费用控制能力减弱。

非经常性损益方面，2019 年，亿利资源实现投资收益 10.55 亿元，较上年增长 216.06%，主要为亿利资源处置长期股权投资收益增长以及权益法核算的长期股权投资收益增长；投资收益占营业利润比重为 68.70%，对营业利润影响大。2019 年，亿利资源实现其他收益 2.26 亿元，较上年增长 494.59%，主要系获得土地改良财政补贴所致；其他收益占营业利润比重为 14.73%。2019 年，亿利资源实现营业外收入 0.58 亿元。2019 年，亿利资源实现利润总额 15.71 亿元，较上年下降 31.54%，主要系经营收缩所致。营业外收入占利润总额比重为 3.70%，对利润影响不大。2019 年，亿利资源实现净利润 11.15 亿元。

从盈利指标看，2019 年，亿利资源营业利润率为 14.83%，较上年提高 2.33 个百分点；2019 年，亿利资源总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.03%、2.45%和 2.81%，较上年分别下降 0.16 个百分点、下降 0.32 个百分点和下降 1.72 个百分点。亿利资源主要盈利指标下降。

（5）现金流

2019 年，亿利资源经营活动现金流量大幅减少，但仍保持净流入态势，对投资支出有较好的支

撑，亿利资源筹资活动现金仍为净流出。考虑到亿利资源生态修复业务经营性占款较为严重，未来仍面临一定资本支出压力，融资能力需加强。

从经营活动来看，受业务收缩影响，2019 年，亿利资源经营活动现金流入 575.04 亿元，较上年下降 19.18%；经营活动现金流出 534.08 亿元，较上年下降 17.59%。2019 年，亿利资源经营活动现金净流入 40.96 亿元，较上年下降 35.42%。2019 年，亿利资源现金收入比为 96.86%，较上年下降 6.84 个百分点，收入实现质量有待加强。

从投资活动来看，2019 年，亿利资源投资活动现金流入 26.50 亿元，较上年下降 42.07%，主要系亿利资源收到子公司分红及收回理财本金减少所致；投资活动现金流出 65.47 亿元，较上年增长 34.30%。2019 年，亿利资源投资活动现金净流出 38.97 亿元，较上年增长 1,195.20%，投资支出增加。

筹资活动前净现金流 1.98 亿元，经营与投资现金流基本平衡。从筹资活动来看，2019 年，亿利资源筹资活动现金流入 136.78 亿元，较上年下降 32.74%，主要系融资环境不佳、融资规模下降所致；筹资活动现金流出 152.13 亿元，较上年下降 41.27%。2019 年，亿利资源筹资活动现金净流出 15.36 亿元，较上年下降 72.43%。外部融资能力有待提升。

（6）偿债能力

亿利资源间接融资渠道畅通，短期偿债指标较弱，短期支付压力较大，长期偿债能力减弱，考虑到亿利资源化工循环产业链资源利用率高，成本优势明显；生态修复产业技术实力强，具备一定竞争优势；清洁能源板块项目运营稳定；亿利资源整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，亿利资源流动比率与速动比率分别由年初的 0.76 倍和 0.64 倍分别提高至 0.78 倍和提高至 0.66 倍，流动资产对流动负债的保障程度提高。截至 2019 年末，亿利资源现金短期债务比由年初的 0.58 倍下降至 0.56 倍，现金类资产对短期债务的保障程度略有下降，考虑到部分募集资金用途受限，现金对短期债务的实际保障能力或小于指标计算值。整体看，亿利资源短期偿债指标减弱，短期支付压力较大。

从长期偿债能力指标看，2019 年，亿利资源 EBITDA 为 36.79 亿元，较上年下降 11.44%。从构成看，亿利资源 EBITDA 由折旧（占 22.98%）、计入财务费用的利息支出（占 29.86%）、利润总额（占 42.69%）构成。2019 年，亿利资源 EBITDA 利息倍数由上年的 5.69 倍下降至 3.32 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度减弱；亿利资源 EBITDA 全部债务比由 0.10 降至 0.09 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度有待加强。整体看，亿利资源长期债务偿债能力减弱。

亿利资源与多家商业银行建立了较好的合作关系，截至 2019 年底，亿利资源银行授信总额 328.58 亿元，实际使用额度 205.23 亿元，未使用额度 123.36 亿元，间接融资渠道尚可，此外，亿利资源旗下有一家上市公司和财务公司，可在融资方面为亿利资源整体提供便利。

截至 2020 年 3 月末，亿利资源涉及诉讼主要有 3 起，涉案金额 2.05 亿元，其中主要为证券交易纠纷和业务纠纷，由于涉案金额较大，给亿利资源带来一定或有赔偿风险。此外，截至 3 月末，开出票据余额 21.47 亿元，亿利资源及其财务公司票据纠纷案件 33 件，涉及金额 3,468 万元。票据纠纷反映亿利资源及其财务公司在票据业务管理方面存在的不足，票据纠纷对其在经营和融资等方面带来一定负面影响。

截至 2019 年底，亿利资源对外担保余额 50.08 亿元，其中对关联方金威物产集团有限公司（亿利集团持股 20.00%）担保余额 23.20 亿元，集中度很高，同时该企业对亿利资源存在大量经营和非经营的资金占用。金威物产集团有限公司是集土地一级开发、房地产建设、路桥建设和物业管理于一体的综合性多元化产业集团，从亿利资源提供的金威物产集团有限公司的财务情况看，截至 2019 年 9 月末，该企业资产负债率超过 70%，前三季度净利润亏损 1.56 亿元，经营情况不佳，亿利资源

存在或有负债风险。

4. 担保方母公司财务分析

亿利资源母公司除开展部分贸易业务外，并不负责主要业务的生产经营活动，资产构成以投资性房地产和长期股权投资为主。母公司营业收入变动不大，主要为贸易收入，子公司投资收益为其主要利润来源，稳定性弱，2019 年投资收益大幅下降导致亿利资源母公司层面亏损。此外，亿利资源母公司层面负债规模有所下降，但整体债务负担较重且流动负债占比较高，仍存在较大的短期支付压力。

截至 2019 年底，亿利资源母公司资产总额为 659.72 亿元，较年初下降 9.68%。从资产结构来看，非流动资产占比 82.42%，其中投资性房地产和长期股权投资占比较大，2019 年底分别为 227.61 亿元和 220.50 亿元，投资性房地产主要为鄂前旗上海庙 4,242.30 万平方米中药材种植用地，长期股权投资主要系对子公司的投资。

截至 2019 年底，亿利资源母公司所有者权益合计 228.65 亿元，较年初下降 3.76%，主要来自未分配利润的减少。母公司所有者权益中资本公积 39.12 亿元、其他综合收益 143.20 亿元，未分配利润 28.41 亿元。

亿利资源母公司负债方面，截至 2019 年底，负债规模 431.08 亿元，较年初减少 12.58%，系流动负债减少所致。母公司负债中流动负债占比高，2019 年占比为 74.48%，亿利资源流动负债主要包括短期借款 172.75 亿元、应付票据 61.16 亿元和其他应付款 58.72 亿元。

2019 年母公司层面实现营业收入 77.59 亿元，同比增长 0.16%，主要为贸易收入；同期，母公司投资收益为 0.84 亿元，同比大幅减少 37.08 亿元，母公司投资收益主要系按成本法核算的长期股权投资收益和分红稳定性弱；利润总额为-9.92 亿元，主要系投资收益减少同时财务费用支出增加所致。

从亿利资源母公司现金流来看，2019 年，母公司经营活动现金流入量和净流量分别为 409.82 亿元和 5.50 亿元，分别同比下降 12.75%和 41.16 亿元。同期，母公司投资活动现金流出量和净流量分别为 43.82 亿元和-40.53 亿元。2019 年，母公司筹资活动现金流入量 643.27 亿元，其中取得借款 643.14 亿元；2019 年，亿利资源母公司筹资活动现金净流量为 44.87 亿元。

5. 债权保护效果

“20 亿利 01”发行规模占亿利资源各类资产的比重低，其经营活动现金流入和 EBITDA 对本期债券的覆盖倍数很高，其所提供的担保对本期债券保障程度很高，但考虑到公司大量优质资产在上市公司体内，资源调度能力或受上市公司独立性影响，进而对其担保能力有一定不利影响。

从资产情况来看，截至 2019 年末，亿利资源现金类资产为 118.89 亿元，为“20 亿利 01”发行额度的 23.78 倍，亿利资源现金类资产对本期债券的覆盖程度很高；截至 2019 年末，亿利资源净资产为 401.41 亿元，为“20 亿利 01”发行额度的 80.28 倍，亿利资源净资产对本期债券按期偿付的保障作用很强。从盈利情况来看，2019 年，亿利资源 EBITDA 为 36.79 亿元，为“20 亿利 01”发行额度的 7.36 倍，亿利资源 EBITDA 对本期债券的覆盖程度很强。从现金流情况来看，2019 年，亿利资源经营活动产生的现金流入为 575.04 亿元，为“20 亿利 01”发行额度的 115.01 倍，亿利资源经营活动产生的现金流入对本期债券的覆盖程度很强。

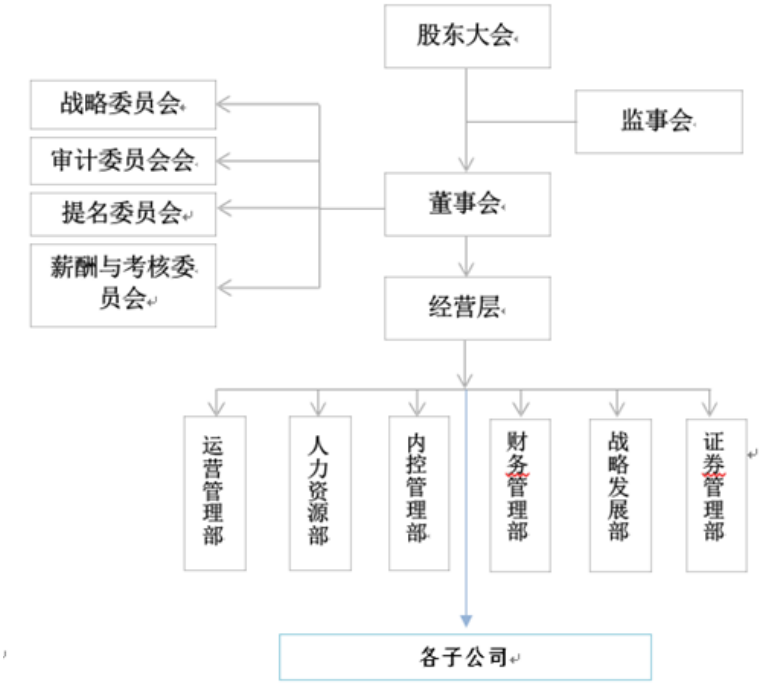
九、综合评价

跟踪期内，公司以化工、清洁能源为主要业务。2019 年，公司业务调整，降低了化工供应链物流业务规模，同时，剥离煤炭资产并获得了较为可观的投资收益，对公司全年的盈利影响很大。跟踪期内，公司较大规模经营活动和投资活动资金净流入保障了公司债务按时偿付，负债率较年初有所下降。但同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到 2019 年公司收入及扣非后净利润大幅下降；资金利用率仍然很低，存贷双高现象明显；筹资活动产生的现金净流出规模扩大，外部融资有待增强；公司治理有待提升等因素对公司信用水平带来的不利影响。

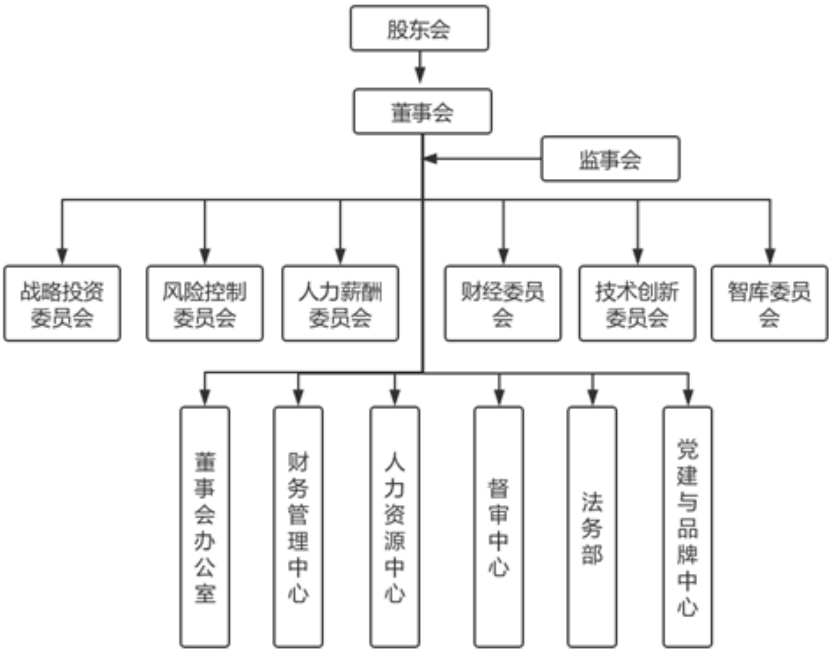
“20 亿利 01”由亿利资源提供连带责任保证担保，亿利资源为公司控股股东，跟踪期内，亿利资源主业未变，但收入和盈利能力大幅下降，其所提供的担保对“20 亿利 01”按期偿还仍具有积极作用。但由于亿利资源短期债务规模大、所持上市公司股权质押率高且票据涉诉案件较多，同时，亿利资源拟将其生态修复业务注入上市公司的计划未获得相关部门审核通过等对其发展和信用水平有一定不利影响。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“20 亿利 01”的债项信用等级为“AA+”，展望为“列入评级观察名单”。

附件 1-1　亿利洁能股份有限公司组织结构图



附件 1-2　亿利资源集团有限公司组织结构图



附件 2-1 亿利洁能股份有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	367.70	366.89	344.84	350.20
所有者权益（亿元）	180.73	174.82	183.71	185.44
短期债务（亿元）	70.12	87.78	95.55	96.80
长期债务（亿元）	72.88	60.33	27.02	28.61
全部债务（亿元）	143.00	148.11	122.57	125.41
营业收入（亿元）	167.57	173.71	123.67	25.87
净利润（亿元）	7.36	11.25	11.02	1.32
EBITDA（亿元）	19.95	23.93	23.55	--
经营性净现金流（亿元）	21.72	36.19	10.55	0.37
应收账款周转次数（次）	20.59	24.02	14.20	--
存货周转次数（次）	24.63	25.75	21.44	--
总资产周转次数（次）	0.54	0.47	0.35	--
现金收入比率（%）	87.09	93.48	96.79	93.76
总资本收益率（%）	4.98	4.94	4.93	--
总资产报酬率（%）	4.58	4.78	4.80	--
净资产收益率（%）	5.06	6.33	6.15	--
营业利润率（%）	13.90	15.83	16.53	15.89
费用收入比（%）	8.81	9.80	12.23	14.33
资产负债率（%）	50.85	52.35	46.73	47.20
全部债务资本化比率（%）	44.17	45.86	40.02	40.34
长期债务资本化比率（%）	28.74	25.65	12.82	13.37
EBITDA 利息倍数（倍）	3.24	5.01	5.13	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.14	0.16	0.19	--
流动比率（倍）	1.25	1.01	1.00	1.02
速动比率（倍）	1.19	0.97	0.96	0.98
现金短期债务比（倍）	1.45	1.22	1.08	1.11
经营现金流动负债比率（%）	19.18	27.88	8.00	0.27
EBITDA/待偿本金额（倍）	3.99	4.79	4.71	--

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，这些差异系四舍五入造成；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径，数据单位除特别说明外均为人民币；3. 2020 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；4. 公司长期应付款为融资租赁款，已纳入长期债务核算；5. 待偿本金额为本报告跟踪债券本金合计。

附件 2-2 亿利资源集团有限公司
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	1,100.88	1,078.83	1,098.41
所有者权益（亿元）	387.68	391.88	401.41
短期债务（亿元）	269.14	289.20	288.55
长期债务（亿元）	177.49	112.92	106.20
全部债务（亿元）	446.63	402.12	394.76
营业收入（亿元）	450.74	428.30	316.58
净利润（亿元）	20.33	17.68	11.15
EBITDA（亿元）	45.84	41.55	36.79
经营性净现金流（亿元）	43.51	63.42	40.96
应收账款周转次数（次）	5.48	4.25	2.66
存货周转次数（次）	4.77	6.09	4.18
总资产周转次数（次）	0.45	0.39	0.29
现金收入比率（%）	96.49	103.70	96.86
总资本收益率（%）	4.04	3.19	3.03
净资产收益率（%）	5.24	4.54	2.81
营业利润率（%）	13.31	12.50	14.83
费用收入比（%）	7.26	6.94	9.80
资产负债率（%）	64.78	63.68	63.46
全部债务资本化比率（%）	53.53	50.65	49.58
长期债务资本化比率（%）	31.40	22.37	20.92
EBITDA 利息倍数（倍）	2.32	5.69	3.32
EBITDA 全部债务比（倍）	0.07	0.10	0.09
流动比率（倍）	0.92	0.76	0.78
速动比率（倍）	0.79	0.64	0.66
现金短期债务比（倍）	0.47	0.58	0.56
经营现金流动负债比率（%）	9.15	12.35	7.69

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，这些差异系四舍五入造成；2. 本报告财务数据及指标计算均为合并口径，数据单位除特别说明外均为人民币；3. 2020 年一季度财务报表未经审计，相关指标未年化；4. 公司长期应付款为融资租赁款，已纳入长期债务核算。

附件 3　有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均复合增长率	（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+期底应收账款余额）/2]
存货周转次数	营业成本/[（期初存货余额+期底存货余额）/2]
总资产周转次数	营业收入/[（期初总资产+期底总资产）/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+期底所有者权益+期底全部债务）/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+期底总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期底所有者权益）/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）
本次债券偿还能力	
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+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+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）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。