

信用等级通知书

东方金诚债评字 [2019]539 号

内蒙古伊泰煤炭股份有限公司：

受贵公司委托，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司的信用状况进行了综合分析，评定贵公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；同时对贵公司拟发行的“内蒙古伊泰煤炭股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第三期）”的信用状况进行了综合分析，评定本期债券的信用等级为 AAA。



东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年七月十六日

信用等级公告

东方金诚债评字 [2019]539 号

东方金诚国际信用评估有限公司通过对内蒙古伊泰煤炭股份有限公司和其拟发行的“内蒙古伊泰煤炭股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第三期）”信用状况进行综合分析和评估，确定内蒙古伊泰煤炭股份有限公司主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定，债券信用等级为 AAA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年七月十六日



信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与内蒙古伊泰煤炭股份有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与内蒙古伊泰煤炭股份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。
- 东方金诚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。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚煤炭企业信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由内蒙古伊泰煤炭股份有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受内蒙古伊泰煤炭股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 内蒙古伊泰煤炭股份有限公司公开发行 2019 年公司债券（第三期）信用等级自发行日至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。

东方金诚国际信用评估有限公司

2019 年 7 月 16 日

内蒙古伊泰煤炭股份有限公司

公开发行2019年公司债券（第三期）信用评级报告

报告编号：东方金诚债评字【2019】539号

评级结果

主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AAA

债券概况

发行金额：不超过 10 亿元
(含 10 亿元)

债券期限：5 年

偿还方式：按年付息，到期
一次还本付息

募集资金用途：偿还公司债
务

评级时间

2019 年 7 月 16 日

评级小组负责人

董浩宇

评级小组成员

何阳

何阳

评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）通过对内蒙古伊泰煤炭股份有限公司（以下简称“伊泰股份”或“公司”）的经营环境、业务运营、企业管理以及财务状况的综合分析，认为作为内蒙古地区最大的地方煤炭企业，公司煤炭资源储量丰富、煤质优良，规模优势突出，具备很强的行业竞争力；受益于塔拉壕等煤矿建成投产，以及煤炭行业下游需求回暖，公司煤炭业务收入逐年上升，业务获利能力较强；公司主要矿区煤炭赋存条件较好、开采成本较低，叠加较高保障的铁路运输与集运能力，降低了公司煤炭业务成本，增强了公司在区域煤炭坑口市场定价的话语权；公司是国内首家将间接法煤制油技术用于规模化生产的企业，煤制油技术运用行业领先；公司是国内首家“B+H”股上市的煤炭企业，受益于经营积累和股东增资，资本实力持续增强；公司资产和营业收入逐年增长，盈利能力很强，经营性现金流持续为净流入且增长较快，经营获现能力较强。

同时，东方金诚也关注到，公司煤化工业务在建项目数量较多，投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力，煤化工项目盈利能力易受国际原油价格影响；公司部分外购煤炭从关联方处采购且客户集中度较高；公司有息债务规模较大，2019 年部分债务集中到期，面临一定的集中偿付压力。

综合考虑，东方金诚评定伊泰股份主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券具备极强的偿还保障，本期债券到期不能偿还的风险极低。

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街 3
号兆泰国际中心 C 座 12
层 100600

评级结果

主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AAA

债券概况

发行金额：不超过 10 亿元
(含 10 亿元)

债券期限：5 年

偿还方式：按年付息，到期
一次还本付息

募集资金用途：偿还公司债
务

评级时间

2019 年 7 月 16 日

评级小组负责人

董浩宇

评级小组成员

何 阳

邮箱：dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街 3
号兆泰国际中心 C 座 12
层 100600

主要数据和指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
资产总额 (亿元)	709.42	845.61	945.51	928.80
所有者权益 (亿元)	285.68	374.90	425.52	437.65
全部债务 (亿元)	349.84	387.44	433.28	416.31
营业总收入 (亿元)	228.59	370.09	391.85	99.18
利润总额 (亿元)	25.65	71.47	63.61	14.97
EBITDA (亿元)	55.17	103.98	102.94	-
营业利润率 (%)	25.26	29.53	26.82	24.95
净资产收益率 (%)	7.44	15.24	12.16	-
资产负债率 (%)	59.73	55.66	55.00	52.88
全部债务资本化比率 (%)	55.05	50.82	50.45	48.75
流动比率 (%)	100.81	123.58	124.32	122.73
全部债务/EBITDA (倍)	6.34	3.73	4.21	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.80	5.01	4.57	-
EBITDA/本期发债额度 (倍)	5.52	10.40	10.29	-

注：表中数据来源于 2016 年~2018 年经审计的公司合并财务报告及 2019 年 1~3 月未经审计的公司合并财务报表。本期债券发债额度按 10 亿元计算。2017 年财务数据，公司仍使用 2017 年审计报告数据，不使用按照财政部会计政策进行变更及执行新金融工具准则调整的 2018 年期初数据。

优势

- 作为内蒙古地区最大的地方煤炭企业，公司煤炭资源储量丰富、煤质优良，规模优势突出，具备很强的行业竞争力；
- 受益于塔拉壕等煤矿建成投产，以及煤炭行业下游需求回暖，公司煤炭业务收入逐年上升，业务获利能力较强；
- 公司主要矿区煤炭赋存条件较好、开采成本较低，叠加较高保障的铁路运输与集运能力，降低了公司煤炭业务成本，增强了公司在区域煤炭坑口市场定价的话语权；
- 公司是国内首家将间接法煤制油技术用于规模化生产的企业，煤制油技术运用行业领先；
- 公司是国内首家“B+H”股上市的煤炭企业，受益于经营积累和股东增资，资本实力持续增强；
- 公司资产和营业收入逐年增长，盈利能力很强，经营性现金流持续为净流入且增长较快，经营获现能力较强。

关注

- 公司煤化工业务在建项目数量较多，投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力，煤化工项目盈利能力易受国际原油价格影响；
- 公司部分外购煤炭从关联方处采购且客户集中度较高；
- 公司有息债务规模较大，2019 年部分债务集中到期，面临一定的集中偿付压力。

主体概况

内蒙古伊泰煤炭股份有限公司(以下简称“伊泰股份”或“公司”)主营煤炭生产与销售业务,兼营煤化工、运输及其他业务,控股股东为内蒙古伊泰集团有限公司(以下简称“伊泰集团”)。

伊泰股份是由伊泰集团于1997年通过发行境内上市外资股(B股)募集设立的股份有限公司,初始注册资本3.66亿元。1997年8月8日,公司在上海证券交易所(以下简称“上交所”)B股上市,股票简称“伊泰B股”,股票代码“900948.SH”,股本3.66亿股。2012年7月,公司在香港联合交易所主板上市,股票简称“伊泰煤炭”,股票代码“3948.HK”,为国内首家“B+H”股上市的煤炭企业。2013年,受股利转增股本影响,公司股本增加至32.54亿股。截至2018年末,公司股本为32.54亿股,控股股东伊泰集团通过直接和间接方式合计持股58.76%。内蒙古伊泰投资股份有限公司(以下简称“伊泰投资”)持有伊泰集团99.64%的股份,自然人张双旺、张东海和郝建忠等35个自然人以自有出资及受托出资方式合计持有伊泰投资100.00%股权。

伊泰集团是我国大型民营煤炭企业之一,以煤炭生产与运销业务为主导,已形成煤炭、煤化工、运输、餐饮、住宿和医药等多元化发展的产业格局。截至2017年末,伊泰集团在内蒙古自治区拥有煤炭地质储量58.74亿吨,可采储量35.26亿吨,在产矿井12座。2018年末,伊泰集团(合并)资产总额1147.28亿元,所有者权益435.69亿元,资产负债率62.02%。2018年,伊泰集团实现营业总收入413.09亿元,利润总额48.02亿元。

公司是内蒙古地区最大的煤炭开采企业,已形成以煤炭开采为主业,煤化工、铁路运输等业务共同发展的多元化产业格局。公司煤矿全部位于神府东胜煤田,煤种以优质动力煤为主。截至2018年末,公司拥有煤炭地质储量26.24亿吨,剩余可采储量16.18亿吨。公司煤化工主导产品为液体石蜡、费托合成蜡、柴油、石脑油及其他各类油品等,间接液化技术先进,2018年公司煤化工产品产量45.53万吨,子公司内蒙古伊泰化工有限责任公司(以下简称“伊泰化工”)120万吨精细化工项目已建成试运转,预计达产后公司煤化工产能将达到136万吨。此外,公司拥有铁路、公路和集运站为一体的煤炭运输网络,铁路运输总里程达到455.52公里(含复线170.31公里),集运能力达到11900万吨/年。

截至2019年3月末,公司(合并)资产总额为928.80亿元,所有者权益为437.65亿元,资产负债率为52.88%,纳入合并报表范围的子公司34家(详情见附件三)。2018年和2019年1~3月,公司营业总收入分别为391.85亿元和99.18亿元,利润总额分别为63.61亿元和14.97亿元,净利润51.72亿元和11.70亿元。

本期债券概况及募集资金用途

本期债券概况

公司拟公开发行“内蒙古伊泰煤炭股份有限公司公开发行 2019 年公司债券(第三期)”(以下简称“本期债券”),发行金额不超过 10 亿元(含 10 亿元)。本期债券期限为 5 年,面值 100 元,按面值平价发行,采用固定利率。发行利率由公司与承销商根据市场询价结果协商一致后确定。本期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。

本期债券无担保。

募集资金用途

募集资金扣除发行费用后,拟用于偿还公司债务。

宏观经济和政策环境

宏观经济

2019 年一季度宏观经济运行好于预期, GDP 增速与上季持平;随着积极因素逐渐增多, 预计二季度 GDP 增速将稳中有升, 上半年经济下行压力趋于缓解

今年宏观经济开局好于市场普遍预期。据初步核算, 1~3 月国内生产总值为 213433 亿元, 同比增长 6.4%, 增速与上季持平, 结束了此前的“三连降”, 主要原因是当季货物贸易顺差同比扩大, 净出口对经济增长的拉动力增强, 抵消了投资和消费拉动力下滑的影响。值得注意的是, 随着逆周期政策效果显现, 中美贸易谈判进展良好带动市场预期改善, 3 月投资和消费同步回暖, 经济运行的积极因素正在逐渐增多。

工业生产边际改善, 企业利润下降。1~3 月规模以上工业增加值同比增长 6.5%, 增速较上年全年加快 0.3 个百分点。其中, 3 月工业增加值同比增长 8.5%, 较 2 月当月同比增速 3.4%大幅反弹, 这一方面受春节错期影响, 同时也与当月制造业 PMI 重回扩张区间相印证, 表明制造业景气边际改善, 逆周期政策带动效果较为明显。受 PPI 涨幅收窄影响, 今年 1~2 月工业企业利润同比下降 14.0%, 结束此前两年高增, 但后期增值税下调或将缓解企业利润下行压力。

固定资产投资增速整体回升。1~3 月固定资产投资同比增长 6.3%, 增速较上年全年加快 0.4 个百分点。具体来看, 基建补短板力度加大带动基建投资增速小幅上升, 1~3 月同比增长 4.4%, 增速较上年全年加快 0.6 个百分点。在前期新开工高增速支撑下, 1~3 月房屋施工面积增速加快, 推动同期房地产投资同比增速较上年全年加快 2.3 个百分点至 11.8%。最后, 因利润增速下滑、外需前景走弱影响企业投资信心, 1~3 月制造业投资同比增长 4.6%, 增速较上年全年下滑 4.9 个百分点。

商品消费整体偏弱，企稳反弹迹象已现。1~3月社会消费品零售总额同比增长8.3%，增速不及上年全年的9.0%，汽车、石油制品和房地产相关商品零售额增速低于上年是主要拖累。不过，从边际走势来看，1~2月社零增速企稳，3月已有明显回升，背后推动因素包括当月CPI上行，个税减免带动居民可支配收入增速反弹，以及市场信心修复带动车市回暖。1~3月CPI累计同比上涨1.8%，涨幅低于上年全年的2.1%；因猪肉、鲜菜等食品价格大涨，3月CPI同比增速加快至2.3%。

净出口对经济增长的拉动力增强。以人民币计价，1~3月我国出口额同比增长6.7%，进口额增长0.3%，增速分别较上年全年下滑0.4和12.6个百分点。由于进口增速下行幅度更大，一季度我国对外贸易顺差较上年同期扩大75.2%，带动净出口对GDP增长的拉动率反弹至1.5%，较上季度提高1.0个百分点。

东方金诚预计，二季度基建领域补短板、减税降费等积极财政政策效应将持续显现，叠加市场预期改善推动商品房销售回暖、汽车销量增速反弹，以及对外贸易顺差仍将延续等因素，预计二季度GDP增速将持平于6.4%，不排除小幅反弹至6.5%的可能，这意味着上半年经济下行压力趋于缓解。

政策环境

M2和社融存量增速触底反弹，“宽信用”效果显现，货币政策宽松步伐或将有所放缓

社会融资规模大幅多增，货币供应量增速见底回升。1~3月新增社融累计81800亿，同比多增23249亿，主要原因是表内信贷大幅增长以及表外融资恢复正增长，表明“宽信用”效果进一步显现。此外，1~3月新增企业债券融资及地方政府专项债也明显多于上年同期，体现债市回暖及地方政府专项债发行节奏加快带来的影响。在社融同比多增带动下，3月底社融存量同比增速加快至10.7%，较上年末提高0.9个百分点。3月末，广义货币（M2）余额同比增长8.6%，增速较上年末提高0.5个百分点，主要原因是一季度流向实体经济的贷款大幅增加，以及财政支出力度加大带动财政存款同比多减。3月末，狭义货币（M1）余额同比增长4.6%，增速较上年末提高3.1个百分点，表明实体经济活跃程度有所提升。

货币政策宽松步伐或将边际放缓。一季度各项金融数据均有明显改善，表明前期各类支持实体经济融资政策的叠加效应正在体现。考虑到伴随中美贸易谈判取得积极进展，市场信心持续恢复，宏观经济下行压力有所缓和，金融数据反弹或促使监管层放缓货币政策边际宽松步伐，二季度降准有可能延后，降息预期也有所降温，而定向支持民营、小微企业融资政策还将发力。

减税带动财政收入增速走低，财政支出力度加大，更加积极的财政政策将在减税降费和扩大支出两端持续发力

1~3月财政收入累计同比增长6.2%，增速较上年同期下滑7.4个百分点，体现各项减税政策及PPI涨幅收窄等因素的综合影响。其中，税收收入同比增长5.4%，增速较上年同期下滑11.9个百分点；非税收入同比增长11.8%，增速较上年同期高出19.3个百分点，或与央企利润上缴幅度增大有关。1~3月财政支出累计同比

增长 15.0%，增速高于上年同期的 10.9%，基建相关支出整体加速。

2019 年政府工作报告明确将实施更大规模的减税，全年减税降费规模将达到约 2 万亿，高于 2018 年的 1.3 万亿。4 月起，伴随新一轮增值税减税的实施，财政收入增长将面临更大的下行压力。支出方面，2019 年基建补短板需求增大，二季度基建相关支出力度有可能进一步上升，而科技、教育、社保和就业等民生类支出也将保持较快增长，财政支出将保持较高强度。总体上看，今年财政政策在稳定宏观经济运行中的作用将更加突出。

行业分析

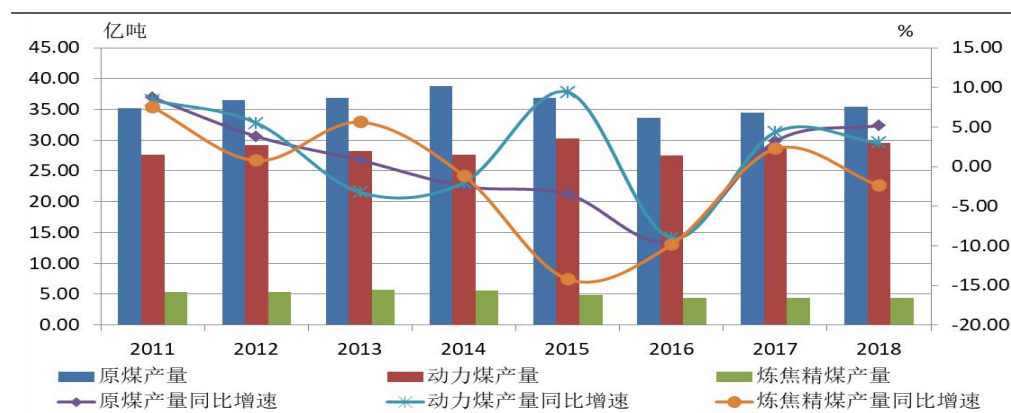
公司主营煤炭生产与销售业务，兼营煤化工、运输及其他业务，所属行业为煤炭行业和新型煤化工行业。

煤炭行业

随着去产能政策逐步推进，煤炭行业由总量去产能向结构性去产能转变，受益于下游火电、钢铁、建材等高耗煤行业需求增长，2017 年以来我国煤炭产量呈现恢复性增长

在供给侧改革政策下，2016 年煤炭行业落后产能退出加快致原煤产量明显下滑。为解决煤炭产能过剩现状，国家出台了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》，从 2016 年开始中国煤炭行业用 3 至 5 年的时间，退出产能 5 亿吨、减量重组 5 亿吨，提高大矿产能，原煤生产逐步向资源条件好、竞争能力强的地区集中。未来全国合法新增产能控制在 2 亿吨左右，实际整体正常生产产能仍维持在 39 亿吨左右。2016 年和 2017 年，全国分别退出煤炭产能 2.88 亿吨和 2.50 亿吨，超额完成去产能计划。2018 年 3 月 5 日，政府工作报告指出 2018 年计划削减煤炭产能 1.50 亿吨，根据四部委发布的煤炭产能置换政策，符合条件的产能置换指标折算比例提高为 200%，政策将对企业去产能形成激励。从去产能进度来看，2018 年煤炭行业去产能已超额完成。

图 1：2010 年～2018 年我国原煤产量情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

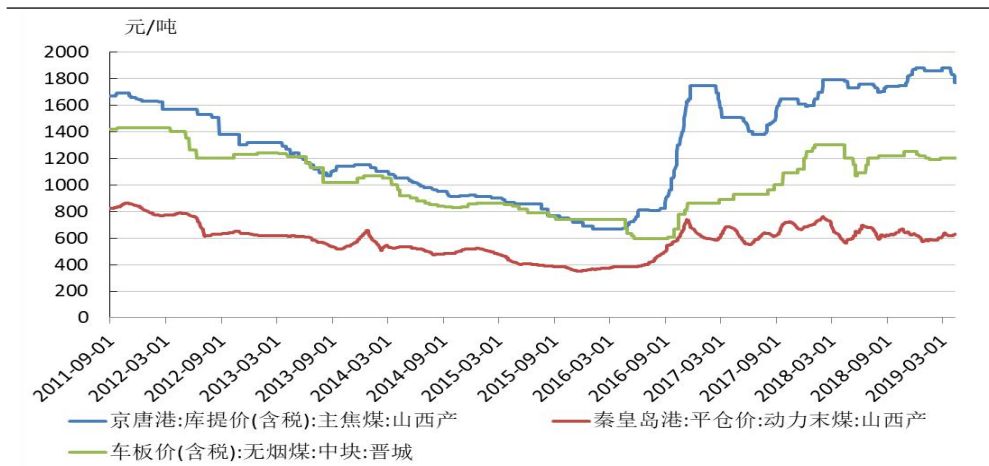
2017年以来,煤炭行业总体产能过剩并未发生根本转变,但受益于下游回暖推动煤炭需求增加,供需失衡进一步改善。受电力消费增长拉动,2018年我国火电发电量稳定增长,火电发电量4.98万亿千瓦时,同比增长6.00%,增速较上年提高1.4个百分点;火电发电设备平均利用小时数4361小时,同比增加3.60%;受益于房地产、制造业回暖及废钢使用增加,我国钢铁产量稳步提升,钢铁行业焦煤耗煤量保持增长。2018年,我国粗钢产量8.57亿吨,同比增长6.70%,焦炭产量3.98亿吨,同比略降0.10%。受淘汰落后产能、严控新增产能、错峰生产常态化和下游基建投资增速下滑影响,全国水泥产量略有增长,区域分化明显。2018年,全国累计生产水泥21.77亿吨,同比增长3.00%,西南、中南和华东地区水泥产量稳定增长,西北、东北和华北地区水泥产量有所下降。总体来看,2018年以来,火电、钢铁等下游产业较快发展,煤炭消耗量同比增长。另一方面,国家相关部门出台政策加大煤炭供应力度,2017年煤炭产量自2014年以来首次出现恢复性增长。受益于落后产能退出、先进产能集中释放,2018年,全国原煤产量35.46亿吨,同比增长5.20%,增速较上年提高2.0个百分点。

预计2019年,火电发电量增速将保持稳定,粗钢产量小幅提升,水泥行业将保持较高景气度,煤化工耗煤需求企稳回升,煤炭总需求将保持增长,但增速将有所下降。煤炭供给结构进一步优化,去产能及环保安监仍将抑制供给释放,煤炭产量料将小幅增长。

随着煤炭市场供需失衡状况的持续改善,2017年以来煤炭价格维持高位震荡

煤炭价格方面,自2013年以来,煤炭价格持续下滑,至2015年底,煤炭价格降至最低点。2016年以后,受益于煤炭去产能政策逐步推动以及下游需求小幅回暖,煤价止跌企稳;但由于库存待消化,2016年上半年并未对价格产生直接影响。2016年8月以后,季节性需求以及电厂补库存刺激需求集中释放,造成短期内供不应求,煤炭价格快速上涨。2016年末,秦皇岛山西产5500大卡动力煤平仓价较年初上涨62.23%至597元/吨,京唐港山西产主焦煤库提价上涨153.62%至1750元/吨,晋城无烟中块车板价较年初上涨16.22%至860元/吨。随着煤炭市场供需失衡状态持续改善,2017年以来煤价高位震荡,且逐渐稳定在合理区间。截至2017年末,秦皇岛山西产5500大卡动力末煤平仓价为700元/吨,京唐港山西产主焦煤库提价为1600元/吨,晋城无烟中块车板价较期初上涨49.41%至1270元/吨,整体煤价处于高位。

图 2：近年国内主要煤炭品种价格情况



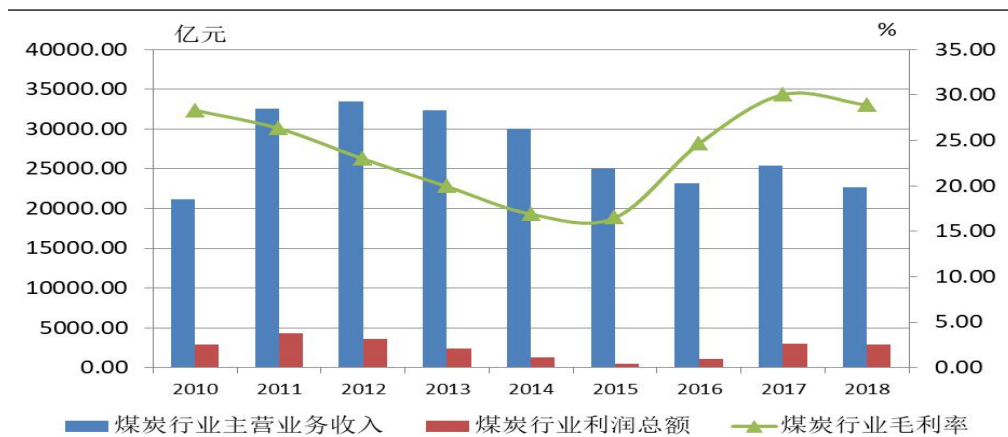
资料来源：Wind，东方金诚整理

针对煤炭价格过快上涨，国家出台多项抑制煤价上涨的政策。2018年，动力煤、炼焦煤和无烟煤价格分别在580元/吨~765元/吨、1600元/吨~1900元/吨、1000元/吨~1300元/吨的区间内窄幅震荡。截至2018年末，秦皇岛5500大卡动力末煤价格570元/吨，较年初的630元/吨下降9.52%；京唐港山西产主焦煤库提价1880元/吨，较年初的1600元/吨上涨17.50%；晋城无烟煤中块车板价1220元/吨，较年初的1300元/吨下降6.15%。2019年3月末，京唐港山西产主焦煤价格1850元/吨，较1月初下降0.54%；晋城中块无烟煤车板价1200元/吨，较1月初下降1.64%。受矿难事故导致动力煤供给减少影响，动力煤价格小幅上涨，3月末秦皇岛山西产动力末煤平仓价618元/吨，较1月初上涨6.55%。整体来看，受煤炭供给侧改革及下游需求改善的双重影响，煤炭价格大幅回升；但中长期来看，煤炭行业主要下游产能扩张大幅趋缓以及受环保要求日益趋严的影响，需求将很难有大幅增长，煤炭价格或将有所下调。

受益于煤价继续增长，以小型煤矿落后产能为主的去产能政策持续，煤企业绩同比大幅改善，2018年煤炭行业前十大上市公司盈利水平延续2017年以来的增长态势，行业收入继续向大中型煤企集中

2016年，由于煤炭价格的大幅提升，煤炭企业整体盈利情况有所好转，前三季度低于市场预期，直至四季度才反应出煤价上涨的实际效果，大部分企业扭亏为盈。2017年以来，随着以退出小型煤矿落后产能为主的去产能政策的继续推进，以及宏观经济趋稳下的下游需求总体稳定，煤价维持高位波动，煤炭企业整体盈利能力较上年进一步提升。2018年全国规模以上煤炭生产企业累计实现营业收入22660.30亿元，同比增长5.50%；累计实现利润总额2888.20亿元，同比增长5.20%。2018年全国规模以上煤炭企业销售利润率为12.75%，同比上升1.12个百分点；盈利煤企占比76.25%，同比下降3.13个百分点。

图 3：2010 年~2018 年煤炭企业盈利指标情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

2018 年，煤炭行业前十大上市公司共实现营业总收入 7604.96 亿元，同比增长 9.26%，前十大上市公司营业总收入占煤炭开采和洗选行业收入的 33.48%，同比上升 6.27 个百分点，行业收入向大中型煤企集中；利润总额 1260.87 亿元，同比增长 6.54%，净利润 956.56 亿元，同比增长 4.97%，毛利率均值为 30.20%，同比减少 0.70 个百分点。

表 1：A 股煤炭行业前十大上市企业 2017 年煤炭产能、产量和 2018 年盈利情况

单位：亿吨、万吨、亿元、%

企业简称	股票代码	可采储量	2017 年		营业总收入	2018 年		
			产能	产量		利润总额	净利润	毛利率
中国神华	601088.SH	154.30	30000.00	28980.00	2641.01	700.69	540.41	41.12
兖州煤业	600188.SH	57.45	9395.00	6673.80	1630.08	150.43	106.56	19.49
中煤能源	601898.SH	139.24	8100.00	8099.00	1041.40	87.92	62.28	28.64
陕西煤业	601225.SH	109.60	9005.00	9205.00	572.24	187.48	159.29	48.69
山煤国际	600546.SH	10.64	3000.00	2302.00	381.43	23.96	14.12	20.03
阳泉煤业	600348.SH	16.16	2490.00	3545.00	326.84	28.19	20.91	18.76
西山煤电	000983.SZ	23.56	2960.00	2498.00	322.71	32.30	21.49	31.78
潞安环能	601699.SH	24.23	4040.00	4159.00	251.40	29.18	19.41	40.15
永泰能源	600157.SH	32.38	1095.00	880.92	223.27	6.21	1.59	26.53
冀中能源	000937.SZ	7.32	3450.00	2753.00	214.58	14.50	10.49	26.84
合计	-	574.88	73535	69095.72	7604.96	1260.87	956.56	30.20

资料来源：Wind，东方金诚整理

新型煤化工行业

我国石油需求缺口规模较大，进口依存度较高，煤制油市场空间广阔；煤制油技术瓶颈较高、产品转化效益低，项目推进缓慢，产能利用率处于较低水平

新型煤化工是指，以生产清洁能源和油品替代品为主要产成品的煤化工，包括煤制甲醇、煤制烯烃、煤制油品、煤制乙二醇等细分领域。其中，煤制油是以煤炭

为原料，通过化学加工过程生产油品和石油化工产品的一项技术，工艺路线包括直接液化(DCTL)、费托间接液化(ICTL-FT)和甲醇制汽油(ICTL-MTG)三大类。随着石油需求持续上升，我国石油进口依存度再创新高。2016年~2018年，我国石油产量分别为2.00亿吨、1.92亿吨和1.90亿吨，产量增速分别为-6.93%、-4.09%和-1.30%，产量逐年下降；消费量分别为5.64亿吨、6.06亿吨和6.45亿吨，消费量增速分别为2.25%、7.48%和6.50%，消费量逐年增长；需求缺口分别为3.64亿吨、4.15亿吨和4.56亿元，需求缺口逐年扩大；进口依存度分别为78.90%、69.21%和70.90%，进口依存度持续远超40%的警戒线。近年我国石油产量逐年下降、消费量逐年增长、需求缺口逐年扩大、进口依存度持续处于较高水平，以油气3%的能源结构支撑油气30%的能源消费结构，既不安全也不可持续，发展煤制油替代石油，是我国能源供应保障的战略选择，煤制油市场空间广阔。

煤制油技术瓶颈较高、产品转化效益低，项目推进缓慢，产能利用率处于较低水平。截至2017年末，国内已投产煤制油项目规划产能共计884万吨（因有些项目实施技改，实际释放产能921万吨），加上在建、拟建项目预计未来规划产能将达到1930万吨。2016年~2018年，我国煤制油产能利用率分别为58.60%、40.00%和64.80%，煤制油产能利用率处于较低水平。煤制油产品价格受煤炭原料成本及国际油价影响较大。2016年~2018年，布伦特原油价格中枢分别为43.65美元/桶、54.22美元/桶和71.07美元/桶。2017年以来，受益于油价企稳回升，柴油、石蜡和液化气等产品价格止跌回升，企业盈利大幅改善。煤制油产品作为石油化工产品替代品，产品价格参照石油化工产品定价，行业盈利与原油价格息息相关。当国际油价位于50~70美元/桶区间时，煤制油项目可实现一定成本优势。如油价降至50美元/桶以下，则难以实现盈亏平衡。煤制油产品质量高于一般石油制品，能够生产现有石油化工技术难以制得且超过国家现行质量标准的高品质柴油、汽油和特种燃料油。煤制油技术生产精细化学品附加值高，并且不需要缴纳成品油消费税，极大缓解煤制油项目经济效益低的劣势，能大力推进煤制油项目发展，因此，生产高端精细化工品将是煤制油未来发展趋势。

业务运营

经营概况

公司收入和毛利润主要来源于煤炭业务，受益于供给侧改革带动煤炭价格上涨，近年公司营业收入逐年上升，毛利润和毛利率有所波动

公司主要从事煤炭生产和销售业务，同时兼营煤化工、运输等业务。2016年~2018年，公司营业总收入分别为228.59亿元、370.09亿元和391.85亿元，营业收入逐年增长，主要系供给侧改革带动煤炭价格上涨所致。

从收入结构来看，2016年~2018年，煤炭业务收入占营业收入的比例分别为90.20%、92.80%和89.38%；外购煤炭业务收入占营业收入的比例分别为44.15%、50.97%和51.08%，逐年上升。煤化工业务、运输业务和其他业务收入规模占比较

小，其他业务主要为酒店业务。

表 2：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司营业总收入构成情况

单位：亿元、%

业务类别	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
煤炭	206.19	90.20	343.43	92.80	350.25	89.38	81.36	82.03
其中：自产煤炭	105.26	46.05	154.81	41.83	150.08	38.30	32.47	32.74
外购煤炭	100.93	44.15	188.62	50.97	200.17	51.08	48.89	49.29
煤化工	14.16	6.19	12.41	3.35	26.22	6.69	12.59	12.69
运输	5.47	2.39	6.80	1.84	8.08	2.06	3.01	3.04
其他	2.77	1.21	7.45	2.01	7.30	1.86	2.22	2.24
合计	228.59	100.00	370.09	100.00	391.85	100.00	99.18	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年~2018 年，公司毛利润和毛利率有所波动，毛利润分别为 65.25 亿元、123.20 亿元和 119.10 亿元；毛利率分别为 28.54%、33.29%和 30.39%。公司毛利润主要来自于煤炭业务，近三年毛利润波动增长，主要是受益于煤炭价格上涨带动煤炭业务盈利增加所致。

表 3：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司毛利润和毛利率情况

单位：亿元、%

业务类别	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
煤炭	60.22	29.21	114.56	33.36	108.81	31.07	24.13	29.66
其中：自产煤炭	50.98	48.43	96.23	62.16	86.33	57.52	18.53	57.07
外购煤炭	9.24	9.15	18.33	9.72	22.48	11.23	5.60	11.45
煤化工	1.99	14.05	1.90	15.31	3.85	14.68	1.95	15.48
运输	2.17	39.61	2.28	33.50	3.65	45.12	1.28	42.49
其他	0.87	31.41	4.47	60.00	2.80	38.36	0.28	12.92
合计	65.25	28.54	123.20	33.29	119.10	30.39	27.64	27.87

资料来源：公司提供，东方金诚整理

煤炭业务

公司煤炭业务主要由内蒙古伊泰京粤酸刺沟矿业有限责任公司（以下简称“酸刺沟煤矿”）、内蒙古伊泰煤炭股份有限公司塔拉壕煤矿等下属煤矿分公司或子公司负责生产。公司煤炭主要产品为环保型优质动力煤，主要用作火电、建材及化工等企业的燃料用煤。

作为内蒙古地区最大的地方煤炭企业，公司煤炭资源储量丰富，煤质优良，规模优势突出，具备很强的行业竞争力；受益于塔拉壕煤矿建成投产和灾害治理项目产量增加，公司煤炭产量逐年增长

作为内蒙古地区最大的煤炭企业之一，公司煤矿全部位于国家 14 个大型煤炭生产基地之一的神府东胜煤田，煤炭以低灰分、低硫和低磷含量及中高发热值的优质动力煤¹为主，煤质优良。公司拥有丰富的煤炭资源储量，截至 2018 年末，公司煤炭地质储量 26.24 亿吨，可采储量 16.18 亿吨，拥有在产矿井 9 座（详见下表）。

表 4：截至 2018 年末公司煤炭资源储量情况

单位：万吨、万吨/年

矿井名称	保有储量	可采储量	煤种
酸刺沟煤矿	123742.00	83078.00	长焰煤
纳林庙煤矿二号井	11227.40	4567.00	不粘煤
宏景塔一矿	9522.00	2737.60	不粘煤
纳林庙煤矿一号井	2396.00	2458.00	不粘煤
凯达煤矿	19080.00	10992.00	不粘煤
大地精煤矿	7341.30	3938.30	不粘煤
宝山煤矿	3564.00	1870.00	不粘煤
白家梁煤矿	450.00	405.00	不粘煤
塔拉壕煤矿	85071.00	51793.00	长焰煤
合计	262393.70	161838.90	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月，受塔拉壕煤矿建成投产和关闭落后矿井影响，公司近年煤炭产能有所波动。受益于灾害治理项目产量²增加和下游需求旺盛，公司煤炭产量逐年增长，产能利用率保持较高水平。

表 5：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司煤炭生产情况

单位：万吨、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
原煤产量	3688	4729	4769	1028
产能利用率	95.05	100.00	100.00	-
洗选能力	3920	4160	4560	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2017 年，按照国家化解过剩产能、产能置换政策要求，公司通过购买产能指标及关闭落后矿井，完成对酸刺沟煤矿、凯达煤矿和塔拉壕煤矿的产能置换；对塔拉壕煤矿因城市规划、铁路、移民新村等压覆资源进行核减。同时，公司关闭了开采难度大、成本高、经济效益低、安全风险较大的富华煤矿、诚意煤矿及阳湾沟煤矿，并将关闭退出的 300 万吨/年的产能置换指标转让给内蒙古伊泰广联煤化有限责任公司（以下简称“伊泰广联”），获得交易价款 2.40 亿元。此外，2017 年 8 月 23 日，公司与伊泰集团签署股权转让协议，以 38.24 亿元从伊泰集团收购其持有

¹ 公司煤炭灰分平均值为 12.49%，硫分平均值约为 0.34%，高位发热量平均值 6100 千卡/千克，属于低硫、低磷含量及中高发热值的优质动力煤，大部分原煤无须经过洗选除杂质的进一步处理便可出售。

² 产量超出核定产能部分主要是纳林庙一号井、纳林庙二号井、宏景塔一矿、凯达四座煤矿灾害治理项目产量。依据国家能源局、内蒙古自治区煤炭工业局等部门批复文件，灾害治理部分产量不进行产能核定。

的伊泰广联 10%的股权。伊泰广联负责建设运营的红庆河煤矿可采储量 21.24 亿吨，公司收购价格为每吨可采储量 18 元，交易完成后，公司将持有伊泰广联 20%的股权，权益可采储量 4.25 亿吨。

公司煤炭开采现代化程度较高，主要开采方式由房柱式开采转变为机械化开采，机械化率超过 95%，总体回采率提升至 80%。公司各煤矿、选煤厂的主要生产系统及辅助生产系统（采掘、选煤、监测、运输及通风系统）引进国内外先进设备，整体装备达到了国内外煤炭行业领先水平。同时，公司重视安全生产工作，不断完善安全工作管理体系。此外，公司注重环保工作，2017 年各类污染物的排放均达到国家相应排放标准，各类固废收集、处置率均达到了 100%。

受益于供给侧改革推动违规落后产能退出和下游需求回暖以及塔拉壕等煤矿建成投产，公司煤炭业务收入逐年增加；公司部分外购煤炭从关联方处采购且客户集中度较高

公司煤炭业务少量由煤矿直接地销，大量通过港口销售，由内蒙古、上海、深圳等 4 大贸易公司转售给终端客户。受益于供给侧改革推动违规落后产能退出，煤炭行业供需失衡矛盾改善，2016 年~2018 年，公司煤炭销量逐年增长，煤炭销量分别为 6380 万吨、8546 万吨和 8599 万吨，其中自产煤炭占比在 50%以上，近三年煤炭产销率保持在 90%以上。公司煤炭销售方式包括港口销售、地销、集装站地销和铁路直达，2018 年各销售方式占总销量的比例分别为 56.19%、22.97%、10.37%和 10.47%，港口销售是公司最主要的销售方式。

公司煤炭业务经营模式为自产煤炭业务和外购煤炭业务并行发展模式。公司外购煤炭主要是从区域内缺乏自有铁路公路运力的煤炭生产企业低价采购优质动力煤，通过公司自有铁路及集运站配套设施系统对外销售，扩大企业经营规模。外购煤主要由国内贸易煤、集装站外购煤炭和少量进口煤组成，采购方式为按需即时采购。2016 年~2018 年，公司外购煤炭采购量与销量相同，采购价格逐年上升，分别为 213.29 元/吨、306.08 元/吨和 302.47 元/吨。2018 年，公司外购煤炭采购量 4149 万吨，同比下降 0.74%，其中前五名供应商采购金额 49.39 亿元，占采购金额的 41.80%。供应商方面，前五名采购额中关联方伊泰集团和伊泰广联采购额合计 26.59 亿元，占采购总额的 22.50%，集中度较高，关联方占比较大。

从销售价格³来看，2016 年以来，随着煤炭行业供给侧改革的推进，煤炭市场价格出现回升，带动公司煤炭综合售价呈上涨态势（详见表 6）。外购煤炭销售均价高于自产煤炭，主要是因为外购煤港口销售价格较高。外购煤炭销售均价高于自产煤炭，主要是因为外购煤港口煤销售价格较高。2019 年 1~3 月，公司煤炭销量 2014 万吨，综合销售价格处于较高水平。

2016 年~2018 年，受益于煤炭销售价格上涨和销量增加，公司煤炭业务收入逐年增长，分别为 206.19 亿元、343.43 亿元和 350.25 亿元。同期，公司煤炭业务毛利润和毛利率虽然有所波动，但总体处于较高水平，毛利润分别为 60.22 亿元、

³ 公司与下游客户签订的合同含有价格调整条款。年初签订的煤炭价格合同及补充协议中均有专款约定，合同销售价格为暂定价格，如遇市场变化，双方另行协商。

114.56 亿元和 108.81 亿元；毛利率分别为 29.21%、33.36%和 31.07%。公司 2016~2018 年煤炭业务毛利率分别高于同行业上市公司平均毛利率 6.62 个百分点、2.40 个百分点和 1.42 个百分点，主要是因为公司煤炭赋存条件较好，开采成本较低。2019 年 1~3 月，公司煤炭业务收入为 81.36 亿元，毛利润为 24.13 亿元，毛利率为 29.66%。

表 6：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司煤炭销售情况

单位：万吨、%、元/吨

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
销售量	6380	8546	8599	2014
其中：自产煤炭	3556	4366	4450	943
外购煤炭	2824	4180	4149	1071
自产煤炭占总销售量	55.74	51.09	51.75	46.84
外购煤炭占总销售量	44.26	48.91	48.25	53.16
综合售价	322	402	407	404
其中：自产煤炭售价	296	355	337	344
外购煤炭售价	357	451	482	457

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司煤炭品牌知名度较高，与下游客户建立了长期合作关系，下游客户主要为大型发电集团或大型工业集团。2017 年和 2018 年，公司前五大客户销售收入占营业收入的比例在 20%以上，下游客户较为稳定，销售客户集中度适中。公司煤炭销售结算方式主要采用先款后货方式，部分合作时间长、资质良好的客户允许有一定的账期。近年，公司销售回款率⁴维持在 90%以上，回款率保持稳定。

表 7：公司 2018 年煤炭销售前五大客户情况

单位：亿元、%

主要客户	销售金额	占煤炭销售收入比例
第一名	40.08	10.23
第二名	16.11	4.11
第三名	15.02	3.83
第四名	13.62	3.48
第五名	12.53	3.20
合计	97.36	24.85

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司主要矿区煤炭赋存条件较好，开采成本较低，煤炭业务毛利率处于较高水平，业务获利能力较强；由于灾害治理费用增加，近年公司吨煤开采成本有所上升

公司煤炭生产成本主要以人工成本、原材料、燃料及动力成本、灾害治理费、

⁴ 回款率是指，当年实际回款与年初预计回款的比率。

维简费和折旧及摊销成本等构成。公司主要矿区地表条件稳定，地质结构简单、煤层埋藏深度较浅且倾斜度较小、煤层相对较厚及瓦斯浓度低，大幅降低公司采矿作业的安全风险和生产成本。公司近年吨煤生产成本有所上升，主要是因为土方剥离、植被恢复、补偿费等灾害治理费用较高所致。2018 年，公司自产煤单位生产成本 92.62 元/吨，同比增长 41.19%，主要是因为 2017 年下半年以来公司纳林庙一号井和纳林庙二号井的灾害治理项目开采量增加，土地剥离费等增加所致。受益于吨煤售价较快上涨，公司自产煤炭业务毛利率处于较高水平，保持较强的业务获利能力。2019 年 1~3 月，公司自产煤单位生产成本 104.27 元/吨，同比增长 12.58%，主要是因为本期灾害治理项目的产量增加而导致的剥离成本增加所致。

表 8：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司自产煤单位成本情况

单位：元/吨、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
吨煤生产成本	62.28	65.60	92.62	104.27
其中：原材料、燃料及动力	9.12	7.85	9.04	11.65
人工成本	17.88	16.89	19.15	17.46
折旧及摊销	15.65	6.77	8.22	9.74
其他*	19.63	34.09	56.21	65.42
自产煤炭业务毛利率	48.43	62.16	57.52	57.07

* 主要包括税费、电费、煤炭管理费、维修费、设备检测费等。

资料来源：公司提供，东方金诚整理

煤化工业务

公司煤化工业务主要由子公司内蒙古伊泰煤制油有限责任公司(以下简称“伊泰煤制油”)和伊泰化工负责。

公司是国内首家将间接法煤制油技术用于规模化生产的企业，煤制油技术处于行业领先水平，近年公司煤化工业务产能、产量增长较快

公司煤化工业务主要产品为液体石蜡、费托合成蜡、柴油、石脑油及其他各类油品等。煤化工采用间接液化法技术，是国内首家将间接法煤制油技术用于规模化生产的企业。公司使用的间接液化技术是由中国科学院山西煤炭化学研究所开发，为伊泰集团控股的中科合成油技术有限公司所有，技术水平领先，公司年度授权实用新型专利 2 项，获得“全国知识产权优势企业”、“第 19 届中国专利优秀奖”和“全国工业企业品牌培育试点企业”3 项国家级荣誉。

2018 年，随着伊泰化工 120 万吨精细化工项目建设投产和产能释放，煤化工产品产量 45.53 万吨，同比增长 140.64%。2019 年 1~3 月，子公司伊泰化工 120 万吨精细化工项目全面达产，公司煤化工产能达到 136 万吨，预计 2019 年煤化工业务对公司收入和利润的贡献将明显提升。受环保限产、设备检修和新生产线投产影响，公司煤化工产能利用率有所下降，但仍保持接近 100%的水平。

表 9：2016 年～2018 年 2019 年 1～3 月公司煤化工业务生产情况

单位：万吨/年、万吨、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1～3 月
产量	19.45	18.92	45.53	32.47
产能利用率	121.56	118.25	98.99	95.50

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司近年煤化工产品销量波动增长，业务收入和毛利润随之波动上升；受国际原油价格波动影响，煤化工产品销售价格有所波动，导致煤化工业务毛利率有所波动

公司拥有成品油销售资格，煤制油产品由子公司可直接销售，但销售网络覆盖范围相对较小，主要包括以内蒙古、京津冀等华北市场为中心，覆盖华中、西南市场，辐射长三角及珠三角地区。2016 年～2018 年，受国际油价波动影响，公司油品及化工产品销售价格有所波动。

公司煤化工产品多采用“预付全额，先款后货”的结算方式，货款为 100%现汇结算。

2016 年～2018 年及 2019 年 1～3 月，公司煤化工业务收入、毛利润波动上升，收入分别为 14.16 亿元、12.41 亿元、26.22 亿元和 12.59 亿元，毛利润分别为 1.99 亿元、1.90 亿元、3.85 亿元和 1.95 亿元；受煤化工产品销售价格波动等因素影响，煤化工业务毛利率有所波动，分别为 14.05%、15.31%、14.68%和 15.48%。

表 10：2016 年～2018 年及 2019 年 1～3 月公司煤化工产品销售情况

单位：万吨、元/吨

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1～3 月
销量	33.65	26.67	50.72	30.84
销售均价	4070.34	4696.69	4309.94	4479.90

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司煤化工业务在建项目数量较多，投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力，煤化工项目盈利能力易受国际原油价格影响，未来存在一定的不确定性；公司煤制油在建项目全部入选“十三五”规划煤炭深加工建设重点煤制油项目，煤制油项目面临的政策风险较小

截至 2018 年末，公司在内蒙古、新疆地区在建煤化工项目共有 3 个，总投资金额 774.18 亿元。截至 2018 年末，3 个项目已累计完成投资 139.29 亿元，累计资本化利息支出 24.43 亿元，在建工程平均项目进度 17.98%，煤化工项目整体进展缓慢。未来煤化工项目资金主要来源于银行贷款和自筹资金，面临一定的资本支出压力。煤化工产品市场价格与国际原油价格走势高度一致。根据煤化工项目设计方中科合成油工程有限公司的前期可行性论证，若公司以市场价格为外购煤炭作为煤化工项目生产原材料，预计公司煤化工项目盈亏平衡对应的国际原油价格在 50 美元/桶～60 美元/桶之间。公司煤化工项目盈利能力易受国际原油价格影响，未来

存在一定的不确定性。

公司在建的伊犁能源 100 万吨煤制油项目⁵仍处于前期筹备建设阶段，投资支出主要用于前期勘探和设备采购。新疆能源 200 万吨煤制油项目正在上报《环境影响评价报告》和《核准申请报告》。大路煤制油 200 万吨煤间接液化项目已获得环评批复和国家发改委核准，正在重点推进产品方案论证、重大工艺技术与装备课题研究、投资费用控制等工作，项目建设进度根据公司自身现金流情况再行确定建设进度。

表 11:截至 2018 年末公司主要在建煤化工项目情况

单位：亿元

项目名称	计划总投资	截至 2018 年末累计投资	2019 年计划投资
伊犁能源 100 万吨煤制油	160.68	65.61	3.67
新疆能源 200 万吨煤制油	320.08	65.58	5.44
大路煤制油 200 万吨煤间接液化	293.42	8.10	1.41
合计	774.18	139.29	10.52

资料来源：公司提供，东方金诚整理

根据国家发改委、国家能源局公开发布的《能源发展“十三五”规划》，公司所属的三个煤制油在建项目，大路 200 万吨/年煤制油项目（煤制油二期）、新疆能源 200 万吨/年煤制油工程项目、伊犁能源 100 万吨/年煤制油工程项目全部入选“十三五”规划煤炭深加工建设重点煤制油项目，因此公司煤化工项目面临的产业政策风险较小，但上述在建项目可能面临一定的环保风险和安全生产风险。

运输业务

公司铁路输送能力和集运能力较强，为自产煤炭运输销售提供了运力保障，降低了煤炭储运成本，增强了公司在区域煤炭坑口市场定价的话语权；受益于煤炭运量增加，公司运输业务收入和毛利润逐年增长

公司先后投建和参股多条煤炭铁路运输通道，逐步形成了东连大准、大秦线，西接东乌线，北通京包线，南达神朔线，以准格尔、东胜煤田为中心向四周辐射的铁路运输网络，同时建立了以公路和多个集运站为一体的煤炭运输网络。公司自营铁路设计输送能力达到 2.20 亿吨/年，煤炭集运能力超过 1 亿吨/年，煤炭运力保障能力很强。

公司现有控股并投入运营的铁路主要有 3 条：准东铁路（191.41 公里，含复线 56.52 公里）、呼准铁路（237.98 公里，含复线 113.79 公里）、酸刺沟煤矿铁路专用线（26.127 公里），公司自营铁路设计输送能力达到 2.2 亿吨/年。同时，公司还参股新包神铁路（占股 15%）、准朔铁路（占股 18.96%）、蒙西至华中铁路（占股 2%）、鄂尔多斯南部铁路（占股 10%）、蒙冀铁路（占股 9%）。此外，公

⁵ 公司于 2017 年 7 月收到《国家发展改革委员会伊泰能源有限公司 100 万吨/年煤制油示范项目核准的批复》（发改委能源[2017]1393 号），并于 2017 年 9 月获得国家环保部项目环境影响报告批复。

司还在优质煤炭富集的纳林庙地区建成了以曹羊公路为主线，辐射周边矿区的 150 公里矿区公路。

同时，公司拥有 7 个自有煤炭铁路集装站和 1 个租赁集运站，总输送能力达到 11900 万吨/年。公司集运站不仅汇集公司各矿井生产的煤炭，还收购储备当地其他矿井生产的煤炭。

2017 年，公司控股运营的准东铁路发运煤炭 6960 万吨，呼准铁路发运煤炭 2726 万吨。2018 年，准东铁路公司发运煤炭 7420 万吨，呼准铁路公司发运煤炭 3215 万吨。2019 年 1~3 月，准东铁路公司发运煤炭 1859 万吨，呼准铁路公司发运煤炭 801 万吨。除自有铁路专线外，公司参股投资了新包神线、蒙冀线、鄂尔多斯南部铁路和蒙西至华中铁路等。

表 12：截至 2018 年末公司控股经营铁路线情况

单位：公里、%、万吨/年

项目名称	起点	终点	线路全长 (含复线)	持股比例	设计运输能力	建设运营状况
准东铁路	周家湾	准格尔召	191.41	71.27	10000	投入运营
呼准铁路	周家湾	呼市	237.98	76.99	10000	投入运营
酸刺沟支线	酸刺沟	周家湾	26.13	52.00	2200	投入运营
合计	-	-	455.52	-	22200	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年~2018 年，受益于煤炭下游需求回暖和公司煤炭产量增长，公司运输业务收入和毛利润逐年增长，营业收入分别为 5.47 亿元、6.80 亿元和 8.08 亿元；毛利润分别为 2.17 亿元、2.28 亿元和 3.65 亿元，毛利率分别为 39.61%、33.50% 和 45.12%。2019 年 1~3 月，公司运输业务收入为 3.01 亿元，毛利润为 1.28 亿元，毛利率为 42.49%。

综合来看，公司拥有铁路、公路和集运站为一体的煤炭运输网络，铁路运输总里程达到 455.52 公里(含复线 170.31 公里)，集运能力达到 11900 万吨/年，为自产煤炭运输销售提供了运力保障，降低了煤炭储运成本，增强了公司在区域煤炭坑口市场定价的话语权。

企业管理

股权结构

截至 2018 年末，公司股本为 32.54 亿股，控股股东为伊泰集团。

公司治理及管理水平

公司依法建立了现代企业制度，完善法人治理结构，制定了《公司章程》。股东大会是公司的权利机构，公司设董事会，对股东大会负责；董事会由 11 人组成，设董事长 1 名，董事 7 名，独立董事 4 名，董事由股东大会选举产生，任期 3 年。

公司设监事会，监事会由 7 名监事组成，设监事会主席 1 名，其中职工监事 3 名，监事会主席的任免，应当经全体监事二分之一以上监事会成员表决通过，职工监事由职工代表大会民主选举产生。公司设总经理 1 名，由董事长提名，总经理对董事会负责。

公司下设 13 个职能部门，包括煤炭生产管理部、煤化工管理部、煤炭运销事业部、资本运营与合规管理部、安全监察质量管理部、财务管理部、投资管理部、人力资源与战略企划部、环境管理部、行政管理部、供电中心和招采中心，并设立审计监察部 1 个直属机构。公司各个部门分工明确，职责清晰。

公司强化各环节的安全生产责任，公司加强安全生产管理制度体系建设，制定了全覆盖安全管理体系。公司持续推进污染治理、节能减排和生态环境综合治理，污染物减排效果显著。

因控股股东和关联方非经营性资金占用情况披露问题以及在建项目风险提示不足等问题，公司曾被内蒙古证监局出具警示函

2016 年 8 月，中国证监会内蒙古证监局发布了《关于对内蒙古伊泰煤炭股份有限公司采取出具警示函措施的决定》，内蒙古证监局认为，公司存在“部分应披露信息未披露”、“控股股东及其关联方非经营性资金占用情况披露问题”及“公司在 2015 年年报中对部分项目风险提示不足”等问题，决定对公司采取出具警示函措施。

发展战略

煤炭产业是公司发展的基础，公司未来将通过产能置换，确保现有煤矿先进产能得到释放，同时通过并购外部优质煤炭资源，充实资源储备。公司将根据市场情况吸引客户进线发运，调整铁路运费标准，提高铁路运营收入。公司未来计划通过发展洁净煤技术，提高煤炭产品附加值，延伸煤炭产业链；通过加大下游产品市场开发等措施，提升公司煤化工业务的市场竞争力。

财务分析

财务质量

公司提供了 2016 年~2018 年的合并财务报告⁶，大华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“大华会计师事务所”）对公司 2016 年~2018 年的合并财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见。2019 年 1~3 月的合并财务报表未经审计。

截至 2019 年 3 月末，公司纳入合并报表范围的子公司共 34 家，与上年末相比

⁶按照财政部发布的《企业会计准则第 22 号-金融工具确认和计量》、《企业会计准则第 37 号-金融资产转移》、《企业会计准则第 24 号-套期会计》及《企业会计准则第 37 号-金融工具列报》（以下简称“新金融工具准则”），公司于 2018 年 1 月 1 日对主要会计政策进行变更，执行新金融工具准则，并对 2018 年初留存收益、其他综合收益及财务报表其他项目金额进行了调整。以下 2017 年财务数据，公司仍使用 2017 年审计报告数据，未使用按照财政部会计政策进行变更及执行新金融工具准则调整的 2018 年期初数据。

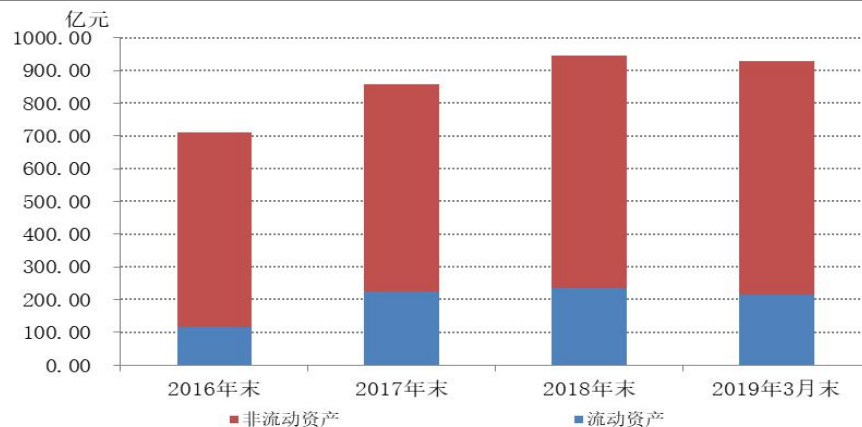
增加 1 家。

资产构成与资产质量

近年公司资产规模保持增长态势，资产构成以固定资产、在建工程等非流动资产为主，其他应收款客户集中度较高

2016 年～2018 年及 2019 年 3 月末，公司资产总额保持增长态势，分别为 709.42 亿元、845.61 亿元、945.51 亿元和 928.80 亿元。其中，非流动资产占总资产的比例分别为 83.60%、73.63%、75.07%和 76.69%，资产构成以非流动资产为主。

图 4：2016 年～2018 年及 2019 年 3 月末公司资产构成

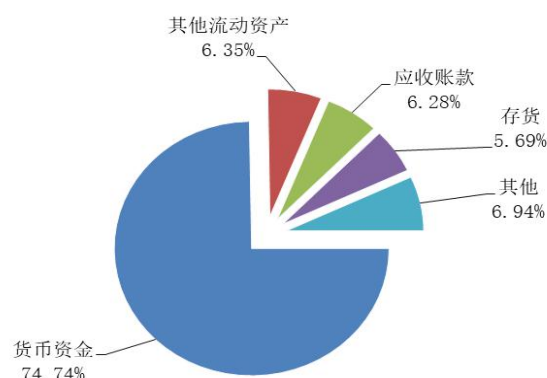


资料来源：公司提供，东方金诚整理

1. 流动资产

2016 年～2018 年末及 2019 年 3 月末，公司流动资产分别为 116.36 亿元、222.99 亿元、235.73 亿元和 216.53 亿元。2018 年末，公司流动资产中占比较大的科目依次为货币资金、其他流动资产、应收账款和存货，占比分别为 74.74%、6.35%、6.28%和 5.69%，合计占流动资产的 93.06%。

图 5：截至 2018 年末公司流动资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司货币资金主要为银行存款、其他货币资金和库存现金，其他货币资金主要为保证金和押金。2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司货币资金期末余额逐年增加，分别为 50.46 亿元、145.78 亿元、176.19 亿元和 150.03 亿元，其中 2017 年末同比增长 188.90%，主要是银行借款增长及经营中现金回收较多所致。2018 年末，货币资金中银行存款占比 96.44%、其他货币资金占比 3.55%。受限货币资金 6.25 亿元，占货币资金的 3.55%，主要为银行承兑汇票保证金、环保押金、煤矿风险保证金和保函保证金。

公司其他流动资产主要为待抵扣增值税进项税，2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司其他流动资产分别为 14.35 亿元、15.72 亿元、14.96 亿元和 14.89 亿元。2018 年末，待抵扣增值税进项税占其他流动资产的 99.73%。

公司应收账款主要为货款。2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司应收账款账面价值分别为 21.53 亿元、21.75 亿元、14.81 亿元和 20.02 亿元。截至 2018 年末，按欠款方归集的前五名客户应收款合计占比为 50.73%，应收账款集中度较高，账龄集中在一年以内，共计提坏账准备 0.20 亿元。2017 年和 2018 年，公司应收账款周转率分别为 17.10 次和 21.43 次，维持在较高水平。

公司存货主要为库存商品、原材料和低值易耗品。2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司存货账面价值分别为 18.04 亿元、15.27 亿元、13.41 亿元和 13.06 亿元。2018 年末，库存商品、原材料和低值易耗品占比分别为 54.06%、45.86%和 0.07%，共计提存货跌价准备 0.39 亿元。2017 年和 2018 年，公司存货周转率分别为 14.82 次和 19.02 次。

2. 非流动资产

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司非流动资产分别为 593.05 亿元、622.61 亿元、709.78 亿元和 712.27 亿元。截至 2018 年末，公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、长期股权投资和其他权益工具构成，分别占非流动资产的 47.02%、17.16%、12.56%和 11.12%。

公司固定资产主要为铁路、房屋建筑物和机电设备。2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司固定资产账面价值分别为 218.27 亿元、210.96 亿元、333.72 亿元和 330.54 亿元。截至 2018 年末，公司共计提固定资产减值准备 0.45 亿元。

公司在建工程主要是煤化工项目和煤炭运输铁路项目等。2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，在建工程账面价值分别为 218.37 亿元、240.65 亿元、121.81 亿元和 140.02 亿元，截至 2018 年末，公司在建工程共计提减值准备 2.40 亿元。

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司长期股权投资分别为 9.73 亿元、9.39 亿元、89.16 亿元和 90.15 亿元。2018 年末，公司长期股权投资大幅增长，主要是对联营企业内蒙古伊泰广联煤化有限责任公司增资，由公允价值转权益法核算所致。

根据财政部新金融工具准则的规定，公司对金融工具重新进行分类和计量。2018 年末和 2019 年 3 月末，公司其他权益工具投资账面价值分别为 78.90 亿元和 79.71 亿元，主要是对其他企业的股权投资等。

截至 2018 年末，公司合并报表范围内受限资产账面价值合计 6.25 亿元，均为

受限的货币资金，占总资产的 0.66%，受限资产规模较小。受限货币资金主要为银行承兑汇票保证金、环保押金、煤矿风险保证金和保函保证金。

资本结构

公司是国内首家“B+H”股上市的煤炭企业，受益于经营积累和股东增资，资本实力持续增强

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司所有者权益分别为 285.68 亿元、374.90 亿元、425.52 亿元和 437.65 亿元，逐年增长。公司所有者权益的增长主要来自于未分配利润和少数股东权益的增加。截至 2018 年末，公司所有者权益中未分配利润、少数股东权益、股本、资本公积占比分别为 57.18%、21.96%、7.65% 和 5.22%。

受当期净利润转入影响，公司未分配利润持续增长，2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司未分配利润分别为 173.00 亿元、216.27 亿元、243.32 亿元和 253.15 亿元。

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司少数股东权益分别为 45.53 亿元、88.07 亿元、93.45 亿元和 95.34 亿元，占所有者权益的比重稳定在 20% 左右。2017 年末，受益于少数股东增资，公司少数股东权益大幅增长。

同期末，公司股本均为 32.54 亿元；资本公积分别为 18.31 亿元、21.65 亿元、22.23 亿元和 22.23 亿元。

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司其他综合收益分别为 0.02 亿元、0.09 亿元、17.08 亿元和 17.07 亿元，主要是公司根据新金融工具准则，将计入其他权益工具投资核算的对结构化主体及无控制、无共同控制及无重大影响的投资以公允价值计量且其变动计入其他综合收益。

公司有息债务规模较大，债务结构以长期有息债务为主，2019 年部分债务集中到期，面临一定的集中偿付压力

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司负债总额分别为 423.73 亿元、470.70 亿元、519.99 亿元和 491.15 亿元。其中，非流动负债占负债总额比例分别为 72.76%、61.67%、63.54% 和 64.08%，公司负债结构以非流动负债为主。

1. 流动负债

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司流动负债分别为 115.43 亿元、180.44 亿元、189.61 亿元和 176.43 亿元。截至 2018 年末，公司流动负债中占比较大的科目依次为一年内到期的非流动负债、应付账款、其他应付款、应交税费和应付票据，占比分别为 50.71%、14.29%、10.91%、9.46% 和 5.32%，合计占流动负债的 90.69%。

公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款和一年内到期的应付债券，2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司一年内到期的非流动负债分别为 16.35 亿元、67.64 亿元、96.15 亿元和 106.75 亿元。

公司应付账款主要为应付购煤款、应付采掘及矿务工程款和应付材料及设备

款, 2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末, 公司应付账款分别为 14.55 亿元、21.86 亿元、27.10 亿元和 30.05 亿元, 2017 年末应付账款同比大幅增长 50.24%, 主要是应付购煤款、应付采掘及矿务工程款增加所致。2018 年公司应付账款增长 23.95%, 主要是应付采掘及矿务工程款增加所致。2018 年末, 公司应付账款账龄以一年以内为主, 账龄一年以内的应付账款 26.64 亿元。

公司其他应付款主要为建安工程及设备款和保证金及押金, 2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末, 其他应付款分别为 36.54 亿元、35.98 亿元、20.68 亿元和 18.39 亿元。2018 年末, 账龄超过 1 年的其他应付款为 3.55 亿元, 占比 17.17%。2018 年末, 公司其他应付款大幅减少 15.30 亿元, 主要系应付建安工程款及保证金减少所致。

公司应交税费主要为增值税、企业所得税和资源税, 2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末, 公司应交税费分别为 10.55 亿元、10.39 亿元、17.93 亿元和 6.98 亿元。

公司应付票据为银行承兑汇票和商业承兑汇票, 2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末, 公司应付票据分别为 12.42 亿元、12.52 亿元、10.09 亿元和 7.23 亿元。

2. 非流动负债

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末, 公司非流动负债分别为 308.31 亿元、290.27 亿元、330.38 亿元和 314.72 亿元, 波动增长。截至 2018 年末, 公司非流动负债主要为长期借款和应付债券, 占比分别为 83.27%和 10.42%。

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末, 公司长期借款分别为 229.19 亿元、231.86 亿元、275.09 亿元和 259.32 亿元。2018 年末, 长期借款中保证借款和信用借款分别为 191.00 亿元和 84.09 亿元。公司长期借款主要用于补充流动资金和项目投资。

同期末, 公司应付债券分别为 69.81 亿元、44.91 亿元、34.41 亿元和 34.46 亿元。截至 2018 年末, 公司存续期债券为“18 伊泰 01”、“18 伊泰 02”和“14 伊泰 01”, 发行金额合计 80 亿元, 利率区间 5.00%~6.99%。2019 年和 2021 年, 应付债券到期偿还金额分别为 45.00 亿元和 35.00 亿元。

表 13: 截至 2018 年末公司存续债券情况

单位: 亿元、%

债券名称	债券类型	起息日	到期日	本金	票面利率
14 伊泰 01	一般公司债	2014-10-09	2019-10-09	45.00	6.99
18 伊泰 01	一般公司债	2018-06-08	2021-06-08	15.00	6.00
18 伊泰 02	一般公司债	2018-12-18	2021-12-18	20.00	5.00

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

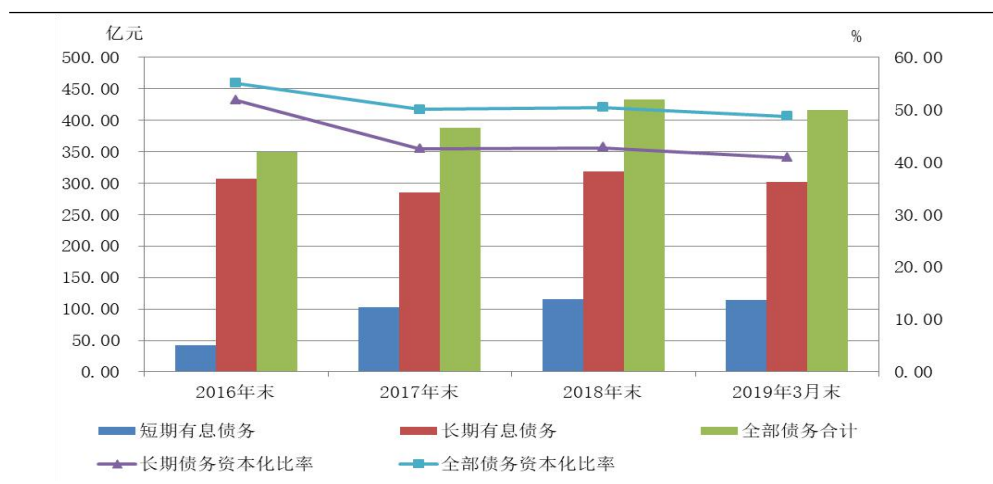
3. 债务负担

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末, 公司全部债务分别为 349.84 亿元、387.44 亿元、433.28 亿元和 416.31 亿元, 债务规模较大; 同期末, 短期有息债务占比分别为 12.23%、26.37%、26.60%和 27.38%, 债务结构以长期有息债务为主。

同期末, 公司资产负债率分别为 59.73%、55.66%、55.00%和 52.88%; 全部债务资本化比率分别为 55.05%、50.82%、50.45%和 48.75%; 长期债务资本化比率分

别为 51.80%、43.21%、42.77%和 40.86%。

图 6：2016 年～2018 年末及 2019 年 3 月末公司有息债务情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

截至 2019 年 3 月末，公司全部有息债务 416.31 亿元，长期借款主要以煤矿、铁路、煤化工的长周期项目贷款为主，期限较长，应付债券期限以 3 年～5 年为主。从公司债务期限结构来看，以公司现有债务为基础，公司在 2019 年到期的短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款、应付债券，融资租赁款以及其他金融机构借款规模较大，存在一定的集中偿还压力。

4. 对外担保

截至 2019 年 3 月末，公司无对外担保事项。

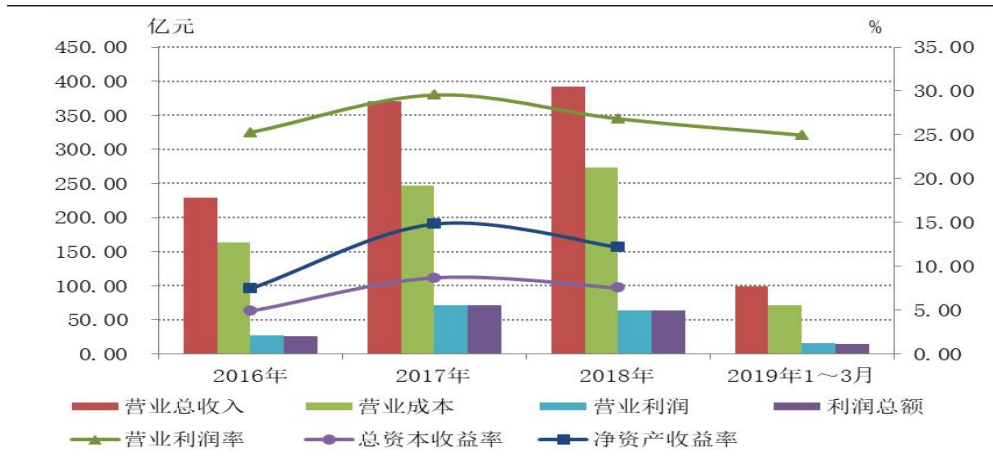
2017 年 3 月，公司与控股股东伊泰集团签订了《相互担保协议》，建立了互保关系。互保的主体包含公司与内蒙古伊泰集团有限公司及双方各自的控股子公司，互保期限及额度为 2017 年至 2019 年，每年为对方及其控股子公司向金融机构借款或融资提供担保不超过 20 亿元。伊泰集团在 2017 年和 2018 年开展新业务较少，银行贷款均采用信用贷款，故公司未对伊泰集团及其子公司提供担保。未来若伊泰集团新业务开展较多，公司可能面临或有负债增加的风险。

盈利能力

受益于煤炭行业回暖，近年公司营业收入逐年增长，主营获利能力处于较高水平，盈利能力很强

2016 年～2018 年，公司营业总收入分别为 228.59 亿元、370.09 亿元和 391.85 亿元，逐年上升；营业利润率分别为 25.26%、29.53%和 26.82%。

图 7：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司收入和盈利情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年~2018 年，公司期间费用分别为 28.38 亿元、39.26 亿元和 44.90 亿元，期间费用率分别为 12.42%、10.61% 和 11.46%，期间费用占比较高。2017 年，公司期间费用同比大幅增长 38.34%，主要是因为煤炭销量增加导致港口费用同比增加，以及公司加大煤炭开采洗选和煤化工科研创新研发支出所致。

表 14：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司期间费用情况

单位：亿元、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
销售费用	8.21	12.70	13.40	3.39
管理费用	11.32	17.84	11.58	2.84
研发费用	-	-	8.63	1.24
财务费用	8.84	8.72	11.28	3.91
期间费用合计	28.38	39.26	44.90	11.38
期间费用占营业收入比	12.42	10.61	11.46	11.48

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年~2018 年，公司营业利润分别为 25.38 亿元、71.53 亿元和 63.82 亿元，其中投资收益分别为 2.35 亿元、2.21 亿元和 2.96 亿元。公司 2018 年投资收益同比增长 33.84%，主要是公司处置长期股权投资所致。公司营业外收入主要为采矿权价款返还和政府补贴利得，近三年公司营业外收入分别为 0.40 亿元、0.23 亿元和 0.39 亿元。

同期，公司利润总额分别为 25.65 亿元、71.47 亿元和 63.61 亿元；净利润分别为 21.25 亿元、57.14 亿元和 51.72 亿元。

从资产盈利情况来看，2016 年~2018 年，公司总资本收益率分别为 4.88%、8.80% 和 7.51%，净资产收益率分别为 7.44%、15.24% 和 12.16%，近年公司总资本收益率和净资产收益率呈波动上升态势。

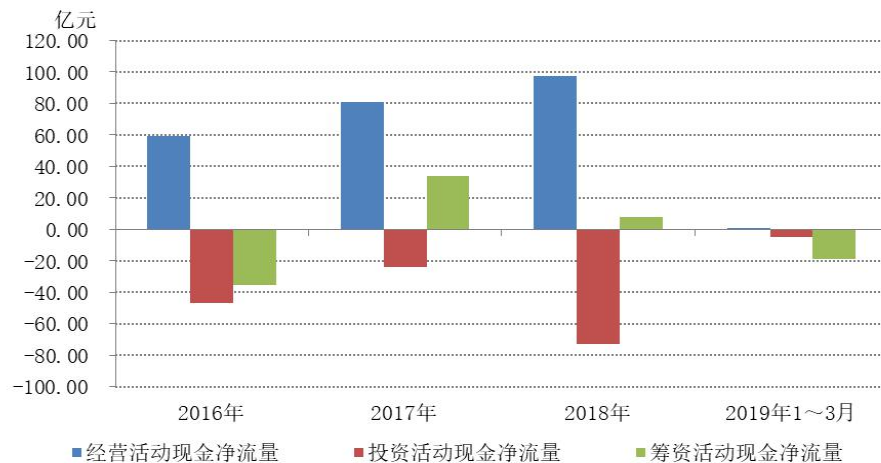
2019 年 1~3 月，公司营业收入为 99.18 亿元，营业利润率为 24.95%，利润总额为 14.97 亿元，净利润为 11.70 亿元。

现金流

公司近年经营性净现金流持续为净流入且增长较快，经营获现能力较强，投资性净现金流规模较大，对外部融资存在依赖

2016 年~2018 年，公司经营性净现金流逐年增长，分别为 59.53 亿元、80.75 亿元和 97.33 亿元，主要是销售商品、提供劳务收到的现金大幅增加所致。2016 年~2018 年，公司现金收入比分别为 121.58%、114.13%和 118.29%，公司经营获现能力较强。

图 8：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司现金流情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016 年~2018 年，公司投资活动净现金流持续净流出，分别为-47.11 亿元、-23.72 亿元和-72.73 亿元。2018 年，公司投资活动现金流净流出同比增加 49.02 亿元，主要是公司增加煤矿、铁路、煤化工投资，以及新增股权投资的投资金额较大所致。

2016 年~2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-35.15 亿元、33.97 亿元和 8.01 亿元。公司筹资活动现金流入主要来自于取得借款收到的现金以及吸收投资收到的现金。2016 年，随着煤炭产品市场价格回升，公司调整负债结构，大量偿还债务，筹资活动现金流净额为净流出；2017 年，公司增加了银行借款，筹资活动现金流转为净流入。2018 年，公司大量偿还债务，筹资活动现金流量净额大幅下降。近年来，公司为满足流动性需求，同时保证在建项目顺利进行，增加了直接融资和间接融资额度，对外部融资存在依赖。

2019 年 1~3 月，公司经营性净现金流、投资性净现金流和筹资活动净现金流分别为 0.50 亿元、-4.91 亿元和-18.99 亿元；经营性净现金流大幅下降，主要是本期缴纳以前年度税费所致。

偿债能力

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司流动比率分别为 100.81%、123.58%、124.32%和 122.73%；速动比率分别为 85.19%、115.12%、117.25%和 115.33%，流

动比率和速动比率逐年上升。近三年，公司经营现金流动负债比分别为 51.57%、44.75%和 51.33%。截至 2019 年 3 月末，公司货币资金 150.03 亿元，短期有息债务 113.98 亿元⁷。

表 15：2016 年~2018 年及 2019 年 3 月公司偿债能力情况

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
流动比率（%）	100.81	123.58	124.32	122.73
速动比率（%）	85.19	115.12	117.25	115.33
经营现金流动负债比（%）	51.57	44.75	51.33	-
EBITDA 利息倍数（倍）	2.80	5.01	4.57	-
全部债务/EBITDA（倍）	6.34	3.73	4.21	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

从长期偿债能力来看，近三年公司 EBITDA 分别为 55.17 亿元、103.98 亿元和 102.94 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 2.80 倍、5.01 倍和 4.57 倍；全部债务/EBITDA 倍数分别为 6.34 倍、3.73 倍和 4.21 倍。

截至 2019 年 3 月末，公司银行授信总额为 469.51 亿元，已使用授信 316.50 亿元，未使用授信额度 153.01 亿元。公司是国内首家“B+H”股上市的煤炭企业，融资渠道较为通畅。

过往债务履约情况

根据公司提供、由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2019 年 5 月 8 日，公司无已结清和未结清的不良信贷记录。

截至本报告出具日，公司在债券市场发行的各期债券均正常付息，到期债券按时兑付。

本期债券偿债能力

本期债券计划发行金额不超过 10 亿元（含 10 亿元），若按 10 亿元计算，本期债券发行规模是公司 2019 年 3 月末全部有息债务和负债总额的 2.40%和 2.04%，对公司现有资本结构影响一般。

截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 52.88%和 48.75%。本期债券发行后，发行金额若以 10 亿元计算，公司负债总额将上升至 501.15 亿元，资产负债率将上升至 53.38%，全部债务资本化比率上升至 49.34%。考虑到本期债券的募集资金拟全部用于偿还金融机构借款，本期债券发行后公司实际债务压力增幅小于上述指标值。

以公司 2018 年末的财务数据为基础，如不考虑其他因素，公司 EBITDA、经营活动现金流入、经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本期债券的保护倍数分别为 10.29 倍、46.76 倍、9.73 倍和 2.46 倍。公司经营活动产生的现金流入量对本期债券保障程度较高。

⁷ 公司短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

表 16：本期债券偿债能力指标

单位：倍

偿债指标	2016 年	2017 年	2018 年
EBITDA/本期发债额度	5.52	10.40	10.29
经营活动现金流入量偿债倍数	27.92	42.56	46.76
经营活动现金流量净额偿债倍数	5.95	8.07	9.73
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	1.24	5.70	2.46

资料来源：公司提供，东方金诚整理

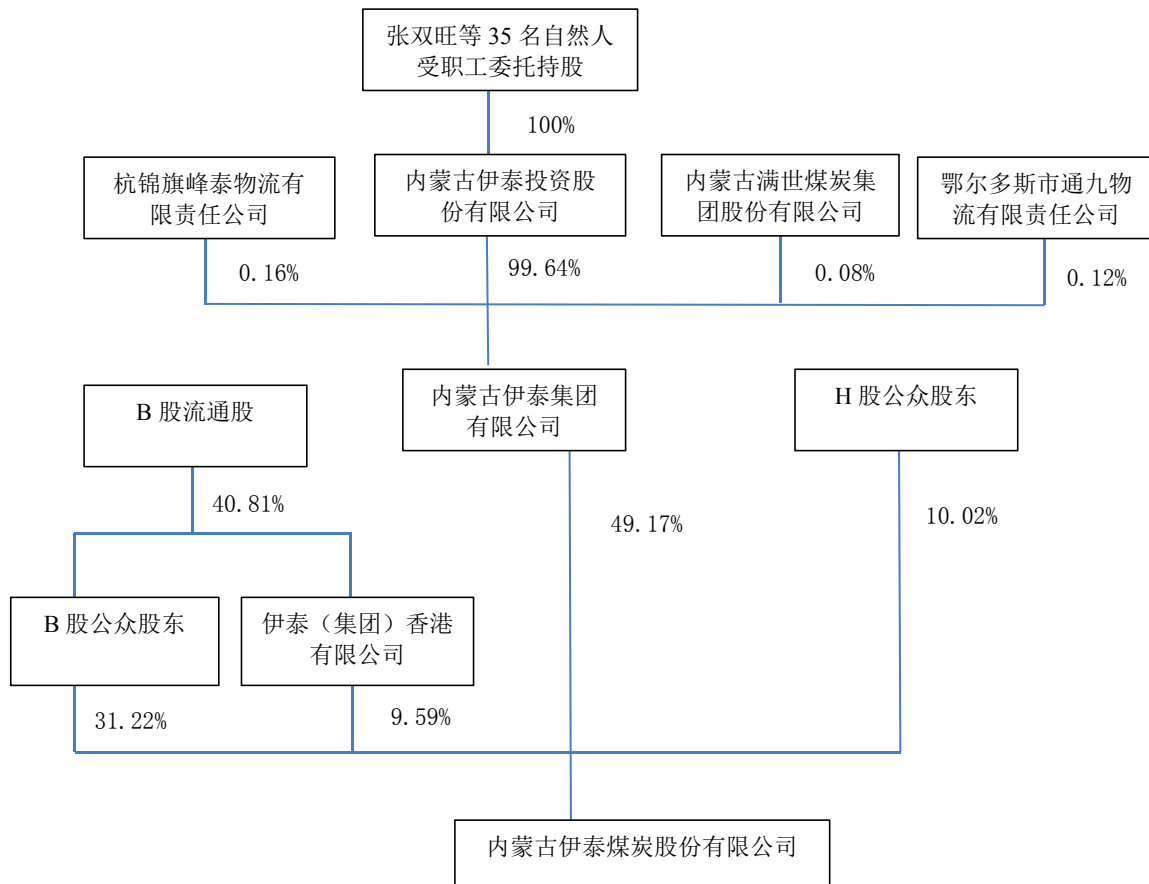
抗风险能力及结论

作为内蒙古地区最大的地方煤炭企业，公司煤炭资源储量丰富、煤质优良，规模优势突出，具备很强的行业竞争力；受益于塔拉壕等煤矿建成投产，以及煤炭行业下游需求回暖带来的煤炭价格上涨，公司煤炭业务收入逐年上升，业务获利能力较强；公司主要矿区煤炭赋存条件较好、开采成本较低，叠加较高保障的铁路运输与集运能力，降低了公司煤炭业务成本，增强了公司在区域煤炭坑口市场定价的话语权；公司是国内首家将间接法煤制油技术用于规模化生产的企业，煤制油技术运用行业领先；公司是国内首家“B+H”股上市的煤炭企业，受益于经营积累和股东增资，资本实力持续增强；公司资产和营业收入逐年增长，盈利能力很强，经营性现金流持续为净流入且增长较快，经营获现能力较强。

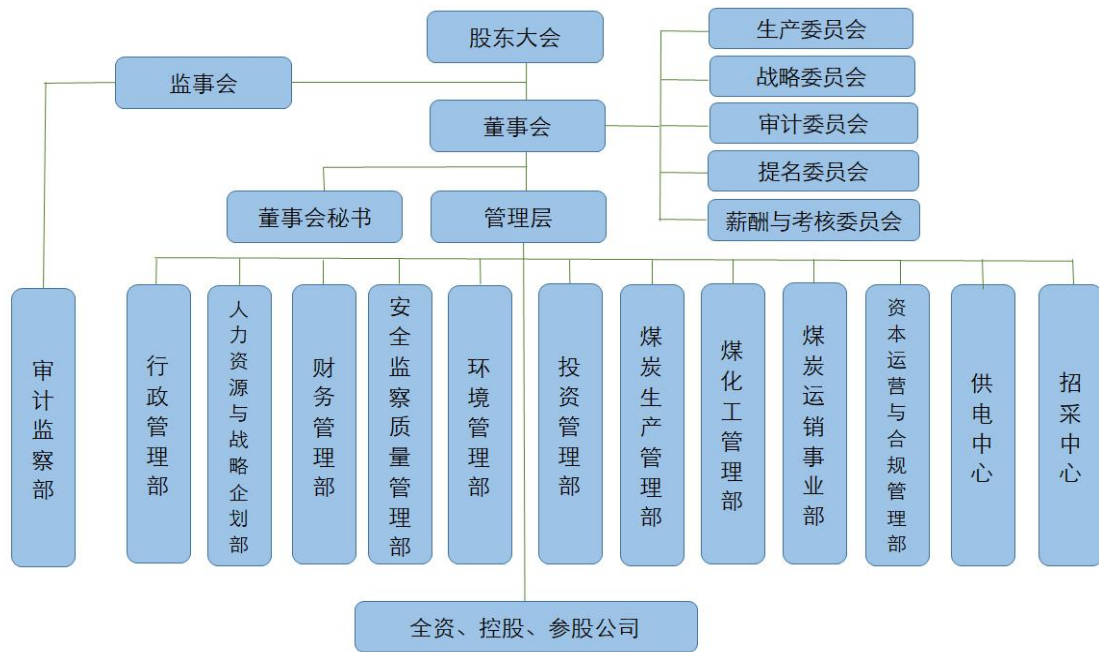
同时，东方金诚也关注到，公司煤化工业务在建项目数量较多，投资规模较大，未来面临一定的资本支出压力，煤化工项目盈利能力易受国际原油价格影响；公司部分外购煤炭从关联方处采购且客户集中度较高；公司有息债务规模较大，2019 年部分债务集中到期，面临一定的集中偿付压力。

综合考虑，东方金诚评定伊泰股份主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为 AAA，该级别反映了本期债券具备极强的偿还保障，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件一：截至 2019 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2019 年 3 月末公司组织结构图



附件三：截至 2019 年 3 月末公司纳入合并范围的子公司情况

单位：万元、%

序号	子公司名称	注册地	注册资本	经营范围	持股比例	
					直接	间接
1	内蒙古伊泰宝山煤炭有限责任公司	鄂尔多斯市	3000.00	煤炭采掘	100.00	-
2	内蒙古伊泰京粤酸刺沟矿业有限责任公司	鄂尔多斯市	108000.00	煤炭采掘	52.00	-
3	伊泰能源(上海)有限公司	上海市	5000.00	采掘	100.00	-
4	伊泰能源投资(上海)有限公司	上海市	5000.00	投资管理	100.00	-
5	伊泰供应链金融服务(深圳)有限公司	深圳市	10000.00	煤炭销售	100.00	-
6	伊泰(股份)香港有限公司	香港	300 万美元	国际贸易	100.00	-
7	内蒙古伊泰准格尔煤炭运销有限责任公司	鄂尔多斯市	1000.00	煤炭销售	100.00	-
8	乌兰察布市伊泰煤炭销售有限公司	乌兰察布市	5000.00	煤炭销售	100.00	-
9	内蒙古伊泰准东铁路有限责任公司	鄂尔多斯市	155400.00	铁路运输	71.27	-
10	鄂尔多斯大马铁路有限责任公司	鄂尔多斯市	109200.00	铁路运输	-	55.17
11	内蒙古伊泰准东金泰储运有限责任公司	鄂尔多斯市	29000.00	咨询	-	51.00
12	内蒙古伊泰呼准铁路有限公司	鄂尔多斯市	207459.80	铁路运输	76.99	-
13	准格尔旗呼准如意物流有限责任公司	鄂尔多斯市	100.00	仓储装卸	-	51.00
14	内蒙古伊泰煤制油有限责任公司	鄂尔多斯市	235290.00	煤化工	51.00	-
15	伊泰伊犁能源有限公司	伊犁市	157000.00	煤炭开采	90.20	-
16	伊泰伊犁矿业有限公司	伊犁市	67600.00	投资	90.20	-
17	伊泰新疆能源有限公司	乌鲁木齐市	136000.00	咨询	90.20	-
18	内蒙古伊泰化工有限责任公司	鄂尔多斯市	590000.00	化工生产	61.15	-
19	杭锦旗信诺市政建设投资有限公司	鄂尔多斯市	10000.00	市政管理	-	80.00
20	内蒙古伊泰宁能精细化工有限公司	鄂尔多斯市	20000.00	化工产品加工销售	-	51.00
21	内蒙古伊泰石油化工有限公司	鄂尔多斯市	30000.00	油品及化工品销售	90.20	-
22	伊泰清洁油品(北京)有限公司	北京市	3000.00	油品及化工品销售	-	100.00
23	伊泰化学(上海)有限公司	上海市	5000.00	化工品销售	-	100.00
24	内蒙古伊泰铁路投资有限责任公司	鄂尔多斯市	102000.00	铁路投资	100.00	-
25	内蒙古伊泰纳林庙灾害治理有限公司	鄂尔多斯市	21000.00	灾害治理	100.00	-
26	北京伊泰生物科技有限公司	北京市	1000.00	制药	100.00	-
27	伊泰渤海能源有限责任公司	秦皇岛市	5000.00	煤炭销售	100.00	-
28	伊泰(山西)煤炭运销有限责任公司	太原市	5000.00	煤炭销售	100.00	-
29	重庆伊泰鹏方合成新材料研究院有限公司	重庆市	3000.00	研发	60.00	-
30	内蒙古安创检验检测有限公司	鄂尔多斯市	100.00	煤质、油品检验检测	100.00	-
31	内蒙古伊泰石化装备有限责任公司	鄂尔多斯市	49906.21	煤化工设备及配件制造	-	83.89
32	杭州信丰投资管理合伙企业(有限合伙)	杭州市	-	基金投资	100.00	-
33	内蒙古伊泰嘎鲁图矿业有限公司	鄂尔多斯市	10000.00	煤炭生产及销售	100.00	-
34	共青城伊泰久友投资管理合伙企业(有限合伙)	江西省九江市	10100	项目投资、投资管理、实验投资	99.01	-

附件四：公司合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末 (未经审计)
流动资产：				
货币资金	504559.21	1457835.78	1761934.56	1500292.72
交易性金融资产	-	-	-	39.60
应收票据	17914.05	11187.42	10805.97	9654.57
应收账款	215315.04	217519.51	148145.24	200157.61
预付款项	58027.78	91093.09	86615.86	109892.03
其他应收款	43945.29	142381.46	64385.07	64719.10
划分为持有待售的资产	-	-	1705.66	1066.04
存货	180380.27	152734.04	134102.03	130591.36
其他流动资产	143498.13	157190.18	149610.63	148902.07
流动资产合计	1163639.78	2229941.47	2357305.01	2165315.10
非流动资产：				
可供出售金融资产	886815.26	887257.64	-	-
长期股权投资	97289.17	93878.05	891603.30	901522.19
投资性房地产	44047.94	52901.32	54613.47	53701.92
固定资产	2182721.73	2109602.60	3337199.83	3305412.50
在建工程	2183681.06	2406511.35	1218126.25	1400241.81
工程物资	103969.61	158266.14	160455.26	
其他权益工具投资	-	-	788958.19	797081.91
其他非流动金融资产	-	-	55521.01	78870.36
无形资产	175212.78	214912.35	297498.56	294714.71
开发支出	-	-	57.10	92.06
长期待摊费用	151265.20	180577.17	219729.49	220436.19
递延所得税资产	100951.05	75247.99	68601.42	65180.61
其他非流动资产	4566.77	46956.72	5470.74	5470.74
非流动资产合计	5930520.58	6226111.33	7097834.61	7122725.00
资产总计	7094160.36	8456052.80	9455139.62	9288040.10

附件四：公司合并资产负债表（续表）

单位：万元

项目名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末 (未经审计)
流动负债：				
短期借款	140000.00	220000.00	90000.00	-
交易性金融负债	8.02	0.36	372.14	7.55
应付票据	124232.92	125164.12	100930.66	72298.48
应付账款	145525.23	218638.04	271004.10	300460.78
预收款项	40745.51	40053.42	-	-
应付职工薪酬	22403.55	36370.03	32997.10	8119.31
应交税费	105493.90	103857.02	179289.66	69768.09
应付利息	23835.35	23558.75	18716.37	28554.69
应付股利	7607.87	71.04	71.04	-
合同负债	-	-	33837.08	33576.46
其他应付款	365367.14	359785.90	206848.96	183963.65
一年内到期的非流动负债	163458.46	676411.14	961478.06	1067506.20
其他流动负债	15583.68	473.17	587.46	-
流动负债合计	1154261.64	1804382.98	1896132.64	1764255.23
非流动负债：				
长期借款	2291927.43	2318637.27	2750910.21	2593197.73
应付债券	698057.46	449058.48	344131.85	344609.45
长期应付款	80733.52	85100.00	85363.86	85513.86
预计负债	4788.59	4975.55	46423.20	47021.10
递延收益	7223.80	7367.98	7378.37	7344.59
递延所得税负债	337.89	37519.25	69561.28	69561.28
非流动负债合计	3083068.70	2902658.53	3303768.76	3147247.99
负债合计	4237330.33	4707041.51	5199901.40	4911503.22
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)	325400.70	325400.70	325400.70	325400.70
资本公积	183135.48	216450.05	222288.77	222288.06
盈余公积	162861.40	162861.40	163402.45	163402.45
专项储备	-	-	5708.72	9772.05
其它综合收益	176.07	905.49	170791.69	170733.22
未分配利润	1730006.37	2162669.60	2433154.38	2531536.63
归属于母公司所有者权益合计	2401580.01	2868287.24	3320746.70	3423133.12
少数股东权益	455250.01	880724.04	934491.52	953403.76
所有者权益合计	2856830.02	3749011.29	4255238.22	4376536.88
负债和所有者权益总计	7094160.36	8456052.80	9455139.62	9288040.10

附件五：公司合并利润表

单位：万元

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月 (未经审计)
一、营业总收入	2285850.50	3700867.38	3918462.14	991834.96
其中：营业收入	2285850.50	3700867.38	3918462.14	991834.96
其他类金融业务收入	-	-	-	-
减：营业成本	1633327.67	2468911.81	2727474.72	715388.55
信用减值损失	-	-	176.00	-
其他业务成本(金融类)	-	-	-	-
税金及附加	75003.03	138916.32	139901.17	28941.38
销售费用	82148.90	127014.71	134009.14	33930.82
管理费用	113237.34	178430.15	115840.73	28387.74
研发费用	-	-	86339.64	12376.42
财务费用	88443.49	87199.39	112826.38	39131.08
资产减值损失	50037.94	4300.40	4181.60	-
加：公允价值变动净收益	-1.46	7.66	2353.04	1926.40
投资净收益	23546.13	22094.02	29571.07	9752.69
其中：对联营企业和合 营企业的投资收益	-6535.19	2306.45	8809.31	9428.89
资产处置收益	-13359.93	-4821.88	4168.67	537.21
其他收益	-	1876.71	4394.10	4820.09
二、营业利润	253836.88	715251.11	638199.62	150715.36
加：营业外收入	4023.96	2306.50	3906.60	482.91
减：营业外支出	1373.65	2858.64	6015.15	1470.96
三、利润总额	256487.18	714698.97	636091.07	149727.31
减：所得税	43950.97	143303.34	118846.41	32690.01
四、净利润	212536.21	571395.63	517244.66	117037.30
归属于母公司所有者的净利润	198576.22	492536.96	494753.06	98382.26
少数股东损益	13960.00	78858.66	103572.00	18655.04

附件六：公司合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月 (未经审计)
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	2779157.41	4223860.48	4635264.60	1108105.58
收到的税费返还	333.95	326.38	691.78	-
收到其他与经营活动有关的现金	12083.90	32121.05	39880.49	20700.22
经营活动现金流入小计	2791575.25	4256307.90	4675836.87	1128805.80
购买商品、接受劳务支付的现金	1783276.67	2719410.25	2964032.16	807618.66
支付给职工以及为职工支付的现金	129883.28	138897.46	151705.65	60323.38
支付的各项税费	239666.90	492688.32	498386.57	231481.63
支付其他与经营活动有关的现金	43484.90	97824.87	88413.39	24400.59
经营活动现金流出小计	2196311.75	3448820.90	3702537.77	1123824.26
经营活动产生的现金流量净额	595263.51	807487.00	973299.10	4981.54
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	25607.21	118953.35	130477.19	8871.11
取得投资收益收到的现金	16519.29	8730.38	13707.01	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	1391.25	37567.71	594.70	982.64
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	-	779.73	11982.34	-
收到其他与投资活动有关的现金	14000.00	3239.09	6821.73	-
投资活动现金流入小计	57517.75	169270.25	163582.97	9853.75
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	267500.11	372870.15	338120.88	27929.94
投资支付的现金	241200.00	24382.80	539799.48	31000.49
支付其他与投资活动有关的现金	19896.50	9200.00	13000.00	-
投资活动现金流出小计	528596.61	406452.95	890920.36	58930.43
投资活动产生的现金流量净额	-471078.86	-237182.69	-727337.39	-49076.68
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	1609.08	221854.00	7350.00	50.00
取得借款收到的现金	895978.20	1298700.00	1544975.00	142500.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	33000.00	-	-
筹资活动现金流入小计	897587.28	1553554.00	1552325.00	142550.00
偿还债务支付的现金	983204.65	928839.07	1057822.32	290412.85
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	206532.81	255912.87	407910.29	42005.28
支付其他与筹资活动有关的现金	59344.37	29072.50	6447.20	76.03
筹资活动现金流出小计	1249081.83	1213824.44	1472179.82	332494.15
筹资活动产生的现金流量净额	-351494.55	339729.56	80145.18	-189944.15
五、现金及现金等价物净增加额	-227309.90	910033.87	326106.89	-234039.28

附件七：公司合并现金流量表附表

单位：万元

将净利润调节为经营活动现金流量	2016 年	2017 年	2018 年
净利润	212536.21	571395.63	517244.66
加：资产减值准备	50037.94	4300.40	4357.60
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	150942.42	133183.65	150636.92
无形资产摊销	7541.94	5914.63	8657.65
长期待摊费用摊销	43367.54	94162.88	112385.48
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-13359.93	4821.88	-4168.67
固定资产报废损失	-	50.61	-674.86
公允价值变动损失	1.46	-7.66	-2353.04
财务费用	93353.74	91859.28	124094.85
投资损失	-23546.13	-22094.02	-29571.07
递延所得税资产减少	27730.14	25703.06	7184.73
递延所得税负债增加	-163.98	37181.36	-25892.94
存货的减少	-71830.85	27646.24	18632.01
经营性应收项目的减少	-15433.74	-92932.05	142058.83
经营性应付项目的增加	134086.74	-73698.88	-49293.05
间接法-经营活动产生的现金流量净额	595263.51	807487.00	973299.10
现金的期末余额	443275.95	1373309.82	1699416.71
减：现金的期初余额	670585.85	443275.95	1373309.82
加：现金等价物的期末余额	20000.00	-	-
减：现金等价物的期初余额	20000.00	20000.00	-
间接法-现金及现金等价物净增加额	-227309.90	910033.87	326106.89

附件八：公司主要财务指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月 (未经审计)
盈利能力				
营业利润率(%)	25.26	29.53	26.82	24.95
总资本收益率(%)	4.88	8.80	7.51	-
净资产收益率(%)	7.44	15.24	12.16	-
偿债能力				
资产负债率(%)	59.73	55.66	55.00	52.88
长期债务资本化比率(%)	51.80	43.21	42.77	40.86
全部债务资本化比率(%)	55.05	50.82	50.45	48.75
流动比率(%)	100.81	123.58	124.32	122.73
速动比率(%)	85.19	115.12	117.25	115.33
经营现金流流动负债比(%)	51.57	44.75	51.33	-
EBITDA 利息倍数(倍)	2.80	5.01	4.57	-
全部债务/EBITDA(倍)	6.34	3.73	4.21	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.04	0.15	0.06	-
筹资前现金流量净额利息保护倍数(倍)	1.33	6.21	2.02	-
经营效率				
销售债权周转次数(次)	-	16.02	20.22	-
存货周转次数(次)	-	14.82	19.02	-
总资产周转次数(次)	-	0.48	0.43	-
现金收入比(%)	121.58	114.13	118.29	111.72
增长指标				
资产总额年平均增长率(%)	-	19.20	15.45	-
净资产年平均增长率(%)	-	31.23	22.04	-
营业收入年平均增长率(%)	-	61.90	30.93	-
利润总额年平均增长率(%)	-	178.65	57.48	-
本期债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	5.52	10.40	10.29	-
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	27.92	42.56	46.76	-
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	5.95	8.07	9.73	-
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	1.24	5.70	2.46	-

附件九：主要财务指标计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
盈利指标	
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%
总资本收益率	(净利润+利息费用) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
利润现金比率	经营活动产生的现金流量净额/利润总额×100%
偿债能力指标	
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/（长期有息债务+短期有息债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期有息债务/（长期有息债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
EBITDA 利息倍数	EBITDA 利息倍数=EBITDA/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) /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
期内长期债务偿还能力	期内（净利润+固定资产折旧+摊销）/期内应偿还的长期债务本金
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计×100%
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%
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	筹资活动前现金流量净额/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	筹资活动前现金流量净额/（当年利息支出+当年应偿还的债务本金）
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
增长指标	
资产总额年平均增长率	(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%
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
本期债券偿债能力	
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额
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/本期债券到期偿还额
现金类资产偿债倍数	(货币资金+应收票据+交易性金融资产) /本期债券到期偿还额

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他有息债务
 短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他有息债务
 全部债务=长期有息债务+短期有息债务
 EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=利息费用+资本化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附件十：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

符号	定 义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务。

注：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。

关于内蒙古伊泰煤炭股份有限公司公开发行2019年 公司债券（第三期）信用评级跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务管理制度，东方金诚将在“内蒙古伊泰煤炭股份有限公司公开发行2019年公司债券（第三期）”的存续期内密切关注内蒙古伊泰煤炭股份有限公司的经营管理状况、财务状况、可续期公司债券的特殊发行事项等可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在内蒙古伊泰煤炭股份有限公司公布年报后的两个月内且不晚于每一会计年度结束之日起的六个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后10个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向内蒙古伊泰煤炭股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，内蒙古伊泰煤炭股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如内蒙古伊泰煤炭股份有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站（<http://www.dfratings.com>）和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司

2019年7月16日

