

跟踪评级公告

联合[2017]481号

内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司：

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发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司发行的“12 鄂资债”债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年五月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司

公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级:

跟踪评级结果: AA+

上次评级结果: AA+

债项信用等级

评级展望: 稳定

评级展望: 稳定

| 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 |
|--------|-------|------|--------|--------|-----------|
| 12 鄂资债 | 40 亿元 | 5 年 | AA+ | AA+ | 2016.6.12 |

跟踪评级时间: 2017 年 5 月 23 日

主要财务数据:

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 17 年 3 月 |
|-------------------|--------|--------|----------|
| 资产总额 (亿元) | 447.00 | 452.64 | 462.64 |
| 所有者权益 (亿元) | 136.24 | 140.17 | 142.24 |
| 长期债务 (亿元) | 72.66 | 31.90 | 25.40 |
| 全部债务 (亿元) | 240.33 | 250.53 | 251.81 |
| 营业收入 (亿元) | 152.40 | 165.91 | 45.36 |
| 净利润 (亿元) | 5.16 | 5.79 | 2.01 |
| EBITDA (亿元) | 38.82 | 43.70 | -- |
| 经营性净现金流 (亿元) | 50.07 | 42.73 | 14.54 |
| 营业利润率 (%) | 24.91 | 28.12 | 25.42 |
| 净资产收益率 (%) | 3.78 | 4.19 | 1.43 |
| 资产负债率 (%) | 69.52 | 69.03 | 69.26 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 63.82 | 64.12 | 63.90 |
| 流动比率 (倍) | 0.49 | 0.48 | 0.51 |
| EBITDA 全部债务比 (倍) | 0.16 | 0.17 | -- |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 2.93 | 3.43 | -- |
| EBITDA/待偿本金合计 (倍) | 0.97 | 1.09 | -- |

注: 1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。2、公司全部债务的计算范围包括“其他应付款”、“一年内到期的非流动负债”的债务部分。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。4、2017 年一季度数据未经审计, 相关财务指标未年化。5、2016 年公司发生同一控制下企业合并, 对 2014 年和 2015 年的财务数据进行了追溯调整, 报告中为调整后的数据。

评级观点

作为全球产销规模领先的羊绒服装生产销售企业和单体硅铁合金生产企业, 跟踪期内, 内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司 (以下简称“公司”或“鄂尔多斯”) 继续保持着在国内的行业主导地位, 羊绒产品品牌和循环经济产业链优势突出。随着电冶行业整体景气度的持续回升, 公司盈利水平有所提升, 经营性现金流继续呈现较大规模净流入状态。但联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 同时关注到公司负债仍处于较高水平, 短期偿债压力较大, 费用控制能力有待提高。

未来, 公司将加强鄂尔多斯产品创新及品牌建设, 并进一步完善能源冶金化工上下游产业链, 维持成本优势。

目前, 公司正在筹划非公开发行股票事项, 若能顺利实施将有望进一步提升公司资本实力, 但该事项存在不确定性。

综上所述, 联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”, 评级展望维持“稳定”; 同时维持“12 鄂资债”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 2016 年, 随着行业景气度的回升, 公司充分发挥自身的成本优势, 继续加强市场渠道的拓展, 收入规模有所扩大。

2. 2016 年, 公司硅铁、硅锰合金等主要产品产销量均有所上升, 市场地位保持稳固。

3. 2016 年, 公司经营性现金流继续呈现较大规模净流入状态, 持续、大规模的政府补助为公司盈利奠定了良好基础。

关注

1. 跟踪期内, 国内羊绒产品需求持续低迷, 羊绒质量、品牌影响力以及技术水平依然制约

着我国羊绒行业的发展。

2. 跟踪期内，公司财务费用依旧处于较高水平；公司短期债务占比升高，债务负担进一步加重，短期偿债压力增大。

3. 公司涉及煤炭、铁合金、电石等高风险行业，仍存在一定安全风险。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

周 婷

电话：010-85172818

邮箱：zhout@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：





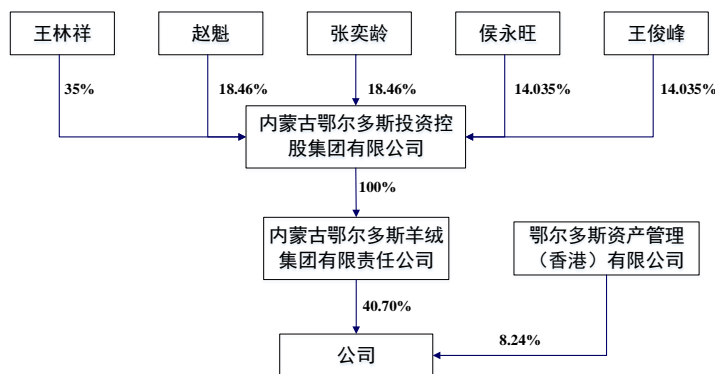
联合信用评级有限公司

一、主体概况

内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司（以下简称“公司”或“鄂尔多斯”）是于 1995 年 10 月 15 日，以原鄂尔多斯羊绒衫厂为发起人，采取募集设立方式向境外投资者发行人民币特种股票（B 股）而创立的中外合资股份有限公司。2001 年 4 月，公司增发 A 股 0.8 亿股，并在上海证券交易所正式挂牌上市，股票代码“600295.SH”。2006 年 7 月，公司通过控股内蒙古鄂尔多斯电力冶金股份有限公司（以下简称“电冶公司”），从原来单一的羊绒制品联合加工型企业，转向同时兼有煤、电、硅铁合金生产的资源型企业。2011 年 4 月 20 日，经公司 2010 年度股东大会审议通过，公司全称由“内蒙古鄂尔多斯羊绒制品股份有限公司”变更为现用名。

经过多次股本变更，截至 2017 年 3 月底，公司注册资本为 10.32 亿元；鄂尔多斯集团和鄂尔多斯资产管理（香港）有限公司（鄂尔多斯集团一致行动人）合计持有公司股份达 50,508.51 万股，持股比例 48.94%。内蒙古鄂尔多斯投资控股集团有限公司（以下简称“投资控股集团”），为公司的最终控股股东以及实际控制人。

图 1 截至 2017 年 3 月底公司的股权结构图



资料来源：联合评级整理

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。截至 2016 年底，公司部门设置无变化，见附件 1；纳入公司合并范围的控股子公司合计 26 家；拥有在职员工 21,622 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 452.64 亿元，负债合计 312.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）140.17 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 72.71 亿元。2016 年，公司实现合并营业收入 165.91 亿元，净利润（含少数股东损益）5.79 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.66 亿元；经营活动产生的现金流量净额 42.73 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.09 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司合并资产总额 462.64 亿元，负债合计 320.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）142.24 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 73.75 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 45.36 亿元，净利润（含少数股东损益）2.01 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.11 亿元；经营活动产生的现金流量净额 14.54 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.67 亿元。

公司注册地址：内蒙古鄂尔多斯市东胜区罕台轻纺街 1 号；法定代表人：王臻。

二、债券发行及募集资金使用情况

本次公司债券发行工作已于 2012 年 9 月 3 日结束，发行总额为 400,000.00 万元人民币。其中网上发行 574.30 万元，网下发行 399,425.70 万元，发行票面利率为 6.20%。债券期限为 5 年，本次公

司债券票面利率在债券存续期内固定不变，采取单利按年计息，不计复利。

本次债券于 2012 年 9 月 13 日在上海证券交易所挂牌交易，证券简称为“12 鄂资债”，证券代码为“122163.SH”。

截至 2012 年末，本次公司债发行所募集资金已全部用于补充流动资金和偿还银行借款。跟踪期内，公司支付了本次公司债券 2015 年 8 月 30 日至 2016 年 8 月 29 日的利息 2.48 亿元。

三、行业分析

2016 年，公司收入及利润主要来源于羊绒和铁合金业务。

1. 羊绒加工业

我国羊绒及制品加工数量世界第一、生产能力世界第一、出口量世界第一，世界羊绒消费市场 3/4 以上的商品产自中国。虽然近年来出于植被保护、生态和谐目的，中国政府推行了“禁牧、限牧、圈养”等政策，但中国羊绒在世界羊绒业的地位没有发生变化，中国羊绒产品在世界羊绒市场所占的份额持续增长。

2016 年，我国社会消费品零售总额 332,316 亿元，同比增长 10.4%，增速比 2015 年回落 0.3 个百分点；服装类商品零售额累计 10,218 亿元，同比增长 6.8%，增速比 2015 年回落 2.5 个百分点；我国服装行业规模以上企业累计完成服装产量 314.52 亿件，同比下降 1.64%，比 2015 年下降 3.64 个百分点，其中梭织服装同比下降 2.76%，针织服装同比下降 0.26%。宏观经济环境下行进一步加剧了行业竞争激烈程度。

依据智研咨询数据，2016 年我国山羊绒出口数量为 2,995 吨，同比增长 15.4%；出口金额为 19,699.7 万美元，同比下降 6.5%。2016 年，国内羊绒产品下游需求继续低迷。

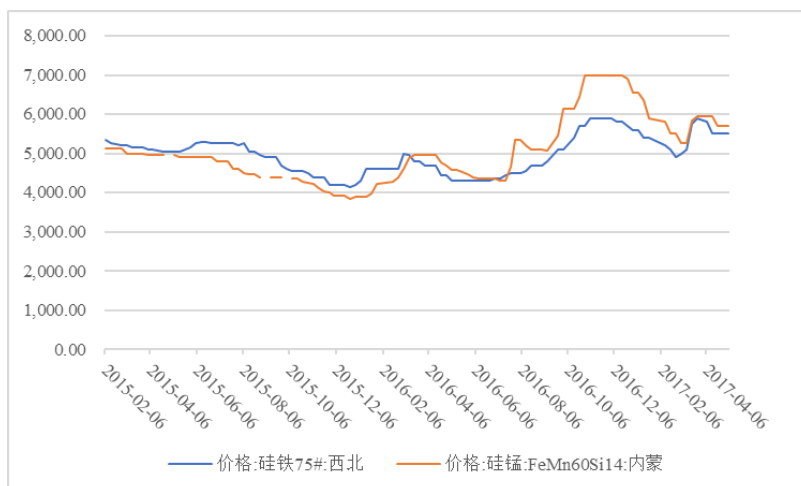
2016 年，我国羊绒行业存在的主要问题依然没有根本性改观：我国羊绒业的发展主要是依赖规模的扩大，缺乏真正知名的自主品牌，产品的附加值还有待提高。我国羊绒制品出口往往只能占据国际羊绒商品的低端市场，或者为国外品牌接单加工，贴牌出口。此外，羊绒企业缺乏有效的营销渠道，消费市场对中国羊绒产品品质、中国羊绒深加工能力还需要进一步的认知和感受。

总体看，2016 年，宏观经济环境下行进一步加剧了羊绒行业竞争激烈程度。同时，羊绒质量、品牌影响力以及技术水平依然制约着我国羊绒行业的发展。

2. 铁合金业

2016 年我国宏观经济下行压力仍然较大，但受钢铁行业供给侧改革影响，硅铁、硅锰市场均有所回暖，销售价格波动上升，硅锰价格增幅较大。截至 2017 年 5 月 5 日，硅铁价格为 5,500 元/吨，硅锰价格为 5,700 元/吨。

图2 2015年以来我国硅铁、硅锰价格走势（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯，联合评级整理。

在价格有所回升的情况下，我国硅铁、硅锰生产线依然开工严重不足。2016年，硅铁产能有所下降，而硅锰产能进一步增长至 2,379.84 万吨，达到最高峰；硅铁产量基本保持稳定，硅锰产量大幅回升至 694.81 万吨，硅铁和硅锰的产能利用率均较上年小幅提升，分别为 38.89% 和 29.20%，仍处于较低水平。如下表所示。

表1 近三年我国硅铁、硅锰产能、产量情况（单位：万吨、%）

| 时间 | 硅铁 | | | 硅锰 | | |
|-------|--------|--------|-------|----------|--------|-------|
| | 产能 | 产量 | 产能利用率 | 产能 | 产量 | 产能利用率 |
| 2014年 | 717.10 | 542.58 | 75.66 | 2,150.00 | 731.90 | 34.04 |
| 2015年 | 918.75 | 333.01 | 36.25 | 2,290.90 | 550.95 | 24.05 |
| 2016年 | 862.20 | 335.33 | 38.89 | 2,379.84 | 694.81 | 29.20 |

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

总体看，2016年，硅铁和硅锰行业景气度有所回升，但从产能利用率来看，仍回升乏力，未来行业整合力度将加大。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化；主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

进入 2016 年，公司继续加强成本控制。服装板块，继续完善原材料的储备机制，保证原材料的稳定供应，在生产加工环节，对生产工艺、技术专利和规模化生产等方面进行成本的控制；在电冶板块，公司继续推进循环经济模式，充分发挥各个板块的协同作用，降低生产成本。

2016 年，公司实现营业收入 165.91 亿元，较上年增长 8.87%；营业利润 6.63 亿元，较上年增长 85.50%，主要系公司加强成本控制所致；净利润 5.79 亿元，较上年增长 12.18%。

从主营业务情况来看，受下游需求回暖影响，2016 年，公司实现主营业务收入 163.19 亿元，较

上年增长 9.01%，羊绒板块和电冶板块的占比分别为 15.15% 和 84.85%，较上年变化不大。具体看，羊绒板块实现收入 24.72 亿元，较上年增长 7.95%；电冶板块实现收入 138.47 亿元，较上年增长 9.20%。

表 2 2015~2017 年一季度公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 项目 (分行业) | 2015 年 | | | 2016 年 | | | 2017 年一季度 | | |
|-------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 羊绒板块 | 22.90 | 15.30 | 41.29 | 24.72 | 15.15 | 40.09 | 6.17 | 13.69 | 52.05 |
| 电冶板块 | 126.80 | 84.70 | 23.78 | 138.47 | 84.85 | 27.72 | 38.90 | 86.31 | 23.81 |
| 合计 | 149.70 | 100.00 | 26.45 | 163.19 | 100.00 | 29.59 | 45.07 | 100.00 | 27.68 |

资料来源：公司年报

注：与表 3 合计数不一致，主要系公司仅对外披露主要产品所致。

分产品看，2016 年，公司羊绒制品毛利率虽较 2015 年有所下降，但仍保持在 40.92% 的较高水平；受硅锰产量增长使得单位固定成本下降影响，硅锰合金毛利率较上年提升 2.96 个百分点至 20.70%；受煤炭产量下降导致单位固定成本上升影响，煤炭毛利率下降至 43.49%；PVC 树脂为公司产业链最末端产品，受益于公司成本控制优势以及销售价格大幅上涨，2016 年毛利率较上年大幅提升 15.65 个百分点至 33.78%；受下游市场有所回暖以及公司成本控制影响，公司电石毛利率提升 6.17 个百分点至 33.97%。其他板块毛利率变化不大。2016 年，公司主要产品综合毛利率为 28.99%，小幅提升 2.48 个百分点。

表 3 2015~2017 年一季度公司主营业务收入分产品构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 项目 (分产品) | 2015 年 | | | 2016 年 | | | 2017 年一季度 | | |
|-------------|---------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|---------------|--------------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 羊绒制品 | 21.79 | 15.51 | 42.77 | 23.95 | 16.13 | 40.92 | 5.91 | 14.24 | 54.07 |
| 硅铁 | 59.10 | 42.06 | 23.49 | 60.84 | 40.98 | 23.15 | 16.07 | 38.73 | 15.18 |
| 硅锰合金 | 20.23 | 14.40 | 17.74 | 22.09 | 14.88 | 20.70 | 6.13 | 14.77 | 15.52 |
| 煤炭 | 5.47 | 3.89 | 53.28 | 5.11 | 3.44 | 43.49 | 1.86 | 4.48 | 71.76 |
| 电石 | 14.45 | 10.28 | 27.80 | 16.28 | 10.96 | 33.97 | 6.00 | 14.46 | 24.27 |
| PVC 树脂 | 19.49 | 13.87 | 18.13 | 20.21 | 13.61 | 33.78 | 5.52 | 13.30 | 27.02 |
| 合计 | 140.53 | 100.00 | 26.51 | 148.48 | 100.00 | 28.99 | 41.49 | 100.00 | 26.19 |

资料来源：公司年报

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 45.36 亿元，较上年同期增长 28.92%；实现净利润 2.01 亿元，较上年同期增长 36.40%，系电冶板块受市场景气度上升影响，主要产品销量有所上升所致。

总体看，2016 年受行业景气度有所回升影响，公司营业收入有所增长，主营业务毛利率整体有所提升。

2. 羊绒板块

生产方面，2016 年公司羊绒衫产能保持不变，产量较上年增长 16.93% 至 270.86 万件，产能利用率 87.37%；围巾、披肩产能与上年保持一致，产量大幅增长 70.70% 至 78.08 万件，产能利用率由上年的 35.18% 大幅增长至 60.06%，主要系受全球经济逐步复苏影响使得公司外销订单数量增加、以及公司品牌重塑和渠道升级战略带动内销订单增加所致。2017 年一季度，公司羊绒板块各产品产量均较小，主要系羊绒行业的季节性原因所致

表 4 2015~2017 年一季度公司羊绒制品生产情况（单位：万件/年、%）

| 项目 | | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年一季度 |
|-------|-------|--------|--------|-----------|
| 羊绒衫 | 产能 | 310 | 310 | 77.5 |
| | 产量 | 231.65 | 270.86 | 16.52 |
| | 产能利用率 | 74.73 | 87.37 | 21.32 |
| 围巾、披肩 | 产能 | 130 | 130 | 32.5 |
| | 产量 | 45.74 | 78.08 | 9.14 |
| | 产能利用率 | 35.18 | 60.06 | 28.12 |

资料来源：公司提供

采购方面，受围巾、披肩产量增长的影响，2016 年公司原材料无毛绒采购量较上年增长 23.55%至 1,270.95 吨；2016 年采购均价为 45.23 万元/吨，较上年下降 8.76%，主要系受国内市场无毛绒需求疲软所致。

表 5 2015~2017 年一季度公司羊绒板块原料采购情况

| 原材料名称 | | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年一季度 |
|-------|---------------|-----------|-----------|-----------|
| 无毛绒 | 采购量（单位：吨） | 1,028.72 | 1,270.95 | 262.45 |
| | 采购均价（单位：万元/吨） | 49.57 | 45.23 | 45.18 |
| | 采购额（万元） | 50,991.74 | 57,485.03 | 11,857.14 |

资料来源：公司提供

销售方面，受全球经济复苏、国外市场需求增长影响，公司羊绒制品销量有所回升。2016 年，公司共销售羊绒制品 325.19 万件，较上年增长 11.46%，主要系围巾、披肩的销量增长所致。从内外销比例看，内销 145.00 万件，较上年下降 7.27%；出口 180.19 万件，较上年增长 33.10%，出口占比为 55.41%，较 2015 年提高 9.01 个百分点。

表 6 2015~2017 年一季度公司羊绒制品销售分布情况（单位：万件、%）

| 项目 | | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年一季度 |
|-------|------|---------------|---------------|--------------|
| 羊绒衫 | 总销量 | 239.73 | 246.01 | 30.85 |
| | 内销量 | 140.56 | 120.00 | 25.50 |
| | 出口量 | 99.17 | 126.01 | 5.35 |
| | 出口占比 | 41.37 | 51.22 | 17.34 |
| 围巾、披肩 | 总销量 | 52.02 | 79.18 | 9.49 |
| | 内销量 | 15.81 | 25.00 | 4.33 |
| | 出口量 | 36.21 | 54.18 | 5.16 |
| | 出口占比 | 69.61 | 68.43 | 54.37 |
| 合计 | 总销量 | 291.75 | 325.19 | 40.34 |
| | 内销量 | 156.37 | 145.00 | 29.83 |
| | 出口量 | 135.38 | 180.19 | 10.51 |
| | 出口占比 | 46.40 | 55.41 | 26.05 |

资料来源：公司提供

2017 年一季度，公司羊绒衫以及围巾、披肩的销售量均不及 2016 年的 1/4，主要系羊绒类产品季节性较强，生产、销售主要集中在二、三季度所致；羊绒衫出口占比出现大幅下降，主要系公司羊绒类出口主要集中在二、三季度所致。

总体看，2016 年，受国内外羊绒制品业景气度回升、需求增长影响，公司羊绒制品总销量有所

增长。

3. 电冶板块

2016年，随着下游市场行业景气度上升，公司硅铁和硅锰产品销量增长，该板块实现收入82.93亿元，同比增长4.54%。市场占有率方面，公司硅铁的市场占有率从2015年的39.72%下降至38.50%，硅锰的市场占有率从2015年的6.68%下降至5.62%。公司硅铁和硅锰产品的市场占有率小幅下降，但仍保持较高的市场地位。

产能方面，2016年公司新投入硅铁合金产线45万吨，使得硅铁产能增加至180万吨/年，同时，新投入硅锰生产线10万吨，使得硅锰产能增加至40万吨/年。

产量方面，2016年，公司生产硅铁142.92万吨和硅锰合金42.76万吨，分别较上年增长8.04%和16.39%，主要系公司新投入产线以及通过优化管理和技术改造，产能扩大产量增加所致；受2016年新投入产线影响，公司产能利用率较上年下降至79.40%和106.90%，分别较上年下降18.59个百分点和15.57个百分点。2017年一季度硅铁合金和硅锰合金的产能利用率分别为86.61%和133.97%，保持稳定。

表7 2015~2017年一季度公司冶金业务生产概况（单位：万吨/年、万吨、%）

| 产品 | 项目 | 2015年 | 2016年 | 2017年一季度 |
|------|-------|--------|--------|----------|
| 硅铁合金 | 产能 | 135.00 | 180.00 | 45.00 |
| | 产量 | 132.28 | 142.92 | 38.97 |
| | 产能利用率 | 97.99 | 79.40 | 86.61 |
| 硅锰合金 | 产能 | 30.00 | 40.00 | 10.00 |
| | 产量 | 36.74 | 42.76 | 13.40 |
| | 产能利用率 | 122.47 | 106.90 | 133.97 |

资料来源：公司提供

注：2017年一季度产能按季进行折算

采购方面，随着2016年硅铁合金和硅锰合金产量的增长，兰炭和硅石的采购量均较上年有所增长，球团矿采购量较上年变化不大。采购价格方面，硅石采购均价较上年提高5.71%至62.79元/吨，主要系市场价格上涨所致；兰炭采购均价较上年下降5.60%至408.47元/吨，主要系内蒙古地区2016年煤炭价格回升较晚，全年平均价格仍有所下降所致；球团矿采购均价较上年下降5.49%至687.21元/吨，主要系原材料铁精粉价格下降所致。受原材料市场价格大幅上涨影响，2017年一季度公司主要原材料采购均价出现上涨，其中兰炭涨幅最为显著，主要系随着煤炭行业供给侧改革的实施，煤炭价格大幅上涨所致。

表8 2015~2017年一季度原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

| | 项目 | 2015年 | 2016年 | 2017年一季度 |
|-----|------|--------|--------|----------|
| 兰炭 | 采购量 | 199.96 | 268.66 | 70.19 |
| | 采购均价 | 432.69 | 408.47 | 776.67 |
| 硅石 | 采购量 | 173.9 | 284.91 | 80.38 |
| | 采购均价 | 59.4 | 62.79 | 64.55 |
| 球团矿 | 采购量 | 23.27 | 22.91 | 6.87 |
| | 采购均价 | 727.14 | 687.21 | 765.02 |

资料来源：公司提供

销售方面，2016年下半年以后，虽然主要产品销售价格有所回升，但回升幅度较小，且受上半

年下游钢铁行业产能过剩、持续低迷影响，2016年公司硅铁及硅锰的平均销售价格有所下降，平均销售价格分别为4,355.49元/吨和5,005.83元/吨，较上年分别下降了5.70%和15.43%。随着下半年下游市场有所回暖，公司加大销售力度，2016年公司硅铁、硅锰的销量分别为139.69万吨和44.13万吨，较上年分别增长9.18%和29.11%。受市场景气度持续回升影响，2017年一季度，公司硅铁及硅锰销售价格均出现大幅上涨，硅铁合金销售均价已经回到2015年的均价水平，硅锰合金销售均价大幅反弹37.27%至6,870.87，但由于该行业产能利用率尚处于较低阶段，随着产能的逐步释放，长期看，硅铁合金和硅锰合金价格上涨的持续性有待观察。

表9 2015~2017年一季度硅铁及硅锰销售情况

| 产品 | 项目 | 2015年 | 2016年 | 2017年一季度 |
|------|---------|----------|----------|----------|
| 硅铁合金 | 销量(万吨) | 127.95 | 139.69 | 34.36 |
| | 产销率(%) | 96.73 | 97.74 | 88.16 |
| | 价格(元/吨) | 4,618.74 | 4,355.49 | 4,678.19 |
| 硅锰合金 | 销量(万吨) | 34.18 | 44.13 | 8.93 |
| | 产销率(%) | 93.03 | 103.21 | 66.64 |
| | 价格(元/吨) | 5,919.47 | 5,005.83 | 6,870.87 |

资料来源：公司提供

总体看，受行业景气度回升影响，公司2016年电冶板块产销量均有所增长；价格方面，公司主要产品销售价格自2016年下半年开始持续上涨，但持续性有待观察。

4. 电石及PVC树脂业务

2016年，公司完成电石生产量134.58万吨，较上年上升6.10%；销售量75.52万吨，较上年增长10.33%，主要系公司所产电石部分用于生产PVC树脂，由于公司PVC树脂生产技术提高，电石消耗水平下降使得对外销售增加所致；产销率为56.11%，较上年提升2.14个百分点。2016年，PVC树脂生产量和销售量分别为45.05万吨和42.47万吨，产量较上年增长4.99%，销量较上年下降5.52%；产销率为94.28%，较上年下降10.47个百分点，主要系公司2015年消化以前年度库存后，于2016年补充库存所致。

2016年，公司电石平均销售价格2,156.32元/吨，较上年变化不大；PVC树脂平均销售价格4,759.51元/吨，较上年增长9.78%，主要系2016年下半年市场回暖所致。2017年一季度，随着市场景气度持续回升，公司电石和PVC树脂销售均价均出现大幅上涨。

表10 2015~2017年一季度公司电石和PVC业务销售情况

| 产品 | 项目 | 2015年 | 2016年 | 2017年一季度 |
|-------|-----------|----------|----------|----------|
| 电石 | 产量(万吨) | 126.84 | 134.58 | 42.61 |
| | 销量(万吨) | 68.45 | 75.52 | 24.91 |
| | 产销率(%) | 53.97 | 56.11 | 58.48 |
| | 销售均价(元/吨) | 2,110.75 | 2,156.32 | 2,409.02 |
| PVC树脂 | 产量(万吨) | 42.91 | 45.05 | 11.90 |
| | 销量(万吨) | 44.95 | 42.47 | 10.55 |
| | 产销率(%) | 104.75 | 94.28 | 88.67 |
| | 销售均价(元/吨) | 4,335.68 | 4,759.51 | 5,230.26 |

资料来源：公司提供

总体看，2016年，公司电石板块变动不大；随着PVC行业2016年下半年市场回暖，PVC销售价格上涨，带动该板块效益有所提升。

5. 煤炭业务

公司煤炭经洗选后，少量热值高的洗精煤外销，剩余热值偏低的部分发电自用。2016年，公司煤炭资源储量无较大变化，实际产能仍为550.00万吨；产量较上年大幅下降35.09%至324.56万吨，主要系2016年上半年煤炭价格持续下行，公司策略性减产所致；销量120.92万吨，较上年减少21.66%，主要系2016年煤炭产量减少，公司首先满足内部发电自用所致。2017年，随着煤炭供给侧改革的稳步进行，公司煤炭销售价格大幅上涨。

表11 2015~2017年一季度公司煤炭业务产销情况

| 项目 | 2015年 | 2016年 | 2017年一季度 |
|-----------|--------|--------|----------|
| 产能（万吨） | 550.00 | 550.00 | 137.50 |
| 产量（万吨） | 500.05 | 324.56 | 66.07 |
| 销量（万吨） | 154.36 | 120.92 | 18.84 |
| 销售均价（元/吨） | 354.66 | 422.29 | 985.09 |

资料来源：公司提供

注：公司所产煤炭首先满足发电自用，多余部分用于对外销售。

总体看，2016年公司煤炭生产仍以自用为主，公司可权衡外销与自用的利弊做出最有利选择以实现收益最大化。

6. 经营效率

2016年，公司应收账款周转率为8.10次，较上年降低0.17次，存货周转率为3.05次，较上年提高0.28次，总资产周转率为0.37次，较上年提高0.03次，均较上年变化不大。

总体看，2016年各项经营效率指标维持在较高水平，较上年变动不大。

7. 重大事项

公司于2017年5月16日公布了《非公开发行A股股票预案（修订稿）》，拟向不超过10名特定对象发行不超过13,993.81万股，预计募集资金不超过97,257万元，本次募集资金拟用于营销渠道拓展及品牌升级建设项目、研发生产体系升级建设项目和信息化系统升级建设项目。

截至本评级报告出具日，本次非公开发行A股预案相关事项尚未获得中国证券监督管理委员会的核准，该事项能否顺利实施仍存在较大的不确定性，联合评级将持续关注该事项进展情况。

总体看，公司正在筹划的非公开发行股票事项若能顺利实施，将有望进一步提升公司资本实力。

8. 关联交易

2016年，公司关联交易均为主营业务相关，且金额较小，见下表。公司关联交易主要按照市场价格进行交易，对公司经营独立性影响较小，公司对关联交易依赖较小。

表12 近两年公司关联交易情况（单位：万元、%）

| 年份 | 从关联方采购、接受劳务 | | 向关联方销售、提供劳务 | |
|-------|-------------|---------|-------------|---------|
| | 金额 | 占营业成本比例 | 金额 | 占营业收入比例 |
| 2015年 | 74,659.23 | 6.70 | 40,193.01 | 2.64 |
| 2016年 | 66,040.27 | 5.70 | 31,763.12 | 1.91 |

资料来源：公司年报

整体看，公司经营方面的关联交易规模不大，且占比逐年下降，对公司财务独立性影响较小。

9. 经营关注

公司产品所处行业受宏观经济影响较大，盈利能力存在一定波动

公司产品主要涉及羊绒制品、铁合金、电石等。近年来，这些产品由于受到原料价格波动、行业政策调控、市场需求萎缩等因素的影响，产品价格都有所波动，导致公司盈利能力有所波动。

羊绒加工业市场竞争激烈，面临一定市场压力

中国羊绒加工业具有市场化程度高、进入壁垒低、行业自律性差等特点，产能严重过剩，羊绒加工企业数量众多，行业内部竞争激烈；虽然公司在羊绒产业上有资源优势、产品优势及品牌优势，但仍面临一定的压力。

公司涉及铁合金、电石等多个行业，存在一定安全生产及环保风险

公司涉及煤炭、铁合金、电石等高风险行业，安全生产涉及人员、机器设备、物料、环境等因素，一旦出现安全事故，将直接影响公司生产销售，也会造成极大的社会负面影响。同时，公司的煤炭、铁合金、电石等行业又是环保监控的重点行业，环保要求的不断提高将影响公司的生产成本。

10. 未来发展

整体看，公司将通过品牌营销、渠道升级、物流优化、研发提升、信息建设以及产业循环等方面增强公司的综合竞争实力。

具体看，羊绒服装板块，公司将通过强化自身品牌和渠道建设、外延并购等方式进一步提升品牌力和市场营销能力，通过精益化生产适应高端和时尚品牌服装的需求，建立更加国际化的设计团队提供国际一流的产品设计。

电力冶金化工板块，公司将通过对内挖潜，持续全方位降本，通过技术创新和管理创新，提升产品和服务竞争力，不断提高经营效益。

总体看，公司未来发展规划可实施性较强。中长期内，公司将进一步巩固其行业地位，保障公司稳健、健康发展。

六、财务分析

公司 2016 年度合并财务报表已经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见。2016 年，公司通过同一控制下企业合并新纳入合并范围的企业 2 家，主要包括内蒙古鄂尔多斯能源有限责任公司和内蒙古羊绒技术研究院有限公司，因处置不再纳入合并报表的企业 3 家。由于公司对 2016 年同一控制下企业合并后的 2014~2016 年财务数据进行了追溯调整，公司财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 452.64 亿元，负债合计 312.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）140.17 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 72.71 亿元。2016 年，公司实现合并营业收入 165.91 亿元，净利润（含少数股东损益）5.79 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.66 亿元；经营活动产生的现金流量净额 42.73 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.09 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 462.64 亿元，负债合计 320.40 亿元，所有者权益（含少数股东权益）142.24 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 73.75 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 45.36 亿元，净利润（含少数股东损益）2.01 亿元，其中归属于母公司所有者的净

利润 1.11 亿元；经营活动产生的现金流量净额 14.54 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.67 亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司合并资产总额为 452.64 亿元，较年初增长 1.26%；其中流动资产和非流动资产占比分别为 29.79% 和 70.21%，较年初变动不大，仍以非流动资产为主。

截至 2016 年底，公司流动资产合计 134.86 亿元，较年初增长 17.25%，主要系货币资金和预付款项大幅增长所致；流动资产构成以货币资金（占 31.24%）、应收票据（占 14.87%）、应收账款（占 13.21%）、预付款项（占 5.92%）、其他应收账款（占 6.19%）和存货（占 25.89%）为主。

截至 2016 年底，公司货币资金为 42.13 亿元，较年初增长 107.92%，主要系取得销售货款增加所致，其中受限货币资金占 29.34%，为银行承兑汇票保证金和信用证保证金；公司应收票据为 20.06 亿元，较年初增长 11.16%，系公司销售回款以票据方式结算增加所致，其中已质押的银行承兑票据 6.97 亿元；公司应收账款账面价值 17.82 亿元，较年初减少 17.41%，主要系公司收回上年延长期限的应收账款所致，计提应收账款坏账准备 1.37 亿元，计提比例 7.14%，计提比例较高，主要系公司对银川浩天世纪商贸有限公司等 3 家公司计提跌坏账准备所致；预付款项账面价值为 7.99 亿元，较年初大幅增长 411.28%，主要系公司在煤炭、电力价格看涨的情况下通过预付采购的形势锁定采购成本所致；其他应收款账面价值为 8.35 亿元，较年初减少 46.76%，主要系本期保证金及往来借款减少所致，计提坏账准备 0.92 亿元，占其他应收款账面余额的 9.89%；公司存货账面价值为 34.91 亿元，较年初增长 2.07%，主要是原料及库存商品，其中原材料占 39.84%、库存商品占 53.16%，计提存货跌价准备 3.44 亿元，占存货账面余额的 8.97%，计提比例较合理。

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 317.78 亿元，较年初减少 4.27%，非流动资产主要由长期股权投资（占 18.61%）和固定资产（占 72.36%）构成。截至 2016 年底，公司长期股权投资为 59.15 亿元，较年初增长 0.10%，主要系对联营企业鄂尔多斯市鄂尔多斯双欣电力有限公司（以下简称“双欣电力”）（期末余额 3.94 亿元）、内蒙古鄂尔多斯永煤矿业投资有限公司（期末余额 33.42 亿元）以及鄂尔多斯财务有限公司（期末余额 9.76 亿元）的投资；公司固定资产账面价值为 229.94 亿元，较年初减少 0.88%，公司固定资产以房屋及建筑物（占账面余额 39.96%）和机器设备（占账面余额 56.99%）为主，固定资产成新率为 67.78%，成新率尚可；计提减值准备 1.55 亿元。

截至 2016 年底，公司受限资产合计 56.10 亿元，占资产总额的 12.39%，主要包括货币资金 12.36 亿元、固定资产 22.45 亿元。

截至 2017 年 3 月末，公司资产总额 462.64 亿元，较年初增长 2.21%，其中流动资产占比较年初提高 2.49 个百分点至 32.28%，非流动资产占比下降至 67.72%，公司资产仍以非流动资产为主。

总体看，公司资产结构偏重非流动资产，固定资产占比较高；公司货币资金充足，存货跌价准备计提较为合理，资产质量较上年有所提高。

2. 负债及所有者权益

负债

截至 2016 年底，公司负债总额为 312.48 亿元，较年初增长 0.55%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 89.09%，非流动负债占比 10.91%，公司仍以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债为 278.40 亿元，较年初增长 17.49%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致，以短期借款（占 54.66%）、应付账款（占 14.81%）和一年内到期的非流动负债（占 21.25%）为主。截至 2016 年底，公司短期借款为 152.18 亿元，较年初增长 20.23%，

主要系公司为完善产业链增加投入所致；应付账款为 41.24 亿元，较年初减少 0.80%；公司一年内到期的非流动负债合计 59.16 亿元，较年初增长 105.13%，主要系“12 鄂资债”将于 2017 年到期所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债 34.08 亿元，较年初下降 53.82%，主要系应付债券减少所致。公司非流动负债主要为长期借款（占 93.61%），截至 2016 年底，长期借款 31.90 亿元，较年初减少 0.40%。

截至 2016 年底，公司全部债务 250.53 亿元，较年初增长 4.25%，其中短期债务和长期债务的占比分别为 87.27% 和 12.73%，与年初的 69.77% 和 30.23% 相比，公司短期债务占比升高。公司债务结构与资产构成不相匹配，较高的短期刚性债务水平加大了公司的短期支付压力。

截至 2016 年底，公司资产负债率为 69.03%，较年初降低 0.49 个百分点；全部债务资本化比率为 64.12%，较年初上升 0.30 个百分点；长期债务资本化比率为 18.54%，较年初下降 16.24 个百分点，公司负债水平略有降低。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 320.40 亿元，较年初增长 2.54%，其中，流动负债占比为 91.40%，占比较年初提高 2.31 个百分点。全部债务 251.81 亿元，较年初增长 0.51%，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 69.26%、63.90% 和 15.15%，较年初变动不大。

总体看，公司有息债务规模较大，资产负债率较高，短期刚性债务支付压力大，整体债务结构有待改善。

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 140.17 亿元，较年初增长 2.88%，主要系未分配利润的增长所致，其中归属于母公司的所有者权益合计占比为 51.88%。归属于母公司所有者权益中，股本占 14.19%，资本公积占 17.97%，盈余公积占 6.77%，未分配利润占 60.45%，未分配利润占比较大，公司所有者权益稳定性较弱。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 142.24 亿元，较年初增长 1.47%，其结构较年初变化不大。

总体看，公司少数股东权益占比较大，归属于母公司的所有者权益以未分配利润为主，权益结构稳定性较弱。

3. 盈利能力

跟踪期内，公司主要产品下游需求有所回暖，利润规模有所提升。2016 年，公司实现营业收入 165.91 亿元，较上年增长 8.87%，相应的营业成本 115.89 亿元，较上年上升 4.00%，增幅小于营业收入增幅；实现营业利润 6.63 亿元，较上年增长 85.50%；实现利润总额 8.77 亿元，较上年增长 25.13%；净利润 5.79 亿元，较上年增长 12.18%。

2016 年，公司期间费用合计 36.54 亿元，较上年增长 10.29%。其中销售费用 10.61 亿元，较上年增长 14.18%，主要系公司业务规模扩大导致的公司运杂费和销售人员职工薪酬增长所致；管理费用 11.08 亿元，较上年增长 3.67%，主要系 2016 年国家出台煤炭限产政策以及原煤和普通硅铁市场景气度下滑，公司部分煤矿及硅铁炉停产导致的公司停工损失增长所致；财务费用 14.85 亿元，较上年增长 12.91%，主要系本期汇兑损失增加所致。受上述原因影响，公司费用收入比为 22.02%，较上年提高 0.28 个百分点，公司费用控制能力仍有待提升。

2016 年，公司资产减值损失 3.62 亿元，较上年增长 90.02%，主要系近几年市场低迷，公司 2016 年对硅铁及羊绒制品存货计提存货跌价损失所致；公司实现投资收益 0.12 亿元，较上年下降 80.79%，主要是联营公司业绩有所下滑，使得公司对联营公司采用权益法核算的投资收益大幅减少所致。

2016年,公司实现营业外收入2.60亿元,较上年减少29.28%,占2016年公司利润总额的29.68%,公司营业外收入主要为因生产技术改进等而获得的政府补贴收入,从近年来公司获得的补贴情况及当地政府对相关产业的扶持政策来看,公司补贴收入延续性较强,对公司利润的保障形成有力支撑,但补贴额度有下降趋势。

从盈利指标看,2016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4.81%、4.76%和4.19%,分别较2015年提升0.06个百分点、0.41个百分点和0.41个百分点,公司盈利水平有所提升。

2017年1~3月,公司实现营业收入45.36亿元,较上年同期增长28.92%,主要系电冶板块受市场景气度上升影响,主要产品销量有所上升所致;实现净利润2.01亿元,较上年同期增长36.40%。

总体看,2016年,公司所在行业形势有所好转,公司收入规模有所增长;但费用控制能力仍有待提高,营业外收入对公司利润形成贡献较大,延续性较强。

4. 现金流

2016年,受公司所在行业回暖影响,公司经营活动现金流入和流出分别为203.83亿元和161.10亿元,较上年分别增长12.55%和22.95%,经营活动现金流出较流入增幅较大,主要系2016年公司往来款项增长导致支付的其他与经营活动有关的现金大幅增长所致。2016年公司经营活动现金净流入42.73亿元,较上年下降14.65%。2016年,公司现金收入比为116.06%,较上年提升7.05个百分点,收入实现质量有所提升,且处于较高水平。

2016年,公司投资活动现金净流出量11.24亿元,较上年下降67.04%,其中投资活动现金流入为3.06亿元,较上年增长84.53%,主要系往来款项大幅增长所致;投资活动现金流出为14.30亿元,较上年减少60.03%,主要系随着公司在建工程完工转固,公司购建固定资产支出较上年大幅减少所致。

2016年,公司筹资活动现金流入229.61亿元,较上年增长28.74%,主要系取得银行借款收到的现金;筹资活动现金流出244.05亿元,较上年增长25.71%,主要系公司偿还债务支付现金较上年增长所致;公司筹资活动产生的现金流量净额-14.44亿元,经营活动现金净流入可以覆盖投资和筹资活动现金净流出,但随着公司为完善上下游产业链增加投入,公司未来仍存在一定融资需求。

2017年1~3月,公司经营活动产生的现金净流量为14.54亿元;投资活动现金流量净额为-1.46亿元;筹资活动现金流量净额为-9.46亿元,经营活动现金净流入可以覆盖投资和筹资活动净流出。

总体看,2016年,公司经营活动现金净流入保持稳定、收入实现质量较高;公司投资规模继续下降,融资需求减少。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看,2016年公司流动比率和速动比率分别为0.48倍和0.36倍,与2015年基本持平,受公司2016年销售收入增长导致的现金流入增长使得公司货币资金大幅增长,现金短期债务比较上年上升0.05个百分点至0.28倍。公司短期偿债能力小幅提升。

从长期偿债能力指标看,受2016年利润总额大幅增长25.13%的影响,EBITDA较上增长12.58%至43.70亿元。2016年,公司EBITDA构成较2015年变化较小,主要由折旧(占49.38%)、计入财务费用的利息支出(占28.97%)、利润总额(占20.06%)构成,EBITDA质量有待提高。2016年公司EBITDA全部债务比为0.17倍,较上年变化不大,EBITDA对全部债务的保障程度小幅提升,但仍属一般水平;EBITDA利息倍数为3.43倍,较上年提高0.51个百分点。公司长期偿债能力一般。

截至 2016 年底，公司获得授信额度共计 287.80 亿元，未使用额度 58.71 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司作为上市公司，直接融资渠道通畅。

截至 2016 年底，公司对外担保合计 6.19 亿元，系对内蒙古伊东煤炭集团有限责任公司（以下简称“伊东煤炭集团”，占 90.47%）和西宁城投（占 9.53%）的担保，对外担保总额占 2016 年底公司所有者权益的 4.42%。伊东煤炭集团是集煤炭、煤化工、电力为一体的大型能源企业，拥有直属煤矿 13 座，被列为国家级循环经济试点单位，现为中国煤炭企业百强、内蒙古自治区 30 户重点煤炭企业。2016 年内，煤炭行业受供给侧改革影响，运行情况良好，公司或有负债风险较低。

根据《公司企业信用报告》（机构信用代码：G1015060200007670A），截至 2017 年 3 月 1 日，公司无未结清不良或关注类信贷信息记录，已结清的贷款中有 1 笔欠息，已于 2009 年 3 月结清，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司资产流动性一般，负债水平较高，债务负担有所加重，但公司经营活动现金流状况较好，融资渠道通畅，整体偿债能力尚可。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年 3 月底，公司现金类资产达 73.39 亿元，约为“12 鄂资债”本金（40 亿元）的 1.83 倍，公司现金类资产对“12 鄂资债”的覆盖程度较高；净资产达 142.24 亿元，约为“12 鄂资债”本金（40 亿元）的 3.56 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“12 鄂资债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为 43.70 亿元，约为“12 鄂资债”本金（40 亿元）的 1.09 倍，公司 EBITDA 对“12 鄂资债”的覆盖程度较强。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金净流入 42.73 亿元，约为“12 鄂资债”本金（40 亿元）的 1.07 倍，公司经营活动现金净流入量对“12 鄂资债”的覆盖程度较强。

综合以上分析，并考虑到公司作为全球产销规模领先的羊绒服装生产销售企业和单体硅铁合金生产企业，在品牌影响力与成本控制能力等方面具有优势，公司对“12 鄂资债”的偿还能力很强。

八、综合评价

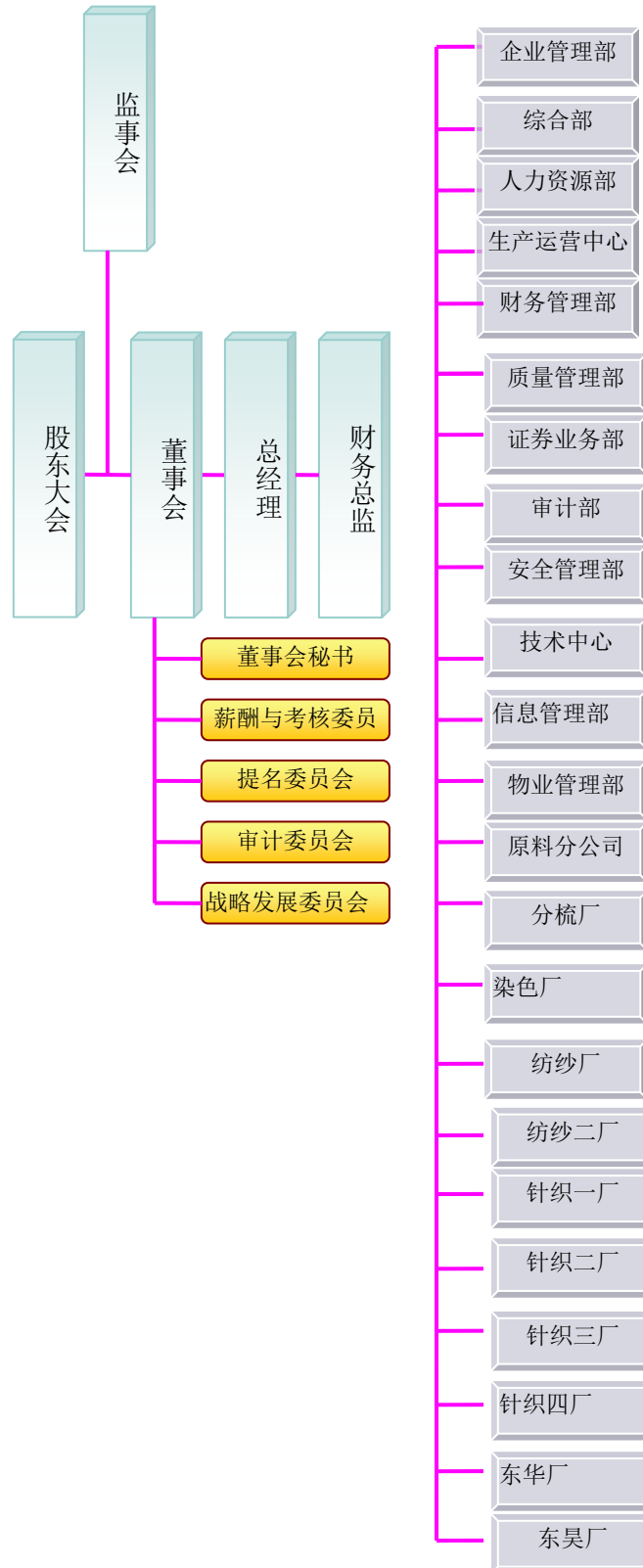
作为全球产销规模领先的羊绒服装生产销售企业和单体硅铁合金生产企业，跟踪期内，公司继续保持着在国内的行业主导地位，羊绒产品品牌和循环经济产业链优势突出。随着电冶行业整体景气度的持续回升，公司盈利水平有所提升，经营性现金流继续呈现较大规模净流入状态。但联合评级同时关注到公司负债仍处于较高水平，费用控制能力有待提高。

未来，公司将加强鄂尔多斯产品创新及品牌建设，并进一步完善能源冶金化工上下游产业链，维持成本优势。

目前，公司正在筹划非公开发行股票事项，若能顺利实施将有望进一步提升公司资本实力，但该事项存在不确定性。

综上所述，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望维持“稳定”；同时维持“12 鄂资债”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1 公司组织结构图



附件 2 内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司 主要财务指标

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 3 月 |
|---------------------|--------|--------|------------|
| 资产总额 (亿元) | 447.00 | 452.64 | 462.64 |
| 所有者权益 (亿元) | 136.24 | 140.17 | 142.24 |
| 短期债务 (亿元) | 167.67 | 218.64 | 226.41 |
| 长期债务 (亿元) | 72.66 | 31.90 | 25.40 |
| 全部债务 (亿元) | 240.33 | 250.53 | 251.81 |
| 营业收入 (亿元) | 152.40 | 165.91 | 45.36 |
| 净利润 (亿元) | 5.16 | 5.79 | 2.01 |
| EBITDA (亿元) | 38.82 | 43.70 | -- |
| 经营性净现金流 (亿元) | 50.07 | 42.73 | 14.54 |
| 应收账款周转次数 (次) | 8.27 | 8.10 | -- |
| 存货周转次数 (次) | 2.77 | 3.05 | -- |
| 总资产周转次数 (次) | 0.34 | 0.37 | -- |
| 现金收入比率 (%) | 109.02 | 116.06 | 119.48 |
| 总资本收益率 (%) | 4.75 | 4.81 | 0.51 |
| 总资产报酬率 (%) | 4.36 | 4.76 | 0.60 |
| 净资产收益率 (%) | 3.78 | 4.19 | 1.43 |
| 营业利润率 (%) | 24.91 | 28.12 | 25.42 |
| 费用收入比 (%) | 21.74 | 22.02 | 20.00 |
| 资产负债率 (%) | 69.52 | 69.03 | 69.26 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 63.82 | 64.12 | 63.90 |
| 长期债务资本化比率 (%) | 34.78 | 18.54 | 15.15 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 2.93 | 3.43 | -- |
| EBITDA 全部债务比 (倍) | 0.16 | 0.17 | -- |
| 流动比率 (倍) | 0.49 | 0.48 | 0.51 |
| 速动比率 (倍) | 0.34 | 0.36 | 0.38 |
| 现金短期债务比 (倍) | 0.23 | 0.28 | 0.32 |
| 经营现金流动负债比率 (%) | 21.13 | 15.35 | 4.97 |
| EBITDA/待偿债券本金合计 (倍) | 0.97 | 1.09 | -- |

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、公司全部债务的计算范围包括“其他应付款”、“一年内到期的非流动负债”的债务部分。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。4、2017 年一季度数据未经审计，相关财务指标未年化。5、2016 年公司发生同一控制下企业合并，对 2014 年和 2015 年的财务数据进行了调整，报告中使用调整后的数据。

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 | |
| 年均增长率 | (1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1)) - 1]×100% |
| 经营效率指标 | |
| 应收账款周转次数 | 营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2] |
| 存货周转次数 | 营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额) /2] |
| 总资产周转次数 | 营业收入/[(期初总资产+期末总资产) /2] |
| 现金收入比率 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100% |
| 盈利指标 | |
| 总资本收益率 | (净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2]×100% |
| 总资产报酬率 | (利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产) /2]×100% |
| 净资产收益率 | 净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100% |
| 主营业务毛利率 | (主营业务收入-主营业务成本) /主营业务收入×100% |
| 营业利润率 | (营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100% |
| 费用收入比 | (管理费用+营业费用+财务费用) /营业收入×100% |
| 财务构成指标 | |
| 资产负债率 | 负债总额/资产总计×100% |
| 全部债务资本化比率 | 全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益) ×100% |
| 长期债务资本化比率 | 长期债务/(长期债务+所有者权益) ×100% |
| 担保比率 | 担保余额/所有者权益×100% |
| 长期偿债能力指标 | |
| EBITDA 利息倍数 | EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出) |
| EBITDA 全部债务比 | EBITDA/全部债务 |
| 经营现金债务保护倍数 | 经营活动现金流量净额/全部债务 |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | 筹资活动前现金流量净额/全部债务 |
| 短期偿债能力指标 | |
| 流动比率 | 流动资产合计/流动负债合计 |
| 速动比率 | (流动资产合计-存货)/流动负债合计 |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |
| 经营现金流动负债比率 | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100% |
| 经营现金利息偿还能力 | 经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出) |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 | 筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出) |
| 本次公司债券偿债能力 | |
| EBITDA 偿债倍数 | EBITDA/本期公司债券到期偿还额 |
| 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/本次公司债券到期偿还额 |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数 | 经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额 |

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+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。