

信用等级公告

联合[2012] 031 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内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2012 年公司债券进行综合分析和评估，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+

内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司拟发行的 2012 年 40 亿元公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

二零一二年五月二日

地址：天津市和平曲阜道 80 号（300042）

电话：022-58356998

传真：022-58356989

<http://www.lianhecreditrating.com.cn>

内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司

2012 年公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级: AA+

发行人主体信用等级: AA+

评级展望: 稳定

本期发行规模: 不超过 40 亿元

债券期限: ≤7 年

还本付息方式: 按年付息、到期一次还本

评级时间: 2012 年 5 月 2 日

主要财务数据

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	12 年 3 月
资产总额(亿元)	206.19	258.87	305.41	321.38
所有者权益(亿元)	68.75	86.10	99.18	101.02
长期债务(亿元)	46.18	68.89	58.65	66.90
全部债务(亿元)	109.58	135.44	159.29	173.48
营业收入(亿元)	81.17	117.38	136.32	27.88
净利润(亿元)	6.67	14.70	16.30	1.91
EBITDA(亿元)	16.79	28.98	36.73	--
经营性净现金流(亿元)	8.64	20.89	26.29	-3.86
营业利润率(%)	24.56	30.08	30.66	26.81
净资产收益率(%)	10.36	18.98	17.60	2.04
资产负债率(%)	66.66	66.74	67.53	68.57
全部债务资本化比率(%)	61.45	61.13	61.63	63.20
流动比率	0.89	1.13	0.97	1.02
EBITDA 全部债务比	0.15	0.21	0.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.21	3.90	3.60	--
EBITDA/本期发债额(倍)	0.42	0.72	0.92	--

注: 1、公司 2012 年 1 季度财务报告未经审计, 相关财务指标未年化;

2、公司未提供 2012 年 1 季度现金流量补充资料表, 因此相关指标未计算;

3、本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币。

分析师

刘洪涛

电话 022-58356912

邮箱 liuhongtao@lianhecr.com

崔津珠

电话 022-58356953

邮箱 cuijinzhu@lhcrs.com

传真: 022-58356989

地址: 天津市和平曲阜道 80 号 (300042)

Http: // www. lianhecreditrating. com. cn

评级观点

内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司(以下简称“公司”)是中国羊绒制品加工、硅铁和电石生产的龙头企业。联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对其评级反映了公司在国内羊绒加工行业突出的品牌、规模和资源优势, 及其电力冶金、化工业务受益于煤电资源造就的低成本优势, 整体抗风险能力较强。

公司实现了从单一羊绒加工业向兼有电力冶金、氯碱化工等领域的成功转型, 经营规模不断扩大。虽然公司在近年来的战略扩张期间资本支出规模大、债务规模呈上升的状况, 但其行业地位稳固, 并保持了良好的盈利水平。稳定的原材料、能源供应造就的低成本优势有助于化解公司经营和财务风险。联合评级对其评级展望为稳定。

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

优势

1. 公司是目前世界最大的羊绒制品加工企业, 生产设备和先进技术, 营销网络覆盖全国, 品牌和规模优势突出。

2. 内蒙古鄂尔多斯地区羊绒资源和煤炭资源储量丰富, 为公司羊绒业和电力冶金业持续发展提供了原料和能源保障。

3. 公司硅铁单体生产能力处于全球首位, 与大型钢铁企业建立了稳定的合作关系, 客户资源具有保障。

4. 公司电石产能规模居国内前列, 与大型化工企业建立了稳定的合作关系, 销售渠道畅通。

5. 公司拥有煤矿和自备电厂, 形成了“煤-电-高载能产品”深加工产业链条, 硅铁、电

石等产品的生产成本具有竞争力，可有效抵御市场波动风险。

关注

1. 人民币升值、人工和原材料成本上涨等因素将对公司羊绒制品的经营产生负面影响。

2. 公司硅铁、电石等主要产品的需求易受下游行业景气度波动影响，产品盈利能力受市场价格影响较大。

3. 近年来，公司资本支出规模大，债务规模呈上升的状况。

信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评估人员与内蒙古鄂尔多斯资源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。

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

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

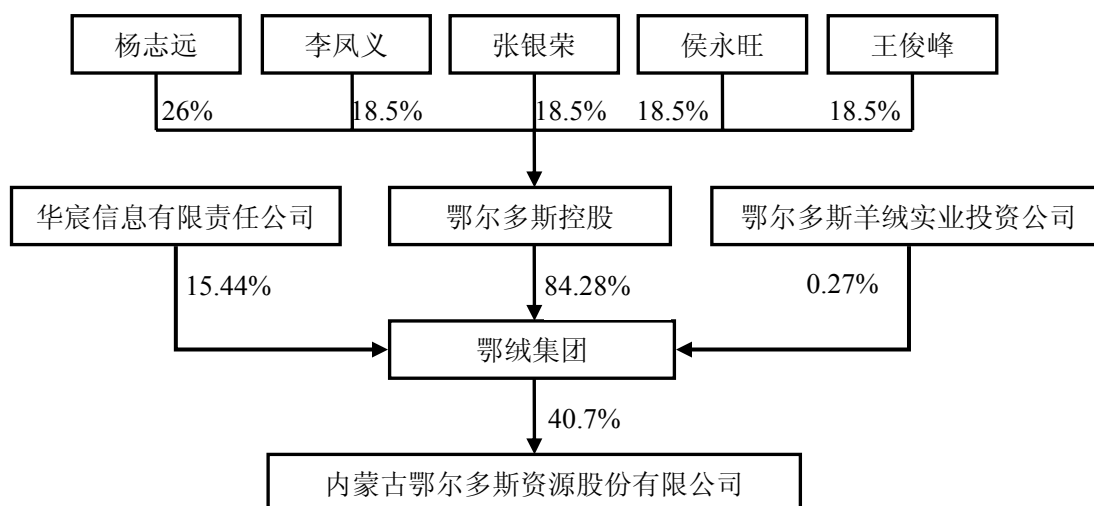
内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司 2012 年公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

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”）前身是成立于1980年的内蒙古伊盟羊绒衫厂，1994年更名为内蒙古鄂尔多斯羊绒衫厂。1995年10月，公司经内蒙古自治区人民政府“内政股批字[1995]2号”文批准以内蒙古鄂尔多斯羊绒衫厂作为发起人并以其全部经营性资产投入，募集（B股）设立股份有限公司。同年9月，经上海证券管理办公室“沪证办[1995]114号”文批准发行11,000万股B股，股票代码900936，并在上海证券交易所上市。1997年4月，经国务院证券委“证委发[1997]19号”文批准，公司增发B股10,000万股。2001年经中国证券监督管理委员会“证监公司字[2001]24号”文批准，公司增发8,000万A股，于2001年4月26日上市，股票代码600295。目前公司注册资本10.32亿元。

公司第一大股东为内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司（以下简称“鄂绒集团”）。截至2012年3月底，鄂绒集团持有公司40.70%的股份；内蒙古鄂尔多斯投资控股集团有限公司（原名“东胜东民羊绒实业发展有限责任公司”，2008年10月变更为现名）持有鄂绒集团84.28%的股份，为公司实际控制人（图1）。

图1 截至2012年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司是目前世界最大的羊绒制品生产企业。2006年7月，公司通过控股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。截至2011年底，公司本部内设财务管理处、证券业务处、企业劳资处、设备管理处、经营业务处、审计处、检验中心、技术中心等10个职能部门（附件1）；纳入公司合并范围的控股子公司合计30家（附件2）。截至2011年底，公司拥有在职员工22,187人。

截至2011年底，公司合并资产总额305.41亿元，负债合计206.24亿元，所有者权益（含少数股东权益）99.18亿元。2011年公司实现营业收入136.32亿元，净利润（含少数股东损益）16.30亿元；经营活动产生的现金流量净额26.29亿元，现金及现金等价物净增加额-2.22亿元。

截至2012年3月底，公司合并资产总额321.38亿元，负债合计220.36亿元，所有者权益（含少数股东权益）101.02亿元。2012年1~3月公司实现营业收入27.88亿元，净利润（含少数股东损益）1.91亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.86亿元，现金及现金等价物净增加额2.86亿元。

公司注册地址：内蒙古东胜区达拉特南路 102 号；法定代表人：王林祥。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司 2012 年公司债券”，发行规模为不超过 40 亿元，债券存续期限不超过 7 年，每年付息一次，到期一次性还本。本期债券按面值发行，采取网上与网下相结合的方式发行，票面年利率将根据网下询价结果，由公司与主承销商按照国家有关规定协商一致，并经监管部门备案后在利率询价区间内确定。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金在扣除发行费用后，拟用于偿还银行贷款及补充流动资金。

三、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是世界最大的羊绒制品生产企业，行业地位高、规模优势突出

公司是在改革开放之初的1980年通过补偿贸易方式建立起来的羊绒制品加工企业，经过二十多年的发展，现有下属染色厂、纺纱厂、分梳厂、针织厂等近30个工厂，分布在内蒙古鄂尔多斯市、深圳、北京、大连等地区。目前公司具有年产羊绒衫700万件的生产能力，是世界最大的羊绒制品联合加工企业，被第50届世界统计大会评定为“中国羊绒制品大王”，在生产规模上有显著的竞争优势。

公司“鄂尔多斯”牌商标及其产品具有很高的知名度

“鄂尔多斯”品牌是中国羊绒纺织业第一个获得“中国驰名商标”称号的商标，是国家商务部确认的“重点培育和发展的中国出口名牌”和国家质量监督检验检疫总局评定的“中国名牌产品”。“鄂尔多斯”品牌价值已连续13年持续增长，根据世界品牌实验室发布的2011年《中国500最具价值品牌排行榜》，“鄂尔多斯”以345.76亿的品牌价值，在2011年500强排名中稳居中国纺织服装行业第一品牌的位置。

公司硅铁单体产能规模在国内硅铁生产企业居首位

公司于2007年建成投产的硅铁项目总产能55万吨/年，技改后目前产能达到65万吨/年。根据中国铁合金工业协会的统计，公司硅铁单体产能规模处于全球首位，拥有较为明显的规模优势。

综合来看，公司在羊绒制品行业处于领导地位，羊绒制品生产规模大，“鄂尔多斯”品牌知名度高；硅铁的单体产能规模处于全球首位，整体市场竞争力很强。

2. 技术优势

公司重视产品的科技开发。羊绒制品研发方面：公司技术中心被原国家经贸委等单位认定为国家级企业技术中心，是羊绒行业实力最强的高新产品研发中心，该中心拥有国际水平的中试生产线3条和CNAL认可标准化实验室1个，装备具有国际先进水平的研究试验设备与检测分析仪器300台（套），现有研发人员160人，其中博士研究生3人、硕士研究生14人、本科生34人、专科及以下109人。公司还专门设立了新产品研发部门，开发并推广了纳米高科技系列，导电纤维高科技系列、保健功能高科技系列等300多个品类产品；在羊绒梭织面料开发方面的研究也领先于国内其

他企业。由于公司在羊绒领域的科研技术优势，2004年，中国标准化协会山羊绒标准化推进委员会在公司技术中心设立，标志公司在羊绒行业的技术领先地位已经确立。铁合金产品研发方面，公司成立了硅铁业务技术中心，现有研发人员23人，其中博士研究生1人、硕士研究生6人、本科生16人。

综合来看，公司的产品设计能力和技术开发能力居国内同业企业前列，技术优势明显，市场竞争力很强。

3. 人员素质

公司本部现有高层管理人员包括董事长、副董事长、总经理、财务总监、董事会秘书共5人，大多拥有高级技术职称。

公司董事长王林祥先生，1951年出生，大专学历，高级经济师，曾任伊盟羊绒衫厂长，现任鄂绒集团总裁，内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司董事长，鄂尔多斯市政协副主席。

公司现任总经理李长青先生，1963年出生，硕士学历，高级经济师，曾任东昊羊绒制品有限公司总经理。

总体看，公司高层管理人员从事羊绒行业管理多年，整体素质高。近年来，公司高层管理人员和核心技术人员变动不大，凝聚力强，但公司进入电力冶金行业后，对公司本部原来主要从事羊绒行业的高层管理人员的业务结构、知识结构和管理水平提出了更高要求。

截至2011年底，公司共有在职员工22,187人，其中生产及辅助人员占82.03%，技术、销售、管理人员占17.97%；从文化程度看，专科及以下学历占93.51%，本科及以上学历占6.49%。公司员工素质符合劳动密集型行业的特点，专业构成基本满足生产经营的实际需要。

4. 区位优势

公司地处的内蒙古鄂尔多斯地区资源丰富，羊绒和硅铁产品具有明显的地理资源优势。中国山羊绒不但产量第一，而且品质极佳。公司地处的鄂尔多斯高原，草场肥沃，气候宜羊，世界上羊绒品质最高的阿尔巴斯（Al-pas）山羊就生长在该地区。凭借多年来良好的信誉和资金实力，使公司成为拥有原料最多的企业，实际控制量达到全国羊绒资源的50%左右，龙头地位显著。

鄂尔多斯高原是我国煤炭蕴藏最大、煤质最高的地区之一。鄂尔多斯的煤炭资源不仅储量大、分布面积广、煤质品种齐全（有褐煤、长焰煤、不粘结煤、弱粘结煤、气煤、肥煤、焦煤），而且大多埋藏浅，垂直厚度深，易于开采。公司目前拥有五个煤矿，已经取得的煤炭储量3.2亿吨（可采储量2.05亿吨）。此外，鄂尔多斯地区拥有大量的石灰石和原盐资源。以上资源为公司投资的“煤—电—高载能”项目带来极大的资源和成本优势。

总体看，公司所属地域的资源优势造就了其羊绒和铁合金等高载能产业的显著成本优势。

5. 税收优惠

公司近几年享受的西部大开发所得税优惠政策已于2010年12月31日到期。2011年7月27日，财政部、海关总署、国家税务总局联合发布《关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》，决定对西部大开发所得税优惠政策进行延期，执行时间自2011年1月1日至2020年12月31日；对设在西部地区的鼓励类产业企业减按15%的税率征收企业所得税。公司及部分子公司符合相关政策，目前正在积极进行申报，未来获批的可能性较大。

另外，公司部分子公司正在享受高新企业税收优惠、从获利年度开始享受“免二减三”等税收优惠政策。

四、公司管理

1. 治理结构

公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》等有关上市公司治理法律法规及《公司章程》的要求，建立健全了法人治理结构，股东大会、董事会和监事会运作规范，董事会下设的提名委员会、审计委员会、战略委员会、薪酬与考核委员会四个委员会专门独立、权责明确。公司与控股股东鄂绒集团在业务、人员、财务、资产、机构等方面保持相互独立。

根据公司章程，股东大会是公司的权力机构，董事会、监事会对股东大会负责。公司董事会由9名成员组成，其中3名为独立董事，董事任期三年，负责制定公司经营计划、投资和利润分配方案。董事会设董事长1人，由董事会以全体董事的过半数选举产生。公司监事会由3名监事组成，任期三年，监事会设监事会主席1名，由半数以上监事选举产生。监事通过召开监事会会议、列席董事会会议、定期检查公司财务等方式履行职责，对公司的依法运作、财务状况、资产收购、关联交易和董事、高级管理人员的行为进行有效监督。公司设总经理1名，由董事长提名，董事会聘任或解聘，总经理全面负责公司日常经营运作和控制管理，对董事会负责。

总体看，公司法人治理结构比较完善。

2. 管理体制

公司本部内设财务管理处、证券业务处、企业劳资处、设备管理处、经营业务处、审计处、检验中心、技术中心等10个职能部门；拥有内蒙古鄂尔多斯电力冶金股份有限公司、内蒙古鄂尔多斯国际贸易有限公司、内蒙古鄂尔多斯服装有限公司等30家控股子公司。公司建立了职责明确的部门机构，各职能部门之间既相互协调又相互制衡，由高管人员负责相关职能部门，严格划分了高管人员的职责职权，坚持不相容职务相互分离，对部分经营活动的管理也采取授权与核准相结合的办法，形成了一套完善的企业经营管理制度、规章。

人力资源管理方面，公司对高级管理人员的选用主要是采取公司内部竞聘和外部招聘相结合的方式，培养内部人才和引进外部人才并重，实行经营者职业化、市场化。公司对高管人员的考评工作业绩考核和综合管理能力评价两种办法进行。通过建立绩效评估体系，并根据各项经济指标进行考核；综合管理能力评价体系包括工作方法的创新、组织协调、人才培养、业绩改进及人格品行等方面的考核评定。公司建立了完善的薪资体系和奖励办法，对考核突出的高管人员给予进修培训、职务晋升等方面的激励。

财务和资金管理方面，对于本部所在地的子公司，公司通过财务结算中心从原材料收购、生产两方面实行统一的内部资金归集、调度、监管和跟踪管理，通过直接控制，提高了整体资金调用力度和使用周转率，资金集中规模效应得到充分体现；对于不在本部所在地的子公司，公司通过网上银行进行统一结算。此外，公司还将强化审计监督作为加强财务管理的重要内容，不断完善内部审计和内部控制机制，围绕重大财务事件进行审核监督，有效降低了财务风险。

羊绒产品质量管理方面，公司通过了ISO9001:2000质量管理体系认证，并且获得了挪威、意大利、德国、法国、英国、澳大利亚等多国机构对公司质量管理认证体系的认可。公司产品严格执行国家有关标准，并制定和不断完善《质量管理手册》。同时针对具体生产流程制定了《程序文件》和《作业指导书》等细则，明确了各流程和各产品的质量控制标准、质量控制内容和适用范围等内容。公司通过了ISO14001:1996环境管理体系认证；2004年8月，公司被国家质量监督检验检疫总局授予“全国质量管理卓越企业”荣誉称号；2005年底公司羊绒产品被国家质检总局授予免检资格。

在重大投资项目决策方面，由公司董事会直接领导，总经理具体向公司投资管理部门下达投资项目的目标和要求。投资管理部门负责项目的调研、筛选、谈判等前期工作，将审定的项目交总经理、董事长审定。项目确认立项后由投资管理部门对项目进行考察调研，书写项目建议书，组织专家编制项目可行性研究报告。可行性研究报告由公司投资决策委员会讨论审议，并按照《公司章程》规定的投资权限提交董事会或股东大会讨论通过，报政府有关部门批准。项目获通过后，根据可行性研究报告，公司组织项目建设班子实施项目。由监事会对重大的投资项目执行情况予以监督。

内部审计方面，公司实行内部审计制度，单独成立内部审计机构，对公司财务收支和经济活动进行内部审计监督，以确保公司生产经营管理活动处于严格有效的控制下。

针对下属生产企业较多的特点，公司从原材料供应、管理模式、检验体系、销售等方面进行统一管理，力求各企业的产品质量达到一致，同时通过竞争提高了各企业的生产积极性，确保了产品品质。

总体看，公司建立健全了一整套管理办法和规章制度，运作较为规范。

五、行业与经营分析

1. 经营概况

公司多年来一直以羊绒加工为经营主业。为充分利用当地资源和培养新的利润增长点，公司从2003年起开始涉足煤电冶金循环经济领域，出资9亿元与东胜东民羊绒实业发展有限责任公司等单位共同设立内蒙古电力冶金股份有限公司（以下简称“电冶公司”），2007年，公司持有的股权进一步增加至60%，成为公司除羊绒产业之外的第二大主业。目前公司形成了纺织服装、硅铁、煤炭采掘、发电、电石、多晶硅等多元并举的经营局面。

随着公司百万吨电石项目的投产以及羊绒衫、硅铁等主导产品价格的回升，公司 2009 年～2011 年营业收入以 29.59% 的幅度快速增长，2011 年实现营业收入 136.32 亿元。

从公司主营业务收入结构看，近三年，公司羊绒衫等羊绒制品业务在主营业务收入中的占比保持在 20% 左右（表 1）、硅铁生产业务保持在 30% 左右。联合评级认为，公司电力冶金业务可充分发挥当地煤炭资源优势，多元并举的经营局面有助于分散单一羊绒主业的经营风险。

表 1 2009 年～2011 年公司主营业务收入构成

项目	2009 年		2010 年		2011 年	
	收入(万元)	占比	收入(万元)	占比	收入(万元)	占比
羊绒衫等 羊绒制品	170,372.82	21.52%	223,916.70	19.36%	271,254.98	20.42%
羊绒纱	33,101.00	4.18%	7,016.62	0.61%	8,744.06	0.66%
无毛绒	2,525.10	0.32%	1,764.42	0.15%	11,636.16	0.88%
硅铁	252,560.46	31.90%	411,700.33	35.60%	398,753.42	30.02%
电力	137,695.50	17.39%	73,092.48	6.32%	15,757.21	1.19%
硅锰合金	70,245.95	8.87%	96,799.85	8.37%	89,517.95	6.74%
煤炭	72,289.32	9.13%	100,903.96	8.73%	127,527.44	9.60%
工业硅	4,628.66	0.58%	24,610.88	2.13%	21,764.88	1.64%
电石	40,101.11	5.06%	207,327.33	17.93%	354,932.33	26.72%
其他	8,304.15	1.05%	9,200.08	0.80%	28,493.67	2.14%
合计	791,824.08	100%	1,156,332.64	100%	1,328,382.09	100%

资料来源：公司年报

从盈利情况看，随着国际、国内宏观经济的复苏，近两年公司羊绒制品、硅铁、硅锰合金、煤炭、电石等主导产品的价格出现不同程度的上涨，公司盈利水平大幅提升，2011 年实现营业收入 16.88 亿元，整体主营业务毛利率¹达到 33.83%（表 2），处于较高水平。

表 2 2009 年~2011 年公司主营业务收入、成本和毛利率情况（单位：万元）

项 目	2009 年			2010 年			2011 年		
	主营业 务收入	主营业 务成本	毛利率 (%)	主营业 务收入	主营业 务成本	毛利率 (%)	主营业 务收入	主营业 务成本	毛利率 (%)
羊绒衫等 羊绒制品	170,372.82	121,436.83	28.72	223,916.70	144,808.54	35.33	271,254.98	170,422.80	37.17%
羊绒纱	33,101.00	31,776.92	4.00	7,016.62	6,758.41	3.68	8,744.06	8,124.11	7.09%
无毛绒	2,525.10	2,404.40	4.78	1,764.42	1,720.67	2.48	11,636.16	11,546.56	0.77%
硅铁	252,560.46	180,141.76	28.67	411,700.33	281,297.52	31.67	398,753.42	269,621.73	32.38%
电力	137,695.50	90,670.81	34.15	73,092.48	54,088.44	26.00	15,757.21	12,773.41	18.94%
硅锰合金	70,245.95	68,771.46	2.10	96,799.85	62,652.77	35.27	89,517.95	65,318.11	27.03%
煤炭	72,289.32	40,127.01	44.49	100,903.96	47,970.69	52.46	127,527.44	53,841.78	57.78%
工业硅	4,628.66	4,563.61	1.41	24,610.88	22,847.92	7.16	21,764.88	16,340.06	24.92%
电石	40,101.11	34,031.94	15.13	207,327.33	146,774.81	29.21	354,932.33	249,187.41	29.79%
其他	8,304.15	8,168.90	1.63	9,200.08	8,453.95	8.11	28,493.67	21,799.55	23.49%
合计	791,824.08	582,093.64	26.49	1,156,332.64	777,373.71	32.77	1,328,382.09	878,975.52	33.83%

资料来源：公司年报

从营业收入的地区分布来看，公司对外出口收入的占比保持在 10%左右。2011 年公司在国内实现营业收入 118.99 亿元，占比达到 89.58%（表 3）；出口业务收入 13.85 亿元，占比为 10.42%。

表 3 2009 年~2011 年公司纺织服装收入分地区构成（单位：万元）

地区	2009 年		2010 年		2011 年	
	营业收入	地区占比	营业收入	地区占比	营业收入	地区占比
中国地区	703,398.14	88.83%	1,052,974.47	91.06%	1,189,923.66	89.58%
日韩地区	41,700.73	5.27%	53,586.47	4.64%	62,177.26	4.68%
欧洲地区	22,772.20	2.88%	34,605.60	2.99%	32,314.00	2.43%
北美地区	21,096.82	2.66%	9,606.67	0.83%	21,465.12	1.62%
其他地区	2,856.20	0.36%	5,559.43	0.48%	22,502.05	1.69%
合计	791,824.08	100%	1,156,332.64	100%	1,328,382.09	100%

资料来源：公司年报

2012 年 1~3 月，公司已实现营业收入 278,800.74 万元，较上年同期小幅减少了 3.05%；实现净利润 19,071.04 万元，较上年同期大幅减少了 53.88%。

2. 生产经营

羊绒加工业

（1）行业背景

①行业运行

纺织服装行业是我国的传统支柱产业，2001 年中国加入 WTO 后，得益于劳动力成本方面的显

¹ 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%

著优势，中国纺织服装工业迅速增长，承接了欧、美、日、韩等多个纺织工业发达国家的产业转移，已成为全球纺织服装的生产和出口大国。

2002年以来，中国纺织服装行业持续处于高增长周期。在“十一五”期间，我国纺织行业的产值增速仍然保持了较快的增长势头。据有关数据资料，2006~2009年，我国规模以上纺织企业工业总产值年均增长率达14.93%。到2011年，我国纺织服装行业销售产值达到13457.26万元，同比增长27.61%，比去年同期增长率上升2.55个百分点，增速保持较快发展。

山羊绒是世界上名贵稀有的特种动物纤维，纺织工业的高档原料，被人们誉为“纤维钻石”、“软黄金”。它是山羊为抵御寒冷而在山羊毛根处生长的一层细密而丰厚的绒毛。羊绒与其他纤维相比，具有轻柔保暖、柔韧有弹性、染色自然不易褪色等特性。羊绒是一种珍贵的纺织原料，羊绒按取得和处理方式分原绒（每年春季山羊脱毛之际，用特制的铁梳从山羊躯体上抓取的绒毛）和无毛绒（洗净的原绒经分梳，去除原绒中的粗毛，死毛和皮屑后得到的山羊绒），有白、青、紫三种颜色，其中以白绒为最珍贵。

世界山羊绒生产国主要有中国、蒙古、伊朗、印度、阿富汗和土耳其。中国山羊绒的主要产区为内蒙古、陕西、宁夏、青海、甘肃、新疆等地。目前，全球原绒年产量约1.6~1.7万吨，其中，中国约占75%以上。中国的羊绒产量不仅居世界首位，而且质量占优。从国内来看，内蒙古的羊绒产量最高，年产量在5,000吨以上，占中国总产量的40%，2011年产量达到7466吨；质量也是最好，世界上50%以上的优质山羊绒产于内蒙古地区，尤以鄂尔多斯地区阿尔巴斯白山羊绒的品质为最佳。

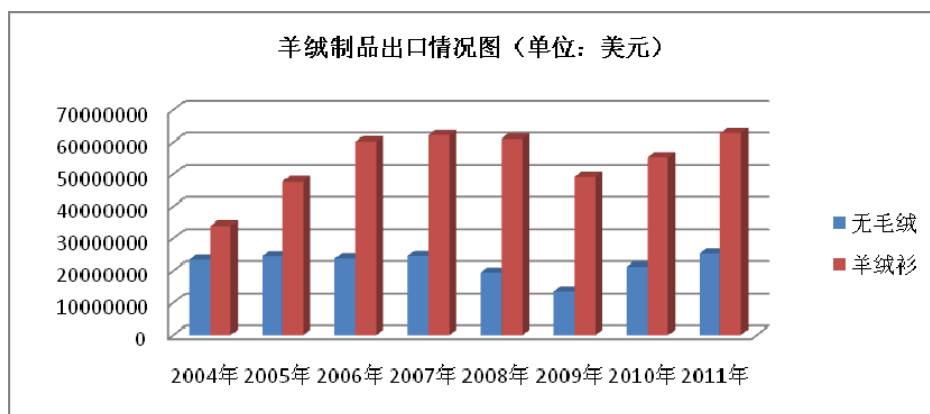
作为纺织行业的子行业之一，羊绒产业是我国改革开放后兴起的年轻产业，经过20年的发展，我国已成为世界羊绒业的原料和加工中心，基本形成了较为完整的产业链，而且世界优质的羊绒全部集中在中国，世界羊绒看中国的格局已经形成。目前，世界超过90%的羊绒原料在中国完成初加工处理；世界羊绒消费市场有3/4以上的商品产自中国。

羊绒服装产品的原材料主要为无毛绒，无毛绒价格历来波动性很强，每隔5~6年为一个周期。2008年至2009年期间，金融危机爆发后国际需求显著下降，国内羊绒服装出口困难，降价压力向上游传递，无毛绒价格由约700元/公斤下跌至约500元/公斤，并由此引发部分农牧民屠宰山羊；加之政府在保护草原环境，限制养羊数量与过度放牧方面力度增强，以及国内羊绒服装需求旺盛等因素，无毛绒价格在2009年见底后逐渐走高，2011年已涨至800元/公斤以上。

由于行业进入壁垒相对较低，羊绒纺织工业在我国羊绒主要产区内蒙古、宁夏、新疆等地发展迅速。截至2010年末，国内羊绒加工企业已经发展到近3,000家，但产品品牌众多，质量参差不齐，内部竞争激烈。但前10大羊绒服装品牌的市场占有率达到了90%，市场集中度较高。目前，国内比较知名的羊绒服装生产企业包括鄂尔多斯、中银绒业、鹿王羊绒有限公司、中粮集团下属的中土畜雪莲股份有限公司等；知名品牌有“鄂尔多斯（ERDOS）”、“Todd & Duncan”（托德邓肯）、“鹿王”、“雪莲”等。

羊绒及羊绒服装是我国具有传统优势的出口产品，国外消费地区主要包括欧洲、美国、日本等。2004年我国无毛绒和羊绒衫出口额为57,355.93万美元，三年内保持稳步增长（图3），2006年达到了84,028.97万美元。2007年因原材料交易价格下滑、出口退税政策变化等因素影响，国内部分资金撤出了羊绒市场，出口量较上年只增长了3.22%。2008年和2009年受金融危机影响，出口量出现下降，2010年有所回升，全年羊绒及制品出口125,215万美元。2011年1至4月份，羊绒及制品出口28812万美元，同比增长59.3%。

图3 近几年我国羊绒制品出口情况



数据来源：中国毛纺织行业协会

②产业政策

国家有关部门自2008年8月以来分四次将部分纺织品、服装的出口退税率由11%提高至16%。2010年4月，国家财政部、发改委联合发出《两部委关于减免出口纺织服装产品出入境检验检疫费的通知》（财综[2010]22号），对出口纺织服装产品按现行征收标准的70%收取出入境检验检疫费。政府对纺织服装行业出口退税率的提高及减免相关费用的政策，有利于公司羊绒服装产品的出口。

2009年2月，国务院常务会议审议并原则通过了《纺织工业振兴规划》，振兴规划主要涉及：统筹国际国内两个市场，积极扩大消费；加强技术改造和自主品牌建设，重点支持纺纱织造、印染、化纤等行业技术进步；加快淘汰落后产能，制定和完善准入条件，淘汰能耗高、污染重等落后生产工艺和设备；优化区域布局，推动和引导纺织服装加工企业向中西部转移；加大财税金融支持。振兴规划长期有利于行业结构调整和产业升级。

《产业结构调整指导目录（2011年本）》中，“符合生态、资源综合利用与环保要求的特种动物纤维、麻纤维、竹原纤维、桑柞茧丝、彩色棉花、彩色桑蚕丝类天然纤维的加工技术与产品”已被纳入鼓励类。该项政策的提出将更为有力的引导纺织行业朝着资源配置更加合理、更加有利于环保的方向发展。

③前景展望

中国纺织服装行业已开始复苏，羊绒产业受原料产量和需求影响，行业恢复还需要较长的过程。羊绒产业将进入新一轮洗牌周期，拥有规模、品牌、技术优势及稳定市场订单的企业将在竞争中处于更加有利的位置。

从国内外羊绒行业的现状和走势来看，我国羊绒行业发展将呈以下趋势：一是未来行业分工更加精细，专业化程度越来越高，产品的附加值和品牌的影响力越来越大；二是我国羊绒行业将走向技术创新、品牌创新、营销创新之路；三是自主品牌建设将成为我国羊绒行业真正走上国际舞台的必由之路；最后，行业整合是必然趋势，集团化、集约化、集中化发展是行业必然方向。

（2）业务运营

①原料采购

公司羊绒产品所需原材料为山羊绒。内蒙古作为全世界羊绒的主产区，羊绒产量一直位居全国第一。

公司是全国最大的羊绒原料购买者，能够对原料市场产生一定的影响，在竞争中处于主动地位。目前公司在全国各大产绒区设立了13个采购点（最多时达到21个），与多家原料供应单位建

立了协作关系。公司通过对原料市场的判断决定采购时点和进货数量，采购量年度分布不均，但采购量始终保持在全国50%左右。为降低费用开支，公司从2010年起改变了采购方式，直接对无毛绒供货商收购无毛绒，不再直接收购原绒，目前合作的供货商共有十多家。由公司检验中心对无毛绒进行检验，指标包括：长度、细度、含粗率等。公司与供货商的结算方式为预付款方式，即先跟供货商签署合同，合同标明收购无毛绒的数量、价格等（根据当时市场的无毛绒的价格）。

公司在各主要羊绒产区设立的采购点每年对各自产区的产量进行分析，并汇总上报公司，公司高层结合国内外需求等情况，确定当期采购价格。受2008年国际金融危机对实体经济冲击的影响，国内羊绒加工销售企业的采购量明显减少，内蒙古自治区羊绒价格在低位徘徊，公司采购资金压力有所减轻。随着国内市场对羊绒制品的需求增长，以及羊绒产量的减少，公司2011年采购价格出现了大幅上升（表4）。

表4 公司羊绒生产原料采购情况

原材料采购	2008年	2009年	2010年	2011年
山羊绒采购量（吨）	627	694	0.00	0.00
平均采购价格（万元/吨）	30	25	--	--
无毛绒采购量(吨)	892	856	1,500	2,374
无毛绒采购价格(万元/吨)	50	37	61	79

资料来源：公司提供

②生产加工

目前公司已形成从选绒、洗绒、分梳、染色、纺纱、编织到后整理的一整套全面垂直综合的现代化生产体系，产品涵盖300多个品种、2,000多个花色。羊绒衫作为终端产品，附加值较高，是公司的拳头产品。

公司生产设备整体处于国际先进水平，包括世界一流的山羊纺织纤维、分梳绒、羊绒纱及其制品化学、物理及外观检测设备，瑞士的乌期特长度仪、细度仪，日本的色牢度仪、万能强力仪，德国斯托尔电脑横机和意大利OCTLL梳绒机等，并且在适应这些设备的同时对其进行技术改造，以进一步满足羊绒制品加工制造的需要。

从生产情况看，近三年公司着手调整产品结构提高附加值，特别是加大力度生产高端羊绒产品，使得羊绒衫产量出现波动（表5）。

表5 公司羊绒产品产量

产品	2009年	2010年	2011年
羊绒纱（吨）	1,044	1,268	1,359
羊绒衫（万件）	416	354	393

资料来源：公司提供

从成本控制来看，公司对羊绒制品的生产成本、费用控制建立在全面预算管理的基础之上，公司以目标成本为导向，将成本费用划分为原材料成本、人工成本、不可控成本费用项目、可控成本费用项目四大类，分别加以管理与控制。

从产品质量控制来看，公司检验中心对产品质量进行检测，派检验人员到生产车间进行中期、尾期跟踪抽验检验，且检验合格后方可发货，对于检验不合格的产品，做到必须返工。

③产品销售

公司在国内已建成以商场专卖厅、自营及经销商专卖店为主，其他零散商户为辅的综合性营

销网络群体。目前公司产品的营销网点已达3,077多个，辐射全国400个城市，成为国内纺织行业最大的企业营销网络之一，完善的分销网络有助于公司获取稳定的市场份额。公司从市场的重要性、市场潜力等方面考虑，在北京、上海、山西、华南四个地区布局了自营销售网络，2011年公司羊绒类产品销售自营市场占比31.30%，特许经营市场占比68.70%。同时，公司产品远销日本、美国、澳大利亚等30多个国家和地区，年出口能力在400万件以上。

公司生产的无毛绒和羊绒纱少量对外销售，主要用于生产羊绒衫；羊绒衫产量根据客户订单和零售市场预测制定。公司羊绒产品销售量中每年超过40%源于出口（表6），是同行业出口创汇最多的企业。从出口盈利能力来看，公司出口产品以贴牌为主，毛利率较低。2008年受到国际金融危机蔓延的冲击，欧美服装消费下降，羊绒衫作为高端奢侈品受影响尤为严重。在此背景下，公司积极开拓内销市场，在品牌建设、设计创新和内销渠道升级方面投入大量资源，提升了羊绒产品的整体形象，产品的销售单价得到提升，2011年，公司羊绒衫等羊绒制品实现营业收入27.13亿元，同比增长21.14%。

表6 公司羊绒衫销量（万件）

产品	2009年	2010年	2011年
总销量	357	417	398
内销量	177	247	220
出口量	180	170	178
出口占比	50.42%	40.77%	44.72%

资料来源：公司提供

由于纺织行业加工能力严重过剩，产品供过于求的局面在短期内不会出现大的改观，在行业竞争压力之下，公司羊绒板块的发展空间受到限制。公司主要是通过开发高新技术产品例如鄂尔多斯抗静电、可机洗、纳米羊绒衫和“1436”极品羊绒衫等措施提高出口价格和加大力度开拓国内高端市场，取得了较好成效，2011年羊绒板块整体收入增长的同时，主要产品羊绒衫的毛利率达到37.17%，较上年上升1.84个百分点。

公司从2008年启动对服装产业进行改革，经过努力目前取得了一定成效。公司主要在品牌建设、产品设计和市场营销三个方面进行调整。随着“杜福尔”系列高端产品的推出，公司服装的市场形象在原先的功能和品质内涵外，又增加了奢侈与时尚的元素，受众群体范围也得以扩展。公司内销渠道经过改革，效率获得了提升。在国内劳动力成本上升和人民币升值的影响下，公司服装产品的外销成本持续大幅上升，严重影响到服装产品的外销数量和盈利水平。

未来，公司将进一步加强服装品牌建设，提升设计水平，增强渠道覆盖范围和销售能力，优化市场结构，更积极拓展国内外消费市场。

硅铁合金业务

（1）行业背景

①行业运行

硅铁是铁和硅组成的合金，在炼钢的时候常作为脱氧剂。在硅铁生产中电力消耗成本占总成本比例约60%，因此硅铁行业属于能源和矿产资源密集型的产业。

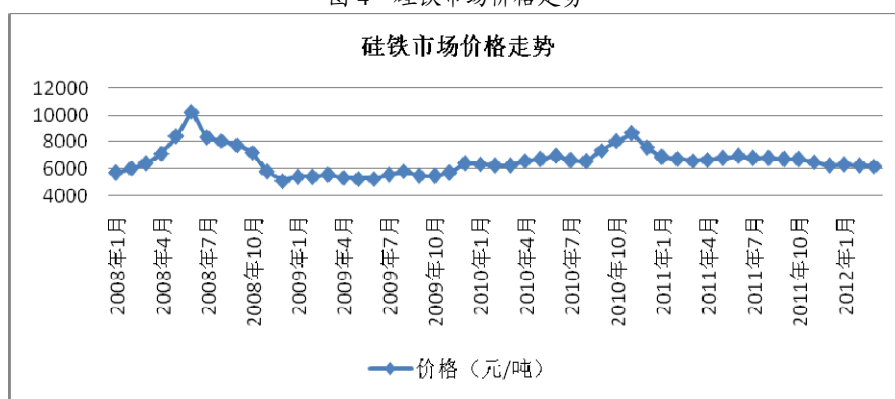
中国硅铁生产企业遍布全国各地，近几年，由于原料分布以及运输成本等原因，东部及沿海地区硅铁生产企业及生产数量逐步萎缩，有着电力优势、资源优势的西部和北部地区硅铁生产发展很快。2011年1-10月，内蒙古自治区硅铁的产量达114万吨，位列全国第一，占全国总产量的

23.83%，紧随其后的是宁夏、甘肃省和青海省等省市。

近年来中国硅铁行业产能迅速增长，从2001年底的250万吨增至2008年底的550万吨，与实际需求量相比，产能严重过剩，全行业企业平均开工率仅48%，部分地区企业开工率仅有30%。受金融危机蔓延及市场需求萎缩的影响，2009年硅铁产量大幅下滑。2010年受下游需求带动国内硅铁总产量达到510.87万吨。2011年全国硅铁产量552万吨，同比增长12.2%。

市场价格方面，2009年下半年国内硅铁市场受多方面因素影响走出低谷（图4），12月份价格大幅回升到6,400元/吨。2010年上半年硅铁价格围绕在6,500元/吨波动。2010年8月开始，硅铁价格一路上涨，到11月中旬最高报价已经到了8,800元/吨，随后回落。2011年12月初受国家发改委宣布上调销售电价和上网电价的影响，硅铁合金成本增加200-300元左右，钢材市场弱势局面短期内难以好转，硅铁合金继续小幅震荡为主。

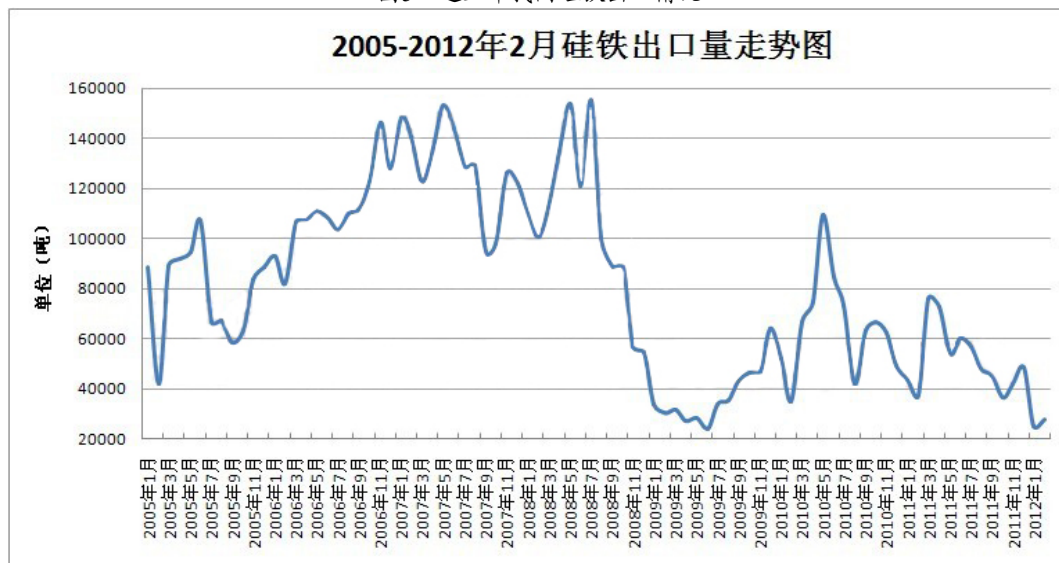
图4 硅铁市场价格走势



数据来源：中国铁合金在线 联合评级整理

从出口看，受电力能源紧张和硅石资源匮乏的影响，近年来世界硅铁生产正逐渐转移到中国，中国已成为世界上最大的硅铁出口国。受到金融危机蔓延的影响，中国硅铁出口量自2008年初以来大幅下降（图5）。据海关统计数据显示，2011年中国硅铁市场受走私和越南低价硅铁影响疲软，全年出口总量为62.14万吨，环比减少20.3%。

图5 近三年我国硅铁出口情况



数据来源：我的钢铁网

②产业政策

2006年4月5日，国家发改委出台《关于推进铁合金行业加快结构调整的通知》，明确到2010年末，要把铁合金行业生产能力控制在1,700万吨左右，比2005年减少25%，使铁合金产能与市场需求基本相适应。根据国家发改委等七部委《关于推进铁合金行业加快结构调整的通知》（发改产业[2006]567号）、《国家发展改革委办公厅〈关于继续做好铁合金行业准入管理工作〉的通知》等文件：要充分发挥产业政策效应，控制铁合金产能和产量的过快增长，促进供需进一步向平衡方向调整，促进市场稳定；积极推进企业深化改革，转变机制，兼并重组，组建一批大型铁合金企业联合体，提升企业素质和竞争力，提高行业集中度。

自2008年1月1日起，硅铁出口关税从15%上调到25%。此外，2008年2月4日，国家发改委公布了《铁合金行业准入条件》（2008年修订），进一步完善行业准入管理，严格落实差别电价政策，切实淘汰落后生产能力，进一步提高行业准入门槛，加快技术升级的步伐，鼓励并支持企业做大做强。

2009年11月25日，工信部发布关于分解落实2009年淘汰落后产能任务的通知，被淘汰的铁合金落后产能达162万吨；2010年8月5日，工信部公布铁合金淘汰落后产能企业名单，涉及企业143个。2011年，工信部公布铁合金淘汰落后产能企业171家，淘汰铁合金落后产能185.70万吨。同年12月，工信部下达了“十二五”期间工业领域19个重点行业淘汰落后产能目标任务，其中铁合金740万吨。

根据“十二五”整体规划，对于铁合金这类高耗能行业，今后国家仍将进一步抑制产能过剩、支持和保护先进生产能力、加快淘汰落后生产能力、促进产业结构优化升级。

③前景展望

从长远来讲，供求关系是决定市场走势的关键因素。在硅铁市场需求方面，钢铁行业是主要消费行业。在“十二五”期间将保持持续增速下降的趋势，至2015年，中国的钢材需求将由年增速4.6%减缓至2.6%。按照中钢协的预测，至2015年，中国的钢产量将在2010年的水平上增长12%左右，至7.5亿吨。

在硅铁出口市场，我国硅铁出口量在2008年初达到高峰后呈下降趋势，这主要是受金融危机影响，今后，国产铁合金产品以满足国内需求为主的措施，以及人民币升值和各国贸易保护主义等影响，将使得硅铁出口量难以大幅度增加。

受宏观调控和下游需求影响，我国硅铁行业未来进入平稳发展时期，总体产能不会出现大幅增长，产业集中度进一步提高，对于具备资源优势且符合国家行业政策的企业更加有利。

（2）业务运营

公司在做大做强羊绒主业的同时，逐步形成羊绒与煤电硅联产同时推进、共同增长的战略格局。根据公司2007年第一次董事会决议，同意日本三井物产株式会社（以下简称“三井物产”）以不低于1.3元/股的价格对电冶公司增资6亿元，2007年6月增资完成后公司持有电冶公司股权比例降至45%。2007年11月，公司第三次临时股东大会审议通过了公司以8亿元收购东民公司持有电冶公司15%股权的议案，并于年底完成收购。目前电冶公司股本结构如表7，公司持股比例为60%。

公司的电力冶金项目是实现“煤—电—高载能产品”加工一体化的综合项目，该项目位于京包银兰经济带的工业重镇鄂尔多斯市鄂托克旗棋盘井镇，占地面积18平方公里，目前已形成“煤—电—铁合金”的主产业链条及其废物循环利用的产业链条。

表 7 2011 年底电冶公司股东及持股情况

股东名称	持股比例
内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司	60.00%
鄂尔多斯投资控股集团有限公司	13.20%
日本三井物产株式会社	25.00%
盛祥集团有限公司	1.80%
合 计	100.00%

资料来源：公司公告

注：2008 年 10 月东民公司更名为鄂尔多斯投资控股集团有限公司

①原料采购

公司硅铁产品的生产成本（未包括人工、折旧等）主要由电力（占比 68%左右），硅石（占比 2.3%左右），焦炭（占比 21%左右），球团（占比 8.7%左右）构成。

公司硅铁产品生产成本中占比最高的电力主要来自公司自备电厂。公司自备电厂目前共有 4 台 330MW 的发电机组（其中 3、4 号机组租赁自鄂绒集团），年发电能力达到 1320MW。由于公司下游负荷超过发电能力，因此扣除检修等因素，公司不受电网调峰限制，能够满负荷发电，近三年发电量分别达到 49 亿千瓦时、108 亿千瓦时和 104 亿千瓦时。同时，由于公司自备电厂能够保证连续供电，因此有效避免了国家电网停电、限电给公司生产设备以及经营带来的巨大损失。

硅铁是高耗能产品，公司自备电厂的上网电价为 0.2749 元/度，公司发电上网后可以 0.326 元/度的较低价格购买，因此相较其他生产企业，公司电力成本优势明显。

公司硅铁产品生产的另一重要原料-焦炭主要来自外部购买。由于公司所在的鄂尔多斯市以及周边地区煤炭资源丰富、炼焦企业众多，公司焦炭获取具有明显的便利条件和成本优势。从下表看出，公司近年焦炭、球团采购价格呈上升趋势。

表 8 2009-2011 年公司原料采购价格情况

项目	2009 年	2010 年	2011 年
焦炭（元/吨）	683	631.02	786
球团（元/吨）	683	815	984

资料来源：公司提供

公司硅锰产品的生产成本（未包括人工、折旧等）主要由锰矿（占比 70%左右），电力（占比 20%左右），焦炭（占比 10%左右）构成。其中锰矿（含硅）主要依靠进口，并适当搭配国内锰矿使用。由于进口锰矿主要来自国际三大铁矿石巨头，随着进口锰矿价格的不断上涨，公司硅锰产品的生产已不具备成本优势。

②生产加工

公司 55 万吨硅铁项目于 2007 年部分建成投产，当年生产硅铁 35.7 万吨、硅锰 6.67 万吨。从 2008 年起硅铁、硅锰项目产能陆续释放，2008 年和 2009 年硅铁产量分别达到 49.80 万吨和 50.00 万吨。2010 年，公司通过对生产设备的技术改造，使得硅铁产能达到 65 万吨/年，2011 年硅铁、硅锰产量分别达到 63.00 万吨和 14.40 万吨。

公司硅铁、硅锰的生产采取以销定产的方式，由销售部门依据“72 硅铁”（含硅 72%）、“75 硅铁”（含硅 75%）的销售订单情况向生产部门下达生产任务单，生产部门依据现有 48 台炉子的状况安排生产。由于公司订单较为饱满，目前生产实行 24 小时三班倒。目前国内各硅铁生产企业生产工艺基本一致，产品质量基本相当。

由于硅锰市场价格不理想，以及公司没有资源优势，因此公司已将 8 台硅锰生产炉中的 2 台改造成电石生产炉，计划将再改造 2 台用于生产电石。经过改造后的生产炉可实现电石、硅锰一炉两用的作用，且互换成本较低，未来公司可视硅锰、电石的市场价格情况进行硅锰、电石的生产互换。

③产品销售

公司 65 万吨/年硅铁产能规模处于国内前列，产品的议价能力较强。公司与宝钢、武钢、首钢以及三井物产、三菱商事等大型钢铁企业签订了长期供货合同，客户资源具有保障。同时，公司积极参加国内各大钢厂的招标会，由于产品质量基本相当，因此投标竞争的主要因素在于产品价格，公司硅铁具有较为明显的成本优势，因此公司硅铁产品基本能够做到尽产尽销。2011 年，公司硅铁产品前五大客户占硅铁产品销售的 17.30%，客户集中度适中。

从销售区域来看，由于国外经济恢复缓慢，公司硅铁出口占比已从金融危机前的 30%，下降到 2011 年的 18%。

从销售价格来看，目前国内硅铁产品供需基本匹配，国内钢企很少进口硅铁，因此，随着国内钢铁企业 2010 年的逐渐复苏，公司硅铁及硅锰的销售价格显著上升（表 9）。2011 年，公司硅铁产品实现销售收入 39.88 亿元，硅铁销售的毛利率从 2009 年的 28.67% 上升到 2011 年的 32.38%；硅锰产品实现销售收入 8.95 亿元，硅锰销售的毛利率从 2009 年的 2.10% 上升到 2011 年的 27.03%。总体看铁合金产品盈利能力受价格影响波动较大。

表 9 2009-2011 年公司硅铁、硅锰销售价格情况

项目	2009 年	2010 年	2011 年
硅铁（元/吨）	4,900	5,941	6,440
硅锰（元/吨）	6,145	6,335	7,613

资料来源：公司提供

电石业务

（1）行业背景

电石是重要的基本化工原料，我国能源结构的现状决定了电石行业是我国工业板块中不可或缺的部分，并在保障下游聚氯乙烯（PVC）、醋酸乙烯等行业的持续发展方面发挥重要作用。

2011 年，我国电石法聚氯乙烯产能约为 1700 万吨，占总产能的 80%，产量约为 980 万吨，消耗电石 1500 万吨，占电石总消费量的 86% 左右。我国电石现有装置产能为 2500 万吨，而产量为 1737.40 万吨。受制于国家对房地产行业调控，信贷方面的收紧，下游 PVC 市场全年均保持在相对低迷的水平，但在庞大的产能基础上，其仍占据了电石近七成的消耗量。中国电石产业向西部资源、能源产地大规模集中，形成内蒙古、新疆、宁夏、陕西等多个大规模电石生产基地，并且大多配套了完整的下游产品生产装置，产业集中度明显提高，其中内蒙古、新疆和宁夏产量分别占总产量的 27.44%、16.02% 和 15.72%。

由于从 2004 年开始，电石行业的巨额利润诱发行业扩产增速，造成普遍的开工率较低，电石行业的整体竞争力和抗击风险能力较低，产能过剩、技术水平低、环境污染大、能耗高，甚至运输风险等都成为制约行业发展的瓶颈。根据《国务院关于加强推进产能过剩行业结构调整通知》（国发〔2006〕11 号）中淘汰落后产能的要求，要关闭淘汰敞开式和生产能力低于 1 万吨的小电石炉。发改委于 2007 年重新修订了《电石行业准入条件（2007 年修订）》，对生产规模、设备和工艺均提出了更高的要求：新建电石企业电石炉初始总容量必须达到 100,000 千伏安及以上，其

单台电石炉容量 $\geq 25,000$ 千伏安,生产装置必须采用密闭式电石炉,电石炉气必须综合利用。此外,2011年工信部提出了电石行业淘汰137.5万吨的目标,比上年的淘汰目标增加了约1倍。今后几年,工信部还将每年确定年度的淘汰目标,并将根据淘汰目标要求逐年加码、提高淘汰标准。

整体来看,我国电石行业正处于高速整合阶段,设备改造、淘汰落后产能是今后的主要趋势,监管力度势必越来越大,企业只有通过提升技术水平、完善配套产业链才会在今后的竞争中赢得生存和发展。

(2) 业务运营

为充分利用公司电力成本的优势、延伸循环经济产业链,公司于2008年4月开始建设100万吨/年电石项目,项目共分二期,一期40万吨/年于2009年2月投产,二期60万吨/年于2010年底投产。同时,公司通过控股同源化工(具有30万吨/年电石产能),使公司电石总产能达到130万吨/年,产能规模居国内前列。

①原料采购

电石属于高能耗产业。公司电石生产成本的60%来自电力消耗,公司的电力主要来自于公司的自备电厂。

公司电石生产的其它原料还包括焦炭(成本占比30%左右)和石灰石(成本占比10%左右)。公司电石生产所需焦炭采购自鄂尔多斯周边的神木县和府谷县。公司周边石灰石储量丰富,生产所需的大部分石灰石来自公司自有矿山,基本能够满足生产所需,只有当石灰窑不正常时,才在当地少量采购。

总体看,公司具有显著的电石生产成本优势。

②生产加工

电石遇水(或湿气)、空气易发生反应,不适合长期保存,因此电石的这一特性决定了公司为减少库存而采取以销定产的生产方式。

在电石市场价格上涨和公司电力成本优势的带动下,公司电石产业快速发展。公司电石项目在2009年投产当年产量即达到40.60万吨。2011年在产能扩大的背景下,公司生产电石113.00万吨。随着生产线调试的进一步成熟,公司未来的电石产能利用率有望进一步提高。

③产品销售

公司电石产品主要销往四川、河南、山东、河北等地区的大型化工企业,销售渠道较为畅通。

公司对电石销售的回款方式要求较为严格,以现款现货为主,降低了货款回收的风险。自2010年开始,下游PVC市场需求旺盛,公司近两年的电石销售价格较2009年显著上升。2011年,公司电石产品实现销售收入35.49亿元,电石销售的毛利率从2009年的15.13%上升到2011年的29.79%。

煤炭业务

(1) 行业背景

①行业运行

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

我国煤炭市场需求在较大程度上受宏观经济状况和相关下游行业发展的影响,属于典型的需

求拉动型市场。目前，国内电力燃料的 76%、钢铁冶炼与铸造能源的 70%、民用燃料的 80%均依赖煤炭。从消费结构来看，中国煤炭的需求主要来自于电力、建材、钢铁、化工四大行业，约占煤炭总需求的 88.50%，其中电力约占 51.50%，建材约占 16.50%，钢铁约占 14.50%，化工约占 6.00%。

2011 年是我国“十二五”开局之年，各地发展维持增速，受此影响，主要高耗能产品产量快速增长，国内煤炭市场供销两旺，煤炭价格持续上扬，原煤生产总量达 35.2 亿吨，同比增加 8.7%。

目前公司煤炭资源主要为焦煤。作为煤炭资源中的稀缺品种，炼焦煤是钢铁企业不可或缺的原料，尤其是焦煤作为炼焦用煤的主焦煤，目前我国这一煤种的产量较小。同时，随着我国工业化、城市化进程的推进，以及钢铁企业高炉大型化趋势的加速，对优质焦煤的需求呈现刚性增长的态势。

②产业政策

2011 年 5 月，国家能源局下发煤炭工业发展“十二五”规划征求意见稿。根据规划，到 2015 年我国煤炭产量将达到 37.9 亿吨/年，比 2010 年增长 5.5 亿吨/年，相比“十一五”期间的 8.9 亿吨的增量，“十二五”期间煤炭产量的增量明显大幅减少。

③未来发展

根据国家发改委 2010 年新发布《关于加快推进煤矿企业兼并重组若干意见的通知》及“十二五”规划征求意见稿，预计十二五期间随着国家对煤炭整合的深入，未来煤炭行业集中度和规模产量将进一步提高，煤炭供给格局将转化为寡头垄断形势，煤炭企业对煤价的掌控能力将明显增强。此举将有利于区域内大型煤炭企业集团的发展，特别是国有企业发挥规模优势。

煤炭行业处于产业链的上游，近年来，随着煤炭行业的持续景气，一些大型煤炭企业集团为减少单一产业波动性，开始向下游产业链延伸。煤电、煤化工、煤建材、煤焦化、煤气化等优势产业都受到国家政策鼓励支持。随着产业链和产品结构的不断完善，煤炭企业的盈利能力有望得到提升，经营业绩对煤炭价格的敏感度将有一定程度下降。

(2) 业务运营

为充分发挥当地煤炭资源优势，打造“煤-电-高载能产品”深加工产业链条，公司从 2003 年开始涉足煤炭领域。经过多年发展，公司在鄂尔多斯市棋盘井工业园方圆 20 公里以内下属的 5 座煤矿于 2009 年下半年全部建成投产，目前合计核定产能达到 450 万吨。

公司目前拥有煤炭储量 3.23 亿吨，可采储量 1.58 亿吨，煤种全部为 1/3 焦煤。较为丰富的煤炭资源储量为公司创造良好的盈利奠定了较好的基础。

公司煤炭产业在 2006 年初步投产见效后，产能产量相对快速地增长。近三年公司煤炭产量分别达到 345 万吨、500 万吨和 510 万吨（表 10）。

表 10 公司近三年产能、产量情况

项目	2009 年	2010 年	2011 年
产能（万吨）	400	450	450
产量（万吨）	345	500	510

数据来源：公司提供

公司下属 5 个煤矿均使用综采（综合机械化采煤）、综掘（综合机械化掘进）的采煤工艺，较为先进的采煤工艺有利于公司降低开采成本、提高采煤效率。近年来公司每吨原煤的开采成本在 100~120 元左右（表 11），处于国内较好水平。

表 11 公司近三年煤炭价格情况

项 目	2009 年	2010 年	2011 年
原煤平均开采成本（元/吨）	100	120	103.77
洗精煤平均销售价格（元/吨）	636	811	968

数据来源：公司提供

公司所产原煤不对外销售，全部在自有洗煤企业进行入洗。公司目前具有年洗煤 480 万吨（3 个生产线，每个 160 万吨/年）的洗选能力。原煤洗选后分为精煤、中煤和煤矸石三个产品，三者各占约三分之一。公司洗精煤全部对外销售，目前对外销售客户主要为西达选煤有限责任公司和神华蒙西煤化股份有限公司，对二者的销售收入占洗精煤销售收入的 90%左右，对外销售煤炭价格均为市场价格；中煤运往紧邻的自备电厂用于发电，目前自产中煤不能够满足自备电厂的用煤需求，尚需一定规模的外部采购；煤矸石由公司参股的煤矸石电厂消化。

随着公司下属煤矿于 2009 年下半年全部达产，以及近两年煤炭价格的上升，公司煤炭板块 2011 年实现销售收入 5.38 亿元，毛利率由 2009 年的 44.49%上升为 2011 年的 57.78%，为公司创造了良好的经济效益。

总体看，煤炭产业为公司创造了良好的经济效益，同时为“煤-电-高载能产品”产业链条的顺畅发展打下了良好的基础。

多晶硅业务

（1）行业背景

多晶硅是电子工业和太阳能光伏产业的基础材料。近年来，由于世界半导体集成电路产业和太阳能光伏产业的迅猛发展，尤其是受太阳能电池产业发展的驱动，多晶硅市场得以迅速增长。

中国是全球最大的光伏制造大国，据国家能源局统计，2011 年中国新增光伏装机达到 2.2GW，成为全球第三大光伏市场。其中以青海省的安装量最多，占全部安装量的 36%。自 2006 年以来，中国光伏产品的出口比例一直在 95%以上。

2011 年，我国多晶市场行情表现为 1-4 月高位稳定，下半年，随着欧美太阳能企业大量倒闭停产，光伏市场环境进一步恶化以及上半年下游库存的弥补，多晶硅价格继续走低，10 月份甚至跌破了自金融危机以来的最低值。随着价格不断下探，国内多晶硅企业开始大规模停产。2011 年国内前 4 家多晶硅企业占据了全球 60%的市场份额，而预计 2012 年这一比例将达到 70%以上，届时将有三分之二的多晶硅企业被淘汰出局。

由于供需缺口导致近年国内对多晶硅的大量投资，出于担心国内多晶硅产能过剩、资源浪费的考虑，2009 年 9 月底，国务院转发《发改委等部门关于抑制部分行业产能过剩和重复建设引导产业健康发展的若干意见》限制了多晶硅项目的发展。2010 年 12 月 31 日，为促进多晶硅行业的节能降耗、淘汰落后和结构调整，工信部、发改委和环境保护部三部门联合发布了《多晶硅行业准入条件》，对多晶硅建设项目核准、备案管理、土地审批、环境影响评价、信贷融资、生产许可、产品质量认证等均做出了具体要求。目前就国内光伏市场来说，政府正积极促进降低光伏发电成本，加大国内应用。

（2）业务运营

公司多晶硅项目规划产能 6,000 吨/年，产能为 2,500 吨/年的一期工程从 2009 年开始建设，2010 年全部建成，2011 年 9 月开始全面调试生产。

公司多晶硅生产工艺采用德国西门子法，该工艺属于闭路循环系统，主要生产设备采用国外

先进的设备。其中，还原炉、氢化炉采用德国 Sitec（新泰克）公司的设备，氢压机采用意大利 SATD（西亚特）公司的设备，氯化氢合成炉采用法国 Carbon（卡朋罗兰）公司的成套包工艺设备，压滤机采用德国 BHS 公司的设备。

公司拥有两条多晶硅生产线，共计 18 台还原炉，9 台氢化炉。通过单台试车、联机调试后于 2010 年 9 月生产出第一炉，2010 年生产多晶硅 27.68 吨，2011 年公司对设备进行全面调试，达到设计产能，当年生产多晶硅 778.71 吨。

由于公司多晶硅项目地处煤炭、硅粉等原料产地，同时公司拥有自备电厂，因此公司具有一定的成本优势。虽然公司多晶硅项目一期工程达产以后，将为公司带来较大规模的营业收入，但是由于多晶硅市场竞争激烈，多晶硅价格波动较大，因此公司多晶硅业务的盈利状况存在一定的不确定性。

3. 经营效率

目前公司采取多元化经营的方式，各业务板块的经营特点不同，表现出经营效率的不同。其中，电冶行业周转速度较快；羊绒产品的生产链条较长，使得羊绒业务的周转速度较慢，但公司羊绒产业的经营效率在行业内属较好水平。

近三年随着纺织服装行业和钢铁行业的转暖，公司营业收入不断增长，2011 年公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率分别达到 10.01、2.32 和 0.48。未来，随着公司 PVC、水泥等在建工程陆续投入生产经营，公司整体经营效率有望获得提升。

4. 关联交易

公司与参股公司、控股股东子公司等关联方存在较大规模的日常持续性关联交易，日常持续性关联交易方式主要有公司从关联方购买电力、蒸汽以及原材料；向关联方销售硅铁、羊绒制品、煤炭等产品。

从关联交易的规模上来看，2011 年，公司关联交易中销售商品或提供劳务总计 3.96 亿元，占营业收入的 2.90%，购买商品或接受劳务总计 6.38 亿元，占营业成本的 7.00%。整体而言，公司关联交易规模较小。

公司关联交易的形成，主要是公司正常生产经营的需要，有利于公司能源动力、原料的采购以及产品的销售。公司严格依法履行有关关联交易的审议和信息披露程序，关联交易定价和交易程序规范。未来，相关关联交易仍将持续存在。

5. 重要投资

为进一步延伸公司棋盘井工业园区的循环经济产业链条，依托园区循环经济产业链中丰富的煤炭、电力、石灰石、原盐等资源，依托园区循环经济产业链中丰富的煤炭、电力、石灰石、原盐等资源，公司按照“高起点、高科技、高效益、高产业链、高附加值、高度节能环保”的新型工业化要求，正在建设年产 40 万吨 PVC、30 万吨烧碱、和 100 万吨水泥项目（项目总投资 31.8 亿元）。该项目采用离子膜烧碱生产技术、干法节水乙炔生产技术、悬浮法聚氯乙烯生产技术、新型水泥干法生产技术，实现了氯碱化工产业链的循环闭合。公司氯碱化工循环产业链条主要包括：生产 PVC 的主要原料电石公司能够自给，生产 PVC 的副产品电石渣用于生产水泥。

公司 40 万吨 PVC、30 万吨烧碱项目已于 2010 年 6 月开工建设，计划于 2012 年底试运行；100 万吨水泥项目现已全面开工，计划于 2012 年 6 月份试运行。

联合评级认为，公司在建的项目能够充分利用当地的资源优势，完善公司的循环经济产业链，

增强公司的竞争力，但公司现有项目的建设将给公司带来较大的资本支出压力。

6. 未来发展

从公司羊绒产业的发展战略来看，公司将坚持以品牌为核心，以销售为中心，以技术创新为依托，将内外销两个市场建设作为重点，通过对生产系统的持续改造和升级，继续做强做大羊绒产业，将公司羊绒产业打造为世界先进的、以羊绒为主的服装销售及制造中心。联合评级认为，公司羊绒主营业务目前处于发展的成熟阶段，下游产品销售市场持续扩张的速度有所放缓，而且上游羊绒原料作为稀缺资源，产量有限，也不能支持羊绒产品生产规模的进一步迅速扩大，因此，公司羊绒主营业务的市场占有率和盈利水平在未来一定时期内将保持平稳发展的态势。

未来发展期间，公司在继续稳步发展羊绒主业的同时，以循环经济理念为指导，依托棋盘井的资源优势和区位优势，以初具规模的煤炭、电力、冶金、化工为基础，建立以工业共生和物质循环为特征的重工业经济运行体系。引进和消化国内外领先的科学技术，依靠科技进步和产品创新，提升现有产品的附加值，调整结构，进一步拓展和延伸产业链，重点发展建设多晶硅、“三废”综合利用、煤炭清洁生产、氯碱资源循环及深加工等项目，合理筹划和高效利用矿产资源、能源资源和水资源，把棋盘井工业园区建设成为一个可持续发展工业生态系统，把公司打造成一个以资源能源型产业为主导、产业结构合理、技术装备先进、具备较强核心竞争能力的产业集群，从而形成羊绒、“煤-电-高载能产品”及其废物互补循环利用的产业链条协同经营、共同增长的战略格局，使公司的综合竞争力进一步增强。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2009 年~2011 年度财务报告经大信会计师事务所有限公司审计，三年出具的均为标准无保留审计意见，2012 年 1~3 月财务报告未经审计。2007 年公司开始执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》。以下分析以合并报表为主。

截至 2011 年底，公司合并资产总额 305.41 亿元，负债合计 206.24 亿元，所有者权益（含少数股东权益）99.18 亿元。2011 年公司实现营业收入 136.32 亿元，净利润（含少数股东损益）16.30 亿元；经营活动产生的现金流量净额 26.29 亿元，现金及现金等价物净增加额-2.22 亿元。

截至2012年3月底，公司合并资产总额321.38亿元，负债合计220.36亿元，所有者权益（含少数股东权益）101.02亿元。2012年1~3月公司实现营业收入27.88亿元，净利润（含少数股东损益）1.91亿元；经营活动产生的现金流量净额-3.86亿元，现金及现金等价物净增加额2.86亿元。

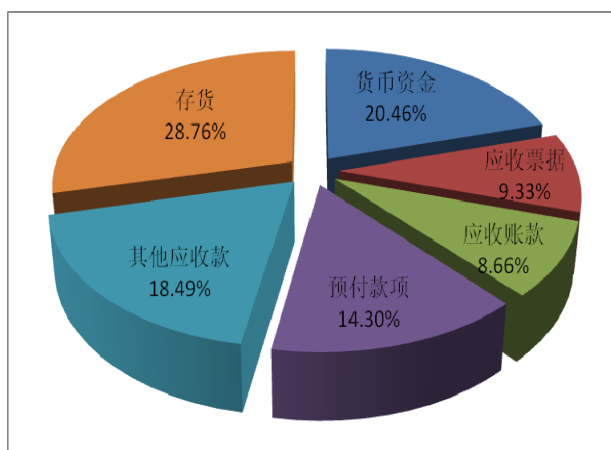
2. 资产质量

公司近三年的资产规模以21.71%的速度快速增长，资产总额从2009年的206.19亿元上升到2011年的305.41亿元。截至2011年底，公司资产总额中非流动资产合计占资产总额的53.50%，占比合理，符合公司作为生产型企业，厂房、机器设备规模较大的特点。

流动资产

截至2011年底，公司流动资产合计142.01亿元，以货币资金、预付款项、存货和其他应收款为主（图5）。

图5 公司2011年流动资产构成



资料来源：公司年报

近三年公司的货币资金年均增长了 5.84%，截至 2011 年底，货币资金余额 29.05 亿元，其中 95.09% 为人民币、4.91% 为外币，其中美元占外币金额的 80.68%；货币资金中的 23.37% 为限制用途的银行承兑汇票的人民币保证金存款、银行质押借款的人民币保证金。总体看，公司货币资金较为充裕。

公司对应收账款的管理主要体现在对销售人员的激励政策中，销售人员对款项的催收也是考核的重点，因此公司近三年的营业收入增长 29.59% 的同时，应收账款仅增长了 1.41%。截至 2011 年底，公司应收账款账面余额 12.63 亿元，公司按照应收账款的不同特征分“单项金额虽不重大但单项计提”和“按账龄计提”两种方式分别计提了 0.19 亿元和 0.14 亿元坏账准备，合计计提 0.33 亿元。在按账龄计提的组合中，应收账款账面余额 1.61 亿元，其中 1 年以内的占比 89.27%，1~2 年的占比 3.94%，2~3 年的占比 4.03%，3 年以上的占比 2.76%，公司对 1 年以内的应收账款未计提坏账准备，对于账龄在 2 年（含 2 年）以上的全额计提坏账，坏账准备计提较为充足。

在公司经营规模扩大的同时，近三年的存货规模增长了 22.72%。截至 2011 年底，公司存货余额 44.73 亿元，存货规模较大的原因主要是公司纺织服装业务的生产周期较长，纱线等易滞留在生产过程中，同时出于战略储备需要，公司购入了大量无毛绒、羊绒纱及石灰石等。公司已对成本高于可变现价值的原料、库存商品计提了 3.88 亿元的跌价准备，计提充分，存货净值的质量较高。

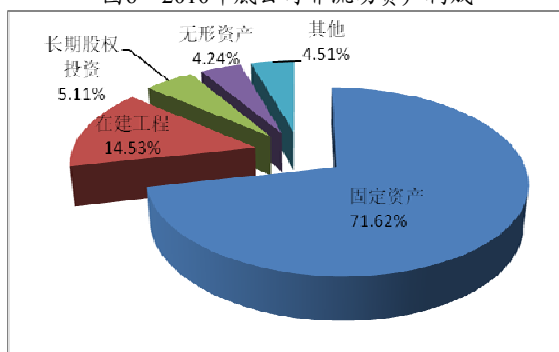
公司 2011 年底的预付款项余额 20.30 亿元，近三年大幅增长了 50.64%，主要是公司电冶项目投产后经营规模扩张而带来的增长。

公司 2011 年底的其他应收款净额 26.26 亿元，同比大幅增加了 605.66%。公司其他应收款总额中的 88.87% 为公司付给鄂尔多斯集团的 3、4 号发电机组的租赁抵押金（电力机组资产属于易损资产，出于资产保全考虑，承租方应向出租方提供抵押金。为获取全部发电收益，电冶公司向鄂尔多斯集团提供了 23.5 亿元的抵押金，该笔抵押金产生的财务费用，按照每年 6% 的标准从租赁费中扣除）。

非流动资产

截至 2011 年底，公司非流动资产合计 163.41 亿元，近三年增长了 14.10%。非流动资产以固定资产、在建工程、长期股权投资和无形资产为主（图 6）。

图6 2010年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

公司固定资产净额三年年均增加 19.63%，增长的原因主要是近三年公司建设的电石项目、高碳锰铁项目、煤矿、供水工程等建设项目陆续转入固定资产。截至 2011 年底，公司固定资产原值 149.31 亿元，其中房屋及建筑物占比 50.21%、机器设备占比 42.93%，以机器设备和房屋及建筑物为主的固定资产结构符合公司生产经营的特点。截至 2011 年底，公司固定资产累计计提折旧 32.19 亿元，固定资产成新率 78.44%，成新率较高。

截至 2011 年底，公司在建工程原值共计 23.74 亿元，主要是 PVC、水泥、镍钙等在建项目，公司未对在建工程计提减值准备。

截至 2012 年 3 月底，公司资产总额为 321.38 亿元，较年初增长 5.23%。公司资产中流动资产的占比由年初的 46.50% 小幅上升到 48.43%；流动资产仍以货币资金、应收账款、预付款项、存货和其他应收款为主，货币资金、应付票据、应收账款和存货较年初有所增长，预付账款较年初有所减少；非流动资产的整体规模以及各项占比与年初相比变化较小。

总体看，公司资产以固定资产为主，应收账款坏账准备和存货跌价准备计提较为充足，公司整体资产质量较高。

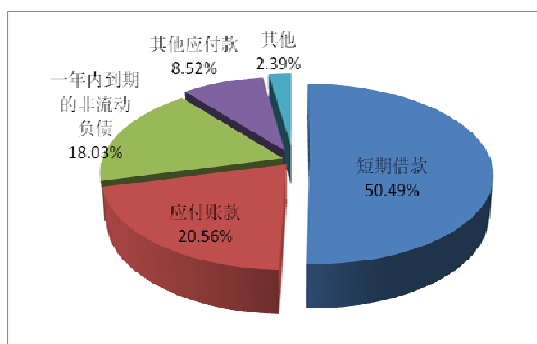
3. 负债及所有者权益

负债

公司负债规模较大，2011 年底的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.53%、61.63% 和 37.16%。截至 2011 年底，公司负债合计 206.24 亿元，以流动负债为主，流动负债占比 71.20%，负债结构不够合理。

截至 2011 年底，公司流动负债合计 146.84 亿元，近三年年均增长 27.14%，流动负债主要由短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债构成（图 7）。

图7 2010年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

公司近三年经营规模不断扩大，对流动资金的需求也有所增加，短期借款三年年均增长 13.32%。截至 2011 年底，公司短期借款余额 74.14 亿元，占流动负债的 50.49%，在流动负债中占比较高。

公司应付账款近三年快速增长，年均增长速度 131.50%。截至 2011 年底，应付账款为 30.19 亿元，占流动负债的 20.56%，其中 1 年以内的应付账款占比 91.56%，主要是应付原料款和工程设备款。

公司的流动负债与流动资产的规模基本相当，随着经营规模的扩大，公司营运资金略显不足，债务结构有待调整。

截至 2011 年底，公司非流动负债合计 59.40 亿元，近三年年均增长 12.89%，非流动负债主要由长期借款（占比 96.79%）为主。

2012 年 3 月底，公司负债合计 220.36 亿元，较年初小幅增长 6.85%，负债结构没有发生大的变化，仍以流动负债为主（占比由年初的 71.20% 小幅下降到 69.30%）。截至 2012 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.57%、63.20% 和 39.84%，与 2011 年底相比，各指标均有小幅上升，负债规模继续保持较高水平。

总体看，公司负债规模较大，流动负债占比较高，负债结构有待改善。

所有者权益

截至 2011 年底，公司所有者权益合计 99.18 亿元，其中归属于母公司所有者权益 54.59 亿元，占所有者权益合计的 55.05%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 18.90%，资本公积占 23.78%，盈余公积占 7.47%，未分配利润占 48.78%，公司所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益结构稳定性不足。

截至 2012 年 3 月底，公司所有者权益为 101.02 亿元，较年初小幅增长 1.85%，主要是未分配利润贡献的增长。

4. 盈利能力

近三年公司营业收入以 29.59% 的幅度快速增长，同期，营业成本增长了 23.19%，低于营业收入的增长幅度。2011 年公司实现营业收入 136.32 亿元，实现利润总额 18.54 亿元，净利润 16.30 亿元（归属于母公司所有者的净利润为 8.76 亿元），公司盈利规模较大。

从期间费用方面来看，在营业收入三年增长 29.59% 的情况下，公司销售费用、管理费用和财务费用分别增长 36.71%、29.88% 和 18.08%。销售费用增长的主要原因是公司加大纺织业务的内销市场开发力度，建设了销售旗舰店，卖场面积大幅提高，前期费用投入较大；管理费用大幅增长的原因主要是公司新产业项目建设的快速增长带来相应费用的增加。

从盈利指标看，受金融危机影响，2009 年公司硅铁等主要产品价格处于较低水平，使得公司 2009 年盈利指标显著下降。随着 2010 年宏观经济的复苏，公司主要产品价格出现回升，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率均较 2009 年显著提高，2011 年各项指标延续了 2010 年的较高水平，分别达到 10.57%、9.78% 和 17.60%。

2012 年 1~3 月，公司实现营业收入 27.88 亿元、净利润 1.91 亿元，营业利润率 26.81%，盈利状况良好。

总体看，公司近年来盈利规模较大，整体盈利能力受公司主导产品市场价格波动的影响较大。

5. 现金流

从经营活动看，公司近三年经营活动现金流入量快速增长，年均增长了 27.51%，经营活动现

金流出同期增长了 21.94%，并呈现出经营现金净流入不断增长的状态。2011 年销售商品、提供劳务收到的现金为 153.18 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 26.29 亿元。从收入实现质量来看，近三年公司的现金收入比分别为 115.16%、112.22%和 112.36%，公司收入实现质量较高。

从投资活动来看，受公司近几年持续进行项目建设的影响，公司近三年投资活动的现金流均呈现净流出状态。2009~2011 年公司投资活动产生的现金净流出分别高达 29.55 亿元、44.65 亿元和 37.26 亿元。

公司经营活动产生的现金难以满足投资需求，需通过借款来解决投资活动对资金的需求，但由于经营现金净流入的规模不断增长，因此筹资活动产生的现金净流入的规模不断下降，2009~2011 年公司筹资活动产生的现金净流入分别为 33.82 亿元、27.80 亿元和 8.77 亿元。

2012 年 1~3 月，受销售收到票据较多影响，公司经营活动现金净流出了 3.86 亿元；主要受工程建设支出增长的影响，公司投资活动现金净流出 5.75 亿元；受借款规模高于偿还借款规模的影响，筹资活动净流入 12.46 亿元。同期，受销售收到票据较多影响，公司现金收入比下降到 94.22%，公司收入实现质量实际上仍处于较高水平。

总体看，公司现金流量规模较大，收入实现质量较高，但需通过借款来解决投资活动对资金的需求。

6. 偿债能力

公司 2011 年底的资产负债率为 67.53%，公司负债规模处于较高水平，且流动负债占比较大。

从短期偿债能力指标看，截至 2011 年底，公司流动比率和速动比率分别为 0.97 和 0.69，均处于较低水平；公司负债结构不合理，短期债务较多，有一定的短期支付压力。考虑到公司经营活动现金流规模较大，因此经营性现金能够对短期债务形成一定的保护。

从长期偿债能力指标看，2011 年公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 3.60 和 0.23，均处于较低水平。由于公司主导产品的竞争优势明显，盈利规模较大，能够对偿债形成良好的保障。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系。截至 2012 年 3 月 31 日，公司获得的银行授信总额为人民币 253.14 亿元，其中已使用的授信额度为 171.94 亿元，未使用的授信额度为人民币 81.20 亿元。公司间接融资渠道较为畅通。

截至 2011 年底，公司对外担保 8.00 亿元，全部为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”）的担保，对外担保余额占 2011 年底公司所有者权益的 8.06%。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，拥有煤矿 19 座，其中直属煤矿 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。截止 2011 年底，伊东煤炭集团经审计的总资产 181.15 亿元、所有者权益（含少数股东权益）58.27 亿元，2011 年实现主营业务收入 50.83 亿元，净利润（含少数股东损益）8.72 亿元。整体看，伊东煤炭集团经营风险较小，同时伊东煤炭集团为公司银行借款提供了亿元的担保，因而公司的或有负债风险不大。

总体看，虽然公司目前负债率、短期刚性债务占比较高，但公司盈利能力较强、经营活动现金流状况较好，整体偿债能力较强。

七、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2012 年 3 月底，公司有息债务合计 173.48 亿元。本次拟发行公司债规模不超过 40 亿元，期限不超过 7 年，相对于公司目前的债务规模，本次债券发债额度较大，对公司负债结构也将有明显的影 响。考虑到公司拟将本期债券的部分募集资金用于偿还银行借款，调整债务结构，故对公司整体债务负担影响将有所降低。

以 2012 年 3 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 40 亿元，本次债券发行后，在其他因素不变的情况下（未考虑偿还银行借款等因素），公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 51.42%、67.88%和 72.05%，债务负担显著加重，而债务期限结构有所改善，负债总额将处于较高水平。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2011 年的财务数据为基础，公司 2011 年 EBITDA 为 36.73 亿元，为本期公司债券发行额度（40 亿元）的 0.92 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度一般。公司 2011 年经营活动产生的现金流入 157.22 亿元，为本期公司债券发行额度（40 亿元）的 3.93 倍，公司经营活动现金流入量规模较大，对本期债券覆盖程度较高。

未来，公司纺织服装业务和煤炭业务仍将为公司带来稳定的收益，同时随着硅铁产品、电石产品市场价格好转的延续，公司对本期债券的偿还能力有望得到进一步增强。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位、资源优势、能源优势等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力强。

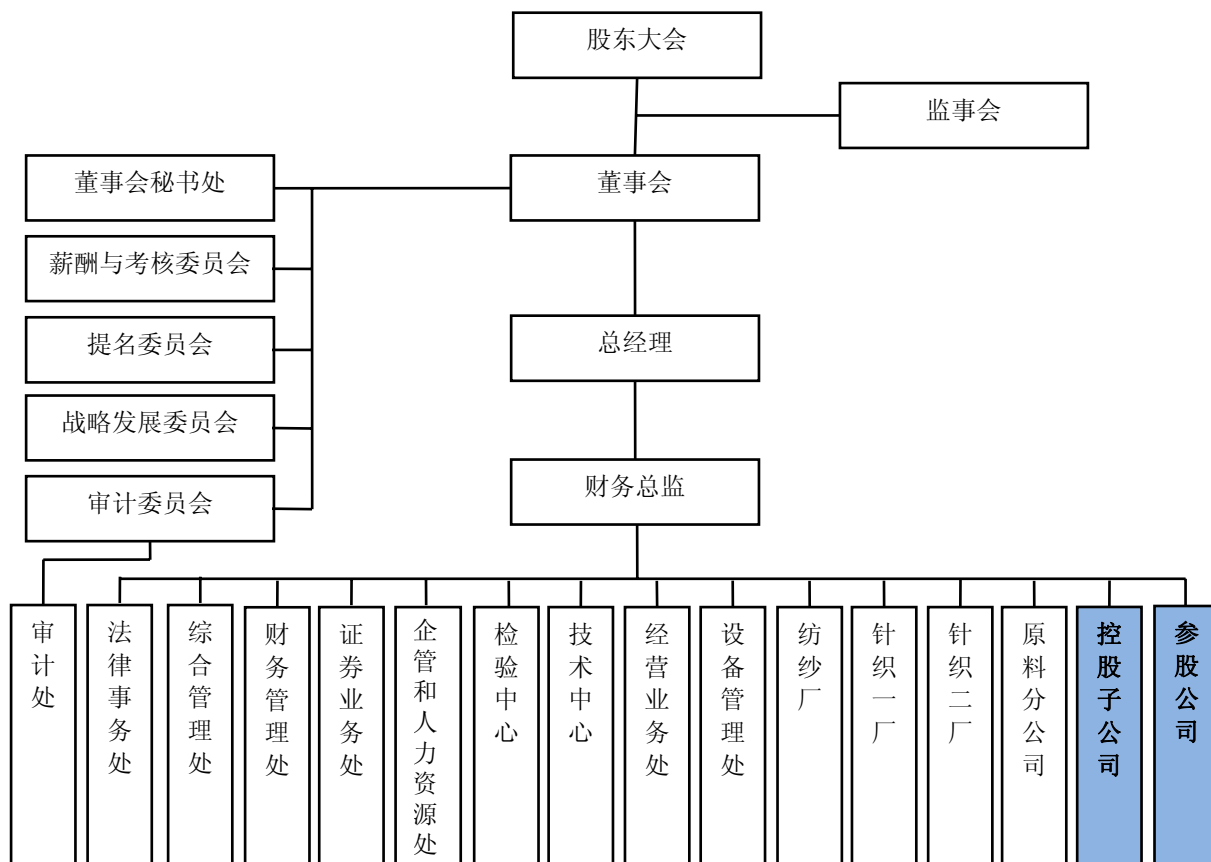
八、综合评价

内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司是中国羊绒制品加工和硅铁生产的龙头企业。公司在国内羊绒加工行业品牌知名度高、羊绒资源获取能力强、产销规模大，市场竞争优势明显。公司电力冶金业务受益于煤电资源造就的低成本优势，整体抗风险能力较强。公司资产质量较高，盈利能力受硅铁、电石等产品的市场价格波动的影响较大，经营活动现金流状况良好。

公司实现了从单一羊绒加工业向兼有电力冶金等业务的成功转型，经营规模不断扩大。公司近几年处于战略扩张期，资本支出规模大，债务负担偏重；目前除现有在建项目外，公司无进一步扩张的规划，未来的资本支出压力将得到缓解。同时，考虑到公司行业地位稳固，以及稳定的原材料供应造就的低成本优势有助于化解经营和财务风险，联合评级对其评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司本期拟发行的不超过 40 亿元公司债券到期不能偿还的风险低。

附件 1 内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司组织结构图



附件 2-1 内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司
2009 年~2012 年 3 月合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 3 月
流动资产：					
货币资金	259,342.91	280,850.98	290,526.85	5.84	318,696.50
交易性金融资产					
应收票据	59,950.31	59,586.08	132,474.88	48.65	216,402.19
应收账款	119,625.88	142,173.35	123,019.38	1.41	142,795.79
预付款项	89,457.12	126,873.86	203,004.83	50.64	186,849.07
应收利息					
应收股利					
其他应收款	5,273.07	251,647.41	262,579.09	605.66	266,016.45
存货	271,222.57	301,376.29	408,470.16	22.72	425,784.48
一年内到期的非流动资产	1,820.70	726.75	0.00	--	0.00
其他流动资产					
流动资产合计	806,692.55	1,163,234.72	1,420,075.20	32.68	1,556,544.48
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	87,421.69	80,219.70	83,465.85	-2.29	85,388.42
投资性房地产	14,860.07	13,277.75	11,781.04	-10.96	11,631.51
固定资产	817,815.02	954,808.54	1,170,311.73	19.63	1,166,966.44
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程	235,075.77	240,359.15	237,402.85	0.49	264,189.93
工程物资	21,809.10	56,833.05	36,517.05	29.40	35,185.27
固定资产清理					
无形资产	42,888.34	54,438.02	69,220.10	27.04	68,817.11
开发支出					
商誉	3,226.41	4,025.03	4,025.03	11.69	4,025.03
长期待摊费用	13,322.69	12,891.92	12,801.09	-1.98	12,398.74
递延所得税资产	6,399.28	8,595.47	8,530.77	15.46	8,607.69
其他非流动资产	12,381.00	0.00	0.00	--	0.00
非流动资产合计	1,255,199.38	1,425,448.63	1,634,055.50	14.10	1,657,210.16
资产总计	2,061,891.93	2,588,683.35	3,054,130.70	21.71	3,213,754.64

注：公司2012年1季度财务报告未经审计

附件2-2 内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司
2009年~2012年3月合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2009年	2010年	2011年	变动率(%)	2012年3月
流动负债：					
短期借款	577,395.20	585,462.27	741,416.00	13.32	823,124.77
交易性金融负债					
应付票据	34,980.00	100.00	100.00	-94.65	0.00
应付账款	56,337.87	188,771.56	301,923.12	131.50	298,748.05
预收款项	28,352.16	48,501.66	39,038.93	17.34	55,404.95
应付职工薪酬	8,009.25	12,494.12	8,309.14	1.85	7,996.22
应交税费	-6,335.90	5,239.97	-14,897.61	53.34	-26,066.67
应付利息	1,736.53	2,006.76	2,387.81	17.26	3,192.60
应付股利	946.29	702.28	131.01	-62.79	157.59
其他应付款	124,363.72	48,093.09	125,168.79	0.32	121,929.91
一年内到期的非流动负债	21,620.00	79,967.68	264,799.30	249.97	242,654.57
其他流动负债	60,963.50	60,855.67	0.00	-100.00	0.00
流动负债合计	908,368.62	1,032,195.05	1,468,376.49	27.14	1,527,141.99
非流动负债：					
长期借款	444,400.00	676,200.00	574,881.60	13.74	657,403.57
应付债券					
长期应付款	17,399.37	12,663.22	11,663.65	-18.13	11,637.05
专项应付款	180.00	0.00	0.00	--	0.00
预计负债					
递延所得税负债	180.03	2,278.35	2,624.78	281.84	2,624.78
其他非流动负债	3,890.07	4,296.85	4,807.84	11.17	4,779.19
非流动负债合计	466,049.47	695,438.42	593,977.86	12.89	676,444.58
负债合计	1,374,418.09	1,727,633.47	2,062,354.35	22.50	2,203,586.57
所有者权益：					
股本	103,200.00	103,200.00	103,200.00	0.00	103,200.00
资本公积	136,022.44	132,073.87	129,818.13	-2.31	129,818.13
减：库存股					
专项储备	2,711.71	5,067.59	5,847.68	46.85	7,636.75
盈余公积	36,769.24	38,986.32	40,758.96	5.29	40,758.96
未分配利润	118,120.14	190,789.86	266,324.23	50.16	278,894.35
外币报表折算差额	1.60	-2.80	-1.49	--	-1.53
归属于母公司所有者权益合计	396,825.13	470,114.84	545,947.51	17.29	560,306.66
少数股东权益	290,648.72	390,935.04	445,828.84	23.85	449,861.40
所有者权益合计	687,473.84	861,049.88	991,776.35	20.11	1,010,168.07
负债和所有者权益总计	2,061,891.93	2,588,683.35	3,054,130.70	21.71	3,213,754.64

注：公司2012年1季度财务报告未经审计

附件3 内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司

2009年~2012年3月合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年3 月
一、营业收入	811,748.89	1,173,754.01	1,363,206.00	29.59	278,800.74
减: 营业成本	599,814.97	787,563.66	910,322.41	23.19	198,976.26
营业税金及附加	12,554.31	33,075.55	34,906.01	66.75	5,072.36
销售费用	48,592.02	74,860.90	90,811.67	36.71	20,494.64
管理费用	47,377.50	65,095.40	79,923.90	29.88	16,671.55
财务费用	49,747.67	61,888.84	69,367.50	18.08	16,175.08
资产减值损失	2,604.24	12,011.52	12,452.99	118.67	0.00
加: 公允价值变动收益					
投资收益	616.43	14,101.27	3,397.13	134.75	1,922.58
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益	885.54	313.95	3,626.32	102.36	0.00
汇兑收益					
二、营业利润	51,674.60	153,359.40	168,818.64	80.75	23,333.42
加: 营业外收入	23,337.63	11,916.65	18,405.29	-11.19	304.49
减: 营业外支出	867.48	2,392.68	1,850.19	46.04	86.88
其中: 非流动资产处置损失	211.36	826.87	229.08	4.11	0.00
三、利润总额	74,144.74	162,883.37	185,373.74	58.12	23,551.02
减: 所得税费用	7,398.32	15,913.29	22,342.64	73.78	4,479.98
四、净利润	66,746.42	146,970.08	163,031.10	56.29	19,071.04
其中: 归属于母公司所有者的净利润	39,345.88	84,904.41	87,627.01	49.23	12,570.12
少数股东损益	27,400.54	62,065.67	75,404.09	65.89	6,500.92

注: 公司 2012 年 1 季度财务报告未经审计

附件 4 内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司
2009 年~2012 年 3 月合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)	2012 年 3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	934,784.60	1,317,133.88	1,531,753.45	28.01	262,696.81
收到的税费返还	6,263.04	3,667.19	2,807.37	-33.05	1,976.44
收到其他与经营活动有关的现金	25,886.74	18,280.64	37,631.38	20.57	1,434.88
经营活动现金流入小计	966,934.38	1,339,081.71	1,572,192.20	27.51	266,108.13
购买商品、接受劳务支付的现金	723,036.86	840,812.61	967,904.40	15.70	239,053.91
支付给职工以及为职工支付的现金	53,201.41	79,195.68	91,153.08	30.90	22,104.78
支付的各项税费	63,653.43	134,258.45	152,612.28	54.84	38,354.28
支付其他与经营活动有关的现金	40,642.69	75,948.17	97,590.21	54.96	5,157.68
经营活动现金流出小计	880,534.39	1,130,214.91	1,309,259.97	21.94	304,670.65
经营活动产生的现金流量净额	86,399.99	208,866.80	262,932.23	74.45	-38,562.52
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	644.83	91,301.57	800.00	11.38	0.00
取得投资收益收到的现金	1,829.05	3,028.48	427.50	-51.65	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	379.75	1,824.69	8,056.12	360.59	308.86
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	2,971.40	0.00	779.84	-48.77	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	1,407.12	3,582.09	6,286.15	111.36	0.00
投资活动现金流入小计	7,232.16	99,736.83	16,349.61	50.36	308.86
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	283,276.77	228,955.16	375,215.62	15.09	57,824.01
投资支付的现金	18,797.98	74,058.32	5,279.45	-47.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	630.96	6,589.92	2,408.33	95.37	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	236,656.36	6,065.34	--	0.00
投资活动现金流出小计	302,705.72	546,259.76	388,968.74	13.36	57,824.01
投资活动产生的现金流量净额	-295,473.55	-446,522.93	-372,619.13	12.30	-57,515.15
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	39,555.00	56,040.00	0.00	--	0.00
发行债券所收到的现金	0.00	60,000.00	0.00	--	0.00
取得借款收到的现金	1,153,568.88	1,029,282.63	1,269,754.13	4.92	272,021.97
收到其他与筹资活动有关的现金	9,600.00	55,769.58	96,000.00	216.23	19,570.86
筹资活动现金流入小计	1,202,723.88	1,201,092.21	1,365,754.13	6.56	291,592.83
偿还债务支付的现金	746,009.68	794,895.20	1,090,915.00	20.93	129,526.91
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	76,945.77	91,073.55	119,207.50	24.47	37,286.13
支付其他与筹资活动有关的现金	41,557.58	37,081.93	67,910.21	27.83	129.97
筹资活动现金流出小计	864,513.03	923,050.68	1,278,032.70	21.59	166,943.01
筹资活动产生的现金流量净额	338,210.85	278,041.53	87,721.43	-49.07	124,649.82
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	321.63	-52.78	-257.70	--	6.53
五、现金及现金等价物净增加额	129,458.92	40,332.63	-22,223.17	--	28,578.68
加: 期初现金及现金等价物余额	74,116.97	204,518.36	244,850.98	81.76	222,627.81
六、期末现金及现金等价物余额	203,575.89	244,850.98	222,627.81	4.57	251,206.50

注: 公司 2012 年 1 季度财务报告未经审计

附件 5 内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司
2009 年~2011 年合并现金流量表补充资料
(单位: 人民币万元)

补充资料	2009 年	2010 年	2011 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	66,746.42	146,970.08	163,031.10	56.29
加: 资产减值准备	2,604.24	12,011.52	12,452.99	118.67
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	42,503.33	57,806.37	87,947.93	43.85
无形资产摊销	2,010.03	1,483.42	1,936.68	-1.84
长期待摊费用摊销	1,172.93	1,190.29	1,460.57	11.59
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-534.34	-166.78	-3,430.13	153.36
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	53,061.97	66,414.07	90,557.28	30.64
投资损失	-616.43	-14,101.27	-3,397.13	134.75
递延所得税资产减少	192.52	-2,196.19	64.70	-42.03
递延所得税负债增加	180.03	2,098.32	346.43	38.72
存货的减少	48,211.37	38,527.66	-109,696.38	--
经营性应收项目的减少	-56,098.60	-22,753.82	-129,865.80	52.15
经营性应付项目的增加	-73,033.47	-78,416.87	151,524.00	--
其他				
经营活动产生的现金流量净额	86,399.99	208,866.80	262,932.23	74.45

附件 6 内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司 主要财务指标

项 目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 3 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	6.38	8.72	10.01	--
存货周转次数(次)	1.86	2.47	2.32	--
总资产周转次数(次)	0.45	0.50	0.48	--
现金收入比率(%)	115.16	112.22	112.36	94.22
盈利能力				
总资本收益率(%)	7.34	10.67	10.57	--
总资产报酬率(%)	6.73	9.86	9.78	--
净资产收益率(%)	10.36	18.98	17.60	2.04
主营业务毛利率(%)	26.49	32.77	33.83	--
营业利润率(%)	24.56	30.08	30.66	26.81
费用收入比(%)	17.95	17.20	17.61	19.13
财务构成				
资产负债率(%)	66.66	66.74	67.53	68.57
全部债务资本化比率(%)	61.45	61.13	61.63	63.20
长期债务资本化比率(%)	40.18	44.45	37.16	39.84
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	3.21	3.90	3.60	--
EBITDA 全部债务比(倍)	0.15	0.21	0.23	--
经营现金债务保护倍数(倍)	0.08	0.15	0.17	-0.02
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.19	-0.18	-0.07	-0.06
流动比率(倍)	0.89	1.13	0.97	1.02
速动比率(倍)	0.59	0.83	0.69	0.74
现金短期债务比(倍)	0.50	0.51	0.42	0.50
经营现金流动负债比率(%)	9.51	20.24	17.91	-2.53
经营现金利息偿还能力(倍)	1.65	2.81	2.58	--
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-3.99	-3.20	-1.07	--
本期公司债券偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	2.42	3.35	3.93	--

注：1、公司 2012 年 1 季度财务报告未经审计，相关财务指标未年化；

2、公司未提供 2012 年 1 季度现金流量补充资料表，因此相关指标未计算。

附件 7 有关计算指标的计算公式

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

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 8 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，每年对内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司 2012 年公司债券进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

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

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

如内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果与跟踪评级报告将报送内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司和有关监管部门，并将由内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司在上海证券交易所网站予以公开披露，同时在联合评级网站公开披露。

联合信用评级有限公司

二零一二年五月二日