

跟踪评级公告

联合[2018]737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“17鄂资01”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：

二零一八年六月七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司

公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级:

跟踪评级结果: AA+

评级展望: 稳定

上次评级结果: AA+

评级展望: 稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17鄂资01	13亿元	(3+2)年	AA+	AA+	2017.7.25

跟踪评级时间: 2018年6月7日

主要财务数据

项目	2016年	2017年	18年3月
资产总额(亿元)	452.64	460.61	502.40
所有者权益(亿元)	140.17	138.28	142.33
长期债务(亿元)	31.90	48.82	46.57
全部债务(亿元)	250.53	254.69	283.00
营业收入(亿元)	165.91	221.27	47.30
净利润(亿元)	5.79	10.34	3.92
EBITDA(亿元)	43.70	49.68	--
经营性净现金流(亿元)	42.73	43.43	12.90
营业利润率(%)	28.12	25.19	31.02
净资产收益率(%)	4.19	7.43	--
资产负债率(%)	69.03	69.98	71.67
全部债务资本化比率(%)	64.12	64.81	66.54
流动比率(倍)	0.48	0.58	0.65
EBITDA全部债务比(倍)	0.17	0.20	--
EBITDA利息倍数(倍)	3.43	3.88	--
EBITDA/待偿本金合计(倍)	3.36	3.82	--

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、已将长期应付账款调至有息债务中; 3、公司 2018 年一季度财务数据未经审计, 相关指标未年化; 4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

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”)作为多元化经营企业, 其在国内羊绒加工行业仍具备突出的品牌、规模和资源优势; 公司硅铁单体产能规模仍在国内硅铁生产企业中居首位, 在国内市场占据主导地位。公司电力冶金、电石业务受益于煤电资源循环的低成本优势, 整体抗风险能力较强; 2017年, 公司收入和利润大幅提高, 经营现金流入规模较大, 呈较大规模的净流入状态, 能够为其偿还债务提供支撑。联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)也关注到公司硅铁、电石等所在行业产能过剩; 期间费用对利润侵蚀明显; 债务负担较重、短期偿债压力大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来, 公司将加强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。

综上, 联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA+”, 评级展望维持“稳定”; 同时维持“17鄂资01”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 跟踪期内, 公司作为目前世界最大的羊绒制品加工企业, 生产设备和技术先进, 营销网络覆盖全国, 品牌和规模优势突出。

2. 跟踪期内, 公司硅铁单体生产能力仍处于全球首位, 拥有完整的产业链, 自备电厂拥有成本优势, 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。

3. 2017年, 公司收入和利润大幅提高, 经营现金流入规模较大, 呈较大规模的净流入状态, 能够为其偿还债务提供支撑。

关注

1. 经济下滑、汇率波动、人工成本上升及原材料价格调整等因素将加大公司成本和费用的控制难度，对经营业绩带来不利影响。

2. 公司羊绒制品、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. 公司应收账款、应收票据和存货规模较大，对资金形成占用，且存货存在跌价风险。

4. 公司负债水平仍属较高，债务负担较重，短期偿债压力大，筹资现金流持续表现为净流出。

分析师

王 越

电话：010-85172818

邮箱：wangyue@unitedratings.com.cn

余瑞娟

电话：010-85172818

邮箱：yurj@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其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。1997 年 5 月，公司增发 B 股 10,000 万股。

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，股票代码为“600295.SH”，股票简称为“鄂尔多斯”。

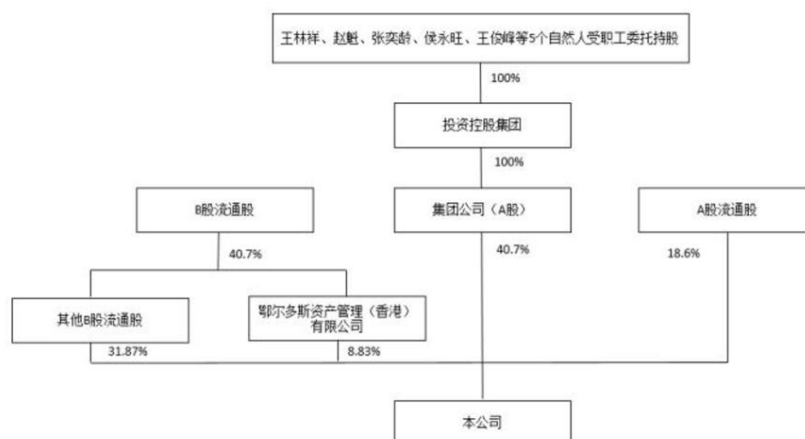
2003 年 6 月，公司以 2002 年末总股本 5.16 亿股为基数，用资本公积转增股本，每 10 股转增 10 股，总股本增至 10.32 亿股。2006 年 1 月 25 日，公司进行股权分置改革：即公司唯一非流通股股东内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司（以下简称“鄂尔多斯集团”）向 2006 年 2 月 6 日登记在册的流通 A 股股东每 10 股支付 2 股对价股份。

2006 年 7 月，公司通过控股内蒙古鄂尔多斯电力冶金集团股份有限公司（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”变更为现名。

公司股东鄂尔多斯资产管理（香港）有限公司，2014 年通过公开市场分两次增持 B 股、增持股份分别为 577.18 万股和 45.11 万股，2016 年增持 B 股 354.65 万股。截至 2017 年底，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）合计持股比例 49.53%。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”）100% 控股鄂尔多斯集团，为公司的最终控股公司。

图 1 截至 2017 年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 2017 年底，公司本部下设财务管理部、证券事务部、人力资源部等共 13 个职能部门（详见附件 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 25,662 人。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 460.61 亿元，负债合计 322.33 亿元，所有者权益（含少数股东权益）138.28 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 78.36 亿元。2017 年，公司实现合并营业收入 221.27 亿元，净利润（含少数股东损益）10.34 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.21 亿元；经营活动产生的现金流量净额 43.43 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.88 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司合并资产总额 502.40 亿元，负债合计 360.07 亿元，所有者权益（含少数股东权益）142.33 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 80.51 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 47.30 亿元，净利润（含少数股东损益）3.92 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额 12.90 亿元，现金及现金等价物净增加额 20.59 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

经中国证券监督管理委员会证监许可[2017]546 号批复核准，公司面向合格投资者公开发行面值不超过 13 亿元（含 13 亿元）的公司债券，债券名称为内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司 2017 年公开发行公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”），本期债券期限为 5 年期，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权，债券简称为：“17 鄂资 01”，债券代码为：“143252.SH”。本期债券发行工作已于 2017 年 8 月 16 日结束，实际发行规模 13 亿元，最终票面利率为 6.77%，起息日为 2017 年 8 月 16 日，已于 2017 年 8 月 29 日起在上海证券交易所上市交易。

本期债券募集资金已按照募集说明书中用途使用完毕；截至本次报告出具日，本期债券尚未到第一个付息日。

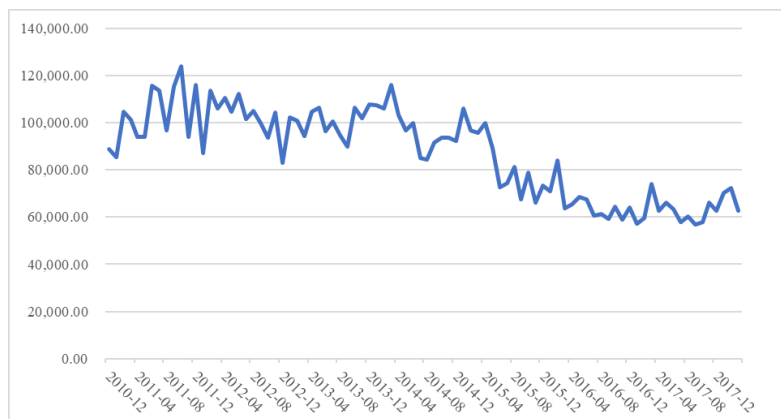
三、行业分析

1. 羊绒加工业

目前，世界超过 90% 的羊绒原料在中国完成初加工处理，超过 3/4 的羊绒消费品产自中国。2017 年，我国规模以上纺织企业累计实现主营业务收入 68,935.6 亿元，同比增长 4.2%，增速较上年提高 0.1 个百分点；实现利润总额 3,768.8 亿元，同比增长 6.9%，增速较上年提高 2.4 个百分点。规模以上企业销售利润率为 5.5%，高于上年同期 0.2 个百分点。

2017 年我国羊绒出口量延续了 2016 年的增长趋势，但增幅（2.57%）大幅下降。2017 年，无毛绒出口月均价整体呈波动上涨态势，11 月达到 6.63 万美元/吨，较年初上涨 15.72%；2018 年以来，在 1 月出现一波上涨之后又出现回调，3 月均价为 6.28 万美元/吨，较年初下跌 10.81%。

图2 2010年1月以来羊绒出口月平均价格（单位：美元/吨）



数据来源：Wind，联合评级整理。

目前，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，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，2017年，羊绒价格略有提高但仍处于历史低位。

2. 铁合金行业

2017年，随着宏观经济的逐步回暖，我国硅铁消耗量大幅回升至478万吨。与实际需求量相比，产能严重过剩。我国硅铁、硅锰生产线开工仍严重不足。2017年，硅铁产能均有所增长，产能利用率小幅提高；硅锰产能大幅增长10.96%，但产量同比减少4.91%，导致产能利用率有所下降。如下表所示。

表1 近两年我国硅铁、硅锰产能、产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

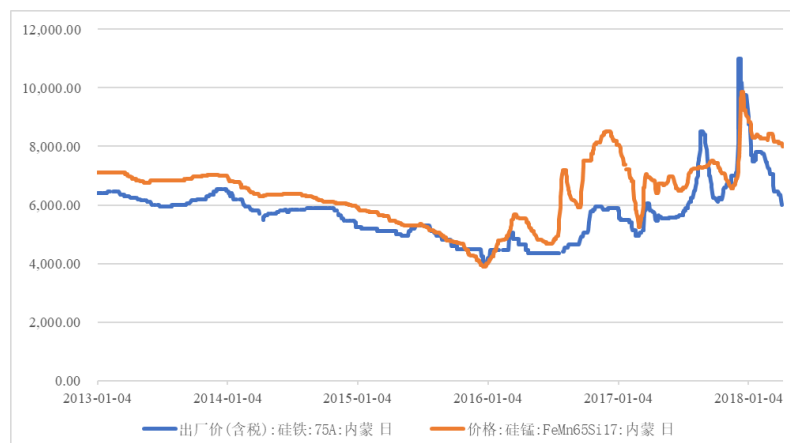
时间	硅铁			硅锰		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
2016年	862.20	335.33	38.89	2,379.84	694.81	29.20
2017年	876.84	365.20	41.65	2,640.74	660.69	25.02

资料来源：Wind，联合评级整理。

铁合金行业的上游原材料主要为煤炭和电力。2017年，由于“276个工作日”的逐步放开，全年原煤产量有所回升，较上年增长3.20%至35.20亿吨。价格方面，随着供给侧改革的持续稳步实施，煤炭价格持续高位波动，同比大幅上升。

从价格看，2016年以来，受供给侧改革影响，硅铁合金价格筑底回升。2017年12月12日，硅铁合金及硅锰价格分别为11,000元/吨和9,450元/吨。受优质产能释放影响，2017年年末至今硅铁合金及硅锰价格均有所回落，截至2018年4月8日，两者价格分别回落至6,000元/吨和8,100元/吨。

图3 2013年1月~2018年4月内蒙古硅铁及硅锰价格走势（单位：元/吨）



数据来源：Wind，联合评级整理。

总体看，2017年，随着行业景气度的回升，合金价格有所上涨，但同时煤炭价格的大幅上涨给合金行业成本控制带来较大压力。但合金行业依然竞争激烈，产能利用率处于较低水平。

四、管理分析

因个人原因，曾广春先生书面提出不再担任公司董事及董事会秘书。2017年12月8日，公司召开2017年第十五次会议，经董事长王臻女士提名，并经董事会提名委员会审核通过，同意聘任郭升先生为公司董事会秘书。

郭升先生，大学学历，1974年12月生，1995年7月参加工作，曾任东华公司财务部部长、内蒙古鄂尔多斯电力冶金集团股份有限公司财务处处长、内蒙古鄂尔多斯电力有限责任公司财务处处长、内蒙古鄂尔多斯投资控股集团财税管理部经理。

跟踪期内，公司主要管理制度连续，运营情况良好。

五、经营分析

1. 经营概况

2017年，公司主营业务仍突出，仍以羊绒和冶金为主，占67.76%。公司实现营业总收入221.27亿元，同比增长33.37%，主要系受益于供给侧改革，公司冶金板块下游行业景气度回升，销量增长所致。实现营业利润14.93亿元，同比增长131.41%，实现净利润10.34亿元，同比增长78.73%。

从主营业务收入构成看，2017年，公司各板块占比较上年变化不大。公司羊绒板块收入同比增长13.24%，主要系公司品牌重塑和渠道升级所致。冶金化工板块整体增长趋势较为一致，2016年下半年供给侧改革效果逐步显现，2017年冶金化工板块收入规模均有大幅提升（详见下表）。

从毛利率看，2017年，羊绒制品板块毛利率同比上升10.40个百分点，主要系公司品牌重塑和渠道升级所致；硅铁合金毛利率变动不大；硅锰合金毛利率下降13.36个百分点至7.34%，主要系电煤及焦炭价格上涨所致；电石板块毛利率大幅下降10.48个百分点至23.49%，主要系电煤、兰炭价格上涨所致；煤炭板块毛利率小幅下降，主要系产量下降、单位固定成本增加所致。PVC树脂毛利率下降6.08个百分点，主要系原材料价格上涨所致；公司烧碱板块毛利率提高13.13个百分点，主要系公司烧碱生产线投入正常运营所致。综上影响，公司主要业务板块综合毛利率为27.09%，降低了2.87个百分点。

表2 2016~2017年公司主要板块收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%、百分点）

项目 (分产品)	2016年			2017年			同比变动		
	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	23.95	15.56	40.92	27.12	12.86	51.32	13.24	-2.70	10.40
硅铁合金	60.84	39.53	23.15	84.94	40.27	21.43	39.61	0.74	-1.72
硅锰合金	22.09	14.35	20.70	30.86	14.63	7.34	39.70	0.28	-13.36
煤炭	5.11	3.32	43.49	6.95	3.30	41.00	36.16	-0.02	-2.49
电石	16.28	10.58	33.97	25.45	12.07	23.49	56.31	1.49	-10.48
PVC树脂	20.21	13.13	33.78	25.91	12.28	27.70	28.17	-0.85	-6.08
烧碱	5.44	3.53	56.60	9.68	4.59	69.73	78.11	1.06	13.13
合计	153.92	100.00	29.96	210.91	100.00	27.09	37.03	--	-2.87

资料来源：公司年报

注：上表中部分变动率与按照表中亿元为单位的计算不一致，系四舍五入后计算造成，本表中以年报中披露的变动率数据为准。

2018年1~3月，公司实现营业收入47.30亿元，较上年同期增长4.29%；实现净利润3.92亿元，

较上年同期增长 94.33%，主要系订单增长带来的销售收入增长所致。

总体看，2017 年，主要得益于 2016 年下半年以来的供给侧改革，公司冶金化工板块收入大幅增长，带动公司收入规模大幅增长；公司充分发挥规模优势，主营业务盈利能力整体保持在较高水平。

2. 羊绒板块

(1) 生产

从生产情况上看，公司绒纺制品产量根据客户订单和零售市场预测制定。2017年，公司绒纺制品年产能保持440.00万件/年不变。产量方面，绒纺制品产量受市场景气度影响较大，随着行业景气度回暖，需求增长，加之公司品牌重塑、渠道升级战略使得内销订单增加，公司绒纺制品产量同比增长12.98%，带动公司产能利用率提高10.30个百分点至89.60%，处于较高水平。

表 3 2016~2017 年公司绒纺制品生产情况（单位：万件/年、%、百分点）

项目	2016 年	2017 年	同比变动
产能	440.00	440.00	--
产量	348.94	394.23	12.98
产能利用率	79.30	89.60	10.30

资料来源：公司提供

注：此处产量包括 OEM 模式加工的产量；OEM 模式为公司代做绒纺织品，全部用于出口。

总体看，2017年，公司产能保持稳定，随着市场需求回暖以及公司拓展内外销渠道，公司羊绒产品产量和产能利用率均大幅增长。

(2) 原材料采购

采购量方面，公司为控制成本，每年采购无毛绒时会考虑其价格变动，保有一定的战略库存。2017年，无毛绒采购价格有所上升，同比上涨4.05%，受此影响，公司策略性减少无毛绒的采购量，无毛绒采购量同比减少2.76%。

采购均价方面，无绒毛采购价格随行就市、受国内市场需求疲软等因素影响，采购均价2017年有所上升。

表 4 2016~2017 年公司羊绒板块原料采购情况（单位：吨、万元/吨、万元、%）

原材料名称	2016 年	2017 年	同比变动	
无毛绒	采购量	1,270.95	1,235.88	-2.76
	采购均价	45.23	47.06	4.05
	采购额	57,485.03	58,159.28	1.17

资料来源：公司提供

注：公司用于生产绒纺制品的原材料主要为原绒，原绒经过洗选、分梳等程序成无毛绒，为统一标准，原材料均折算成无毛绒核算。

从采购集中度上看，2017年，公司向前五大供应商采购原材料总额占3.55%，较上年下降3.51个百分点，采购集中度很低。

总体看，2017年受主要原材料采购价格逐步上涨影响，公司策略性库存可缓解部分原材料上涨压力。

(3) 销售情况

公司采用“直营与经销相结合，线上线下打通，全渠道运营”的销售模式。2017 年，公司依据

“ERDOS”、“鄂尔多斯 1980”和“BLUE ERDOS”的品牌定位针对不同消费群体，分别举办了 ERDOS “创享绘”、“气质实验室”、“色彩情绪派对”以及鄂尔多斯 1980 的“优雅家宴女主人”等活动，在业内形成了良好的品牌影响力。

从绒纺制品销售情况来看，2017 年，公司绒纺制品销量同比增长 14.75%，主要系公司增加对外出口量所致；公司绒纺制品产销率维持在较高水平。从内外销比例看，公司是同行业出口创汇最多的企业，公司出口产品主要为 OEM 模式生产的绒纺制品。2017 年，公司绒纺制品销量出口占比维持在 50%左右。

从服装销售情况来看，公司服装产销率整体维持在较高水平。

表5 2016~2017年公司主要羊绒制品销售分布情况（单位：万件、%、百分点）

项目		2016 年	2017 年	同比变动
绒纺	产量	357.80	411.90	15.12
	销量	338.89	388.87	14.75
	产销率	94.71	94.41	-0.32
服装	总采购	223	240	7.62
	总销量	259	278	7.34
	产销率	116.14	115.83	-0.27

资料来源：公司提供

注：公司绒纺制品产销量统计口径包括公司自产自销绒纺制品部分以及 OEM 模式对外出口绒纺制品部分；服装总采购和总销售统计口径包括自产自销绒纺制品、外协绒纺制品以及外采来贴牌销售的非绒纺制品。

跟踪期内，公司销售结算方式未发生变化。

总体看，2017年，出口量的增长带动绒纺制品销量增长，公司服装销售产销率维持在较高水平。

3. 电冶板块

(1) 铁合金业务

原材料采购

公司硅铁产品的生产成本主要由电力（占 60%左右）、硅石（占 2.3%左右）、兰炭（占 10%左右）、球团（占 4~5%左右）和人工及折旧（占 15%左右）构成。公司电力自给率约为 90.75%，其余 9.25%来源于联营企业，自给率较高。

从原材料采购量上看，2017 年，受硅铁合金产量以及硅锰合金产量增长影响，公司主要原材料采购量均有所增长。从采购均价看，受供给侧改革影响，煤炭及铁精粉价格均于 2016 年下半年逐步回升，2017 年采购均价分别同比大幅上涨 90.14%和 11.32%，硅石采购价格变动不大。

表6 2016~2017年硅铁原材料采购情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目		2016 年	2017 年	同比变动
兰炭	采购量	268.66	289.88	7.90
	采购均价	408.47	776.67	90.14
硅石	采购量	284.91	316.24	11.00
	采购均价	62.79	64.55	2.80
球团矿	采购量	22.91	28.95	26.36
	采购均价	687.21	765.02	11.32

资料来源：公司提供

从集中度上看, 2017年, 公司从前五大客户采购金额占 24.63%, 同比提高 12.20%, 主要系兰炭价格上涨所致, 但采购集中度仍低。

总体看, 2017年, 受合金产量增长影响, 公司主要原材料采购量均有所增长; 主要原材料采购均价上涨, 不利于公司成本控制。

生产

产能及产量方面, 2017年, 公司合金产能未发生变化; 受益于供给侧改革, 鄂尔多斯地区关停部分落后产能, 公司产能得以释放, 硅铁合金和硅锰合金产量分别同比增长 5.65% 和 11.32%; 带动产能利用率分别同比提高 4.49 个百分点和 12.10 个百分点。

表 7 2016~2017 年公司冶金业务产量概况 (单位: 万吨/年、%、百分点)

产品	项目	2016 年	2017 年	同比变动
硅铁合金	产能	180.00	180.00	--
	产量	142.92	151.00	5.65
	产能利用率	79.40	83.89	4.49
硅锰合金	产能	40.00	40.00	--
	产量	42.76	47.60	11.32
	产能利用率	106.90	119.00	12.10

资料来源: 公司提供

总体看, 受益于供给侧改革, 公司合金产量均有所增长, 带动公司产能利用率有所提升。

销售情况

受益于 2017 年环保政策进一步趋严, 行业内关停部分落后产能, 公司硅铁合金销量同比增长 15.31%。硅锰合金销量同比增长 13.82%。

由于公司以销定产的销售策略。近三年, 公司硅铁合金和硅锰合金产销率保持在较高水平。

从销售价格看, 2016 年下半年以后, 受益于供给侧改革, 公司主要原材料价格上涨, 推动公司硅铁合金和硅锰合金价格上升, 2017 年, 硅铁合金和硅锰合金平均价格分别同比增长 21.07% 和 22.72%。

表 8 2016~2017 年硅铁及硅锰销量及销售均价情况 (单位: 万吨、元/吨、%、百分点)

产品	项目	2016 年	2017 年	同比变动
硅铁合金	销量	139.69	161.08	15.31
	产销率	97.74	106.68	8.94
	价格	4,355.49	5,273.14	21.07
硅锰合金	销量	44.13	50.23	13.82
	产销率	103.21	105.52	2.31
	价格	5,005.83	6,143.27	22.72

资料来源: 公司提供

从集中度上看, 近三年, 公司对前五大客户销售额占 12.65%, 较上年提高 5.56 个百分点, 集中度仍较低。

总体看, 2016 年下半年以来, 受益于供给侧改革、行业景气度回升, 2017 年, 公司冶金板块实现量价齐升。

(2) 电石和 PVC 业务

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，公司通过控股鄂尔多斯市同源化工有限责任公司（以下简称“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。

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，电力价格是决定各电石生产企业成本的核心因素。公司生产电石所消耗的电力大部分来自于自有电力公司，为公司提供了较为低廉的电力价格，剩余部分来自于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”）。

公司电石生产的其它原料还包括兰炭（占 30% 左右）和石灰石（占 10% 左右）。公司电石生产所需兰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，少量在当地采购。

总体看，公司电石主要成本中电力基本实现自产，有利于公司成本控制。

生产及销售

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。

从产能看，2017 年，公司 PVC 产能保持 40 万吨/年不变。从产量和销量上看，由于 PVC 树脂为电石行业下游，公司电石和 PVC 树脂产销均受 PVC 树脂行业景气度影响较大，随着 PVC 树脂行业回暖，公司电石和 PVC 树脂产销量均有所增长。公司电石和 PVC 树脂销售价格随行业波动。随着供给侧改革的顺利实施，电石销售价格和 PVC 销售价格均有所上涨。公司电石一部分用于自有 PVC 树脂产品的生产，因此产销率较低。PVC 树脂产销率较高，近两年均在 94% 以上。

表 9 2016~2017 年公司电石和 PVC 业务产量、销量及销售均价情况

产品	项目	2016 年	2017 年	同比变动 (%、百分点)
电石	产量(万吨)	134.58	160.70	19.41
	销量(万吨)	75.52	106.11	40.51
	产销率(%)	56.11	66.03	9.92
	销售均价(元/吨)	2,156.32	2,398.75	11.24
PVC 树脂	产量(万吨)	45.05	45.40	0.78
	销量(万吨)	42.47	46.41	9.28
	产销率(%)	94.28	102.21	7.93
	销售均价(元/吨)	4,759.51	5,582.98	17.30

资料来源：公司提供

总体看，公司电石和 PVC 产销量均有所增长；同时，受益于供给侧改革，销售价格同比均有所上涨。

(3) 煤炭业务

截至 2017 年底，公司拥有煤炭储量 2.10 亿吨，可采储量 0.80 亿吨，煤种全部为低硫原煤，其中焦煤占比为 54%。目前，公司具有洗煤能力 480 万吨，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。

2017 年，公司阿尔巴斯一矿资源枯竭关闭，公司煤炭产能减至 500.00 万吨/年。受供给侧改革

影响，公司煤炭产量有所下降。公司所开采的原煤通过洗煤生产线分选为精煤与中煤，中煤用于供应自备电厂，精煤对外销售，随着煤炭产量减少，精煤产销量有所下降。2017年，煤炭销售均价同比上涨115.36%。

表10 2016~2017年公司煤炭业务产能、产量及销量情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2016年	2017年	同比变动
产能	550.00	500.00	-9.09
产量	324.56	292.00	-10.03
销量	120.92	76.35	-36.86
销售均价	422.29	910.57	115.63

资料来源：公司提供
注：上述销量为精煤销量。

总体看，2017年，受供给侧改革影响，公司煤炭产能及产量均有下降；价格大幅上涨。

4. 在建工程

截至2017年底，公司主要在建项目为华龙盐业600kt/a真空制盐项目，计划总投资6.80亿元，截至2017年底已投入0.71亿元，未来还需投入6.09亿元。

表11 截至2017年底公司主要在建项目概况（单位：亿元、%）

项目名称	总投资	截至2017年底累计投入	未来还需投入	项目进度
华龙盐业600kt/a真空制盐项目	6.80	0.71	6.09	10.45
合计	6.80	0.71	6.09	--

资料来源：公司提供

华龙盐业600kt/a真空制盐项目设计年产能为120万吨，该项目为战略储备项目，目前处于缓建期，资金主要为股东投入及项目借款。

总体看，公司在建项目未来投资规模不大，项目建成后，将进一步完善公司产业链。

5. 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。公司从关联方采购、接受劳务或者向关联方销售、提供劳务均按照市场公允价格执行。具体规模如下表。

表12 2016~2017年公司关联交易情况（单位：万元、%）

年份	向关联方采购商品、接受劳务		向关联方销售商品、提供劳务	
	金额	占营业成本比例	金额	占营业收入比例
2016年	66,040.27	5.70	31,763.12	1.91
2017年	68,875.35	4.27	25,001.13	1.13

资料来源：公司年报、联合评级整理。

公司还有较大金额的关联方担保、关联方资金拆借和其他关联交易情况。截至2017年底，公司作为被担保方，涉及金额共计94.97亿元，金额较大。关联方资金拆入对象主要为鄂尔多斯财务有

限公司等，涉及金额 25.82 亿元；拆出对象主要为内蒙古鄂尔多斯联合化工有限公司，涉及金额共计 2.54 亿元。

总体看，公司关联交易在公司业务中占据一定的比例，但关联交易按市场公允价格结算，公司关联交易风险不大；公司关联担保涉及金额较大；关联资金主要为拆入，公司股东对其支持力度较大。

6. 经营效率

从经营效率指标看，主要系公司电冶板块收入大幅增长影响，2017 年，公司各项经营效率指标均有所提升，公司应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别较上年提高 2.33 次、1.38 次和 0.12 次至 10.43 次、4.42 次和 0.48 次。

整体看，2017 年，公司经营效率大幅提升。

7. 经营关注

（1）合金板块毛利率下滑风险

2017 年，受原材料价格大幅上涨影响，公司产品价格上涨有所滞后，导致硅锰合金毛利率大幅下滑，需持续关注原材料价格波动给公司盈利水平带来的影响。

（2）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。

（3）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。

8. 未来发展

未来，公司工作重点将集中在以下几个方面：

（1）继续推进产业升级

在目前两大板块产业链条基础上，继续加粗、拉长、补齐短板，2018 年要有针对性的分期推进重点技术改造项目，特别是重点针对环保设施的优化和升级、“三废”综合利用项目研发推进、产业链条的补充完善等方面根据轻重缓急有计划的分期推进，进一步夯实发展基础，增强发展活力。

（2）继续推进品牌和渠道升级

公司将进一步加强品牌建设，根据不同产品和不同消费群体属性制定相应的品牌推广计划，进一步扩大品牌知名度和提升品牌美誉度。在渠道建设上同时发挥线上线下双轮驱动作用，并大力拓展新兴销售渠道，加大开发国外市场的力度。

（3）继续推进供应端业务升级

继续完善通用物资的超市化运作，减少资金占用并保证高效供应；继续推动大宗原料的基地化建设工作，开拓战略合作的供应渠道；加强现有资源的储备和把控，以低成本服务生产和经营；继续优化业务模式，协调好集中与分散、长协与短单的运作格局；进一步调整需求与库存的合理配比，实现成本最优化。

总体看，公司未来发展重点将集中在产业链的完善；品牌知名度的提升上以及成本的综合控制上，有利于公司产品竞争力的提升以及行业地位的巩固。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2017 年度财务报告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意见的审计报告。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

从合并范围看，2017 年公司新增子公司 2 家，因处置不再纳入合并报表的企业 4 家，截至 2017 年底，公司合并范围内子公司 26 家，公司财务数据可比性强。

截至 2017 年末，公司合并资产总额 460.61 亿元，负债合计 322.33 亿元，所有者权益（含少数股东权益）138.28 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 78.36 亿元。2017 年，公司实现合并营业收入 221.27 亿元，净利润（含少数股东损益）10.34 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 5.21 亿元；经营活动产生的现金流量净额 43.43 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.88 亿元。

截至 2018 年 3 月末，公司合并资产总额 502.40 亿元，负债合计 360.07 亿元，所有者权益（含少数股东权益）142.33 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 80.51 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 47.30 亿元，净利润（含少数股东损益）3.92 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.08 亿元；经营活动产生的现金流量净额 12.90 亿元，现金及现金等价物净增加额 20.59 亿元。

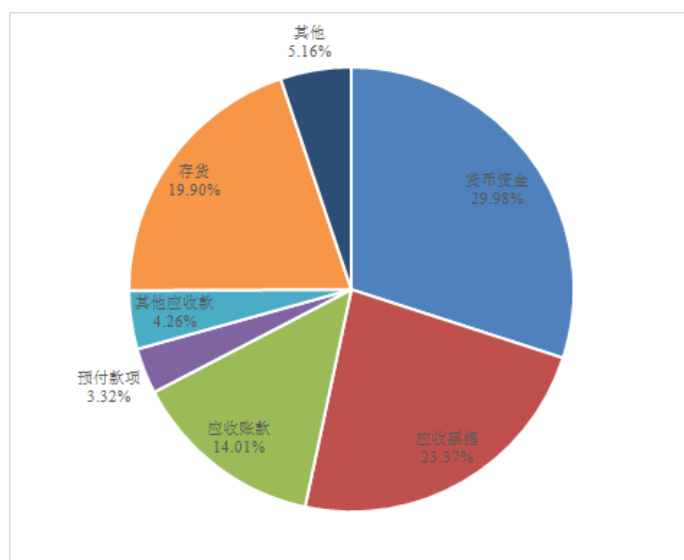
2. 资产质量

截至 2017 年底，公司合并资产总额为 460.61 亿元，较年初增长 1.76%；其中流动资产和非流动资产占比分别为 33.91%和 66.09%，以非流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 156.20 亿元，较年初增长 15.82%，主要系应收票据和应收款项大幅增长所致。流动资产构成以货币资金（占 29.98%）、应收票据（占 23.37%）、应收账款（占 14.01%）、存货（占 19.90%）、其他应收款（占 4.26%）和预付账款（占 3.32%）为主，见下图。

图4 截至2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司货币资金为 46.82 亿元，较年初增长 11.14%，主要系本期取得销售货款增加所致。截至 2017 年底，公司货币资金主要由银行存款（占 50.85%）和其他货币资金（占 49.13%）构成。其他货币资金为银行承兑汇票保证金款、银行借款保证金和信用证保证金，均使用受限。公司受限货币资金占比较大。

截至 2017 年底，公司应收票据为 36.50 亿元，较年初大幅增长 81.96%，系公司本期销售回款以承兑汇票方式结算增加所致；公司应收票据全部由银行承兑汇票构成，其中已质押的银行承兑票据 29.20 亿元，质押比例较高。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值 21.88 亿元，较年初增加 22.83%，主要系公司业务规模扩大，收入上升同时应收账款增加。公司单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款和单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款余额共计 0.55 亿元，计提比例为 100%，该部分应收账款确认无法回收；按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款余额为 23.03 亿元，共计计提坏账准备 1.14 亿元，计提比例为 4.95%，按照信用风险特征计提坏账准备的应收账款余额中，1 年以内占 91.02%，1~2 年占 3.22%，2 年及以上占 5.76%，公司对 1~2 年应收账款计提坏账比例为 50%，对 2 年以上计提坏账比例为 100%；公司一年以上应收账款主要来自铁合金业务板块。从集中度来看，公司前五名应收账款余额占 17.25%，均非关联方，集中程度尚可。

表 13 截至 2017 年底公司前五大应收账款概况（单位：元、%）

单位名称	应收账款	占应收账款合计数的比例
内蒙古包钢钢联股份有限公司	132,444,575.72	5.62
河钢集团物资贸易有限公司	83,816,190.20	3.56
陕钢集团韩城钢铁有限责任公司	80,392,990.99	3.41
日照钢铁有限公司	63,921,302.76	2.71
本溪北营钢铁（集团）股份有限公司	45,997,697.20	1.95
合计	406,572,756.87	17.25

资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司预付账款账面价值 5.19 亿元，较年初减少 35.08%，主要系公司预付原材料及设备采购款减少所致。

截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值为 6.66 亿元，较年初减少 20.22%，主要系本期保证金及押金减少所致。公司计提坏账准备 1.57 亿元，占其他应收款账面余额的 18.96%，计提比例充足。账龄方面，1 年以内占 28.88%，1~2 年占 10.07%，其余为 2 年以上，其中 2 年以上占比较高，主要为保证金及押金。公司其他应收款主要为保证金及押金。

截至 2017 年底，公司存货账面价值 31.09 亿元，较年初下降 10.95%，主要系公司 2017 年销售情况良好，年末库存较低所致。公司原材料主要为无毛绒、羊绒纱、兰炭、硅石、球团矿，库存商品主要为公司所产羊绒制品、硅铁合金、硅锰合金、电石及 PVC 树脂。截至 2017 年底，公司存货主要是原料和库存商品，其中原材料占 45.87%、库存商品占 43.67%。公司已对成本高于可变现净值的原材料和库存商品计提跌价准备共计 2.98 亿元，占存货账面余额的 8.74%，计提比例较合理。公司主要原材料和库存商品近年价格波动较大，公司存货存在一定跌价风险。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 304.41 亿元，较年初减少 4.21%，非流动资产主要由长期股权投资（占 19.66%）和固定资产（占 72.88%）构成。

截至 2017 年底，公司长期股权投资为 59.86 亿元，较年初增长 1.21%，主要系对联营企业双欣电力（期末余额 4.19 亿元）、内蒙古鄂尔多斯永煤矿业投资有限公司（期末余额 33.41 亿元）以及鄂尔多斯财务有限公司（期末余额 10.20 亿元）的投资；公司投资行业主要涉及铁合金冶炼、煤炭、物流等。2017 年，公司权益法核算的长期股权投资收益为 0.89 亿元。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 221.87 亿元，较年初减少 3.51%，公司固定资产以房屋及建筑物（占账面余额 45.56%）和机器设备（占账面余额 51.86%）为主，计提减值准备 3.84 亿元，主要为多晶硅 8,000 吨/年改扩项目计提减值准备。成新率为 62.87%，固定资产成新率尚可。

截至 2017 年底，公司所有权受到限制的资产合计 105.40 亿元，占资产总额的 22.88%，整体受限比例尚可。

表 14 截至 2017 年末公司资产受限情况（单位：万元、%）

项目	期末账面价值	占总资产的比重	受限原因
固定资产	341,467.99	7.41	抵押、质押
应收票据	292,026.48	6.34	质押
货币资金	229,379.95	4.98	承兑汇票保证金及其他
子公司股权	92,237.00	2.00	抵押
联营公司股权	51,015.48	1.11	质押
无形资产	47,850.49	1.04	抵押、质押
合计	1,053,977.40	22.88	--

资料来源：公司年报

截至 2018 年 3 月末，公司资产总额 502.40 亿元，较年初增长 9.07%，其中流动资产占比 40.29%，较年初提高 6.38 个百分点，非流动资产占比下降至 59.71%，公司资产仍以非流动资产为主。

总体看，2017 年，公司资产规模较为稳定，其构成仍以非流动资产为主；货币资金、应收票据和应收账款增长较快，对公司资金形成较大占用，且存货存在跌价风险；非流动资产仍主要为固定资产，成新率尚可。公司整体资产质量尚可。

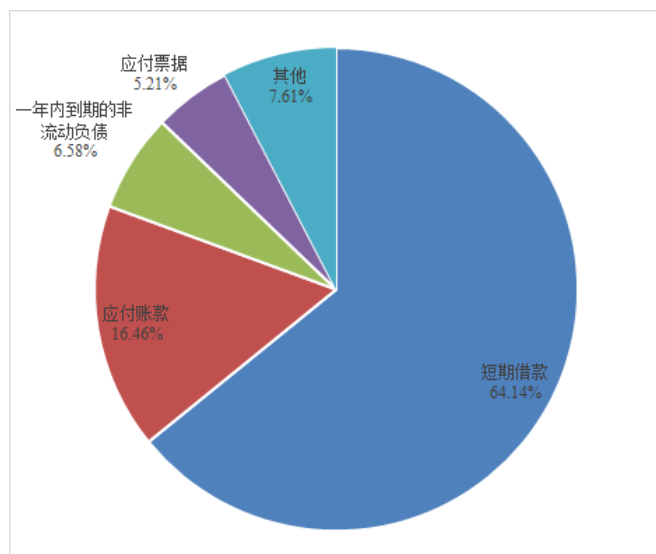
3. 负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债总额为 322.33 亿元，较年初增长 3.15%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占 84.11%，非流动负债占比 15.89%，公司负债以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债为 271.11 亿元，较年初下降 2.62%，主要系偿还一年内到期的非流动负债所致。截至 2017 年底，公司流动负债以短期借款（占 64.14%）、应付票据（占 5.21%）、应付账款（占 16.46%）和一年内到期的非流动负债（占 6.58%）为主，见下图。

图 5 截至 2017 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司短期借款为 173.90 亿元，较年初增长 14.28%，主要系公司经营所需加大融资规模所致。公司短期借款主要为质押借款（占 18.42%）、抵押借款（占 10.77%）、保证借款（占 39.77%）和已贴现票据（占 31.04%）。

截至 2017 年底，公司应付票据账面价值为 14.13 亿元，较年初增长 93.46%，主要系经营规模扩大，公司以票据结算款项增加所致。其中银行承兑汇票占 56.29%，商业承兑汇票占 43.71%。

截至 2017 年底，应付账款为 44.63 亿元，较年初增长 8.22%。账龄方面，1 年以内占 72.30%，1~2 年占 12.86%，2~3 年占 9.80%，3 年以上占 5.04%。公司应付账款中账龄超过 1 年的大额应付款项合计 2.34 亿元（占 5.24%），主要为应付中国能源建设集团天津电力建设有限公司、山东电力建设第三工程公司、鄂尔多斯市金达机电有限责任公司、鄂尔多斯市荣达建筑安装有限责任公司和浙江菲达脱硫工程有限公司的款项，未偿还原因主要系工程尚未结算。

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 17.84 亿元，较年初大幅下降 69.84%，主要系“12 鄂资债”于 2017 年到期偿付所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债 51.22 亿元，较年初增长 50.30%，主要系公司于 2017 年 8 月 15 日成功发行“17 鄂资 01”（5 年期）所致。公司非流动负债以长期借款（占 70.02%）和应付债券（占 25.30%）为主。

截至 2017 年底，公司长期借款 35.86 亿元，较年初增长 12.43%。公司长期借款主要为保证借款（占 47.55%）和抵押借款（占 51.37%）。从到期时间分布来看，1~2 年占 39.67%，2~3 年的占 19.75%，3 年以上的占 40.57%，存在一定的集中偿付压力。

截至 2017 年底，公司全部债务 254.69 亿元，较年初增长 1.66%，其中短期债务和长期债务的占比分别为 80.83% 和 19.17%，公司债务以短期债务为主，债务结构有待优化。债务指标方面，公司整体债务负担变化不大，但公司通过长期债务置换短期债务，债务结构有所优化，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较上年提高 0.95 个百分点、0.69 个百分点和 7.55 个百分点。公司债务负担仍较重，短期债务占比高。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 360.07 亿元，较年初增长 11.71%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占比较年初提高 2.30 个百分点至 86.41%。全部债务 283.00 亿元，较年初增长 11.12%，变动主要来自于短期债务的增加。综合上述影响，截至 2018 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 71.67%、66.54%和 24.65%，分别较年初上升 1.69 个百分点、上升 1.72 个百分点、下降 1.44 个百分点。

总体看，2017 年，公司通过长期债务置换短期债务，债务结构有所优化，但债务负担仍较重，流动负债超过流动资产 114.91 亿元。同时，公司长期借款到期时间较为集中，存在一定的集中偿付压力，公司流动性压力较大，整体债务结构有待改善。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 138.28 亿元，较年初减少 1.35%，主要系少数股东权益减少所致；截至 2017 年末，公司少数股东权益 59.92 亿元，较年初减少 11.17%，主要系向少数股东分红所致；其中归属于母公司的所有者权益合计占比为 56.67%，由于公司合并范围中电冶公司占比较高，公司对其持股占比为 60.00%，故少数股东权益规模较大。归属于母公司所有者权益中，股本占 13.17%，资本公积占 17.89%，盈余公积占 6.77%，未分配利润占 59.43%。公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比较大，所有者权益结构稳定性弱。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 142.33 亿元，较年初增长 2.93%，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。

4. 盈利能力

2017 年，公司实现营业总收入 221.27 亿元，同比增长 33.37%，主要系受益于供给侧改革，公司冶金板块下游行业景气度回升，销量增长所致。实现营业利润 14.93 亿元，同比增长 131.41%，实现净利润 10.34 亿元，同比增长 78.73%。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用合计 38.18 亿元，较上年增长 4.48%，主要来自于销售费用的增加。销售费用方面，2017 年销售费用 13.50 亿元，较上年增长 27.23%，主要系外销增加导致的运杂费增加所致。管理费用方面，2017 年管理费用 10.95 亿元，较上年小幅下降 1.22%。财务费用方面，2017 年财务费用 13.73 亿元，较上年下降 7.53%，主要系本期产生汇兑收益所致。2017 年，公司费用收入比为 17.25%，较上年下降 4.77 个百分点，公司费用控制能力较上年有所提升，但公司费用占收入比率仍然偏高。

2017 年，公司营业外收入较上年大幅下降 93.25%，主要系公司根据财政部印发的《企业会计准则第 16 号—政府补助》的通知，将与日常活动相关的政府补助从营业外收入重分类至其他收益，不再计入营业外收入。2017 年，公司营业外收入和其他收益合计占利润总额的比为 6.23%，公司利润总额对营业外收入依赖程度逐年下降。

从盈利指标来看，2017 年，得益于冶金板块盈利能力的提升，公司各项盈利指标均有所提升：公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别同比提高 1.10 个百分点、1.13 个百分点和 3.24 个百分点至 5.91%、5.90%和 7.43%。整体看，公司盈利水平有所提高。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 47.30 亿元，较上年同期增长 4.29%；实现净利润 3.92 亿元，较上年同期增长 94.33%，主要系订单增长带来的销售收入增长所致。

总体看，随着公司不断扩大产能以及下游市场景气度提升，公司收入稳定增长。2017 年公司利润总额对营业外收入依赖程度逐年下降，期间费用控制能力有所提升，但仍有待改善；整体盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动看，2017年，得益于公司冶金板块收入增长，公司经营活动现金流入和现金流出分别同比增长21.77%和26.35%，但由于本期销售回款以承兑汇票方式结算增加，经营活动现金流出增幅大于流入增幅，公司经营活动现金净流入仅同比增长1.65%。从收入实现质量来看，2017年公司现金收入比为106.87%，较上年下降9.20个百分点。公司收入实现质量仍较高。

从投资活动看，2017年公司投资活动现金流入8.37亿元，同比增长173.87%，主要系公司本期收到处置子公司内蒙古鄂尔多斯能源有限责任公司的现金净额所致。公司投资活动现金流出同比减少5.53%，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减少所致。公司投资活动产生的现金净流出5.14亿元，净流出规模持续减少。

从筹资活动看，2017年，公司筹资活动现金流入373.83亿元，较上年增长62.81%，主要系取得银行借款以及发行债券收到的现金增加所致；筹资活动现金流出418.58亿元，较上年增长71.51%，主要系公司偿还债务支付现金较上年增长所致。受上述因素影响，2017年，公司筹资活动现金净流出44.74亿元，净流出规模较上年扩大209.81%。

2018年1~3月，公司经营活动产生的现金净流量为12.90亿元；投资活动现金流量净额为-3.13亿元；筹资活动现金流量净额为10.52亿元，经营活动现金净流入可以覆盖投资活动净流出。

总体看，2017年，公司经营活动现金净流入规模较大，随着在建工程完工，公司投资需求快速下降，但偿还债务支付现金较多，对外部融资仍有依赖。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2017年，公司流动比率和速动比率分别为0.58倍和0.46倍，均较上年提高0.10倍，流动资产对流动负债的覆盖程度仍较弱；公司经营现金流动负债比率为16.02%，较上年提高0.67个百分点。现金短期债务比为0.41倍，较上年提高0.12倍，随着公司货币资金的大幅增长，公司现金类资产对短期债务的保护能力有所提升。整体看，由于公司债务结构不合理，短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2017年公司EBITDA为49.68亿元，主要由折旧（占44.36%）、计入财务费用的利息支出（占25.78%）、利润总额（占28.42%）构成，折旧和计入财务费用的利息支出合计占比较高，EBITDA质量有待提升。2017年，随着公司盈利水平的提升，公司EBITDA利息保障倍数为3.88倍，较上年提高0.45倍，EBITDA对债务利息的覆盖程度较高；EBITDA全部债务比为0.20倍，较上年提高0.02倍；经营现金债务保护倍数为0.17倍，较上年无变化，公司长期偿债能力有所提高，但仍处一般水平。

截至2017年底，公司获得授信额度共计301.48亿元，未使用额度109.30亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

根据《公司企业信用报告》（机构信用代码：G1015060200007670A），截至2018年5月1日，公司无未结清不良信贷记录，公司过往债务履约情况良好。

截至2017年底，公司无重大未决诉讼。

截至2017年底，公司对外担保合计6.07亿元，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92.26%）和西宁城投（占7.74%）的担保，对外担保总额占2017年底公司所有者权益的4.39%。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。2017年内，煤炭行业继续受供给侧改革影响，运行情况良好，公司或有负债风险较低。2015

年，公司对伊东煤炭集团的 1 笔担保逾期，金额为 20,900.00 万元，已于 2016 年展期至 2019 年 6 月 20 日，由公司继续为其提供担保。公司对伊东煤炭集团担保金额总共为 5.60 亿元，均为 2019 年 6 月 20 日到期。考虑到 2016 年下半年以来煤炭行情大幅好转，伊东煤炭集团经营业绩好转，公司对外担保风险可控。

总体看，2017 年，公司偿债能力有所提高，但公司偿债指标仍较弱，但考虑到公司经营活动产生的现金流入较大，对债务偿还形成了很好保障，公司整体偿债能力很强。

七、本期公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年底，公司现金类资产合计 83.50 亿元，约为“17 鄂资 01”本金（13.00 亿元）的 6.42 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产为 138.28 亿元，约为债券本金合计（13.00 亿元）的 10.64 倍，可对“17 鄂资 01”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 49.68 亿元，约为债券本金合计（13.00 亿元）的 3.82 倍，公司 EBITDA 对债券本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 246.99 亿元，约为债券本金合计（13.00 亿元）的 19.00 倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

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很强。

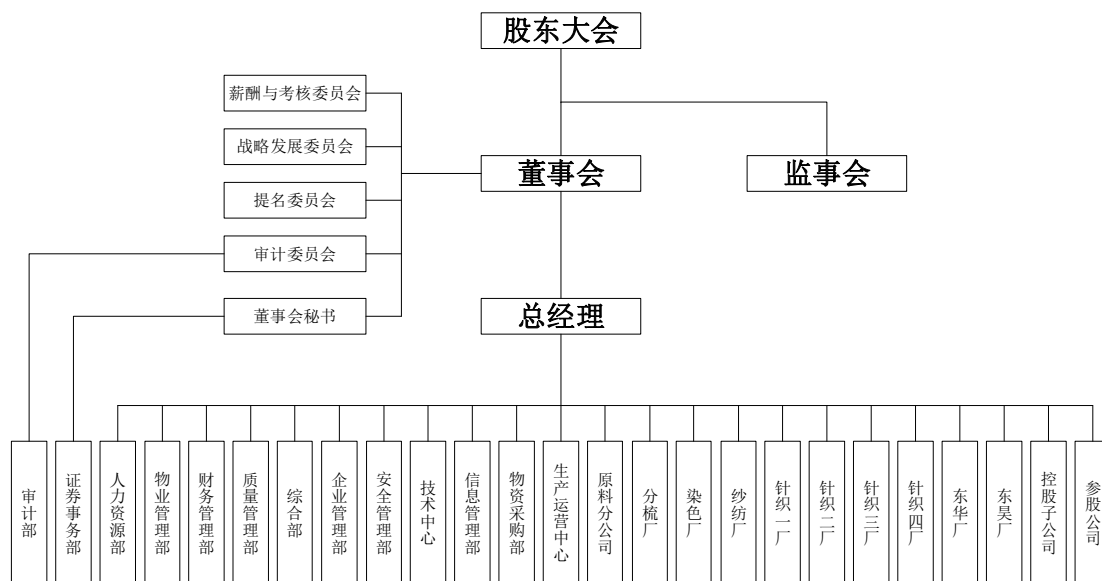
八、综合评价

跟踪期内，公司作为多元化经营企业，其在国内羊绒加工行业仍具备突出的品牌、规模和资源优势；公司硅铁单体产能规模仍在国内硅铁生产企业中居首位，在国内市场占据主导地位。公司电力冶金、电石业务受益于煤电资源循环的低成本优势，整体抗风险能力较强；2017 年，公司收入和利润大幅提高，经营现金流入规模较大，呈较大规模的净流入状态，能够为其偿还债务提供支撑。联合评级也关注到公司硅铁、电石等所在行业产能过剩；期间费用对利润侵蚀明显；债务负担较重、短期偿债压力大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司将加强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。

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“17 鄂资 01”的债项信用等级为“AA+”。

附件 1 内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司架构图



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	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额 (亿元)	452.64	460.61	502.40
所有者权益 (亿元)	140.17	138.28	142.33
短期债务 (亿元)	218.63	205.87	236.44
长期债务 (亿元)	31.90	48.82	46.57
全部债务 (亿元)	250.53	254.69	283.00
营业收入 (亿元)	165.91	221.27	47.30
净利润 (亿元)	5.79	10.34	3.92
EBITDA (亿元)	43.70	49.68	--
经营性净现金流 (亿元)	42.73	43.43	12.90
应收账款周转次数 (次)	8.10	10.43	--
存货周转次数 (次)	3.05	4.42	--
总资产周转次数 (次)	0.37	0.48	--
现金收入比率 (%)	116.06	106.87	94.78
总资本收益率 (%)	4.81	5.91	--
总资产报酬率 (%)	4.76	5.90	--
净资产收益率 (%)	4.19	7.43	--
营业利润率 (%)	28.12	25.19	31.02
费用收入比 (%)	22.02	17.25	21.78
资产负债率 (%)	69.03	69.98	71.67
全部债务资本化比率 (%)	64.12	64.81	66.54
长期债务资本化比率 (%)	18.54	26.09	24.65
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.43	3.88	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.17	0.20	--
流动比率 (倍)	0.48	0.58	0.65
速动比率 (倍)	0.36	0.46	0.52
现金短期债务比 (倍)	0.28	0.41	0.51
经营现金流动负债比率 (%)	15.35	16.02	4.15
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	3.36	3.82	--

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、已将长期应付款调至有息债务中；3、公司 2018 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

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	
总资产收益率	(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。