

跟踪评级公告

联合[2019]779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：李

二零一九年五月二十二日

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 2019 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	5(3+2)	AA+	AA+	2018.06.07

跟踪评级时间: 2019年5月22日

主要财务数据

项目	2017年	2018年	19年3月
资产总额(亿元)	460.61	476.20	500.87
所有者权益(亿元)	138.28	152.56	155.85
长期债务(亿元)	48.82	43.90	61.73
全部债务(亿元)	254.69	247.04	268.27
营业收入(亿元)	221.27	238.58	52.68
净利润(亿元)	10.34	15.51	3.01
EBITDA(亿元)	49.68	56.29	--
经营性净现金流(亿元)	43.43	70.92	3.81
营业利润率(%)	25.19	26.83	--
净资产收益率(%)	7.43	10.66	1.95
资产负债率(%)	69.98	67.96	68.88
全部债务资本化比率(%)	64.81	61.82	63.25
流动比率(倍)	0.58	0.65	0.74
EBITDA全部债务比(倍)	0.20	0.23	--
EBITDA利息倍数(倍)	3.88	4.47	--
EBITDA/待偿本金合计(倍)	3.82	4.33	--

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2019年一季度财务数据未经审计,相关指标未年化; 3、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,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保持领先,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;2018年,公司收入和利润均大幅提高,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;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“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,公司保持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领先水平,自备电厂具有明显成本优势,下游与大型钢铁企业建立了稳定的合作关系。

3. 跟踪期内,行业景气度处于高位,公司盈利规模及盈利能力提升;公司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. 汇率波动、人工成本上升及原材料价格

波动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. 公司负债水平仍较高，债务负担较重，短期偿债压力大，财务费用对利润的侵蚀明显。

分析师

余瑞娟

电话：010-85172818

邮箱：yurj@unitedratings.com.cn

王晓鹏

电话：010-85172818

邮箱：wangxp@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”。

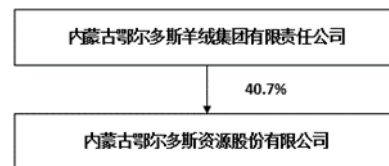
2003 年 6 月，公司以 2002 年末总股本 5.16 亿股为基数，用资本公积转增股本，每 10 股转增 10 股，总股本增至 10.32 亿股。2006 年 1 月 25 日，公司进行股权分置改革：即公司唯一非流通股股东内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司（以下简称“鄂尔多斯集团”）向 2006 年 2 月 6 日登记在册的流通 A 股股东每 10 股支付 2 股对价股份。

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 2018 年底，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 53.69%。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 2018 年底公司的股权结构图



资料来源：公司年报

跟踪期内，公司经营范围及组织架构未发生变化。截至 2018 年底，拥有在职员工 25,185 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 476.20 亿元，负债合计 323.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）152.56 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 91.09 亿元。2018 年，公司实现合并营业收入 238.58 亿元，净利润（含少数股东损益）15.51 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 9.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额 70.92 亿元，现金及现金等价物净增加额 31.02 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 500.87 亿元，负债合计 345.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 155.85 亿元，归属于母公司所有者权益 93.40 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 52.68 亿元，净利润（含少数股东损益）3.01 亿元，归属于母公司所有者的净利润 2.12 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.81 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.10 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年末公司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。

公司已于2018年8月16日支付2017年8月16日至2018年8月15日期间的利息。

三、行业分析

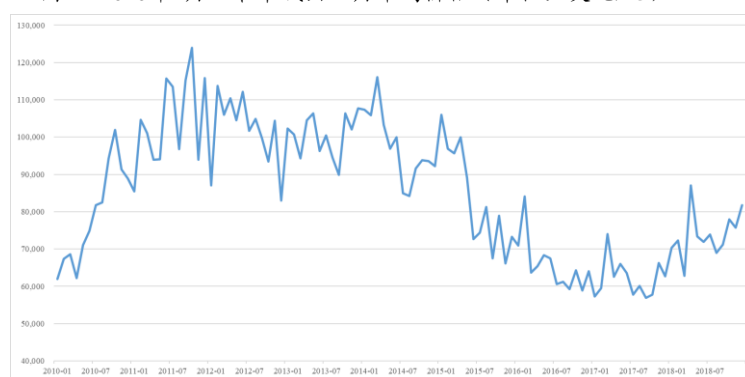
1. 羊绒加工业

目前，我国不仅是羊绒资源第一大国，而且也是羊绒加工第一大国（生产能力约占全球总量的60%），羊绒制品出口第一大国，在国际市场处于绝对垄断地位。原料、劳动力成本和产品数量规模等方面的优势，使我国羊绒制品在国际市场具有相当的竞争力。2015~2017年，羊绒产量逐年波动减少，2017年羊绒产量为1.79万吨，同比减少5.26%。

从出口方面看，据Wind数据显示，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。2018年6月中国出口山羊绒162吨，同比下降27.9个百分点。1~6月中国出口山羊绒1,229吨，同比下增长1.8%。

从出口价格上看，2017年初，我国羊绒出口价格出现反弹迹象，主要系季节性波动因素影响所致；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，羊绒出口价格波动上涨，振幅较大；2018年12月均价为8.18万美元/吨，较年初上涨16.19%。

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。

虽然我国羊绒在国际市场上处于垄断地位，但仍存在缺乏品牌优势、易受经济景气度影响、原材料无毛绒价格波动对行业利润影响大、受汇率变动以及中美贸易战影响大等问题，未来，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。

总体看，近年来羊绒产量有所波动，但增幅逐年收窄；2017年以来，羊绒出口价格逐渐反弹且振幅较大。

2. 铁合金行业

近年来我国硅铁行业产能迅速增长，从2012年底的640万吨增至2018年底的891.96万吨；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。其中，2018年延续上年产能及产能利用率小幅提升，但产能利用率仍处于较低位置。

上游方面，2018年原煤产量持续小幅增长至35.46亿吨，煤炭价格持续高位波动。我国电力价格由国家制定，整体波动不大。下游方面，受供给侧结构性改革以及房地产等下游行业景气度超预期回升影响，中国钢铁行业景气度大幅回升。截至2018年12月29日，Myspic综合钢价指数为141.03点。

从价格来看，受优质产能释放影响，2017年末以来，硅铁合金及硅锰价格均有所回落，仍处于高位震荡，截至2019年4月23日，两者价格分别为6,100.00元/吨和7,550.00元/吨。

图3 2013年1月~2019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，2018年，随着行业景气度处于高位，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，行业产能利用率处于较低水平。

四、管理分析

2018年3月6日，公司召开第八届董事会第二次会议，由于公司董事张梅荣女士已到退休年龄，向公司董事会提出辞职申请。经公司董事会提名委员会进行资格审核，提名李中秋先生为第八届董事候选人。2018年3月21日，公司召开2018年第一次临时股东大会，表决通过关于调整董事会非独立董事成员并确定其薪酬的议案，李中秋当选为公司董事。

跟踪期内，公司主要管理制度连续，运营情况良好；管理层未有重大变动。

五、经营分析

1. 经营概况

目前，公司形成了羊绒服装、电力冶金化工等多元并举的经营格局。2017~2018年，公司营业总收入分别为221.27亿元和238.58亿元，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，售价增长所致。公司实现营业利润分别为 14.93 亿元和 20.44 亿元，净利润分别为 10.34 亿元和 15.51 亿元。

从主营业务收入构成看，公司羊绒板块收入大幅增长，主要系羊绒产品量价齐升所致。2018 年，铁合金行业景气度处于高位，硅铁合金收入大幅增长，主要系硅铁合金产品量价齐升所致；硅锰合金收入大幅下降，主要系公司根据市场价格调整所产产品产量，导致硅锰产销量下降所致；煤炭板块收入大幅增长，主要系产销规模增长所致；电石收入大幅下降，主要系 2018 年公司电石设备限电，导致 2018 年电石产销规模小幅下降所致；PVC 树脂收入较为稳定；烧碱收入规模较小，对主营业务收入影响较小。

从毛利率看，2017~2018 年，羊绒制品板块毛利率较为稳定；硅铁合金毛利率较为稳定；硅锰合金毛利率 2018 年上涨 9.00 个百分点至 16.34%，主要系硅锰合金销售价格大幅增长所致。电石板块毛利率较为稳定；煤炭板块毛利率大幅增长，主要系煤炭价格上涨所致。PVC 树脂为公司产业链最末端产品，毛利率小幅下降。公司烧碱板块毛利率较为稳定。综上影响，公司主要业务板块综合毛利率分别为 27.09% 和 29.36%。

表 1 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	2017 年			2018 年			收入变动率	毛利率变动
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
羊绒制品	27.12	12.86	51.32	31.56	14.31	51.87	16.37	0.55
硅铁合金	84.94	40.27	21.43	96.33	43.68	22.88	13.41	1.45
硅锰合金	30.86	14.63	7.34	25.34	11.49	16.34	-17.89	9.00
煤炭	6.95	3.30	41.00	9.33	4.23	51.02	34.24	10.02
电石	25.45	12.07	23.49	23.15	10.50	23.71	-9.04	0.22
PVC 树脂	25.91	12.28	27.70	26.07	11.82	23.11	0.62	-4.59
烧碱	9.68	4.59	69.73	8.76	3.97	69.50	-9.50	-0.23
合计	210.91	100.00	27.09	220.54	100.00	29.36	4.57	2.27

资料来源：公司年报

2019 年 1~3 月，公司营业收入 52.68 亿元，较上年同期增长 11.37%，主要系主要产品产销规模小幅增长所致；净利润 3.01 亿元，较上年同期小幅下降，主要系主要产品销售价格有所下降所致。

总体看，2018 年，冶金化工行业景气度处于高位，带动公司冶金化工板块收入小幅增长，公司收入规模增长；公司充分发挥规模及产业链优势，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。产能方面，2017~2018 年，公司绒纺制品年产能均为 440.00 万件/年。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，公司绒纺制品产量增长，带动公司产能利用率逐年提高。

表 2 公司绒纺制品生产情况（单位：万件/年、%、百分点）

项目	2017 年	2018 年	变动率
产能	440.00	440.00	--

产量	394.23	413.00	4.76
产能利用率	89.60	93.86	4.26

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，2018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。2017~2018年，受绒纺制品产量增加以及无毛绒采购价格增长的双重影响，公司无毛绒采购额大幅增长。其中2018年，无毛绒采购量同比增长37.73%，主要系绒纺及服装产销规模大幅增长，同时公司进行战略储备所致。

采购均价方面，无绒毛采购价格随行就市，采购均价于2018年大幅上涨。

表 3 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		2017 年	2018 年	变动率
无毛绒	采购量	1,235.88	1,750.50	41.64
	采购均价	47.06	58.31	23.91
	采购额	58,159.28	102,078.76	75.52

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，2017~2018年，公司向前五大供应商采购原材料总额占比增长，分别为3.55%和11.01%，但采购集中度仍很低。

总体看，2018年采购量大幅增长主要系产品产销规模增长及公司进行战略储备所致；公司作为全国最大的羊绒原料购买商，具有较强的议价能力，采购集中度低。2018年以来，主要原材料采购价格逐步上涨，不利于公司成本控制。

（3）销售情况

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。截至2018年底，公司直营及控股门店达658家，主要位于国内一二线城市核心商圈内。公司的经销商门店数量达592家。

品牌建设方面，跟踪期内，公司除了原有的三个品牌外，2018年打造并推出童装品牌“ERDOS Kids”。“ERDOS”定义羊绒新时尚，延续明星带动品牌时尚形象的策略。“鄂尔多斯1980”传承着鄂尔多斯专业羊绒的匠心，该品牌推出全新的羊绒生活家的店铺形象，完美诠释了1980倡导的历久弥新、相伴相随的温暖。“BLUE ERDOS”提供面向都市年轻客群的简约舒适羊绒服装，进一步释放出更加鲜明有独立个性和时尚引领度的品牌风格。

从绒纺制品销售情况来看，2017~2018年，公司绒纺制品销量增长，主要系市场需求提升所致；公司绒纺制品产销率处于较高水平。

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4 公司主要羊绒制品销售分布情况(单位:万件、%、百分点)

项目		2017年	2018年	变动率
绒纺	产量	412	428	0.24
	销量	389	425	9.25
	产销率	94.42	99.29	4.87
服装	总采购	240	273	13.75
	总销量	278	276	-0.72
	采购率	115.83	101.10	-14.73

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。

销售结算方面,公司采取两种结算方式,一种是20/80付款政策,订货时预付20%,发货时付款80%;另一种是对于信誉良好的公司,公司采用授信政策,一般账期为75天。

总体看,2018年,绒纺及服装制品销量增长,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。

硅铁是高耗能产品,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。同时,由于公司自备电厂能够保证连续供电且机组利用效率高,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损失。公司硅铁产品生产的另一重要原料兰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,公司兰炭获取具有明显的便利条件和成本优势。

从采购量上看,2017~2018年,受硅铁合金产量以及硅锰合金产量均增长影响,公司主要原材料采购量均增长。

从采购均价看,公司原材料采购价格随行就市,2018年,主要原材料采购均价均呈上涨态势,主要系受供给侧改革影响,相关原材料均大幅增长所致。

表5 硅铁原材料采购情况(单位:万吨、元/吨、%)

项目		2017年	2018年	变动率
兰炭	采购量	289.88	298.41	2.94
	采购均价	776.67	780.73	0.52
硅石	采购量	316.24	320.47	1.34
	采购均价	64.55	92.95	44.00
球团矿	采购量	28.95	39.42	36.17
	采购均价	765.02	803.56	5.04

资料来源:公司提供

从集中度上看,2017~2018年,公司从前五大客户采购金额占比分别为24.63%和33.81%。采购集中度较低。

总体看,公司原材料电力成本优势明显;2018年,公司主要原材料采购量整体呈上升态势;主

要原材料采购均价呈上升态势；采购集中度较低。

生产

产能及产量方面，2017~2018年，公司硅铁产能维持119.00万吨/年；从产能利用率看，公司产能利用率持续超过100%，主要系随着公司下游需求增长，同时公司不断对设备进行技改，实际生产能力大幅增长所致。

公司硅锰合金产量及产能利用率具有同样的发展态势，其产能保持稳定；2018年硅锰合金产量较上年下降21.47%，主要系硅锰合金销量下降所致。

表6 公司冶金业务产量概况（单位：万吨/年、%、百分点）

产品	项目	2017年	2018年	变动率
硅铁合金	产能	119.00	119.00	--
	产量	151.00	161.65	7.05
	产能利用率	126.89	135.84	8.95
硅锰合金	产能	37.60	37.60	--
	产量	47.60	37.38	-21.47
	产能利用率	126.60	99.41	-27.19

资料来源：公司提供

总体看，2018年，公司硅铁和硅锰合金产能保持稳定；产能利用率均仍保持较高水平。

销售情况

销量方面，2018年公司硅铁合金销量较上年小幅下降；公司硅锰合金销量较上年大幅下降33.45%至33.43万吨，主要系公司部分矿热炉经过技术改造后可以实现硅铁、硅锰生产互转，公司根据市场价格调整所产产品所致。

由于公司以销定产的销售策略。公司硅铁合金和硅锰合金产销率仍保持在较高水平。

从销售价格看，2018年，市场景气度持续回升，公司硅铁合金和硅锰合金价格均大幅上涨。

表7 硅铁及硅锰销量及销售均价情况（单位：万吨、%、元/吨）

产品	项目	2017年	2018年	变动率
硅铁合金	销量	161.08	154.71	-3.95
	产销率	106.68	95.71	-10.97
	价格	5,273.14	6,579.57	24.78
硅锰合金	销量	50.23	33.43	-33.45
	产销率	105.52	89.43	-16.09
	价格	6,143.27	8,644.93	40.72

资料来源：公司提供

从集中度上看，2017~2018年，公司对前五大客户销售额占营业收入分别为12.65%和7.55%。集中度较低。

从销售结算方式上看，一般以银行承兑汇票为主，账期在2~3个月。

总体看，2018年，行业景气度持续回升，公司冶金板块有所波动，销售价格大幅增长；由于公司根据市场价格调整产品结构，2018年公司硅锰合金销量较上年大幅下降。

（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，2017~2018 年，公司 PVC 产能均为 40 万吨/年。从产量和销量上看，公司 PVC 树脂产销量均呈上升态势；2018 年公司电石设备限电，导致 2018 年电石产销规模小幅下降。公司电石和 PVC 树脂销售价格随行业变动。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，均在 98% 以上。

表 8 公司电石和 PVC 业务产量、销量及销售均价情况（单位：万吨、%、元/吨、百分点）

产品	项目	2017 年	2018 年	变动率
电石	产量	160.70	155.82	-3.04
	销量	106.12	86.74	-18.26
	产销率	66.03	55.67	-10.36
	销售均价	2,398.75	2,390.97	-0.32
PVC 树脂	产量	45.40	47.09	3.72
	销量	46.41	46.17	-0.52
	产销率	102.22	98.05	-4.17
	销售均价	5,582.98	5,250.80	-5.95

资料来源：公司提供

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。公司 PVC 产品主要销往华北、华东、华南、华中地区的大型化工企业，PVC 销售的回款方式以预付款为主，降低了货款的回收风险。

总体看，2018 年公司电石设备限电，导致 2018 年电石产销规模小幅下降；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，均在 98% 以上。

（3）煤炭业务

公司煤炭资源较为丰富，为公司盈利奠定了较好的基础。截至 2018 年底，公司拥有煤炭储量 2.05 亿吨，可采储量 1.01 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。

2017~2018 年，公司煤炭产能下降，主要系公司关停部分煤矿所致。受掘进进度及产能逐步释放

影响，公司煤炭产量大幅增长。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，2018年，公司对外销售煤炭124.88万吨。

表9 公司煤炭业务产能、产量及销量情况(单位:万吨、元/吨)

项目	2017年	2018年	变动率
产能	492.50	470.00	-4.57
产量	292.00	535.34	83.34
销量	76.35	124.88	63.56
销售均价	910.57	735.19	-19.26

资料来源:公司提供

总体看,公司所产煤炭主要用于自备电厂,为深加工产业链条提供原料保障,煤炭储备及产能情况较为稳定,价格随行就市;公司充分发挥规模和产业链优势,积极拓展销售渠道,加大资源的整合。

4. 在建工程

截至2018年底,公司主要在建项目为华龙盐业600kt/a真空制盐项目和PVC项目二期,计划总投资40.30亿元,截至2018年底已投入5.58亿元,未来还需投入34.73亿元。

表10 截至2018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2018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	0.76	6.04	11.40
PVC项目二期	33.50	4.80	28.70	21.66
合计	40.30	5.56	34.74	--

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。

公司计划在鄂尔多斯棋盘井工业园区续建PVC二期项目,项目产能为年产40万吨PVC,计划2019年底前试生产,主要建设内容为PVC建设二条生产线,每条生产线能力为20万吨/年。PVC生产装置采用电石乙炔法生产技术,本项目采用湿法乙炔生产工艺。

总体看,公司在建项目未来投资规模一般,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11 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
2017年	68,875.35	4.27	25,001.13	1.13

2018年	169,453.89	10.11	48,171.67	2.02
-------	------------	-------	-----------	------

资料来源：公司年报、联合评级整理。

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。

6. 经营效率

从经营效率指标看，2017~2018年，公司应收账款周转率分别为10.35次和11.14次，主要系公司电冶板块收入大幅增长所致；公司存货周转率分别为4.45次和4.40次，较为稳定；公司总资产周转率分别为0.48次和0.51次。

整体看，公司经营效率除存货周转率外，均有所提升且处于较高水平。

7. 经营关注

（1）宏观经济波动及产业政策变动风险

羊绒服装属于中、高端消费品，需求弹性较大，易受经济景气度影响；冶金、化工产品主要应用于钢铁冶炼与建材工业，其产销量与国内外宏观经济形势高度相关。

（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，虽然前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，但产能严重过剩，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

从公司提供的发展战略来看，未来，公司工作重点将集中在以下几个方面：

（1）持续推动品牌升级和渠道升级

公司从2016年开始对服装品牌进行重塑，全面铺开各个品牌的品牌建设和市场推广，取得了明显成效。公司将继续推动品牌升级。

（2）持续提升研发能力、运营能力和抗风险能力

羊绒板块要从“推进活性染料在羊绒领域的替代技术”、“针织瓶颈工序自动化改造”、“新三防、抗起球、抗静电等功能整理技术突破”等方面对设计研发能力进行提升；电冶板块从余热发电技术、除尘改造、破碎工艺、浇注方式、原料配比、操作工艺、三废利用、自动化等方面加大研发力度；与此同时积极推进优质资源的整合，稳定的原料供应。

总体看，公司未来发展重点将集中在研发能力、品牌知名度的提升上，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 2017~2018 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，2019 年一季度报表未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。2019 年一季度财务报表未经审计。

从合并范围上看，2017 年新增子公司 2 家，因处置不再纳入合并报表的企业 4 家；2018 年公司新增投资设立 4 家子公司，工商注销 5 家子公司。截至 2018 年底，公司合并范围内子公司 22 家。2017~2018 年，公司合并范围变动较小，同时考虑公司主营业务未发生变动且会计政策连续，公司财务指标可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 476.20 亿元，负债合计 323.64 亿元，所有者权益（含少数股东权益）152.56 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 91.09 亿元。2018 年，公司实现合并营业收入 238.58 亿元，净利润（含少数股东损益）15.51 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 9.23 亿元；经营活动产生的现金流量净额 70.92 亿元，现金及现金等价物净增加额 31.02 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 500.87 亿元，负债合计 345.02 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 155.85 亿元，归属于母公司所有者权益 93.40 亿元。2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 52.68 亿元，净利润（含少数股东损益）3.01 亿元，归属于母公司所有者的净利润 2.12 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.81 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.10 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司合并资产总额为 476.20 亿元，较年初增长 3.38%；其中流动资产和非流动资产占比分别为 37.94% 和 62.06%，以非流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 180.68 亿元，较年初增长 15.67%，主要系货币资金大幅增长所致。流动资产构成以货币资金（占 51.38%）、应收票据（占 8.97%）、应收账款（占 9.82%）和存货（占 20.97%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金为 92.83 亿元，较年初增长 98.26%，主要系当期回款情况较好所致。截至 2018 年底，公司货币资金主要由银行存款（占 58.34%）和其他货币资金（占 41.66%）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。公司受限货币资金占当期货币资金的 40.85%，受限规模较大。

截至 2018 年底，由于销售资金回笼较好，公司应收票据为 16.20 亿元，较年初大幅下降 55.61%；公司应收票据主要由银行承兑汇票（占 81.69%）构成，其中已质押的银行承兑票据 7.00 亿元，质押比例较高。

截至 2018 年底，由于销售资金回笼较好，公司应收账款账面价值 17.74 亿元，较年初下降 18.93%。公司对应收账款采用按信用风险特征组合计提、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三种方法合计计提坏账准备 1.52 亿元，计提比例 7.89%，计提比例较高，主要系对银川浩天世纪商贸有限公司及天津渤天化工有限责任公司等计提坏账准备所致，对应部分应收账款预计无法回收；公司应收账款按账龄来看，1 年以内占 65.08%，1~2 年占 6.38%，2~3 年占 28.55%，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 20.99%，均非关联方，集中程度尚可。

表12 截至2018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
河钢股份有限公司	131,383,553.33	6.82
内蒙古鄂尔多斯化学工业有限公司	117,567,703.04	6.10
陕钢集团韩城钢铁有限责任公司	75,001,639.44	3.89
内蒙古包钢钢联股份有限公司	42,245,088.70	2.19
通化钢铁股份有限公司	38,076,161.97	1.98
合计	404,274,146.48	20.99

资料来源：公司年报

截至2018年底，公司存货账面价值37.89亿元，较年初增长21.87%，主要系由于公司销售公司增长，尚未开票结算的商品规模较大，导致库存商品增长。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2018年底，公司存货主要是原料和库存商品，其中原材料占44.24%、库存商品占51.75%。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4.26亿元，占存货账面余额的10.10%，但公司主要原材料和库存商品近年价格波动较大，公司存货仍存在一定跌价风险。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产合计295.52亿元，较年初减少2.92%，非流动资产主要由长期股权投资（占21.16%）和固定资产（占67.90%）构成。

截至2018年底，公司长期股权投资为62.53亿元，较年初增长4.46%；公司投资行业主要涉及铁合金冶炼、煤炭、物流等。2018年，公司权益法核算的长期股权投资收益为3.26亿元。

截至2018年底，公司固定资产账面价值为200.66亿元，较年初减少9.56%，主要系公司处置部分机器设备及折旧规模增长所致；公司固定资产以房屋及建筑物（占账面余额46.04%）和机器设备（占账面余额51.25%）为主；成新率为58.58%，固定资产成新率尚可。

截至2018年底，公司所有权受到限制的资产合计114.89亿元，占资产总额的24.13%，整体受限比例尚可。

表13 截至2018年末公司资产受限情况（单位：亿元、%）

项目	期末账面价值	受限原因
固定资产	45.59	抵押、质押
货币资金	37.92	质押
子公司股权	13.54	抵押、质押
无形资产	5.35	抵押
应收票据	7.00	银行承兑汇票保证金及其他
联营公司股权	5.48	质押
合计	114.89	--

资料来源：公司年报

截至2019年3月末，公司合并资产总额500.87亿元，较年初增长5.18%，主要系应收票据大幅增长所致。从资产结构来看，流动资产占41.65%、非流动资产占58.35%，资产结构仍以流动资产为主。

总体看，公司资产规模较为稳定，其构成以非流动资产为主；货币资金增长较快，存货占比较

大，对公司流动资金形成一定占用；非流动资产主要为固定资产，成新率尚可；受限资产比例尚可；公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债总额为 323.64 亿元，较年初增长 0.41%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 85.62%，非流动负债占比 14.38%，公司负债以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债为 277.11 亿元，较年初增长 2.21%，主要系应付票据及应付账款大幅增长所致。截至 2018 年底，公司流动负债以短期借款（占 60.18%）、应付票据（占 7.36%）、应付账款（占 18.08%）和一年内到期的非流动负债（占 5.77%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款为 166.77 亿元，较年初下降 4.10%。公司短期借款主要为抵押借款（占 9.34%）、保证借款（占 46.28%）和已贴现票据（占 41.67%）。

截至 2018 年底，公司应付票据为 20.40 亿元，较年初增长 44.37%，主要系公司采购规模增长所致。其中银行承兑汇票占 76.60%，商业承兑汇票占 23.40%。

截至 2018 年底，应付账款为 50.10 亿元，较年初增长 12.25%。账龄方面，1 年以内占 71.49%，1~2 年占 20.16%，2~3 年占 5.28%，3 年以上占 3.07%。公司应付账款中账龄超过 1 年的大额应付款项合计 2.09 亿元，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等的款项，未偿还原因主要系工程尚未结算。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 15.98 亿元，较年初下降 10.43%，主要系公司偿还 1 年内到期的长期借款所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 46.53 亿元，较年初下降 9.15%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债以长期借款（占 66.47%）和应付债券（占 27.87%）为主。

截至 2018 年底，公司长期借款 30.93 亿元，较年初下降 13.75%，主要系部分长期借款转至一年期以内到期非流动负债所致。公司长期借款为质押借款（占 11.54%）、抵押借款（占 57.26%）、保证借款（占 15.76%）和信用借款（占 15.43%）构成。从到期时间分布来看，1~2 年占 26.48%，2~3 年的占 43.45%，3 年以上的占 30.07%，存在一定的集中偿付压力。

全部债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务 247.04 亿元，较年初下降 3.00%，其中短期债务和长期债务的占比分别为 82.23%和 17.77%，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，2017~2018 年，公司资产负债率分别为 69.98%和 67.96%；全部债务资本化比率上升，分别为 64.81%和 61.82%；公司长期债务资本化比率下降，分别为 26.09%和 22.34%。公司债务负担较重，短期债务占比高。

截至 2019 年 3 月末，公司负债合计 345.02 亿元，较年初增长 6.61%。从负债结构来看，流动负债占 81.33%、非流动负债占 18.67%，负债结构相对稳定。截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.88%、63.25%和 28.37%，分别较年初增长 0.92 个百分点、1.43 个百分点和 6.03 个百分点。

总体看，公司负债规模较为稳定，但负债水平较高，其中，以短期间性债务为主的有息债务规模较大，债务负担较重，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，公司整体债务结构有待改善。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 152.56 亿元，较年初增长 10.33%，主要系未分配利润大

幅增长所致；其中归属于母公司的所有者权益合计占比为 59.71%；归属于母公司所有者权益中，股本占 11.33%，资本公积占 20.29%，盈余公积占 8.92%，未分配利润占 58.89%。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 2019 年 3 月末，公司所有者权益 500.87 亿元，较年初增长 5.18%，主要系未分配利润增长所致。在所有者权益结构方面，归属于母公司所有者权益比重为 59.93%，其中股本、资本公积和未分配利润占比分别为 11.05%、19.79%和 59.71%。

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

2018 年，受公司主要产品销售价格增长带动，营业收入较上年增长 7.82%至 238.58 亿元，净利润较上年增长 49.98%至 15.51 亿元。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用合计 42.14 亿元，较上年增长 10.37%，主要系销售费用增长所致；其中，销售费用、管理费用、财务费用、研发费用分为占费用总额的 37.48%、27.84%、34.68%和 0.84%。销售费用方面，2018 年销售费用 15.66 亿元，较上年增长 16.02%，主要系外销增加导致的运杂费增加所致。管理费用方面，2018 年管理费用 11.63 亿元，较上年小幅增长 7.77%，主要系职工薪酬大幅增长所致。财务费用方面，2018 年财务费用 14.49 亿元，较上年增长 5.55%，主要系 2017 年汇兑损益规模较大所致。2018 年研发费用较上年同期增长 129.18%至 0.35 亿元，主要系加大研发投入所致。2017~2018 年，公司费用收入比分别为 17.25%和 17.66%，公司费用占收入比率仍然偏高。

投资收益方面，2017~2018 年，公司投资收益分别为 0.29 亿元和 3.30 亿元，分别占公司当期营业利润的 1.91%和 16.14%；其中，2018 年公司投资收益较上年大幅增长主要系联营公司盈利情况较好，权益法核算的长期股权投资收益增长所致。

资产减值损失方面，2017~2018 年，公司资产减值损失分别为 3.53 亿元和 6.12 亿元，分别占当期营业利润的 23.64%和 29.96%。其中，公司资产减值损失主要由存货跌价损失和固定资产减值损失构成，对营业利润影响较大，对公司利润形成一定侵蚀。

从盈利指标来看，2017~2018 年，公司营业利润率分别 25.19%和 26.83%；总资产报酬率分别为 5.90%和 6.98%，净资产收益率分别为 7.43%和 10.66%，均呈上升态势。整体看，公司盈利能力呈上升态势。

2019 年 1~3 月，公司营业收入 52.68 亿元，较上年同期增长 11.37%，主要系主要产品产销规模小幅增长所致；净利润 3.01 亿元，较上年同期小幅下降，主要系主要产品销售价格有所下降所致。

总体看，跟踪期内，公司下游市场景气度处于高位，公司收入增长，盈利规模增大，公司盈利能力呈上升态势；同时资产减值损失规模有所扩大，对公司利润形成一定侵蚀。公司费用占收入比率仍然偏高；整体盈利能力一般。

5. 现金流

从经营活动看，2017~2018 年，公司经营活动现金流入大幅增长，分别为 246.99 亿元和 313.29 亿元，主要系营业收入大幅增长且回款良好所致；同期，公司经营活动现金流出大幅增长，分别为 203.55 亿元和 242.37 亿元；受此影响，公司经营活动均呈净流入状态，分别为 43.43 亿元和 70.92 亿元。从收入实现质量来看，公司的现金收入比分别为 106.87%和 95.85%，主要系公司本期销售回款

以承兑汇票方式结算增加所致。

从投资活动看, 2017~2018年, 公司投资活动现金流入有所下降, 分别为 8.37 亿元和 6.58 亿元, 其中 2017 年金额较大, 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。同期, 公司投资活动现金流出大幅减少, 分别为 13.51 亿元和 11.55 亿元, 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大幅减少, 同时收购股权投资支出减少所致。2017~2018 年, 公司投资活动产生的现金净流出分别为 5.14 亿元和 4.97 亿元, 净流出规模持续减少。

从筹资活动看, 2017~2018 年, 公司筹资活动现金流入小幅增长, 分别为 373.83 亿元和 386.66 亿元; 同期, 公司筹资活动现金流出小幅增长, 分别为 418.58 亿元和 421.56 亿元。受上述因素影响, 公司筹资活动现金净流出 44.74 亿元和 34.90 亿元, 均呈净流出态势。

2019 年 1~3 月, 公司经营活动产生的现金流量净流入 3.81 亿元; 同期, 投资活动产生的现金流量净流出-1.47 亿元; 筹资活动产生的现金流量净流入 3.60 亿元。

总体看, 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, 同时偿还债务支付现金较多, 筹资活动呈现净流出态势。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2017~2018 年, 公司流动比率分别是 0.58 倍和 0.65 倍, 速动比率分别是 0.46 倍和 0.52 倍; 流动资产对流动负债的覆盖程度较弱。现金短期债务比分别为 0.41 倍和 0.54 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, 2018 年公司 EBITDA 为 56.29 亿元, 主要由折旧 (占 40.03%)、计入财务费用的利息支出 (占 22.39%)、利润总额 (占 35.74%) 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。同期, 公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 3.88 倍和 4.47 倍, 呈上升趋势, EBITDA 对债务利息的覆盖程度较高; EBITDA 全部债务比分别为 0.20 倍和 0.23 倍, 呈上升趋势, EBITDA 对全部债务的保障能力一般。整体看, 公司长期偿债能力一般。

截至 2018 年底, 公司获得授信额度共计 310.86 亿元, 未使用额度 126.44 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 2019 年 4 月 3 日, 公司无未结清不良信贷记录; 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。

截至 2018 年底, 公司无重大未决诉讼。

截至 2018 年底, 公司对外担保合计 5.95 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 94.12%) 和西宁城市投资管理有限公司 (占 5.88%) 的担保, 对外担保总额占 2018 年底公司所有者权益的 3.90%。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。2018 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, 公司偿债指标较弱, 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 2018 年底，公司现金类资产合计 109.04 亿元，约为“17 鄂资 01”本金（13.00 亿元）的 8.39 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产为 152.56 亿元，约为债券本金合计（13.00 亿元）的 11.74 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，2018 年，公司 EBITDA 为 56.29 亿元，约为债券本金合计（13.00 亿元）的 4.33 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 2018 年经营活动产生的现金流入 313.29 亿元，约为债券本金合计（13.00 亿元）的 10.10 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，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保持领先，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；2018 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。

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“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 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	460.61	476.20	500.87
所有者权益（亿元）	138.28	152.56	155.85
短期债务（亿元）	205.87	203.15	206.54
长期债务（亿元）	48.82	43.90	61.73
全部债务（亿元）	254.69	247.04	268.27
营业收入（亿元）	221.27	238.58	52.68
净利润（亿元）	10.34	15.51	3.01
EBITDA（亿元）	49.68	56.29	--
经营性净现金流（亿元）	43.43	70.92	3.81
应收账款周转次数（次）	10.35	11.14	--
存货周转次数（次）	4.45	4.40	--
总资产周转次数（次）	0.48	0.51	0.11
现金收入比率（%）	106.87	95.85	79.77
总资本收益率（%）	5.91	7.09	--
总资产报酬率（%）	5.90	6.98	--
净资产收益率（%）	7.43	10.66	1.95
营业利润率（%）	25.19	26.83	23.96
费用收入比（%）	17.25	17.66	19.15
资产负债率（%）	69.98	67.96	68.88
全部债务资本化比率（%）	64.81	61.82	63.25
长期债务资本化比率（%）	26.09	22.34	28.37
EBITDA 利息倍数（倍）	3.88	4.47	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.23	--
流动比率（倍）	0.58	0.65	0.74
速动比率（倍）	0.46	0.52	0.62
现金短期债务比（倍）	0.41	0.54	0.66
经营现金流动负债比率（%）	16.02	25.59	1.36
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.82	4.33	--

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 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2 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 3 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。