

# 信用等级公告

联合[2017]1234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 2017 年公开发行公司债券（第一期）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+，评级展望为“稳定”

内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司拟发行的 2017 年公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一七年七月二十五日

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>

# 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）信用评级报告

本次债券信用等级：AA+  
 公司主体信用等级：AA+  
 评级展望：稳定  
 发行规模：不超过13亿元（含）  
 债券期限：本期债券期限为5年期，第3年末  
 附发行人调整票面利率选择权及投资者回  
 售选择权  
 还本付息方式：按年付息、到期还本  
 评级时间：2017年7月25日  
 主要财务数据

项目	2014年	2015年	2016年	17年3月
资产总额(亿元)	441.62	447.00	452.64	462.64
所有者权益(亿元)	136.89	136.24	140.17	142.24
长期债务(亿元)	88.87	72.66	31.90	25.40
全部债务(亿元)	223.73	240.33	250.53	251.81
营业收入(亿元)	155.68	152.40	165.91	45.36
净利润(亿元)	8.91	5.16	5.79	2.01
EBITDA(亿元)	42.42	38.82	43.70	--
经营性净现金流(亿元)	47.66	50.07	42.73	14.54
营业利润率(%)	27.35	24.91	28.12	25.42
净资产收益率(%)	6.73	3.78	4.19	--
资产负债率(%)	69.00	69.52	69.03	69.26
全部债务资本化比率(%)	62.04	63.82	64.12	63.90
流动比率(倍)	0.53	0.49	0.48	0.51
EBITDA全部债务比(倍)	0.19	0.16	0.17	--
EBITDA利息倍数(倍)	2.80	2.93	3.43	--
EBITDA/本次发债额度(倍)	3.26	2.99	3.36	--

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2017年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4、2016年公司发生同一控制下企业合并，对2014年和2015年的财务数据进行了调整，报告中调整后的数据。

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对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”）的评级反映了公司作为多元化经营企业，其羊绒服装产销规模全球领先，在国内羊绒加工行业具备突出的品牌、规模和资源优势；公司硅铁单体产能规模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。公司经营现金流入规模较大，近年来呈较大规模的净流入状态，能够为其偿还债务提供支撑。同时，联合评级也关注到公司硅铁、电石等产品产能过剩；羊绒服饰需求疲软；期间费用对利润侵蚀明显；利润总额对营业外收入依赖程度大、债务负担较重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。联合评级对其评级展望为“稳定”。

综上，基于对公司主体长期信用以及本次公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次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，生产设备和技术先进，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务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，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。

4. 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。2014年，公司新增PVC树脂系列产品，进一步延伸公司产业链。

5. 公司经营现金流入规模较大，近年来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. 公司负债水平较高，债务负担较重，财务费用对利润的侵蚀明显；同时，公司利润总额对营业外收入依赖程度较大，且营业外收入的可持续性存在一定不确定。

4. 公司对外担保规模虽不大，但2015年其中一笔已逾期、后于2016年展期，公司存在一定的代偿风险。

#### 分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

岳俊

电话：010-85172818

邮箱：yuej@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

除因本次信用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信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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”。

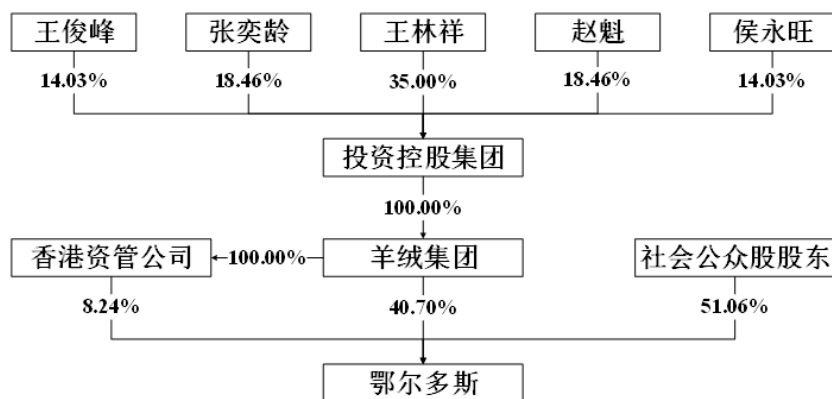
2003 年 6 月，公司以 2002 年末总股本 5.16 亿股为基数，用资本公积转增股本，每 10 股转增 10 股，总股本增至 10.32 亿股。2006 年 1 月 25 日，公司进行股权分置改革：即公司唯一非流通股股东内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司（以下简称“鄂尔多斯集团”）向 2006 年 2 月 6 日登记在册的流通 A 股股东每 10 股支付 2 股对价股份。

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 3 月底，公司注册资本为 10.32 亿元；鄂尔多斯集团和鄂尔多斯资产管理（香港）有限公司（鄂尔多斯集团一致行动人）合计持有公司股份达到 50,508.51 万股，持股比例 48.94%。内蒙古鄂尔多斯投资控股集团有限公司（以下简称“投资控股集团”）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 3 月底公司的股权结构图



资料来源：联合评级整理

公司经营范围：生产，销售无毛绒，羊绒纱，羊绒衫等羊绒制品。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动。）

截至 2016 年底，公司本部下设财务管理处、证券业务处、企管与人力资源处、信息处、生产运营中心、审计处、质量管理处、技术中心、综合处、物质采购处、物业管理处、安全管理处共 12 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 21,622 人。

截至 2016 年末，公司合并资产总额 452.64 亿元，负债合计 312.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）140.17 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 72.71 亿元。2016 年，公司实现合并营业收入 165.91 亿元，净利润（含少数股东损益）5.79 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.66 亿

元；经营活动产生的现金流量净额 42.73 亿元，现金及现金等价物净增加额 16.09 亿元。

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

公司注册地址：内蒙古鄂尔多斯市东胜区罕台轻纺街 1 号；法定代表人：王臻。

## 二、本次债券概况

### 1. 本次债券概况

本次债券名称为“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“本次债券”），拟发行规模 13 亿元，由主承销商以代销方式发行，公司将根据本期债券申购情况确定最终发行规模。每张票面金额为 100 元，按面值平价发行，面向合格投资者公开发行。本次债券期限为 5 年期，第 3 年末末附发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权，按年计息，不计复利，每年付息一次、最后一期利息随本金一同支付。本次债券采用固定利率形式，票面利率将以公开方式向具备相应风险识别和承担能力的合格投资者进行询价后，由公司与簿记管理人确定本次债券的票面利率簿记建档区间，投资者直接向簿记管理人发出申购订单，簿记管理人负责记录申购订单，最终由公司与簿记管理人根据申购情况确定本次债券的最终发行利率。

本次债券无担保。

### 2. 本次债券募集资金用途

本次债券拟将募集资金扣除发行费用后用于调整债务结构、补充流动资金。

## 三、行业分析

公司主要业务可分为羊绒服装、电力冶金化工两大板块。其中，羊绒服装板块为公司所从事的羊绒品类服装及服饰为主的生产加工、品牌建设与市场销售；电力冶金化工板块为公司和子公司及联营公司所从事的煤炭采选、发电、硅类铁合金、氯碱化工、化肥、多晶硅等产品的加工及销售。其中羊绒服装和铁合金业务是公司的主要收入利润来源，因此以下主要分析羊绒加工业和硅铁行业。

### 1. 羊绒加工业

#### （1）行业概况

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。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。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。

根据国家统计局资料显示，截至 2016 年底，我国规模以上纺织业工业企业<sup>1</sup>数量达 20,171 家。2016 年，我国规模以上纺织企业工业总产值突破 69.4 亿元，同比增长 69%，增速保持较快发展。其

<sup>1</sup>规模以上企业，即年主营业务收入为 2,000 万元及以上的工业法人单位。

中，规模以上羊绒纺织企业工业产值增速高于平均水平。作为纺织工业的高档原料，山羊绒是世界上名贵稀有的特种动物纤维，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，其中以白绒最为珍贵。

羊绒产品主要以支撑纱线、面料、羊绒衫等为主，具有质地柔软、光泽柔和、轻薄保暖、舒适富有弹性以及保健作用等优良特性。目前，我国羊绒产品种类已经由无毛绒发展到羊绒纱、羊绒衫，从针织制品发展到梭织制品和圆机一次性成衣；产品结构由粗纺、纯纺延伸到精纺和多元混纺；产品技术含量逐步提升，羊绒产品向高支精纺、轻薄型四季服装转变。羊绒制品的应用范围进一步拓宽、技术含量不断提升、产品档次稳步提高、产品出口创汇逐年增加，我国在拥有羊绒资源优势的同时已经逐步形成了特色产业优势。

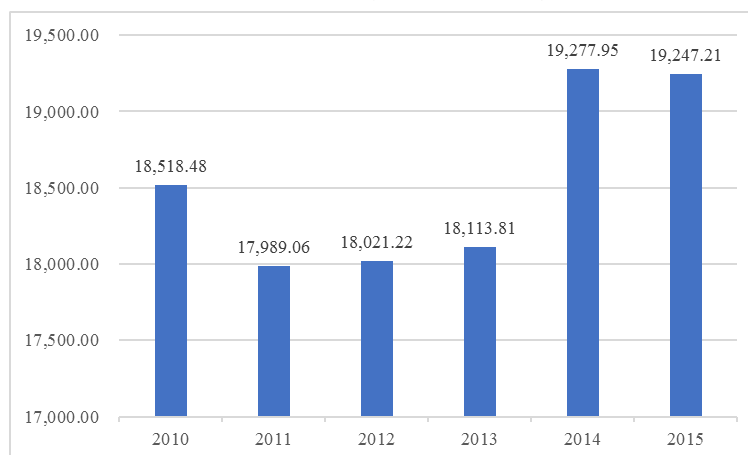
总体看，加入 WTO 以来，我国纺织服装工业迅速增长，已成为全球纺织服装的生产和出口大国，其中羊绒产品种类、结构、技术等更是得到了较快发展。

## （2）行业供需

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。统计数据显示，中国的羊绒产量不仅居世界首位，而且质量占优。经过 20 多年的发展，中国羊绒产业在国际市场的竞争力不断增强，出口创汇逐年递增，已经从世界第一羊绒资源大国发展成为世界羊绒生产、加工、销售和消费第一大国，基本形成了较为完整的全产业链。

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。2014 年，全球羊绒产量大约 2 万吨，而我国产量在 1.8 余万吨，占全球总产量的 80% 以上，年出口无毛绒 3,000 多吨，占全球羊绒贸易量的 60% 左右，羊绒制品的主要消费国家为欧洲、美国、日本、韩国和中国。具体来看，2010~2015 年我国羊绒产量呈现波动上升之势，2015 年羊绒产量高达 1.92 万吨。其中，作为国内羊绒主要产区，内蒙古地区产量 8,380 吨，占比 43.54%，且近 5 年来保持在 40% 以上。

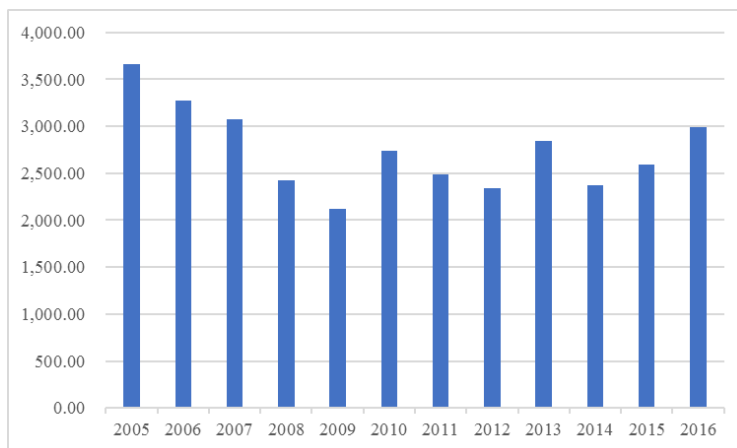
图2 2010~2015年我国羊绒产量情况（单位：吨）



数据来源：Wind资讯

从出口方面看，随着全球制造业的结构调整，羊绒加工产业不断向中国境内转移，中国羊绒出口结构已从原料为主快速向羊绒制品转变，已完成羊绒原料大国向羊绒制品生产大国的转变。然而，中国在羊绒产业上有资源优势、产品优势，但缺乏品牌优势，大多数企业只是依靠廉价劳动力和优势资源赚取外汇，并且国内羊绒加工企业几乎完全依靠代理商出口，形成多头出口、以量取胜、压价竞销，国内羊绒的资源优势没有得到充分发挥，而各厂家的利润水平被压到了较低程度。据 Wind 数据显示，2014 年我国羊绒出口 2,374.25 吨，同比减少 16.50%；受国际需求回暖的影响，2015 年，我国羊绒出口 2,596.02 吨，同比增长 9.30%，2016 年，我国羊绒出口 2,995.00 吨，同比增长 15.37%。

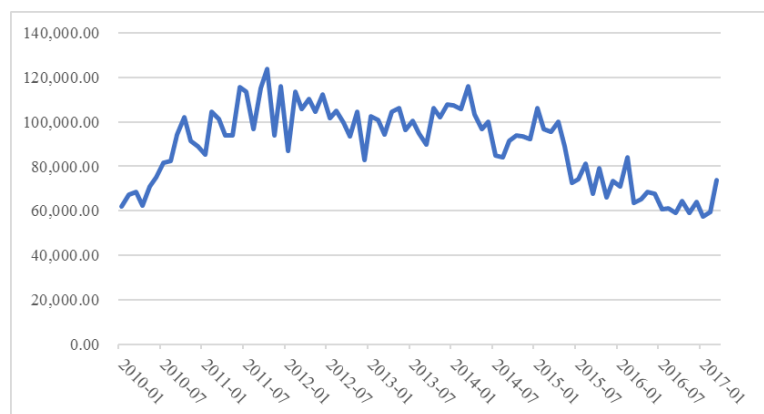
图3 2005~2016年中国山羊绒出口数量（单位：吨）



数据来源：Wind资讯，联合评级整理。

从出口价格上看，我国羊绒出口价格处于低位运行，羊绒制品的主要消费国为欧洲国家、美国、日本、韩国。我国羊绒出口量在 2003 年达到峰值后，呈现下降趋势，主要有两个原因：一，随着纺织和纤维行业的技术不断进步、羊毛缩绒工艺的改进和蛋白纤维等新产品的推出，羊绒产品独有的手感优势已有所下降；二，由于气候环境等方面的原因，羊绒产品在保暖性方面的优势有所弱化。近年来，我国羊绒出口价格波动较为频繁，但整体呈现下滑趋势，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 3 月，羊绒平均价格达 73,967.74 美元/吨，环比增长 24.29%。

图4 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资讯，联合评级整理。

总体看，世界优质的羊绒资源全部集中在中国，世界羊绒看中国的市场格局已经形成；近年来

羊绒产量呈回升趋势，但由于气候变暖及国内纺织化纤技术有待提升，使得我国羊绒出口价格一直处于低位运行。

### (3) 行业竞争

#### 进出壁垒

羊绒加工行业的生产设备和技术结构比较单一，棉纺企业通过一定的设备升级可以向类似的羊绒纺织业转产。目前，羊绒加工行业呈现二元结构。羊绒加工行业小型企业数目很多，基本上是完全竞争，竞争程度激烈；有较强实力的知名企业有 7 家，拥有一定垄断竞争的能力，市场占有率达到了 90%。因此，我国羊绒加工市场结构兼有完全竞争市场和垄断竞争市场的特点，其中部分拥有知名品牌的企業构成了垄断竞争市场结构，企业对价格有一定的控制能力；而其它众多小型企业则构成完全竞争市场结构，其产品基本雷同，消费者对其品牌缺乏忠诚度。

表1 2015年羊绒加工业主要企业竞争力情况

公司名称	品牌	竞争优势
内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司	鄂尔多斯	中国服装品牌中网络覆盖广、年龄层次丰富、男女装兼顾的成熟品牌；产销能力达到 1,000 万件以上，占中国的 40% 和世界 30% 以上；产品质量、市场占有率、出口创汇、销售收入连年保持行业第一。
北京雪莲羊绒股份有限公司	雪莲	拥有世界及中国最先进的纺织技术和专门用于羊绒生产的配套设备，具有年产羊绒衫 100 万件，羊绒纱 300 吨，分梳绒 180 吨的生产能力。
内蒙古鹿王羊绒有限公司	鹿王	拥有年产 800 吨无毛绒、600 吨羊绒纱、200 万件羊绒衫、80 万米羊绒面料和 5 万件羊绒大衣的能力，有 60 多个品种、1,000 多种款式；羊绒制品 80% 以上出口美国、欧盟、日本等国际市场。
新疆天山毛纺织股份有限公司	天山	拥有新疆优质山羊绒和细羊毛的资源优势；具有年加工羊绒纱及混纺纱 700 吨、羊绒衫及混纺衫 200 万件的生产能力。
宁夏圣雪绒国际企业集团有限公司	圣雪绒	在法国、德国、加拿大设立了圣雪绒品牌羊绒服饰连锁专卖店；产品内销在国内以直销和经销形式设立了 200 多个网点，年产羊绒纱 400 吨，年产羊绒针织衫 120 万件。
维信羊绒集团有限公司	维信	年生产无毛绒 600 吨、羊绒粗纺、精纺纱线 600 吨、羊绒围巾、披肩 200 万条、羊绒衫 200 万件、羊绒粗纺面料 50 万米、羊绒精纺面料 50 万米、高档羊绒服装 8 万件。
宁夏中银绒业股份有限公司	中银	拥有年分梳无毛绒 1,100 吨，羊绒条 300 吨，羊绒纱 700 吨，羊绒衫 150 万件的生产能力；连续多年无毛绒、绒条出口全国第一。

数据来源：Wind 资讯，联合评级整理。

#### 行业集中度

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 2015 年底，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。

总体看，羊绒加工业虽然行业进入壁垒较低，但市场占有率仍由知名企业占据，行业集中度较高，竞争力较大。

### (4) 行业政策

纺织服装是国民经济的基础产业之一，也是中国大宗出口商品之一，在国际上具有较强的竞争力，是中国政策鼓励发展的产业。由于中国人口密集，发展服装产业及服装辅料产业有利于解决大

量劳动力的就业，有利于满足人们不断增长的生活需求。

2012年5月，中国纺织工业联合会通过《建设纺织强国纲要（2011~2020年）》，提出要整合国内外资源、进一步调整结构，向纺织强国迈进，到2020年，实现规模以上纺织企业工业总产值比2010年增加2倍以上，出口纺织品服装价值量年均增长7%左右。

2013年1月，为进一步推进服装生产企业安全生产标准化工作制度化、规范化和科学化，国家安全监管总局印发了《服装生产企业安全生产标准化评定标准》，要求“各有关企业要严格对照评定标准开展安全生产标准化创建工作，持续改进，建立企业安全生产长效机制。”该标准适用于以面料为主要原料，进行裁剪、缝制等加工后生产服装、服饰的生产企业，皮革、毛皮服装生产企业参照执行。

2015年6月1日，商务部部长高虎城和韩国产业通商资源部长尹相直分别代表两国政府正式签署《中华人民共和国政府和大韩民国政府自由贸易协定》。根据协定，在开放水平方面，双方货物贸易自由化比例均超过税目90%、贸易额85%。中韩贸易协定正式签署后，韩国进口中国纺织品的关税将明显下调，从而有利于我国纺织品贸易公司在欧洲、日本等传统市场需求萎缩的情况下，从韩国获得更多的市场份额。

2015年6月17日，中国和澳大利亚签署《中澳自由贸易协定》；按照协定，中国享受较高关税减免的产品主要包括服装和皮革、电子和机械、其他制成品、钢铁及金属制品、化工产品等；其中，共有911个8位税号纺织品服装。协定生效后，除部分地毯类制品外，其余纺织品将全部零关税，大部分服装也将在3年内降为零关税，只有个别产品需等到5年后才降为零关税。

总体看，国家政策通过规范行业标准，降低出口税赋，鼓励纺织服饰建立自主品牌和扩大出口。

#### （5）行业关注

##### 缺乏品牌优势

近年来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，成为国外品牌的加工基地。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。随着行业竞争的加剧，羊绒加工行业将面临如何利用原料和产品加工优势，创造羊绒行业世界名牌，提高品牌附加值的挑战。

##### 易受经济景气度影响

羊绒服装属于中、高端消费品，需求弹性较大，易受经济景气程度影响。2008年全球金融危机爆发后，国际市场消费乏力，对羊绒产品需求明显下降，目前略有回暖。未来若国内外宏观经济形势不佳或出现较大动荡，羊绒产品价格波动较大，羊绒加工企业销售和经营业绩可能受到不利影响。

##### 原材料价格波动风险

羊绒服装产品的原材料为无毛绒，无毛绒价格历来波动性很强，每隔5~6年为一个周期。2008年金融危机爆发后国际需求明显下降，国内羊绒服装产品出口困难，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，并引发部分农牧民放弃养羊。随着地方政府加强环境保护、禁止过度放牧及国内羊绒服装需求逐步旺盛等因素，无毛绒价格在2009年见底后逐渐走高，目前已回升至600元/公斤以上。

##### 汇率变动影响

汇率方面，相对于澳元、纽币、兰特，美元继续保持强劲势头。在某种程度上，主要是因为美联储加息，而澳大利亚、新西兰、南非预计继续保持低利率。美元强劲将抑制羊毛美金价格的上涨。美元汇率的变动对羊毛美金价格的影响较大。

## （6）未来发展

中国纺织服装行业已开始复苏，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。

总体看，未来我国羊绒行业将加快品牌建设、形成自主掌控的销售渠道，提高创新能力、普及高端技术，加强产品设计管理模式，加快市场反应速度，形成具有核心竞争力的行业态势。

## 2. 铁合金行业

### （1）行业概况

硅铁合金、硅锰合金都属于铁合金，是用于炼钢的重要原材料。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。

目前，我国铁合金产能和产量均位居世界第一，产量约占世界总产量的 40%。我国是硅铁生产大国，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。我国硅铁主要产地在内蒙古、宁夏、青海、甘肃等地，产量占全国硅铁总产量的 80~90%，其次是四川有部分硅铁厂家。近年来我国硅铁行业产能迅速增长，从 2003 年底的 640 万吨增至 2016 年底的 862.20 万吨；全国硅铁消耗量由 2009 年的 378 万吨增至 2014 年的 551 万吨后开始下降，2016 年全国硅铁消耗量下降至 360 万吨。与实际需求量相比，产能严重过剩。

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

表 2 近三年我国硅铁、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
2014 年	717.10	542.58	75.66	2,150.00	731.90	34.04
2015 年	918.75	333.01	36.25	2,290.90	550.95	24.05
2016 年	862.20	335.33	38.89	2,379.84	694.81	29.20

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

总体看，我国铁合金产能和产量规模较大，主要分布在西北地区；但我国铁合金产能利用率较低，产能严重过剩。

### （2）行业上下游

铁合金行业的上游原材料主要为煤炭和电力。

煤炭价格方面，2012 年以来，受国内煤炭供需失衡影响，全国综合煤炭价格指数震荡下降。受 2016 年煤炭去产能影响，2016 年下半年煤炭价格大幅上升，截至 2016 年底，全国综合煤炭价格指数为 160.00。煤炭产量方面，2013 年以来宏观经济增长趋缓、煤炭下游需求不振、雾霾治理都压缩了煤炭需求的增长空间，2013 年全年原煤产量同比仅增加 0.74%。2014~2015 年，各地环保政策出

台，煤炭企业资源整合力度加大，全国原煤产量逐年下降。2016年，煤炭供给侧改革计划去产能目标 2.50 亿吨，已超额完成，原煤产量较上年进一步下降 10.22% 至 33.64 亿吨。

我国电力价格由国家制定，整体波动不大，但煤炭价格上涨后，电价也承受随之上涨的压力。

下游钢铁行业方面，钢铁行业是典型的周期性行业，是技术、资金、资源、能源密集型行业，它的发展不仅与宏观经济的发展速度息息相关，而且在整个国民经济发展过程中占有极其重要的地位。2015 年，受下游需求持续疲弱影响，中国钢铁行业经营环境持续恶化；全行业出现较大规模亏损。2016 年，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有所回升。2016 年，中国钢材价格出现一波大幅上涨行情；截至 2016 年底，Myspic 综合钢价指数回升至 127.74 点，较年初增长 54.71 点。2017 年以来，中国钢材价格震荡上行；截至 2017 年 3 月底，综合钢价指数 132.56 点，较年初增长 4.79 点。

总体看，受供给侧政策影响，2016 年以来，铁合金主要原材料煤炭价格明显上涨，同时带动电力价格上涨，铁合金企业成本压力较大；同时，钢铁企业景气度有所回升，利好铁合金企业。

### (3) 市场价格

2011 年以来硅铁合金以小幅震荡为主，2012~2013 年，硅铁价格一直波动下降。受 2014 年下半年硅铁新增产能集中释放影响，在下游需求尚未启动，供给压力较大的情况下，硅铁价格一路下跌，生产企业亏损幅度不断扩大。2016 年以来，受供给侧改革影响，硅铁合金价格筑底回升。2017 年 5 月 18 日，硅铁合金价格为 5,550 元/吨。

图 5 2011 年 4 月~2017 年 5 月内蒙古硅铁（75A）出厂价走势（单位：元/吨）



数据来源：Wind 资讯，联合评级整理。

总体看，受到全球市场不景气的影响，价格延续弱势格局，但自 2016 年以来，受供给侧改革影响，铁合金价格有所回升。

### (4) 行业竞争

国内硅铁冶炼企业众多，但年产 10 万吨以上的大型企业较少，行业集中度较低。由于产品差异不大、且行业产能过剩，硅铁生产企业之间的竞争主要体现在成本控制方面。通过向上游煤、电领域延伸产业链，解决了资源和能源供应瓶颈的企业，将受益于低成本而在竞争中占据优势。2013 年以来，冶炼行业景气度持续下行，硅铁合金产品价格也持续下跌，行业内绝大部分企业已处于亏损状态，部分企业每吨亏损在千元以上，行业内部发生了剧烈的结构变化，大量中小型企业被淘汰，行业集中度有所提升。国内年产 10 万吨以上的大型硅铁生产企业主要有包括鄂尔多斯电力冶金公司、

青海华电铁合金股份有限公司、甘肃腾达西北铁合金公司等。

总体看，国内硅铁冶炼企业众多，但随着硅铁行业景气度下行，大量中小型企业被淘汰，行业集中度有所提升。

#### （5）行业政策

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。2015年2月10日，为进一步加强铁合金行业管理，发挥准入条件引导和约束作用，促进铁合金行业转型升级，工业和信息化部产业政策司组织有关单位对铁合金（含电解金属锰）行业准入条件进行修订，形成了《铁合金行业准入条件（2015年修订）》征求意见稿。

总体看，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企业。

#### （6）行业关注

##### **用电力成本提高，企业成本压力增大。**

硅铁行业对煤炭、硅石和电力等资源、能源产品需求较大，尤其是电力在硅铁生产成本中占比约60%，随着国家对高耗能行业电价优惠政策的取消以及电价上涨，直接影响硅铁行业的经营成本。

##### **环保政策趋严，环保投入增加。**

随着国家经济的持续发展，对资源、环境的压力日益增加。为保持经济可持续增长，国家对硅铁行业环保要求不断提高。为此，行业内企业需要不断加大在环保方面人员和资金的投入，企业运行成本相应提高。

##### **下游行业需求减弱，对硅铁产生较大不利影响**

硅铁的下游行业主要为钢铁和金属镁冶炼等行业，其中钢铁行业是硅铁行业最主要的消费下游。但近年来，钢铁行业不景气导致对硅铁的需求减弱，对硅铁生产企业产生较大不利影响。

#### （7）未来发展

目前情况来看，硅铁企业的生产成本仍居高不下，电价继续下调可能性较小，高成本形势下已有厂家停产，但是停产的厂家主要是在宁夏地区，青海地区的厂家则是部分进入错峰生产，2017年弱势成本仍居高不下，不排除有厂家转而生产其他合金品种。下游金属镁厂家开工正常，对硅铁的需求变动不大，钢厂方面，因环保问题，华北、华东地区钢厂关停较多，需求减少，17年环保仍将继续，钢厂去产能进程也将继续推荐，因此铁合金市场需求不确定性较大。

总体看，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，未来受钢铁企业需求影响较大。

## 四、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，经过三十多年的发展，现有下属染色厂、纺纱厂、分梳厂、针织厂等近11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1,000万件的生产能力，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，销售渠道分布较广

“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15年持续增长，根据世界品牌实验室公布的2015年中国500最具价值品牌相关资料显示，“鄂尔多斯”排第36名，稳居中国纺织服装行业第一品牌的位置。公司服装销售渠道覆盖了国内大部分一二线城市和部分三线城市，并且拥有部分在一线城市核心商圈销售领先的高端门店。

### 公司硅铁单体产能规模在国内硅铁生产企业居首位

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。

总体看，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，销售渠道广；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. 人员素质

公司本部现有高层管理人员包括总经理、财务总监、董事会秘书共计3人，大多拥有高级技术职称。

公司董事长兼总经理王臻女士，英国剑桥大学电子工程学硕士；2006年进入鄂尔多斯投资控股集团工作，现任鄂尔多斯投资控股集团执行董事，公司董事长兼总经理。

截至2016年底，公司在职工21,622人，从岗位分布上看，生产人员占83.31%、销售人员占1.69%、技术人员占4.65%、财务人员占1.21%、其他人员占9.14%；从文化程度看，中专及以下占73.94%、大专占18.60%、大专以上占7.46%。

总体看，公司管理层综合素质较高，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。

## 3. 技术水平

2014~2016年，公司研发投入费用分别为1,202.84万元、1,739.22万元和7,593.64万元，占营业收入的比重分别为0.08%、0.11%和0.46%，其中2016年，公司子公司内蒙古鄂尔多斯电力冶金集团股份有限公司研发投入增加。截至2016年底，公司研发人员合计1,006人，占当期公司总人数的4.65%。

### 羊绒制品研发

目前，公司建有国家认定的企业技术中心、国家工程技术研究中心、产学研合作体系以及国家认可的实验室等国内一流水平的中试基地；研发人员从业年限最长为35年，平均从业年限为14年；作为公司的核心研发力量，主要围绕大服装产业，承担新产品新技术研发、服装设计、质量检测、科技项目申报等工作；2012年荣获鄂尔多斯市及自治区“产业创新创业人才团队”称号。

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。

2016年单年，公司完成ISO国际标注发布2项，申报行业标准1项，团体标准7项；获得授权外观专利18项，全年申报发明专利1项，实用新型专利2项，外观专利18项。截至2017年3月底，公司累计完成研发项目334项，完成科技成果182个，开发新技术、新材料产品248个品种；其中承担国家重点

新产品11项、国家火炬计划5项、国家863计划1项、国家科技支撑计划3项；其中13项成果获得纺织行业及省级以上科技进步奖。公司共申请国家专利273项，获得授权199项，其中具有自主知识产权的发明专利10项，实用新型专利11项。

#### 铁合金产品研发

在冶金方面，公司现拥有两个省级技术中心、一个国家级实验室的平台和资源，公司将充分利用现有资源，积极开展科研创新活动。目前已经确立了从余热发电技术、除尘改造、破碎工艺、浇注方式、原料配比、操作工艺等方面确立了多项研究课题，将按计划扎实推进，为生产指标提升奠定了坚实的基础。

在冶金方面，公司已成为国内铁合金行业的龙头企业，在生产能力、技术水平、设备水平、检测水平、科技创新能力等方面已经具备了一定的优势。目前，公司已建成自治区级企业技术中心、自治区级企业研发中心，并于2014年11月被认定为内蒙古矿热炉自动化工程技术研究中心，在2015年9月被认定为国家高新技术企业。公司研究方向主要包括：热炉自动化上配料、半自动化旋转加料、全自动化皮带加料、电炉控制自动化、硅铁机械化破碎、出铁浇铸机的研究；矿、硅铁粒化技术的引进、出铁开堵眼机的研究；开发纯净铁合金、复合合金、稀土硅铁合金等生产技术；固体废弃物综合利用技术；铁合金生产节能降耗技术；废气余热资源综合利用技术等方面。

总体看，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。

#### 4. 区位优势

公司所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。公司所处的鄂尔多斯高原，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60%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5个煤矿，已经取得的煤炭储量3.09亿吨（可采储量1.79亿吨）。此外，鄂尔多斯地区拥有大量的石灰石和原盐资源。

电力成本方面，公司自备电厂目前共有6台330MW，4台135MW，2台50MW的发电机组，年发电能力达到200亿千瓦时。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108.80亿千瓦时、140.00亿千瓦时和161.01亿千瓦时。公司电力自给率约为90.75%，自给率较高，相较于其他生产企业，公司电力成本优势明显。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. 外部支持

##### 政府补贴

为支持公司罕台羊绒工业园区项目，区政府同意从2013年开始，每年为公司补贴5,000万元，期限为三年。同时，公司在电价、羊绒收储贴息、品牌发展、硅钙合金矿热炉技术改进等方面均获得政府补贴。2014~2016年，公司分别获得财政补助资金2.63亿元、3.33亿元和2.31亿元，计入营业外收入，分别占当期利润总额24.62%、49.44%和25.35%，政府补贴对公司利润总额影响较大。

## 税收优惠

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。公司部分子公司符合小微企业认定，享受减免水利建设基金和地方教育费附加税收优惠。

根据《财政部、国家税务总局关于印发<资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录>的通知》（财税[2015]78号），公司子公司内蒙古鄂尔多斯电力冶金股份有限公司资源综合利用分公司享受增值税即征即退优惠政策。

整体看，政府在财政补贴、税收优惠等方面给予公司大力支持，为公司的经营业务提供了有效保障。

## 五、管理分析

### 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。公司与控股股东鄂尔多斯集团在业务、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，董事由股东大会选举或更换，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

公司本部下设财务管理处、证券业务处、企管与人力资源处、信息处、生产运营中心、审计处、质量管理处、技术中心、综合处、物质采购处、物业管理处、安全管理处共12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26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。

子公司管理方面，公司对控股子公司的管理主要通过向控股子公司选派董事、监事、高级管理人员、参加股东会等形式履行管理职能。公司对各控股子公司实行预算管理制度，每年年初根据上一年度经营指标的完成情况和本年度经营情况预测，制定本年度的经营计划指标，包括生产量、销售量、利润指标、成本费用指标、工资总额等各项指标。各控股子公司每半年可提出年度预算调整申请，公司审核确认后适当修改其相关预算指标。公司对控股子公司每年进行年终考核并对主要管理人员进行奖罚。

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。

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。

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；2013年4月，公司被内蒙古自治区人民政府授予“内蒙古自治区主席质量奖”。

对外担保方面，公司为控股子公司提供担保视为对外担保；公司对外提供担保，必须经过公司股东大会、董事会依照法律和《公司章程》规定的程序审议批准。未经有效批准，董事、经理及其他高级管理人员以及公司的分支机构不得擅自代表公司签订担保合同。公司对外担保，应要求被担保方向公司提供质押或抵押方式的反担保，或由其推荐并经公司认可的第三人向公司以保证方式提供反担保，且反担保的提供方应当具有使其承担能力。

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分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。

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。

## 六、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局面。2014~2016年，公司主营业务收入占营业收入比重分别均在95%以上，公司主业突出。2014~2016年，公司主营业务收入规模波动增长，年均复合增长3.09%；2015年为149.70亿元，同比下降2.50%，主要系纺织服装市场及能源冶金市场低迷，销售均价下降所致；2016年为163.19亿元，同比增长9.01%，主要系公司各业务下游行业景气度回升，销量增长所致。2016年，营业利润6.63亿元，较上年增长85.50%，主要系公司加强成本控制所致；净利润5.79亿元，较上年增长12.18%。

从主营业务收入结构看，近三年，公司羊绒板块收入规模波动增长，年均复合增长2.35%，2016年为24.72亿元，较上年增长7.95%，主要系下游需求回暖所致。受电冶板块收入增长影响，其在主

营业务收入中的比重维持在 15.00%左右, 2016 年为 15.15%; 电冶板块占主营业务收入比重保持在 80%左右, 2014~2016 年, 随着下游市场逐步回暖, 以及公司依托循环产业链和资源控制上的优势, 硅锰合金收入持续增长, 带动电冶板块收入规模逐年递增, 分别为 129.95 亿元、126.80 亿元和 138.47 亿元。

表 3 2014~2016 年公司主营业务收入构成及毛利率情况 (单位: 亿元、%)

项目 (分行业)	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
羊绒板块	23.60	15.37	43.53	22.90	15.30	41.29	24.72	15.15	40.09
电冶板块	129.95	84.63	26.73	126.80	84.70	23.78	138.47	84.85	27.72
合计	<b>153.54</b>	<b>100.00</b>	<b>29.31</b>	<b>149.70</b>	<b>100.00</b>	<b>26.45</b>	<b>163.19</b>	<b>100.00</b>	<b>29.59</b>

资料来源: 公司提供

注: 1、表 2 与表 3 合计数不一致, 主要系公司仅对外披露主要产品所致; 2、表 2 中 2014 年、2015 年数据系追溯调整后。

从毛利率来看, 2014~2016 年, 羊绒制品板块毛利率持续下降, 2016 年为 40.92%, 较上年下降 1.85 个百分点, 但仍处于较高水平, 主要系出口份额增加, 出口羊绒制品毛利率较低所致; 硅铁合金毛利率持续下降, 三年分别为 30.42%和 23.49%和 23.15%, 2014 年毛利率较高主要系当年电力成本较低所致, 2015~2016 年回归稳定水平; 硅锰合金方面, 受益于规模和循环产业链的成本控制优势, 硅锰合金毛利率逐年递增, 2016 年增至 20.70%; 电石板块毛利率呈波动上升态势, 三年分别为 29.17%、27.80%和 33.97%, 2016 年大幅提升, 主要系生产技术进步及技术改造, 产量提升, 成本下降所致; 煤炭板块毛利率波动增长, 2016 年为 43.49%, 较上年下降 9.79 个百分点, 主要系煤炭销售价格有所增长但产量下降, 产量下降分摊的固定成本高于上年所致。PVC 树脂为公司产业链最末端产品, 受益于公司成本控制优势以及销售价格大幅上涨, 近三年毛利率持续增长; 2016 年毛利率由上年的 18.13%快速增至 33.78%。综上影响, 公司近三年主营业务毛利率分别为 29.94%、26.51%和 28.99%。

表 4 2014~2016 年公司主营业务收入构成及毛利率情况 (单位: 亿元、%)

项目 (分产品)	2014 年			2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
羊绒制品	21.87	15.15	45.95	21.79	15.51	42.77	23.95	16.13	40.92
硅铁合金	64.51	44.68	30.42	59.10	42.06	23.49	60.84	40.98	23.15
硅锰合金	15.74	10.90	16.46	20.23	14.40	17.74	22.09	14.88	20.70
煤炭	8.49	5.88	42.36	5.47	3.89	53.28	5.11	3.44	43.49
电石	16.48	11.41	29.17	14.45	10.28	27.80	16.28	10.96	33.97
PVC 树脂	17.30	11.98	14.81	19.49	13.87	18.13	20.21	13.61	33.78
合计	<b>144.38</b>	<b>100.00</b>	<b>29.94</b>	<b>140.53</b>	<b>100.00</b>	<b>26.51</b>	<b>148.48</b>	<b>100.00</b>	<b>28.99</b>

资料来源: 公司年报

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

总体看, 近三年, 公司收入规模呈波动增长态势, 尤其 2016 年受行业景气度有所回升影响, 公司营业收入有所增长, 主营业务突出; 公司充分发挥规模优势, 主营业务盈利能力整体保持在较好水平。

## 2. 羊绒板块

### (1) 生产

为进一步提升公司服装产业的研发和生产能力，提高竞争力，公司从2010年起在鄂尔多斯市东胜区罕台镇兴建现代化羊绒工艺园区。2014年，公司正式入驻罕台园区，实现园区集中化运营和管理，专注于生产、技术、质量以及成本控制。

面对人力成本不断上升的不利环境，公司继续调整内外销比例和服装产品结构，开发适合市场需求的产产品。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。羊绒制品作为终端产品，附加值较高，是公司的主要产品。

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。

从生产情况上看，公司羊绒制品产量根据客户订单和零售市场预测制定。

产能方面，2014~2016年，羊绒衫年产能均为310.00万件/年；围巾、披肩产能由2014年的110万件/年增至2016年的130万件/年，主要系公司2015年新增精纺类设备，充实精纺类生产线所致。

产量方面，羊绒衫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，公司羊绒衫产量持续增长，2016年增至270.86万件。公司围巾、披肩产量波动增长，主要受益于全球经济逐步复苏、公司外销订单数量增加，公司品牌重塑、渠道升级战略使得内销订单增加；2016年围巾、披肩产量增至78.08万件，较上年增长70.70%。

产能利用率方面，随着产量的增长，近三年，公司羊绒衫和围巾、披肩产能利用率均有不同程度上升，2016年羊绒衫和围巾、披肩的产能利用率分别为87.37%和60.06%。但由于市场需求仍然不高，订单不饱和，产能利用率整体仍不高。

表5 2014~2017年3月公司羊绒制品生产情况（单位：万件/年、%）

项目		2014年	2015年	2016年	2017年1~3月
羊绒衫	产能	310	310	310	77.50
	产量	218.64	231.65	270.86	16.52
	产能利用率	70.53	74.73	87.37	21.32
围巾、披肩	产能	110	130	130	32.50
	产量	48.67	45.74	78.08	9.14
	产能利用率	44.25	35.18	60.06	28.12

资料来源：公司提供

注：一季度产能利用率很低系羊绒行业的季节性原因所致

2017年1~3月，公司羊绒制品产能无变化，羊绒衫、围巾及披肩产量分别为16.52万件和9.14万件，整体产能利用率较低，主要系羊绒类产品季节性较强，生产、销售主要集中在二、三季度所致。

总体看，公司生产设备先进，生产体系较为完善；2015年围巾、披肩产能扩张到130万件/年。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呈增长趋势，但受市场需求仍旧低迷影响，近三年，公司羊绒制品整体产能利用率不高。

## (2) 原材料采购

公司羊绒产品所需原材料为无毛绒。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，在采购谈判中处于主动地位，具有较强的议价能力。目前公司在全国各大产绒区设立了10个采购点（最多时达到15个），与多家原料供应单位建立了协作关系，采购量保持在全国60%左右。

采购流程方面，公司每年初根据市场行情制定年度采购计划，根据采购内容从年度合格供应商名单中初选列出供应商；总经理根据建议采购价进行询价、比价、议价后签订采购合同，合同标明收购无毛绒的数量、价格等；供应商提供无毛绒软包样品，公司质量管理处对无毛绒进行检验，指标包括长度、细度、含粗率等；检验合格后入库。

公司与供货商的结算方式主要为先货后款，账期一般为三个月，以现金方式结算；原材料中有少量蒙古绒采用预付结算方式，占比较少。

采购量方面，2014~2016年，受羊绒制品产量增加以及无毛绒采购价格大幅下降的双重影响，公司无毛绒采购量呈逐年增长趋势，年均复合增长58.30%，2016年羊绒采购量增至1,270.95吨。采购均价方面，受国内市场需求疲软等因素影响，无绒毛采购价格随行就市、采购均价逐年下降，年均复合下降16.69%，2016年降至45.23万元/吨。受采购量快速增长，公司无绒毛采购额逐年增长，2016年增至57,485.03万元。

表 6 2014~2017 年 3 月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		2014 年	2015 年	2016 年	2017 年一季度
无毛绒	采购量	507.20	1,028.72	1,270.95	262.45
	采购均价	65.17	49.57	45.23	45.18
	采购额	33,052.38	50,991.74	57,485.03	11,857.14

资料来源：公司提供

从采购集中度上看，2016年前五大供应商分别为鄂托克旗伊吉汗羊绒制品有限公司、浙江邦诚服装有限公司、准格尔旗海兴梳绒厂、内蒙古金三环羊绒有限公司、赤峰大军商贸有限公司，其采购金额合计5.86亿元，占总采购金额7.06%，采购集中度很低。

表 7 2016 年公司羊绒板块前五大供应商概况（单位：万元、%）

供应商名称	购买商品	购买金额	占总采购金额比重
鄂托克旗伊吉汗羊绒制品有限责任公司	无毛绒	34,268.04	4.13
浙江邦诚服装有限公司	服装	10,263.57	1.24
准格尔旗海兴梳绒厂	无毛绒	6,005.67	0.72
内蒙古金三环羊绒有限公司	无毛绒	5,231.33	0.63
赤峰大军商贸有限公司	无毛绒	2,802.92	0.34
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>58,571.53</b>	<b>7.06</b>

资料来源：公司提供

注：总采购金额为鄂尔多斯合并口径整体的采购金额，非单指某一板块，下同。

总体看，公司作为全国最大的羊绒原料购买商，具有一定的议价能力，采购集中度很低；近年来，公司无毛绒采购量持续增长，采购均价持续下降，有利于公司节约生产成本。

## (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。目前公司产品的营销网点已达1,121个，辐射全国68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、山西等地区布局了自营销售网络。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。

2014~2016年，公司羊绒制品销量呈现先降后升趋势。2015年总销量为291.75万件，同比下降10.38%，主要系在市场需求疲软的形势下，公司调整产品结构，主要销售利润水平高的自产产品所致。2016年总销量为325.19万件，较上年增长11.46%，主要系公司外销订单数量增加所致。

从内外销比例看，公司是同行业出口创汇最多的企业，近三年，公司羊绒制品销量出口占比逐年递增，分别为45.75%、46.40%和55.41%。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。近三年，羊绒制品内销数量持续下降，2016年降至145.00万件，同比下降7.27%，主要系中国消费结构转型换挡，消费相对低迷；同时品牌自身也处于转型升级期，主动调节发展速度所致。

从产销率上看，2014~2016年，公司羊绒制品产销率分别为84.48%、97.03%和93.19%，呈波动上升态势。

2017年1~3月，公司羊绒制品总销量为40.34万件，其中内销量为29.83万件，出口量为10.51万件，出口占比为15.72%。

表8 2014~2017年3月公司主要羊绒制品销售分布情况（单位：万件、%）

项目		2014年	2015年	2016年	2017年一季度
羊绒衫	总销量	264.43	239.73	246.01	30.85
	内销量	159.11	140.56	120.00	25.50
	出口量	105.32	99.17	126.01	5.35
	出口占比	39.83	41.37	51.22	17.34
围巾、披肩	总销量	61.10	52.02	79.18	9.49
	内销量	17.50	15.81	25.00	4.33
	出口量	43.60	36.21	54.18	5.16
	出口占比	71.36	69.61	68.43	54.37
合计	总销量	325.53	291.75	325.19	40.34
	内销量	176.61	156.37	145.00	29.83
	出口量	148.92	135.38	180.19	10.51
	出口占比	45.75	46.40	55.41	26.05

资料来源：公司提供

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，公司羊绒制品产销规模波动增长，出口占比持续扩大，但由于出口产品毛利率较低，公司羊绒制品毛利率也有所下降，但仍保持在较高水平。

### 3. 电冶板块

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。目前，公司是国内主要的铁合金生产企业、世界主要的单体生产厂，产品主要包括硅铁、硅锰等产品。

公司电冶板块主要由下属的电冶公司负责运营（公司持股比例为60%，具体股本结构见下表）。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 9 截至 2017 年 3 月底电冶公司股东及持股情况（单位：%）

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
日本三井物产株式会社	25.00
内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司	13.20
盛祥集团有限公司	1.80
<b>合计</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

### （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（占比 60%左右）、硅石（占比 2.3%左右）、兰炭（占比 10%左右）、球团（占比 4~5%左右）和人工及折旧（占比 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，相较其他生产企业，公司电力成本优势明显。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，2014~2016 年，受产量增长影响，公司兰炭采购量呈逐年递增态势，2016 年为 268.66 万吨；硅石采购量持续上升，2016 年为 284.91 万吨；球团矿采购量持续下降，2016 年为 22.91 万吨，主要系球团矿价格较高，公司为节约成本，改进球团矿、钢屑、氧化皮和其他铁制品的最佳成本搭配方案，球团矿被其他铁制品取代比例越来越大所致。

从采购均价上看，公司原材料采购价格随行就市，近三年，兰炭采购均价持续下降，2016 年兰炭采购均价较上年下降 5.60%至 408.47 元/吨，主要系对于内蒙古地区，煤炭行业于 2016 年 10 月开始回升，因此全年平均价格仍有所下降所致；未来随着兰炭价格的企稳回升，预计会对公司成本产生一定影响。硅石采购均价波动下降，2015 年硅石采购价格下降，主要系硅石采购区域的供货比例发生变化，本地硅石代替宁夏硅石，运距缩短所致，2016 年硅石价格上涨主要系市场价格上涨所致；球团矿采购均价持续下降，主要系原料铁精粉价格下降所致。

表 10 2014~2016 年硅铁原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	
兰炭	采购量	186.28	199.96	268.66
	采购均价	512.64	432.69	408.47
硅石	采购量	171.12	173.90	284.91
	采购均价	65.43	59.40	62.79
球团矿	采购量	30.36	23.27	22.91
	采购均价	901.61	727.14	687.21

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 60%左右）、电力（占比

30%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。近年来,进口锰矿价格的不断下降,有效降低硅锰产品生产成本。

采购结算方式上,一般以银行承兑汇票为主,账期在 2~3 个月。

从集中度上看,2016 年公司铁合金板块前五大供应商分别为鄂尔多斯双欣电力有限责任公司(以下简称“双欣电力”)、石嘴山市巍宇兴工贸有限公司、乌海市顺天诚商贸有限公司、陕西煤业化工集团神木能源发展有限公司(来喜分公司)、内蒙古巴运汽车运输有限责任公司陕坝运输二公司,采购金额合计 6.35 亿元,占总采购金额的 7.65%,集中度不高。公司用电主要来自于公司自备电厂,2016 年采购占比为 3.61%,客户依赖性较弱。

表 11 2016 年硅铁、硅锰前五大供应商概况(单位:万元、%)

供应商名称	购买材料	购买金额	占总采购金额比重
鄂尔多斯双欣电力有限责任公司	电	29,921.37	3.61
石嘴山市巍宇兴工贸有限公司	铁制品	13,788.69	1.66
乌海市顺天诚商贸有限公司	球团矿	7,578.33	0.91
陕西煤业化工集团神木能源发展有限公司(来喜分公司)	兰炭	6,145.18	0.74
内蒙古巴运汽车运输有限责任公司陕坝运输二公司	运输服务	6,068.07	0.73
合计	--	63,501.63	7.65

资料来源:公司提供

总体看,公司原材料电力成本优势明显,但对关联方双欣电力有一定的依赖性;除球团矿外,其他原材料采购量整体呈上升态势;主要原材料采购均价呈下降态势;采购集中度不高。

### 生产

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 62 台电炉的状况安排生产。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。

面对铁合金市场较弱的走势,公司控股的电冶公司一方面按照保市场、保现金流的原则,开拓市场渠道,使市场占有率逐步提高。同时,公司积极推动硅铁合金业务的销售整合,实现效益增长;另一方面,按照降本增效要求,优化对标管理,推进技术改造,铁合金产量较上年有所增长,提高了企业效益和竞争能力。

产能及产量方面,2014 年公司硅铁合金产能为 109.30 万吨/年,随着年公司新投入硅铁合金产线运行,2016 年公司逐步扩大硅铁产能至 180.00 万吨/年;近三年,随着公司硅铁合金产能逐渐释放,产量呈稳步增长态势,年均复合增长 17.23%,2016 年公司生产硅铁 142.92 万吨;随着产能的快速扩张,硅铁产能利用率呈波动下降趋势,三年分别为 95.15%、97.99%和 79.40%。2014~2016 年,硅锰产能由 2014 年的 30.00 万吨/年提升至 40.00 万吨/年;受矿热炉技术改造提升效率及产能释放影响,硅锰产量呈快速增长态势,2016 年为 42.76 万吨;硅锰产能利用率分别为 66.67%、122.47%和 106.90%,产能利用率波动较大。

表 12 2014~2017 年 3 月公司冶金业务产量概况(单位:万吨/年、%)

产品	项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年一季度
硅铁合金	产能	109.30	135.00	180.00	45.00
	产量	104.00	132.28	142.92	38.97
	产能利用率	95.15	97.99	79.40	86.61

硅锰合金	产能	30.00	30.00	40.00	10.00
	产量	20.00	36.74	42.76	13.40
	产能利用率	66.67	122.47	106.90	133.97

资料来源：公司提供

2017年1~3月，硅铁、硅锰合金产量分别为38.97万吨和13.40万吨，产能利用率分别为86.61%和133.97%。

总体看，随着新建生产线的投产，公司硅锰和硅铁产能均有所提升；公司通过优化管理和技术改造，硅铁和硅锰产量均有所提升；硅锰合金产能利用率维持在较高水平，硅铁合金产能利用率受产能大幅增长有所下降，但未来随着产能逐步释放，预计产能利用率将有所提升。

### 销售情况

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，销售渠道较为稳定。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，得益于公司循环经济产业链、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。

公司产品销售遍及中国30多个省市自治区，同时销往中东、欧美、日韩、东南亚、非洲等20多个国家和地区。

销量方面，受公司加大销售力度以及2016年下游钢铁行业回暖影响，公司硅铁合金和硅锰合金销量均呈逐年递增趋势，2016年分别增至139.69万吨和44.13万吨。

从销售价格来看，公司硅铁合金和硅锰合金销售均价逐年下降，2016年分别降至4,355.49元/吨和5,005.83元/吨，一方面原因为2015年以来下游钢铁行业产能过剩、持续低迷，拖累硅铁合金和硅锰合金价格下降，2016年下半年以后，虽然主要产品销售价格有所回升，但回升幅度较小，另一方面公司为扩大销量，适度降价所致。受市场景气度回升影响，2017年一季度，公司硅锰合金销售均价较年初大幅增长37.26%。

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，均维持在90%以上。

表13 2014~2017年3月硅铁及硅锰销量及销售均价情况（单位：万吨、%、元/吨）

产品	项目	2014年	2015年	2016年	2017年一季度
硅铁合金	销量	111.23	127.95	139.69	34.36
	产销率	106.95	96.73	97.74	88.16
	价格	5,799.78	4,618.74	4,355.49	4,678.19
硅锰合金	销量	24.71	34.18	44.13	8.93
	产销率	123.55	93.03	103.21	66.64
	价格	6,368.84	5,919.47	5,005.83	6,870.87

资料来源：公司提供

从集中度上看，近三年，公司与主要客户山西太钢不锈钢股份有限公司、美国工商五金、河北钢铁股份有限公司保持良好的合作关系，其他客户稍有变动；2016年公司硅铁及硅锰前五大客户分别为内蒙古包钢钢联股份有限公司物资供应分公司、陕钢集团韩城钢铁有限责任公司、鞍钢股份有限公司、天津建龙钢铁实业有限公司、江苏比优特国际贸易有限公司，销售金额合计8.43亿元，占销售总额的比重为5.08%，客户集中度较低。

表 14 2016 年公司硅铁及硅锰前五大客户概况 (单位: 万元、%)

客户名称	销售产品	销售金额	占销售总额比重
内蒙古包钢钢联股份有限公司物资供应分公司	硅铁、硅锰	23,741.07	1.43
陕钢集团韩城钢铁有限责任公司	硅铁、硅锰	16,701.67	1.01
鞍钢股份有限公司	硅铁、硅锰	16,694.75	1.01
天津建龙钢铁实业有限公司	硅铁、硅锰	14,839.54	0.89
江苏比优特国际贸易有限公司	硅铁、硅锰	12,372.06	0.75
<b>合计</b>	--	<b>84,349.09</b>	<b>5.08</b>

资料来源: 公司提供

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, 面对铁合金市场的较弱走势, 电冶公司推动销售渠道与价格整合, 硅铁及硅锰销售价格整体呈下降态势, 但销量有所增长, 综合作用下实现了较好的效益增长。公司与主要客户保持良好合作关系, 集中度较低。

## (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。

受产能过剩、下游 PVC 等行业市场环境低迷影响, 国内部分电石生产企业通过停产、限产以降低损失。面对上述困境, 公司依托循环经济产业链和资源控制上的优势降本增效, 加强产、供、销各个环节的管理。同时公司还通过产业链的延伸, 新增下游产品 PVC 树脂的生产, 以提升综合竞争力。

## 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 (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。

从采购量上看, 2014~2016 年, 兰炭采购量持续下降, 主要系公司进行技术改造, 生产单耗有所下降, 且替代产品焦粒使用量增加所致; 同期, 受电石产量波动增加影响, 公司电极糊和石灰石采购量均波动增长。从采购均价上看, 2014~2016 年, 受煤炭行业产能过剩、市场低迷影响, 兰炭、电极糊和石灰石采购均价持续下降。电石业务原材料采购均价下降有利于公司节约生产成本。

从采购集中度上看, 公司电石业务原材料供应商较为稳定, 2016 年公司电石业务前五大供应商采购金额合计 4.48 亿元, 占总采购金额的 5.39%, 公司用电主要来自于公司自备电厂, 客户依赖性较弱。

从采购结算方式上看, 一般以银行承兑汇票为主, 账期在 2~3 个月。

总体看, 除石灰石外, 公司电石主要原材料采购量呈波动增长态势, 采购均价呈下降态势, 客户集中度较低。

## 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 树脂产销量均呈上升态势。公司电石和 PVC 树脂销售价格随行业波动。电石销售价格和 PVC 销售价格均呈先降后升趋势。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，维持在 50%~60%之间。PVC 树脂产销率较高，近三年均在 90%以上。

表 15 2014~2016 年公司电石和 PVC 业务产量、销量及销售均价情况

产品	项目	2014 年	2015 年	2016 年
电石	产量(万吨)	117.55	126.84	134.58
	销量(万吨)	67.54	68.45	75.52
	产销率(%)	57.46	53.97	56.11
	销售均价(元/吨)	2,439.41	2,110.75	2,156.32
PVC 树脂	产量(万吨)	36.65	42.91	45.05
	销量(万吨)	34.63	44.95	42.47
	产销率(%)	94.49	104.75	94.28
	销售均价(元/吨)	4,995.01	4,335.68	4,759.51

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，公司电石和 PVC 产销量均呈增长趋势；受益于公司充分发挥规模与产业链延伸等优势，2014 年公司新增 PVC 树脂产品，减小电石价格下行造成的效益损失，保证了电石业务盈利空间。

### (3) 煤炭业务

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<sup>2</sup>达到 550 万吨。

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 2016 年底，公司拥有拥有煤炭储量 3.09 亿吨，可采储量 1.79 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。

2014~2016 年，公司煤炭产能无变化，均为 550.00 万吨。受 2016 年三季度以前市场价格持续低迷，公司策略性减产影响，煤炭产量持续下降，2016 年降至 324.56 万吨。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，2016 年降至 120.92 万吨。2014~2016 年，公司煤炭销售均价呈先降后升趋势，符合煤炭行业价格波动趋势。

表 16 2014~2016 年公司煤炭业务产能、产量及销量情况(单位：万吨、元/吨)

项目	2014 年	2015 年	2016 年
产能	550.00	550.00	550.00
产量	503.78	500.05	324.56

<sup>2</sup>公司煤矿核定产能为批准产能，实际产能为可实际达到的产能。

销量	212.57	154.36	120.92
销售均价	399.31	354.66	422.29

资料来源：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逐年下降，在 96~104 元左右，处于国内较好水平。

总体看，公司所产煤炭用于自备电厂，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 2017 年 3 月底，公司主要在建项目总投资合计 13.79 亿元，目前已投入 4.17 亿元，未来还需投入 9.62 亿元，投资资金主要来源于自筹。

表 17 截至 2017 年 3 月底公司主要在建项目概况（单位：万元、%）

项目名称	总投资	截至 2017 年 3 月底 累计投入	未来还需投入	项目进度
多晶硅 8,000 吨/年改扩项目	41,729	11,324	30,405	27.14
场平工程	15,000	12,000	3,000	75
华龙盐业 600kt/a 真空制盐项目	68,014.65	7,108.45	60,906.20	10.45
乌兰浩特厂区一期工程	13,140	11,239	1,900.89	86.22
<b>合计</b>	<b>137,883.65</b>	<b>41,671.45</b>	<b>96,212.09</b>	--

资料来源：公司提供

多晶硅 8,000 吨/年改扩项目系公司对目前的多晶硅生产进行升级改造扩产的方案，计划在原有 3,000 吨/年多晶硅生产线的基础上，将产能扩产至 8,000 吨/年，并大幅降低单位能耗和生产成本。

场平工程为电力三公司及铝项目建设前期的三通一平工程之一，项目正在进行中，资金全部为自有资金投资。目前场平工程一期项目已经完成。

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

乌兰浩特鄂尔多斯羊绒制品加工援建项目占地面积 220 亩，建成后形成年生产无毛绒 400 吨，生产羊绒纱 120 吨、羊绒衫 40 万件。

总体看，公司在建项目未来投资规模适中，有一定的对外融资需求；项目建成后，公司生产规模将进一步扩大。

#### 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。

从关联交易规模上看，2016 年，公司从关联方双欣电力、内蒙古中蒙煤炭有限公司等采购、接受劳务的金额合计 6.60 亿元，占营业成本中的比重为 5.70%；向关联方内蒙古鄂尔多斯化学工业有限责任公司、内蒙古鄂尔多斯联合化工有限公司等销售、提供劳务的金额合计 3.18 亿元，占营业收入的比重为 1.91%。

表18 2014~2016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
2014年	79,767.62	7.29	50,890.01	3.27
2015年	74,659.23	6.70	40,193.03	2.64
2016年	66,040.27	5.70	31,763.12	1.91

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2016年底，公司作为被担保方，涉及金额共计64.24亿元，金额较大。关联方资金拆入对象主要为股东鄂尔多斯集团、北京鄂尔多斯创展服装有限公司、鄂尔多斯财务有限公司等，涉及金额24.77亿元。

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，2014~2016年，公司应收账款周转率分别为11.25次、8.27次和8.10次，主要受2015年应收账款大幅增长影响；公司存货周转率分别为2.49次、2.77次和3.05次，主要系存货规模持续下降所致；公司总资产周转率分别为0.37次、0.34次和0.37次。整体看，公司经营效率有所提升。

整体看，公司经营效率尚可。

## 7. 经营关注

### 公司产品所处行业市场下行，产品价格波动下降，公司盈利能力存在一定风险

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

### 羊绒加工业市场竞争激烈，面临一定市场压力

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

### 公司涉及铁合金、电石等多个行业，存在一定安全生产及环保风险

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

## 8. 未来发展

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

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

### 多品牌建设计划

在品牌重塑的基础上，公司将进一步加强品牌建设，根据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。

### 渠道升级和拓展计划

公司将以近年市场表现优秀的部分渠道和门店作为样板进行复制和改造，大力提升渠道效率，拓展多品类门店和新兴销售渠道，将更丰富的产品推向市场。

### 精益化生产计划

公司将加强信息化建设，提升生产环节内部以及生产和销售环节的信息反馈和沟通能力，公司还将对从原料到成衣的整个生产流程进行梳理，对相对薄弱环节进行补强。

### 拓展国际市场计划

公司计划未来两三年在日本和美国市场继续新设品牌销售终端，为实现公司国际市场战略目标打下基础。

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

### 降本增效计划

公司将继续推进精益化生产、内部环节协作、外部纵向和横向联合，进一步降低生产和运营成本；公司将总结有效的设备维护和运行经验，统筹搭建全工业园区的设备管理系统，进一步提升设备精益管理水平，提升公司运营效率；公司将通过加强各方面管理，进一步控制管理费用和财务费用。

### 完善产业链计划

公司产业链还有部分短板和弱项，公司将针对性的进行补足，进一步发挥产业链的优势。

### 电冶板块研发体系建设计划

通过引进高素质技术团队，搭建一体化科研体系，依托生产运行和市场实际需求，做前瞻性布局，积极推进技术研究工作，新产品研发和生产技术服务并驾齐驱、同步发力，提升公司电冶业务技术含量和经济效益。

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

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司 2014~2016 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。

从合并范围上看，2014 年新增子公司 4 家，2015 年新增子公司 2 家，2016 年，公司通过同一控制下企业合并新纳入合并范围的企业 2 家，主要包括内蒙古鄂尔多斯能源有限责任公司和内蒙古羊绒技术研究院有限公司，因处置不再纳入合并报表的企业 5 家。由于公司对 2016 年同一控制下企业合并后的 2014~2016 年财务数据进行了追溯调整，公司财务数据可比性强。

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

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

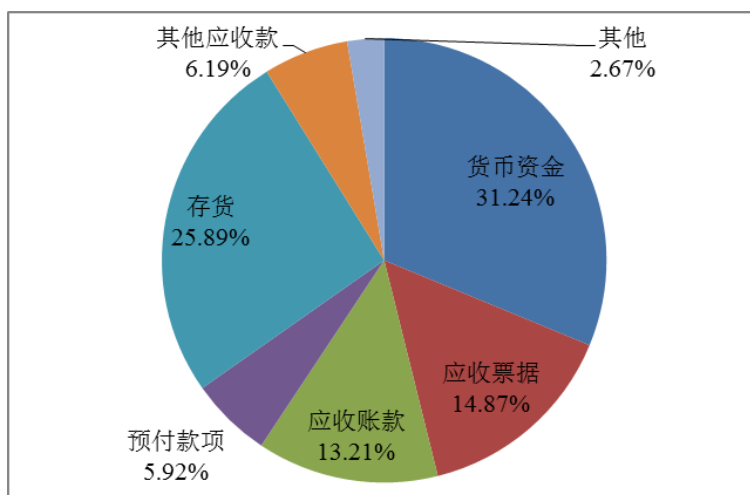
## 2. 资产质量

近三年，公司资产规模略有增长，年均复合增长 1.24%；截至 2016 年底，公司合并资产总额为 452.64 亿元，较年初增长 1.26%；其中流动资产和非流动资产占比分别为 29.79%和 70.21%，以非流动资产为主。

### 流动资产

2014~2016 年，公司流动资产呈逐年增长趋势，年均复合增长 8.32%；截至 2016 年底，公司流动资产合计 134.86 亿元，较年初增长 17.25%，主要系货币资金和预付款项大幅增长所致。流动资产构成以货币资金（占 31.24%）、应收票据（占 14.87%）、应收账款（占 13.21%）、预付款项（占 5.92%）、其他应收账款（占 6.19%）和存货（占 25.89%）为主。

图6 截至2016年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

2014~2016 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 52.41%；截至 2016 年底，公司货币资金为 42.13 亿元，较年初增长 107.92%，主要系本期取得销售货款增加所致。截至 2016 年底，公司货币资金主要由银行存款（占 70.66%）和其他货币资金（占 29.34%）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，对公司资金形成一定的占用。

2014~2016 年，公司应收票据持续增长，年均复合增长 19.89%；截至 2016 年底，公司应收票据为 20.06 亿元，较年初增长 11.16%，系公司销售回款以票据方式结算增加所致；公司应收票据由银行承兑汇票（占 63.52%）和商业承兑汇票（占 36.48%）构成，其中已质押的银行承兑票据 6.97 亿元。

2014~2016 年，公司应收账款先增后降，年均复合增长 9.04%。其中截至 2015 年底，公司应收账款账面价值 21.57 亿元，较年初增长 43.96%，主要系市场不景气，公司为扩大销量增加赊销所致；截至 2016 年底，公司应收账款账面价值 17.82 亿元，较年初减少 17.41%，主要系公司收回上年延长期限的应收账款所致。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 1.37 亿元，计提比例 7.41%，计提比例较高，主要系对银川浩天世纪商贸有限公司等 3 家公司计提坏账准备所致，该 3 家公司的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 70.35%，1~2 年占 24.19%，3 年以上占 5.36%，公司对 1~2 年应收账款计提坏账比例为 50%，对 3 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 16.00%，均非关联方，集中程度尚可。

表19 截至2016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	99,261,343.09	5.17
鞍钢股份有限公司	75,403,007.96	3.93
陕钢集团韩城钢铁有限责任公司	52,402,567.81	2.73
方大特钢科技股份有限公司	42,515,370.59	2.22
河钢股份有限公司	37,483,837.67	1.95
<b>合计</b>	<b>307,066,127.12</b>	<b>16.00</b>

资料来源：公司审计报告

2014~2016 年，公司预付款项快速增长，三年复合增长 46.91%；截至 2016 年底，预付款项账面价值为 7.99 亿元，较年初大幅增长 411.28%，主要系公司在煤炭、电力价格看涨的情况下通过预付采购的形势锁定采购成本所致。

2014~2016 年，公司其他应收款持续下降，三年复合下降 34.81%。截至 2016 年底，其他应收款账面价值为 8.35 亿元，较年初减少 46.76%，主要系本期保证金及往来借款减少所致。公司计提坏账准备 0.92 亿元，占其他应收款账面余额的 9.89%，计提比例较为充足。账龄方面，1 年以内占 94.40%，1~2 年占 2.89%，其余为 2 年以上。

2014~2016 年，公司存货波动下降，三年复合下降 5.26%；截至 2015 年底，公司存货账面价值 34.21 亿元，较年初减少 12.07%，主要系下游行业景气度下行，公司减少备货所致。截至 2016 年底，公司存货账面价值为 34.91 亿元，较年初增长 2.07%。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 2016 年底，公司存货主要是原料及库存商品，其中原材料占 39.84%、库存商品占 53.16%。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 3.44 亿元，占存货账面余额的 8.97%，计提比例较合理。公司存货以原材料和库存商品为主，原材料和库存商品近年价格均呈下降趋势，若未来进一步下降，公司存货面临进一步跌价可能。

### 非流动资产

2014~2016 年，公司非流动资产波动下降，三年复合下降 1.37%；截至 2016 年底，公司非流动资产合计 317.78 亿元，较年初减少 4.27%，非流动资产主要由长期股权投资（占 18.61%）和固定资产（占 72.36%）构成。

2014~2016 年，公司长期股权投资略有增长，三年复合增长 3.33%。截至 2016 年底，公司长期股权投资为 59.15 亿元，较年初增长 0.10%，主要系对联营企业双欣电力（期末余额 3.94 亿元）、内蒙古鄂尔多斯永煤矿业投资有限公司（期末余额 33.42 亿元）以及鄂尔多斯财务有限公司（期末余额 9.76 亿元）的投资，盈利能力逐年降低；公司投资行业主要涉及铁合金冶炼、物流、煤矿等。2016 年，公司权益法核算的长期股权投资收益为 0.11 亿元。

2014~2016年，公司固定资产账面价值波动增长，三年复合增长4.73%；截至2016年底，公司固定资产账面价值为229.94亿元，较年初减少0.88%，公司固定资产以房屋及建筑物（占账面余额39.96%）和机器设备（占账面余额56.99%）为主，固定资产成新率为67.78%，成新率尚可；计提减值准备1.55亿元。

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

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

总体看，公司资产规模较为稳定，构成以非流动资产为主；货币资金快速增长，应收账款和存货占比较大，对公司造成一定的资金占用；非流动资产以固定资产为主，成新率尚可。公司整体资产质量尚可。

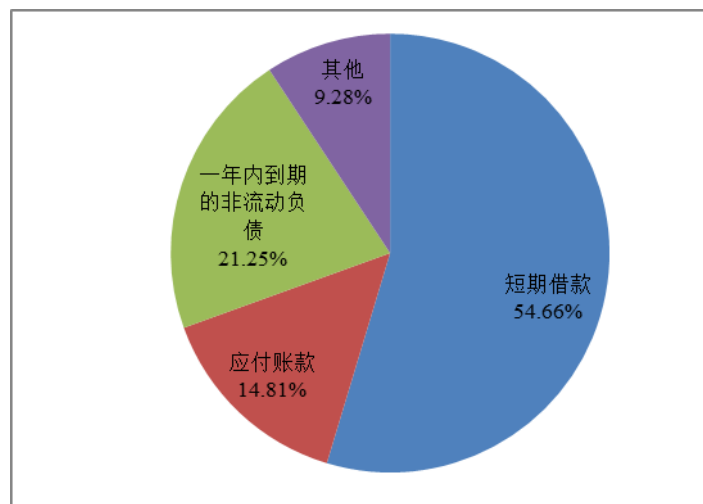
### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

2014~2016年，公司负债规模较为稳定，三年复合增长1.26%；截至2016年底，公司负债总额为312.48亿元，较年初增长0.55%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占89.09%，非流动负债占比10.91%，公司负债以流动负债为主。

2014~2016年，公司流动负债持续增长，三年复合增长13.80%；截至2016年底，公司流动负债为278.40亿元，较年初增长17.49%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致，以短期借款（占54.66%）、应付账款（占14.81%）和一年内到期的非流动负债（占21.25%）为主，见下图。

图7 截至2016年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2014~2016年，公司为补充生产经营流动资金，短期借款明显增加，三年复合增加21.34%。截至2016年底，公司短期借款为152.18亿元，较年初增长20.23%，主要系公司为完善产业链扩大融资规模所致。公司短期借款主要为质押借款（占4.97%）、抵押借款（占16.46%）、保证借款（占51.40%）和已贴现票据（占27.18%）。

2014~2016年，公司应付账款持续下降，三年复合下降3.13%，主要为应付原料款和工程设备款；截至2016年底，应付账款为41.24亿元，较年初减少0.80%。账龄方面，1年以内占72.45%，1~2

年占 20.06%，2~3 年占 4.65%，3 年以上占 2.83%。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 5.67%），主要为应付东方电气集团东方锅炉股份有限公司、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中国化学工程第三建设有限公司鄂尔多斯工程项目经理部的款项，未偿还原因主要系工程尚未结算。

2014~2016 年，公司一年内到期的其他非流动负债波动增长，三年复合增长 37.03%。截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债合计 59.16 亿元，较年初增长 105.13%，主要系“12 鄂资债”将于 2017 年到期所致。

2014~2016 年，公司非流动负债持续下降，三年复合下降 38.39%；截至 2016 年底，公司非流动负债 34.08 亿元，较年初下降 53.82%，主要系应付债券减少所致。公司非流动负债主要为长期借款（占 93.61%）。

2014~2016 年，公司长期借款持续下降，三年复合下降 18.76%。截至 2015 年底，公司长期借款 32.03 亿元，较上年减少 33.74%，主要系偿还信用借款和保证借款所致；截至 2016 年底，长期借款 31.90 亿元，较年初减少 0.40%。公司长期借款主要为保证借款（占 78.57%）和抵押借款（占 20.55%）。从到期时间分布来看，1~2 年占 58.33%，2~3 年的占 32.26%，3 年以上的占 9.41%，存在一定的集中偿付压力。

全部债务方面，2014~2016 年，公司全部债务持续增长，三年复合增长 5.82%，截至 2016 年底，公司全部债务 250.53 亿元，其中短期债务和长期债务的占比分别为 87.27% 和 12.73%，公司债务结构有待优化。债务比率方面，2014~2016 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率、长期债务资本化比率变动幅度较小。其中，资产负债率分别为 69.00%、69.52% 和 69.03%；全部债务资本化比率持续上升，三年分别为 62.04%、63.82% 和 64.12%，主要系全部债务持续小幅增长所致；随着长期债务持续下降，长期债务资本化比率呈持续下降趋势，三年分别为 39.36%、34.78% 和 18.54%。公司债务负担较重，债务结构有待改善。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 320.40 亿元，较年初增长 2.54%，其中，流动负债占比为 91.40%，占比较年初提高 2.31 个百分点。全部债务 251.81 亿元，较年初增长 0.51%，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 69.26%、63.90% 和 15.15%，较年初变动不大。

总体看，公司负债规模持续增长，有息债务规模较大，负债水平较高，短期刚性债务支付压力大，公司长期借款到期时间较为集中，届时公司面临较大偿还压力，公司整体债务结构有待改善。

#### 所有者权益

2014~2016 年，公司所有者权益波动增长，三年复合增长 1.19%。截至 2016 年底，公司所有者权益合计 140.17 亿元，较年初增长 2.88%，主要系未分配利润的增长所致，其中归属于母公司的所有者权益合计占比为 51.88%，由于公司合并范围内内蒙古鄂尔多斯电力冶金股份有限公司占比较高，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 14.19%，资本公积占 17.97%，盈余公积占 6.77%，未分配利润占 60.45%。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较弱。

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

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

#### 4. 盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入先降后升，三年复合增长 3.23%。2016 年，公司实现营业收入 165.91

亿元，较上年增长 8.87%，主要系产品下游需求有所回暖所致。受营业收入波动趋势及投资收益持续下降双重影响，近三年，公司净利润先降后升，分别为 8.91 亿元、5.16 亿元和 5.79 亿元。

期间费用方面，2014~2016 年，公司期间费用随着销售费用、财务费用和管理费用的波动呈波动增长趋势，三年复合增长 2.46%，2016 年，公司期间费用合计 36.54 亿元，较上年增长 10.29%。销售费用方面，近三年，公司销售费用波动增长，三年复合增长 6.68%，2016 年销售费用 10.61 亿元，较上年增长 14.18%，主要系公司业务规模扩大导致的公司运杂费和销售人员职工薪酬增长所致。管理费用方面，2014~2016 年，公司管理费用波动下降，三年复合下降 0.77%，2016 年管理费用 11.08 亿元，较上年增长 3.67%，主要系 2016 年国家出台煤炭限产政策以及原煤和普通硅铁市场景气度下滑，公司部分煤矿及硅铁炉停产导致的公司停工损失增长所致。财务费用方面，2014~2016 年，公司财务费用波动增长，三年复合增长 2.15%，2016 年财务费用 14.85 亿元，较上年增长 12.91%，主要系本期汇兑损失增加所致。2014~2016 年，公司费用收入比分别为 22.36%、21.74% 和 22.02%，公司费用控制能力有待提升。

投资收益方面，2014~2016 年，公司投资收益分别为 1.07 亿元、0.65 亿元和 0.12 亿元，分别占公司当期营业利润的 13.22%、18.08% 和 1.87%；公司投资收益持续下降，主要是联营企业和合营企业业绩下滑，使得公司对其采用权益法核算的投资收益大幅减少所致。

2014~2016 年，公司营业外收入先升后降，三年复合下降 6.53%，分别为 2.98 亿元、3.68 亿元和 2.60 亿元。公司营业外收入主要为政府补助，2016 年占比较高的为鄂绒工业园搬迁升级支持补贴资金（占 30.74%）和流动资金补贴（占 23.13%），鄂绒工业园搬迁升级支持补贴不具有可持续性，流动资金补贴政策未来能否持续存在不确定性。2014~2016 年，公司营业外收入占利润总额的比分别为 27.25%、52.52% 和 29.68%，公司利润总额对营业外收入依赖程度较大。

从盈利指标来看，2014~2016 年，公司营业利润率分别 27.35%、24.91% 和 28.12%，呈波动上升态势；2016 年公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 4.81%、4.76%、4.19%，均较 2015 年的 4.75%、4.36%、3.78% 有所提升。<sup>3</sup>整体看，公司盈利能力呈增长态势。

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

总体看，公司收入规模波动增长，2016 年收入、利润及盈利水平均好于 2015 年。公司利润总额对营业外收入依赖性大，且营业外收入的可持续性存在不确定性；期间费用控制能力有待改善；整体盈利能力一般。

## 5. 现金流

从经营活动看，2014~2016 年公司经营活动现金流入波动增长，三年复合增长 1.24%，主要随收入的波动销售商品、提供劳务收到的现金波动所致；2014~2016 年公司经营活动现金流出变动方向与经营活动现金流入一致，呈波动增长趋势，三年复合增长 3.23%。2014~2016 年，公司经营活动均呈净流入状态，分别为 47.66 亿元、50.07 亿元和 42.73 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 117.88%、109.02% 和 116.06%，公司收入实现质量较高。

从投资活动看，2014~2016 年公司投资活动现金流入波动下降，三年复合减少 39.42%，主要受往来款波动影响。2014~2016 年，公司投资活动现金流出持续减少，三年复合减少 43.11%，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，2016 年投资活动现金流出为 14.30 亿元。2014~2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为

<sup>3</sup>公司 2014 年度和 2015 年度审计报告经过追溯调整，2013 年度审计报告未经追溯调整，因此公司 2014 年总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率不具有可比性，故采用 2015 年数据同 2016 年相比较。相关计算公式见附件。

-34.75 亿元、-34.12 亿元和-11.24 亿元，净流出规模持续减少。

从筹资活动看，2014~2016 年公司筹资活动现金流入持续增长，三年复合增长 13.51%，2016 年，公司筹资活动现金流入 229.61 亿元，较上年增长 28.74%，主要系取得银行借款收到的现金增加所致；2014~2016 年，公司筹资活动现金流出波动增长，三年复合增长 10.95%，2016 年筹资活动现金流出 244.05 亿元，较上年增长 25.71%，主要系公司偿还债务支付现金较上年增长所致。受上述因素影响，近三年，公司筹资活动现金净流出 20.08 亿元、15.79 亿元和 14.44 亿元。

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

总体看，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，仍有一定的融资需求。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2014~2016 年，在存货下降和流动负债快速增长的双重影响下，公司流动比率持续下降，2016 年降至 0.48 倍；速动比率持续上升，2016 年增至 0.36 倍。同时，公司经营现金流动负债比率持续下降，近三年分别为 22.17%、21.13%和 15.35%；公司经营现金对流动负债的覆盖能力比较弱。近三年，公司现金短期债务比分别为 0.24 倍、0.23 倍和 0.28 倍，随着 2016 年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，2014~2016 年，公司 EBITDA 呈波动上升态势，2016 年公司 EBITDA 为 43.70 亿元，主要由折旧（占 49.38%）、计入财务费用的利息支出（占 28.97%）、利润总额（占 20.06%）构成，折旧和计入财务费用的利息支出占比较高，EBITDA 质量有待提升。2014~2016 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 2.80 倍、2.93 倍和 3.43 倍，呈持续上升趋势，EBITDA 对债务利息覆盖程度较高；EBITDA 全部债务比分别为 0.19 倍、0.16 倍和 0.17，呈波动下降趋势，EBITDA 对全部债务的保障能力一般。近三年，公司经营现金债务保护倍数分别为 0.21 倍、0.21 倍和 0.17 倍，呈下降趋势，经营活动净现金流对债务保障能力较强。整体看，公司长期偿债能力较弱。

截至 2016 年底，公司获得授信额度共计 287.80 亿元，未使用额度 58.71 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司作为上市公司，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 2017 年 3 月 1 日，公司无未结清不良或关注类信贷信息记录，已结清的贷款中有 1 笔欠息，已于 2009 年 3 月结清，公司过往债务履约情况良好。

截至 2016 年底，公司无重大未决诉讼。

截至 2016 年底，公司对外担保合计 6.19 亿元，系对内蒙古伊东煤炭集团有限责任公司（以下简称“伊东煤炭集团”，占 90.47%）和西宁城投（占 9.53%）的担保，对外担保总额占 2016 年底公司所有者权益的 4.42%。伊东煤炭集团是集煤炭、煤化工、电力为一体的大型能源企业，拥有直属煤矿 13 座，被列为国家级循环经济试点单位，现为中国煤炭企业百强、内蒙古自治区 30 户重点煤炭企业。2016 年内，煤炭行业受供给侧改革影响，运行情况良好，公司或有负债风险较低。2015 年，公司对伊东煤炭集团的担保存在逾期，该笔贷款金额为 3.50 亿元，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。公司对外担保存在一定代偿风险。

总体看，公司偿债指标较弱，但考虑到公司主营业务获现能力较强，经营活动现金流入规模大，对债务偿还形成了很好保障，公司整体偿债能力很强。

## 八、本次公司债券偿债能力分析

### 1. 本次公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2017 年 3 月底，公司债务总额为 251.81 亿元，本次拟发行债券规模为 13 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发行额度不大，对公司负债水平的影响不大。

以 2017 年 3 月底财务数据为基础，假设募集资金净额为 13 亿元，本次债券发行后，在其它因素不变的情况下，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 21.26%、65.06% 和 70.10%，较发债前分别上升了 6.11 个百分点、1.15 个百分点和 0.84 个百分点，债务负担略有加重。本次债券的发行对公司整体债务负担的影响有限，且有利于公司改善债务结构。考虑到本次债券募集资金中部分将用于偿还公司债务，实际债务指标将低于测算值。

### 2. 本次债券偿债能力分析

以 2016 年底的相关财务数据为基础，公司经营活动现金流入量为 203.83 亿元，对本次债券发行额度（13 亿元）的保护倍数为 15.68 倍；公司 2016 年 EBITDA 为 43.70 亿元，对本次债券发行额度（13 亿元）的保护倍数为 3.36 倍。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本次债券的保护程度较高。

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，公司对本次债券的偿还能力很强。

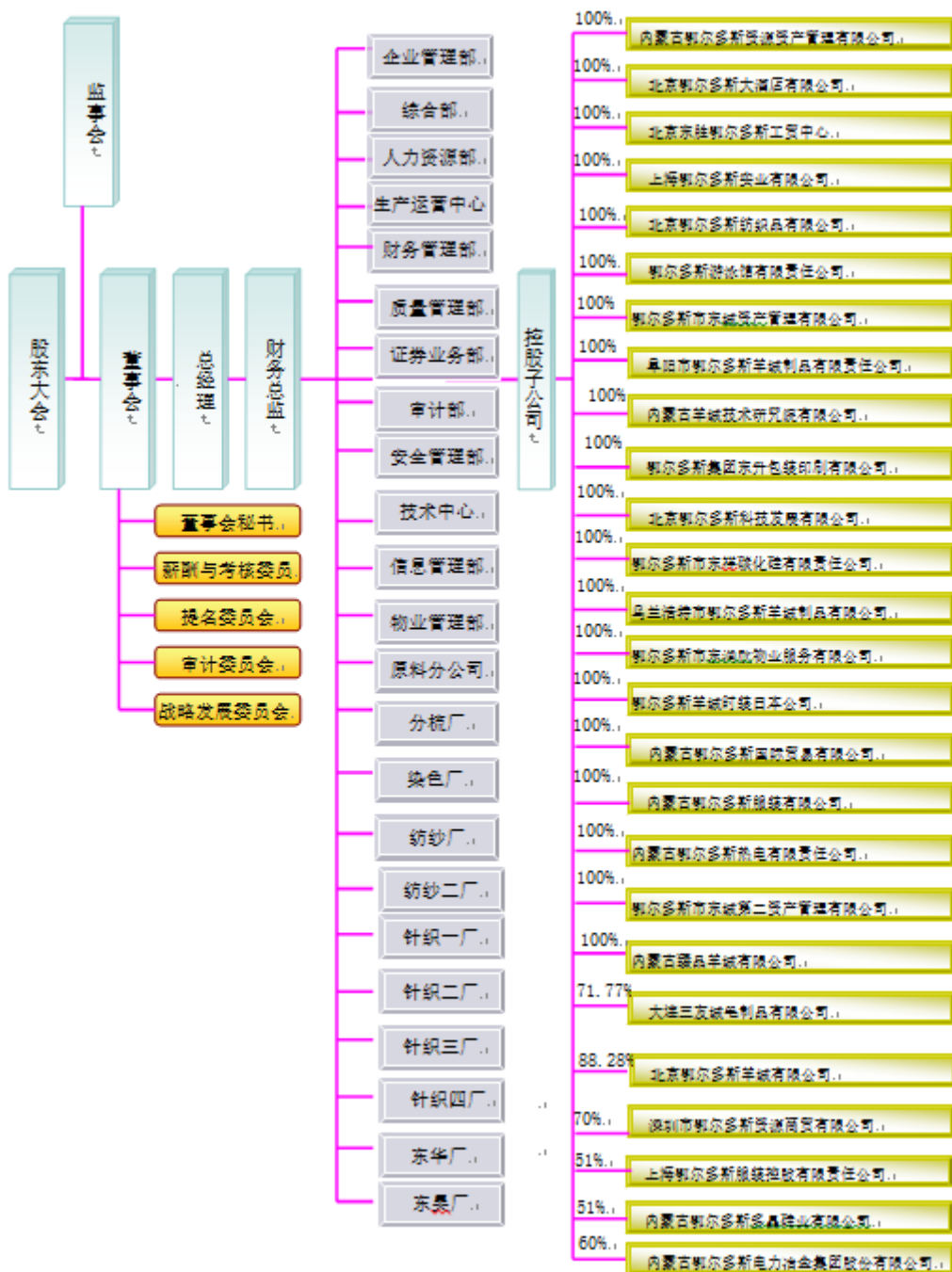
## 九、综合评价

公司作为多元化经营企业，其羊绒服装产销规模全球领先，在国内羊绒加工行业具备突出的品牌、规模和资源优势；公司硅铁单体产能规模在国内硅铁生产企业居首位，在国内市场拥有行业主导地位。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。公司经营现金流入规模较大，近年来呈较大规模的净流入状态，能够为其偿还债务提供支撑。同时联合评级也关注到公司硅铁、电石等产品产能过剩；羊绒服饰需求疲软；期间费用对利润侵蚀明显；利润总额对营业外收入依赖程度大、债务负担较重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。联合评级对其评级展望为“稳定”。

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

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	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额 (亿元)	441.62	447.00	452.64	462.64
所有者权益 (亿元)	136.89	136.24	140.17	142.24
短期债务 (亿元)	134.86	167.67	218.63	226.41
长期债务 (亿元)	88.87	72.66	31.90	25.40
全部债务 (亿元)	223.73	240.33	250.53	251.81
营业收入 (亿元)	155.68	152.40	165.91	45.36
净利润 (亿元)	8.91	5.16	5.79	2.01
EBITDA (亿元)	42.42	38.82	43.70	2.74
经营性净现金流 (亿元)	47.66	50.07	42.73	14.54
应收账款周转次数 (次)	--	8.27	8.10	--
存货周转次数 (次)	--	2.77	3.05	--
总资产周转次数 (次)	--	0.34	0.37	--
现金收入比率 (%)	117.88	109.02	116.06	119.48
总资本收益率 (%)	--	4.75	4.81	--
总资产报酬率 (%)	--	4.36	4.76	--
净资产收益率 (%)	--	3.78	4.19	--
营业利润率 (%)	27.35	24.91	28.12	25.42
费用收入比 (%)	22.36	21.74	22.02	20.00
资产负债率 (%)	69.00	69.52	69.03	69.26
全部债务资本化比率 (%)	62.04	63.82	64.12	63.90
长期债务资本化比率 (%)	39.36	34.78	18.54	15.15
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.80	2.93	3.43	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.19	0.16	0.17	--
流动比率 (倍)	0.53	0.49	0.48	0.51
速动比率 (倍)	0.35	0.34	0.36	0.38
现金短期债务比 (倍)	0.24	0.23	0.28	0.32
经营现金流动负债比率 (%)	22.17	21.13	15.35	4.97
EBITDA/本次发债额度 (倍)	3.26	2.99	3.36	--

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 2017 年 1~3 月财务数据未经审计，相关指标未年化。4、2016 年公司发生同一控制下企业合并，对 2014 年和 2015 年的财务数据进行了调整，报告中调整后的数据，2013 年财务数据未进行追溯调整，故部分 2014 年指标未计算。

### 附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
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。

## 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 2017年公开发行公司债券（第一期）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，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（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相关状况，如发现内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司或本次（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，据以确认或调整本次（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。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司、监管部门等。

