信用等级公告

联合[2018]1632 号

联合资信评估有限公司通过对内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司主体长期信用等级为 AA，“18 鄂绒 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

债券简称	余　额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 鄂绒 CP001	10 亿元	2019/04/11	A-1	A-1

跟踪评级时间：2018 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	44.32	46.70	90.26	107.98
资产总额(亿元)	691.86	669.41	688.96	719.68
所有者权益(亿元)	189.61	184.06	196.63	199.18
短期债务(亿元)	195.71	279.95	254.33	282.15
长期债务(亿元)	199.52	95.17	124.00	114.89
全部债务(亿元)	395.23	375.12	378.33	397.04
营业收入(亿元)	155.26	184.19	254.07	54.63
利润总额(亿元)	3.31	4.68	13.66	3.54
EBITDA(亿元)	45.06	41.40	59.77	--
经营性净现金流(亿元)	51.76	58.05	48.73	14.43
营业利润率(%)	25.97	25.48	26.07	31.46
净资产收益率(%)	0.57	0.67	4.72	--
资产负债率(%)	72.59	72.50	71.46	72.32
全部债务资本化比率(%)	67.58	67.08	65.80	66.59
流动比率(%)	90.96	79.32	82.37	84.56
全部债务/EBITDA(倍)	8.77	9.06	6.33	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.63	2.93	2.77	--
经营现金流动负债比(%)	17.17	14.96	13.32	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2.长期应付款计入公司长期债务。

分析师

张文选　常启睿　刘艳婷

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司（以下简称“公司”）主要从事羊绒服装加工、铁合金冶炼、煤炭开采、发电等业务。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级，反映了其羊绒业务资源和品牌优势突出，棋盘井工业园区在产业链协同、生产成本、地理区位等方面的综合优势，联合资信同时关注到公司其他应收款规模大、短期债务占比高及对外担保规模较大等因素对公司经营造成的不利影响。

跟踪期内，公司继续保持传统羊绒业务的优势，加强羊绒产品营销网络建设；棋盘井工业区生产状况良好，产业链存在一定协同效应，竞争优势较强；2017 年公司执行了内蒙古鄂尔多斯鸿骏投资有限公司（以下简称“鸿骏投资”）股权，新增柬埔寨电厂业务收入；伴随着冶金及化工产品销售价格的回升，2017 年公司收入和利润规模大幅增长，现金流状况良好。

综合评估，联合资信确定维持内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“18 鄂绒 CP001”的信用等级为 A-1。

优势

1. 公司羊绒业务市场占有率高，品牌优势显著。
2. 公司立足煤电产业，发展冶金、化工等高载能循环经济产业集群，产业链存在一定协同效应，具有成本优势。
3. 公司所处地区煤炭、硅石、石灰石资源丰富，为公司发展冶金、化工产业提供了良好的资源保障。
4. 公司现金类资产、EBITDA 和经营活动现金流对一年内到期的债券覆盖程度高。

关注

1. 公司下游行业主要为钢铁、化工等强周期

行业，终端产品价格受宏观经济波动影响较大。

2. 公司其他应收款规模较大且主要为与股东的往来款，对公司资金形成占用。
3. 公司对外担保区域及行业集中度较高，且受经济环境影响，部分企业经营情况较差，公司有较大代偿风险。
4. 公司债务负担较重，短期债务占比高，短期支付压力大。
5. 母公司资产流动性差，所持上市公司内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司（代码600295.SH）股权已全部质押。

声　明

一、本报告引用的资料主要由内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司（以下简称“公司”）前身是东胜羊绒实业发展总公司，经内蒙古伊克昭盟行政公署和伊克昭盟经济技术开发管理委员会批准，成立于 1991 年 10 月。1993 年 8 月 30 日经伊盟经济委员会批准，东胜羊绒实业发展总公司更名为内蒙古鄂尔多斯羊绒集团公司，2000 年 6 月，内蒙古鄂尔多斯羊绒集团公司变更为内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司，注册资本 4.84 亿元。

经历次股本变更，截至 2014 年底，公司注册资本为 27.91 亿元，股权结构为内蒙古鄂尔多斯投资控股集团有限公司（以下简称“鄂控股”）持有 99.73%的股份，鄂尔多斯羊绒实业投资有限责任公司（以下简称“鄂羊绒”）持有公司 0.27%的股份。2014 年 6 月和 2014 年 7 月，鄂控股分别向公司增资 8 亿元和 7 亿元，公司注册资本增至 42.91 亿元，增资后公司股权比例为鄂控股持有 99.73%，鄂羊绒持有 0.18%。2015 年 1 月，鄂羊绒将所有股份转让给鄂控股，至此公司成为鄂控股的全资子公司。2015 年 12 月，鄂控股向公司增资 19.10 亿元，增资后公司注册资本为 62.01 亿元。鄂控股是由王林祥、赵魁、张奕龄、侯永旺、王俊峰五个自然人受公司职工委托持股发起成立的民营企业。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本为 62.01 亿元，鄂控股持有公司 100%股份，公司职工持股会委托王林祥等 5 位自然人持有鄂控股全部股份，公司的实际控制人为职工持股会。

公司主要从事羊绒服装加工、铁合金冶炼、煤炭开采、发电等业务。截至 2018 年 3 月底，公司设改革发展中心、财务管理本部、人力资源本部、企管与信息本部、资本运营本部、行政本部、事业发展本部及风险管理本部。截至 2017 年底，公司纳入合并范围内的子公司 18 家，其中持有内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司（以下简称“鄂尔多斯”，股票代码 600295.SH）40.70%的股权。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 688.96 亿元，所有者权益 196.63 亿元（含少数股东权益 91.21 亿元）；2017 年实现营业收入 254.07 亿元，利润总额 13.66 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 719.68 亿元，所有者权益 199.18 亿元（含少数股东权益 92.93 亿元）；2018 年 1～3 月实现营业收入 54.63 亿元，利润总额 3.54 亿元。

公司注册地址：内蒙古鄂尔多斯市东胜区达拉特南路 102 号；法定代表人：王林祥。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

2018 年 4 月，公司发行了 2018 年度第一期短期融资券，债券简称“18 鄂绒 CP001”，募集资金用于偿还金融机构借款，共募集资金 10.00 亿元，期限 365 天。截至本报告出具日募集资金已经按照募集资金用途使用计划使用完毕。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18 鄂绒 CP001	10.00	10.00	2018/4/11	2019/4/11

资料来源：公开市场资料

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017

年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进

口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 羊绒服饰

山羊绒简称羊绒，是山羊为抵御严寒而在山羊毛根处与皮层之间生长的一层细密丰厚的绒毛，具有纤细、弹性强、柔软保暖等特性。从全球范围看，产绒山羊主要分布在北纬 35～55 度，东经 5～120 度的高寒、半荒漠区域。羊绒之所以十分珍贵，不仅由于产量稀少(仅占世界动物纤维总产量的 0.2%)，更重要的是其优良的品质和特性，交易中以克论价，被称为“软黄金”。世界上约 70%的羊绒产自中国，其质量上也优于其它国家。

羊绒产品具有质地柔软、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，羊绒制品以支撑纱线、面料、羊绒衫等为主，由于羊绒制品属于高档奢侈品，一般在欧、美、日等国家和地区有较大的消费市场。因此中国羊绒制品主要出口市场一直比较稳定。

目前，中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。中国在拥有羊绒资源优势的同时已经逐步形成特色产业优势。

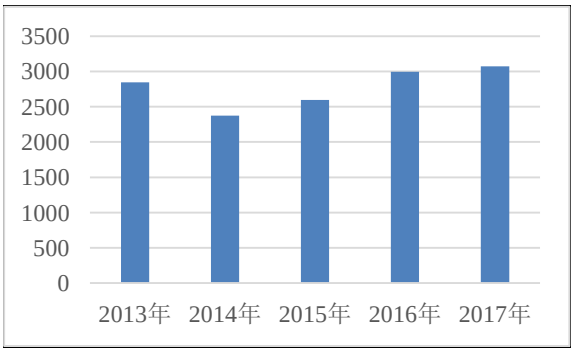
由于羊绒生产的资源优势，中国除国内生产的羊绒大部分在中国本土加工外，每年从蒙古等国进口的 3000 吨羊绒也在中国加工，主要出口到日本、美国、意大利、法国等 40 多个国家和地区，占世界出口量的 80%。羊绒产业是中国在世界上具有比较优势的产业之一，得益于具有原料优势、地域优势、人力资本优势、政府政策优势等发展优势，各种经济成分、规模并存，企业生产地分布和品牌区域也发生了

巨大的变化。经过几十年的发展，中国现有 2600 多家羊绒加工企业，已经形成了以内蒙古鄂尔多斯、河北清河和宁夏灵武、同心等几大羊绒加工基地，加工的无毛绒产量占全国的 80%以上。

中国不仅是羊绒资源第一大国，而且也是生产第一大国(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，使中国羊绒制品在国家市场具有相当的竞争力。目前全球羊绒产量大约在 2 万余吨。中国产量约 1.8 万吨，占全球总产量的 80%以上，年出口无毛绒 3000 多吨，约占全球羊绒贸易量的 60%。羊绒制品的主要消费国家为欧洲、美国、日本、韩国和中国。从地区来看，内蒙古为国内羊绒主要产区。

2000 年以来，羊绒出口量在 2003 年达到高峰（出口值 4638.00 吨），2004～2009 年，羊绒出口量逐年递减，2009 年低至 2125.00 吨，2010 年以来保持震荡，2017 年出口量为 2997.00 吨。综合来看，羊绒出口市场下降的原因主要有两点：一是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，羊绒产品曾独有的手感优势已有所下降；二是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。

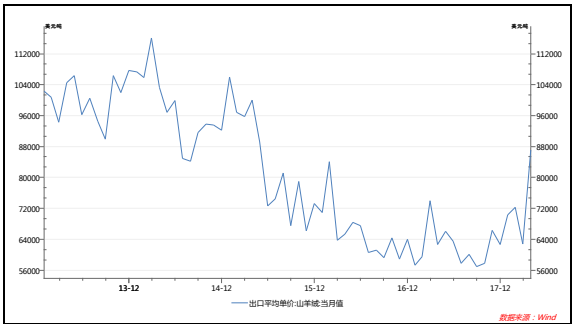
图 1 山羊绒出口量（单位：吨）



资料来源：Wind 资讯

从价格来看，近年来，羊绒价格波动较大，2011～2014 年一直处于 88000 美元/吨～120000 美元/吨的区间震荡，2015 年以来下跌幅度较大，2016 年 12 月均价仅为 64023.89 美元/吨，同比下跌 12.62%，主要原因一是受国际羊绒制品市场疲软，消费不足的影响，羊绒制品外贸订单减少，无毛绒出口价格大幅下降，二是国内羊绒制品市场需求不足，羊绒制品加工企业库存积压比较严重。在这样的行情下，加工企业在制定羊绒收购价格时比较谨慎，尽可能的压低价格，降低企业成本风险。2017 年，山羊绒出口均价维持在近年来较低水平，除因季节性原因 2017 年一季度及四季度山羊绒价格出现明显上涨外，山羊绒出口均价在 56000 美元/吨～75000 美元/吨之间，2017 年 12 月山羊绒出口均价为 62673.30 美元/吨。

图 2 山羊绒平均出口单价（单位：美元/吨）



资料来源：Wind 资讯

中国羊绒纺织行业进入壁垒低，行业内部竞争激烈。目前中国国内的羊绒加工企业已经发展到 3000 多家，分布在内蒙古、河北、浙江、宁夏、上海、江苏等 15 个省份。此外，羊绒行业的品牌建设比较落后。目前国内的羊绒品牌上百个，但大多数是影响较小的地方性品牌，全国性品牌不多，如“鄂尔多斯”、“雪莲”、“鹿王”、“圣雪绒”等，品牌的知名度和美誉度均有很大的提升空间。国际市场方面，几乎所有企业，包括鄂绒集团都是以“贴牌生产”的方式进入国际市场。

2. 电石

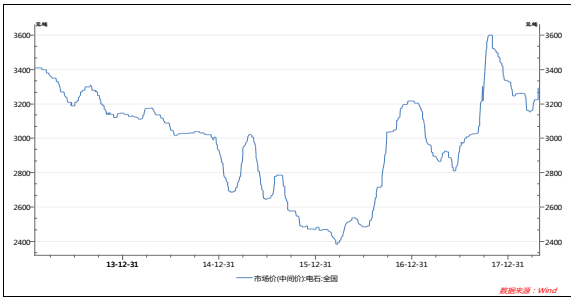
电石是重要的基本化工原料，中国能源结构的现状决定了电石行业是中国工业板块中不可或缺的部分，并在保障下游聚氯乙烯（PVC）、醋酸乙烯等行业的持续发展方面发挥重要作

用。

中国电石行业是伴随着聚氯乙烯（PVC）、1,4-丁二醇（BDO）等工业快速发展起来的。从 2000 年开始，电石进入产能快速增长期。2000 年，中国电石产能仅 480 万吨/年，产量为 340 万吨；2005 年，产能上升至 950 万吨/年，产量达到 895 万吨；2010 年，产能突破 2000 万吨达到 2250 万吨/年，产量为 1650 万吨。2011 年到 2014 年，中国电石产能每年增长约 450 万吨，但需求量每年仅增长 240 万吨。2014 年国内电石行业产量 2600.59 万吨，开工率 62.17%；2015 国内电石行业产量 2650.00 万吨，同比增长 49.41 万吨，产能利用率下降至 58.89%；2016 年国内电石行业产量 2730.00 万吨，同比增长 80 万吨，产能利用率回升至 60.67%；2017 年国内电石行业产量 2673.00 万吨，同比有所下降，产能利用率继续上升至 63.49%。

从价格走势看，国内电石价格与宏观经济周期紧密相关，2011 年四季度以来，随着宏观经济增速减缓，国内电石价格快速下跌，并在 2012 年 7 月达至低点后反弹，随后持续下跌。2015 年 12 月底降至 2470 元/吨，同比下降 15.79%。2016 年 12 月底反弹至 3217 元/吨，同比增长 30.24%。2017 年电石价格整体波动幅度较大，2017 年上半年，电石价格一路走低并于 2017 年 6 月下降至年内最低点约 2811.00 元/吨，随后电石价格便持续上涨，2017 年 10 月上涨至近年来最高价约 3595.00 元/吨，截至 2017 年 12 月底，电石价格全国市场中间价为 3334.00 元/吨。

图 3 近年国内电石价格走势（单位：元/吨）



数据来源：Wind 资讯

从 2004 年开始，电石行业的巨额利润诱发行业扩产增速，造成普遍的开工率较低，电石行业的整体竞争力和抗击风险能力较低，产能过剩、技术水平低、环境污染大、能耗高，甚至运输风险等都成为制约行业发展的瓶颈。

2014 年初，为规范电石行业发展秩序，进一步促进产业结构升级，工信部出台了电石行业准入条件（2014 年修订版），主要规定有：新建或改扩建电石生产装置必须进入工业园区，并有相应的下游产业与之配套；现有电石生产企业要在 2020 年底前进入工业园区；对电石产能实行总量控制；新建或改扩建电石生产装置必须采用先进的密闭式电石炉，单台炉容量不小于 40000 千伏安，建设总容量（一次性建成）要大于 150000 千伏安；新建或改扩建电石生产装置吨电石（折标发气量 300 升/公斤）电炉电耗≤3200 千瓦时，综合能耗≤1.0 吨标准煤。2014 年 7 月工信部下达了 2014 年工业行业淘汰落后和过剩产能目标任务的通知，通知共涉及电石企业 40 家，69 台电石炉，涉及电石产能 192.9 万吨。

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

3. 氯碱化工

行业概况

氯碱行业是重要的基础化工行业，主要代表性产品为 PVC 和烧碱，基本产业链结构为利用隔膜法或离子膜法电解食盐水获得氯原料（氯气），同时联产烧碱，氯气又用作生产 PVC 树脂的原料。除 PVC 作为最主要的耗氯产品外，氯碱工业还包括甲烷氯化物、环氧氯丙烷、环氧丙烷、氯乙酸等多种耗氯产品的生产。

PVC 的生产工艺主要有电石法和乙烯法两条路径，主要区别在于 VCM（氯乙烯单体）的制备方法。除中国外，其他国家氯碱工业一般

采用乙烯法生产 PVC，而中国由于“富煤、贫油、少气”的能源结构，电石法路径得到了快速发展，目前，电石法生产 PVC 的产量已超过国内 PVC 总产量的 80%。

中国氯碱工业发展起步于 20 世纪 30 年代，迄今已有 80 余年的发展历史。从上世纪末到本世纪初的十年间，是中国氯碱工业发展最为迅速的时期。尤其是 2003 年以后，随着国内宏观经济的快速发展和房地产市场强劲需求的支撑，国内氯碱工业“PVC+烧碱”的配套扩张模式大面积铺开，产能产量快速增长，并双双在 2005 年跻身世界首位，中国也成为全球最重要的氯碱产品生产国和消费国。

行业供需

2005 年，中国 PVC 和烧碱产能分别达到 975 万吨和 1471 万吨，而当年中国 PVC 和烧碱的表观消费量约为 800 万吨和 1200 万吨，中国氯碱工业供需格局转换并开始出现产能过剩，到 2007 年，氯碱行业产能过剩情况已较为突出。

2008 年以来，国际金融危机导致 PVC 下游需求疲弱，同时，国际原油价格下跌导致乙烯法路径的成本优势逐渐凸显，中国电石法 PVC 和烧碱产能增速开始放缓，行业开工率下降。2008～2013 年，前期在建的氯碱项目集中投放产能，中国 PVC 产能仍在增长，并于 2013 年达到产能高峰。2013 年以来，氯碱行业去产能步伐加快，江苏、浙江、山东等东部地区氯碱企业主动淘汰落后或闲置产能，国内 PVC 产能出现负增长，同时，国内整体产能呈现由东部地区向具备资源成本优势的新疆、内蒙等西北地区转移的趋势。

表 2　国内 PVC 和烧碱产能、产量、表观消费量（单位：万吨/年、万吨）

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
PVC							
产能	2179	2361	2476	2389	2348	2326	2406
产量	1295	1318	1530	1630	1609	1669	1790
表观消费量	1383	1393	1561	1603	1615	1639	1780
烧碱							
产能	3412	3736	3851	3909	3873	3945	4102
产量	2466	2698	2854	3059	3028	3284	3365
表观消费量	2252	2492	2648	2859	2856	3098	3214

资料来源：Wind 资讯、联合资信整理

氯碱产品下游需求相对分化，PVC 与聚乙烯（PE）、聚丙烯（PP）、聚苯乙烯（PS）和 ABS 合称为五大通用塑料，广泛应用于建筑用管材、板材和型材制造，与建筑行业和宏观经济联系十分紧密；而烧碱则主要应用于氧化铝、造纸、印染等领域，其中，氧化铝与烧碱关联度更为密切，氧化铝行业开工率会直接影响烧碱企业的生产状况。

从 PVC 装置开工率来看，由于产能过剩及需求不振，自 2008 年起开工率连续 5 年低于 60%，尤其是 2009 年行业整体开工率仅为 51.4%，行业平均开工率始终在低位徘徊。2014 年以来，在供给收缩、需求弱增长的环境下，虽然行业整体仍处于过剩状态，但过剩程度得到逐步缓解，PVC 装置开工率不断提升。2017 年，PVC 装置开工率已达到 74.40%。不过，由于氯碱行业区域分化明显，西北地区氯碱企业普遍开工率较高，部分企业甚至能够实现满负荷生产；东部沿海地区少数乙烯法氯碱企业由于享受低油价带来的成本优势尚能保持不错的开工率水平；中东部地区大部分电石法氯碱企业开工率则相对偏低。

氯碱平衡是氯碱化工生产的内在要求，由于原盐电解的工艺特性，每产生 1 吨烧碱会固定产生 0.88 吨氯。中国西北地区大型氯碱企业均为“PVC+烧碱”联产企业，生产方面以 PVC 为主，烧碱则是副产品，氯碱装置开工方面往往选择“以氯定碱”模式，PVC 市场变化在影

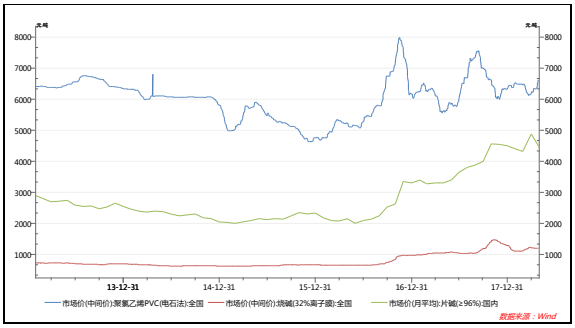
响企业开工方面更具主导性；而山东和河南等地多以配套氧化铝产业的氯碱企业为主，氯碱装置开工方面则倾向于选择“以碱定氯”模式，烧碱市场变化在影响企业开工方面更具主导性。不过，从氯碱行业发展模式和全国产能分布情况来看，“PVC+烧碱”配套发展模式和西北地区产能占比更为突出，2008 年以来，国内外经济形势的变化导致 PVC 市场急剧转冷，国内大量与 PVC 配套的烧碱装置无法开工，烧碱装置开工率有所下降，持续在 70%左右徘徊。不过 2014 年以来，随着 PVC 装置开工率的提高和烧碱下游需求的快速增长，国内烧碱装置开工率不断提升。2017 年，烧碱装置开工率已达到 82.03%。

产品价格

受下游需求不振和产能过剩等因素影响，2011～2015 年，PVC 价格经历了持续 5 年的下行周期，PVC 价格从 2010 年底的最高点约 8878 元/吨下降至 2015 年底的 4635 元/吨。2016 年，由于供给收缩和需求回暖带来的供需格局好转，主要原料价格的上涨以及运输限载等因素，PVC 价格大幅反弹，截至 2016 年底，PVC 价格回升至 6193 元/吨。进入 2017 年，房地产投资增速下滑导致 PVC 下游需求趋弱，同时由于环保政策导致行业开工受限，PVC 价格整体出现回落，截至 2017 年 4 月底，PVC 价格回落至上半年最低点的 5567 元/吨；2017 年 5 月以来，由于氯碱企业集中检修、原料成本上涨以及国务院启动第四批安全生产巡查等因素影响，PVC 价格持续上涨，截至 2017 年底为 6317.00 元/吨。

由于烧碱整体处于产能过剩状态，而且随着 PVC 景气度的持续下行，烧碱也在 2012 年下半年开始进入 4 年的深度调整期，烧碱价格整体而言大幅下滑，截至 2016 年 5 月底，国内片碱（96%以上）价格已降至 2010 元/吨的低点。2016 年 6 月以来，随着烧碱下游氧化铝和化纤等需求领域的大幅好转，烧碱价格也持续上涨，截至 2017 年底，国内片碱（96%以上）价格已上涨至 4500 元/吨，烧碱价格上涨至 1286 元/吨。

图 4　近年 PVC 和烧碱价格走势



数据来源：Wind 资讯

行业政策

氯碱行业（尤其是电石法 PVC 路径）是高污染、高耗能行业，不仅生产过程中耗电量大，而且在利用电石法生产 PVC 时，电石破碎后的粉尘、电石反应后的电石渣、含汞触媒使用带来的汞污染等问题治理困难，环保压力较大；同时，氯碱行业由于前期产能扩张快，长期面临产能过剩压力，部分小产能和落后产能迟迟未能出清。国家为此相继出台了一系列产业政策，通过提高行业准入门槛、加大氯碱行业落后产能的淘汰力度、严控新增产能、严格环保标准和监督执行等政策措施，力图缓解行业产能过剩压力、降低污染排放和资源能源消耗、提高行业规范运作水平和整体竞争力。

2007 年 11 月，国家发改委发布《氯碱（烧碱、聚氯乙烯）行业准入条件》，从产业布局、规模、工艺与装备、能耗、安全环保方面对新建和改扩建产能提出了明确的准入标准和要求。根据中国证券网信息，工信部目前正在会同中国氯碱工业协会对 2007 年发布的行业准入标准进行修订，将补充对甲烷氧化物行业和聚氯乙烯糊树脂行业的准入条件，并将强化对规模、区域布局、能耗标准、安全评价标准、配套设施要求和环境评价等全方位的要求。

2014 年 2 月，工信部发布《电石行业准入条件（2014 年修订）》，明确表明现有电石生产企业必须在 2020 年底前进入工业园区，新增电石设备必须进入工业园区并有相应的配套产业

消纳，新增电石生产设备必须采用先进的密闭电石炉等。

2016 年 8 月，国土资源部办公厅发布《关于落实国家产业政策做好建设项目用地审查有关问题的通知》，要求在用地预审方面，对尿素、磷铵、电石、烧碱、聚氯乙烯、纯碱、黄磷等过剩行业新增产能以及未纳入《石化产业规划布局方案》的新建炼化项目，一律不再受理用地预审，从产业用地方面限制新增氯碱相关产能。

2016 年 8 月，环保部会同国家质检总局联合发布《烧碱、聚氯乙烯工业污染物排放标准》（GB15581-2016），该标准是对 1995 年发布的旧标准的修订，该标准增加了大气污染物排放控制要求，调整了水污染排放控制项目，并收紧了相关控制要求。新标准的实施将大幅削减氯碱行业颗粒物、氮氧化物、二氧化硫尤其是汞污染，通过引导企业技术进步，倒逼产业转型升级。

中国是全球最大的汞生产和消费国，氯碱工业是最大的用汞行业，耗用量占全国的 60%，中国在废汞触媒回收方面压力较大。中国已于 2013 年签署《关于汞的水俣条约》，并在 2016 年 4 月由全国人大常委会第二十次会议决定批准，2017 年 8 月 16 日，《关于汞的水俣条约》在全球范围内正式生效。公约要求，禁止新增电石法 PVC 设施；控制汞排放；支持无汞触媒研发；无汞触媒技术确认可行 5 年后，不允许使用含汞触媒；到 2020 年单位产品含汞量需削减 50%。《关于汞的水俣条约》的生效将进一步限制氯碱行业产能释放，倒逼行业环保升级和技术革新。

表 3 近年氯碱行业主要政策

日期	政策文件名称	主要内容
2007.11	《氯碱（烧碱、聚氯乙烯）行业准入条件》	1、新建氯碱企业应靠近资源、能源产地，有较好的环保、运输条件，并符合本地区氯碱行业发展和土地利用总体规划； 2、新建、改扩建聚氯乙烯装置起始规模必须达到 30 万吨/年及以上； 3、新建、改扩建电石法聚氯乙烯项目必须配套建设电石渣制水泥等综合利用装置，其电石渣制水泥装置单套产能必须达到 2000 吨/日及以上；现有产能配套的电石渣制水泥装置必须达到 1000 吨/日及以上； 4、新建、改扩建烧碱生产装置禁止采用普通金属阳极、石墨阳极和水银法电解槽，鼓励采用 30 平方米以上节能型金属阳极隔膜电解槽（扩张阳极、改性隔膜、活性阴极、小极距等技术）及离子膜电解槽； 5、新建、改扩建电石法聚氯乙烯装置，电石消耗应小于 1420 千克/吨（按折标 300 升/千克计算）；新建乙烯氧氯化法聚氯乙烯装置乙烯消耗应低于 480 千克/吨。
2014.2	《电石行业准入条件（2014 年修订）》	1、新建或改扩建电石生产装置必须进入工业园区，并有相应的下游产业与之配套；现有电石生产企业须在 2020 年底前进入工业园区； 2、原则上禁止新建电石项目，新增电石生产能力必须实行等量或减量置换，且被置换产能须在新产能建成前予以拆除； 3、新建或改扩建电石生产装置必须采用先进的密闭式电石炉；电石炉炉气必须 100%回收和综合利用。
2016.8	《关于落实国家产业政策做好建设项目用地审查有关问题的通知》	要求在用地预审方面，对尿素、磷铵、电石、烧碱、聚氯乙烯、纯碱、黄磷等过剩行业新增产能以及未纳入《石化产业规划布局方案》的新建炼化项目，一律不再受理用地预审。
2016.8	《烧碱、聚氯乙烯工业污染物排放标准》（GB15581-2016）	1、汞的水污染物排放限值从 GB15581-95 规定的 0.005mg/L 降低到 0.003mg/L，； 2、废气颗粒物、氯乙烯、非甲烷总烃排放量与执行现行标准相比，分别削减 51%、72%、58%； 3、废水化学需氧量、废气颗粒物、氯乙烯、非甲烷总烃排放量与执行现行标准相比，分别削减 77%、 51%、72%、 58%。
2016.9	《石化和化学工业发展规划（2016-2020 年）》	1、要严格控制电石、烧碱、聚氯乙烯等行业新增产能，对符合政策要

		求的先进工艺改造提升项目应实行等量或减量置换； 2、要全面淘汰高汞触媒乙炔法聚氯乙烯生产装置，适度开展乙炔—二氯乙烷合成氯乙烯技术推广应用，加快研发无汞触媒，减少汞污染物排放。推广零极距、氧阴极等节能新技术应用； 3、要降低行业能耗。鼓励发展高端精细氯产品，提高耗氯产品的副产氯化氢综合利用水平。

资料来源：公开资料、联合资信整理

4. 硅铁及铁合金

硅铁是全球产量和使用量最大的铁合金品种，是炼钢工业中必不可少的脱氧剂，每生产 1 吨钢大约消耗 3～5kg 硅铁。此外，硅铁还广泛作为炼钢合金剂及铸铁孕育剂和球化剂使用。硅锰也是一种主要和常见的铁合金产品，使用量在电炉铁合金产品中仅次于硅铁，是炼钢中常用的复合脱氧剂，又是生产中、低碳锰铁和电硅热法生产金属锰的还原剂。金属硅也称为工业硅，主要用作生产有机硅、制取高纯度半导体材料和配置特殊用途合金的原材料等。

铁合金业务依托于硅石、铁矿（球团）、锰矿、铬矿及焦炭等矿产资源，同时受电力供应、环保政策与市场需求等因素限制。在硅铁生产中电力消耗成本占总成本比例约 60%，属于能源和矿产资源密集型产业。

凭借矿产资源和能源优势，中国、巴西、乌克兰、挪威和俄罗斯等是全球较为重要的铁合金生产国。铁合金产品主要应用于钢铁工业，其主要消费国为中国、日本、美国、印度、俄罗斯等。目前，中国是全球最大的铁合金生产国和消费国。

根据 Wind 数据，2015 年全国硅铁产能同比增加 28.10%，但是由于受到下游钢铁行业低迷的影响，硅铁产量下降至 333.01 万吨，同比下降 38.62%，产能严重过剩。2016 年硅铁产能下降至 862.20 万吨，产量小幅增长至 335.33 万吨，2017 年硅铁产量 513.07 万吨，同比大幅上升 53.05%。硅铁消耗量方面，2017 年硅铁消耗量 478.00 万吨。作为硅铁的主要出产地内蒙地区，2014～2017 年产量分别为 130.25 万吨、135.61 万吨、169.16 万吨和 173.59 万吨，内蒙古地区硅铁产量逐年上升。

表 4　国内硅铁产能、产量、消耗量情况

（单位：万吨/年、万吨）

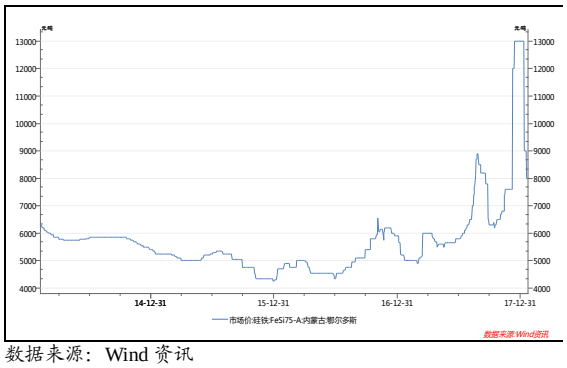
硅铁	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
产能	717.10	918.75	862.20	876.84
产量	542.58	333.01	335.33	513.07
消耗量	551.00	430.00	360.00	478.00

资料来源：公司提供

中国硅铁生产企业遍布全国各地，近几年，由于原料分布以及运输成本等原因，东部及沿海地区硅铁生产企业及生产数量逐步萎缩，有着电力优势、资源优势的西部和北部地区硅铁生产发展很快。

市场价格方面，硅铁价格与下游钢铁行业需求密切相关。2014 年～2015 年受钢铁行业景气度低迷影响，硅铁价格持续波动下行，2014 年下半年以来持续下跌，截至 2015 年底硅铁价格跌至近年来最低点 4250 元/吨，同比下降 21.30%；2016 年下半年硅铁价格伴随着钢铁市场景气度的回升而波动上涨，截至 2016 年底，硅铁价格上涨至 5900 元/吨，2017 年二季度开始硅铁市场结束了近年来持续下跌的趋势，全年价格整体大幅走高，但波动幅度很大，截至 2017 年 12 月底，硅铁价格为 13000 元/吨。

图 5　近年内蒙古地区硅铁价格走势



数据来源：Wind 资讯

根据国家发改委等七部委《关于推进铁合金行业加快结构调整的通知》（发改产业[2006]567 号）、《国家发展改革委办公厅〈关于继续做好铁合金行业准入管理工作〉的通知》等文件：要充分发挥产业政策效应，控制铁合金产能和产量的过快增长，促进供需进一步向平衡方向调整，促进市场稳定；积极推进企业深化改革，转变机制，兼并重组，组建一批大型铁合金企业联合体，提升企业素质和竞争力，提高行业集中度。

2009 年 11 月 25 日，工信部发布关于分解落实 2009 年淘汰落后产能任务的通知，被淘汰的铁合金落后产能达 162 万吨；2010 年 8 月 5 日，工信部公布铁合金淘汰落后产能企业名单，涉及企业 143 个。2011 年，工信部公布铁合金淘汰落后产能企业 171 家，淘汰铁合金落后产能 185.70 万吨。2015 年，工信部制定了铁合金行业准入条件（2015 年修订），对生产布局、工艺与装备、能(资)源消耗与综合利用等标准都予以明确，目前该文件尚处在征求意见阶段。

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

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2018 年 3 月底，公司注册资本为 62.01 亿元，鄂控股持有公司 100%股份，公司职工持股会委托王林祥等 5 位自然人持有鄂控股全部股份，公司的实际控制人为职工持股会。

2. 企业规模

公司现已形成冶金（主要指铁合金业务）、羊绒、煤炭、电力和化工协同发展的经营格局，是全国 520 户国家重点企业之一，且位于中国企业 500 强之列。

公司主要从事羊绒服装加工、铁合金冶炼、煤炭开采、发电等业务。截至 2018 年 3 月底，公司绒纺年产能 440 万件；煤炭年产能 330 万吨；电力装机容量 262 万千瓦；冶金板块主要产品包括硅铁和硅锰，年产能分别为 180 万吨、40 万吨；化工板块主要产品包括电石和 PVC，年产能分别为 130 万吨和 40 万吨。

羊绒产业方面，公司羊绒产品远销美国、欧盟和日本等几十个国家和地区，羊绒制品产销量已占到了中国的 40%和世界的 30%以上，产品质量、市场占有率、出口创汇及销售收入连年居全国绒纺行业第一名。2018 年“鄂尔多斯”品牌价值已达 931.58 亿元，连续多年位居纺织行业第一。

七、管理分析

跟踪期内，公司主要高级管理人员、公司治理、内控体系、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务包括羊绒、煤炭、电力、冶金、化工、置业和其他板块。

跟踪期内，冶金、化工和羊绒三个板块仍然是公司主要的收入及利润来源，受内蒙古鄂尔多斯鸿骏投资有限公司（以下简称“鸿骏投资”）并表影响，公司增加柬埔寨电厂项目收入，电力板块收入大幅增长至 17.90 亿元；2017 年，公司实现营业收入 254.07 亿元，同比增长 37.94%，其中冶金板块及化工板块受销量增长和主要产品价格上涨影响，板块收入分别同比增长 39.65%和 60.15%至 115.81 亿元和 67.36 亿元；置业板块主要为实现去库存目标，2016 年结转收入规模较大，2017 年实现收入 8.72 亿元，同比下降 60.70%。

毛利率方面，2017 年公司综合毛利率 27.96%，同比上升 0.42 个百分点；其中羊绒板

块实现毛利率 49.29%，同比上升 8.37 个百分点；受原材料（如焦炭、兰炭及球团等）价格增速较快影响，公司冶金板块毛利率同比下降 4.82 个百分点至 17.68%；受电煤采购价格上升及兰炭价格处于高位影响，公司化工板块毛利率同比下降 4.79 个百分点至 31.69%。

2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 54.63 亿元，相当于 2017 年全年的 21.50%，毛利率 34.54%，较 2017 年全年上升 6.58 个百分点，主要受煤炭板块、冶金板块及化工板块毛利率上升影响。

表 5　2015～2018 年一季度公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1～3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
羊绒	21.79	14.03	42.77	23.95	13.00	40.92	28.47	7.89	49.29	7.00	10.53	46.25
煤炭	7.49	4.82	48.23	7.15	3.88	32.54	11.13	4.28	29.63	2.45	4.26	37.81
电力	0.74	0.48	39.75	1.34	0.73	31.39	17.90	6.05	38.10	6.03	10.57	37.32
冶金	79.33	51.09	22.88	82.93	45.03	22.50	115.81	52.09	17.68	24.06	47.34	29.64
化工	38.32	24.68	23.88	42.06	22.84	36.48	67.36	25.14	31.69	12.87	23.47	34.78
置业	2.92	1.88	41.60	22.19	12.05	15.98	8.72	3.52	26.12	1.24	2.38	31.49
其他	4.68	3.02	48.88	4.56	2.47	13.74	4.66	1.02	59.81	0.97	1.45	46.76
总计	**155.26**	**100.00**	**28.36**	**184.19**	**100.00**	**27.54**	**254.07**	**100.00**	**27.96**	**54.63**	**100.00**	**34.54**

资料来源：公司提供
注：因四舍五入，部分分项数加总与合计数不一致。

2．羊绒板块

羊绒纺织服装业务是公司的传统优势业务，公司羊绒业务的经营实体主要为上市公司鄂尔多斯。公司是世界最大的羊绒制品联合加工企业，羊绒产品品牌优势明显，据世界品牌实验室公布的 2017 年中国 500 最具价值品牌相关资料显示，“鄂尔多斯”排名 43 位。

公司羊绒业务的主要产品是无毛绒、羊绒纱、羊绒衫和围巾披肩。其中无毛绒产品是采购的原绒经洗涤、梳理、筛选等处理而成的初加工产品，主要供自用；羊绒纱是由无毛绒加工而成的半成品，主要用于生产羊绒衫和羊绒围巾、披肩，羊绒衫和围巾是公司的终端产品。公司现有染色厂、纺纱厂、分梳厂、针织厂等近 30 个工厂，分布在鄂尔多斯、深圳、北京、大连、安徽等地区。

采购方面，公司生产羊绒衫所用原绒直接从牧民手中收购或通过第三方收购，实际收购量达到全国羊绒资源的 20%。由于羊绒生产具有很强的季节性，每年产绒旺季集中在第二季度，而公司每年的羊绒产品销售旺季主要集中在第一季度和四季度，现在公司在全国各大产绒区设立 26 个收购点，与多家原绒供应单位建立了协作关系，实行全年平均采购政策。2017 年采购无毛绒 1235.88 吨，采购均价为 55.00 万元/吨，采购均价同比有所上升；2018 年 1～3 月采购量为 285.00 吨，采购均价大幅上升至 68.00 元/吨。

表 6　公司无毛绒采购情况（单位：吨、万元/吨）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1～3 月
采购量	1028.72	1270.95	1235.88	285.00
采购均价	58.00	53.00	55.00	68.00

资料来源：公司提供

生产方面，公司已于 2014 年投资 35 亿元建成了现代化羊绒产业园区，形成了原绒分梳-染色-纺纱-针机织专业化生产线，产品涵盖 300 多个品种、2000 多个花色。公司每年投入大量资金引进国际最先进的生产设备，包括目前世界先进的山羊纺织纤维、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，斯托尔电脑横机和 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。2017 年公司生产绒纺产品 394.23 万件，同比增长 12.98%，产能利用率也上升至 89.60%，2018 年 1~3 月生产绒纺 35.17 万件。受羊绒季节性影响，公司绒纺产品生产时间主要集中于每年 5~10 月，因此产能利用率仍然有待提升。

表 7 公司主要羊绒产品生产情况

项目		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1~3 月
绒纺	产能（万件）	440.00	440.00	440.00	440.00
	产量（万件）	277.39	348.94	394.23	35.17
	产能利用率（%）	63.04	79.30	89.60	--

资料来源：公司提供

销售方面，公司采用“线下销售为主，线上销售为辅”的销售模式，其中线下销售包括直营和加盟两种模式。直营模式是公司自行在全国一二线城市的中高端商业场所（百货商场、购物中心、机场等）开设商场店或专卖店，分为直营店、控股店两种类型；加盟模式是时装行业普遍采用的销售模式。公司将产品按一定折扣销售给加盟商，加盟商通过自行开设百货店、专卖店等形式对外销售。截至 2018 年 3 月底，公司在全国有 514 家直营和控股门店，535 个加盟门店。销售区域上，公司目前营销网点已达 3200 多个，辐射全国 560 个大中城市，成为国内纺织行业最大的企业营销网络之一；公司羊绒衫外销主要销往美国、澳大利亚和日本等 30 多个国家和地区。

3. 棋盘井工业园区

棋盘井工业园区是公司新型产业的集中地，公司在园区内建成了煤矿、洗煤、电厂、铁合金、电石等生产企业，形成循环经济产业链。园区内各厂矿之间的距离约 2～3 公里，公司自有硅石矿山距离园区约 10 公里，有利于保证物流顺畅以及较低的运输成本。园区距离黄河约 30 公里，工业生产取水便利。棋盘井工业园区的主要经营实体为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”）、鄂尔多斯氯碱化工有限公司（以下简称“氯碱公司”）和内蒙古鄂尔多斯化学工业公司（以下简称“化学公司”）。

煤炭板块

公司煤炭板块的运营主体为鄂尔多斯煤炭有限责任公司（以下简称“煤炭集团”）。截至 2018 年 3 月底，煤炭板块拥有 4 对在产矿井，目前已形成原煤生产能力 330.00 万吨/年。

煤炭储备方面，公司在产矿井可采储量 1.41 亿吨，除此之外，公司还拥有资源储量 14.87 亿吨的马泰壕煤矿及资源储量 12.21 亿吨的色连煤矿及政府配置的资源储量 11.00 亿吨乌审旗白家海子煤矿。

表 8 公司在产煤炭矿井情况

序号	矿井名称	主要煤种	可采储量（万吨）	核定生产能力（万吨/年）	2015 年产量（万吨）	2016 年产量（万吨）	2017 年产量（万吨）	2018 年一季度（万吨）
1	阿尔巴斯二矿	1/3 焦煤	4736.80	90.00	128.87	73.40	52.00	10.57
2	白云乌素煤矿	1/3 焦煤	4663.08	90.00	59.92	6.50	14.87	5.66
3	中税煤矿	1/3 焦煤	2154.98	90.00	156.02	138.84	115.29	3.57
4	恒邦煤矿	1/3 焦煤	2538.51	60.00	91.78	43.56	106.38	33.13
合计	--	--	**14093.37**	**330.00**	**436.59**	**262.30**	**288.54**	**52.93**

资料来源：公司提供

注：1. 2016 年开始白云乌素煤矿阶段性停产检修，2017 年 10 月白云乌素煤矿已恢复生产；2. 因矿井生产能力尚未重新核定，通过数次技改，公司部分矿井生产能力超过核定生产能力；3. 阿尔巴斯一矿已于 2017 年初关闭，故上表未含阿尔巴斯一矿 2015 年~2017 年原煤产量，三年分别为 63.45 万吨、62.26 万吨和 3.15 万吨；4. 因四舍五入，部分分项数加总与合计数不一致。

采煤工艺方面，公司下属 4 对在产煤矿均使用综采（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。

煤炭产量方面，2016 年，受白云乌素矿停产检修及恒邦煤矿检修产量大幅减少等因素影响，煤炭产量大幅下降至 262.30 万吨；2017 年，受恒邦煤矿产量大幅增长影响，公司煤炭产量为 288.54 万吨，同比增长 10.00%。

煤炭销售的产品主要有：1/3 精煤、高、中、低硫精煤、中煤、煤泥等，经洗选之后可以用作炼焦精煤，属于经济价值较高的煤种。原煤洗选后分为精煤、动力煤和煤矸石三个产品。公司洗精煤经园区内的自有铁路线全部对外销售，2017 年对外销售客户主要为陕西黄陵煤化工有限责任公司、乌海市圣山煤业有限公司、宁夏金色能源有限公司、宁夏中溧国际贸易有限公司和迁安市海达商贸有限公司。2017 年公司销售洗精煤 76.96 万吨，受益于钢铁行业景气度回暖、钢材价格上涨向上游传导，2017 年公司洗精煤销售均价同比大幅上涨至 908.00 元/吨；动力煤供自有电厂使用，销售价格略低于市场价，目前自产动力煤不能够满足电力板块的用煤需求，煤炭集团同时负责为电力集团采购外部电煤；煤矸石由公司参股的煤矸石电厂消化。

表 9　公司煤炭产品售价

产品	平均价格（元/吨）			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
原煤	108.06	110.99	146.44	132.52
中煤	173.94	156.62	162.23	210.00
精煤	445.56	548.58	908.00	953.84

资料来源：公司提供

电力板块

电力板块是公司循环经济产业的核心纽带，公司发电板块的运营主体为鄂尔多斯电力有限责任公司（以下简称“电力集团”），电力集团为电冶公司全资子公司。

电力集团下属电力机组全部为火电机组，现有 6 台 33 万千瓦机组、4 台 13.5 万千瓦机组和 2 台 5 万千瓦机组，2017 年平均发电小时数 7859.23 小时，同比有所上升，发电量 191.97 亿度；2018 年 1～3 月，公司发电 51.70 亿度，售电量为 47.11 亿度。已投运的变电站有 25 座，其中 220KV 变电站 4 座，35KV 变电站 20 座，10KV 变电站 1 座。

表10　截至2017年底电力集团装机规模及运营情况

项目名称	股权比例(%)	总装机容量(MW)	年发电量（亿千瓦时）	售电量（亿千瓦时）
1、2#	100.00	2*330	45.15	40.72
3、4#	100.00	2*330	50.06	45.15
5、6#	100.00	2*50	6.80	6.03
7-10#	100.00	4*135	38.09	34.05
南区 1-2#	100.00	2*330	51.87	48.65
合计	--	**2620**	**191.97**	**174.59**

资料来源：公司提供

注：因四舍五入，部分分项数加总与合计数不一致

电煤采购方面，电力集团大部分电煤通过煤炭集团外购，较少部分由公司自有矿井供给。采购价格方面，煤炭集团自产动力煤采用内部合约价结算，合约价格由公司内部协商确定，通常比市价略低，外部代购电煤采用市价结转。2017 年，公司煤炭采购量为 1463.10 万吨，同比增长 31.10%，主要因为公司考虑到煤炭市场价格波动而储备了一定规模的电煤；采购均价 191.24 元/吨，同比增长 4.63%；2018 年一季度公司煤炭采购均价进一步上升至 219.17 元/吨，公司煤炭采购价格不断上升，因公司所处地区电煤资源丰富，电力集团对外采购量大，且拥有煤炭集团的内部结算煤作为库存支撑，电力集团的对外采购议价能力较强，成本控制能力良好，煤炭价格上涨对公司影响相对较小。

表 11　电力集团近年煤炭采购情况

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1～3 月
煤炭采购总量	946.49	1115.99	1463.10	293.27

（万吨）				
煤炭采购总平均价格（元/吨）	148.10	182.78	191.24	219.17

资料来源：公司提供

由于电力集团发电规模大且下游电力需求稳定，电力集团获得了蒙西电网的独立发电运营权，发电小时数不受蒙西电网统一调峰影响。公司售电全部用于供给棋盘井工业园区，硅铁、电石生产均属于高耗能产业，绝大部分电量由冶金板块及化工业务板块消耗。

表 12　公司近年发电技术经济指标

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1～3 月
发电设备平均发电小时（时）	7823.20	7352.23	7859.23	1947.41
供电标准煤耗（克/千瓦时）	347.45	342.40	375.47	371.55
综合厂用电率（%）	9.27	8.94	8.60	8.46
发电量（亿千瓦时）	160.08	191.44	191.97	51.70
售电电量（亿千瓦时）	140.72	174.03	174.59	47.11
平均售电电价（元/千瓦时）	0.30	0.28	0.2852	0.2946

资料来源：公司提供

电力销售价格方面，公司于 2016 年 8 月实现全部电力机组孤网运行，无需缴纳过网管理费用 0.02 元/千瓦时，降低了公司用电成本。电力集团以内部结算价格将电力销售给冶金板块和化工板块，价格由公司内部协商确定。

总体看，基于较高的发电利用小时数和相对低廉的煤炭采购成本，电力集团近年来保持较高的盈利水平。

冶金板块

冶金板块年产铁合金系列产品 223.6 多万吨，包括硅铁、硅锰、中碳、硅钙等特色冶金产品，冶金板块运营主体为内蒙古鄂尔多斯冶金有限责任公司（以下简称“冶金集团”）。生产装置上，公司生产硅铁（包括普通硅铁、精炼硅铁、高纯硅铁）共有 10 台 6300KVA 的矿热炉、42 台 12500KVA 的矿热炉、18 台 16500KVA 的矿热炉、12 台 18500KVA 的矿热炉、15 台 25000KVA 的矿热炉、4 台 36000KVA 的矿热炉、4 台 45000KVA 的矿热炉；生产硅锰合金有 8 台 25500KVA 的矿热炉、2 台 25000KVA 的矿热炉；生产中锰合金的有 2 台 3500KVA 的矿热炉；生产硅钙的有 1 台 25000KVA 的矿热炉，截至 2018 年 3 月底，主要产品年产能为：硅铁 180 万吨、硅锰 40 万吨。

目前冶金板块主要收入来源为硅铁和硅锰，其他产品为副产品及硅铁、硅锰下游深加工产品。

表 13　冶金板块主要产品产销情况

（单位：万吨、元/吨）

产品	项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1～3 月
硅铁	生产能力	135.00	180.00	180.00	180.00
	实际产量	132.28	142.92	151.03	41.40
	销售数量	127.95	139.69	161.08	27.00
	销售均价	4683.92	4355.49	5273.14	7024.84
硅锰	生产能力	30.00	40.00	40.00	40.00
	实际产量	36.82	42.76	47.60	9.44
	销售数量	34.14	44.13	50.23	6.84
	销售均价	4689.92	5005.83	5781.41	6574.05

资料来源：公司提供

从成本构成看，硅铁生产属于高耗能产业，电力成本占生产直接成本的 54.56%，剩余成本主要由兰炭（约占 19.37%）、球团及硅石其他直接材料（合计约占 11.14%）构成。硅锰产品的生产成本（未包括人工、折旧等）主要由锰矿（占比 56.4%左右），电力（占比 20.67%左右），焦炭（占比 11.46%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。成本优势上，棋盘井园区附近硅石资源储量丰富，品位高，且公司自有硅石矿年硅石开采能力 100 万吨，公司根据实际需求情况开采自有硅石矿。冶金板块电力供给大部分来自电力集团，2017 年协议电价 0.32 元/千瓦时，低于蒙西网电价格（为 0.383 元/千瓦时），具备成本优势。

生产加工方面，2016 年开始公司硅铁、硅锰年产能分别达到 180 万吨和 40 万吨；2017

年公司硅铁、硅锰产量为 151.03 万吨和 47.60 万吨，同比均有所增长。2018 年 1～3 月，公司硅铁、硅锰产量分别为 41.40 万吨和 9.44 万吨。

公司硅铁、硅锰的生产采取以销定产的方式，由销售部门依据 72 硅铁（含硅 72%）、75 硅铁（含硅 75%）的销售订单情况向生产部门下达生产任务单，生产部门依据现有 48 台炼炉的状况安排生产。由于公司订单较为充足，目前生产实行 24 小时三班倒。

产品销售

产品销售方面，公司主要客户为国内外大型钢铁集团及贸易企业。由于硅铁及硅锰属于钢铁冶炼中的脱氧剂和合金剂，单位产品消耗量低，钢铁企业较少采用大宗采购模式。因此，公司客户群体呈现多元、分散的特点。目前国内各硅铁生产企业生产工艺基本一致，产品同质化程度高。公司主要通过产品价格参与市场竞争，渠道维护及产品推广工作相对弱化。2017 年硅系合金销售前五大客户为陕钢集团韩城钢铁有限责任公司、内蒙古包钢钢联股份有限公司、天津美林商贸有限公司、鞍钢股份有限公司及江苏找铁合金电子商务有限公司，前五大客户销售额占比合计仅为 10.94%。

2017 年硅铁、硅锰销量分别为 161.08 万吨和 50.23 万吨，同比均有所上升；硅系产品售价受钢铁行业景气度影响大，2017 年钢铁行业景气度回升，带动硅铁、硅锰销售均价同比分别上涨至 5273.14 元/吨和 5781.41 元/吨，2018 年一季度进一步上涨至 7024.84 元/吨和 6574.05 元/吨。

化工板块

公司下设的化工板块经营范围涉及氯碱化工、精细化工、天然气化工、盐化工等各种领域，产品主要有电石、PVC、烧碱、片碱、水泥、尿素及合成氨等。公司的电石生产符合国家安全生产要求。在电石项目周边 1 公里以内没有主要河流两岸、公路、铁路、水路干线两侧，居民聚集区，以及学校、医院和其它严防污染的食品、药品、精密制造产品等建筑。化工板块主要运营主体为氯碱公司和化学公司。截至 2018 年 3 月底公司拥有年产 130 万吨电石及年产 40 万吨 PVC 的生产能力。

表 14　化工板块部分产品产销情况

（单位：万吨、元/吨）

指标名称		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1～3 月
电石	产量	126.84	134.58	160.70	41.87
	销量	68.45	75.52	106.11	20.88
	含税售价	2148.00	2156.32	2398.75	2624.51
PVC	产量	42.91	45.05	45.40	12.80
	销量	44.95	42.47	46.41	9.55
	含税售价	4912.00	4759.51	5582.98	5381.12

资料来源：公司提供

电石属于典型的高能耗产业，生产 1 吨电石需要消耗大约 3400 千瓦时的电力，电力成本约占电石生产成本的 65%。从成本构成看，电石生产的主要原料为石灰石、兰炭和电力。其中，石灰石占直接生产成本的 10%，由化工板块下属配套石灰石矿场供应，该矿资源储量 4 亿吨，可完全满足生产需求；兰炭占直接生产成本的 30%，全部对外采购。

除了在电力成本方面具备优势之外，化工板块采用配套意大利弗卡斯双梁式气烧窑煅烧白灰工艺，可有效提升石灰石利用效率，并降低兰炭单位损耗，综合生产成本在业内具备较强竞争力。

电石遇水（或湿气）、空气易发生反应，不适合长期保存，电石的这一特性决定了化工板块为减少库存而采取以销定产的生产方式。近年来公司电石及 PVC 产量逐年增长，2017 年产量分别为 160.70 万吨及 45.40 万吨，因数次技改等原因，公司电石及 PVC 实际生产能力已超过设计生产能力。

产品销售方面，公司电石有约一半自用生产 PVC，化工板块下游客户目前公司所产电石主要是面向外部的大型化工企业销售，销售渠道较为稳定，2017 年电石销售前五大客户包括

山东东岳化工有限公司、河南联创化工有限公司、唐山三友氯碱有限责任公司、内蒙古三联金山塑胶有限责任公司及内蒙古三联金山化工有限责任公司，公司电石销售回款方式以现款为主。

其他业务板块

其他业务主要包括置业板块及其他业务等。

置业方面，近三年一期该板块的收入分别为 2.92 亿元、22.19 亿元和 8.72 亿元，波动幅度大；同期毛利率分别为 41.60%、15.98%和 26.12%。2016 年度结算以前年度部分商品房，商品房毛利率较低，导致置业板块 2016 年毛利率大幅下降；2017 年受结转区域及结转商业地产规模较大等因素影响，置业板块毛利率回升至 26.12%。土地储备方面，截至 2018 年 3 月底，公司已无土地储备，无在建项目，公司在售的房地产项目包括东胜天骄花园项目和中山房地产项目，上述项目分别已回款 14.97 亿元和 16.45 亿元。近年来公司集中于主业发展，置业板块开展去库存工作，对该板块投入小。

其他业务方面，该板块主要包括材辅料销售、下脚料销售及租赁费收入等业务，2015 年～2017 年，该板块分别实现收入 4.68 亿元、4.56 亿元和 4.66 亿元，收入规模较小，对公司盈利状况影响不大。

综合看，公司主要终端产品硅铁及电石均为行业产能充足、竞争激烈的细分行业，公司依托当地丰富的煤电资源，低廉的电力成本支撑了冶金、化工板块较强的市场竞争优势，冶金、化工产品充足的产能需求也保障了电力机组的高效运营，对煤炭资源的开发也在一定程度上规避了煤炭价格波动对电力板块的冲击。公司各产业间协同效应明显，范围经济优势突出。

3. 柬埔寨电厂项目

2017 年公司合并报表范围新增鸿骏投资。鸿骏投资成立于 2010 年 6 月，成立时鄂控股持有鸿骏投资 50.00%股权，德正资源控股有限公司（以下简称“德正资源”）持有鸿骏投资 50.00%股权。公司为德正资源贷款进行担保时，德正资源将其持有的鸿骏投资 50.00%的股权对公司进行了股权质押的反担保，该股权经过评估、审计，法院拍卖，最后以 2.90 亿元的价格抵顶了代偿款。公司持有鸿骏投资 50.00%股权并将其纳入合并报表范围。

公司为“德正系”担保事件转贷偿债的金额为 26.14 亿元，2015 年～2017 年公司已对转贷代偿贷款计提了 22.41 亿元的减值损失，2017 年执行的鸿骏投资股权抵顶了 2.90 亿元。

C.I.I.D.G 鄂尔多斯鸿骏电力有限公司（以下简称“鸿骏电力”）是鸿骏投资持股 51%的柬埔寨火力发电企业，剩余 49%股权由柬埔寨国际发展投资集团（C.I.I.D.G）持有。鸿骏电力于柬埔寨南部沿海、西哈努克市东北约 14km 的西哈努克港海边建设成一期燃煤电厂项目，装机容量（3*135MW），同步建设烟气海水脱硫，配套建设 20000DWT 码头泊位一个；三台机组已分别于 2014 年 11 月、2015 年 3 月及 2016 年 10 月并网发电，2017 年鸿骏电力发电 31.49 亿度，售电量 28.77 亿度，销售均价为 0.09 美元/度。

总体看，2017 年公司新增柬埔寨电厂业务，燃煤电厂运行情况较好，一定程度上增强了公司的抗风险能力；同时联合资信也关注到未来该海外项目在管理、政策及汇率等方面对公司信用基本面可能造成的影响。

4. 在建项目

截至 2018 年 3 月底，公司较大的在建项目包括联海化工 160 万吨/年绿色喷吹料项目、联合煤业项目白家海子矿井项目（一期）和华龙盐化 600kt/a 真空制盐项目。截至 2018 年 3 月底已完成投资 21.05 亿元，公司在建项目均因建设计划、等待政府批文等原因已停建或尚未正式开工，2018 年 4~12 月计划再投入 0.12 亿元，整体资本支出压力不大。

表 15 公司主要在建项目情况(单位：亿元)

在建项目名称	预算数	截至 2018 年 3 月底已投资额	2018 年 4～12 月计划投资额	2019 年计划投资额	2020 年计划投资额
华龙盐化 600kt/a 真空制盐项目	6.80	0.71	--	--	--
联海化工 160 万吨/年绿色喷吹料项目	5.90	5.19	0.10	0.10	0.10
联合煤业项目白家海子矿井项目（一期）	15.00	14.98	0.02	0.02	--
合计	**27.70**	**21.05**	**0.12**	**0.12**	**0.10**

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2017 年合并财务报告，中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2018 年一季度财务报告未经审计。

合并范围方面，截至 2017 年底，公司纳入合并范围内的子公司 18 家，较 2016 年底新增鸿骏投资，并将鄂尔多斯市华实投资有限责任公司、内蒙古久安物业服务有限责任公司和呼和浩特市协和房地产开发有限公司移出合并报表范围。合并范围变化对财务数据可比性有一定影响。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 688.96 亿元，所有者权益 196.63 亿元（含少数股东权益 91.21 亿元）；2017 年实现营业收入 254.07 亿元，利润总额 13.66 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 719.68 亿元，所有者权益 199.18 亿元（含少数股东权益 92.93 亿元）；2018 年 1～3 月实现营业收入 54.63 亿元，利润总额 3.54 亿元。

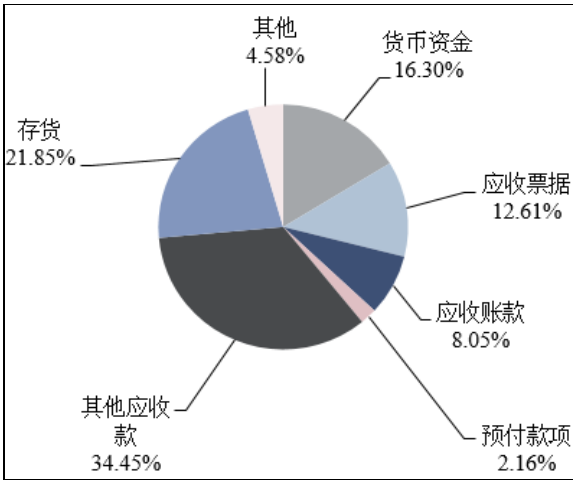
2. 资产质量

2015 年～2017 年，公司资产总额有所波动，年均复合变化率为-0.21%，截至 2017 年底为 688.96 亿元，其中非流动资产占 43.74%，流动资产占 56.26%。

流动资产

2015 年～2017 年，公司流动资产波动中有所增长，年均复合增长 4.85%，截至 2017 年底，公司流动资产为 301.36 亿元，以货币资金（占 16.30%）、应收票据（占 12.61%）、应收账款（占 8.05%）、其他应收款（占 34.45%）和存货（占 21.85%）为主。

图 6 截至 2017 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告

2015 年～2017 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 52.09%，截至 2017 年底，公司货币资金为 49.13 亿元，主要为银行存款 21.29 亿元和其他货币资金 27.83 亿元，其他货币资金全部使用受限，为银行承兑汇票保证金、信用证保证金及银行借款保证金等，货币资金受限比例较高。

2015 年～2017 年，公司应收票据波动增长，年均复合增长 35.00%，截至 2017 年底为 38.01 亿元，同比增长 87.71%，主要为银行承兑汇票（占 89.21%），应收票据中已质押的银行承兑汇票为 29.20 亿元，质押比例高。

2015 年～2017 年，公司应收账款波动中有所增长，年均复合增长 6.15%，截至 2017 年底为 24.26 亿元，共计提坏账准备 1.58 亿元。应收账款中按账龄分析法计提坏账准备 1.03

亿元，账龄 1 年以内款项合计占比 58.43%，1～2 年款项占比 23.55%。截至 2017 年底，按欠款方归集的期末余额前五名应收账款占应收账款期末余额合计数的比例为 20.57%，为对 EDC、内蒙古包钢钢联股份有限公司、河钢集团物资贸易有限公司和陕钢集团韩城钢铁有限责任公司应收账款，整体回收风险不大。总体上看，公司应收账款整体账龄一般，集中度水平较低。

2015 年～2017 年，公司其他应收款快速下降，年均复合下降 19.50%，截至 2017 年底为 103.82 亿元，同比减少 31.65%，2017 年公司采取与欠款方沟通积极回收款项及加快结算流程等方式降低其他应收款。公司共计提坏账准备 3.30 亿元，计提比例 3.08%，计提水平较低；按欠款方归集的期末余额前 5 名中主要为控股股东鄂控股借款 62.01 亿元，公司其他应收款项集中，且股东占款规模较大，存在一定回收风险。

2015 年～2017 年，公司存货波动增长，年均复合增长 35.42%，截至 2017 年底为 65.84 亿元，同比下降 14.92%，构成以原材料（占 23.41%）、开发产品（占 24.68%）、开发成本（占 24.00%）和库存商品（占 22.96%）为主，2016 年年报审计时将原在在建工程中列示的房地产开发产品和开发成本调整至存货中列示。公司计提存货跌价准备 2.98 亿元，计提比例 4.33%，计提水平一般。

非流动资产

2015 年～2017 年，公司非流动资产波动中有所下降，年均复合下降 3.67%，截至 2017 年底为 387.60 亿元，同比增长 7.17%，公司非流动资产构成以固定资产（占 73.48%）、在建工程（占 8.15%）和长期股权投资（占 10.69%）为主。

2015 年～2017 年，公司固定资产有所增长，年均复合增长 9.06%，截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 284.82 亿元，主要包括房屋建筑物、机器设备和井巷工程。

2015 年～2017 年，公司在建工程快速下降，年均复合下降 47.23%，截至 2017 年底为 31.58 亿元，同比下降 18.90%，投资规模较大项目包括：联海煤业白家海子项目和康巴什办公大楼等。

2015 年～2017 年，公司长期股权投资有所波动，年均复合增长 0.12%，截至 2017 年底，公司长期股权投资为 41.42 亿元，主要包括对内蒙古鄂尔多斯永煤矿业投资有限公司、鄂尔多斯市鄂尔多斯双欣电力有限公司及内蒙古鄂尔多斯联合化工有限公司等联营企业的投资。

截至 2017 年底，公司受限资产合计 112.47 亿元，占公司总资产比重为 16.32%，受限资产比例较高。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 719.68 亿元，较 2017 年底增长 4.46%，主要系应收票据及存货增长所致。截至 2018 年 3 月底，货币资金 52.14 亿元，较 2017 年底增长 6.12%；截至 2018 年 3 月底，应收票据 51.82 亿元，较 2017 年底增长 36.36%；截至 2018 年 3 月底，其他应收款 111.42 亿元，较 2017 年底增长 7.32%，主要为公司对控股股东鄂控股应收款 62.60 亿元，占其他应收款比例为 54.71%，关联方借款占比高；资产构成上，因应收票据及存货有所增长，公司非流动资产占比有所下降。

总体看，公司流动资产中货币资金受限部分占比较高，其他应收款金额较大（主要为股东占款），存在一定占用资金风险，整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2015 年～2017 年，公司所有者权益保持相对稳定，年均复合增长 1.83%，主要源自少数股东权益的增长，截至 2017 年底，公司所有者权益合计 196.63 亿元，同比增长 6.82%，主要因为来自于少数股东权益增长。截至 2017

年底，公司所有者权益主要由实收资本 62.01 亿元（占 31.54%）、未分配利润 32.92 亿元（占 16.74%）、少数股东权益 91.21 亿元（占 46.39%）组成。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益为 199.18 亿元，所有者权益结构较 2017 年底变化不大。

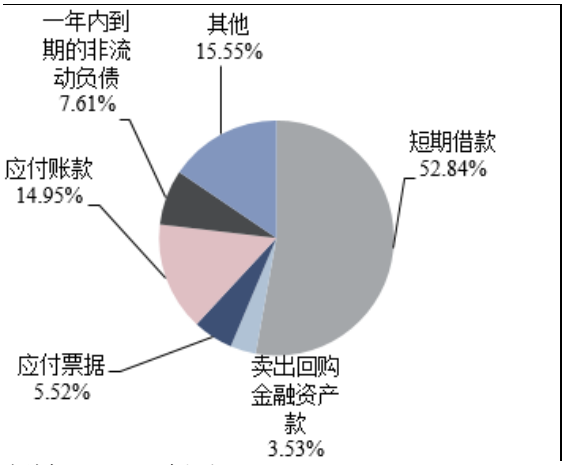
整体看，公司所有者权益中未分配利润和少数股东权益占比高，稳定性较差。

负债

2015 年～2017 年，公司负债总额有所波动，年均复合变动率为-0.99%，截至 2017 年底，公司负债合计 492.34 亿元，同比增长 1.44%，其中流动负债占 74.32%，非流动负债占 25.68%。

2015 年～2017 年，公司流动负债波动中有所增长，年均复合增长 10.18%，截至 2017 年底公司流动负债为 365.89 亿元，其中短期借款占 52.84%，应付账款占 14.95%，其他应付款占 7.51%，一年内到期的非流动负债占 7.61%。

图 7 截至 2017 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告

2015 年～2017 年，公司短期借款不断增长，年均复合增长 12.13%，截至 2017 年底，公司短期借款为 193.35 亿元，同比增长 8.12%，其中主要为质押借款为 43.13 亿元、保证借款 95.41 亿元和已贴现到期票据 35.08 亿元，2017 年公司为降低融资成本，将传统的承兑汇票贴现模式调整为承兑汇票质押贷款变现模式。

截至 2017 年底，公司卖出回购金融资产款 12.92 亿元，为公司下属财务公司按回购协议卖出票据等金融资产融入的资金。

2015 年～2017 年，公司应付账款不断增长，年均复合增长 10.77%，截至 2017 年应付账款为 54.72 亿元，同比增长 18.45%。

2015 年～2017 年，公司一年内到期的非流动负债波动幅度较大，年均复合变动率为-1.74%，截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 27.84 亿元，同比下降 65.69%，其中一年内到期的长期借款 17.51 亿元、一年内到期的应付债券 10.33 亿元（主要为额度 10.00 亿元的短期融资券“17 鄂绒 CP001”，已于 2018 年 4 月兑付）。

2015 年～2017 年，公司其他应付款波动中有所下降，年均复合下降 9.28%，截至 2017 年底，其他应付款为 27.49 亿元，其中暂借款为 14.80 亿元、往来款项为 11.79 亿元。

2015 年～2017 年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 20.65%，截至 2017 年底为 126.45 亿元，同比增长 29.89%，主要由于长期借款和应付债券增长所致。

2015 年～2017 年，公司长期借款不断增长，年均复合增长 10.52%，截至 2017 年底，公司长期借款合计 101.24 亿元，其中主要为抵押借款 42.20 亿元、保证借款 50.31 亿元。

2015 年～2017 年，公司应付债券波动下降，年均复合下降 60.76%，截至 2017 年底为 17.96 亿元，同比增长 259.17%，主要因为公司子公司鄂尔多斯于 2017 年发行额度 13.00 亿元期限 5 年的公司债券“17 鄂资 01”（已于 2018 年 3 月兑付）。

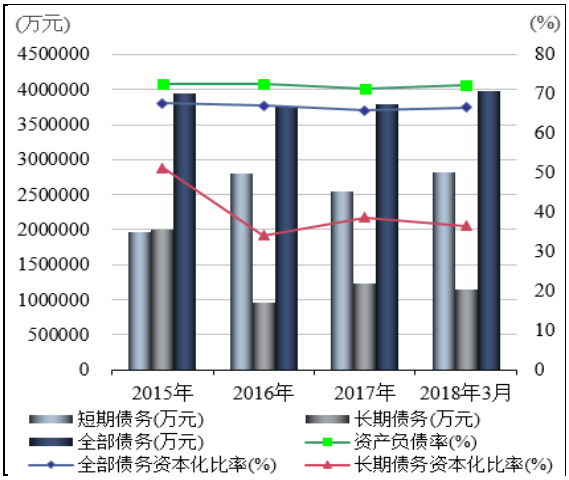
有息债务方面，2015 年～2017 年，公司全部债务规模有所波动，年均复合下降 2.16%，截至 2017 年底，公司调整后全部债务（含长期应付款中的融资租赁款）合计 378.33 亿元；从债务构成上看，短期债务占 67.22%，长期债务占 32.78%，中长期债务占比较低，债务结构

有待改善。

债务指标方面，2015 年～2017 年，公司资产负债率和调整后全部债务资本化比率呈下降趋势，三年加权均值分别为 72.00%和 66.54%，2017 年底分别为 71.46%和 65.80%；2017 年因为公司调整后长期债务规模的上升，调整后长期债务资本化比率也有所上升，2017 年为 38.67%。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 520.50 亿元，较上年底增长 5.72%，其中流动负债 403.02 亿元（占 78.14%），非流动负债 117.48 亿元（占 21.86%），增长主要来自短期借款。截至 2018 年 3 月底，公司短期借款 217.02 亿元，较 2017 年底增长 12.24%，主要因为公司增加了承兑汇票质押贷款。同期，公司调整后全部债务合计 397.04 亿元，较上年底增长 4.95%，其中短期债务 282.12 亿元，调整后长期债务 114.89 亿元，调整后长期债务资本化比率、调整后全部债务资本化比率和资产负债率分别为 36.58%、66.59%和 72.32%。

图 8　公司有息债务情况



资料来源：公司财务报告

总体看，近年来公司债务规模有所波动，债务负担较重；短期债务占比高，债务期限结构有待优化。

4．盈利能力

2015 年～2017 年，公司营业收入快速增长，年均复合增长 27.92%，2017 年公司实现营业收入 254.07 亿元，同比增长 37.94%；同期，公司实现营业利润 12.50 亿元。

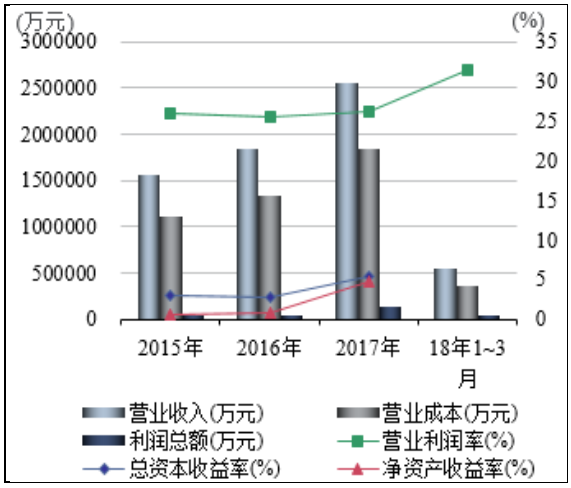
2015 年～2017 年，公司期间费用率有所波动，分别为 24.46%、21.23%和 19.52%。2017 年，公司期间费用合计 49.58 亿元，同比增长 26.80%，但因营业收入相对较快增长影响，期间费用率同比有所下降。总体看，公司期间费用率维持在较高水平，但期间费用控制能力有所提升。

非经常性损益方面，2015 年～2017 年，公司资产减值损失波动中有所下降，年均复合下降 14.83%，主要为公司计提坏账损失 1.94 元及固定资产减值损失 1.30 亿元；2017 年公司实现投资收益 0.16 亿元，同比下降 92.65%，2016 年投资收益 2.13 亿元主要为处置可供出售金融资产取得投资收益 1.85 亿元。

2015 年～2017 年，公司利润总额快速增长，年均复合增长 103.18%，2017 年实现利润总额 13.66 亿元，同比增长 191.75%，主要因为公司冶金及化工板块收入规模大幅增长及合并范围增加鸿骏电力。

盈利指标方面，近三年营业利润率、总资本收益率和净资产收益率加权均值分别为 25.87%、4.10%和 2.67%，2017 年分别为 26.07%、5.37%和 4.72%。整体看，受利润总额上升影响，公司盈利能力有所上升，盈利指标得到优化。

图 9　公司盈利能力情况



资料来源：公司财务报告

2018 年 1～3 月，公司实现营业收入、营业利润及利润总额分别为 54.63 亿元、3.88 亿元和 3.54 亿元，其中营业收入为 2017 年全年的 21.50%，营业利润率上升至 31.46%。

总体上，近年来公司营业收入快速增长，盈利能力波动中有所上升；公司期间费用率维持在较高水平，期间费用控制能力有待提升。

5. 现金流分析

从经营活动方面，2015 年～2017 年公司经营活动现金流入量快速增长，年均复合增长 16.84%，2017 年经营活动现金流入量为 284.68 亿元，其中主要为销售商品、提供劳务收到现金 255.01 亿元；公司收到其他与经营活动有关的现金主要为往来款。2015 年～2017 年，公司经营活动现金流出量波动增长，年均复合增长 22.68%，2017 年为 235.95 亿元，其中主要为购买商品、接受劳务支付的现金 154.13 亿元，支付的其他与经营活动有关的现金 37.95 亿元，主要为支付的销售费用 12.37 亿元和往来款 22.57 亿元。近三年公司经营活动现金净流量有所波动，年均复合增长下降 2.97%，三年分别为 51.76 亿元、58.05 亿元和 48.73 亿元。2015～2017 年，公司现金收入比分别为 122.89%、105.50%和 100.37%，收入实现质量持续下降。

投资活动方面，2015 年～2017 年公司投资活动现金流入量波动中有所下降，年均复合下降 14.85%，2017 年为 10.46 亿元，2017 年公司处置子公司及其他单位收到现金 3.98 亿元，收到其他与投资活动有关的现金 3.44 亿元（主要为往来款、投标保证金及履约保证金）；2015 年～2017 年公司投资活动现金流出量波动中有所下降，年均复合下降 13.68%，2017 年为 19.67 亿元，其中最主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金 7.26 亿元，投资支付现金 9.94 亿元。2015 年～2017 年投资活动现金净流量分别为-11.97 亿元、-9.84 亿元和-9.21 亿元。

2015 年～2017 年公司筹资活动前现金流净额分别为 39.80 亿元、48.22 亿元和 39.52 亿元，受对外投资降低影响，经营活动产生现金流可满足公司投资活动，对外融资压力不大。

从筹资活动看，近三年公司筹资活动现金流入量快速增长，年均复合增长 40.68%，2017 年为 461.80 亿元，其中主要为取得借款收到现金 383.43 亿元和收到其他与筹资活动有关的现金 52.82 亿元（其中往来款 32.36 亿元、收回保证金 20.46 亿元）。近三年公司筹资活动现金流出量快速增长，年均复合增长 31.33%，2017 年为 489.91 亿元，其中偿还债务支付 428.58 亿元，支付其他与筹资活动有关的现金 33.97 亿元（其中主要为存出保证金 19.99 亿元、三个月以上票据保证金 13.89 亿元）。2015 年～2017 年，公司筹资活动现金流量净额分别为-50.70 亿元、-51.36 亿元和-28.10 亿元，筹资活动现金流持续呈现净流出状态。

2018 年 1～3 月，公司经营活动现金流量净额为 14.43 亿元；投资活动现金流量净额为-3.53 亿元；筹资活动现金流量净额为-14.10 亿元。

总体看，近年来受公司投资支出下降影响，公司经营活动产生现金流能够满足公司投资需求；但受近年债务到期影响，公司筹资活动现金流呈现持续大额流出。公司整体仍有一定资金压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年～2017 年流动比率和速动比率波动下降，三年加权均值分别为 83.17%和 65.81%，2017 年底分别为 82.37%和 64.37%。截至 2018 年 3 月底上述指标分别为 84.56%和 65.72%。近三年，公司经营现金流动负债比持续下降，三年分别为 17.17%、14.96%和 13.32%。考虑到公司短期债务规模较大、占比高，且持有的上市公司鄂尔多斯（代码 600295.SH）股权已全部质押，公司短期支付压力大。

从长期偿债能力指标看，2015 年～2017 年，公司 EBITDA 规模呈波动上升趋势，受 2017 年利润总额大幅增长影响，2017 年 EBITDA 为 59.77 亿元。2015 年～2017 年公司全部债务/EBITDA 倍数波动下降、EBITDA 利息倍数在波动中有所增长，上述两项指标三年加权均值分别为 7.64 倍和 2.79 倍，2017 年两项指标分别为 6.33 倍和 2.77 倍。公司长期偿债指标一般。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得各家银行授信额度 470.64 亿元，未使用额度 108.93 亿元；公司子公司鄂尔多斯（代码 600295.SH）为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

截至2017年底，母公司资产总额242.89亿元，流动资产114.30亿元（占47.06%），非流动资产128.59亿元（占52.94%）；流动资产主要由其他应收款构成，为107.69亿元；非流动资产主要是长期股权投资112.79亿元。截至2018年3月底，母公司资产总额243.85 亿元，较2017年底变化不大。

截至2017年底，母公司负债合计143.90亿元，其中流动负债108.56亿元（占75.44%），非流动负债35.35亿元（占24.56%）；流动负债主要为短期借款46.35亿元、其他应付款50.48亿元及一年内到期的非流动负债10.00亿元；非流动负债主要为长期借款25.55亿元、应付债券5.00亿元和长期应付款4.80亿元。截至2017年底，母公司有息债务91.70亿元，资产负债率为59.24%，全部债务资本化比率为48.09%，长期债务资本化比率为26.31%。

截至2018年3月底，母公司负债合计143.02亿元，较2017年底变化不大。截至2018年3月底，母公司有息负债92.17亿元，资产负债率为58.65%，全部债务资本化比率为47.76%，长期债务资本化比率为25.01%。

截至2017年底，母公司所有者权益合计98.99亿元，其中实收资本62.01亿元，未分配利润28.61亿元，资本公积6.76亿元。截至2018年3月底，母公司所有者权益100.83亿元。

盈利能力方面，2017年，母公司营业收入有所下滑，全年实现收入0.26亿元，营业成本0.00亿元。2017年，母公司实现营业利润1.14亿元（其中投资收益8.22亿元），利润总额1.14亿元，营业利润率为88.84%。2018年1~3月，母公司实现营业收入0.00亿元，营业利润1.84亿元（其中投资收益3.99亿元），利润总额为1.84亿元。

总体看，公司本部资产质量较差，主要为其他应收款及长期股权投资，资产流动性差；债务水平较高，有息负债以短期债务为主；本部收入水平很低，盈利能力弱。

8. 或有负债

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额 36.22 亿元，担保比率 18.18%。公司对外担保区域及行业集中度较高，且受经济环境影响，部分企业经营情况较差，且于 2015 年已出现代偿风险。

表 16　截至 2018 年 3 月底公司对外担保情况

被担保企业名称	担保余额（万元）	是否互保	担保结束时间
内蒙古东达蒙古王集团有限公司	14500.00	否	2018.4.18
内蒙古伊东煤炭集团有限责任公司	60760.00	否	2020.2.12
	20990.00	否	2019.6.20
	34995.00	否	2019.6.20
内蒙古东华能源有限责任公司	50000.00	否	2019.7.1
内蒙古伊泰集团有限公司	510.00	是	2019.5.18
	734.25		2024.1.15
	2316.60		2030.1.5
	49000.00		2020.3.26

乌海市宝峰煤化有限责任公司	4000.00	否	2018.9.20
德正资源控股有限公司	79864.65	否	2022.1.12
内蒙古双欣资源控股有限公司	14500.00	是	2018.5.28
内蒙古双欣环保材料股份有限公司	4314.17	是	2019.12.7
鄂尔多斯宏基亿泰能源有限公司	1000.00	是	2020.2.28
内蒙古双欣能源化工有限公司	20000.00	是	2018.11.21
西宁城投设备投资经营有限公司	4700.00	是	2021.8.9
合计	**362184.67**	--	--

资料来源：公司提供

注：1. 公司对德正资源控股有限公司的担保额度受汇率影响或发生变化；2. 截至报告出具日，公司对内蒙古东达蒙古王集团有限公司担保已到期。

内蒙古东华能源有限责任公司（以下简称“东华能源”）为内蒙古伊东煤炭集团有限责任公司（以下简称“伊东集团”）子公司，主营煤矿机械设备及销售。截至 2017 年底，东华能源合并资产总额为 44.13 亿元，所有者权益 1.24 亿元，2017 年东华能源实现营业收入 13.89 亿元，利润总额-0.16 亿元。截至 2018 年 3 月底，东华能源合并资产总额 45.99 亿元，所有者权益 1.23 亿元，2018 年 1～3 月东华能源实现主营业务收入 3.70 亿元，利润总额-0.01 亿元。

伊东集团主营原煤生产、煤炭运销河机械配件等业务。截至 2017 年底，伊东集团合并资产总额 244.68 亿元，所有者权益 108.47 亿元，2017 年实现营业收入 32.07 亿元，利润总额 3.00 亿元。截至 2018 年 3 月底，伊东集团实现资产总 246.19 亿元，所有者权益 108.91 亿元；2018 年 1～3 月实现营业收入 6.79 亿元，利润总额 0.57 亿元。公司对伊东集团及东华能源担保余额合计 16.67 亿元，担保规模较大。

内蒙古伊泰集团有限公司（以下简称“伊泰集团”）属能源行业，主营原煤生产、加工、矿山设备、煤化工等业务，截至 2017 年底伊泰集团合并资产总额 1119.03 亿元，所有者权益 386.44 亿元，2017 年伊泰集团实现营业收入 409.12 亿元，利润总额 61.82 亿元。截至 2018 年 3 月底伊泰集团合并资产总额 1140.19 亿元，所有者权益 398 亿元，2018 年 1～3 月伊泰集团实现营业收入 85.13 亿元，利润总额 16.60 亿元。

公司对内蒙古双欣资源控股有限公司（以下简称“双欣资源”）、内蒙古双欣能源化工有限公司（双欣资源控股子公司，以下简称“双欣能化”）及内蒙古双欣环保材料股份有限公司（双欣能化子公司）合计担保余额 2.79 亿元，公司与双欣能化分别持有鄂尔多斯市鄂尔多斯双欣电力有限公司 45.00%股权。截至 2017 年底，双欣资源合并资产总额为 203.94 亿元，所有者权益 74.21 亿元，2017 年实现营业收入 95 亿元，利润总额 6.38 亿元；截至 2018 年 3 月底，双欣资源合并资产总额 210.55 亿元，所有者权益 75.34 亿元，2018 年 1～3 月实现主营业务收入 22.81 亿元，利润总额 1.20 亿元。

截至 2017 年底，公司已为德正资源担保转贷偿债 26.14 亿元，2015～2017 年公司已对转贷代偿贷款计提了 22.41 亿元的减值损失，2017 年执行的鸿骏投资股权抵顶了 2.90 亿元。

总体看，公司担保比率较高，且被担保方行业集中度高，经营压力大，已出现代偿的情况，公司或有负债风险较高。

9. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码为：G1015060200000070M），截至 2018 年 5 月 29 日，公司有 3 笔已结清关注贷款，均由银行依据稳健经营原则对一些较大的非抵质押贷款分类下调造成，并非企业自身原因造成。

10. 抗风险能力

公司在羊绒、硅铁及硅锰等行业地位突出，产业链完整；公司收入及现金流入规模保持增长。综合来看，公司整体抗风险能力很强。

十、存续债券偿还能力分析

公司 2018 年 4 月发行了“18 鄂绒 CP001”，发行期限 1 年，发行额度 10.00 亿元。截至 2017 年底，公司的现金类资产 90.26 亿元，为“18 鄂绒 CP001”的 9.03 倍；截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产 107.98 亿元，为“18 鄂绒 CP001”的 10.80 倍；2017 年经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为 284.68 亿元和 48.73 亿元，分别为“18 鄂绒 CP001”的 28.47 倍和 4.87 倍。2017 年，公司 EBITDA 为 59.77 亿元，为“18 鄂绒 CP001”的 5.98 倍。总体看，公司现金类资产、EBITDA 和经营活动现金流对一年内到期的债券覆盖程度高。

表17 一年内到期债券保障情况（单位：亿元、倍）

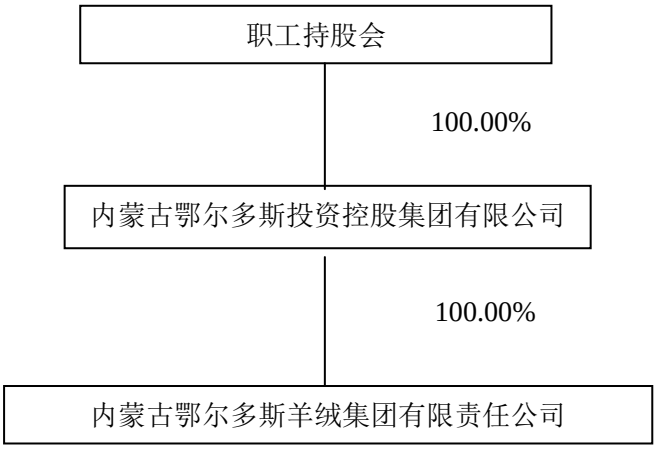
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	10.00
现金类资产/一年内到期债券余额	9.03
经营活动现金流入量/一年内到期债券余额	28.47
经营活动现金流净额/一年内到期债券余额	4.87
EBITDA/一年内到期债券余额	5.98

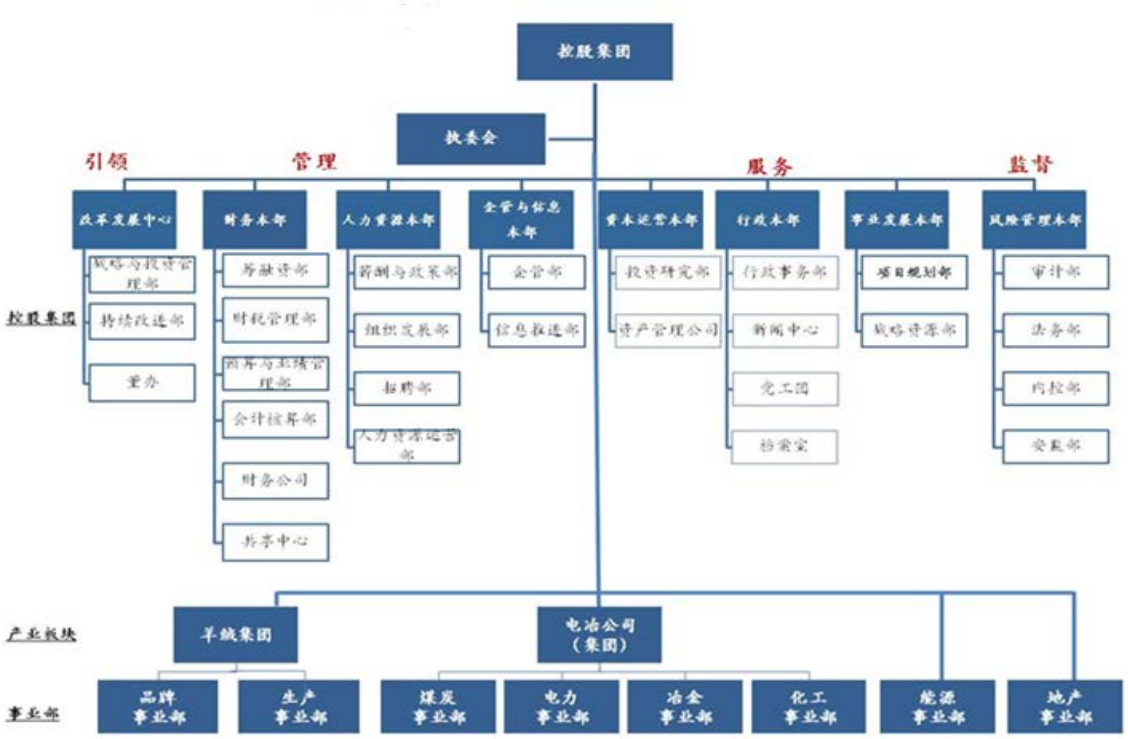
资料来源：公司提供

十一、结论

综合评估，联合资信确定维持内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定，并维持“18 鄂绒 CP001”的信用等级为 A-1。

附件 1　公司股权结构图及组织结构图





附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	44.32	46.70	90.26	107.98
资产总额(亿元)	691.86	669.41	688.96	719.68
所有者权益(亿元)	189.61	184.06	196.63	199.18
短期债务(亿元)	195.71	279.95	254.33	282.15
长期债务(亿元)	199.52	95.17	124.00	114.89
全部债务(亿元)	395.23	375.12	378.33	397.04
营业收入(亿元)	155.26	184.19	254.07	54.63
利润总额(亿元)	3.31	4.68	13.66	3.54
EBITDA(亿元)	45.06	41.40	59.77	--
经营性净现金流(亿元)	51.76	58.05	48.73	14.43
财务指标				
销售债权周转次数(次)	3.71	4.59	5.08	--
存货周转次数(次)	2.83	2.36	2.56	--
总资产周转次数(次)	0.25	0.27	0.37	--
现金收入比(%)	122.89	105.50	100.37	125.95
营业利润率(%)	25.97	25.48	26.07	31.46
总资本收益率(%)	2.96	2.75	5.37	--
净资产收益率(%)	0.57	0.67	4.72	--
长期债务资本化比率(%)	51.27	34.08	38.67	36.58
全部债务资本化比率(%)	67.58	67.08	65.80	66.59
资产负债率(%)	72.59	72.50	71.46	72.32
流动比率(%)	90.96	79.32	82.37	84.56
速动比率(%)	79.04	59.37	64.37	65.72
经营现金流动负债比(%)	17.17	14.96	13.32	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.63	2.93	2.77	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.77	9.06	6.33	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2.长期应付款计入公司长期债务

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注： 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	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	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	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	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	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	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	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	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	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息