

# 跟踪评级公告

联合评字[2016]579号

内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”**

**内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司发行的“12 鄂资债”债券信用等级为 AA+**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

# 内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司

## 公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA+

上次评级结果：AA+

债项简称：12鄂资债

债券规模：40 亿元

债券期限：5 年

债项信用等级

跟踪评级结果：AA+

上次评级结果：AA+

上次评级时间：2015 年 6 月 1 日

跟踪评级时间：2016 年 6 月 12 日

主要财务数据：

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	439.72	444.82	444.69
所有者权益(亿元)	132.30	134.37	135.86
长期债务(亿元)	88.87	72.66	79.27
全部债务(亿元)	223.73	247.52	236.67
营业收入(亿元)	155.68	152.40	35.18
净利润(亿元)	8.67	4.88	1.43
EBITDA(亿元)	41.22	38.45	--
经营性净现金流(亿元)	49.37	50.06	12.70
营业利润率(%)	5.06	2.16	27.38
净资产收益率(%)	6.66	3.66	--
资产负债率(%)	69.91	69.79	69.45
全部债务资本化比率(%)	62.84	64.82	63.53
流动比率(倍)	0.61	0.55	0.58
EBITDA 全部债务比(倍)	0.18	0.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.72	2.90	--
EBITDA/待偿债券本金(倍)	1.03	0.96	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。2、公司全部债务的计算范围包括“其他应付款”、“一年内到期的非流动负债”的债务部分。

评级观点

作为全球产销规模领先的羊绒服装生产销售企业和单体硅铁合金生产企业，跟踪期内，内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司（以下简称“公司”或“鄂尔多斯”）继续保持着在国内的行业主导地位，羊绒产品品牌和循环经济产业链优势突出。由于控制上游产业链的成本优势，在行业整体景气度不高的背景下，公司仍然保持较大盈利规模，经营性现金流继续呈现较大规模净流入状态，显示出公司较强的抗风险能力。但受外部环境影响，公司羊绒产销量进一步下降，羊绒板块毛利率略有下降；公司能源冶金化工板块主要产品的销售价格大幅下降，板块利润规模大幅下降。跟踪期内，公司整体盈利能力下滑明显，债务负担依旧处于较高水平。

未来，公司将加强鄂尔多斯产品创新及品牌建设，并进一步完善能源冶金化工上下游产业链，维持成本优势。

综上所述，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；维持“12 鄂资债”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 跟踪期内，公司充分发挥自身的成本优势，继续加强市场渠道的拓展，实现在行业疲软情况下收入规模的基本稳定。

2. 跟踪期内，凭借循环产业链和成本优势，公司硅铁、硅锰合金等主要产品产销量均有所上升，市场话语权进一步提升。

3. 跟踪期内，公司经营性现金流继续呈现较大规模净流入状态，大规模的政府补助也为公司盈利奠定了良好基础。

关注

1. 跟踪期内，宏观经济下行使得公司主要

产品下游需求疲软、销售价格大幅下降，短期内疲弱的经济形势仍将对公司经营形成较大挑战。

2. 跟踪期内，公司主营业务盈利能力有所弱化，财务费用依旧处于较高水平；受固定资产大规模计提的影响，公司利润规模下降较快。

3. 跟踪期内，公司短期债务占比升高，债务负担进一步加重，短期偿债压力增大。

#### 分析师

冯 磊

电话：010-85172818

邮箱：fengl@unitedratings.com.cn

林嘉滨

电话：010-85172818

邮箱：linjiabin@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司（以下简称“公司”或“鄂尔多斯”）是于 1995 年 10 月 15 日，以原鄂尔多斯羊绒衫厂为发起人，采取募集设立方式向境外投资者发人民币特种股票（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 600295。

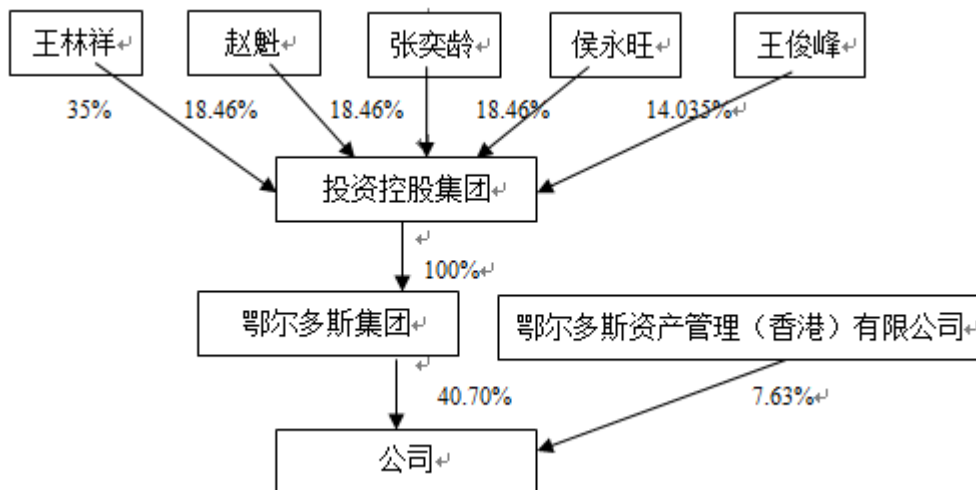
2003 年 6 月，公司以 2002 年末总股本 5.16 亿股为基数，用资本公积转增股本，每 10 股转增 10 股，总股本增至 10.32 亿股。2006 年 1 月 25 日，公司进行股权分置改革：即公司唯一非流通股股东内蒙古鄂尔多斯羊绒集团有限责任公司（以下简称“鄂尔多斯集团”）向 2006 年 2 月 6 日登记在册的流通 A 股股东每 10 股支付 2 股对价股份。

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。

2014 年，公司股东鄂尔多斯资产管理（香港）有限公司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。截至 2016 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 49,875.06 万股，持股比例 48.33%。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”），为公司的最终控股公司。

图 1 截至 2016 年 3 月底公司的股权控制图



资料来源：联合评级整理

截至 2016 年 3 月底，公司本部新设安全管理部门，共计 12 个职能部门；纳入公司合并范围的控股子公司合计 26 家；拥有在职员工 20,078 人。

截至 2015 年末，公司合并资产总额为 444.82 亿元，负债合计 310.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益）134.37 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 70.70 亿元。2015 年，公司实现营业收入 152.40 亿元，净利润（含少数股东损益）4.88 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.41 亿元；经营活动产生的现金流净额 50.06 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.01 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司合并资产总额 444.69 亿元，负债合计 308.83 亿元，所有者权益（含

少数股东权益) 135.86 亿元, 其中归属于母公司的所有者权益 71.72 亿元。2016 年 1~3 月, 公司实现营业收入 35.18 亿元, 净利润(含少数股东损益) 1.43 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 0.87 亿元; 经营活动产生的现金流净额 12.70 亿元, 现金及现金等价物净增加额 0.40 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: 王臻。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

本期公司债券发行工作已于 2012 年 9 月 3 日结束, 发行总额为 400,000.00 万元人民币。其中网上发行 574.30 万元, 网下发行 339,425.70 万元, 发行票面利率为 6.20%。债券期限为 5 年, 本期公司债券票面利率在债券存续期内固定不变, 采取单利按年计息, 不计复利。

本期债券已于 2012 年 9 月 13 日在上海证券交易所挂牌交易, 证券简称为“12 鄂资债”, 证券代码“122163”。

跟踪期内, 公司支付了本期公司债券 2014 年 8 月 30 日至 2015 年 8 月 29 日的利息 2.48 亿元。本期公司债发行所募集资金已全部用于补充流动资金和偿还银行借款。

## 三、行业分析

2015 年, 公司收入及利润主要来源于羊绒和铁合金业务。

### 1. 羊绒加工业

我国羊绒及制品加工数量世界第一、生产能力世界第一、出口量世界第一, 世界羊绒消费市场 3/4 以上的商品产自中国。虽然近年来出于植被保护、生态和谐目的, 中国政府推行了“禁牧、限牧、圈养”等政策, 但中国羊绒在世界羊绒业的地位没有发生变化, 中国羊绒产品在世界羊绒市场所占的份额持续增长。

2015 年, 随着全球制造业的结构调整, 羊绒加工产业继续向中国境内转移, 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。

依据智研咨询数据, 2015 年我国山羊绒出口数量为 2,596 吨, 同比增长 9.3%; 出口金额为 21,058.6 万美元, 同比下降 8.5%。2015 年, 国内羊绒产品下游需求继续低迷, 主要厂商的产量、销售下降有所下降。

2015 年, 我国羊绒行业存在的主要问题依然没有根本性改观: 我国羊绒业的发展主要是依赖规模的扩大, 缺乏真正知名的自主品牌, 产品的附加值还有待提高。我国羊绒制品出口往往只能占据国际羊绒商品的低端市场, 或者为国外品牌接单加工, 贴牌出口。此外, 羊绒企业缺乏有效的营销渠道, 消费市场对中国羊绒产品品质、中国羊绒深加工能力还需要进一步的认知和感受。

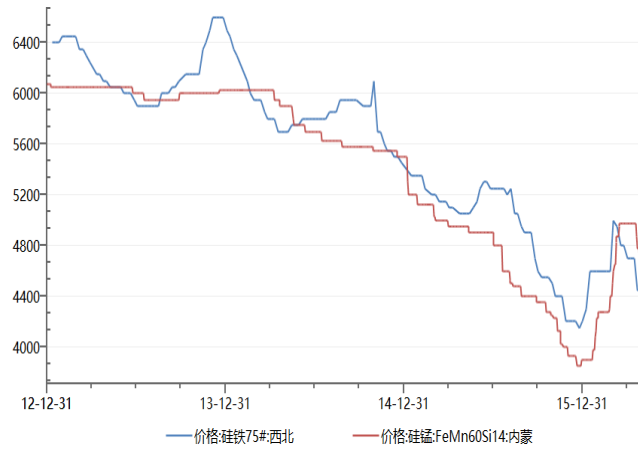
总体看, 我国是羊绒大国, 但羊绒质量、品牌影响力以及技术水平制约着我国羊绒行业的发展。未来我国羊绒行业将加快品牌建设、形成自主掌控的销售渠道, 提高创新能力、普及高端技术, 加强产品设计管理模式, 加快市场反应速度, 形成具有核心竞争力的行业态势。

### 2. 铁合金业

2015 年我国宏观经济下行压力仍然较大, 钢铁行业仍未走出低谷, 硅铁、硅锰市场继续走弱, 销售价格不断下跌, 行业进入最困难时期。从价格走势看, 硅铁、硅锰价格走势基本一致: 2015 年, 硅铁、硅锰价格均呈现大幅下滑趋势, 进入 2016 年, 年初经历短暂回升后, 于 2016 年 2 月迅速下

降。截至 2016 年 5 月 13 日，硅铁价格为 4,300 元/吨，硅锰价格为 4,575 元/吨。

图 2 2012 年以来我国硅铁、硅锰价格走势（单位：元/吨）



在价格持续低迷的情况下，我国硅铁、硅锰生产线严重开工不足。2015 年硅铁、硅锰的产能均达到最高峰，但产量均出现大幅下滑，产能利用率跌到最低。2015 年，我国硅铁产能 918.75 万吨/年，产量为 333.01 万吨，产能利用率 36.25%；硅锰产能为 2,290.90 万吨/年，产量 550.95 万吨，产能利用率 24.05%。

表 1 近三年我国硅铁、硅锰产能、产量情况（单位：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
2013 年	747.50	591.62	79.15	1,716.00	901.63	52.54
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

资料来源：Wind 资讯，联合评级整理。

总体看，2015 年，硅铁行业景气度迅速下滑而行业产能却大幅增长，未来行业整合力度将加大；在价格低迷时期，具备成本优势的企业竞争优势明显。

#### 四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化；主要管理制度连续，管理运作正常。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

2015 年，受行业产能过剩影响，公司主要产品销售价格大幅下滑，行业企业普遍亏损，公司依靠自身全产业链的成本优势仍保持盈利。同时，公司扩大产能、产量，使得整体销售收入下降较少。2015 年，公司实现营业收入 152.40 亿元，较上年减少 2.11%；营业利润 3.30 亿元，较上年减少 58.13%；净利润 4.88 亿元，较上年减少 43.75%。

从主营业务情况来看，受下游需求疲软影响，2015 年，公司实现主营业务收入 149.70 亿元，较

上年减少 2.50%，羊绒板块和电冶板块的占比分别为 15.30% 和 84.70%。具体来看，羊绒板块实现主营业务收入 22.90 亿元，较上年下降 2.97%；电冶板块实现主营业务收入 126.80 亿元，较上年减少 2.42%。

表 2 2014~2015 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		
	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
电冶板块	129.95	84.63	26.46	126.80	84.70	23.00
<b>合计</b>	<b>153.54</b>	<b>100.00</b>	<b>29.08</b>	<b>149.70</b>	<b>100.00</b>	<b>25.80</b>

资料来源：公司年报

注：与表 3 合计数不一致，主要系羊绒板块分产品时公司只对外披露羊绒制品所致。

分产品来看，羊绒制品毛利率虽较 2014 年有所下降，但仍保持在 42.77% 的较高水平；硅铁受销售价格大幅下降影响，毛利率由 2014 年的 30.12% 下降至 23.18%；由于进口锰矿石采购价格下降幅度大于硅锰产品销售价格，硅锰毛利率有所上升；煤炭受益于公司控制开采成本，毛利率上升至 53.28%；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，2015 年毛利率有所上升。其他板块毛利率变化不大。2015 年，公司主营业务毛利率为 26.26%，小幅下降 3.44 个百分点。

表 3 2014~2015 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		
	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	15.50	42.77
硅铁	64.51	44.68	30.12	59.10	42.05	23.18
硅锰合金	15.74	10.90	16.16	20.23	14.40	17.44
煤炭	8.49	5.88	42.36	5.47	3.90	53.28
电石	16.48	11.41	28.86	14.45	10.28	27.50
PVC 树脂	17.30	11.98	14.51	19.49	13.87	17.82
<b>合计</b>	<b>144.38</b>	<b>100.00</b>	<b>29.70</b>	<b>140.53</b>	<b>100.00</b>	<b>26.26</b>

资料来源：公司年报

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 35.18 亿元，较上年同期小幅增长 1.32%；实现净利润 1.43 亿元，较上年同期下降 22.62%，主要系 2015 年同期公司产品销售价格相对较高所致。

总体看，跟踪期内，在行业大幅下滑的情况下，公司继续发挥规模和产业链带来的成本优势，使得营业收入仅出现小幅下降并且主营业务毛利率保持较高水平。

## 2. 羊绒板块

生产方面，2015 年公司羊绒衫产能保持不变，产量较上年下降 8.90%，为 215 万件，产能利用率 69.35%，系订单下降所致。2015 年，围巾、披肩产能增长 18.18%，为 130 万件/年；产量大幅增长 24.49%，为 61 万件。围巾、披肩产能、产量的增长系订单增加所致。

表 4 2014~2015 年公司羊绒制品生产情况（单位：万件/年、%）

项目		2014 年	2015 年
羊绒衫	产能	310	310
	产量	236	215



	产能利用率	76.13	69.35
围巾、披肩	产能	110	130
	产量	49	61
	产能利用率	44.55	46.92

资料来源：公司提供

采购方面，受围巾、披肩生产需求增长的影响，公司原材料采购量迅速增长，2015年为1,663.59吨，较上年大幅上升104.33%；2015年采购均价为28.36万元/吨，较上年大幅下降27.23%，主要系公司采购原料中价格较高的无毛绒占比下降所致。综上，公司采购金额为47,176.49万元，较上年增长48.70%。

表5 2014~2015年公司羊绒板块原料采购情况

原材料名称		2014年	2015年
羊绒	采购量（单位：吨）	814.15	1,663.59
	采购均价（单位：万元/吨）	38.97	28.36
	采购额（万元）	31,726.44	47,176.49
	无毛绒采购占比（%）	24.56	14.96

资料来源：公司提供

销售方面，受国内外市场需求下降影响，公司羊绒制品销量继续下降。2015年，公司销售羊绒制品229.84万件，较上年下降22.58%，大于产量的下降幅度，主要系在下游需求疲软的形势下，公司减少外购产品量，主要销售利润水平高的自产产品所致。从内外销比例看，内销130.66万件，较上年下降31.79%；出口99.17万件，较上年下降5.84%，出口占比为43.15%，较2014年提高7.8个百分点。

表6 2014~2015年公司羊绒制品销售分布情况（单位：万件、%）

项目	2014年	2015年
总销量	296.88	229.84
内销量	191.56	130.66
出口量	105.32	99.17
出口占比	35.48	43.15

资料来源：公司提供

总体看，2015年，公司主要销售利润水平高的自产产品，通过降低无毛绒的采购比重降低生产成本，受国内外羊绒制品业景气度持续下行等不利因素影响，总销量继续下滑。

### 3. 电冶板块

2015年，公司继续优化生产管理、加强成本控制，在自身全产业链的成本优势下，在行业下行期扩大产能产量，提高市场占有率。其中，硅铁的市场占有率从2014年的21.55%上升至39.72%，硅锰的市场占有率从2014年的3.81%上升到6.68%。

生产方面，2015年，公司生产硅铁132.28万吨和硅锰合金36.74万吨，分别较上年增长27.19%和83.70%；产能利用率分别为97.99%和122.47%，分别较上年增加2.98个百分点和83.70个百分点，其中硅锰合金产能利用率大幅增长系公司利用低成本优势拓展市场份额所致。

表 7 2014~2015 年公司冶金业务生产概况 (单位: 万吨、%)

产品	项目	2014 年	2015 年
硅铁合金	产能	109.30	135.00
	产量	104.00	132.28
	产能利用率	95.15	97.99
硅锰合金	产能	30.00	30.00
	产量	20.00	36.74
	产能利用率	66.67	122.47

资料来源: 公司提供

采购方面, 在 2015 年市场景气度低的情况下, 公司主要采购原材料价格均有大幅下降, 其中兰炭采购均价 420.92 元/吨, 硅石采购均价 59.40 元/吨, 球团矿采购均价 727.14 元/吨, 分别较上年下降 15.53%、9.22% 和 19.35%。

表 8 2014~2015 年硅铁原材料采购情况 (单位: 万吨、元/吨)

项目		2014 年	2015 年
兰炭	采购量	97.22	120.08
	采购均价	498.28	420.92
硅石	采购量	171.12	173.90
	采购均价	65.43	59.40
球团矿	采购量	30.36	23.27
	采购均价	901.61	727.14

资料来源: 公司提供

销售方面, 受下游钢铁行业产能过剩、持续低迷影响, 2015 年, 公司硅铁及硅锰的销售价格继续下降, 平均销售价格分别为 4,324.74 元/吨和 4,483.35 元/吨, 较上年分别下降了 12.40% 和 17.98%。受益于公司控制上游产业链取得的成本优势, 公司在行业下行期扩大产量提高市场占有率, 2015 年公司硅铁、硅锰的销量分别为 127.95 万吨和 34.18 万吨, 较上年分别增长 15.03% 和 38.32%。

表 9 2014~2015 年硅铁及硅锰销售情况

产品	项目	2014 年	2015 年
硅铁合金	销量 (万吨)	111.23	127.95
	产销率 (%)	106.95	96.73
	价格 (元/吨)	4,936.89	4,324.74
硅锰合金	销量 (万吨)	24.71	34.18
	产销率 (%)	123.55	93.03
	价格 (元/吨)	5,466.44	4,483.35

资料来源: 公司提供

总体看, 2015 年公司采购与销售价格均下降, 受益于加强内部生产管理与控制上游产业链的成本优势, 公司积极扩大产量, 提高了市场份额。

#### 4. 电石及 PVC 树脂业务

2015 年, 电石及下游 PVC 树脂行业市场环境依旧低迷, 公司继续依靠其成本优势降本增效, 加强产、供、销各个环节的管理, 提高产量以维持收入与利润规模。

2015年，公司完成电石生产量126.84万吨，较上年上升7.81%；销售量68.45万吨，较上年上升1.35%；产销率53.97%，较上年下降3.44个百分点；PVC树脂生产量和销售量分别为42.91万吨和44.95万吨，较上年分别增长17.08%、29.80%；产销率为105.00%，较上年增长10.51个百分点，处于较好水平。

2015年，公司电石平均销售价格2,147.69元/吨，较上年下降15.02%；PVC树脂平均销售价格4,912.05元/吨，较上年下降13.17%。

表10 2014~2015年公司电石和PVC业务销售情况

产品	项目	2014年	2015年
电石	产量(万吨)	117.65	126.84
	销量(万吨)	67.54	68.45
	产销率(%)	57.41	53.97
	销售均价(元/吨)	2,527.26	2,147.69
PVC树脂	产量(万吨)	36.65	42.91
	销量(万吨)	34.63	44.95
	产销率(%)	94.49	105.00
	销售均价(元/吨)	5,657.21	4,912.05

资料来源：公司提供

总体看，公司在行业低迷期利用自身的成本优势，产量销量不断扩大，但由于销售价格降低，经营效益有所减少。

#### 5. 煤炭业务

公司煤炭经洗选后，少量热值高的洗精煤外销，剩余热值偏低的部分发电自用。2015年，公司煤炭资源储量无较大变化，实际产能仍为550.00万吨；产量500.05万吨，与上年基本持平；销量26.95万吨，较上年减少27.18%，主要系2015年发电自用需求增长所致。

表11 2014~2015年公司煤炭业务产销情况

项目	2014年	2015年
产能(万吨)	550.00	550.00
产量(万吨)	503.78	500.05
销量(万吨)	37.01	26.95

资料来源：公司提供

随着公司煤炭开采成本控制力度的加强，2015年公司平均开采成本为84.31元/吨，较上年下降12.53%；受煤炭市场价格下跌影响，公司洗精煤平均销售价格为445.56元/吨，较上年下降10.31%。

表12 2014~2015年公司煤炭业务开采成本及售价情况(单位：元/吨、万吨)

项目	2014年	2015年
原煤平均开采成本	96.39	84.31
洗精煤销售均价	496.78	445.56

资料来源：公司提供

总体看，2015年公司煤炭生产仍以自用为主，公司可权衡外销与自用的利弊做出最有利选择以实现收益最大化。

## 6. 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

公司主要产品涉及羊绒制品、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。

## 7. 未来发展

受国际经济缓慢复苏与国内经济增速下滑的双重影响，我国经济下行压力与萧条态势凸显。短期内，公司仍面临着严峻考验。但与此同时，中国强大的内生经济增长动力与改革红利逐步释放，国家进一步加强对严重过剩产能的淘汰、打压、调控，也为公司提供了前所未有的发展机遇。

服装产业方面，在成本控制的基础上，公司将在质量、技术、反应速度和市场拓展四个方面攻坚克难，实现整体提升。公司将以未来市场为导向，以消费者需求为驱动，打通从品牌价值链的各个环节，实现各环节的有效协同和有机统一。

能源冶金化工产业方面，公司围绕循环产业链竞争优势，继续加大降本增效工作力度，稳步推进棋盘井工业园区新建、在建项目及技术改造任务，通过横向兼并进一步提升铁合金产品的供应能力和规模优势。

总体看，公司的纵向和横向产业跨度都比较大，风险主要是行业竞争风险和宏观经济增长减速带来的系统性风险，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。

## 六、财务分析

公司 2015 年度合并财务报表已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的审计意见。2015 年，公司新纳入合并范围的企业 2 家，主要包括青海华晟铁合金冶炼有限责任公司和内蒙古鄂尔多斯高新材料有限公司，不再纳入合并报表的企业 5 家，由于合并报表的变化未涉及到主业改变，加之会计政策延续，公司财务数据可比性强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 444.82 亿元，负债合计 310.46 亿元，所有者权益（含少数股东权益）134.37 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 70.70 亿元。2015 年，公司实现营业收入 152.40 亿元，净利润（含少数股东损益）4.88 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.41 亿元；经营活动产生的现金流净额 50.06 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.01 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 444.69 亿元，负债合计 308.83 亿元，所有者权益（含少数股东权益）135.86 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 71.72 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 35.18 亿元，净利润（含少数股东损益）1.43 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.87 亿元；经营活动产生的现金流净额 12.70 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.40 亿元。

## 1. 资产质量

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 444.82 亿元，较年初增长 1.16%；其中流动资产和非流动资产占比分别为 29.32% 和 70.68%，与上年变动不大。

截至 2015 年底，公司流动资产合计 130.42 亿元，较年初减少 0.97%；流动资产构成以货币资金（占 15.58%）、应收票据（占 13.84%）、应收账款（占 16.54%）、其他应收账款（占 23.96%）和存货（占 26.23%）为主。截至 2015 年底，公司货币资金为 20.32 亿元，较年初增长 12.13%，主要系取得银行借款所致，其中受限货币资金占 32.71%，为银行承兑汇票保证金和信用证保证金；公司应收票据为 18.05 亿元，较年初增长 29.30%，系公司销售回款以票据结算方式增加所致，其中已质押的银行承兑票据 1.33 亿元；公司应收账款账面价值 21.57 亿元，较年初增长 43.96%，主要系公司主要下游行业不景气导致回款速度下降所致，计提应收账款减值准备 0.21 亿元，计提比例 0.96%；其他应收款账面价值为 31.25 亿元，较年初减少 14.57%，主要是公司与内蒙古鄂尔多斯能源有限责任公司（以下简称“鄂尔多斯能源”）的租赁押金及其他企业间的往来款（其中与鄂尔多斯能源的租赁押金合计 19.18 亿元，占 60.72%）减少所致，其他应收款对公司资金占用较大，计提坏账准备 0.34 亿元，占其他应收款账面余额的 1.08%；公司存货账面价值为 34.21 亿元，较年初减少 12.07%，主要是原料及库存商品，其中原材料占 38.42%，较年初下降了 0.58 个百分点；库存商品占 52.31%，较年初降低 1.85 个百分点，计提存货跌价准备 3.49 亿元，占存货账面余额的 9.26%，计提比例较合理。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 314.40 亿元，较年初增长 2.07%，非流动资产仍主要由长期股权投资（占 18.79%）、固定资产（占 68.20%）和在建工程（占 7.01%）构成。截至 2015 年底，公司长期股权投资为 59.09 亿元，较年初增长 6.67%，主要系公司追加对鄂尔多斯财务有限公司股权投资所致；公司固定资产账面价值为 214.41 亿元，较年初增长 12.27%，主要系在建工程转入所致，公司固定资产以房屋及建筑物（占 41.10%）和机器设备（占 55.61%）为主，固定资产成新率为 71.46%，成新率较高；计提减值准备 1.04 亿元，对公司利润影响较大；公司在建工程合计 22.03 亿元，较年初下降 52.13%，主要系在建项目完工转固所致，其中主要包括循环流化床机组工程、镁合金配套资源综合利用硅铁项目。

截至 2016 年 3 月末，公司资产总额 444.69 亿元，较年初减少 0.10 亿元，公司资产结构变化不大。

总体看，公司资产结构偏重非流动资产，以固定资产为主，成新率较高；流动资产中存货跌价准备计提较为合理，受限货币资金较少，但应收款账款规模迅速扩大，考虑到公司主要下游行业低迷的状况，公司整体资产质量有所下降。

## 2. 负债及所有者权益

### 负债

截至 2015 年底，公司负债总额为 310.46 亿元，较年初增长 0.99%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占比 76.23%，非流动负债占比 23.77%，公司仍以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债为 236.66 亿元，较年初增长 8.74%，以短期借款（占 53.48%）、应付账款（占 17.45%）、其他应付款（占 8.19%）和一年内到期的非流动负债（占 12.19%）为主。截至 2015 年底，公司短期借款为 126.57 亿元，较年初增长 22.46%，主要系公司为完善产业链增加投入所致；应付账款为 41.29 亿元，较年初减少 5.43%；公司其他应付款合计 19.37 亿元，较年初减少 36.09%，主要是尚未支付的股权转让款减少所致，其中，对鄂尔多斯集团及鄂尔多斯投资控股集

团的应付金额占比 58.93%；公司一年内到期的非流动负债合计 28.84 亿元，较年初减少 8.46%。

截至 2015 年底，公司非流动负债 73.79 亿元，较年初下降 17.80%，主要系长期借款减少所致。其中，长期借款占 43.40%，应付债券占 55.06%。截至 2015 年底，长期借款 32.03 亿元，较年初减少 33.74%；应付债券 40.63 亿元，较年初增长 0.24%。

截至 2015 年底，公司有息债务 247.52 亿元，较年初增长 10.63%，占负债总额的 79.73%，其中短期债务和长期债务的占比分别为 70.65%和 29.35%，与年初的 60.28%和 39.72%相比，公司短期债务占比升高。公司债务结构与资产构成不匹配，较高的短期刚性债务水平加大了公司的短期支付压力。

截至 2015 年底，公司资产负债率为 69.79%，较年初降低 0.12 个百分点；全部债务资本化比率为 64.82%，较年初增长 1.98 个百分点；长期债务资本化比率为 35.10%，较上年底下降 5.08 个百分点，公司负债水平降低但债务负担略有加重。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 308.83 亿元，较年初减少 0.52%，债务构成变化不大，其中，流动负债占比为 73.97%，非流动负债占比 26.03%。全部债务 236.67 亿元，资产负债率为 69.45%。

总体看，公司有息债务规模较大，资产负债率较高，短期刚性债务支付压力大，整体债务结构有待改善。

#### 所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 134.37 亿元，较年初增长 1.56%，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 52.62%。在归属于母公司所有者权益中，股本占 14.60%，资本公积占 18.68%，盈余公积占 6.96%，未分配利润占 59.24%，未分配利润占比较大。

2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 135.86 亿元，较年初增长 1.11%，其构成变化不大。

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。

### 3. 盈利能力

跟踪期内，公司主要产品的销售价格大幅下降，虽然依靠自身的成本优势实现营业收入的稳定，但利润规模大幅下降。2015 年，公司实现营业收入 152.40 亿元，较上年减少 2.11%，相应的营业成本 111.79 亿元，较上年上升 1.83%；实现营业利润 3.30 亿元，较上年减少 58.13%；实现利润总额 6.73 亿元，较上年减少 37.07%；净利润 4.88 亿元，较上年减少 43.75%。

2015 年，公司进一步强化管理，控制费用开支，期间费用合计 33.13 亿元，较上年减少 4.73%，下降速度高于营业收入的下降速度。其中：销售费用 9.29 亿元，较上年减少 0.31%；管理费用 10.69 亿元，较上年减少 4.78%，主要系职工薪酬与修理费减少所致；财务费用 13.15 亿元，较上年减少 7.59%，主要是公司偿还银行借款与取得新增借款的时间差使得利息支出减少所致。受上述原因影响，公司费用收入比为 21.74%，较上年降低 0.60 个百分点，公司费用控制能力仍有待提升。

2015 年，公司资产减值损失 1.90 亿元，较上年增长 165.03%，主要系多晶硅板块固定资产减值损失与坏账损失增加所致；公司实现投资收益 0.65 亿元，较上年下降 39.83%，主要是联营公司业绩有所下滑，使得公司对联营公司采用权益法核算的投资收益大幅减少所致。

2015 年，公司实现营业外收入 3.68 亿元，较上年增长 23.53%，占 2015 年公司利润总额的 54.68%，对公司 2015 年利润的保障形成有力支撑。公司营业外收入主要为因生产技术改进等而获得的政府补贴收入，从近年来公司获得的补贴情况及当地政府对相关产业的扶持政策来看，公司补贴收入延续性较强。

从盈利指标看，受公司净利润规模下降影响，2015 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.67%、4.31% 和 3.66%，较 2014 年的 6.41%、5.80% 和 6.66% 分别下降 1.74 个百分点、1.49 个百分点和 3.00 个百分点。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 35.18 亿元，较上年同期小幅增长 1.32%；受营业利润减少影响，实现净利润 1.43 亿元，较上年同期下降 22.62%，系 2015 年同期公司主要产品销售价格相对较高所致。

总体看，跟踪期内，在行业形势不利的情况下公司通过提升产量实现了营业收入的稳定，但受终端销售产品价格下降影响，公司盈利水平有所下降，营业外收入对公司利润形成贡献较大，延续性较强。

#### 4. 现金流

2015 年，由于行业低迷，公司主要产品销售价格与原材料采购价格均有所下降，同时公司产品销售价格下降更快。公司利用自身的成本优势扩大采购与生产量，使得经营活动现金流出与流入的降幅较小。2015 年，公司经营活动现金流入和流出分别为 181.07 亿元和 131.01 亿元，较上年分别减少 6.00% 和 8.55%。2015 年，公司经营活动现金净流入 50.06 亿元，较上年增长 1.40%，在行业低迷的情况下保持稳定。2015 年，公司现金收入比为 109.02%，较上年降低 8.87 个百分点，收入实现质量仍较好水平。

2015 年，公司投资活动现金净流出量 34.11 亿元，较上年下降 1.82%，其中：投资活动现金流入和流出量分别为 1.66 亿元和 35.77 亿元，较上年分别减少 80.11% 和 16.96%。投资活动现金流入的减少主要系往来款项减少引起的收到其他与投资活动有关的现金减少所致，投资活动现金流出减少主要系公司依据行业形势放缓投资支出引起的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少所致。

2015 年，公司筹资活动现金流入 178.35 亿元，主要为银行借款，较上年增长 0.08%；筹资活动现金流出 194.14 亿元，较上年减少 2.09%，主要系三个月以上票据保证金及往来款项的减少所致；公司筹资活动产生的现金流量净额-15.79 亿元，经营活动现金净流入可以覆盖投资和筹资活动现金净流出，但随着公司为完善上下游产业链增加投入，公司未来仍存在一定融资需求。

2016 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金净流量为 12.70 亿元，而上年同期为-0.79 亿元，主要系公司以票据方式结算的销售回款变现所致；投资活动现金流量净额为-4.15 亿元，上年同期为 0.33 亿元，主要系收到其他与投资活动有关的现金减少所致，公司收到其他与投资活动有关的现金主要来自联营企业借款与银行理财产品；筹资活动现金流量净额为-8.24 亿元，上年同期为 2.25 亿元，主要系偿还债务现金流出增加所致所致。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金净流入保持稳定收入实现质量较好；公司投资规模继续下降，融资需求减少。

#### 5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，受流动负债规模增加而流动资产下降影响，2015 年公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 0.55 倍、0.41 倍和 0.22 倍，较 2014 年的 0.61 倍、0.43 倍和 0.24 倍均略有下降。2015 年，经营现金利息偿还能力和经营现金流动负债比分别为 3.78 倍和 21.15 倍，较 2014 年的 3.26 倍和 22.68 倍分别有所上升和下降，主要系经营活动现金流量净额与同期利息支出、流动负债的增速差异所致。总体看，公司经营活动净现金流对当期利息具有一定的覆盖能力，但对

全部短期债务的保障能力有限，短期偿债能力有待提高。

从长期偿债能力指标看，受2015年利润总额大幅减少37.07%的影响，EBITDA较上年下降6.72%至38.45亿元。2015年，公司EBITDA构成较2014年变化较小。2015年公司EBITDA全部债务比为0.16倍，EBITDA利息倍数为2.90倍，较上年变化均不大，EBITDA对全部债务的保障程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2015年底，公司获得授信额度共计311.53亿元，未使用额度88.19亿元，公司间接融资渠道畅通。

2015年底，公司对外担保合计6.71亿元，主要为对内蒙古伊东煤炭集团有限责任公司（以下简称“伊东煤炭集团”，占比83.45%）和西宁城投（占比16.55%）的担保，对外担保总额占2015年底公司所有者权益的4.99%。

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。煤炭行业受节能减排政策的推动、市场需求下降、市场价格处于低位并呈现下行风险等因素影响，全行业经营业绩不佳。

根据《公司企业信用报告》（机构信用代码：G1015060200007670A），截至2016年3月31日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司资产流动性一般，负债水平较高，债务负担有所加重，但公司经营活动现金流状况较好，融资渠道通畅，整体偿债能力尚可。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016年3月底，公司现金类资产达34.71亿元，约为“12鄂资债”本金（40亿元）的0.87倍，公司现金类资产对本期债券的覆盖程度较高；净资产达135.86亿元，约为本期债券本金（40亿元）的3.40倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“12鄂资债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为38.45亿元，约为本期债券本金（40亿元）的0.96倍，公司EBITDA对本期债券的覆盖程度较强。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金净流入50.06亿元，约为本期债券本金（40亿元）的1.25倍，公司经营活动现金净流入量对本期债券的覆盖程度较强。

综合以上分析，并考虑到公司作为全球产销规模领先的羊绒服装生产销售企业和单体硅铁合金生产企业，在品牌影响力与成本控制能力等方面具有优势，公司对“12鄂资债”的偿还能力很强。

## 八、综合评价

作为全球产销规模领先的羊绒服装生产销售企业和单体硅铁合金生产企业，跟踪期内，公司继续保持着在国内的行业主导地位，羊绒产品品牌和循环经济产业链优势突出。由于控制上游产业链的成本优势，在行业整体景气度不高的背景下，公司仍然保持较大盈利规模，经营性现金流继续呈现较大规模净流入状态，显示出公司较强的抗风险能力。但受外部环境影响，公司羊绒产销量进一步下降，羊绒板块毛利率略有下降；公司能源冶金化工板块主要产品的销售价格大幅下降，板块利润规模大幅下降。跟踪期内，公司整体盈利能力下滑明显，债务负担依旧处于较高水平。



未来，公司将加强鄂尔多斯产品创新及品牌建设，并进一步完善能源冶金化工上下游产业链，维持成本优势。

综上所述，联合评级维持公司“AA+”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；维持“12鄂资债”的债项信用等级为“AA+”。

## 附件 1 内蒙古鄂尔多斯资源股份有限公司 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	439.72	444.82	444.69
所有者权益 (亿元)	132.30	134.37	135.86
短期债务 (亿元)	134.86	174.86	157.40
长期债务 (亿元)	88.87	72.66	79.27
全部债务 (亿元)	223.73	247.52	236.67
营业收入 (亿元)	155.68	152.40	35.18
净利润 (亿元)	8.67	4.88	1.43
EBITDA (亿元)	41.22	38.45	--
经营性净现金流 (亿元)	49.37	50.06	12.70
应收账款周转次数 (次)	11.25	8.27	--
存货周转次数 (次)	2.50	0.01	--
总资产周转次数 (次)	0.37	0.34	--
现金收入比率 (%)	117.88	109.02	131.98
总资本收益率 (%)	6.41	4.67	--
总资产报酬率 (%)	5.80	4.31	--
净资产收益率 (%)	6.66	3.66	--
营业利润率 (%)	5.06	2.16	27.38
费用收入比 (%)	22.34	21.74	4.86
资产负债率 (%)	69.91	69.79	69.45
全部债务资本化比率 (%)	62.84	64.82	63.53
长期债务资本化比率 (%)	40.18	35.10	36.85
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.72	2.90	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.18	0.16	--
流动比率 (倍)	0.61	0.55	0.58
速动比率 (倍)	0.43	0.41	0.41
现金短期债务比 (倍)	0.24	0.22	0.22
经营现金流动负债比率 (%)	22.68	21.15	0.08
EBITDA/待偿债券本金 (倍)	1.03	0.96	--

## 附件 2 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>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<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 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。