

内蒙古奈伦集团股份有限公司
2011年8亿元公司债券
2014年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。



内蒙古奈伦集团股份有限公司

2011年8亿元公司债券2014年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期公司债券跟踪信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余期限：49个月

债券剩余规模：8亿元

评级日期：2014年05月21日

上次跟踪信用评级结果：

本期公司债券跟踪信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余期限：58个月

债券剩余规模：8亿元

评级日期：2013年07月02日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对内蒙古奈伦集团股份有限公司（以下简称“奈伦集团”或“公司”）及其2011年发行的8亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2014年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，发行主体长期信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2013年	2012年	2011年
总资产(万元)	1,341,585.43	1,184,740.70	1,000,703.06
所有者权益合计(万元)	564,810.26	538,362.71	415,109.77
资产负债率	55.88%	49.36%	52.50%
流动比率	1.20	2.51	1.93
主营业务收入(万元)	133,117.65	122,090.35	118,675.80
营业利润(万元)	31,652.24	23,741.16	22,895.41
补贴收入(万元)	1,307.73	1,219.05	162.51
利润总额(万元)	30,263.46	25,271.16	22,755.84
主营业务毛利率	45.64%	44.66%	39.80%
总资产回报率	3.15%	2.74%	2.91%
EBITDA(万元)	44,838.28	34,321.07	33,438.45
EBITDA利息保障倍数	0.73	0.69	0.92
经营活动现金净净额(万元)	87,982.72	18,571.25	12,728.11

资料来源：公司审计报告

正面：

- 跟踪期内，农牧产品销售成为公司第一大收入来源，农牧产品销售结构的调整提高了公司的盈利能力；
- 作为国家农牧业产业化龙头企业，公司在税收优惠和资金支持方面受到较多的支持；
- 天润煤化工项目已经开始投产运营，有望丰富公司业务来源，提升公司收入水平；
- 公司储备的煤炭资源未来可望带来一定的利润回报。

关注：

- 目前公司天润煤化工项目正在办理竣工验收、生产许可证等相关手续；
- 在目前国家对房地产市场进行持续调控的背景下，房产价格下跌的风险加大，公司存货存在一定的跌价风险，未来房地产销售收入可能发生较大波动；
- 受近年天润化肥、马铃薯淀粉等项目加大投资的影响，公司现金流状况较为紧张，对外部融资较为依赖；
- 公司流动负债规模迅速攀升，有息债务规模较大，短期内公司面临较重的债务偿付压力。

分析师

姓名：王贞姬 杨建华

电话：010-62216006

邮箱：wangzj@pyrating.cn

一、本期债券募集资金使用情况及本息兑付情况

经国家发展和改革委员会（发改财金[2011]898号）文件核准，公司于2011年5月发行公司债券募集资金总额人民币8亿元，债券票面年利率为7.48%。本期债券的起息日为2011年5月5日，采用单利按年计息，自2012年起每年5月5日为上一计息年度付息日，本期债券的兑付日为2018年5月5日。本期债券附公司在存续期的第5年末调整票面利率选择权及投资者回售选择权。截至2014年5月7日，公司还本付息情况如下表所示。

表1 截至2014年5月7日债券本息累计兑付情况（单位：万元）

本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2012-5-5	80,000.00	-	5,984.00	80,000.00
2013-5-5	80,000.00	-	5,984.00	80,000.00
2014-5-5	80,000.00	-	5,984.00	80,000.00

资料来源：公司提供

截至2013年12月31日，募集资金已全部用于本期债券的募投项目及补充流动资金，募投项目建设情况如下表所示：

表2 截至2013年12月31日本期债券募投项目建设情况（单位：万元）

项目名称	项目总投资	已投资	项目完工比例
马铃薯种植一体化	192,298.00	114,849.00	59.72%

资料来源：公司提供

二、发行主体概况

跟踪期内，公司股东吉林省信托有限责任公司依据双方签订的协议约定，其持有的3,272.70万股由公司股东郭占春回购。截至2013年底，郭占春持有公司股票12,858.70万股，持股比例为77.82%，仍为公司第一大股东及实际控制人，吉林省信托有限责任公司不再持有公司股份。其他股东的出资额及持股比例在跟踪期内均未发生变更。

跟踪期内，公司对内蒙古阿荣旗奈伦淀粉工业有限公司、内蒙古奈伦集宁淀粉有限公司、内蒙古乌兰浩特奈伦淀粉工业有限公司的股权全部转让给控股子公司内蒙古奈伦农业科技股份有限公司，公司出资占上述三家公司注册资本的比例由5%减少到0；公司对天津滨海奈伦置业投资有限公司的投资占其注册资本的比例从13.65%增加到99.02%。截至2013年末，纳入公司合并报表范围的子公司18家。

跟踪期内，公司名称、主营业务未发生变更。

截至 2013 年 12 月 31 日，公司总资产为 1,341,585.43 万元，所有者权益为 564,810.26 万元，资产负债率为 55.88%。2013 年度，公司实现主营业务收入 133,117.65 万元，实现营业利润 31,652.24 万元，经营活动产生的现金流量净额 87,982.72 万元。

三、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务构成未发生重大变化，农牧板块及房地产开发仍是公司收入的主要来源，2013 年两者收入合计 127,502.41 万元，占当年主营业务收入的 95.78%；同时，2013 年农牧产品销售收入超越物业销售收入，成为公司第一大收入来源。受马铃薯淀粉及其他农牧产品销量提升，2013 年公司农牧产品板块收入大幅提高，带动了公司整体收入的增加。2012-2013 年公司主营业务收入和毛利率情况如下表所示。

表3 2012-2013年公司主营业务收入和毛利率情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年		营业收入 同比增减	毛利率 同比增减
	金额	毛利率	金额	毛利率		
农牧产品销售	68,092.59	31.77%	51,184.14	29.29%	33.03%	8.47%
物业销售	59,409.82	59.83%	67,066.77	54.68%	-11.42%	9.42%
物业管理	2,663.24	78.16%	891.32	78.24%	198.80%	-0.10%
餐饮客房	2,952.00	50.58%	2,948.12	73.67%	0.13%	-31.34%
合计	133,117.65	45.64%	122,090.35	44.66%	9.03%	2.19%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司农业板块新增部分毛利率较高的蔬菜、花卉、肉制品销售业务，带动农牧产品销售业务收入增长、毛利率上升；公司农牧产品销售结构的调整和马铃薯淀粉产业链的延伸，有助于提高公司的盈利能力

公司原有农牧产品业务主要包括：马铃薯淀粉加工、乳制品、屠宰肉制品、果汁等生产与销售。2013 年公司农业板块新增部分蔬菜与花卉销售业务。公司蔬菜与花卉业务模式为：公司承包土地（从国家直接承包或者从农户手中通过流转承包），统一提供化肥、种子、农药等物资，由农民负责种植，公司对产出的农产品进行统一收购。销售方面，公司的蔬菜和花卉直接面向农产品批发市场和蔬菜大户。

2013 年，公司农牧产品销售收入中，马铃薯淀粉 2013 年实现销售收入 35,720.00 万元，占农牧产品销售总额的 52.46%，在农牧产品销售收入中占比下降。公司增加的农产品销售主要是蔬菜、花卉收入和肉制品销售收入。随着公司农牧产品销售结构的调整，马铃薯淀粉销

售收入占比下降，其他农牧产品（蔬菜、花卉、肉制品等）销售收入占比上升，带动公司农牧产品销售板块毛利率较 2012 年有所上升。

表4 2012-2013年公司农牧产品销售收入和毛利率情况（单位：万元）

农牧产品销售	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
淀粉类	45,462.00	41.09%	36,108.00	35.83%
其中：马铃薯淀粉	35,720.00	35.87%	34,328.00	33.42%
种薯	2,000.00	82.00%	1,780.00	82.36%
蔬菜	6,668.00	55.73%	-	-
花卉	1,074.00	47.49%	-	-
乳制品类	3,045.00	14.98%	2,776.00	14.01%
肉制品类	15,027.00	10.95%	8,725.00	9.89%
果汁类	4,559.00	18.69%	3,575.00	22.49%
合计	68,093.00	31.77%	51,184.00	29.29%

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司马铃薯淀粉产能不变，仍为 13.90 万吨/年，其中 10.00 万吨为精淀粉，2.00 万吨为变性淀粉，1.90 万吨为全粉及膳食纤维。公司 2013 年马铃薯淀粉加工量为 4.63 万吨，与 2012 年相比增长 14.89%；产能利用率为 33.31%，较 2012 年略有提高。

公司地处马铃薯主产区，原料供应较有保障。受马铃薯减产的影响，2013 年马铃薯收购价格有所提升。跟踪期内马铃薯淀粉需求疲软，且受 2011 年以来国内生产厂商库存较大的影响，市场供应较为充足，成交价格逐步走低。2013 年，公司马铃薯淀粉平均销售价格为 0.75 万元/吨，较 2012 年小幅下降 4.81%；实际销售量 4.75 万吨，销量同比略有上升；实现销售收入 35,720 万元，与 2012 年基本持平。

表5 2012-2013 年公司淀粉加工业务数据

项目	2013 年	2012 年
设计淀粉年产量（万吨）	13.90	13.90
实际年采购马铃薯量（万吨）	31.84	27.69
平均采购单价（元/吨）	700.00	614.72
实际年加工马铃薯量（万吨）	31.84	27.69
实际年产淀粉量（万吨）	4.63	4.03
实际淀粉种薯销售量（万吨）	4.75	4.57
平均销售单价（元/吨）	7,520.00	7,900.00
淀粉种薯销售收入（万元）	35,720.00	36,108.00

备注：2012 年淀粉种薯销售收入中包含马铃薯淀粉销售收入与种薯销售收入；2013 年淀粉种薯销售收入中仅包含马铃薯淀粉销售收入。

资料来源：公司提供

近年公司正在投资建设马铃薯种植一体化项目，向上游马铃薯种植延伸，项目总投资 19.22 亿元，截至 2013 年末已完成投资 11.48 亿元。项目完成后公司将拥有马铃薯原种繁育基地 0.6 万亩，一级种薯基地 20 万亩，商品薯基地 200 万亩，将在公司五大马铃薯淀粉生产基地附近分别形成配套的种植基地，可为公司马铃薯淀粉价格提供长期稳定的原料供应。另外公司在乌兰察布投资建设了 20 万吨马铃薯仓储项目，并牵头建设了内蒙古马铃薯电子交易平台。马铃薯淀粉产业链的向上延伸有助于提高公司对原材料的掌控力度，避免上游马铃薯产量波动对公司产生影响，有助于提升公司的盈利能力。

公司作为国家农牧业龙头企业，在项目资金扶持、税收优惠等政策方面得到较大的扶持。根据呼和浩特市发展和改革委员会文件（呼发改投字[2013]457 号）《关于转发<自治区发展改革委关于下达 2013 年中央预算内投资国家服务业发展引导资金计划的通知>的通知》，公司马铃薯种薯研发推广服务平台获得中央预算内资金 250 万元、地方投资 250 万元，用于设备购置及脱毒种薯繁育中心生产厂房、化验室扩建、马铃薯种薯繁育基地及一级种薯基地建设。税收优惠方面，根据《财政部国家税务总局关于国有农口企事业单位征收企业所得税问题的通知》（财税字[1997]49 号）、《国家税务总局关于明确农业产业化国家重点龙头企业所得税征免问题的通知》（国税发[2001]124 号）文件，以及《享受企业所得税优惠政策的农产品加工范围》（财税[2008]149 号），公司农产品加工企业享受减免企业所得税政策；根据财税[2005]87 号文的规定，公司子公司内蒙古天润化肥股份有限公司销售的尿素享受免征增值税的税收优惠；

跟踪期内，公司房产销售收入有所回落，后续房地产开发具有一定的不确定性

受国家对房地产调控持续收紧的影响，跟踪期内公司并未新增房产投资项目，其房产开发及销售均为原有项目的持续。2013 年公司房产销售面积 4.63 万平方米，实现销售收入 5.94 亿元，同比回落 11.42%。销售仍主要来源于已完工的奈伦国际公馆、如意国际、奈伦城市亮点、奈伦国际商务中心，目前奈伦国际公馆、如意国际、奈伦城市亮点等三个项目已基本销售完毕，奈伦国际商务中心的销售比率已接近 80%。截至 2013 年底，公司已完工未实现销售的面积 7.03 万平方米。

表 6 公司已完工项目情况（单位：万平方米、亿元）

项目名称	总投资	建筑面积	类型	2013 年销售面积	累计销售面积	销售比率
奈伦国际商务中心	7.83	18.55	写字楼、公寓、酒店	0.79	14.44	77.84%

奈伦国际公馆	6.45	15.26	住宅	2.11	14.31	93.77%
如意国际	3.65	11.09	写字楼、公寓	1.02	10.91	98.38%
城市亮点	4.80	19.87	住宅	0.71	18.08	90.99%
职工公寓		3.26		-	3.26	100.00%
合计	22.73	68.03		4.63	61.00	

资料来源：公司提供

2013 年公司城市亮点项目主要销售的为项目配套的底层商铺等商业设施，故 2013 年销售均价大幅高出 2012 年该项目平均售价。同样，作为以写字楼、公寓、酒店等为主的公司商业地产项目奈伦国际商务中心 2013 年平均售价较上年有所上涨；而作为纯住宅的奈伦国际公馆因受国家房地产宏观调控政策影响，2013 年平均售价有所降低。

表 7 公司近年已完工项目销售情况（单位：万平方米、万元、元/平方米）

项目名称	2013 年			2012 年		
	销售面积	销售收入	平均售价	销售面积	销售收入	平均售价
奈伦国际商务中心	0.79	25,983.40	32,890.38	1.42	41,762.84	29,410.45
奈伦国际公馆	2.11	13,083.40	6,200.66	0.43	2,719.22	6,323.77
如意国际	1.02	4,849.52	4,754.43	0.38	2,438.90	6,418.16
城市亮点	0.71	15,493.50	21,821.83	0.73	5,489.07	7,519.27
职工公寓				3.26	14,656.73	4,495.93
合计	4.63	59,409.82	12,831.49	6.22	67,066.77	10,782.44

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司房产在开发项目为天津总部大厦、海南椰树林七星公馆、锡林浩特市德吉花园以及海南陵水翠屏阅棠项目。我们关注到，截至 2013 年底，以上项目预计尚需投资金额 10.30 亿元，公司在开发房地产项目后续面临一定的投资资金压力。同时，目前因受国家房地产宏观调控政策影响，公司在建项目将面临一定的销售压力，项目能否顺利实现销售、回款存在一定的不确定性。

表 8 公司在开发项目情况（单位：亿元、万平方米）

项目名称	计划总投资	所在位置	建筑面积	类型	预计完工时间	已投资额	公司所占股权比例
天津总部大厦	9.50	天津滨海新区	15.00	公寓、住宅、商业	2014 年	7.48	99.02%
海南陵水椰海福湾	10.00	海南省陵水黎族自治县土福湾	10.00	公寓、别墅、酒店	2014 年	8.02	50.00%
锡林浩特市德吉花园	4.60	内蒙古锡林浩	26.00	住宅、	2014 年	2.66	100.00%

		特市经济开发区		商业			
海南陵水翠屏阅棠	19.55	海南省陵水黎族自治县土福湾	12.15	住宅、别墅	2014年	15.19	100.00%
合计	43.65		63.15			33.35	-

备注：海南陵水翠屏阅棠项目为公司 2012 年通过收购的方式取得的楼盘项目，2012 年公司将收购该楼盘的款项在“其他应收款”科目核算。

资料来源：公司提供

公司在呼和浩特市呼托公路 4.5 公里处（西南二环附近）拥有 8,197.74 亩种业、养殖用地，目前公司将该土地用于种植、养殖业务。该部分土地已经纳入市区规划，后续可用于房产开发。公司拟在该土地上建设奈伦太阳城国际老年幸福社区项目（以下简称“老年社区项目”或“大黑河项目”）。根据公司提供的概述资料显示，老年社区项目总用地 553.10 万平方米，建设用地 401.39 万平方米，其中公益型养老住宅 16.46 万平方米、居家式养老住宅 275.20 万平方米、棚户区改建住宅 28.29 万平方米，其他配套用地 81.44 万平方米，道路 85.49 万平方米，生态公园 66.22 万平方米。项目建设年限预计 10 年，全部建成后的社区约可容纳 10 万人。截至 2013 年底，大黑河项目仅完成前期土地投入，未有实质性进展。考虑到大黑河项目所用地块原为种业、养殖用地，且该项目建设规模较大、周期较长，项目后续开发进度可能存在一定的不确定性。鉴于目前宏观经济景气度不高以及国家对房地产市场持续调控，公司短期内没有开发新房产项目的计划，主要是继续原有项目的建设，未来可能通过合作、合资等方式引入新的投资者，并进一步加大销售力度，加快存量项目的收盘进度。在目前国家对房地产市场持续调控的背景下，公司未来房产销售收入可能发生波动。

除主要用于出售的房产项目外，公司通过子公司北京奈伦房地产开发有限公司建设的主要用于出租的六里桥项目（该项目主要为写字楼，建筑面积 4.60 万平方米，总投资额 3.07 亿元）在 2013 年已基本完工，约 2/3 已出租（平均租金约 9.30 元/平方米/日），故 2013 年公司物业管理收入较 2012 年有所增长。随着六里桥项目全部实现租赁，公司未来物业管理收入有望进一步增长。

跟踪期内，天润煤化工项目已经开始投产运营，未来有望丰富公司业务来源，提升公司收入水平，但目前化肥行业产能过剩，未来公司项目投产后是否能达到预期效益存在一定的不确定性

公司天润煤化工项目于 2012 年 11 月进入试车阶段，2013 年 5 月，项目全部工艺流程已经打通，2013 年 10 月底，天润煤化工项目开始投产试运营。天润煤化工项目设计产能为年

产 30 万吨合成氨、52 万吨煤制尿素。根据中国建设银行与中国投资咨询公司联合出具的《项目评估报告》，该项目投产后正常年份可实现销售收入 8.89 亿元（按尿素单价 1,710 元/吨计算），利税总额 3.84 亿元。天润煤化工项目因项目选址上距离尿素生产主要原料煤产地较近，原煤采购价格、运输费用等原料成本较低，公司所产的尿素在成本上具备一定的竞争优势。截至 2013 年底，天润化肥已与多家单位签订框架销售协议。未来随着项目投产，有望丰富公司业务来源，成为公司收入新的增长点，提升公司的综合实力。

但我们关注到，公司天润煤化工项目目前正在协调有关部门办理竣工验收和生产许可证等相关手续。目前我国化肥行业产能过剩问题较为突出，根据 Wind 数据库提供的有关数据，2012 年、2013 年 1-10 月¹我国化肥表观消费量分别为 7,125.10 万吨和 5,760.70 万吨，而同期化肥产量分别达 7,432.40 万吨和 6,717.10 万吨。同时，2013 年初尿素（小颗粒）出厂价约为 1950 元/吨，到 2013 年底约降至 1700 元/吨，尿素价格下降较为明显。因此，我们认为未来公司天润化肥项目投产后产能释放后能否完全消化并达到预期效益存在一定的不确定性。

另外，根据《内蒙古自治区人民政府 2013 年第 4 次主席办公会议纪要》，同意将原为天润化工项目配置的位于准格尔旗龙王沟后备井田煤炭资源置换到察哈素井田，按转化规模核定配置量为 1.67 亿吨，根据后续转化项目进展情况，可适时追加配置量。煤炭资源的配置有助于保证公司煤化工项目原料的供应，但公司配置的煤炭资源属于察哈素井田的一部分，需和其他单位共同开发。截至 2013 年底，该项目已取得国家能源局的路条，核定的生产能力为 1,500 万吨/年，并已列入自治区“十二五”新增产能计划，双方合作已经进入实质性操作阶段。我们关注到，该煤炭资源的开发可以给公司带来一定的利润回报，但由于公司察哈素井田为与其他单位合作开发，且其开发过程受到众多主客观因素的制约，其开发进度和预期经济效益实现时间可能存在一定的不确定性。

四、财务分析

（一）财务分析基础说明

以下我们的分析基于公司提供的经中审华寅五洲会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2013 年审计报告及财务报告，公司财务报表按照旧会计准则进行编制。

¹ 2013 年全年我国化肥产量、表观消费量数据尚未公布，故本报告中采用 2013 年 1-10 月累计值数据。

（二）财务分析

跟踪期内，公司整体收入稳步提升，随着天润煤化工项目投产，公司收入有望进一步提升；受天润煤化工项目的持续投资支出的影响，现金流状况持续紧张，对外部融资较为依赖；公司债务规模持续攀升，有息债务规模较大，公司面临较重的债务偿付压力

跟踪期内，公司资产规模进一步增长。截至 2013 年底，公司总资产为 1,341,585.43 万元，较 2012 年有所增长。随着在建的煤化工项目、现代农业土建工程等项目持续投入，公司 2013 年资产中非流动资产占比持续增加，截至 2013 年底，公司资产中非流动资产占比高达 61.79%。

表9 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	占比	金额	占比
货币资金	54,646.79	4.07%	63,214.57	5.34%
其他应收款	77,657.82	5.79%	180,722.32	15.25%
预付账款	164,875.05	12.29%	161,752.66	13.65%
存货	193,565.31	14.43%	156,284.64	13.19%
流动资产合计	512,669.39	38.21%	589,268.54	49.74%
长期股权投资	124,421.46	9.27%	24,748.31	2.09%
长期投资合计	124,421.46	9.27%	24,748.31	2.09%
固定资产净额	78,964.59	5.89%	59,026.11	4.98%
在建工程	570,704.79	42.54%	459,397.29	38.78%
固定资产合计	654,487.69	48.78%	521,686.07	44.03%
无形资产及其他资产合计	50,006.89	3.73%	49,037.77	4.14%
资产总计	1,341,585.43	100.00%	1,184,740.70	100.00%

资料来源：公司审计报告

2013 年底，公司货币资金为 54,646.79 万元，主要为银行存款，其他货币资金为 8,783.24 万元，系银行承兑汇票保证金存款。2013 年底公司预付款项为 164,875.05 万元，与 2012 年相比变动不大，主要是公司预付给金坛建安公司、中国建筑第七工程局等单位的如意国际、奈伦国际等项目的工程款，由于项目未完工结算，故暂未结转。2013 年底公司其他应收款为 77,657.82 万元，较 2012 年大幅下降，主要因为公司 2013 年完成子公司奈伦（香港）有限公司²的收购，公司将 2012 年在其他应收款核算的合作房地产开发项目相关款项（海南陵水翠屏阅棠）在 2013 年底将其转入“长期股权投资-其他股权投资”进行核算；故公司 2013 年其

² 奈伦（香港）有限公司于 2013 年完成收购，因业务尚未开展，公司尚未将其纳入合并范围。

他应收款较 2012 年大幅下降而长期股权投资大幅增加。受公司主导的房地产项目开发的持续推进,公司存货有所增加,2013 年底公司存货余额为 193,565.31 万元,其中开发成本 176,946.50 万元,主要是公司在开发的天津总部大厦、海南陵水椰海福湾、锡林浩特市德吉花园等项目。上述项目总投资规模大、建设周期较长、未来需要投入的资金量大,公司面临较大的资金压力。而且,在目前国家对房地产市场进行持续调控的背景下,房产价格下跌的风险加大,公司存货面临一定的跌价风险。

跟踪期内,公司固定资产增加 19,938.48 万元,主要是 2013 年在建的现代农业土建工程完工并转入固定资产所致。随着煤化工项目投入的持续增加,公司在建工程也有所增加,2013 年末公司在建工程为 570,704.79 万元,主要为公司大黑河项目(老年社区项目)前期投入的土地款及天润煤化工项目的建设投入。目前大黑河区域已经纳入呼和浩特市市区规划范围,其土地资产在也已出现了一定程度的增值。

跟踪期内,公司存货大幅增加,公司存货周转率相应下滑,对资金占用较大,公司资产营运效率较上年继续下滑。

表10 公司资产运营效率(单位:天)

项目	2013 年	2012 年
应收账款周转天数	64.83	89.34
存货周转天数	870.18	711.15
应付账款周转天数	124.67	103.52
净营业周期	810.34	696.97

数据来源:公司审计报告

跟踪期内,公司调整农牧产品结构,新增了部分蔬菜、花卉等毛利率较高的农产品销售业务,加之肉制品销售增加,公司 2013 年农牧产品销售收入较 2012 年增长幅度较大,同时整体毛利率有所提高。公司 2013 年房产销售收入较 2012 年下降,但因公司 2013 年销售的主要是奈伦国际商务中心、如意国际等写字楼、公寓、酒店等利润率较高的商业地产项目及住宅配套的商铺,公司物业销售收入在总额下降的情况下,毛利率同比有所提高。因公司已完成的房产项目销售基本接近尾声,与项目配套的商业设施也基本完成出租,故公司 2013 年物业管理收入较 2012 年大幅增长。2013 年因受国家政策导向影响,高端餐饮业务受到一定的影响,故公司 2013 年餐饮住宿业务毛利率下降较为明显。公司农牧产品销售收入、物业销售收入、物业管理收入的增长带动公司 2013 年主营业务收入有所增长;农牧产品销售、物业销售业务毛利率的提高使公司主营业务毛利率整体有所提高。

跟踪期内,公司农牧产品销售业务、房地产销售业务盈利能力提高,营业利润、净利润

较 2012 年均有所增长。因销售费用下降幅度较大，公司 2013 年期间费用率较 2012 年下降。受主营业务毛利率提高、期间费用率下降等因素的综合影响，公司总资产回报率略有上升。

表 11 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
主营业务收入	133,117.65	122,090.35
营业利润	31,652.24	23,741.16
补贴收入	1,307.73	1,219.05
利润总额	30,263.46	25,271.16
净利润	28,022.62	24,945.71
主营业务毛利率	45.64%	44.66%
期间费用率	16.83%	18.29%
总资产回报率	3.15%	2.74%

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，随着公司收入的增加，经营活动现金流入有所增加；受天润煤化工及马铃薯一体化项目投资的推进，公司投资活动现金流呈大规模流出状态，2013 年公司投资活动现金净流出 80,953.50 万元。为支撑近年公司天润化肥、马铃薯淀粉一体化等项目持续大规模投资的资金需求，公司持续大量对外融资，2012-2013 年公司筹资活动累计现金流入达 39.12 亿元，对外部融资较为依赖。2013 年因到期偿付的债务规模较大，公司筹资活动现金净流出 1.56 亿元。

表 12 公司 2012-2013 年现金流量情况（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
净利润	28,022.62	24,945.71
少数股东损益	410.02	687.9
非付现费用	4,546.54	4,378.34
非经营损益	9,480.82	7,985.74
FFO	42,460.00	37,997.68
营运资本变化	47,494.12	-17,985.60
其中：存货减少（减：增加）	-37,280.67	-45,655.24
经营性应收项目的减少（减：增加）	96,729.25	16,148.59
经营性应付项目增加（减：减少）	-11,954.46	11,521.05
其他	1,971.42	1,440.84
经营活动现金流量净额	87,982.71	18,571.25
投资活动的现金流量净额	-80,953.50	-170,813.13
筹资活动产生的现金流量净额	-15,596.99	137,964.23
现金及现金等价物净增加额	-8,567.78	-14,277.65

资料来源：公司审计报告

跟踪期内，公司主要依靠银行借款的方式进行融资，债务规模大幅度攀升。2013 年底公司总负债为 749,736.05 万元，较 2012 年底上升 28.20%，资产负债率为 55.88%，较 2013 年上升 6.52 个百分点。

2013 年末，公司短期借款为 156,832.50 万元，应付票据为 19,000 万元，长期借款为 156,857.18 万元，应付债券为 160,824.00 万元，长期应付款的融资租赁为 4,850.31 万元，其他应付款中：应付新华信托融资款 45,000 万元，利率区间为 8%-11%之间，期限为 5 年，根据期限不同而有所调整，应付华融金融租赁股份有限公司 56,931.24 万元，为 5 年期，利率 7.04%。公司 2013 年末其他应付款大幅增长、长期应付款大幅减少，主要因为公司将 2012 年在长期应付款中进行核算的应付华融金融租赁股份有限公司的融资租赁款调整至其他应付款进行核算。截至 2013 年底，公司有息债务合计 600,295.23 万元，占负债总额的比重高达 80.07%，公司面临一定的债务偿付压力。

表 13 公司 2012-2013 年负债结构（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重
短期借款	156,832.50	20.92%	100,460.00	17.18%
应付票据	19,000.00	2.53%	0.00	0.00%
其他应付款	180,114.20	24.02%	100,764.39	17.23%
流动负债合计	425,995.62	56.82%	234,373.36	40.08%
长期借款	156,857.18	20.92%	157,590.34	26.95%
应付债券	160,824.00	21.45%	160,824.00	27.50%
长期应付款	4,850.31	0.65%	31,107.36	5.32%
长期负债合计	323,740.43	43.18%	350,429.18	59.92%
负债合计	749,736.05	100.00%	584,802.54	100.00%

资料来源：公司审计报告

2013 年，因公司流动负债规模迅速扩大，流动比率、速动比率大幅下降。因公司利润总额上升，公司 EBITDA 较 2012 年有所改善，但 EBITDA 利息保障倍数不高，对公司债务本息的偿付保障能力较弱。

表 14 公司 2012-2013 年偿债能力指标

项目	2013 年	2012 年
资产负债率	55.88%	49.36%
流动比率	1.20	2.51
速动比率	0.75	1.85
EBITDA（万元）	44,838.29	34,321.07

EBITDA 利息保障倍数	0.73	0.69
---------------	------	------

资料来源：公司审计报告

五、评级结论

跟踪期内，农牧产品销售成为公司第一大收入来源，农牧产品销售结构的调整提高了公司的盈利能力；作为国家农牧业产业化龙头企业，公司享受相关税收优惠政策和西部大开发政策；天润煤化工项目已经开始投产运营，有望丰富公司业务来源，提升公司收入水平；公司储备的煤炭资源未来可望带来一定的利润回报。同时，我们关注到，目前公司天润煤化工项目目前正在办理竣工验收、生产许可证等相关手续；当前国内化肥产能过剩、价格走低，公司天润煤化工项目产能释放后能否完全消化并实现预期经济效益可能存在一定的不确定性；在目前国家对房地产市场进行持续调控的背景下，房产价格下跌的风险加大，公司存货存在一定的跌价风险，未来房地产销售收入可能发生波动；受持续大规模投资支出的影响，公司现金流状况持续紧张，对外部融资较为依赖；公司流动负债规模迅速攀升，有息债务规模较大，短期内公司面临较重的债务偿付压力。

基于上述情况，鹏元维持本期债券信用等级AA，维持发行主体长期信用等级AA，评级展望维持为稳定。

附录一 资产负债表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
货币资金	54,646.79	63,214.57	77,492.22
短期投资	160.00	160.00	160.00
应收票据	440.00	378.62	832.90
应收账款	21,320.12	26,623.58	33,972.59
其他应收款	77,657.82	180,722.32	83,679.28
预付账款	164,875.05	161,752.66	152,130.00
应收补贴款	-	72.53	124.92
存货	193,565.31	156,284.64	110,629.40
其中： 原材料	1,850.70	1,989.31	1,912.77
库存商品（产成品）	11,916.72	14,580.35	15,296.66
待摊费用	4.29	59.62	76.79
其他流动资产	-	-	25.11
流动资产合计	512,669.39	589,268.54	459,123.22
长期股权投资	124,421.46	24,748.31	30,659.32
长期投资合计	124,421.46	24,748.31	30,659.32
固定资产原价	105,923.84	82,495.99	78,942.32
减：累计折旧	26,942.64	23,453.28	20,171.94
固定资产净值	78,981.20	59,042.72	58,770.38
减：固定资产减值准备	16.61	16.61	-
固定资产净额	78,964.59	59,026.11	58,770.38
工程物资	4,818.30	3,262.67	11,079.42
在建工程	570,704.79	459,397.29	397,348.51
固定资产合计	654,487.69	521,686.07	467,198.31
无形资产	35,999.83	34,005.36	32,238.96
其中：土地使用权	30,831.40	28,856.54	27,702.11
长期待摊费用（递延资产）	14,007.06	15,032.41	11,483.24
固定资产改良支出	13,585.33	14,459.15	11,257.07
无形资产及其他资产合计	50,006.89	49,037.77	43,722.21
资产总计	1,341,585.43	1,184,740.70	1,000,703.06
短期借款	156,832.50	100,460.00	116,005.00
应付票据	19,000.00	-	-
应付账款	31,239.28	18,881.71	19,970.81
预收账款	19,538.33	1,293.26	2,921.37

应付工资	1,760.61	1,225.58	734.94
应付福利费	0.57	94.74	162.81
应交税金	15,534.46	10,640.54	8,994.67
其他应交款	714.85	550.41	399.56
应付股利（应付利润）	368.53	368.53	404.95
应付利息	11.61	-	-
其他应付款	180,114.20	100,764.39	88,709.01
预提费用	-	94.20	79.07
其他流动负债	880.66	-	-
流动负债合计	425,995.62	234,373.36	238,382.18
长期借款	156,857.18	157,590.34	147,721.23
应付债券	160,824.00	160,824.00	135,824.00
长期应付款	4,850.31	31,107.36	1,701.89
专项应付款	1,208.94	517.60	1,717.67
其他长期负债	-	389.88	-
长期负债合计	323,740.43	350,429.18	286,964.79
负债合计	749,736.05	584,802.54	525,346.97
*少数股东权益	27,039.12	61,575.44	60,246.32
实收资本（股本）	16,522.70	16,522.70	13,272.70
法人资本	6,736.70	6,736.70	3,486.70
个人资本	9,786.00	9,786.00	9,786.00
资本公积	427,836.84	427,239.73	331,222.88
*未确认投资损失	-6,002.21	-3,830.02	-2,870.41
未分配利润	126,452.93	98,430.30	73,484.60
所有者权益小计	564,810.26	538,362.71	415,109.77
所有者权益合计（剔除未处理资产损失后的金额）	564,810.26	538,362.71	415,109.77
负债和所有者权益总计	1,341,585.43	1,184,740.70	1,000,703.06

附录二 利润表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、主营业务收入	133,117.65	122,090.35	118,675.80
二、主营业务收入净额	133,117.65	122,090.35	118,675.80
减：主营业务成本	72,367.68	67,559.06	71,444.93
主营业务税金及附加	6,522.19	7,363.77	7,931.45
经营费用	461.34	1,271.77	1,254.49
三、主营业务利润（亏损以“-”号填列）	53,766.44	45,895.75	38,044.93
加：其他业务利润（亏损以“-”号填列）	284.72	181.03	289.59
减：营业费用	2,919.72	3,971.45	2,408.35
管理费用	10,083.84	10,184.58	8,479.90
财务费用	9,395.37	8,179.60	4,550.86
其中：利息支出	9,502.61	4,655.35	4,322.91
利息收入	264.38	182.78	674.33
汇兑净损失（汇兑净收益以“-”号填列）	-84.37	-100.51	-74.11
四、营业利润（亏损以“-”号填列）	31,652.24	23,741.16	22,895.41
加：投资收益（损失以“-”号填列）	16.01	195.86	1,715.08
补贴收入	1,307.73	1219.05	162.51
营业外收入	159.17	1247.57	262.88
其中：处置固定资产净收益	8.29	8.38	1.91
罚款净收入	1.29	0.13	-
减：营业外支出	2,871.69	1,132.48	2,280.04
其中：处置固定资产净损失	65.49	23.59	21.95
罚款支出	0.60	0.06	11.82
捐赠支出	4.58	6.33	0.90
五、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	30,263.46	25,271.16	22,755.84
减：所得税	3,802.23	1,078.39	1,578.68
* 少数股东损益	410.02	687.90	952.52
加：* 未确认的投资损失	1,971.42	1,440.84	1,199.01
六、净利润（净亏损以“-”号填列）	28,022.62	24,945.71	21,423.65

附录三-1 现金流量表（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、经营活动产生的现金流量：			-
销售商品、提供劳务收到的现金	150,479.55	86,841.87	97,478.15
收到的税费返还	215.14	616.24	501.04
收到的其他与经营活动有关的现金	15,966.89	12,238.01	28,600.67
现金流入小计	166,661.58	99,696.11	126,579.87
购买商品、接受劳务支付的现金	60,962.50	62,688.71	80,103.36
支付给职工以及为职工支付的现金	7,610.70	5,450.66	5,301.28
支付的各项税费	4,119.69	4,859.99	8,150.37
支付的其他与经营活动有关的现金	5,985.97	8,125.51	20,296.76
现金流出小计	78,678.87	81,124.87	113,851.76
经营活动产生的现金流量净额	87,982.72	18,571.25	12,728.11
二、投资活动产生的现金流量			-
收回投资收到的现金	-		403.29
取得投资收益所收到的现金	4.05	48.84	506.63
处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额	154.25	-	4.00
收到的其他与投资活动有关的现金	2,091.40	1,672.17	38,893.73
现金流入小计	2,249.70	1,721.00	39,807.65
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金净额	73,042.90	77,884.26	86,341.59
投资所支付的现金	10,008.66	94,438.99	23,278.56
其中：购买子公司所支付的现金	-		8,618.56
支付的其他与投资活动有关的现金	151.64	210.89	62,306.24
现金流出小计	83,203.20	172,534.13	171,926.39
投资活动产生的现金流量净额	-80,953.50	-170,813.13	-132,118.74
三、筹资活动产生的现金流量：			-
吸收投资所收到的现金	1,000.00	99,266.85	85,000.00
借款所收到的现金	200,603.00	34,869.11	64,300.44
收到的其他与筹资活动有关的现金	5,002.29	50,499.98	106,622.25
现金流入小计	206,605.29	184,635.94	255,922.68
偿还债务所支付的现金	147,106.84	15,545.00	62,628.55
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	61,212.50	31,126.70	22,793.04
支付的其他与筹资活动有关的现金	13,882.95	-	48,914.37
现金流出小计	222,202.28	46,671.70	134,335.96

筹资活动产生的现金流量净额	-15,596.99	137,964.23	121,586.72
四、汇率变动对现金的影响			3.05
五、现金及现金等价物净增加额	-8,567.77	-14,277.65	2,199.14

附录三-2 现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2013年	2012年	2011年
一、将净利润调节为经营活动现金流量：			
净利润	28,022.62	24,945.71	21,423.65
加：*少数股东损益	410.02	687.90	952.52
减：* 未确认的投资损失	1,971.42	1,440.84	1,199.01
加：计提的资产减值准备	-486.81	-48.52	146.86
固定资产折旧	3,414.57	3,300.97	3,977.77
无形资产摊销	507.56	492.87	788.07
长期待摊费用摊销	1,150.08	600.72	1,593.85
待摊费用减少（减：增加）	55.34	17.17	88.51
预提费用增加（减：减少）	-94.20	15.13	-1.99
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失（减：收益）	162.48	-	5.20
固定资产报废损失	-	2.00	118.60
财务费用	9,334.35	8,179.60	4,836.85
投资损失（减：收益）	-16.01	-195.86	-9,073.26
存货的减少（减：增加）	-37,280.67	-45,655.24	34,538.75
经营性应收项目的减少（减：增加）	96,729.25	16,148.59	-22,767.13
经营性应付项目的增加（减：减少）	-11,954.46	11,521.05	-22,701.13
经营活动产生的现金流量净额	87,982.72	18,571.25	12,728.11
二、不涉及现金收支的投资和筹资活动：			
三、现金及现金等价物净增加情况：			
现金的期末余额	54,646.79	63,214.57	77,492.22
减：现金的期初余额	63,214.57	77,492.22	75,293.08
现金及现金等价物净增加额	-8,567.77	-14,277.65	2,199.14

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	主营业务毛利率	$(\text{主营业务收入} - \text{主营业务成本}) / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{期初所有者权益} + \text{期末所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / [(\text{年初总资产} + \text{年末总资产}) / 2]$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	营业费用率	$\text{营业费用} / \text{主营业务收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{主营业务收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率（次）	$\text{主营业务收入} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率（次）	$\text{主营业务收入} / [(\text{期初固定资产总额} + \text{期末固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{主营业务收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{主营业务成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{主营业务成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期（天）	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券} + \text{融资租赁的长期应付款}$
	短期有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	有息债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款} + \text{长期借款} + \text{应付债券}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{资本化利息} + \text{计入财务费用的利息支出})$
	现金流负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	FFO	$\text{净利润} + \text{非付现费用} + \text{非经营性损益}$

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

二、债务人长期信用等级符号及定义

符号	定义
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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。