

信用等级公告

联合[2008] 016 号

联合资信评估有限公司通过对内蒙古奈伦集团股份有限公司
2008 年 5 亿元公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定

内蒙古奈伦集团股份有限公司
2008 年 5 亿元公司债券的信用等级为
AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零八年二月二日



内蒙古奈伦集团股份有限公司

2008年5亿元公司债券信用评级分析报告

评级结果:

公司主体长期信用等级: A

本期公司债券信用等级: AA

评级时间:

2008年2月2日

主要数据:

项 目	2005 年	2006 年	2007 年
资产总额(万元)	148367.11	372598.40	431222.51
所有者权益(万元)	27392.71	231404.59	243129.64
主营业务收入(万元)	17395.71	42978.68	58465.21
利润总额(万元)	2967.25	9449.06	13979.14
资产负债率(%)	79.54	36.78	42.03
全部债务资本化比率(%)	71.13	30.12	35.12
净资产收益率(%)	10.16	2.73	4.53
流动比率(%)	67.26	123.23	163.16
EBITDA 利息倍数(倍)	6.03	6.56	10.07
债务保护倍数(倍)	0.05	0.09	0.09

注: 公司 2006 年 8 月实施股份制改造对资产及相关负债进行了评估; 2005 年财务数据为内蒙古奈伦集团有限责任公司数据。

分析员

黄 竞

电话: 010-85679696-8875

邮箱: huangjing@lianheratings.com.cn

夏 阳

电话: 010-85679696-8802

邮箱: xiayang@lianheratings.com.cn

传真 010-85679688

地址 北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
中环世贸中心 D 座 7 层 邮编: 100022

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: [//www.lianheratings.com.cn](http://www.lianheratings.com.cn)

评级观点

内蒙古奈伦集团股份有限公司(以下简称“奈伦集团”或“公司”)是一家以农产品加工、房地产开发为主业的大型民营企业,是国内最大的马铃薯淀粉生产公司,2005 年被中国农业部评为国家农业产业化扶贫龙头公司。近年来公司房地产开发业务发展迅速,土地储备较为充足。目前,公司通过投资建设年产 30 万吨合成氨、52 万吨尿素项目开始进军能源化工行业,该项目在生产规模、原材料成本、生产技术、交通运输等方面具有明显优势,市场前景良好。

2006 年 8 月公司实施股份制改造时土地评估增值导致公司资产总额增长较快,债务负担大幅下降,目前公司负债结构合理。资产方面,存货和在建工程占比较大,整体资产的变现能力较强,未来增值空间较大。盈利方面,受土地增值和房地产开发周期的双重影响,近几年公司净资产收益率偏低,但考虑到公司地产投资已逐步进入收获期,预计未来几年房产销售收入将大幅增加,公司盈利能力也将随之有所回升。

本期公司债券由公司自有的土地资产进行抵押,根据内蒙古孚坤地产咨询评估有限责任公司(简称:内蒙古孚坤)2007年12月12日出具的评估报告,本期抵押土地评估价值为125060万元,是本期债券的2.5倍(抵押率为39.98%),并建立“利息+本金”两种偿债基金,加强对本期公司债券到期兑付的保障。整体看,抵押资产对本期公司债券到期偿还具有较好的保护能力。

总体看,公司本期公司债券到期不能还本付息的风险小。

优势

1. 公司是国内最大的马铃薯淀粉生产公司，为马铃薯淀粉生产行业标准制定单位，在行业处于首位；

2. 呼市房地产行业的快速发展为公司房地产业务提供了良好的市场机会；

3. 公司投资建设的年产 30 万吨合成氨、52 万吨尿素项目为内蒙古自治区重点工业项目，该项目符合国家各项产业政策，产能规模较大，生产技术先进，在原材料成本、交通运输等方面具有明显优势，市场前景较好；

4. 呼市政府已同意将公司拥有的大黑河土地列入收储计划，未来将把土地变为商住开发用地，并承诺根据公司出售需求，按公允价格进行收购，此举有助于提升公司资产的变现能力和变现价值；

5. 公司土地主要通过兼并收购国有公司取得，一直按账面价值入账，与市场公允价值相比，存在较大的资产升值空间。

关注

1. 目前，公司储备的土地性质多为工业和养殖业用地，变更为商业用地后方可进行后续开发；

2. 公司拟建尿素项目投资额较大，需要依靠外部融资来解决；

3. 房地产开发业为公司重要的收入及利润来源，易受宏观经济及政策调控的影响；

4. 公司法人治理结构有待进一步完善。

信用评级报告声明

- 除因本次评级事项联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）与内蒙古奈伦集团股份有限公司（以下简称“奈伦集团”）构成委托关系外，联合资信、评估人员与奈伦集团不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 联合资信与评估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。
- 本信用评级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，未因奈伦集团和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。
- 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公司相关资料主要由奈伦集团提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。
- 奈伦集团 2008 年 5 亿元公司债券信用等级自本期债券发行之日起至到期日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内该债券的信用等级有可能发生变化。

一、发债主体概况

内蒙古奈伦集团股份有限公司（以下简称“奈伦集团”或“公司”）前身是成立于 1993 年 8 月的内蒙古奈伦集团有限责任公司，是由郭占春、呼市飞马五金电器有限责任公司、王景晟、郭玉梅、郭婷作为发起人共同发起设立的，注册资本为 1 亿元人民币。其中郭占春持有 95.86% 的股权，呼市飞马五金电器有限责任公司持有 2.14% 的股权，王景晟持有 1.00% 的股权、郭玉梅持有 0.50% 的股权、郭婷持有 0.50% 的股权。公司于 2006 年 8 月 31 日取得了呼市工商行政管理局换发的公司法人营业执照。

公司目前主营业务以农牧产品加工、房地产开发为主，同时通过投资建设年产 30 万吨合成氨、52 万吨尿素项目开始进军能源化工行业。2000 年公司被国家八部委评为首批 151 家农业产业化国家重点龙头企业，2002 年入选内蒙古自治区政府 20 家重点发展的公司之一。在农牧产品加工方面，公司主要经营马铃薯精制淀粉和变性淀粉、乳制品、肉制品等产品的生产与销售，其中，马铃薯淀粉产业起步于 1996 年，现已成为集育种、种植、加工、研发、销售于一体的国内最大的马铃薯淀粉生产公司。

截至 2007 年底，公司纳入合并报表范围的子公司 6 家（见附件 1）。截至 2007 年底，公司设总裁办公室、投资管理部、人力资源部、技术中心、财务审计部等部门；公司高级管理人员 4 人，职工总人数 2174 人。

截至 2007 年底，公司合并资产总额 431222.51 万元，负债总额 181239.09 万元；2007 年公司实现主营业务收入 58465.21 万元，利润总额 13979.14 万元。

公司注册地址：呼市赛罕区新建东街 68 号；法定代表人：郭占春。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

经国家发展和改革委员会“发改财金[2007]602 号”文批准，公司计划于 2008 年发行人民币债券 5 亿元，债券期限为 7 年，同时附加发行人上调票面利率选择权及投资人回售选择权。在本期债券存续期的第 5 年末，发行人可选择上调票面利率 0 至 100 个基点（含本数），债券票面年利率为债券存续期前 5 年票面年利率加上上调基点，在债券存续期后 2 年固定不变。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计利息。

本期债券以公司自有资产进行抵押担保。

2. 本期债券筹集资金投资项目

本期债券募集资金 5 亿元人民币，将全部用于年产 30 万吨合成氨、52 万吨尿素项目。

该项目是经内蒙古自治区发改委批准备案的自治区重点工业项目（内蒙古自治区发展和改革委员会内发改公字[2005]1070 号文核准）。目前该项目的建设用地（鄂尔多斯市准格尔旗大路工业园区 59.5 万平方米地块）、环保（国家环保总局环审[2007]253 号文批准）、用水各项支持性文件均已取得，项目核心专利技术已经选购，设计工作已于 2006 年 8 月开始。项目以煤为原料、采用德士古水煤浆加压气化技术生产合成氨，耐硫变换，低温甲醇洗脱硫脱碳，液氮洗气体精制，低压氨合成以生产液氨，然后再采用荷兰斯太米卡邦公司的二氧化碳汽提法生产尿素。

该项目年转化煤 70 万吨。根据内蒙古自治区人民政府 2007 年第 10 次主席办公会议纪要的精神，公司获得了鄂尔多斯市准格尔旗龙王沟后备井田资源。该块井田面积为 20.30 平方公里，可采储量约为 5.5 亿吨。目前，该井田正在进行煤炭详查勘查，并已取得了探矿权证。该项目在生产规模、原材料成本、生产技术、交通运输等方面具有明显优势，市场前景较好。

(1) 生产规模优势

合成氨尿素工业属于资金密集和技术密集型产业，规模效应明显。该项目设计年产能30万吨合成氨、52万吨尿素，合成氨综合能耗比我国目前中小型公司合成氨综合能耗低20%以上，由于资源质优价廉、装置运行经济所带来的规模成本优势十分明显。

(2) 原材料成本优势

项目以煤为原料，年转化煤70万吨，属于“坑口”尿素厂。准格尔煤田地处晋、陕、蒙交界处，是国内著名的4大露天煤矿之一，也是我国西部特大型综合性能能源基地，已探明储量267.6亿吨，服务年限115年，境内拥有黑岱沟、哈尔乌素、酸刺沟、唐公塔等年产量在1000万吨以上的大型煤矿和上百座中型煤矿，年生产原煤达1亿吨，资源富集，品质优良。内蒙古自治区人民政府为支持该项目的建设，在准格尔煤田为公司配置了20.30平方公里的大型整装煤田（鄂尔多斯市准格尔旗龙王沟后备井田资源），可采储量约为5.5亿吨。目前，该井田正在进行煤炭详查勘查，并已取得了探矿权证。该井田可以提供大量项目所需的煤炭资源，进一步为项目提供了资源保证。

项目建设地为内蒙古自治区的重点工业园区，距离黄河10公里，水源充足，公司已通过水权置换方式，取得工业用水指标。

与本项目建设地距离不足1公里的大路工业园区内在建的甲醇项目共计160万吨，本项目年使用甲醇量仅为300吨，其供应可得到充分保证。

项目建设区域内属华北电网的直接供电范围，电力装机容量充裕，电网稳定，同时本项目还自备有2.5万千瓦的余热发电机组，高压供电系统采用双回路供电，供电方案科学合理；全长蒸汽由燃煤锅炉生成自给，余热发电，全长热平衡。

综合上述主要原材料取得的便利条件，可以看到该项目具有十分突出的成本优势，市场竞争力明显。

(3) 生产技术优势

该项目采用美国GE的德士古水煤浆气化工艺、大连理工学院的低温甲醇洗工艺、瑞士卡萨利的氨合成工艺等一系列目前世界上最先进的权威工艺技术，生产煤基合成氨尿素。同时，采用反渗透、生化处理、循环流化床、超级克劳斯脱硫等先进技术，结合上述生产工艺，对“三废”在生产过程中进行综合处理，从而实现“三废”综合利用，污水零排放，最大限度地提高煤炭资源的洁净、综合利用水平。

(4) 交通运输优势

项目建设地距离准格尔煤田腹地不足15公里，交通运输十分便利，境内有大准电气化铁路、准东铁路和呼准铁路以及拟建的准黄铁路，年货运能力接近1亿吨，为产品后期的迅速销售奠定了良好的基础。同时有高速公路直达呼市，车程不到1小时，呼市到北京的航程为50分钟。该项目交通运输优势非常明显。

该项目总投资21.64亿元，项目资金安排如表1所示，项目建设期3年，预计2010年7月全部建设完成。项目完成后，经估算财务内部收益率为17.26%，投资回收期7.45年，资本金收益率19.27%，以生产能力利用率表示的盈亏平衡点为47.79%，因此该项目具有一定的盈利能力和抗风险能力，因此项目在财务上是可行的。

截至2007年9月底，该项目辅助、配套设施已开始施工，长周期设备已开始采购。公司已经累计投入约2.1亿元的项目资本金，其余的项目资本金将于2008年10月1日之前投入。

表1 煤化工项目资金安排

煤 化 工	资金安排 (亿元)			已投 入 资 金 (亿元)	2007 年	2008 年	2009 年
	资本金 (自有)	公 司 债	建 行 贷 款				
	6.64	5	10	2.1	4.5	12.5	2.54

注释：建设银行已承诺给予尿素项目贷款15亿，由于发行人有5亿资金通过发行债券获得，所以只需建行贷款10亿。

资料来源：30万吨合成氨、52万吨尿素项目可研报告

综合来看，公司本期债券募集资金将全部

用于年产 30 万吨合成氨、52 万吨尿素项目。项目建成投产以后，有望显著增加公司经济效益。

三、行业分析

公司目前主营业务以农牧产品加工、房地产开发为主，同时通过投资建设年产 30 万吨合成氨、52 万吨尿素项目开始进军能源化工行业。在农牧产品加工方面，公司主要经营马铃薯精制淀粉和变性淀粉、乳制品、肉制品等产品的生产与销售，其中，以马铃薯淀粉加工为主。

1. 马铃薯淀粉

(1) 淀粉工业概况

淀粉是植物经光合作用而形成的碳水化合物。它是由单一类型的糖单元组成的多糖，依靠植物体天然合成。淀粉大量存在于植物的种子、块茎及根里。淀粉的品种包括玉米、稻谷、小麦、马铃薯、红薯、木薯淀粉等。

淀粉的用途十分广泛。淀粉制成的食品如粉丝、粉条等可以直接食用。淀粉作为原料可应用于方便面、火腿肠、冰淇淋等食品和可降解塑料制品中。作为发酵原料用于淀粉糖、氨基酸、酒精、抗菌素、味精等产品的生产。淀粉也可以加工成变性淀粉，广泛应用于造纸、纺织、食品、铸造、医药、建筑、石油钻井、选矿等领域。

(2) 马铃薯淀粉概况

马铃薯淀粉是常见商业淀粉中颗粒最大的一种，马铃薯淀粉与其他淀粉相比，具有较长的分子结构、较高的支链淀粉含量、淀粉颗粒尺寸较大，因此具有高白度、高透明度、高粘度、低糊化温度等特殊性能，在应用上具有其它类淀粉所无法替代的功能和作用。

马铃薯全粉和淀粉是两种截然不同的制品，其根本区别在于：前者在加工中没有破坏植物细胞，基本上保持了细胞的完整性；虽经干燥脱水，但一经用适当比例的水复水，即可

重新获得新鲜的马铃薯泥，制品仍然保持了马铃薯天然的风味及固有的营养价值。而淀粉却是在破坏了马铃薯的植物细胞后提取出来的，制品不再具有马铃薯的风味和其它营养价值。

马铃薯变性淀粉就是在马铃薯原淀粉基础上经过化学、物理或生物等方法变性的淀粉，由于改变了原淀粉的溶解度、黏度、渗透性、吸水性等理化性能，因此它不仅具备马铃薯原淀粉的优点，还可弥补其缺点，用途更加广泛，不但提高了淀粉的经济价值，而且各种新产品的性质更适用于工业生产的需要。

马铃薯淀粉及其衍生物以其独有的特性，是纺织、造纸、化工、建材等众多领域的填充剂、增强剂、粘结剂等；在医药上，马铃薯可生产酵母、多种酶、维生素、人造血液等。由此可见，马铃薯淀粉具有非常高的开发价值和广阔的市场前景。

(3) 我国马铃薯加工产业现状及发展前景

中国是世界马铃薯生产大国，根据联合国粮农组织统计，目前中国的马铃薯种植面积达 488 万公顷，占世界的 25%，亚洲的 60%，总产量达 7086 万吨，占世界的 20% 和亚洲的 70%，在世界均居领先地位。中国的马铃薯生产总量虽然位居世界前列，但马铃薯的加工利用率，增值率却非常低，生产总量中的大部分局限在简单食用、饲料等用途，产业链条短，与其应有的经济价值有相当大的差距。各发达国家马铃薯产量虽然有限，但其大部分用于加工增值，如：荷兰加工品达 47%，美国占 48%，英国占 40%，法国占 59%，而我国加工率只占 5%。

近年来，我国经济的快速增长也使马铃薯加工产业步入了快速发展时期，马铃薯淀粉的需求量呈现逐年大幅增长趋势，年平均增长率在 35% 以上。随着人民生活水平和工业发展水平的不断提高，淀粉特别是高品质的马铃薯淀粉的生产应用量仍将保持较高增长速度。

由于我国人多粮少的国情制约，淀粉工业起步较晚，目前人均淀粉应用量仅 5kg / 人年左右，与发达国家 30-40kg / 人年的水平有很大

差距,我国人均年消费淀粉量的增长潜力较大。

在发达国家,80%的马铃薯淀粉用于医药、纺织、造纸及石油工业等领域,而我国目前90%的马铃薯淀粉是用于食品工业,随着市场经济的发展和国际化的推进,食品工业以外的行业对马铃薯淀粉的使用将不断增加。我国马铃薯的加工利用率较低的状况一方面反映出我国的马铃薯产业化水平很低,无法满足社会发展和工业化需求,但另一方面,也显示中国马铃薯加工产业有巨大的发展空间和市场潜力。

2. 房地产开发

(1) 我国房地产业概况

房地产业是我国国民经济的支柱性产业之一,与国民经济发展水平密切相关。1998年我国实施城镇住房制度改革以来,伴随着我国经济快速成长,我国房地产市场得到快速发展。2001-2006年间住宅投资年均增长约26%,住宅施工面积年均增长约20%。

近年来,在住房需求拉动和宽松的经济、金融环境下,我国房地产市场出现了房价上涨快、投资过热的现象。由于我国房地产市场需求较大,在市场结构性矛盾仍然没有得到有效解决和人民币升值等因素造成的投资需求旺盛的背景下,我国房地产需求在短期内仍会保持较高水平。从中长期来看,投资需求将逐步被挤压,前些年快速增长的住宅投资可能出现过剩局面。

2004年以来,政府有关部门相继出台了一系列政策,通过控制信贷和土地供应两个闸门,以抑制房地产投资和房价过快上涨,保障房地产市场健康发展。2006年5月,政府有关部门出台了“国六条”及作为其细则的《关于调整住房结构稳定住房价格的意见》,加大了调控力度。在国家土地、信贷和税收等政策的影响下,实力较弱的房地产公司可能会退出市场,具有一定规模和品牌、且具有成熟的运作和管理能力的房地产公司将面临更好的发展空间,我国房地产行业集中度亦将得到提高。

(2) 呼市房地产业情况

近年来,呼市房地产市场呈现供求两旺的局面。

2007年1-9月,呼市完成房地产开发投资63.1亿,比去年同期增长65.18%,其中,商品房建设投资48.68亿元,占完成房地产开发投资的77.15%,比去年同期增长76.3%。

2007年1-9月,呼市房屋施工面积为1112.56万平方米,与上年同比增长93.15%,其中新开工面积255.15万平方米,与上年同比下降20.26%;商品房竣工面积159.97万平方米,与上年同比增长278.54%。

2007年1-9月,呼市商品房实际销售面积63.42万平方米,与上年同比增长1.63%,其中,商品住宅销售面积48.45万平方米,同比增长7.1%;商品房竣工面积比销售面积多96.55万平方米;商品住宅竣工面积比销售面积多58.2万平方米。

2007年1-9月,呼市商品房平均售价3796元/平方米,同比增长4.1%。

综合来看,2007年以来,呼市房地产市场呈现出以下运行特点:

① 房地产投资增势仍然较高。商品房投资增速在65%以上,主要是住宅增长加快,增速在75%以上。

② 商品房施工规模扩大,房屋竣工面积增多。在扩大开发规模的同时,加快了工程建设速度,房屋竣工面积明显增加,但新开工面积呈下降趋势。

③ 实际销售面积同比趋于平稳增长,环比增长较快。

④ 今年以来在国内大多城市房价涨幅较高的情况下,呼和浩特商品房价格涨幅基本平稳,新建商品住房销售价格同比涨幅在4%左右波动,今年前9个月基本在2%以下。

整体来看,呼市房地产行业的快速发展为公司房地产业务提供了良好的市场机会。

3. 尿素产业

尿素产业是公司未来主营业务之一，公司目前投资建设的年产 30 万吨合成氨、52 万吨尿素项目以“坑口”建厂形式为主，原料主要采用非无烟煤。

尿素属于高浓度氮肥（含氮量 46%），是最重要的氮肥类产品。

(1) 供需关系

近十几年来，我国在人口持续高速增长的情况下，农业生产的增长推动着尿素需求的增长。特别是近年来，由于国家对“三农”问题的重视，农民种粮积极性提高，我国尿素消费量基本保持稳中有增的格局。从表 2 的列示中，可以清楚地看到，我国尿素市场十年来的供需状况。

表2 近10年我国尿素供需形势

单位：万吨

年份	产量	进口量	出口量	表观消费量
1996	2046.7	601	19.8	2628
1997	2274.9	342	35.5	2581
1998	2552.3	11.9	12.5	2552
1999	2917.7	6.8	5.4	2919
2000	3050.1	0	96	2954
2001	3142.1	0	127.1	3015
2002	3459.8	79.1	41.3	3498
2003	3610.8	13.4	273	3351
2004	4181.5	3.8	394	3792
2005	4336.7	3	157.1	4183
2006	4578.6	3 755	136.7	4445.6
2007-1 季度	1256.2	0	73	—

资料来源：中国化工信息中心

根据中国化工信息中心统计，我国尿素产能从2000年的3600万吨增加到2006年的4950万吨，年平均增长225万吨，总装置能力增加37.5%，平均每年递增5.45%。预计2007年中国尿素产能将达到5400万吨，实际产量也将从2000年的3070万吨达到目前的5000万吨以上。

根据中国化工信息中心统计（见表2），近年来，我国尿素需求稳定增长，年均增长率在2%~5%之间，拉动尿素需求的主要因素来自国内市场。随着我国人口的增长和消费结构的不断升级，农产品的需求量将会稳步上升，在耕

地面积有限的条件下，需要通过提高单位面积的施肥量来增加单位产量。根据农业部统计，2003~2005年间，我国尿素施用量年增加率分别为1.67%、5.10%和2.79%，未来国内化肥市场仍将保持稳步增长。

但由于受原料、运价、产业政策等方面因素的影响，未来我国尿素总产能的增幅将在此基础上趋于下降，尿素市场未来将总体呈现供需基本平衡，供略大于求的态势。“十一五”期间，化肥行业的基本战略仍以化肥结构调整为主题。国家将继续鼓励发展尿素、磷铵等高浓度基础肥料，2010年尿素在氮肥产量中的比率要达到70%以上。

总体看，尿素市场未来将总体呈现供需基本平衡，供略大于求的态势。

(2) 上游原料供应

煤炭、石油、天然气等上游资源都可以用于尿素生产，目前我国尿素生产中，以煤为原料的公司有502个，占85.5%；以气为原料公司有77个，占13.1%（见表3）。根据《国家发展改革委关于加强煤化工项目建设管理促进产业健康发展的通知》（发改工业[2006]1350号）中，明确提出“积极采用先进煤气化技术改造以间歇气化技术为主的化肥行业”，支持发展以煤基合成氨尿素的煤化工产业。此外，在以煤为原料的502个公司中，以无烟煤为原料的高达490个，其中大部分是中小氮肥公司。根据中国氮肥工业协会编制的《合成氨能源消耗定额国家标准》（讨论稿），以无烟块煤、劣质无烟煤、型煤为原料生产合成氨的公司将受到严格的能耗限额，而以非无烟煤为原料的公司受到国家政策的鼓励。

此外，从原料来源来看，煤头公司又分为两种情况，一种是“坑口”尿素厂，指在原料产地周边建设的加工厂，另一种是远离煤炭基地的公司，公司未来投资新建项目属于“坑口”尿素厂，根据该项目的可行报告，其原料价格仅为160元/吨，具有十分突出的成本优势，市场竞争力明显。

以天然气为原料的公司，近几年成本劣势日渐显现，近期国家发改委发布了《天然气利用政策》，明确了天然气的利用顺序，确保天然气优先用于城市燃气，降低天然气在化工、工业燃料以及发电领域在全国天然气消费结构中所占比重，促进能源的综合清洁化利用，未来气头氮肥的扩能空间将明显受限；而以油为原料的尿素公司，随着世界范围内油价的不断攀升，难以为继，正在逐渐退出氮肥行业。

表3 2006年我国合成氨公司按原料结构分类表

单位：万吨、%

原料	类型	产量	占全国	公司数量	占全国
		合计 4937.9		合计 587	
煤	非无烟	285.4		12	
	无烟煤	3483		490	
	小计	3768.4	76.3	502	85.5
气	引进装置	686.2		19	
	其它	366.7		58	
	小计	1052.9	21.3	77	13.1
焦		17.9	0.3	3	0.5
油		98.7	1.9	5	0.9

资料来源：中国氮肥工业协会

总体来看，无论是气头还是煤头尿素生产公司，都对上游产业有较强的依赖，因此，上游产业的原料保障、议价能力将构成尿素公司竞争力的重要组成部分。近年来，我国煤炭、天然气等原料价格不断上涨给尿素生产公司带来了巨大的成本压力。预计尿素行业的原料结构调整将进一步加快，淘汰落后技术将腾出较大的市场空间，技术成熟、能耗低、成本低的大型煤基尿素合成装置，将成为产业升级换代的主力军。

(3) 下游产品销售

目前，我国化肥需求主要来自于国内农业用肥（工业用肥尽管近年来增长较快，但目前所占比例仅为10%左右）。化肥成本占我国农业成本的25%左右，是重要的农业生产资料，国家为鼓励农业生产，保障农民利益，对国内市场部分化肥生产公司实行限价调控。2006年1

月，国家发改委和财政部发布了《关于做好2006年化肥生产供应和价格调控工作的通知》，规定“2006年，列入中央定价目录的大型氮肥公司（合成氨年生产能力30万吨以上）生产的尿素继续实行政府指导价，出厂价上浮幅度由10%提高到15%、下浮不限。按照这一指导价，国内主要大型尿素生产公司的出厂价格上限将由原来的1650元/吨提高到1725元/吨，对于保障大型尿素生产公司的盈利能力具有重要作用。尽管如此，由于产能扩张过快，我国尿素市场在2006年已经出现供过于求的局面，造成价格的下跌。2006年，我国尿素市场均价为1885元/吨，较2005年2114元/吨下降8.92%。尿素产品销售价格的下降导致行业内生产公司盈利能力出现普遍下降（见表4）。

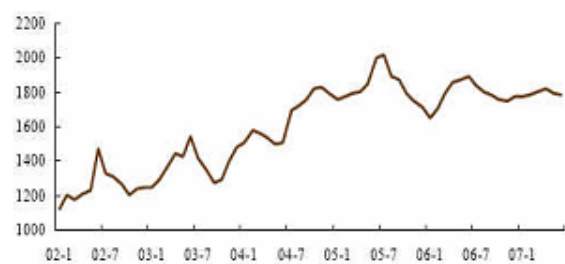
表4 2004~2006年主要尿素生产公司毛利率变动情况

公司名称	2004年	2005年	2006年
四川美丰	33.44%	32.69%	28.73%
泸天化	29.92%	34.03%	23.88%
云天化	41.82%	41.15%	28.11%
沧州大化	17.80%	21.68%	21.73%

资料来源：上市公司各年度年报

图1 2002~2006年我国尿素价格波动

（单位：元/吨）



资料来源：CEIC中国数据中心

在出口方面，2004年由于国际尿素价格上涨，我国尿素出口快速增加，导致国内价格也不断攀升。为了保障国内供应、降低尿素价格，国家发改委和财政部2006年1月发布了《关于做好2006年化肥生产供应和价格调控工作的通知》，停止尿素出口退税政策，并对尿素出口增收季节性暂定关税（1~9月征收30%、10-12

月征收15%的税率），这一政策在2007年继续执行。这一政策的出台，使我国有关尿素公司出口受到阻碍，难以享受到国际市场的高价，在原料成本上涨和行业产能扩张的背景下，压缩了化肥公司的盈利空间，也造成了国内市场供过于求的局面。

(4) 其它

根据中国氮肥工业协会的统计数据，2006年，我国194家尿素生产公司平均产能仅为20多万吨，产能达到100万吨的公司仅有十几家，公司规模偏小，产业集中度较低，从而也带来了市场竞争无序、平均成本过高等问题，加剧了尿素公司对上游原料的争夺、削弱了其对原料和产品议价能力。

2005年5月，财政部和国家税务总局发布《关于暂免征收尿素产品增值税的通知》，规定从2005年7月1日起对国内生产销售的尿素产品增值税由先征后返50%调整为暂免征收增值税。根据国家税务总局《关于落实西部大开发有关税收政策具体实施意见的通知》，设在西部地区、符合当期国家重点鼓励发展产品目录的主营业务收入已超过总收入70%的公司，所得税按15%的优惠税率征收。位于西部的部分化肥公司可以享受到此政策。

综合来看，尿素产业内部竞争较为激烈，同时还面临着上游资源供应瓶颈和下游行政定价的双重挤压，近年来面临着产能过剩的压力。在这种情况下，能否拥有稳定的原料供应、较强的成本控制能力和销售能力就成为尿素生产公司经营过程中的关键要素。技术成熟、能耗低、成本低的大型煤基尿素合成装置，将在竞争中拥有一定优势。

公司目前建设年产30万吨合成氨、52万吨尿素项目具备以上优势，项目发展前景较好。此外，内蒙古自治区人民政府为支持该项目的建设，在准格尔煤田为公司配置了20.30平方公里的大型整装煤田（鄂尔多斯市准格尔旗龙王沟后备井田资源），可采储量约为5.5亿吨。目前，该井田正在进行煤炭详查勘查，并已取

得了探矿权证。该井田可以提供大量项目所需的煤炭资源，进一步为项目提供了资源保证。

四、公司素质

1. 公司规模与竞争力

公司于2000年全面通过ISO9002国际质量管理体系和ISO14001国际环境管理体系认证，同年被国家八部委评为全国首批151家农业产业化国家重点龙头企业，被内蒙古自治区政府评为全区60户重点公司之一；2002年入选内蒙古自治区政府20家重点培育和发展大公司集团行列；2004年到2007年均被呼市工商局授予“年度营业执照免检公司”，2005年被中国农业部评为国家农业产业化扶贫龙头企业。

截至2007年底，公司纳入合并报表范围的子公司6家（见附件1），其中：

内蒙古奈伦农业科技股份有限公司（以下简称“奈伦农科”），成立于2000年，注册资本13316.64万元，公司持股比例为82.92%，主营业务为研制开发、生产销售马铃薯精淀粉、系列变性及其他淀粉工业制品、农副产品加工、培育种植马铃薯；

内蒙古奈伦房地产开发有限责任公司（以下简称“内蒙古奈伦房地产”），成立于1993年11月8日，注册资本为1000万元，公司持股比例90.00%，主营业务为房地产开发、销售；

北京奈伦房地产开发有限责任公司（以下简称“北京奈伦房地产”），成立于1999年年6月8日，注册资本1000万元，公司持股比例80.00%，主营业务为房地产开发、销售；

内蒙古奈伦大黑河乳业有限责任公司（以下简称“大黑河乳业”）成立于1997年10月17日，注册资本2000万元，公司持股比例97.50%，主营业务喂养殖业、农业、渔业、乳制品销售；

内蒙古奈伦商厦有限责任公司（以下简称“奈伦商厦”），成立于2000年9月27日，注册资本500万元，公司持股比例99.40%，经营目前以柜台出租为主；

内蒙古锡林郭勒肉食品有限责任公司（以下简称“肉食品公司”）成立于1999年6月22日，注册资本620万元，公司持股比例80%，经营范围为肉类、熟食品、副食品、饲草料加工销售。

（1）马铃薯淀粉加工

公司于1996年同丹麦发展中国家工业基金会、丹麦KMC马铃薯淀粉生产中心、瑞典莱克白淀粉公司合资共同组建呼和浩特华欧淀粉制品有限公司，年加工能力为2万吨马铃薯精制淀粉。该公司引进了世界最先进的工艺和设备，产品品质执行欧盟标准，处于行业的领先水平。

2000年以来，公司的下属子公司奈伦农科已建成了四个淀粉生产基地和一个种薯繁育中心，具有核定年产13.9万吨马铃薯精淀粉和变性淀粉、200万粒脱毒种薯的生产能力，并已形成了集种薯繁育、生产加工、科研开发、市场营销为一体的马铃薯淀粉产业体系，是国内最大的马铃薯淀粉生产公司。在薯种繁育方面，公司能够进行马铃薯一级种薯、二级种薯、商品薯的系列开发和繁育，拥有自己的繁育研发基地，并同行业内多个科研部门保持着密切的联系。

在淀粉应用方面，公司从2001年起就已经开始从事马铃薯变性淀粉研发工作。2002年，国家科技部确定公司的马铃薯酯化变性淀粉项目为国家级火炬计划重点项目。公司还建立了我国首家薯类淀粉研发中心。

在生产设备方面，公司全套引进具有世界先进水平的瑞典、荷兰全自控、全旋流淀粉加工工艺和设备，所生产的奈伦牌马铃薯精淀粉被中国食品工业协会和中国淀粉工业协会推荐为“食品工业上佳原料”。

在生产管理方面，公司严格实行规范化、程序化管理。2004年，公司通过了ISO9001、ISO14001国际标准的一体化管理体系的认证。

同时，公司是中国淀粉工业协会的发起会员单位，是现行的中国马铃薯淀粉国家行业标

准的制定单位，2006年8月成立的马铃薯淀粉专业委员会挂靠奈伦集团，将会址设在呼和浩特并由奈伦集团副总裁周庆锋担任协会法人代表。2006年，以奈伦集团为牵头单位，针对原产于欧盟的进口马铃薯淀粉的反倾销案，是我国胜诉的第一例农业反倾销案。

（2）房地产开发

公司是呼市最早的房地产开发公司之一，在住宅地产、商业地产开发与运营、物业管理等诸多方面积累了丰富的运作经验。2006年以来，公司开发的房地产项目主要包括位于呼市的“奈伦国际”项目、“城市亮点”项目、“总部大厦”项目和位于北京市的六里桥“驭三环”写字楼项目。上述4个项目总建筑面积达690660平米左右，其中“奈伦国际”项目（南、北区）是自治区60年庆典献礼的标志性建筑。公司充分利用原有的储备土地资源进行房地产开发，为其他产业的发展提供有力的资金支持（见附件3）。

此外，公司的土地储备较为丰富，主要通过收购兼并国有公司所得，由于公司一直按账面价值入账，与市场公允价值相比，存在较大的资产升值空间，目前公司主要的土地使用权包括：

① 大黑河土地

公司在呼市大黑河拥有一块546.52万平方米面积的土地，该宗土地目前为养殖用地。但根据呼市政府2006~2020年的城市总体规划要求，该宗土地大部分将规划为一类居住用地，并根据呼市批字[2007]105号文的精神，市政府已将该宗地纳入市土地收储计划，用地性质变为商住开发用地。公司计划在未来15年陆续申请将其变性进行房地产开发（注：本期抵押的260万平方米面积的土地资产即包含在内，但不在本期债券存续期内进行开发）。

② 锡林浩特土地

公司在锡林浩特拥有13.32万平方米面积的土地，土地性质为住宅，公司拟在此建立“德吉花园”项目。

③ 天津滨海新区土地

公司在天津滨海新区，公司已与滨海区建委签订了一块面积为 9955 平方米的商服用地转让协议，公司拟在此建立“内蒙古大厦”项目。

截至目前，公司累计拥有超过 900 多万平方米，包括工业、种植、养殖、教育等用地，由于这些土地大部分紧靠城区，地段位置优势突出，土地预期升值前景较大（详见附件 4）。

2. 人员素质

公司现有高层管理人员 4 人，均具有大学专科以上学历，其中研究生学历 2 名。

公司董事长郭占春，现年 53 岁，硕士学历。郭占春先生曾在内蒙古大学数学系从事教学工作，后任内蒙古高校科技开发集团任副总经理，并任内蒙古青联副主席，1990 年创建奈伦集团。郭占春先生曾任第九届、第十届全国政协委员，全国工商联执委会常委，中国光彩事业促进会常务理事，曾获得中国光彩事业促进会授予的“光彩事业奖章”，内蒙古自治区授予的“十佳带头人”、“杰出青年民营企业家”、“中国社会主义优秀建设者”等表彰和荣誉。

公司总裁王景晟，现年 37 岁，硕士学历，高级经济师，高级工程师。王景晟先生曾任伊泰煤炭股份有限公司销售科长、出口煤业务科长、秦皇岛办事处主任等职，后在深圳创办广东恒信文化传播有限公司，任总经理，1998 年，参与筹建内蒙古亿利科技股份有限公司，任董事、总经理。2003 年起，王景晟先生任公司总裁，现为公司董事、总裁，并任内蒙古天润化肥股份有限公司董事、总经理。

截至 2006 年底，公司共有员工 2174 人，具有高级职称的 234 人，占比 10.76%。从学历构成来看，大专及以上学历 989 人，占比 45.49%；高中及中专学历 1185 人，占比 54.51%。从年龄结构看，50 及以上 426 人，占比 19.60%；30~50 岁 984 人，占比 45.26%；30 岁以下 764 人，占比 35.14%。

总体看，公司人员结构合理，基本能满足公司生产经营需要；高级管理人员经历丰富，具备较强的工作能力和丰富的公司管理、运作经验。

3. 外部支持

(1) 外部环境

内蒙古自治区位于我国北部，全区总面积 118.3 万平方公里，占全国土地面积的 12.3%，居全国第 3 位。2006 年末全区总人口 2392.35 万人。2006 年，全区生产总值完成 4790 亿元，同比增长 18%；财政总收入 712.9 亿元，同比增长 32.9%；固定资产投资 3406.3 亿元，同比增长 26.7%。

内蒙古自治区全区拥有耕地面积 709.1 万公顷，人均占有 0.36 公顷，是全国人均耕地的 4 倍，居全国之首，农作物多达 25 类 10266 个品种，具有发展马铃薯、莜麦、高粱等耐寒耐旱水果的良好条件。内蒙古自治区是中国最大的马铃薯产区，无论是种植面积，还是产量和质量，在全国均首屈一指。

内蒙古自治区处于我国北方露天煤炭矿群的集中地带，煤炭储量极其丰富。现已查明含煤面积达 10 多万平方公里，累计探明储量 2400 亿吨，占全国探明储量的 25% 以上，居全国第二位。远景储量 12000 亿吨，仅次于新疆维吾尔自治区。其中储量在百亿吨以上的特大型煤田有 5 处，大部分煤田地质构造简单，厚度大，埋藏浅，煤层稳定，易于露天开采，而且煤种质量优良，种类齐全。其中，准格尔煤田探明储量 259 亿吨，发热量达 7470 千卡 / 千克，其产品是造气和制作水煤浆的优质工业用煤。

呼市位于内蒙古自治区的中部的土默川平原，是内蒙古自治区首府，是全区政治、经济、科技、教育、文化中心。呼市土地总面积为 1.7 万平方公里，建成区面积 149 平方公里，现辖四区、四县、一旗和一个国家级开发区。全市总人口 258 万，市区人口 150 多万。呼和浩特是丹拉高速公路、110 国道、京兰铁路的必经

之地；距首都北京 500 公里，北依二连浩特口岸，是沟通西北各省区与内地的陆路通道，也是连接中国内地与蒙古国、俄罗斯及东欧各国的桥梁，同时也是内蒙古呼和浩特、包头、鄂尔多斯金三角的重要支柱，更是以北京为代表的环渤海经济圈的通往大西北的一个桥头堡。得天独厚的地理位置，使呼和浩特成为西部大开发战略中重要的中心城市之一。“十五”期间，呼市经济增速达到近 30%，在全国 27 个省会城市中位居第一，GDP 由 2001 年的 211.2 亿元增长到 2006 年的 900.1 亿元，相应地城市居民人均收入从 6182 元增长到 14055 元。

总的来看，公司所在地区拥有较为丰富的自然资源，近年来经济发展较快，公司发展外部环境较好。

(2) 税收优惠

公司享有国家关于农牧公司有关税收减免等方面的优惠政策。根据《财政部国家税务总局关于国有农口企事业单位征收公司所得税问题的通知》（财税字[1997]49 号）和《国家税务总局关于明确农业产业化国家重点龙头公司所得税征免问题的通知》（国税发[2001]124 号）文件，农产品公司享受减免公司所得税政策。

此外，公司下属子公司内蒙古奈伦房地产根据“呼地税发[2004]134 号”文件，按 6% 的应税所得率计算征收公司所得税。

(3) 政府政策支持

农牧业是我国基础产业之一，“三农”问题也是我国现代化过程中亟待解决的重大问题。2007 年 1 月，国务院下发了《中共中央国务院关于积极发展现代农业扎实推进社会主义新农村建设的若干意见》，表明了国家对于解决“三农”问题的决心。公司农牧产品加工业将在未来长期得到政府的政策支持，公司未来发展前景良好。

五、公司管理

1. 法人治理结构

公司是依照《公司法》和其他相关规定成立的股份有限公司，并不断建立、健全各项规章制度。

公司设有股东大会、董事会和监事会。股东大会是公司最高权力机构，董事会是生产经营的决策机构。公司董事会由 7 名董事组成，设董事长 1 人、副董事长 1 人。公司监事会设 3 名监事，其中 1 名为职工代表，监事会对公司财务、董事会日常运作进行监督。

总体看，公司基本建立了较为完善的法人治理结构，但从公司股权结构看，股权主要集中于郭占春先生（持股比例：95.86%），存在大股东控制风险。

2. 管理水平

内部管理方面，公司实行董事会领导下的总裁负责制，采取三级管理结构，即包括总裁一副总裁 / 总监一部门经理。公司设立了总裁办公室、投资管理部、人力资源部、技术中心、财务审计部等部门。公司建立了包括财务管理制度、品质管理制度、工程管理制度、投融资管理制度、人力管理制度、生产劳动安全管理制度、环境管理制度等相关制度，并通过加大制度的制约力度，基本能够满足公司日常运作管理的需求。公司尤为注重人力资源的获取、利用、保持与开发战略的制定，并加强完善招聘录用、绩效考核、薪酬福利、员工离职管理、员工在职培训管理等制度建设，有利于优秀人才的引进与保留，加强全体员工的认同感。

对下属子公司的管理方面，公司建立包括年度考核制度、项目投资审批制度、资金预算管理制度，并通过总部向下属子公司派驻财务人员对其进行有效地控制。但作为集团公司，公司目前尚未建立资金结算中心，资金使用效率上有所欠缺。

总体来看，公司内部管理结构比较合理，制定并实施的管理制度比较完善，公司整体运作比较规范。

六、公司经营

1. 公司经营现状概况

2005~2007 年，公司主要从事农产品加工（包括：马铃薯淀粉加工、乳制品加工、屠宰及肉食加工）和房地产开发两大板块业务。其中，农产品加工以马铃薯淀粉加工业为主，其系列产品主要包括精粉和变性淀粉（见表 5）。

(1) 房地产开发板块业务

近年来该板块业务一直为公司主营业务收入的重要来源，且占比逐年增大，2007 年该板块业务实现收入 35655 万元，占公司主营业收入的 60.98%。

(2) 农产品加工板块业务

① 马铃薯淀粉加工

随着公司新设马铃薯淀粉加工厂的投产，公司马铃薯淀粉的销售收入逐年增大。其中 2007 年该业务收入增长较快，主要是由于 2006 年底欧盟进口马铃薯淀粉反倾销案件的胜利，欧盟淀粉进口关税增至 57%，国内马铃薯淀粉价格一路走高，由 2006 年平均价格 4200 元（精粉含税价）提升至 2007 年初的 6200 元（精粉含税价），2007 年公司该业务实现收入 19830 万元，较 2006 年提升 117.31%，占公司主营业收入的 33.92%，为公司第二大主营业收入。

② 乳制品加工

公司在结合自身优势的前提下，考虑到目前乳品加工业发展受奶源制约影响较大，加之目前原奶的价格不断攀升，公司对乳品加工业有意识地缩减，通过减少乳制品加工的产量将原奶自产与外购比例控制在以提升盈利能力为前提的合理范围内，使得该业务收入规模逐年下降，销售收入占比由 2005 年的 19.53% 下降至 2007 年的 4.32%，盈利能力却呈逐年上升趋势，毛利率由 2005 年的 11.43% 提升至 2007 年的 52.93%。

③ 屠宰及肉食加工

近几年，尽管公司注重加大冷鲜肉的精细化处理，提高产品的附加价值，但该业务收入整体规模仍旧偏小，占比较小。

从公司各板块业务利润来看，公司主营业务利润构成基本反映了主营业务收入结构特点，利润贡献的前两位仍为房地产开发和马铃薯淀粉加工业务，且该两项业务的盈利能力较强，近几年，毛利率均达到了 35% 以上。

整体看，公司为强化自身的核心竞争力，逐渐减少边缘产业的发展，并已将目前主营业务定位于房地产开发和马铃薯淀粉加工，其中房地产开发业务对公司经营发展影响最大，为公司现阶段可持续经营的支撑业务。

表 5 公司 2005~2007 年主营业务情况

业务类别		2007年		2006年		2005年	
		主营收入 (万元)	比例 (%)	主营收入 (万元)	比例 (%)	主营收入 (万元)	比例 (%)
农业加工	马铃薯淀粉加工	19830	33.92	9125.13	21.23	4235.56	24.35
	乳制品加工	2525	4.32	2526.25	5.88	3396.64	19.53
	屠宰及肉食加工	456	0.78	1048.79	2.44	767.79	4.41
房地产开发		35655	60.98	30278.51	70.45	6828.61	39.25
合计		58466		42978.68		15228.60	
业务类别		2007年		2006年		2005年	

		主营业利润 (万元)	毛利率 (%)	比例 (%)	主营业利润 (万元)	毛利率 (%)	比例 (%)	主营业利润 (万元)	毛利率 (%)	比例 (%)
农业加工	马铃薯淀粉加工	8651	43.62	36.95	4595.00	50.74	30.29	2959.15	69.94	40.22
	乳制品加工	1336	52.93	5.71	599.74	24.70	3.95	387.17	11.43	5.26
	屠宰及肉食加工	35	7.61	0.15	-8.87	-0.57	-0.06	21.31	3.24	0.29
房地产开发		13388	39.43	57.19	10118.03	38.93	66.7	2537.58	48.31	34.49
合计		23410			15303.89			5905.22		

资料来源：公司提供

从下属子公司经营情况看，截至 2007 年底，合并范围 6 家控股子公司中 5 家子公司参与公司的主营业务（“奈伦商厦”收入规模较小，因此未纳入公司合并的主营业务收入，反映在其他业务收入中）。按板块业务划分：参与房地产板块业务 2 家，分别为北京奈伦房地产、内蒙古奈伦房地产；农产品加工板块业务 3 家，分别为奈伦农科（马铃薯淀粉加工）、奈伦天然乳业（乳制品加工）、肉食品公司（屠宰及肉类加工）。截至 2007 年底（见附件 1），资产规模最大的为奈伦农科，资产总额为 65681.54 万元，2007 年下属子公司主营业务收入排名依次为奈伦农科（19829.88 万元）、内蒙古奈伦房地产（7097.14 万元）、大黑河乳业务（2524.78 万元）、北京奈伦房地产（2099.18 万元）、肉食品公司（455.61 万元），以上五家子公司主营业务收入累计合计 32006.59 万元，占公司当年主营业务收入 54.74%，是公司主营业务收入的重要来源，但随着公司本部开发的奈伦国际及总部大厦房地产项目开发进程，公司本部实现的房地产销售收入将逐步释放，占比也将逐步提升。

2. 马铃薯淀粉加工板块

(1) 生产情况

截至 2007 年底，公司马铃薯淀粉加工基地主要包括内蒙古集宁奈伦淀粉工业有限公司（简称：集宁淀粉加工）、内蒙古阿荣旗奈伦淀粉工业有限公司（简称：阿荣旗淀粉加工）、内蒙古乌兰浩特奈伦淀粉工业有限公司（简称：

乌兰浩特淀粉加工）、黑龙江依安奈伦淀粉工业有限公司（简称：黑龙江淀粉加工）四大淀粉加工厂（四大加工厂为奈伦科技下属子公司），拥有生产线 14 条（见表 6），核定产能累计为 13.9 万吨（其中 10 万吨为精淀粉，2 万吨为变性淀粉；1.9 万吨为包括全粉、膳食纤维、），由于受到原材料保存期限的影响，每年实际开工的天数约为 85 天左右（符合该行业特性），加上各加工厂新增的生产线正处于陆续投产，造成近几年公司达产率不高，2007 年公司淀粉加工能力合计为 8~10 万吨左右。

表 6 截至 2007 年底公司淀粉生产产能

加工厂简称	生产线	加工产品系列	核定产能(万吨)
依安淀粉加工	4 条	精淀粉	4.5
乌兰浩特淀粉加工	2 条	精淀粉	2
集宁淀粉加工	2 条	精淀粉	2
	1 条	变性淀粉	2
	1 条	膳食纤维	0.8
	1 条	植物蛋白	0.5
阿荣旗淀粉加工	2 条	精淀粉	1.5
	1 条	全粉	0.7
合计	14		13.9

资料来源：公司提供

(2) 原材料供应

公司采用“农户订单+基地”的模式保障原材料的稳定供应，其中，基地主要是指公司在东北地区（阿荣旗和乌兰浩特）租赁的约 1 万亩国营农场作为种植马铃薯的专用基地，该基地每年年产马铃薯 1 万吨，但随着公司产能加大，目前基地的产量仅能进行约 1429 吨的淀粉

加工（按原材料与淀粉 7:1 产出率计算），因此公司原材料的来源还主要依靠农户订单的形式，基于公司与农户合作年限较长，加上公司对农户实施价格保护措施，并提供相关种植辅导等配套服务，因此公司目前原材料供应渠道基本稳定。

根据表 7 近四年马铃薯的采购量、采购均价情况来看，公司收购马铃薯的价格逐年上升，其中 2006 年和 2007 年涨幅较大，主要是旱情导致当年马铃薯欠收所致。此外随着公司新建淀粉生产线的投产，加大了公司对马铃薯原材料的需求，因此种薯的培育一直为公司发展淀粉加工业的重点，目前公司在内蒙古土左旗拥有一块约 6000 亩的优质种薯繁育基地，将通过优化马铃薯品种提升淀粉产品的产出率，用以降低成本，保障满足对原材料的需求。

表 7 公司原材料采购量及采购价格情况表

年度	采购价 (元/吨)	采购量 (吨)	生产淀粉 量(吨)	实际销售淀 粉量(吨)
2004 年	360	36736	5248	7534
2005 年	380	57148	8164	3773
2006 年	460	55342	7906	9984
2007 年	600	201335	31958	28568

资料来源：公司提供

整体看，公司原材料供应渠道基本稳定，但马铃薯产量易受到自然环境的影响。

(3)销售

公司注重与优质客户的合作，现阶段淀粉产品主要销售于食品加工领域中，包括康师傅、统一、好劲道、盼盼等客户，公司客户质量较好。

从销售方式上，公司采用内、外销并举的方式。在国内市场，公司注重自己的行业龙头地位，不断地开拓市场，提高市场占有率；同时由于农业加工品的出口退税的优惠政策，公司还积极参与海外市场的竞争，目前海外主要销往东南亚、俄罗斯等地。

3. 房地产开发板块业务

近几年，公司主要房地产开发项目（见附件 3）包括：由公司本部在呼市开发的“奈伦国际（南/北区）”综合项目和“总部大厦”写字楼项目；内蒙古奈伦房地产在呼市开发的“望兴园”二期、“和兴园”及“城市亮点”三个住宅项目；北京奈伦房地产在北京石景山开发的“奈伦熙府”住宅项目和六里桥“驭三环”写字楼项目（该项目为公司与民福房地产开发有限公司共同合作完成，根据双方签署的协议，公司享有该项目总建筑面积 65% 的分配比例）。以上项目的总投资额为 19.62 亿元，建筑面积合计 95.06 万平方米，截至目前，公司已完成投资总额 13.22 亿元。其中，呼市的“望兴园”二期、“和兴园”以及北京的“奈伦熙府”项目已于 2006 年底前全部竣工且销售完毕，其余的项目将全部于 2009 年底前竣工。销售方面，自 2005~2007 年，公司实现房地产开发收入累计为 7.28 亿元，主要包括“望兴园”二期、“和兴园”、北京的“奈伦熙府”项目收入以及“奈伦国际（南/北区）”和“城市亮点”部分预售款。截至目前，尚未进入预售阶段的项目包括：“呼市的“总部大厦”项目和石景山区“驭三环”写字楼项目，其中“驭三环”项目，公司将采用写字楼出租的形式，“总部大厦”拟定于 2008 年底开始预售。

近几年，房地产开发业务一直为公司的重要收入、利润的来源，为公司其他业务发展提供了必要的资金支持。以公司目前开发的项目情况来看（不含公司未来新开发项目），未来几年，该板块业务收入将主要来源于“奈伦国际（南/北区）”、“城市亮点”以及“呼市的“总部大厦”三个项目的房地产销售收入以及北京六里桥“驭三环”写字楼租赁业务。以低于市场价格保守测算，截至 2010 年，以上项目（见表 8）公司将可累计获得收入合计约 30.43 亿元。

此外，公司目前计划开发的房地产项目主要包括：天津滨海新区“内蒙古大厦”项目、呼市“退休社区”项目以及锡林浩特的“德吉

花园”项目。目前天津滨海新区的“内蒙古大厦”项目已开始土方工程施工，其他两个项目尚在筹备中。

整体看，公司的房地产开发业务已进入良性循环的发展阶段，收入及实现利润贡献较为

稳定，所开发的地产项目前景较好。此外，由于公司用地储备较早，土地储备较多（见附件4），尽管大部分为工业、种植、养殖用地，但由于地段位置优势突出，未来有较大的升值空间。

表 8 公司房地产收入未来 5 年收入合计

项目名称		地段位置	楼盘分类	总建筑面积 (万元 / M ²)	市场参考价 (万元 / M ²)	测算取价 (万元 / M ²)	地产销售 率/出租率 (%)	预计收入 (亿元)	销售周期
奈伦国际(南/北区)	商务	呼市新华东街	40%写字楼	18.55	7000-9000	8000	75%	11.13	2007~2010 年
			30%商务中心						
			30%底商						
	公馆		50%公寓 50%住宅	15.26	4000-6000	5500	75%	6.29	2007~2010 年
城市亮点		呼市赛罕区大学东路	100%住宅	19.86	3500-4500	4000	75%	5.96	2007~2010 年
总部大厦		呼市如意经济开发区	100%写字楼	10.86	7000-9000	8000	75%	6.52	2008~2010 年
驭三环		北京市丰台区六里桥	写字楼	4.53	3.8-4.5	3.50	70%	0.53	租赁费:2633 万元/年(合作开发, 按收入的 65%, 两年计入)
合计								30.43	

注:以上数据为市场调研后初步估算数据, 仅供参考。

此外, 再剔除 2007 年奈伦国际和城市亮点两个项目的销售收入 3.57 亿元后, 2008 至 2010 年的房地产销售收入累计将达到 26.86 亿元。

4. 未来发展

公司未来采用多元化经营发展策略, 即主要包括马铃薯淀粉加工业、房地产开发业以及煤化工三大板块业务。其中, 马铃薯淀粉加工板块业务: 在配合产能扩大的同时, 更侧重于变性淀粉的研发与生产, 以提高产品的附加价值; 房地产开发业务, 公司已减缓了土地储备,

借用房地产良好的现金流, 为其他产业提供充足的资金保障。煤化工业务: 为公司未来 3 大板块业务之一, 目前尚在筹建中, 于 2009 年建成, 建成后, 年产 30 万吨合成氨、52 万吨尿素。

(1) 未来投资

公司未来投资主要以建设的年产 30 万吨

合成氨、52 万吨尿素项目为主，并含有公司未来开发房地产项目所需资金。

(2) 未来销售收入

随着公司现有房地产项目的开发完成以及淀粉加工厂全部达产，公司销售收入将呈现大规模增长，在不计算 30 万吨合成氨、52 万吨尿素项目以及公司计划投资的 3 个房地产项目（天津滨海新区“内蒙古大厦”项目、呼市“退休社区”项目以及锡林浩特的“德吉花园”项目）未来产生的收入前提下，2008~2010 年保守测算公司未来三年可累计获得约 34.07 亿元的销售收入，平均每年约为 11.37 亿元左右，其中房地产销售累计收入约为 26.86 亿元，（表 8 基础上扣除 2007 年实现的 3.57 亿的房地产销

售收入），马铃薯淀粉加工累计收入为 7.21 亿元（以 2007 年实现的马铃薯销售收入 1.98 亿元为基数，按年均 10% 的幅度递增）。

(3) 未来债务情况

公司对房地产项目的投资主要借助于银行的短期借款，而长期债务主要用于公司 30 万吨合成氨、52 万吨尿素项目建设。该项目除 6.49 亿元的自有资本金以外，其余全部通过债权融资模式解决。

考虑到公司经营易受目前房产销售情况、未来项目开发规模及进度的影响，公司提供的 2008~2012 年的经营预测数据（表 9）具有一定的不确定性。

表 9 公司 2008~2012 年经营预测表

项目(万元)	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
计划投资	125200	21400	75000	30000	30000
预计营业收入	106470	234037	236312	240279	233851
预计利润总额	39848	70951	74453	72494	71136
预计净利润	35861	62510	65880	62232	59831
预计折旧	910	19734	19734	19734	19734
预计摊销	300	2553	2553	2553	2553
预计利息支出	20489	17428	15950	13400	10850
预计短期债务余额	96705	60572	66934	66934	66934
预计长期债务余额	163400	156400	133900	103900	73900
预计少数股东权益	23331	27959	33039	38938	44572
预计所有者权益	289160	351670	417550	479782	539613
预计资产总额	622595	646601	701423	739554	775019
指标	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年
净资产收益率(%)	12.40%	17.78%	15.78%	12.97%	11.1%
资产负债率(%)	49.81%	41.29%	35.76%	29.86%	24.6%
全部债务资本化比率(%)	45.43%	36.37%	30.83%	24.77%	19.42%
EBITDA 利息倍数(倍)	2.81	5.87	6.53	8.07	9.61
全部债务保护倍数(倍)	0.45	0.36	0.31	0.38	0.43

资料来源：公司提供

七、特殊事项说明

2006年8月18日，内蒙古中磊会计师事务所有限责任公司对为股份制改造所涉及的内蒙古奈伦集团有限责任公司于2006年6月30日的资产及相关负债进行了评估，并出具了内中磊评报字（2006）第237号资产评估报告书。根据该报告书，总资产原账面价值为102848.40万元，经评估，增加198211.82万元，增值率192.72%，评估价值为301060.22万元；其中，土地使用权原账面价值为830.18万元，经内蒙古孚坤评估，增加198184.75万元，增值率23872.61%，评估价值为199014.93万元；增值部分主要来自于土地使用权。根据该报告书，全体股东确认的净资产价值为230519.21万元，其中10000.00万元作为注册资本，220519.21万元作为资本公积。

内蒙古孚坤公司简介，内蒙古孚坤注册资本100万元，成立于1996年11月，原为内蒙古国土资源厅直属二级事业单位，2001年改制为现在，资质等级A级，可在全国范围内独立从事各类土地评估及咨询业务，是中国土地估价师协会会员单位。内蒙古孚坤自成立以来，曾先后参与过上百家上市、拟上市公司及非上市公司等企事业单位的土地资产评估，即包括中国石油天然气集团股份有限公司、中国人民保险公司、中国移动通信公司、中国建设银行、中国工商银行、中国神华股份有限公司、中国农业银行等重大土地评估项目。

八、财务分析

1. 财务概况

公司成立于2006年8月31日，前身为内蒙古奈伦集团有限责任公司。北京五洲联合会计师事务所审计了内蒙古奈伦集团有限责任公司2005全年财务报表，并出具标准无保留意见的审计结论；审计公司2006全年财务报表，并出具标准无保留意见的审计结论；审计公司2007

全年财务报表，并出具了标准无保留意见的审计结论。

近三年，公司财务报表合并范围没有出现大的变化，会计政策具有连续性。但由于2006年8月公司实施股份制改造时土地评估增值导致公司资产所有者权益前后变化较大，部分财务指标不具有可比性。

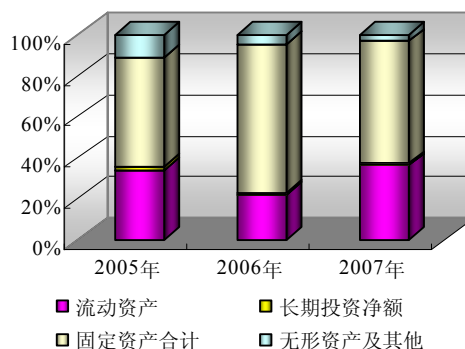
截至2007年底，公司合并资产总额431222.51万元，负债总额181239.09万元；2007年公司实现主营业务收入58465.21万元，利润总额13979.14万元。

以下分析以合并报表为准，具体数据请参见附表。

2. 资产构成及资产质量

近三年，公司资产总额分别为148367.11万元、372598.40万元和431222.51万元。资产大幅度增长主要是由于2006年公司实施股份制改造时土地评估增值所致（目前该部分土地计入了在建工程）。从资产结构看，近三年公司以固定资产和流动资产为主，截至2007年底，公司资产结构占比分别为：固定资产合计占59.49%、流动资产占36.36%、无形资产及其他占3.32%、长期投资净额占0.83%。（见图2）

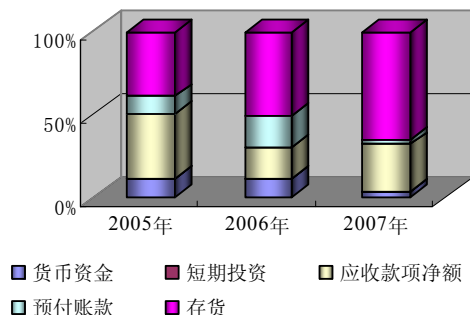
图2 公司2005~2007年资产总额构成



近三年，公司流动资产增长较快，年均增长率为77.18%，增长过快的原因主要为近两年房地产业务快速发展，使得应收账款和存货大幅增长所致。2007年底公司流动资产为156802.39万元，其中货币资金占3.65%，存货

占64.73%，应收款项净额（包括应收账款和其他应收款）占28.36%，预付账款占3.15%。

图3 公司2005~2007年流动资产构成



截至2007年底，公司应收账款净额为28108.58万元，三年复合增长率为211.41%。其中2007年增长较大，较2006年底增加了23817.92万元，其中，应收呼市社保局写字楼房款10980.08万元，占比为39.06%；应收售楼按揭贷款2774.92万元，占比为9.87%；应收外销淀粉款7361.02元，占比为26.19%。从账龄来看，1年以内的占92.34%，1~2年的占4.82%，2~3年的占0.57%，3年以上的占2.26%，账龄较短。2007年底欠款前五名金额合计占应收账款期末余额比例为75.58%，客户的集中度较高，但考虑到欠款客户的质量较好，因此实际还款的风险较小。2007年底公司计提坏账准备为213.94万元，坏账准备计提不足。

截至2007年底，公司其他应收款为16367.70万元。从账龄来看，1年以内的占31.38%，1~2年的占34.10%，2~3年的占5.41%，3年以上的占29.11%。2007年底公司计提坏账准备账面余额101.62万元，坏账准备计提不足。2007年底欠款前五名金额合计占其他应收账款期末余额比例为36.40%。

截至2007年底，公司存货为101501.96万元，三年复合增长率为128.66%，增长较大。存货以开发成本和库存商品为主，其中库存商品占比8.48%，开发成本占比89.98%，主要为预售的商品房，存货的变现能力较好。

公司长期投资近三年保持稳定，2007年为3580.78万元，主要是对呼市华欧淀粉制品有限

公司、呼市商业银行、冠县奈伦果汁有限责任公司等公司的投资。

截至2007年底，公司固定资产原值34765.21万元，主要为房屋建筑物（14126.27万元）和机器设备（14705.25万元），累计折旧7099.36万元，固定资产成新率为79.58%。

近三年，公司在建工程分别为57615.34万元、245839.39万元、228871.96万元。三年复合增长率为99.31%，增长较大的原因是由于2006年公司实施股份制改造时土地评估增值，并将其土地的使用权转入了在建工程。截至2007年底，公司在建工程中数额较大的有：农田改造7983.92万元、天乳生产线4656.92万元、奈伦国际酒店22445.89万元、商贸大厦16327.43万元、大黑河项目前期投入174268.79万元（注：公司规划15年开发完成，本期抵押的土地资产为该项目所属的部分土地）、煤化工前期费用416.81万元、儿童娱乐城1258.38万元、六里桥地价款4524.84万元。

近三年，公司无形资产有所下降，年均下降幅度为7.58%，但整体变化不大。截至2007年底，公司无形资产合计14301.53万元。此外，公司尚有部分土地使用权未入账，详见附件4。

总体来看，2006年公司实施股份制改造时土地评估增值导致公司资产总额增长较快。从2007年底情况来看，公司资产中存货和在建工程占比较大，但考虑到存货主要为预售的商品房，在建工程中主要为开发的大黑河土地，根据呼政批字[2007]105号文的精神，市政府同意将其纳入市土地收储计划，将其变为商住开发用地，并承诺根据公司出售意愿，按公允价格进行收购，因此公司资产整体变现能力较强。

3. 负债及所有者权益

负债分析

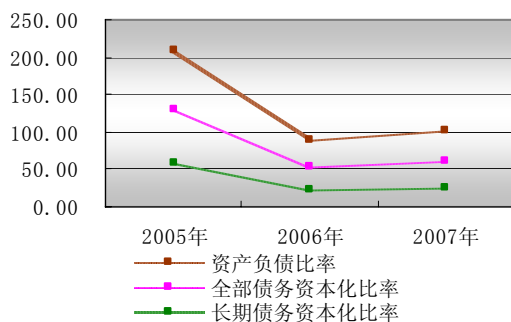
近三年，公司负债合计增长较快，年均增长率为23.93%，2007年为181239.09万元，其中流动负债占负债总额的53.03%，长期负债占46.97%，公司长短期负债结构较合理。

近三年，公司流动负债增长幅度为13.76%，低于同期负债合计的增长幅度。其中2007年流动负债规模最大，合计为96105.05万元，比2006年底增加了29048.89万元，主要为新增加的短期借款17957.83万元。2007年流动负债结构中占比较大科目分别为：短期借款占51.78%（主要是抵押借款），应付账款占15.67%，其他应付款占19.77%。

近三年，公司长期负债合计增长幅度为39.50%，主要来自长期借款的增长，高于同期负债合计的增长幅度。截至2007年底，公司长期负债85134.04万元，其中长期借款为84573.56万元，长期借款主要是抵押借款和保证借款。

由于土地评估增值导致公司资产总额增长较快，2006年、2007年债务负担与2005年相比大幅下降。2007年资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为42.03%、35.12%和25.28%，较2006年略有上升，但仍处于较低水平。

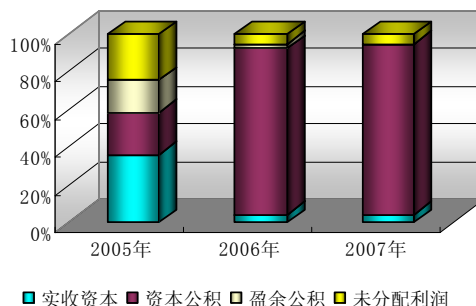
图4 公司2005~2007年负债比率



所有者权益分析

近三年，公司所有者权益分别为27392.71万元、231404.59万元和243129.64万元，变化较大主要是由于2006年土地评估增值导致资本公积大幅增长。近三年所有者权益结构方面，也因2006年资本公积的大幅增长，变化较大。截止2007年底，公司所有者权益占比分别为：实收资本占4.11%，资本公积占90.98%，未分配利润占5.03%，稳定性较差。

图5 公司2005~2007年所有者权益结构



4. 盈利能力

近三年，公司实现主营业务收入分别为17395.71万元、42978.68万元和58465.21万元。年均复合增长幅度83.33%，增长较快主要是公司业务收入占比前两位房地产和淀粉销售收入大幅增长所致。

表10 近三年公司各业务板块收入情况

	2005年度	2006年	2007年
农产品销售	6011.70	9212.44	19829.88
牛奶及奶制品	3089.69	1616.13	2524.78
屠宰及肉食品加工	767.79	1048.79	455.61
销售牲畜	306.95	822.81	0.00
房地产收入	6453.62	29818.82	35110.31
物业收入	374.99	459.69	544.64
钢材	390.97	0.00	0.00
合计	17395.71	42978.68	58465.22

资料来源：财务报表附注

从盈利能力看，近三年公司的主营业务利润年均增幅为64.38%，低于同期主营业务收入的增长幅度，其原因主要是马铃薯采购价格提升导致主营业务成本的加大以及房地产销售收入增加导致主营业务税金支付的增加（注：农业加工业可享交免所得税）。由于主营业务利润未同比例的增长，导致近三年公司主营业务利润率逐年下降，分别为42.3%、35.29%和34.00%。

近三年，营业利润、利润总额以及净利润在伴随着投资收益、补贴收入以及其他业务利润增长的带动下，近三年年均增长幅度均超过了主营业务收入的增长幅度，分别为112.35%、

117.05%和99.04%。尽管近三年公司净利润的增长态势表现良好，但受2006年所有者权益大幅增长的影响，净资产收益率下降较快，由2005年的10.16%下降至2006年的2.73%，2007年虽提升至4.53%，但整体盈利能力仍然偏弱。

表 11 近三年公司盈利情况

项 目(万元)	2005 年	2006 年	2007 年
主营业务收入	17395.71	42978.68	58465.21
主营业务利润	7357.63	15167.67	19880.53
利润总额	2967.25	9449.06	13979.14
净利润	2782.17	6311.37	11022.53
所有者权益	27392.71	231404.59	243129.64
指 标(%)	2005 年	2006 年	2007 年
主营业务利润率	42.30	35.29	34.00
总资本收益率	3.40	2.36	3.31
净资产收益率	10.16	2.73	4.53

资料来源：财务报表

从收入实现质量看，受房地产投资开发周期的影响，近三年，公司收入实现分布不均，现金收入比率分别为 221.02%、67.82%、63.83%。

总体看，公司主营业务收入结构偏重房地产销售。近三年受公司所有者权益大幅增加的影响，公司盈利能力大副下降。但由于公司房地产业务已逐步进入收获期，未来盈利能力有望大幅提升。

5. 现金流分析

从经营活动看，近三年，受现金收入质量下降的影响，经营活动的现金流入增长幅度仅为 4.26%，低于近三年经营活动现金流出的增长幅度 27.95%。其中，2007 年由于进入房地产工程的结算期，经营活动支付规模大幅增长，达到 36631.82 万元，为三年之首，导致同年的经营活动现金净流入规模大幅下降，仅为 1668.85 万元，较 2005 年 14107.29 万元。

从投资活动来看，近三年公司投资活动现金流入规模较小，但公司对外投资规模较大，近三年购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金分别为 21867.39 万元、22724.38 万元和 27979.42 万元。公司经营活动产生的现金流不能满足投资需求，公司需要进行对外筹资以满足投资需要。

从筹资活动看，近三年，公司筹资活动的现金流入规模以年均 108.51%大幅增长。资金主要通过银行借款方式进行筹措。公司筹资活动现金流出规模以年均 111.39%大幅增长，主要是偿还债务、分配股利。2005~2007 年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 5662.03 万元、23062.23 万元、23241.13 万元。

综合来看，公司经营活动产生的现金流易受房产开发项目建设进度影响，波动性较大且不能满足投资需求，需要进行对外筹资以满足投资需要。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2005~2007 年公司流动比率提升较快，三年的比率分别为 67.26%、123.23%和 163.16%；但受存货在流动资产占比大的影响，近三年速动比率较低，分别为 41.12%、61.42%和 57.54%，考虑到公司存货主要为预售的房产，根据近几年，房地产整体发展态势，其变现能力较好，因此公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，近三年公司 EBITDA 利息倍数分别为 6.03 倍、6.56 倍和 10.07 倍，EBITDA 对利息的保护能力较强。债务保护能力方面，近三年债务保护倍数分别为 0.05 倍、0.09 倍和 0.09 倍，筹资活动前现金流量净额债务保护倍数分别为-0.08 倍、-0.19 倍和 -0.20 倍。目前公司对全部债务的保护能力偏弱，但考虑到公司拥有的土地和煤田资产具有较强的变相能力，且变现价值相对稳定，因此，公司实际的偿付风险较小。

本期债券额度占公司 2007 年底总债务的

36.94%，对公司现有债务影响大。预计本期债券发行之后，公司的资产负债率和全部债务资本化比率将上升到 48.05%和 42.58%，仍处于较低水平。

2007 年，公司实现 EBITDA 为本期债券的 0.35 倍，对本期债券的覆盖能力一般。

截至 2007 年底，公司不存在对外担保。

九、债权保护条款分析

本次债券将由公司的部分土地资产进行抵押，并且公司将建立偿债基金以保障本期公司债券的本息按照约定如期兑付。如果公司出现偿债困难，则出卖抵押财产作为偿债资金来源。

1. 本期抵押资产情况说明

本期发行的 5 亿元公司债券将全部使用公司所属位于内蒙古呼和浩特市西南二环大黑河奶牛场的 5465189.5 平方米的国有出让土地中的 2600000 平方米的土地作为抵押资产。

(1) 资产获取历史

本期抵押的土地资产原属内蒙古大黑河乳业公司（简称：大黑河乳业），但因大黑河乳业经营困难，连年亏损，公司根据呼政办发[1997]56 号文件精神，于 1997 年 5 月整体收购，（注：现大黑河乳业为公司控股子公司，更名为内蒙古奈伦天然乳品有限公司），并在之后几年，承担了大黑河乳业全部债务，安置公司的员工，重新购置设备，安排生产。依据内蒙古自治区土地管理局内土籍字[1999]80 号文件，公司于 2004 年 9 月取得中华人民共和国国土资源部颁发的国有土地使用权证，权证号为呼国用[2004]0840 号。

综合上述，公司具有对本期抵押资产合法、完整、有效的使用权。

(2) 资产评估价值

■ **土地估价单位：**内蒙古孚坤（评估公司简介详见特殊事项说明）

■ **估价对象概况：**

土地使用者	奈伦集团	终止日期	2051年1月5日
土地用途	种植 / 养殖	使用权类型	出让
地 号	2-03-15-78-2	土地使用证	呼国用[2004]0840号
土地面积	5465189.5平方米（评估面积：2600000平方米）		
土地位置	呼托公路4.5公里南（西南二环，市区内）		
地上附着物	主要包括生产车间、办公室、宿舍等建筑物		

资料来源：土地评估报告

■ **估价时点：**2007年12月12日。

■ **土地估价依据：**《中华人民共和国城市房地产管理办法》、《中华人民共和国土地管理办法》、国土资源部关于严格按国家标准实施《城镇土地分等定级规程》和《城镇土地估价规程》的通知（国土资发[2002]195号）、以及地方政府颁布的法规、条例、文件、通知。

■ **估价原则：**替代原则、需求于供给原则、变动原则、协调原则、最有效使用原则、以及多种评估方法结合原则。

■ **估价方法：**基准地价系数修正法和成本逼近法进行评估。

■ **评估结果：**根据内蒙古孚坤2007年12月12日出具的评估报告，上述土地的评估价值为125060万元。

表12 土地估价结果确定表

土地面积 (m ²)	基准地价系数修正法 (元/m ²)	权重	成本逼近法 (元/m ²)	权重	最终取值 (元/m ²)	总地价 (万元)
2600000	407.7	0.5	554.3	0.5	481	125060

经评估公司评估，本期抵押的土地评估价值是本期发行债券额度的 2.50 倍，按 70%计算抵押资产的变现价值为 87542 万元，是本次公司债券发行额度的 1.75 倍，只要上述抵押资产以不低于评估价值的 39.98%出售时就能覆盖本期公司债券的本金。

整体看，本期抵押资产对本期公司债券的覆盖程度较好，对本期债券的保护能力较强。

(3) 资产的未来价值

根据呼政批字[2007]105号文的批复，由于

本期抵押的土地位于城市发展主要方向（市区内，西南二环周边），市规划局已将本期抵押的土地纳入一类住宅用地，呼市政府同意在公司本期债券存续期间，将其列入市土地收储计划，将其用地性质变更为商住开发用地，并承诺在此期间，公司若出售该宗土地，市土地收储中心将依公允价格收购。

因此，随着本期抵押土地性质的变更，抵押资产的价值将大大提升，以该宗土地目前评估价格481元/ m²与呼市二环地段商住性质土地均价1040元/ m² (依据2007年1~9月内蒙古呼市地处市区二环周边商住土地交易均价)相比存在较大差价，加之呼市地价与其他省会地价相比，存在较大上升空间。考虑到土地变性需根据市政规划用地等级补缴土地出让金差价，以市场与评估差价的50%作为土地变性成本，以0.5%/年土地升值率计算，即3.5%/7年保守预计未来土地单价将达到1071元/ m²，本期抵押资产未来总价将达到278460万元。

表13 抵押资产未来价值结果确定表

	目前单价 (元/ m ²)	年增长率	未来单价 (元/ m ²)	总地价 (万元)
评估价格	481	0.5%/年	677	176020
市场均价	1040	3.5%/7年	1463	380380
最终取值			1071	278460

(4) 资产变现能力

本期抵押的土地资产，具有价值稳定、未来升值潜力大、变现能力强等特点，并且土地价值按政府指导价评估。

此外，本期抵押土地性质变更的获准以及市政府的收购承诺将有利于资产未来变现价值的稳定以及促进资产变现能力的提升。

(5) 资产独立性

从资产参与经营程度看，尽管本期抵押的土地资产为公司未来房地产开发的储备用地，但由于公司目前储备用地较多（见附表4），本期抵押的土地仅为公司全部储备用地的

27.54%。根据公司未来发展规划，本期抵押的土地尚不在本期债券存续期内进行开发，加之土地在办理抵押登记之后，所开发建设的房产无法进行销售。因此本期抵押的土地资产参与公司的经营程度较低，不易受公司未来经营发展的影响。

从破产隔离看，根据2007年6月1日实施的新破产法中的一项重要规定（第109条），抵押债权人拥有优先于其他债权人（包括雇员）自抵押资产中获得首先偿还债务的权利，即可视同于抵押资产不为公司破产时清算的财产（发生该法规第132条情形除外），因此更有效地保护抵押债权人的利益。

综合来看，本期抵押资产具有较强的独立性。

2. 本期抵押债券主要参与机构与职能

(1) 抵押权人（债券持有人）

公司的抵押资产直接通过登记抵押给抵押权人。抵押权人为本期公司债券的全体持有人。公司在发行方案中说明：如果投资者认购、受让并持有本期债券即视为同意上述安排。

(2) 抵押资产监管人

中国建设银行内蒙古分行为抵押资产的监管人（以下简称“建设银行内蒙古分行”），对公司覆盖债券本息偿还的全部抵押资产进行监管。监管人应严格承担监管责任，当抵押资产无法覆盖约定价值时，有义务第一时间告知发行人和债权代理人，并督促发行人补足差额，监督发行人的补足责任。

(3) 债权代理人

由主承销商，即华林证券有限责任公司（以下简称“华林证券”）担任，当发行公司违约无法偿付本息时，债权代理人代表全体债券持有人处置抵押资产以清偿未偿付本息。

监管人动态监督、跟踪抵押资产的价值变动情况，定期、不定期出具报告，以此作为债券跟踪评级的重要依据，向媒体公示。抵押资产价值发生重大变化时，由监管人向债权代理

人和债券持有人进行信息披露，一旦出现抵押资产价值减少，并且下降到某一程度——无法覆盖未到期本息余额的一定倍数时（设置本息余额的1.5倍为警戒线），由监管人督促发行人追加抵押品以弥补价值差额部分。

3. 法律意见

(1) 抵押资产登记情况

北京君致律师事务所在其《关于2008年内蒙古奈伦集团股份有限公司公司债券的法律意见书》中关于抵押资产登记情况的说明：

内蒙古奈伦集团股份有限公司（以下简称“发行人”）以国有土地使用权为本期债券设置抵押担保。

发行人出具了《承诺函》，承诺合法、完整、有效地拥有发行人抵押资产的使用权和所有权；相关抵押登记管理部门已就以上抵押物分别出具证明，明确该抵押物为抵押人合法拥有，可为全体2008年内蒙古奈伦集团股份有限公司公司债券的持有人设定抵押登记。

因此，以上抵押物办理抵押登记手续不存在法律障碍。

(2) 抵押资产处置情况

北京君致律师事务所在其《关于2008年内蒙古奈伦集团股份有限公司公司债券的法律意见书》中关于抵押资产处置的说明：

发行人与华林证券签定了《债权代理协议》，由华林证券作为全体债券持有人的债权代理人。根据该协议的规定，在发行人未遵守有关法律法規的规定，或未遵守《募集说明书》及本协议的约定，未能及时偿付本期发行债券本息，或出现其他可能影响债券持有人重大利益的情形时，华林证券应及时书面督促、提醒发行人，并告知债券持有人；根据该协议的规定，在债券到期及应支付时，华林证券无须债券持有人同意而采取其认为适宜的方式或法律程序，要求发行人偿付债券本金及利息、费用。同时，华林证券制定了《债券持有人会议议事规则》，作为《2008年内蒙古奈伦集团股份有限

公司公司债券债权代理协议》的附件。

发行人还与建设银行内蒙古分行签定了《公司债券抵押资产监管协议》，由建设银行内蒙古分行对抵押物进行监管，建设银行内蒙古分行有权随时就发行人对抵押物的占有、使用、保管、维护、处置等情况，对甲方进行监督和核查。根据该协议的约定：在发行人发生无法偿付本期债券的本息时，建设银行内蒙古分行将协助、配合本期债券持有人或债权代理人处置抵押物。

因此，根据以上协议，在发行人未偿付本期债券的本息时，债权代理人华林证券无须债券持有人同意，就有权采取其认为适宜的方式或法律程序，要求发行人偿付债券本金及利息、费用。华林证券所采取的方式自然可以包括对抵押物的处置，而同时建设银行内蒙古分行负有协助、配合华林证券处置抵押物的义务。

根据我国《担保法》第五十三条的规定，在发行人未偿付本期债券的本息时，债权代理人华林证券首次可以与抵押人协议以抵押物折价或者以拍卖、变卖该抵押物所得的价款清偿本期债券的本息；由于本期债券持有人众多，因此以拍卖该抵押物所得价款清偿本期债券的本息方式为适宜的方式。

若双方就拍卖抵押物的方式达成一致意见，则委托有关拍卖机构依照《拍卖法》等有关法律法规的规定进行拍卖。

若双方不能就抵押物的处置方式达成一致意见，则可以向人民法院提起诉讼，通过人民法院确认债权债务关系，采取司法措施处置抵押物等。

若债权代理人华林证券怠于履行以上行为，则债券持有人可以根据《债券持有人会议议事规则》召开债券持有人会议，讨论抵押物的处置方案，按照《担保法》等法律法规的规定，采取措施处置抵押物。

4. 资产触发机制

偿债环节出现发行人到期未及时偿还本

息、抵押资产价值低于预先设置的价值警戒线或本金偿债基金计提不足时。出现上述情况的偿债措施和赔偿手段如下：

(1) 抵押资产不足

当抵押资产价值低于预先设置的价值警戒线时，由监管人出具动态报告，并履行督促发行人补足差额的职责，要求发行人及时追加抵押资产，或者直接从偿债基金中补足，增加计提的偿债基金数额。

如在规定的资产补足期限内发行人未能提供足额资产以使抵押资产高于价值警戒线，则债权代理人应向债券持有人公告发行人违约事实，并召集债券持有人大会。经债券持有人大会表决通过，债权代理人可以启动抵押资产处置方案以提前偿付债券本金。抵押资产处置所得，除偿付债券持有人本金及应付利息外，还应向债券持有人支付违约金（计算方法：违约金=未偿还本息金额*本期公司债券利率*延迟支付时间）。债券持有人通过债权代理人行使权利过程中所付出的成本，如抵押资产处置、法律诉讼等费用，从资产处理所得中提前支付。如抵押资产处置所得不足以支付上述费用及应支付给债券持有人的本金、利息、违约金，发行人应以其他资产补足。

(2) 本息未能按期偿付

债券存续期内，如到约定的付息日或兑付日，发行人未按时偿还本息时，债权代理人应在十个工作日内向债券持有人公告发行人违约事实，并召集债券持有人大会。

经债券持有人大会表决通过，债权代理人可以启动抵押资产处置方案以提前偿付债券本金。抵押资产处置所得，除偿付债券持有人本金及应付利息外，还应向债券持有人支付违约金，计算方法同上。债券持有人通过债权代理人行使权利过程中所付出的成本，如抵押资产处置、法律诉讼等费用，从资产处理所得中提前支付。如抵押资产处置所得不足以支付上述费用及应支付给债券持有人的本金、利息、违约金，发行人应以其他资产补足。

(3) 偿债准备金本金计提不足时

根据本期抵押债券的偿债基金计提方案：第四年开始计提，第四个付息日前提取金额不低于本金5%；第五个付息日前提取金额不低于本金15%（累计不低于20%）；第六个付息日前提取金额不低于本金20%（累计不低于40%）；第七个付息日前半年提取金额不低于本金30%（累计70%）；第七个付息日前五个工作日提取完毕（累计100%）。并于第四年开始，在付息公告中一并披露本金偿债基金计提情况。如本金计提不足时，需在30日补足，并需跟踪披露偿债基金计提情况，如未能按期补足，经债券持有人大会表决通过，债权代理人可以启动抵押资产处置方案以提前偿付债券本金。

5. 偿债保障机制

公司通过建立“利息+本金”两种偿债基金对本期抵押债券到期兑付进行有效地保障。

(1) 偿债基金定义

债券存续期内，发行人将逐期提取偿债基金用于债券本息的兑付工作，并建立专户进行管理，以确保按期兑付本息，保障债券持有人利益。

(2) 偿债基金计提方案

本期偿债基金由利息偿债基金和本金偿债基金两部分组成，具体提取方案如下：

■ **利息偿债基金计提：**以半年为1期，每期提取金额不低于年度付息款项的50%。

■ **本金偿债基金计提：**第四年开始计提，即第四个付息日前提取金额不低于本金5%；第五个付息日前提取金额不低于本金15%（累计不低于20%）；第六个付息日前提取金额不低于本金20%（累计不低于40%）；第七个付息日前半年提取金额不低于本金30%（累计70%）；第七个付息日前五个工作日提取完毕（累计100%）。

整体看，“利息+本金”两种偿债基金对本期抵押债券到期兑付具有较好保障功能，此外本金偿债基金计提不足引动的资产触发机制更

加强了对本期抵押债券的保障。

(3) 信息披露计划

从第四年开始，在付息公告中一并披露本金偿债基金计提情况。如发生偿债基金不足或偿债基金的其他重大变动事项时，应进行临时公告以及信息跟踪披露。

6. 总体评价

总体看，本期公司债券由公司自有的土地资产抵押，抵押资产评估价值是本期公司债发行额度的2.5倍，对本期公司债券的覆盖程度较好。公司将建立“利息+本金”两种偿债基金以保障本期公司债券本金和利息的到期偿还。若需处置抵押资产时，地方土地收储中心已承诺按市场公允价格进行收购，在一定程度上有利于未来土地变现价值的稳定以及土地变现能力的提高。

此外，联合资信也注意到公司的土地储备较多，作为备用资产，对本期抵押债券的兑付起到了一定的保障作用。

总体看，抵押资产对本期公司债券到期偿还具有较好的保护能力。

十、综合评价

公司是一家以农牧产品加工、房地产开发为主营业务的大型民营企业集团，是国内最大的马铃薯淀粉生产公司，2005年被中国农业部评为国家农业产业化扶贫龙头公司。

近年来公司房地产开发业务发展迅速，土地储备较为充足，该部分土地地段位置优势突出，未来升值潜力较大；但部分土地储备性质为养殖业用地，需变更为商业用地或工业用地才可进行后续开发。目前，房地产开发业为公司重要的收入及利润来源，易受宏观经济及政策调控的影响。

目前，公司通过投资建设年产30万吨合成氨、52万吨尿素项目开始进军能源化工行业，

该项目为内蒙古自治区重点工业项目，在生产规模、原材料成本、生产技术、交通运输等方面具有明显优势，市场前景较好。但该项目投资额较大，给公司带来了一定的资本支出压力。

2006年8月公司实施股份制改造时土地评估增值导致公司资产总额增长较快，债务负担大幅下降。目前公司负债结构较合理。资产方面，存货和在建工程占比较大，整体资产的变现能力较强，未来增值空间较大。盈利方面，受土地增值和房地产开发周期的双重影响，近几年公司净资产收益率偏低，但考虑到公司地产投资已逐步进入收获期，预计未来几年房产销售收入将大幅增加，公司盈利能力也将随之有所回升。

本期公司债券由公司自有的土地资产进行抵押，根据内蒙古孚坤2007年12月12日出具的评估报告，本期抵押土地评估价值为125060万元，是本期债券的2.5倍（抵押率为39.98%），并建立“利息+本金”两种偿债基金，加强对本期公司债券到期兑付的保障。整体看，抵押资产对本期公司债券到期偿还具有较好的保护能力。

总体看，公司本期公司债券到期不能还本付息的风险小。

附表 1 2007 年计入公司合并范围的下属子公司

公司名称	成立时间	注册资本	实收资本	持股比例	主要业务	总资产 (万元)	净资产(万元)	主营业务收入 (万元)	净利润 (万元)
------	------	------	------	------	------	-------------	---------	----------------	-------------

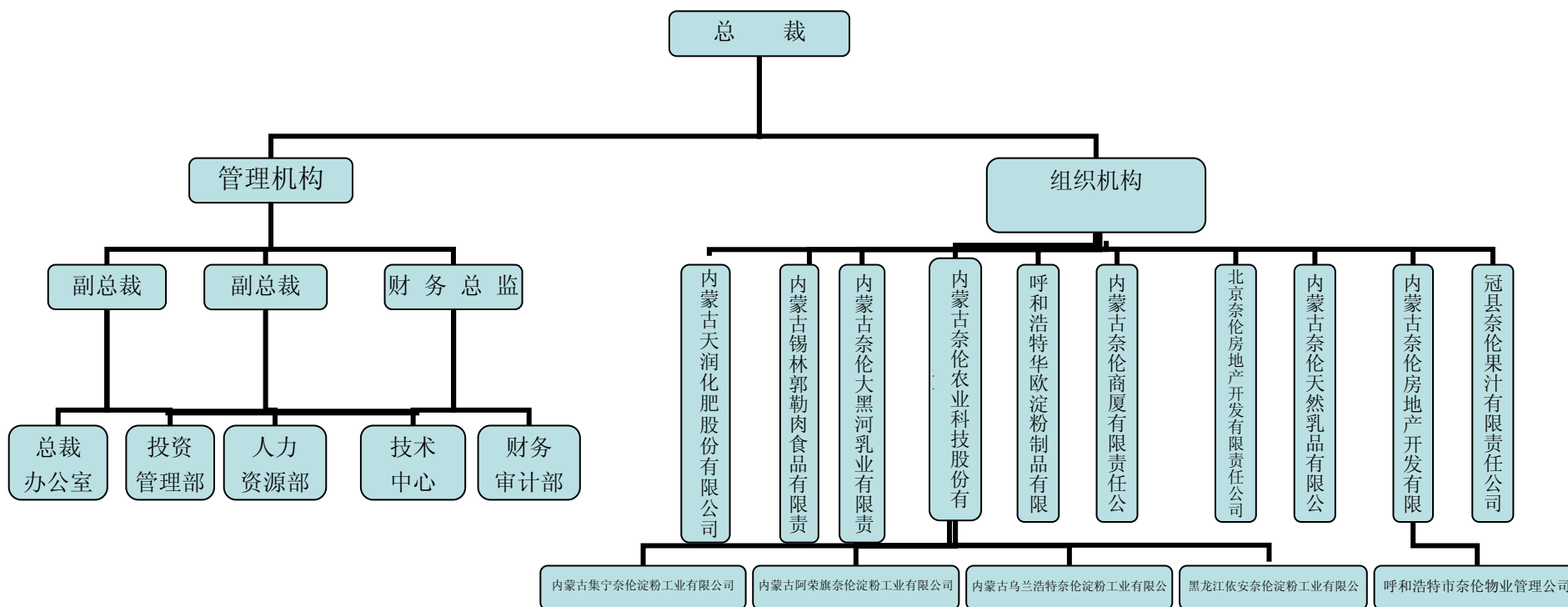
纳入合并报表下属子公司

北京奈伦房地产开发 有限公司	1999 年	1000	1000	80	房地产开发	17484.71	4442.43	2099.18	49.34
内蒙古奈伦天然乳 品有限责任公司	1997 年	2000	2000	97.5	乳制品加工	21008.45	291.26	2524.78	-233.79
内蒙古锡林郭勒肉 食品有限责任公司	1999 年	620.00	620.00	80	屠宰/肉类 加工	3545.97	3545.97	455.61	-67.19
内蒙古奈伦房地 产开发有限责任公司	1993 年	1000	1000	90	房地产开发	32161.22	8334.83	7097.14	6186.12
内蒙古奈伦农业科 技股份有限公司	2000 年	13316.64	13316.64	82.92	马铃薯淀粉 加工	65681.54	28543.52	19829.88	4999.39
内蒙古奈伦商厦有 限责任公司	2000 年	500	500	99.4	租赁	1017.42	1017.42	0	6.21

公司长期股权投资

呼和浩特华欧淀粉 制品有限公司	1996 年	4642	4642	53	马铃薯淀粉 加工	5670.96	4481.87	7199.49	372.99
内蒙古天润化肥股 份有限公司	2006 年	65000	13000	80	尿素项目	13581.96	13000		
山东冠县奈伦果汁 有限责任公司	1999 年	360	360	35	果品及果品 饮料加工	4121.5	1791.89	2437.32	178.28
呼市凌田汽车有限 公司	2006 年	1891.42	1891.42	15.9	汽车研发、 零配件的制	6400	5100		
呼市商业银行	1999 年	10385	10385	4.84	存贷款业务				

附表 2 公司组织结构图



附表 3 公司主要已开发地产项目概况汇总
(2004 年至 2007 年期间)

项目名称		奈伦国际（南/北区）		呼和浩特总部大厦	望兴园 (东西区)	和兴园	城市亮点	奈伦熙府	驭三环
		奈伦国际商务	奈伦国际公馆						
开发单位		内蒙古奈伦集团股份有限公司			内蒙古奈伦房地产开发有限责任公司			北京奈伦房地产开发有限责任公司	
开发资质		贰级			贰级			肆级	
总建筑面积（M²）		185,479.00	152,562.00	108,550.00	73,235.00	100,000.00	198,716.00	86,719.00	45,353.00
工程建设期		2005 年-2008 年 6 月	2006 年-2008 年 12 月	2007 年-2009 年 6	2000 年-2006 年年	2002 年-2005 年	2006 年至 2008 年 12 月	2003 年至 2007	2006 年至 2008
总投资（万元）		50326.00	32085.00	29831.00	8700.00	12000.00	33215.00	15000	15000
已投资（万元）		40000.00	20000.00	2500.00	8700.00	12000.00	23000.00	15000	11000
五证取得情况	土地证	√	√	√	√	√	√	√	√
	用地规	√	√	√	√	√	√	√	√
	工程规	√	√		√	√	√	√	√
	施工许	√	√		√	√	√	√	√
	预售许	√	√		√	√	√	√	
工程进度情况		主体已完成，正在进行外装修和设备定购安装。	1、2、3、5 号楼已建地上 22 层，4、6、8、9 号楼已建地上 7 层	正在进行地下一层的施工。	东/西区已开发完成	已开发完成	1 号楼已建 12 层、2 号楼已建 7 层、3 号楼已建 11 层、4 号楼已建 3 层、5 号楼已建 7 层、6 号楼已建 8 层、7	已开发完成	已建设至地上 8 层
销售进度情况		正在进行写字楼和公寓的销售	正在进行 1、2、3、5 号楼的销售	未开始销售	东区已售完 西区基本售完	已售完	正在进行 8 号楼的销售	已售完	未开始销售

附表 4 公司土地使用权汇总表

已纳入公司账目的土地								
土地名称	土地证号	土地使用权 面积 (平方米)	用地类型	入账金额 (万元)	入账方法	2007 年底 审定数 (万元)	备注	所有权
大黑河	呼 国 用 (2004) 字 第 0840 号	5465189.50	种植/养殖	162989	土地增值收 益重新评估 价	162989	已转入在 建工程-大 黑河	本部
土左旗土地	土左国用字 第 008489 号	1258226.54	养殖	765	土地增值收 益重新评估 价	5520	无形资产	本部
变压器厂土地	呼 国 用 (2005) 字 第 00703 号	63992.50	商住用地		并购，原始 入账价值	30364	转入在建 工程-奈伦 国际、存货	本部
商厦土地	呼 国 用 (2007) 字 第 00021 号	1692.4	商业用地		并购，原始 入账价值		在建工程- 商厦	本部
儿童娱乐城	呼 国 用 (2003) 字 第 00075 号	1872.3	商服用地		并购，原始 入账价值		在建工程- 儿 童 娱 乐 城	本部
赛罕区土地	呼 国 用 (2006) 字 第 00408 号	6427.7	教育用地	591	原始入账价 值	591	在建工程- 培训中心	本部
如意区五纬路土 地	呼 国 用 (2006) 字 第 00491 号	9946.137	商服业用地	313	原始入账价 值	313	在建工程- 总部大厦	本部
北京六里桥土地	京 丰 国 用 (2005 出) 第 00238 号	4902.7	综合、地下 车库	2735	原始入账价 值	2735	在建工程- 北 京 六 里 桥	本部
依安火车站西土 地	依 国 用 (2006) 第 013-015 号	151433.96	工业用地	1816	土地增值收 益重新评估 价		入固定资 产-房屋建 筑物	农科(淀 粉)

集宁土地	集土国用 (2003)字第 D-06-12-43 号	96988	工业	148	原始入账价 值		入固定资产-房屋建 筑物	农科(淀粉)
土左旗土地	土左国用字第 008488 号	1333328.09	种植	556	原始入账价 值		入无形资产	农科(淀粉)
土左旗土地	土左国用字第 007993 号	1333333.33 (20000 亩)	农业综合开 发	7067	土地增值收 益重新评估 价		入无形资产	农科(淀粉)
阿荣旗土地	阿国用 (2006)字第 10184 号	189358	21	3017	土地增值收 益重新评估 价		入固定资产-房屋建 筑物	农科(淀粉)
乌兰浩特土地	乌国用 (2005)字第 47315 号	121600	工业					乌兰浩特淀粉 公司

未纳入公司账目的土地

土地名称	土地证号	土地使用权 面积 (平方米)	用地类型	出让价 (万元)	备注	
锡林浩特开发区	锡国用 (2007)字第 18277 号	133200	住宅	并购, 原始入账价值	德吉花园	本部
天津土地	有协议, 所 有权证正 在办理	9100	商服	4000	内蒙古大厦	本部
准格尔土地	准国用 (2006)第 0313 号	595000	工业 用地	3000	已投到天润 化肥股份有 限公司	天润 化肥

附表5-1 资产负债表（资产）

（单位：万元）

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	5768.75	9273.91	5717.87	-0.44
短期投资	5.00	35.00	10.00	41.42
应收账款	2898.54	4290.66	28108.58	211.41
其他应收款	16401.96	11492.51	16367.70	-0.10
预付账款	5356.21	15954.74	4931.55	-4.05
应收补贴款	20.31	52.26	92.45	113.38
存货	19413.54	41447.92	101501.96	128.66
待摊费用	61.95	59.13	47.88	-12.09
一年内到期的长期债权投资				
其他流动资产	24.40	24.40	24.40	0.00
流动资产合计	49950.66	82630.54	156802.39	77.18
长期投资				
长期股权投资	3160.04	3348.23	3580.78	6.45
长期债权投资				
长期投资合计	3160.04	3348.23	3580.78	6.45
合并价差				
固定资产				
固定资产原值	25199.20	30455.43	34765.21	17.46
减：累计折旧	4300.87	5909.48	7099.36	28.48
固定资产净值	20898.33	24545.94	27665.84	15.06
工程物资				
在建工程	57615.34	245839.39	228871.96	99.31
固定资产清理				
固定资产合计	78513.67	270385.33	256537.81	80.76
无形资产及其他资产				
无形资产	16742.75	16233.88	14301.21	-7.58
递延资产		0.42	0.32	
其他长期资产				
无形资产及其他资产合计	16742.75	16234.30	14301.53	-7.58
资产总计	148367.11	372598.40	431222.51	70.48

附表5-2 资产负债表（负债与所有者权益）

（单位：万元）

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	31314.47	31809.99	49767.82	26.07
应付票据		200.00	1000.00	
应付账款	11269.17	13565.29	15063.49	15.62
预收账款	21143.24	2759.93	5022.40	-51.26
应付工资	428.05	613.41	655.17	23.72
应付福利费	233.49	338.88	464.49	41.04
应付股利		353.52	385.68	
应交税金	-1031.79	1984.12	4623.34	
其他应交款	-19.46	20.59	65.14	
其他应付款	10862.82	15326.86	18999.64	32.25
预提费用	64.26	73.83	47.87	-13.69
一年内到期的长期负债				
其他流动负债		9.75	10.00	
流动负债合计	74264.26	67056.16	96105.05	13.76
长期负债				
长期借款	43490.87	69518.20	84573.56	39.45
长期应付款		284.15	190.00	
专项应付款	251.91	181.91	365.47	20.45
其他长期负债	5.00	5.00	5.00	0.00
长期负债合计	43747.79	69989.26	85134.04	39.50
递延税项				
递延税项贷款				
负债合计	118012.04	137045.43	181239.09	23.93
少数股东权益	2962.36	4148.38	6853.79	52.11
所有者权益				
实收资本	10000.00	10000.00	10000.00	0.00
资本公积	6127.10	203936.23	221197.03	500.84
盈余公积	4820.20	5589.12		
其中：公益金	1592.05	1848.35		
未确认投资损失	-248.73	-357.35	-288.85	0.00
未分配利润	6694.15	1198.94	12221.47	35.12
所有者权益合计	27392.71	231404.59	243129.64	197.92
负债及所有者权益合计	148367.11	372598.40	431222.51	70.48

附表6 利润及利润分配表

(单位: 万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	17395.71	42978.68	58465.21	83.33
主营业务收入净额	17395.71	42978.68	58465.21	83.33
减: 主营业务成本	9178.61	25942.65	35056.08	95.43
主营业务税金及附加	351.28	1767.97	3002.16	192.34
经营费用	508.19	100.39	526.45	1.78
二、主营业务利润	7357.63	15167.67	19880.53	64.38
加: 其他业务利润	131.34	146.44	407.59	76.17
减: 存货跌价损失				
营业费用	815.12	2311.06	1144.03	18.47
管理费用	2732.32	3140.48	3960.98	20.40
财务费用	884.11	1525.38	1396.89	25.70
三、营业利润	3057.41	8337.19	13786.22	112.35
加: 投资收益	-79.00	-92.02	238.46	
补贴收入		1237.51	172.04	
营业外收入	3.67	22.52	13.39	90.98
减: 营业外支出	14.82	56.14	230.97	294.73
其他支出				
加: 以前年度调整				
四、利润总额	2967.25	9449.06	13979.14	117.05
减: 所得税	145.59	2149.03	1513.78	222.45
少数股东损益	231.31	1270.74	1339.65	140.66
加: 未确认的投资损失	191.82	282.08	-103.18	
五、净利润	2782.17	6311.37	11022.53	99.04
加: 年初未分配利润	3900.64	6694.15	1198.94	-44.56
盈余公积转入数				
其他调整因素	-199.09			
六、可供分配的利润	6881.90	13005.51	12221.47	33.26
减: 提取法定盈余公积	125.17			
提取法定公益金	62.58			
七、可供股东分配的利润	6694.15	15316.35	12221.47	35.12
减: 应付优先股股利				
提取任意盈余公积				
应付普通股股利		455.99		
其他		11350.59		
八、未分配利润	6694.15	1198.94	12221.47	35.12

附表7-1 现金流量表

(单位: 万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
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	38447.89	29146.05	37317.36	-1.48
收到的税费返还	122.74	21.15	946.26	177.66
收到的其他与经营活动有关的现金	5350.17	9482.71	9482.71	33.13
现金流入小计	43920.80	38649.91	47746.33	4.26
购买商品、接受劳务支付的现金	16223.08	23495.00	36631.82	50.27
支付给职工以及为职工支付的现金	1258.92	1313.70	1458.84	7.65
支付的各项税费	2119.25	4376.04	2271.37	3.53
支付的其他与经营活动有关的现金	8543.41	6313.95	5715.45	-18.21
现金流出小计	28144.65	35499.68	46077.48	27.95
经营活动产生的现金流量净额	15776.14	3150.23	1668.85	-67.48
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	10.00	25.00	25.00	58.11
取得投资收益所收到的现金	22.64	5.72	21.91	5.09
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	0.20	16.37	80.99	946.56
收到的其他与投资活动有关的现金	10.48			
现金流入小计	43.32	47.08	127.90	71.83
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	21867.39	22724.38	27979.42	-93.91
投资所支付的现金		30.00	614.50	
现金流出小计	21867.39	22754.38	28593.92	14.35
投资活动产生的现金流量净额	-21824.07	-22707.30	-28466.02	14.21
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金			1400.00	
借款所收到的现金	17056.06	72885.66	72374.82	105.99
收到的其他与筹资活动有关的现金		3.98	379.63	
现金流入小计	17056.06	72889.64	74154.44	108.51
偿还债务所支付的现金	9996.78	47143.40	39361.63	98.43
分配股利或利润所支付的现金	1307.25	2684.01	9804.62	173.86
支付的其他与筹资活动有关的现金	90.00		1747.07	340.59
现金流出小计	11394.03	49827.41	50913.32	111.39
筹资活动产生的现金流量净额	5662.03	23062.23	23241.13	102.60
四、汇率变动对现金的影响				
五、现金及现金等价物净增加额	-385.90	3505.16	-3556.04	203.56

附表7-2 现金流量表补充资料

(单位: 万元)

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务				
以投资偿还债务				
以固定资产进行长期投资				
以存货偿还债务				
融资租赁固定资产				
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	2782.17	6311.37	11022.53	99.04
加: 少数股东损益	231.31	1270.73	1339.65	140.66
计提资产减值准备	25.05	71.86	246.02	213.40
固定资产折旧	824.30	1691.41	1394.45	30.06
无形资产摊销	186.48	1132.73	427.89	51.48
长期待摊费用摊销		0.12	0.12	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	5.22	6.19	120.39	380.15
待摊费用减少(减:增加)	5.83	2.82	11.24	38.87
预提费用增加(减:减少)	66.20	9.57	-25.96	
固定资产报废损失				
财务费用	1254.20	1643.61	1396.89	5.54
投资损失(减:收益)	79.00	92.02	-238.46	
递延税款贷项(减:借项)				
存货的减少(减:增加)	-3887.47	1495.94	-60054.05	293.04
经营性应收项目的减少(减:增加)	2153.74	822.60	20165.79	205.99
经营性应付项目的增加(减:减少)	12241.94	-8126.78	25939.57	45.56
减: 未确认的投资损失	191.82	282.08	103.18	-26.66
经营活动产生的现金流量净额	15776.14	3150.23	1668.85	-67.48
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	5768.75	9273.91	5717.87	-0.44
减: 货币资金的期初余额	6154.64	5768.75	9273.91	22.75
现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	-385.90	3505.16	-3556.04	203.56

附表8 主要计算指标

项 目	2005 年	2006 年	2007 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	5.55	11.96	3.61	6.50
存货周转次数(次)	0.53	0.85	0.49	0.61
总资产周转次数(次)	0.13	0.16	0.15	0.15
盈利能力				
主营业务利润率(%)	42.30	35.29	34.00	35.74
总资本收益率(%)	3.40	2.18	3.31	3.04
净资产收益率(%)	10.16	2.73	4.53	5.12
现金收入比率(%)	221.02	67.82	63.83	96.85
财务构成				
资产负债率(%)	79.54	36.78	42.03	47.96
全部债务资本化比率(%)	71.13	30.12	35.12	40.82
长期债务资本化比率(%)	58.89	22.79	25.28	31.25
偿债能力				
流动比率(%)	67.26	123.23	163.16	132.00
速动比率(%)	41.12	61.42	57.54	55.42
EBITDA 利息倍数(倍)	6.03	6.56	10.07	8.20
债务保护倍数(倍)	0.05	0.09	0.09	0.08
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.08	-0.19	-15.38	-7.76
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-7.64	-11.90	-0.20	-5.20

附表9 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年平均增长率	(1) 2年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
净资产年平均增长率	(2) n年数据: 增长率= $\left[\frac{\text{本期}}{\text{前n年}} \right]^{\frac{1}{n-1}} - 1 \times 100\%$
主营业务收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入净额/ (平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入净额/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (股东权益+少数股东权益+长期债务+短期债务)
净资产收益率	净利润/股东权益×100%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
债务结构指标	
资产负债比率	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+股东权益+少数股东权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+股东权益+少数股东权益) ×100%
担保比率	担保余额/ (股东权益+少数股东权益) ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销) / 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
期内长期债务偿还能力	期内 (净利润+固定资产折旧+摊销) / 期内应偿还的长期债务本金
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%
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/利息支出
筹资活动前现金流量净额本息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (当年利息支出+当年应偿还的债务本金)

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

全部债务= (长期债务+短期债务)

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

附表10 长期债信用等级的定义

长期债信用等级划分成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。

公司主体长期信用等级的含义同长期债。

关于内蒙古奈伦集团股份有限公司 2008 年 5 亿元公司债券的跟踪评级安排

根据有关要求,联合资信将在本期债券发行后第 12 个月发布及于每年公司年报公布后的一个月内进行定期跟踪评级,并在债券存续期内进行不定期跟踪评级。

内蒙古奈伦集团股份有限公司(以下简称“奈伦集团”)应按联合资信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。奈伦集团如发生重大变化,或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件,应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注奈伦集团的经营管理状况及本期债券的相关信息,如发现奈伦集团出现重大变化,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,联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响,据以确认或调整本期债券的信用等级。

如奈伦集团不能及时提供上述跟踪评级资料及情况,联合资信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,直至奈伦集团提供相关资料。

在跟踪评级过程中,如本期债券信用等级发生变化调整时,联合资信将在本公司网站予以公布,并同时出具跟踪评级报告报送奈伦集团、主管部门、交易机构等。

