

跟踪评级公告

联合[2014] 701 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级, 确定维持内蒙古奈伦集团股份有限公司主体长期信用等级为AA⁻, 评级展望为稳定, 维持“08奈伦债/08蒙奈伦债”AA的信用等级。

特此公告。



地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

内蒙古奈伦集团股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA⁻ 评级展望: 稳定

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
08 奈伦债/ 08 蒙奈伦债	5 亿元	2008/05/20 2015/05/20	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 23 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年
现金类资产(亿元)	7.85	6.38	5.52
资产总额(亿元)	100.07	118.47	134.16
所有者权益(亿元)	41.51	53.84	56.48
短期债务(亿元)	11.60	13.64	17.58
全部债务(亿元)	40.11	54.28	60.03
营业收入(亿元)	11.87	12.21	13.31
利润总额(亿元)	2.28	2.53	3.03
EBITDA(亿元)	3.34	3.43	4.48
经营性净现金流(亿元)	1.27	1.86	8.80
营业利润率(%)	32.06	37.59	40.39
净资产收益率(%)	5.16	4.63	4.96
资产负债率(%)	52.50	49.36	55.88
全部债务资本化比率(%)	45.76	47.50	50.35
流动比率(%)	192.60	251.42	120.35
全部债务/EBITDA(倍)	11.99	15.82	13.39
EBITDA 利息倍数(倍)	1.48	1.24	0.70
经营现金流流动负债比(%)	5.34	7.92	20.65

注: 2012 年公司将一年期以内到期的金融租赁款计入其他应付款科目, 本报告将其调至短期债务; 2012 和 2013 年公司将一年期以上到期的融资租赁款和信托租赁款计入其他应付款科目, 本报告将其调至长期债务; 本报告将长期应付款中的融资租赁款和金融租赁款调至长期债务

分析师

周 潇 胡 鑫

lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

内蒙古奈伦集团股份有限公司 (以下简称“公司”) 是一家以农牧产品加工、能源化工和房地产开发为主业的大型民营集团企业。跟踪期内, 公司调整产业结构, 营业收入和毛利率均有所增长。联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也关注到公司债务负担加重, 短期支付压力增大等因素对公司经营和财务带来的不利影响。

公司的年产 30 万吨合成氨和 52 万吨尿素项目于 2013 年 9 月底顺利投产, 产品质量经检验合格。集团内部各产业互补的格局逐步形成。

“08 奈伦债/08 蒙奈伦债”由公司自有部分土地资产进行抵押并设立了偿债基金。2014 年 6 月 19 日, “08 奈伦债/08 蒙奈伦债”偿债基金账户余额 2 亿元, 为“08 奈伦债/08 蒙奈伦债”本金的 40%。跟踪期内, 抵押资产价值对“08 奈伦债/08 蒙奈伦债”保护程度良好。

综上, 联合资信维持公司 AA⁻的主体长期信用等级和“08 奈伦债/08 蒙奈伦债”AA 的信用等级, 评级展望为稳定。

优势

1. 公司是国内最大的马铃薯淀粉生产商, 为马铃薯淀粉生产行业标准制定单位, 马铃薯产业链完善, 在行业中处于领先地位。
2. 目前公司土地储备较充裕, 土地成本较低。
3. 随着尿素与合成氨项目的投产, 公司建立起完整的产业链条, 与内部农牧业产业形成互补, 有望继续扩大收入和利润规模。
4. “08 奈伦债/08 蒙奈伦债”抵押土地价值对待偿还债券覆盖程度良好。

关注

1. 公司新建成的尿素、合成氨项目未来运营状况和盈利能力有待检验。
2. 公司负债增长较快, 短期债务占比增加, 公司短期偿债压力增大。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与内蒙古奈伦集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与内蒙古奈伦集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

三、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，未因内蒙古奈伦集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由内蒙古奈伦集团股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于内蒙古奈伦集团股份有限公司主体长期信用及“08 奈伦债/08 蒙奈伦债”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

内蒙古奈伦集团股份有限公司（以下简称“公司”）前身是成立于1992年9月的内蒙古奈伦集团有限责任公司，后于2006年改制，并更为现名。公司根据2012年7月10日的股东会决议和2012年7月15日章程修正案的规定增加注册资本人民币3250万元，增资后注册资本变更为16522.70万元。2013年3月，公司根据股东会决议和章程修正案的规定将吉林省信托有限责任公司持有的3272.70万股转让给郭占春持有。该次股权转让后注册资本不变，其中郭占春持有股本总数为77.83%，呼市飞马五金电器有限责任公司持有股本总数的1.30%，王景晟持有股本总数的0.60%、郭玉梅持有股本总数的0.30%、郭婷持有股本总数的0.30%，新华信托股份有限公司持有股本总数的19.67%。公司实际控制人为郭占春。

2013年公司仍以农牧产品加工和房地产开发为主营业务。2013年9月底，公司按计划建成年产30万吨合成氨、52万吨尿素项目，由子公司内蒙古天润化肥股份有限公司（以下简称“天润化肥”）运营。

截至2013年底，公司设有行政部、技术中心、投资部、财务审计部、人力资源部等部门，下设内蒙古天润化肥股份有限公司、内蒙古奈伦农业科技股份有限公司、北京奈伦房地产开发有限责任公司等16家子公司。

截至2013年底，公司合并资产总额134.16亿元，所有者权益56.48亿元（不含少数股东权益）；2013年公司实现主营业务收入13.31亿元，实现利润总额为3.03亿元。

公司注册地址：呼和浩特市赛罕区新建东街68号；法定代表人：郭占春。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、

城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型

升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财经[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市

场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业分析

1. 中国房地产市场

2013年中国房地产市场延续2012年底的回升态势，主要体现为几个方面：①房地产企业购置土地面积小幅增加，地价涨幅持续增加。2003年房地产开发企业购置土地面积3.88亿平方米，同比增加8.8%，增幅增加28.3个百分点。2013年地价涨幅逐季增加，1~4各季度全国主要监测城市综合地价环比涨幅分别为1.47%、1.62%、1.85%和2.06%。②房地产开发投资增速增加。2013年房地产开发完成投资8.6万亿元，同比增长19.8%，增速高于去年同期3.6个百分点。③商品房新开工面积增幅增加，竣工面积增幅回落。2013年，商品房施工面积66.6亿平方米，同比增长16.1%，增幅增加2.9个百分点；新开工面积20.1亿平方米，同比增加13.5%，增幅增加20.8个百分点；竣工面积10.1亿平方米，同比增长2%，增幅减少5.3个百分点。④房屋需求较快增加，增幅高位回落。2013年，商品房销售面积13.05亿平方米，同比增加17.3%，增幅增加15.5个百分点。⑤住宅价格持续较快上涨，涨幅逐步回落。⑥房地产市场区域分化逐步明显。2013年一线城市和部分

二线城市房价持续较快上涨，而其他城市房价则上涨缓慢。

整体看，跟踪期内房地产投资增速增加；房地产市场区域分化明显，房价整体上涨，但涨幅逐步回落；2014年房地产供给量将有所增加，预计房价总体保持平稳。

2. 呼和浩特商品房市场

根据0471房产网数据研究中心发布的《2013年呼和浩特房地产市场数据报告》，呼和浩特市2013年商品房成交14550套，相较于2012年的13248套上升9.83%。据呼和浩特市统计局统计，2013年全市房地产开发投资累计完成581.70亿元，比上年增长29.8%。房地产开发房屋施工面积5806.20万平方米，比上年增长32.2%。商品房销售面积420.50万平方米，比上年下降12.1%。

整体来看，2013年由于受到“限购令”的影响，以及近两年来楼市本身的冷淡事态，呼和浩特商品住宅市场投资、投机性需求大幅减弱。楼市近年波折，房价增长持续放缓，购房者逐渐趋于理性。因此目前呼和浩特房地产市场消费结构从投机需求逐渐转变成以自住为主的刚性消费需求。由此可见房价在2013年以及之后一段时间内都会保持一个平缓增长的趋势。

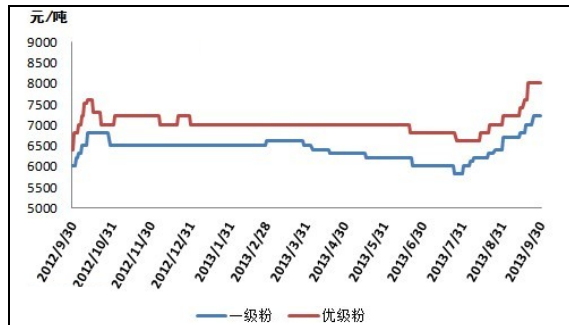
3. 马铃薯淀粉

根据卓创资讯的数据，中国国内马铃薯淀粉的出厂价格在2013年前半年维持稳定。直至第三季度开始受到原材料收购偏紧，利润空间被挤压，淀粉价格明显走高，较2013年第二季度上涨幅度有400~1600元/吨不等，涨幅达5.6%~25.8%。

分地区来看，东北地区2013年由于种薯面积比往年减少近2成，且又加之涝灾影响，黑龙江地区马铃薯减产影响大。导致2013年新薯上市价格一路上扬，淀粉企业收购加工薯较为困难，将淀粉价格推高，部分当地淀粉厂已陆续停产。内蒙古地区产量正常，但受到同地区

全粉厂抢收原料影响，薯类价格被推高。

图 1 2012 年 9 月~2013 年 9 月马铃薯淀粉出厂价格走势
势图（元/吨）



资料来源：卓创资讯

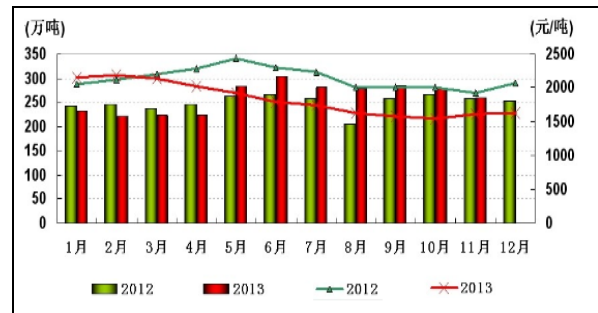
整体看，2013 年马铃薯淀粉受原材料价格影响严重，市场竞争激烈，企业利润空间被逐步压缩。

4. 尿素行业

尿素，氮肥的主要品种，氮肥是中国农业消费最多的一种化肥，而尿素占全国氮肥总量的 60%以上。中国尿素产量于 2010 年末开始快速增长，通过 2011 年国内化肥行业原料和产品结构的调整，尿素行业在 2012 年表现突出。但由于无序扩张导致的结构性产能过剩使得 2013 年尿素行业逐渐疲软。根据中国氮肥工业协会统计，2013 年全年将有 18 个合成氨、尿素项目投产，总计增加合成氨产能 558 万吨，尿素 800 万吨。截至 2013 年底，国内合成氨产能达到 7400 万吨，尿素 7950 万吨。预计在“十二五”末期中国尿素产能将突破 9000 万吨，产能过剩 2000 万吨以上。相比之下，国内尿素需求量低于供给量，2013 年全年尿素需求量仅为 6000 余万吨。

在此种情况下，尿素产能过剩的局面并不会长时间保持。目前中国尿素产品盈利空间小，且行业中仅 30%的企业是以天然气作为原材料生产尿素，该类企业能耗较高，加之天然气价格上浮，利润空间被进一步压缩，将逐步被淘汰出市场。

图 2 2012~2013 年国内尿素产量及销售均价
（万吨，元/吨）



资料来源：中国化肥网

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司根据2012年7月10日的股东会决议和2012年7月15日章程修正案的规定增加注册资本人民币3250万元，增资后注册资本变更为165227000元。2013年3月，吉林信托退出股东身份，其持有的股权由郭占春受让，郭占春持股比例77.83%。公司实际控制人为郭占春。

2. 公司规模及竞争力

公司是自治区政府 60 户重点培育和发展的企业之一，是国家农业部等八部委审定批准的首批农业产业化重点龙头企业，公司还被内蒙古自治区人民政府以内政办发[2012]122 号文件评为自治区实施“双百亿工程”重点发展企业之一。公司拥有十余条瑞典、荷兰引进的国际尖端生产线，生产规模、工艺技术水平、产品质量水平在国内行业均居领先地位。公司担任着中国淀粉工业协会马铃薯淀粉专业委员会的主任委员的职责，并且是马铃薯淀粉国家标准 GB/T8884-2007 的主要编制单位。截至 2013 年底，公司已有年产 13 万吨马铃薯优级淀粉、2 万吨变性淀粉、2 万吨木薯淀粉、1 万吨高端专用粉、30 万吨合成氨和 52 万吨尿素的生产能力。

截至 2013 年底，公司在职员工 3002 人。按文化素质区分，受教育程度在初中水平以下 34 人，受教育程度在高中和中专水平 509 人，

受教育程度在大专水平以上 2459 人；按职称区分，具有初级职称的有 409 人，具有中级职称的有 383 人，具有高级职称的有 234 人；按照年龄划分，30 岁职工以下 1735 人，30 至 50 岁职工 1204 人，50 岁以上职工 63 人。

总体看，公司产能领先，为行业龙头企业，且已形成完整产业链，内部互补效果明显，新建尿素和合成氨生产项目规模较大，公司员工受教育水平较高能够满足工作要求。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，随着公司能源化工项目的完成，公司主营业务除原有的农产品加工、房地产开发、物业/餐饮客房外，还实现了向化肥行业的扩张，新建成的生产合成氨和尿素的项目于 2013 年 9 月底已开始正式投产。

2013 年，公司实现主营业务收入 13.31 亿元，较上年增长 9.03%，主要来源于农产品加工板块的收入增长；主营业务收入构成有所调整，农产品加工业务、房地产开发业务和物业餐饮板块业务分别占主营业务收入规模的 51.15%、44.63%和 4.22%。

表 1 2012~2013 年公司主营业务收入构成
(单位：万元，%)

时间	2012 年		2013 年	
业务板块	主营业务收入	毛利率	主营业务收入	毛利率
农产品加工板块	51184.14	29.29	68092.58	31.77
其中：马铃薯淀粉加工、种薯及蔬菜花卉	36107.06	37.27	45462.00	42.45
房地产开发板块	67958.09	54.98	59409.82	59.83
物业餐饮板块	2948.12	73.67	5615.24	63.66
合计	122090.35	44.66	133117.65	45.64

资料来源：公司财报

房地产业务情况

2013 年，公司新增房地产开发投资 0.84 亿元，较上年减少 2.02 亿元。

表 2 截至 2013 年底公司已完工项目情况
(单位：亿元、万平方米、%)

项目名称	总投资	规划建筑面积	开发楼盘类型	2013 销售面积	累计销售面积	累计销售比率
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	4.8	19.87	住宅	0.71	18.08	90.99
合计	22.73	64.77	--	4.63	57.74	89.15

资料来源：公司提供

2013 年，公司房地产板块没有新增完工项目，在 2011 年已完工的奈伦国际商务中心、奈伦国际公馆、城市亮点、如意国际等项目销售比率在 2013 年均有所提高。

目前公司主要进行天津总部大厦、海南椰海蓝湾及锡林浩特市德吉花园项目开发，具体情况见下表。

表 3 截至 2013 年底公司在开发项目情况
(单位：亿元、%)

项目名称	开发楼盘类型	公司持股比例	总投资额	2013 年底投资额	剩余投资额
天津总部大厦	写字楼、公寓、酒店	99.02	9.50	7.48	2.02
海南椰海蓝湾	公寓住宅、度假酒店、会所	50.00	10.00	8.02	1.98
锡林浩特市德吉花园	住宅、别墅、商业	100.00	4.60	2.66	1.94
合计	--	--	24.10	18.16	5.94

资料来源：公司提供

除上述已完工和在开发项目外，公司还在呼和浩特市推进以养老为主题的老年社区项目，该项目计划总建筑面积 480 万平方米，容纳人数 10 万人，预计能够解决大量就业问题。

目前该项目已呼和浩特市总体规划可行性论证会，正在申报中。

整体来看，跟踪期内，在房地产行业政策调控和二、三线城市房价上涨放缓的背景下，公司房地产板块收入有所下降。2013年，公司房地产销售面积4.63万平方米，较上年同期减少0.48万平方米；实现房地产销售收入5.94亿元，较上年同期减少12.65%，主要来源于奈伦国际、城市亮点及如意国际项目的房产销售。从销售收入上看，随着公司天津、海南等地项目的投资推进，未来几年公司房地产板块收入有望保持稳定。从未来发展上看，2013年公司受到国家政策和行业状况的影响，及时调整了房地产发展思路，并未实施新的房地产开发项目。

表4 2012~2013年公司房地产销售情况
(单位: 万平方米, 亿元, %)

	2012年	2013年	变动率
房地产销售面积	5.11	4.63	-9.39
房地产销售收入	6.80	5.94	-12.65

资料来源:公司提供

截至2013年底，公司储备8197.74亩位于呼托公路4.5公里南的出让地（其中3900亩已用作债券抵押），土地评估价值为393493.64万元，土地性质主要为农业用地；储备30亩位于长春净月开发区的出让地，土地性质商用，土地成交价为8374万元。从地区来看，2013年呼市房地产市场供应稳定，需求较低迷。2013年全国房价整体上涨，而非一线城市的涨幅逐步下行，基于一系列政策调控，房地产行业存在一定的市场风险。

农产品加工业务情况

公司农产品加工业务板块包括：马铃薯淀粉加工、乳制品、屠宰肉制品等产品的生产与销售。2013年，公司农产品加工板块实现收入6.81亿元，同比增长33.03%，其中马铃薯淀粉加工及种薯、商品薯销售收入3.77亿元，占农产品加工板块收入的55.36%，蔬菜花卉收入0.77亿元，占农产品加工板块收入的11.31%。

从盈利情况来看，农产品加工板块毛利率小幅增长，2013年为31.77%，较上年同期增长2.48个百分点，原因是公司淀粉加工厂全部（位于如阿荣旗、依安等地）成立下属农业公司进行选种、种植和收割工作，以降低生产成本。

表5 公司马铃薯淀粉及相关业务经营情况
(单位: 万吨、万元/吨、万元、%)

	2012年	2013年	变动率
马铃薯淀粉产量	4.03	4.63	14.89
马铃薯采购量	27.69	31.84	14.99
马铃薯采购均价	614.72	800.00	30.14
马铃薯淀粉销量	4.57	4.75	3.94
马铃薯淀粉销售均价	0.79	0.73	-7.59
马铃薯淀粉及种薯、商品薯销售收入	36107.06	37720.00	4.47

资料来源:公司提供

表6 马铃薯淀粉加工、种薯及蔬菜花卉成本明细
(单位: 万元)

项目	2012年		2013年	
	成本	收入	成本	收入
淀粉成本合计	22857	34327	22287	35720
种薯成本	314	1780	360	2000
花卉、蔬菜成本	0.00	0.00	3516	7742
合计	23171	36107	26163	45462

资料来源:公司提供

从生产来看，2013年公司马铃薯淀粉核定产能不变，仍为13.9万吨（其中10万吨为精淀粉，2万吨为变性淀粉；1.9万吨全粉、膳食纤维）；全年马铃薯实际加工总量31.84万吨，产出4.63万吨马铃薯淀粉，达产率33.31%，较上年同期增加0.6万吨。

种薯方面，公司自2012年下半年以来重点发展的G1-G2种薯生产在2013年实现销售收入2000余万元。

从原材料采购情况来看，2013年公司采购马铃薯31.84万吨，较上年增加14.99%，跟踪期内采购均价与比上年增长了30.14%，原因是由于2013年东北地区马铃薯整体种植面积减少，且受洪涝灾害影响所致。

从产品销售情况来看,跟踪期内公司马铃薯淀粉销售量上升较快,2013年为4.75万吨,较2012年上涨3.94%。由于公司外购部分马铃薯淀粉进行销售,所以实际销量大于当年产量。2013年初马铃薯淀粉销售价格有所下跌,直至2013年末才开始回升。在年底,马铃薯淀粉销售均价已涨到0.8万元以上。就均价来看,公司2013年马铃薯淀粉销售均价较去年同期仍有所下降。公司全年销售均价由0.79万元/吨降至0.73万元/吨,共实现马铃薯淀粉及种薯、商品薯销售收入3.77亿元,较上年增长4.77%。

从未来发展来看,公司积极投资打造马铃薯种植一体化项目,将马铃薯产业链条扩展至上游,项目内容包括建设马铃薯原种繁育基地6000亩,一级种薯基地20万亩,商品薯基地200万亩,马铃薯微型脱毒种薯繁育中心一处,项目总投资19.22亿元。截至2013年底,项目已投资11.48亿元,其中农业生产区、种苗繁育中心、观光采摘区、现代化花卉繁育种植区、办公楼及相关服务配套设施已完工。随着马铃薯种植一体化项目的实施推进,奈伦集团控股子公司内蒙古奈伦农业科技股份有限公司(以下简称“奈伦农科”)在淀粉产业的五大生产基地附近分别为其配套建设并推广了大面积的示范种植基地,种植基地全部使用原种一代脱毒种薯,并且是适宜当地气候和土壤条件、淀粉含量在15~18%的专用工业加工品种,具有产量高、淀粉含量高、抗病性强、退化慢的特点。配套建设喷灌设施,农业生产从播种、中耕到收获完全实现农机化生产和科学化管理,属于现代设施高效农业示范项目,平均亩产量为3吨。由于采用了高淀粉含量的品种,出成率大大提高,以专用加工薯为原料,出成率由原来的6.6吨生产1吨淀粉提高到5.5吨生产1吨淀粉,能够较大程度地降低了生产成本。

从产业链纵向延伸来看,公司2010年投资收购了康莱纳(内蒙古)食品有限公司(以下简称“康莱纳”),主要生产薯泥及其它薯类食品,向下游产业链延伸。2013年,公司为瑞典

宜家家居、德克士等大型餐饮企业供应超万吨产品。在康莱纳相关产品为市场广泛接受的情况下,公司成立华蒙通物流公司从而将现有的马铃薯种植和加工的产业进行整合和延伸。

从产业链横向延伸来看,自2012年起由奈伦农科牵头建设的内蒙古马铃薯电子交易平台尚在筹备中,目前公司控股的物流子公司在内蒙古乌兰察布市计划建设年储存20万吨年流通40万吨的马铃薯仓储包装中心以用作电子交易平台的交割库。除此之外奈伦农科在内蒙古集宁、吉林通榆等地投资建设共30万吨马铃薯仓储项目,实现了马铃薯生产、储藏、物流及销售一体化服务。跟踪期内,奈伦集团成立的以现代农业、休闲农业、光伏农业三位一体的内蒙古奈伦现代农业发展有限公司建成,截至2013年底内蒙古奈伦现代农业发展有限公司实现收入7742万元,利润1838.15万元。此外,奈伦集团还收购了越南木薯淀粉公司,与国内外变性淀粉专家和研发机构合作开发木薯变性淀粉。木薯淀粉主要用于食品、造纸、变性淀粉、化工及制药等领域,其中造纸行业对于木薯淀粉的消费量最大,其次为食品行业。公司正在建设年产3万吨木薯变性淀粉项目。

在国际化拓展及品牌建设方面,为了更好的巩固奈伦淀粉品牌的市场基础,2012年底,公司全资收购了丹麦KMC公司位于越南南部木薯种植大省平福省的KMC木薯淀粉公司,年产木薯淀粉30000吨,目前该公司已经拥有食品工业、变性淀粉、化工、造纸、制药等领域的稳定客户,广泛分布于欧洲、东南亚、俄罗斯、中国及越南等国家和地区。成功收购越南木薯淀粉项目是公司迈向国际化的重要一步,也是其海外事业拓展的基础。

尿素、合成氨业务情况

在化肥板块方面,自2008年开始,公司投资建设的30万吨合成氨、52万吨尿素项目于2013年9月末建设完成,2013年10月正式投产,由子公司天润化肥进行项目运营。产品经指定的内蒙古自治区石油化工监督检验研究院

检验，产品各项指标符合 GB2440-2001《尿素》标准技术指标要求。该尿素与合成氨生产项目促进了鄂尔多斯煤炭资源就地转化，符合国家产业政策和地区发展规划。天润化肥同时享受西部大开发、增值税免征等税收优惠政策。

总体来看，2013 年公司逐渐调整主营业务收入结构，逐渐形成以农牧业板块为基础，以能源板块为重点，适度发展房地产板块的产业结构。公司是国内最大的马铃薯淀粉生产商，为马铃薯淀粉生产行业标准制定单位，在行业处于领先地位。跟踪期内，马铃薯业务板块收入增长幅度大，产业链的纵向及横向延伸有利于公司进一步提高行业地位和盈利规模。联合资信同时将密切关注公司能源化工业务以及现代农业项目对公司收入及盈利情况的影响。

八、公司债券投资及抵押资产情况

2008 年公司发行“08 奈伦债/08 蒙奈伦债”，发行金额 5 亿元，全部用于 30 万吨合成氨、52 万吨尿素项目。由于原可研阶段设计深度不够，加之原辅材料、设备价格的大幅上涨等原因，内蒙古自治区发展和改革委员会以内发改工函[2010]324 号文件批复，该项目总投资由原来的 21.64 亿元增加为 24.88 亿元。截至 2013 年 9 月底，项目竣工并开始投产。“08 奈伦债/08 蒙奈伦债”以公司部分土地资产进行抵押（详见表 7）。根据内蒙古孚坤地产咨询评估有限责任公司出具的内孚（2014）[估]字第 026 号土地估价报告，公司用于抵押的土地估值为 13.86 亿元，较上年同期增加 0.21 亿元，为“08 奈伦债/08 蒙奈伦债”本金的 2.77 倍，抵押资产对“08 奈伦债/08 蒙奈伦债”覆盖程度较高。

“08 奈伦债/08 蒙奈伦债”设本金偿债基金，从发债第四年（即 2012 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%）。根据公司提供的中国建设银行呼和浩特市新城南街支行出具的对账单，2014 年 6 月 19 日公司向偿债基金账户划入资金 2 亿元。截至目前，偿债基金账户余额 2 亿元，为“08 奈伦债/08 蒙奈伦债”本金的 40%，金额符合偿债基金计提要求，但时间晚于约定的偿债基金计提日期。

表 7 “08 奈伦债/08 蒙奈伦债”抵押资产情况

土地使用者	公司	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（抵押土地面积：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		
他项权证号	呼抵他项[2008]第071号		

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司 2011~2013 年度审计报告由中审华寅五洲会计师事务所审计并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 134.16 亿元，所有者权益 56.48 亿元；2013 年公司实现主营业务收入 13.31 亿元，实现利润总额为 3.03 亿元。

2. 盈利能力

从营业情况看，2013 年公司实现营业收入 13.31 亿元，比上年增长 9.03%，主要以房地产开发（占 44.63%）和农产品加工（占 51.15%）板块业务收入为主。由于主营业务收入增速快于主营业务成本以及经营费用控制良好，2013 年公司实现主营业务利润 5.38 亿元，同比增长 17.15%。

伴随着公司业务的扩张，期间费用有所上升，2013 年公司期间费用较上年同期增长 0.28%，总体规模变化小，其中营业费用和财务费用变动较大，同比分别减少 26.48%和增加 14.86%。跟踪期内公司获补贴收入 1307.73 万

元，对利润总额影响较小。

2013 年，公司实现利润总额 3.03 亿元，较上年同期增长 19.75%；实现净利润 2.80 亿元，较上年同期增长 12.33%。从盈利指标来看，营业利润率为 40.39%，较上年同期提高 2.80 个百分点；净资产收益率为 4.96%，较上年同期提高 0.33 个百分点；公司总资本收益率有所提升，2013 年为 3.50%。

整体看，2013 年公司收入规模保持增长，盈利水平上升。

3. 现金流及保障

从经营活动看，公司销售商品、提供劳务收到的现金主要系销售房产及农产品收到的现金，2013 年为 15.05 亿元，较上年同期增长 73.28%；公司现金收入比为 113.04%，较上年同期增长 41.91 个百分点，收入实现质量较好，现金流增长快速的主要原因是公司收回上年部分销售款 0.5 亿元，并预收部分货款价值 1.82 亿元。公司收到的其他与经营活动有关的现金 1.60 亿元，主要系收到中惠（中国）投资公司 1.23 亿元的往来款项；跟踪期内，公司购买商品接受劳务支付的现金下降 2.75%，2013 年为 6.10 亿元。由于销售商品、提供劳务收到的现金增长幅度较大，2013 年公司实现经营活动现金流量净额 8.80 亿元，较上年同期增长 373.76%。

从投资活动看，2013 年公司投资活动现金流入为 0.22 亿元；投资活动现金流出为 8.32 亿元，主要为购建固定资产、无形资产和其它长期资产支付的现金以及投资支付的现金。筹资活动前现金流量净额为 0.70 亿元，2013 年公司经营活动现金净流量能够覆盖投资活动现金流出。

2013 年，公司投资活动现金流量体现为净流出状态。其中吸收投资收到的现金 0.1 亿元；购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金为 7.30 亿元，投资所支付的现金 1.00 亿元。

2013 年，公司融资活动现金净流量为 -1.56 亿元。融资活动现金流入主要体现为借款收到的现金 20.06 亿元；融资活动现金流出主要体现为偿还债务和支付其它与筹资活动有关的现金 14.71 亿元和分配股利、利润或偿付利息所支付的现金 6.12 亿元。分配股利、利润或偿付利息所支付的现金中有 0.95 亿元为费用化利息支出，其余为资本化利息支出。公司 2013 年资本化利息主要来源于公司房地产项目的开发成本和天润化肥的项目建设与设施农业建设。

整体看，公司收入实现质量尚可，经营活动现金净流入规模基本可以弥补投资活动支出。

4. 资本及债务结构

跟踪期内，公司资产总额有所增长，截至 2013 年底，资产总额为 134.16 亿元，同比增长 13.24%。其中流动资产为 51.27 亿元，同比减少 13.00%；长期投资净额为 12.44 亿元，同比增长 402.75%；固定资产合计 65.45 亿元，同比增长 25.46%；无形资产及其他资产合计 5.00 亿元，同比增长 1.98%。从资产结构来看，2013 年底公司流动资产占比降低，为 38.21%。

2013 年底，公司其他应收款为 7.77 亿元，在流动资产中占比为 15.15%，相比 2012 年的 18.07 亿元减少了 10.30 亿元，主要原因是将原先暂在往来款中核算的对奈伦（香港）有限公司的投资转入长期股权投资所导致，其余为往来款项。从账龄来看，1 年内其他应收款账面余额占比 81.13%，1-2 年占比 3.17%，2 年及以上占比 15.70%，总体看，应收账款账龄较短。截至 2013 年底，公司存货为 19.36 亿元，相较于 2012 年增长了 23.85%，主要系房地产开发成本增长的 4 亿元所致。公司 2013 年实际开发成本为 0.8 亿元，其余 3.2 亿元开发成本系以前年度支付的款项，2013 年取得发票后转入开发成本及原计入在建工程的款项转入开发成本所致。现金类资产合计 5.52 亿元。从流动资产构成看，存货占比较大（占 37.76%），其他应收

款占比较大（占 15.15%），预付账款占比较大（占 32.16%），资产流动性一般。2013 年公司非流动资产增长主要来自于长期股权投资和在建工程。2013 年底，公司长期股权投资额为 12.44 亿元，较 2012 年增加 9.93 亿元，主要为公司对新成立子公司奈伦（香港）有限公司进行的 9.22 亿元投资。公司于 2013 年完成对奈伦（香港）有限公司的收购，用于从事农业产业、化肥产业、新能源产业有关的投资业务，但其由于尚未开展业务故计入公司长期股权投资，未纳入财务报表合并范围。其余投资额为公司对控股或参股的新成立公司的投资。2013 年底，公司在建工程为 57.07 亿元，较上年新增 11.13 亿元，增长主要是由于公司农业、煤化工和车间建设项目的投资，其中公司煤化工项目 2013 年投资额增加 9.19 亿元。公司目前在建工程规模较大，但由于工程投资高峰期已过，公司大型项目目前处于收尾阶段，因此未来投资需求将处于较低水平。伴随着尿素和合成氨生产项目的完工投产，公司暂无进行大规模投资的计划。

截至 2013 年底，公司所有者权益（不含少数股东权益）同比增长 4.91%，增长主要来自未分配利润的增长。截至 2013 年底，公司所有者权益 56.48 亿元，其中未分配利润占 22.39%，资本公积占 75.75%（主要为公司资本溢价和土地资产的评估增值），实收资本占 2.93%。实收资本中，新华信托占 19.67%。是由于公司于 2012 年 7 月通过新华信托股份有限公司进行股权类信托融资，融资金额为 9.9 亿元，其中 3250 万元（注册资本的 19.67%）反映在实收资本中，剩余全部在资本公积中反映。待投资期满后，由公司大股东郭占春先生或指定第三方进行回购，股权回购时将不对资本公积进行调整。

总体看，公司所有者权益以资本公积为主，整体稳定性一般。

2013 年底，公司负债总额为 74.97 亿元，同比快速增长 28.20%。其中流动负债为 42.60

亿元，比 2012 年增长 81.76%，增长主要来自短期借款、其他应付款和预收账款。其中 2013 年底公司短期借款为 15.68 亿元，相较于 2012 年的 10.05 亿元增长 56.11%。2013 年底公司其他应付款为 18.01 亿元，相较于 2012 年的 10.08 亿元增长 78.75%，其中期限在一年以内的有 12.24 亿元（占比 67.95%），1~2 年的为 4.56 亿元（占比 25.34%），2 年以上的为 1.21 亿元（占比 6.71%）。公司的其他应付款中对华融金融租赁股份有限公司的设备融资租赁款（5.69 亿元）和对新华信托的信托租赁款（4.50 亿元）为有息负债，其余为与其他企业的往来款。2013 年底公司预收账款为 1.95 亿元，相比 2012 年增长 1410.78%，主要为公司预收的淀粉款和化肥款。

2013 年底，公司非流动负债为 32.37 亿元，同比减少 7.62%，主要系长期应付款中融资租赁和金融租赁款减少，2013 年公司长期债务系对中信富通融资租赁有限公司的融资租赁款和新疆长城金融租赁有限公司的金融租赁款构成。公司应付债券总额 16.08 亿元，与 2012 年相比无变化，由 13.58 亿元公司债和 2.50 亿元中小企业私募债组成。总体看，公司负债结构以流动负债为主，负债规模有所增加。

债务方面，2013 年底全部债务为 60.03 亿元相比上年增长 10.59%，其中短期债务 17.58 亿元，同比增长 28.89%；长期债务 42.45 亿元，同比增长 4.43%。总体看，公司债务规模上升较快，其中短期债务增长较多，公司资产的流动性压力增加，比重以长期债务为主，债务结构尚可。

从债务指标看，2013 年底，公司债务指标同比呈上升趋势，全部债务资本化比率和资产负债率分别上升 2.85 个百分点和 6.52 个百分点至 50.35%和 55.88%。公司整体债务规模较合理。

总体来看，跟踪期内公司总资产有所增加，整体资产流动性一般，债务规模上升较快，但整体负担一般。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，2013 年底，公司流动比率和速动比率分别为 120.35%和 74.91%，较上年同期分别下降 131.07 和 109.83 个百分点，幅度较大；2013 年公司经营活动现金流动负债比为 20.65%，较上年同期上升 12.73 个百分点。整体来看，公司存在较大短期支付压力。

从长期偿债指标来看，2013 年公司 EBITDA 为 4.48 亿元，较去年上升 30.64%。由于公司利息规模有所增加，EBITDA 利息倍数由 2012 年的 1.24 倍下降到 0.70 倍。EBITDA 对利息覆盖能力有所下降，覆盖力度较小。由于债务规模增长幅度小于 EBITDA 增长幅度，全部债务/EBITDA 倍数由 2012 年的 15.82 倍下降至 13.39 倍。总体看，公司长期偿债能力较弱。

2013 年，公司现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金净流量和 EBITDA 分别为 5.52 亿元、16.67 亿元、8.80 亿元和 4.48 亿元，对“08 奈伦债/08 蒙奈伦债”中的保护倍数分别为 1.10 倍、3.33 倍、1.76 倍和 0.90 倍。公司现金资产、经营性现金流入量对“08 奈伦债/08 蒙奈伦债”保障程度一般，考虑到公司对债券进行的土地抵押，公司实际偿债能力较好。

根据公司提供的中国建设银行呼和浩特市新城南街支行出具的对账单，2014 年 6 月 19 日公司向偿债基金账户划入资金 2 亿元。截至目前，偿债基金账户余额 2 亿元，为“08 奈伦债/08 蒙奈伦债”本金的 40%，金额符合偿债基金计提要求，但时间晚于约定的偿债基金计提日期。

截至 2013 年底，公司为子公司提供总额为 35.39 亿元的担保，无对外担保。全部担保均是在有足够抵押担保情况下公司又追加的连带责任担保。

截至 2013 年底，银行给予公司授信额度合计 34.87 亿元。其中，未使用的授信 3.50 亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

6. 过往债务履约情况

截至2014年5月16日，根据内蒙古银行股份有限公司出具的企业信用报告，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

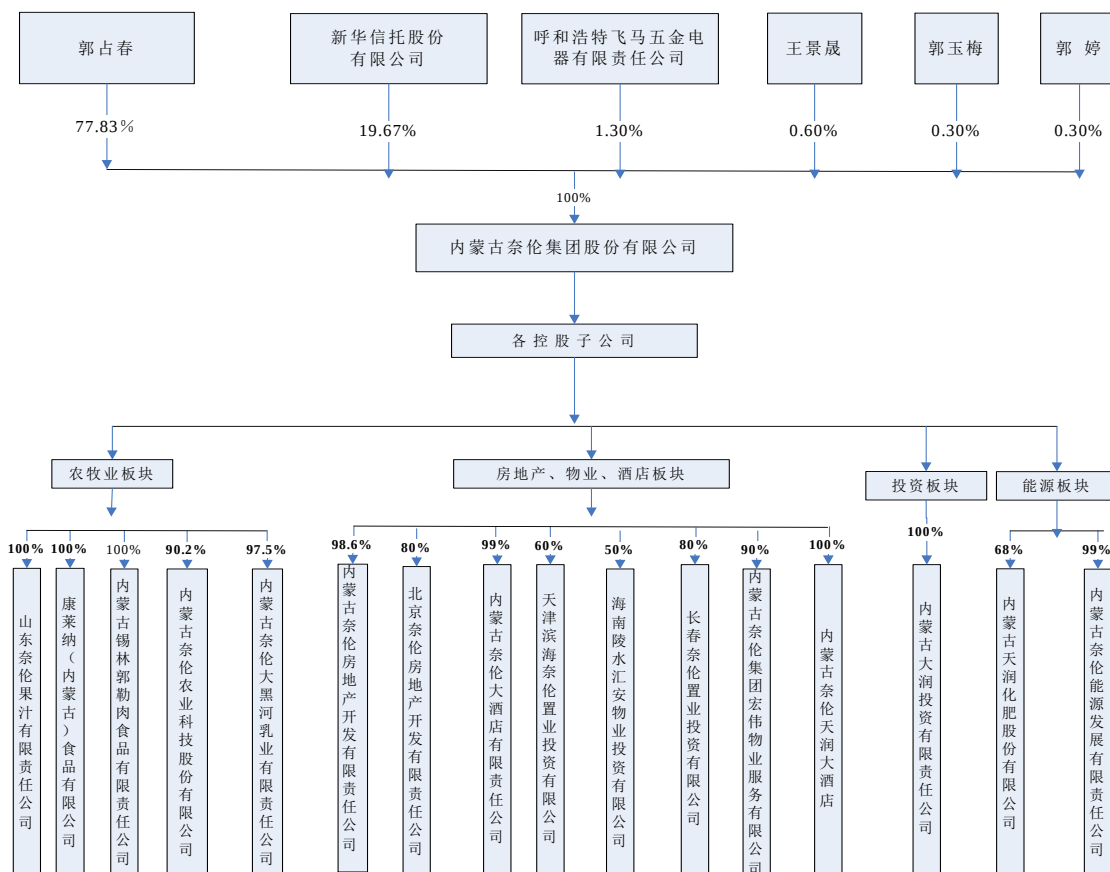
7. 抗风险能力

基于对公司生产经营情况和行业特点，以及未来公司能源产业发展的综合判断，公司整体抗风险能力较强。

十、结论

综上，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AA⁻，评级展望为稳定，并维持“08 奈伦债/08 蒙奈伦债” AA 的信用等级。

附件 1 公司股权架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年
财务数据			
现金类资产(亿元)	7.85	6.38	5.52
资产总额(亿元)	100.07	118.47	134.16
所有者权益(亿元)	41.51	53.84	56.48
短期债务(亿元)	11.60	13.64	17.58
长期债务(亿元)	28.51	40.64	42.45
全部债务(亿元)	40.11	54.28	60.03
营业收入(亿元)	11.87	12.21	13.31
利润总额(亿元)	2.28	2.53	3.03
EBITDA(亿元)	3.34	3.43	4.48
经营性净现金流(亿元)	1.27	1.86	8.80
财务指标			
销售债权周转次数(次)	6.82	3.95	5.46
存货周转次数(次)	1.29	0.51	0.41
总资产周转次数(次)	0.24	0.11	0.11
现金收入比(%)	82.14	71.13	113.04
营业利润率(%)	32.06	37.59	40.39
总资本收益率(%)	3.05	2.97	3.50
净资产收益率(%)	5.16	4.63	4.96
长期债务资本化比率(%)	37.49	40.39	41.76
全部债务资本化比率(%)	45.76	47.50	50.35
资产负债率(%)	52.50	49.36	55.88
流动比率(%)	192.60	251.42	120.35
速动比率(%)	146.19	184.74	74.91
经营现金流流动负债比(%)	5.34	7.92	20.65
EBITDA 利息倍数(倍)	1.48	1.24	0.70
全部债务/EBITDA(倍)	11.99	15.82	13.39

注：2012 年公司将一年期以内到期的金融租赁款计入其他应付款科目，本报告将其调至短期债务；2012 和 2013 年公司将一年期以上到期的融资租赁款和信托租赁款计入其他应付款科目，本报告将其调至长期债务；本报告将长期应付款中的融资租赁款和金融租赁款调至长期债务

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 主营业务收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 × 100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务 + 短期债务 + 所有者权益) × 100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务 + 所有者权益) × 100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 × 100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / 利息支出
全部债务 / EBITDA	全部债务 / EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计 × 100%
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计 × 100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
现金偿债倍数	现金类资产 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
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 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据
 短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据
 长期债务 = 长期借款 + 应付债券
 全部债务 = 短期债务 + 长期债务
 EBITDA = 利润总额 + 费用化利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销
 利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。