内蒙古博源控股集团有限公司
2015 年度第二期短期融资券信用评级报告

大公报 D【2015】112 号（债）

信用等级：A-1

发债主体：内蒙古博源控股集团有限公司
注册总额：22 亿元
本期发债额度：14 亿元
本期债券期限：366 天
偿还方式：到期一次还本付息
发行目的：偿还银行借款

主要财务数据和指标　　（人民币亿元）

项 目	2014.9	2013	2012	2011
货币资金	17.72	21.24	29.97	23.45
总资产	269.86	263.26	238.74	188.64
所有者权益	88.43	83.02	74.79	73.61
营业总收入	59.52	66.58	71.93	65.59
营业收入	58.44	64.90	70.07	64.15
利润总额	1.01	3.88	8.37	12.34
经营性净现金流	12.10	5.91	2.31	4.58
资产负债率（%）	67.23	68.47	68.67	60.98
速动比率（倍）	0.44	0.39	0.67	0.83
毛利率（%）	30.54	32.90	39.04	43.24
净资产收益率（%）	0.47	2.77	8.28	12.18
应收账款周转天数（天）	12.67	8.53	6.20	4.30
存货周转天数（天）	100.92	112.69	77.40	62.25
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	1.90	0.60	0.28	1.16
经营性净现金流/流动负债（%）	11.15	5.39	2.68	7.28

注：2014 年 9 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：柳红红
评级小组成员：周　毅　王璐璐
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传　　真：010-84583355
Email　：rating@dagongcredit.com

评级观点

内蒙古博源控股集团有限公司（以下简称“博源集团”或“公司”）主要从事天然碱化工、天然气化工及煤炭产品的生产和销售。评级结果反映了公司资源储备丰富、规模优势明显和纯碱生产成本较低等有利因素；同时也反映了化工行业周期性明显，南阳宛达昕高速公路建设有限公司（以下简称“宛达昕”）收益的不确定性对公司造成一定影响，公司面临较大的代偿风险、盈利能力有所下滑等不利因素。综合分析，公司能够对本期融资券的偿还提供很强的保障。

有利因素

- 公司控制了国内 90%的天然碱资源，是国内最大的集天然碱开发、开采、加工于一体的大型企业；
- 公司是国内小苏打生产行业龙头企业，纯碱和甲醇生产规模均居国内前五名，主要产品拥有明显的规模优势；
- 公司纯碱及小苏打的生产工艺采用天然碱法，成本较低；
- 公司拥有丰富的煤炭资源，湾图沟煤矿已经建成投产，同时随着对其它参控股煤炭资源的进一步开发利用，煤炭业务经营规模将有所扩大。

不利因素

- 纯碱和甲醇行业周期性特征明显，产品价格波动较大，不利于行业内企业的稳定运营；
- 宛达昕负责建设的内邓高速仍未完工，同时存在的质量问题尚未完全处理，宛达昕未来收益存在不确定性，对公司造成一定影响；
- 公司总负债规模和有息债务规模均持续扩张，且资产负债率较高，未来存在一定的偿债压力；
- 内蒙古泰升实业集团有限责任公司（以下简称“泰升实业”）目前处于停产状态，公司为其担保的借款已逾期，公司面临较大的代偿风险；
- 受行业景气度下降影响，公司总资产报酬率和净资产收益率均逐年下降，盈利能力有所下滑。

大公国际资信评估有限公司
二〇一五年三月十八日

大公保留对本期融资券信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、及时性和完整性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告信用等级在本报告出具之日至本期融资券到期兑付日有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

发债情况

本期融资券概况

博源集团已于 2013 年在银行间市场交易商协会注册了总额为 22 亿元的短期融资券，分期发行，其中第一期 8 亿元人民币、第二期 14 亿元人民币和第三期 8 亿元人民币分别于 2013 年 8 月、2014 年 3 月和 2015 年 1 月发行完毕，第一期融资券已到期偿付，第二期融资券将于 2015 年 3 月 28 日到期，本期为第四期（2015 年度第二期），发行金额 14 亿元人民币，发行期限 366 天。融资券面值 100 元，采用簿记建档、集中配售方式按面值发行，到期一次性还本付息。本期短期融资券无担保。

募集资金用途

本期短期融资券募集的资金将全部用于偿还银行借款。

发债主体信用

博源集团原名内蒙古博源投资集团有限公司，是经内蒙古鄂尔多斯市工商行政管理局批准，由郭永厚、苏治萍、温慧、杨海蓉等共同出资于 2004 年 4 月 8 日成立的有限责任公司。经过多次股权变更，截至 2014 年 9 月末，公司注册资本 69,950 万元，其中第一大股东为自然人戴连荣，持股比例 11.46%，为公司的实际控制人。

根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》，截至 2014 年 1 月 4 日，公司本部有 8 笔不良和关注类信贷记录，主要是公司承接内蒙古伊化化学工业集团有限公司不良资产贷款所致，目前均已结清；截至本报告出具日，公司 12 博源 MTN1、13 博源 MTN001、14 博源 CP001、15 博源 CP001 和 14 博源 PPN001 尚未到期，子公司内蒙古远兴能源股份有限公司（以下简称“远兴能源”）11 远兴债尚未到期，到期利息均按时支付。

公司是一家以天然碱化工、天然气化工及煤炭为主业，以资本经营和石化物流为辅业的企业集团。公司拥有全国近 90%的天然碱资源及国内最大的天然碱科研加工基地。截至 2014 年 9 月末，公司纯碱产能为 180 万吨/年，小苏打产能为 56 万吨/年，甲醇产能为 133 万吨/年；公司湾图沟矿井产能 300 万吨/年，总资源储量 2.8 亿吨，主要生产优质动力煤；此外，公司与中国中煤能源股份有限公司（以下简称“中煤能源”）合作建设两个煤矿，一是参股乌审旗蒙大矿业有限责任公司（以下简称“蒙大矿业”）34%股权，其在建的纳林河二号矿井设计产能 800 万吨/年，煤炭资源储量总量为 12.3 亿吨；二是参股鄂尔多斯市伊化矿业资源有限责任公司（以下简称“伊化矿业”）49%股权，其在建的母杜柴登矿井设计能力 600 万吨/年，煤炭资源储量总量为 9.7

亿吨。

截至 2014 年 9 月末，公司重要子公司有远兴能源、鄂尔多斯市博源置业有限责任公司（以下简称“博源置业”）、鄂尔多斯市博源小额贷款有限责任公司等；其中，远兴能源于 1997 年 1 月 31 日在深圳证券交易所挂牌上市，股票代码为 000683。2015 年 1 月 15 日，远兴能源非公开发行股票 228,337,964 股，募集资金总额为 10.50 亿元，公司对远兴能源持股比例由 42.48%变更为 36.49%，仍为远兴能源的控股股东。

纯碱行业周期性特征明显，天然碱法生产具备明显的成本优势，抗风险能力较强；我国甲醇行业产能利用率较低，产能过剩压力较大，天然气制甲醇面临着国家产业政策的限制及天然气涨价的风险。总体来看，纯碱和甲醇行业周期性特征明显，产品价格波动较大，不利于行业内企业的稳定运营。

宛达昕为内邓高速筹建的项目公司，成立于 2007 年 8 月 22 日，初始注册资本 2,000 万元，后经多次股权变更，2012 年 8 月宛达昕经最后一次股权变更后，注册资本增至 8,500 万元，博源集团成为第一大股东，持股比例 58.82%，公司 2012～2013 年审计报告将其列示为长期股权投资企业，未纳入合并报表范围。截至 2014 年 9 月末，宛达昕董事会由 7 名董事组成，其中包括董事长在内的 3 名董事会成员由博源集团委派。

2014 年 12 月 24 日，央视焦点访谈报道了宛达昕作为业主方负责建设投资的内邓高速质量不达标相关事项。内邓高速全长 89.1 公里，预计实际总投资 45.82 亿元，截至 2014 年底已完成投资 42 亿元。根据公司提供的《河南省内乡至邓州高速公路工程施工总承包招标文件》，承包人对工程质量终身负责，因此质量问题整改将由承包人负责。

截至 2014 年 9 月末，公司对宛达昕的担保金额为 10.51 亿元；宛达昕总资产为 51.23 亿元，资产负债率为 81.55%，所有者权益为 9.45 亿元，营业收入为 0。由于内邓高速仍未完工，同时存在的质量问题尚未完全处理，暂不能实现通车，宛达昕未来收益存在不确定性，对公司造成一定影响。目前，公司正在寻找投资方转让宛达昕股权。

公司是国内最大的集天然碱开发、开采、加工于一体的大型企业，其控制的天然碱资源包括河南安棚矿区、吴城矿区、查干诺尔碱矿，已探明的天然碱总储量为 2.29 亿吨，占中国天然碱储量的 90%以上。公司是国内小苏打行业内的龙头企业，采用天然碱生产纯碱和小苏打具有明显的成本优势，生产成本比其他两种工艺低约 200～300 元/吨，因此毛利率高于其他纯碱企业。

公司采用天然气制甲醇工艺，与行业内主要采用重油、煤为原料的工艺相比，具有高质量优势。受益于当地政府的大力支持，公司与中国石油天然气股份有限公司长庆油田分公司、中国石油化工股份有限公司华北分公司建立了长期良好的合作关系。受原材料天然气价格

上升且供应不足影响，公司甲醇产品盈利能力大幅缩水。

截至 2014 年 9 月末，公司参控股煤矿 4 个，分别为内蒙古博源煤化工有限公司下辖的湾图沟煤矿、全资子公司锡林郭勒盟华鼎矿业有限公司（以下简称“华鼎矿业”）下辖的华鼎煤矿、远兴能源参股的蒙大矿业下辖的纳林河二号煤矿、博源集团参股的伊化矿业下辖的母杜柴登矿井。另外根据出具的《内蒙古自治区人民政府主席办公会议纪要》，按照国家有关产业政策和自治区资源配置的有关规定，经有关部门审核，同意为博源集团年产 50 万吨合成氨、80 万吨尿素项目（以下简称“5080 项目”）配置纳林河矿区无定河矿。湾图沟煤矿已经建成投产，同时随着对其它参控股煤炭资源的进一步开发利用，公司煤炭业务经营规模将有所扩大。

煤化工方面，由内蒙古博大实地化学有限公司（以下简称“博大实地”）负责推进的位于乌审旗蒙大工业园的 5080 项目建设已经完成，于 2014 年一季度试生产，2014 年 8 月 1 日凌晨该项目在停车检修过程中氨罐发生泄露，2014 年 10 月恢复生产。未来随着 5080 项目逐步达产，煤化工板块将成为公司收入和利润的有益补充。

公司控制了国内 90%的天然碱资源，是国内最大的集天然碱开发、开采、加工于一体的大型企业，纯碱和小苏打成本优势明显；作为国内小苏打行业的龙头企业，公司小苏打市场占有率较高，具有很强的市场竞争优势；公司拥有丰富的煤炭资源，湾图沟煤矿已经建成投产，同时随着对其它参控股煤炭资源的进一步开发利用，公司煤炭业务经营规模将有所扩大。随着 5080 项目的逐步达产，煤化工板块将成为公司未来收入和利润的有益补充。同时，公司也面临产品价格波动和原材料天然气成本上升等风险。综合分析，大公对博源集团 2015 年度企业信用等级评定为 AA。

预计未来 1～2 年，公司主营业务将总体保持稳定。因此，大公对博源集团的评级展望为稳定。

注：发债主体的信用状况是评价短期融资券发行信用风险的基础，本部分观点详见《内蒙古博源控股集团有限公司 2015 年度企业信用评级报告》。

资本结构

公司总负债规模和有息债务规模均持续扩张，且资产负债率较高，未来存在一定的偿债压力；目前泰升实业处于停产状态，公司为其担保的借款已逾期，公司面临较大的代偿风险

2011～2013 年末及 2014 年 9 月末，公司总负债分别为 115.03 亿元、163.94 亿元、180.24 亿元和 181.43 亿元，负债规模持续增长；负债构成以流动负债为主，流动负债占总负债比重有所波动。

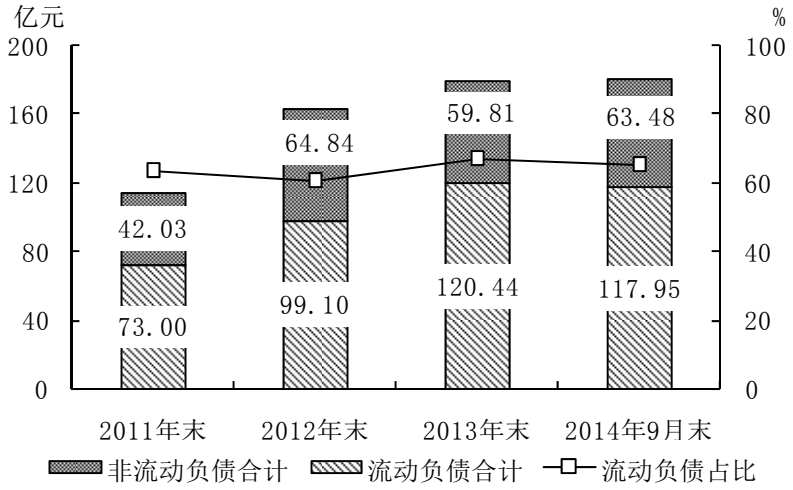


图 1　2011～2013 年末及 2014 年 9 月末公司负债构成情况

2013 年末，公司流动负债为 120.44 亿元，主要由短期借款、一年内到期的非流动负债、应付账款、其他应付款和应付票据构成，五项合计占流动负债的比重为 93.98%。2013 年末，公司短期借款为 42.50 亿元，同比略有下降，主要为保证借款 26.54 亿元、质押借款 9.14 亿元和抵押借款 6.75 亿元；一年内到期的非流动负债为 34.02 亿元，同比增长 116.49%，主要由于一年内到期的应付债券大幅增加 15 亿元；应付账款为 13.17 亿元，同比大幅上升，主要是受公司博大实地化肥项目应付工程款增加推动；其他应付款为 12.28 亿元，同比减少 28.40%，主要是公司与其他公司和个人之间的往来款减少所致；应付票据为 8.63 亿元，全部为银行承兑汇票，同比略有上升。2014 年 9 月末，公司流动负债为 117.95 亿元，较 2013 年末有所下降；流动负债构成与 2013 年末相比主要变化是短期借款下降 24.00%，预收款项上升 66.61%，预收款项主要为销售货款。

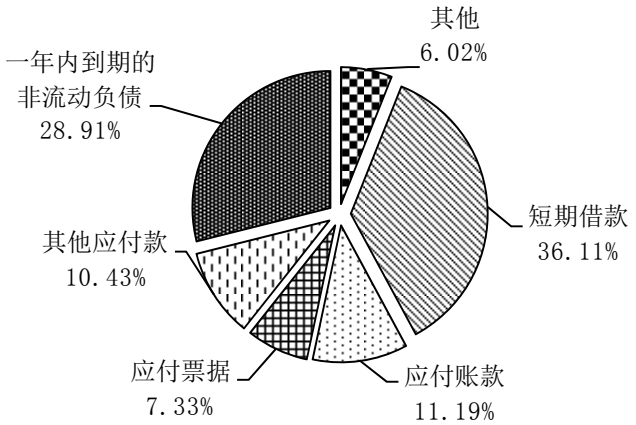


图 2　2013 年末公司流动负债构成情况

2013 年末，公司非流动负债为 59.81 亿元，主要为应付债券和长

期借款。其中，应付债券为 28.94 亿元，同比上升 38.33%，主要由于公司 2013 年 7 月发行了 8 亿元 5 年期中期票据；长期借款为 24.28 亿元，主要是质押借款 16.93 亿元、抵押借款 12.34 亿元和保证借款 10.40 亿元，同比下降 36.40%，主要是一年内到期的长期借款转入一年内到期的非流动负债所致。2014 年 9 月末，公司非流动负债为 63.48 亿元，较 2013 年末小幅上升，主要是长期借款增加所致。

2011 年以来，公司有息债务规模持续增加，且在总负债中的占比较高。

表 1　2011～2013 年末及 2014 年 9 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 9 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
短期有息债务	80.94	85.15	67.31	47.55
长期有息债务	61.92	58.21	63.16	27.45
总有息债务	**142.86**	**143.36**	**130.47**	**75.00**
总有息债务占总负债比重	78.74	79.54	79.58	65.20

截至 2014 年 9 月末，公司未来一年到期债务主要集中在 2015 年第一季度和第二季度。

表 2　截至 2014 年 9 月末公司未来一年有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	短期借款	一年内到期的非流动负债	应付票据	小计	占比
2014 年第四季度	4.50	3.45	4.21	12.16	15.02
2015 年第一季度	13.90	20.26	6.83	40.99	50.64
2015 年第二季度	8.40	12.98	-	21.38	26.41
2015 年第三季度	5.50	0.91	-	6.41	7.92
合计	**32.30**	**37.60**	**11.04**	**80.94**	**100.00**

2011 年以来，公司资产负债率有所波动，长期资本对长期资产的覆盖程度较低；流动比率和速动比率较低，流动资产对流动负债的保障程度一般。

表 3　2011～2013 年末及 2014 年 9 月末公司主要资产负债指标情况（单位：%、倍）

指标	2014 年 9 月末	2013 年末	2012 年末	2011 年末
资产负债率	67.23	68.47	68.67	60.98
债务资本比率	61.77	63.33	63.56	50.47
长期资产适合率	76.54	71.37	87.07	95.70
流动比率	0.61	0.52	0.79	0.93
速动比率	0.44	0.39	0.67	0.83

2011～2013 年末及 2014 年 9 月末，公司所有者权益分别为 73.61 亿元、74.79 亿元、83.02 亿元和 88.43 亿元。其中 2013 年所有者权益增长主要是长安国际信托股份有限公司增资博源集团子公司兴安盟博源投资有限公司 8.6 亿元所致。

表 4　截至 2014 年 9 月末公司对外担保情况（单位：亿元）

被担保企业	企业性质	担保总额	担保期限	反担保方式	是否互保
宛达昕[1]	民营	4.20	2010.01.25-2027.01.25	无	否
		3.70	2010.03.23-2026.03.25	无	否
		2.61	2013.03.05-2015.03.04[2]	无	否
南阳汉冶特钢有限公司	民营	2.00	2013.10.12-2016.10.11	无	是
泰升实业	民营	1.00	2012.11.28-2014.12.18	有[3]	是
乌兰浩特第一中学	国有	0.70	2012.03.09-2018.03.09	无	否
鄂尔多斯市大东格装饰公司	民营	0.21	2014.06.26-2017.04.25	无	否
乌审旗力威建材有限责任公司	民营	0.10	2014.05.12-2015.05.11	无	否
合计	-	14.52	-	-	-

资料来源：根据公司提供资料整理

截至 2014 年 9 月末，公司对外担保余额为 14.52 亿元，均为连带责任保证担保，担保比率 16.42%；其中公司对宛达昕的担保总额 10.51 亿元，担保比率 11.88%，对外担保集中度较高[4]；2013 年，泰升实业期末总资产 103.22 亿元，期末资产负债率 53.58%，主营业务收入 44.36 亿元，净利润 2.78 亿元，经营性净现金流 5.11 亿元；目前泰升实业已停产，公司为其担保的借款已逾期，公司面临较大的代偿风险。

总体来看，公司总负债规模和有息债务规模持续扩张，且资产负债率较高，未来存在一定的偿债压力；目前泰升实业处于停产状态，公司为其担保的借款已逾期，公司面临较大的代偿风险。

内部流动性

公司资产规模持续扩张，以非流动资产为主；在建工程规模较大，随着在建工程的建成投产，固定资产将进一步扩大；部分资产流动性受限

2011～2013 年末及 2014 年 9 月末，公司总资产分别为 188.64 亿元、238.74 亿元、263.26 亿元和 269.86 亿元，资产规模逐年增长；资产构成以非流动资产为主，非流动资产占比保持在 60%以上。

[1] 公司 2013 年审计报告将对宛达昕的担保列示在对内关联担保中。
[2] 公司为宛达昕担保的此笔借款已到期偿付。
[3] 此笔担保是公司为泰升实业控股子公司巴彦淖尔市顺祥矿业有限公司和阿拉善盟泰宇冶炼有限公司提供的担保，泰升实业为此笔担保提供了反担保。
[4] 2014 年 10 月 24 日，公司新增对宛达昕 4.18 亿元担保，担保期限为 2014 年 10 月 24 日至 2018 年 10 月 23 日，无反担保措施。

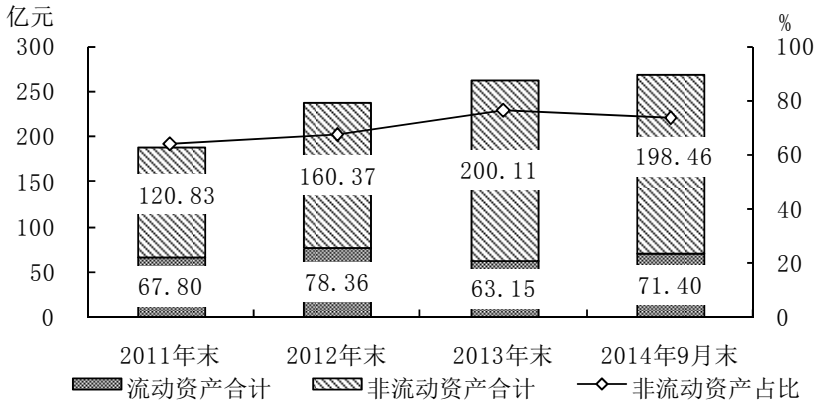


图 3　2011～2013 年末及 2014 年 9 月末公司资产构成情况

2013 年末，公司流动资产为 63.15 亿元，主要由货币资金、存货、其他应收款、应收票据和预付款项构成，五项合计占流动资产比重为 94.47%。2013 年末，公司货币资金为 21.24 亿元，同比略有下降，主要由其他货币资金 10.65 亿元和银行存款 10.56 亿元构成，其他货币资金主要为使用受限的保证金；存货为 16.49 亿元，主要包括库存商品 8.58 亿元、在产品 6.17 亿元和原材料 1.57 亿元，同比上升 43.59%，主要由于博源置业固定资产重分类，其中重分类到存货 3.55 亿元导致在产品同比大幅上升；其他应收款 9.40 亿元，同比下降 8.71%，主要是应收中煤能源业务往来款 4.51 亿元和应收宛达昕关联方借款 3.07 亿元，账龄在 1 年以内的占比 38.65%，1 至 2 年的占比 29.75%，其他应收款前五名单位合计占比 80.18%；应收票据为 4.24 亿元，全部是银行承兑汇票，同比下降 37.44%，主要由于银行承兑汇票减少；预付款项 4.88 亿元，同比下降 68.37%，主要由于 2013 年公司将原列示在预付款项中属于工程等长期资产的资产重分类在其他非流动资产科目。2014 年 9 月末，公司流动资产为 71.40 亿元，较 2013 年末有所上升，一是由于主要产品产销量上升推动应收票据、应收账款、存货和预付款项上升，二是公司增加对宛达昕和北京实地创业投资有限公司往来款 1.81 亿元推动其他应收款有所上升。

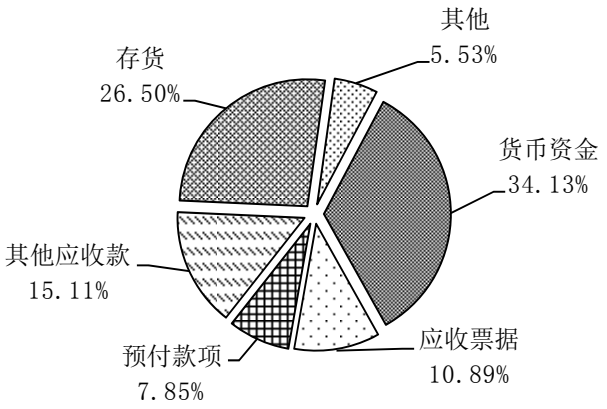


图 4　2013 年末公司流动资产构成情况

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、其他非流动资产、长期股权投资和无形资产构成。2013 年末，公司非流动资产为 200.11 亿元，同比上升 24.78%，主要由于在建工程和其他非流动资产大幅增加；其中固定资产为 78.45 亿元，主要包括机器设备 39.10 亿元、房屋及建筑物 37.08 亿元和运输工具 1.52 亿元，同比有所下降，主要由于子公司博源置业固定资产重分类，其中重分类到投资性房地产 1.38 亿元，重分类到存货 3.55 亿元，另外计提折旧 6.29 亿元、在建工程结转 5.26 亿元；在建工程为 58.64 亿元，主要包括 5080 项目 37.79 亿元、3052 项目 6.14 亿元、乌兰察布市博源酒店 3.20 亿元和乙二醇项目 2.06 亿元，同比上升 119.84%，主要是对 5080 和 3052 等项目投入增加所致；其他非流动资产 23.01 亿元，主要包括探矿权 11.45 亿元、预付工程及设备款 4.41 亿元，同比上升 48.52%，主要由于探矿权、预付工程款增加。

表 5　截至 2013 年末公司主要长期股权投资明细情况（单位：亿元、%）

被投资单位	投资成本	年初数	增减变动	年末数	持股比例
鄂尔多斯市伊化矿业资源有限责任公司	4.89	4.85	-0.05	4.80	49.00
乌审旗蒙大矿业有限责任公司	2.90	2.85	-0.05	2.80	34.00
内蒙古中煤远兴能源化工有限公司	2.58	0.00	2.56	2.56	25.00
内蒙古银行股份有限公司	2.00	2.00	0.00	2.00	3.33
宛达昕	0.50	0.50	0.00	0.50	58.82
内蒙古中煤蒙大新能源化工有限公司	0.50	3.20	-2.71	0.49	25.00
内蒙古金润投资有限公司	0.49	0.00	0.49	0.49	49.00

2013 年末，公司长期股权投资为 14.08 亿元，同比略有上升，主要包括对联营企业投资 11.72 亿元、其他股权投资 2.39 亿元，对被投资单位北京鹏联投资顾问公司和鄂尔多斯市至京唐港管输项目办公室的减值准备合计为 0.02 亿元；无形资产 13.08 亿元，主要包括土地使用权 9.74 亿元和采矿权 3.03 亿元，同比上升 37.89%，主要由于公司

新取得采矿权。2014 年 9 月末，公司非流动资产为 198.46 亿元，较 2013 年末小幅下降；非流动资产构成与 2013 年末相比的主要变化是长期股权投资下降 22.71%，长期股权投资下降主要由于公司根据 2014 年新修订的《企业会计准则》将部分长期股权投资重分类到可供出售金融资产。

截至 2014 年 9 月末，公司将账面价值合计 66.01 亿元资产进行抵押，将持有的远兴能源 15,171.75 万股股票、持有的内蒙古银行 5,000 万股股权等资产质押；受限资产合计 72.91 亿元，占总资产比重为 27.02%。

2011～2013 年，公司应收账款周转天数分别为 4.30 天、6.20 天和 8.53 天，周转效率持续下降但优于行业优秀值[5]；存货周转天数分别为 62.25 天、77.40 天和 112.69 天，周转效率持续下降。2014 年 1～9 月，公司应收账款和存货的周转天数分别为 12.67 天和 100.92 天。

总体来看，公司资产规模持续增长，资产构成以非流动资产为主；在建工程规模较大，随着在建工程的建成投产，公司固定资产将进一步扩大；部分资产流动性受限。

2011～2013 年，公司收入有所波动，利润持续下降；受行业景气度下降影响，公司总资产报酬率和净资产收益率均逐年下降，盈利能力有所下滑

2011～2013 年，公司营业总收入有所波动，其中 2012 年同比上升 9.66%，2013 年同比下降 7.43%；综合毛利率逐年下降。

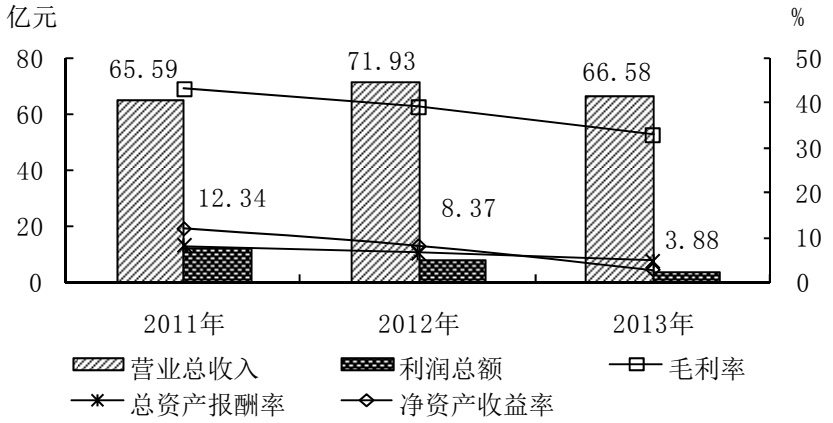


图 5　2011～2013 年公司收入和盈利情况

2011～2013 年，公司期间费用逐年增长。2012 年，公司期间费用增加，主要是销售费用和财务费用大幅增加所致；2013 年，公司期间费用增加，主要是财务费用增加所致。总体来看，公司期间费用占营业收入比重较高，且逐年增长，期间费用控制能力较弱。

[5] Wind 资讯：2011～2013 年，基础化学原料制造业应收账款周转天数优秀值分别为 15.13 天、15.34 天和 15.34 天。

表 6　2011～2013 年及 2014 年 1～9 月公司期间费用构成及占比[6]情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 1～9 月		2013 年		2012 年		2011 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
销售费用	4.70	7.90	4.99	7.49	5.75	7.99	2.92	4.45
管理费用	5.03	8.46	7.23	10.85	6.97	9.69	6.67	10.17
财务费用	4.81	8.07	8.72	13.10	7.47	10.38	3.37	5.13
期间费用总额	**14.54**	**24.43**	**20.94**	**31.45**	**20.18**	**28.06**	**12.95**	**19.75**

2011～2013 年，公司资产减值损失分别为 0.78 亿元、0.93 亿元和 0.85 亿元，其中 2013 年资产减值损失主要包括发放贷款及垫款减值损失 0.60 亿元、固定资产减值损失 0.45 亿元和坏账损失-0.22 亿元；投资收益分别为-0.04 亿元、3.04 亿元和 1.87 亿元，波动较大，2012～2013 年公司投资收益较多，其中 2013 年主要是处置蒙大新能源长期股权获得的收益，对利润贡献度很高。同期，公司营业利润分别为 12.48 亿元、6.84 亿元和-0.60 亿元。

2011～2013 年，营业外收入分别为 0.62 亿元、1.76 亿元和 4.61 亿元，其中 2013 年营业外收入主要包括政府补助 2.47 亿元和无形资产处置利得 2.08 亿元，同比大幅上升，主要由于无形资产处置利得新增 2.08 亿元。

2011～2013 年，公司利润总额分别为 12.34 亿元、8.37 亿元和 3.88 亿元，逐年下降；其中 2012 年，利润总额同比大幅下降，主要是销售费用和财务费用增长推动期间费用大幅增加所致；2013 年，利润总额同比大幅下降，受宏观经济形势不景气影响公司主业亏损，靠政府补助和无形资产处置利得转亏为盈，盈利能力有所下滑。同期，公司营业外收支净额占利润总额比重分别为-1.18%、18.27%和 115.37%，逐年上升，其中 2013 年营业外收入成为利润的主要来源。

2011～2013 年，公司净利润分别为 8.96 亿元、6.19 亿元和 2.30 亿元，逐年下降；其中，归属于母公司的净利润分别为 2.53 亿元、1.38 亿元和 0.13 亿元，逐年下降，其中 2013 年下降较多，主要由于毛利润和投资收益下降较多。同期，公司总资产报酬率分别为 8.26%、6.62%和 4.81%，净资产收益率分别为 12.18%、8.28%和 2.77%，均逐年下降；受行业景气度下降影响，公司盈利能力有所下滑。

2014 年 1～9 月，公司实现营业总收入 59.52 亿元，同比有所上升；受煤炭价格下降影响，综合毛利率为 30.54%，同比下降 1.64 个百分点；期间费用为 14.54 亿元，同比略有上升，主要是销售费用上升所致；营业利润为 0.90 亿元，同比有所下降，一是由于资产减值损失同比大幅上升，二是由于投资收益同比大幅下降；利润总额为 1.01 亿元，同比大幅下降，主要由于营业外收入同比大幅下降；净利润为 0.42 亿元，其中归属于母公司的净利润为-0.22 亿元，主要由于河南中源化学股份

[6] 本表“占比”指期间费用在营业总收入中的比重。

有限公司（以下简称“中源化学”）对母公司利润贡献较大，经过资产重组后，公司对中源化学的持股比例下降较多。同期，公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 0.85%和 0.39%。

综合来看，预计未来 1～2 年，公司的盈利能力将持续受到宏观经济形势的不利影响。

公司经营性净现金流波动较大，对债务和利息的保障程度不稳定

2011～2013 年，公司经营性净现金流分别为 4.58 亿元、2.31 亿元和 5.91 亿元，波动较大，对债务和利息的保障程度不稳定；2012 年，经营性净现金流同比大幅下降，主要是其他应收款和存货增加较多所致，其他应收款增加主要由于转让子公司股权形成的转让款增加，存货增加主要由于原材料储备增加；2013 年，经营性净现金流同比明显上升，主要由于应收票据和预付款项减少较多，同时应付账款增加较多。

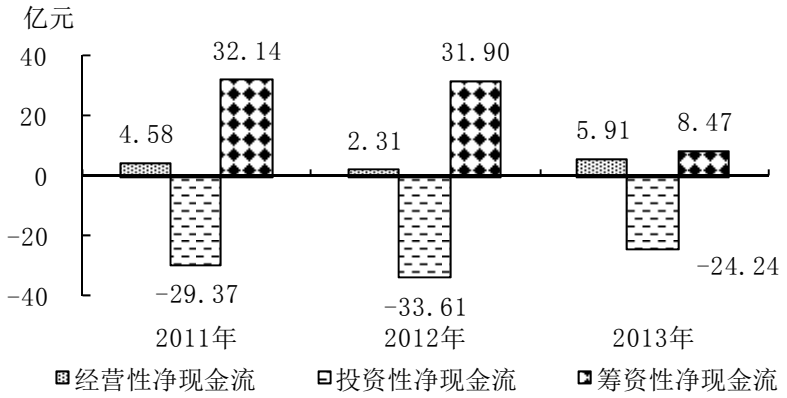


图 6　2011～2013 年公司现金流情况

2011～2013 年，公司投资性净现金流有所波动，一直处于净流出状态;其中 2012 年,投资性现金流净支出同比有所上升,主要由于 2012 年公司项目建设集中，投资支出大幅增加；2013 年，公司投资性现金流净支出同比有所下降，主要由于部分在建项目逐渐完工，投资支出减少。同期，公司筹资性净现金流逐年下降；其中，2013 年筹资性净现金流同比大幅下降，主要是公司偿还部分债务所致。

2014 年 1～9 月，公司经营性净现金流为 12.10 亿元；投资性净现金流为-0.51 亿元；筹资性净现金流为-14.29 亿元。

表 7　2011～2013 年及 2014 年 1～9 月公司主要债务保障指标情况

项目	2014 年 1～9 月	2013 年	2012 年	2011 年
经营性净现金流/流动负债（%）	11.15	5.39	2.68	7.28
经营性净现金流/总负债（%）	7.01	3.44	1.65	4.90
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	1.90	0.60	0.28	1.16
EBIT 利息保障倍数（倍）	0.94	1.29	1.91	3.96
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	2.01	2.60	5.31

公司经营性净现金流与流动负债和总负债的比值、经营性净现金流利息保障倍数有所波动，EBIT 和 EBITDA 对利息的保障程度较低。

表 8　截至 2014 年 9 月末公司主要在建及拟建项目情况（单元：亿元）

项目	总投资	截至 2014 年 9 月末投资额	计划投资		项目进程
			2014 年 10～12 月	2015 年	
在建项目					
3052 项目	39.50	15.65	3.00	12.85	项目建设用地、环保、安全评价批文已批复，完成华鼎矿业股权收购
拟建项目					
10 万吨/年锌冶炼项目	12.85	0.71	0.21	-	项目建设用地获批文，环保及安全批文已批复
5 万吨/甜高粱制总溶剂建设项目	3.80	0.84	0.18	-	项目建设用地已批复，环保及安全评价批文已批复，签订 500 亩甜高粱种植合同
华鼎煤矿	65.00	1.05	1.45	-	已办理探矿权证
合计	121.15	18.25	4.84	12.85	-

资料来源：根据公司提供资料整理

3052 项目资金需求较大，公司拟引进战略投资者合作建设；拟建项目均已开展前期工作，但受宏观经济影响，目前均暂缓建设，公司后期将根据市场情况择机开展项目建设；同时由于博源集团子公司华鼎矿业下辖的华鼎煤矿与远兴能源存在潜在同业竞争，公司已承诺出售华鼎矿业的控制权，目前正在就以上拟对外出售资产转让事宜积极寻找受让方。

外部流动性

公司融资渠道较多，获得外部资金支持的能力较强，在一定程度上增强了对债务的保障程度

公司目前主要产业和未来规划发展的产业集中在鄂尔多斯市乌审旗地区和河南桐柏县，为了鼓励企业投资、发展地方经济，内蒙古自

治区各级政府和河南省政府在国家相关法律允许的范围内，基于国家西部大开发政策及其它优惠政策和中部崛起比照西部大开发政策，当地政府为公司投资提供了诸多便利，并提供了一系列优惠政策。另外，公司与国内多家银行建立了长期友好的合作关系，间接融资渠道畅通。此外，博源集团控股子公司远兴能源（000683）已在深圳证券交易所上市，进一步拓宽了融资渠道，为公司通过资本市场直接融资创造了有利条件。总体看来，公司融资渠道多样，获得外部资金支持的能力较强，在一定程度上增强了对债务的保障。

短期偿债能力

2011～2013 年末，公司货币资金分别为 23.45 亿元、29.97 亿元和 21.24 亿元，有所波动；应收账款周转天数分别为 4.30 天、6.20 天和 8.53 天，周转效率持续下降但优于行业优秀值；流动比率和速动比率较低，流动资产对流动负债的保障程度一般。2011～2013 年，公司经营性净现金流分别为 4.58 亿元、2.31 亿元和 5.91 亿元，波动较大，对债务和利息保障程度不稳定。

公司是国内最大的集天然碱开发、开采、加工于一体的大型企业，纯碱和小苏打成本优势明显，未来煤化工板块将成为公司收入和利润的有益补充。综合来看，公司具有很强的短期偿债能力。

结论

综合分析，公司能够对本期融资券的到期偿付提供很强的保障。

跟踪评级安排

内蒙古博源控股集团有限公司（以下简称“发债主体”）拟发行 14 亿元人民币的 2015 年度第二期短期融资券。在本期短期融资券的存续期内，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对其进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体本期融资券的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1）跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本期融资券发行后 6 个月内发布定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下 1 个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

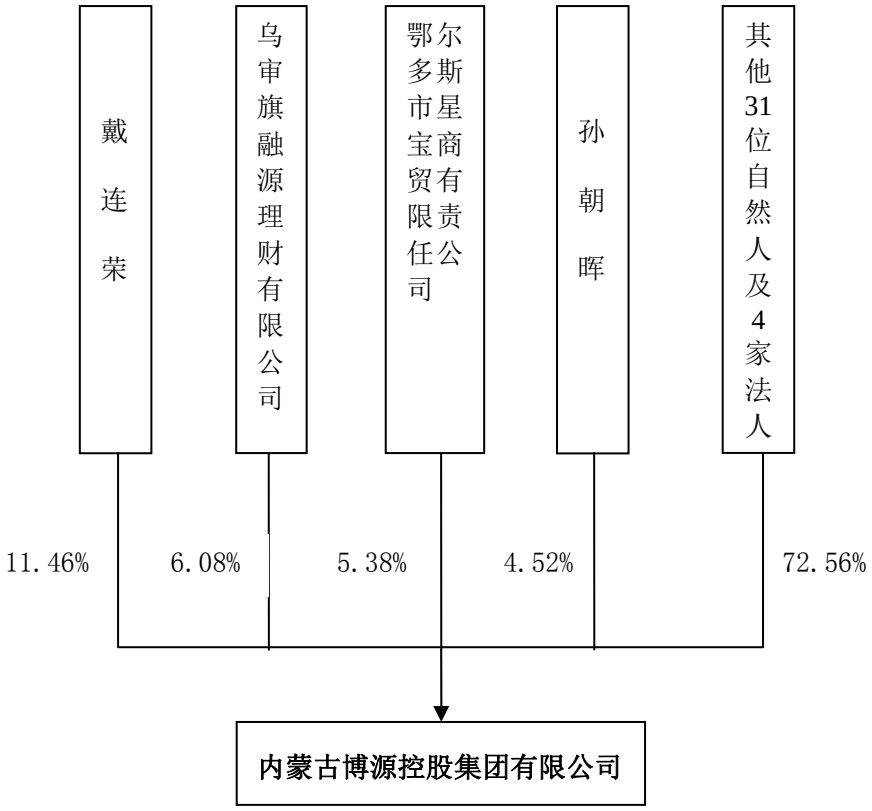
2）跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

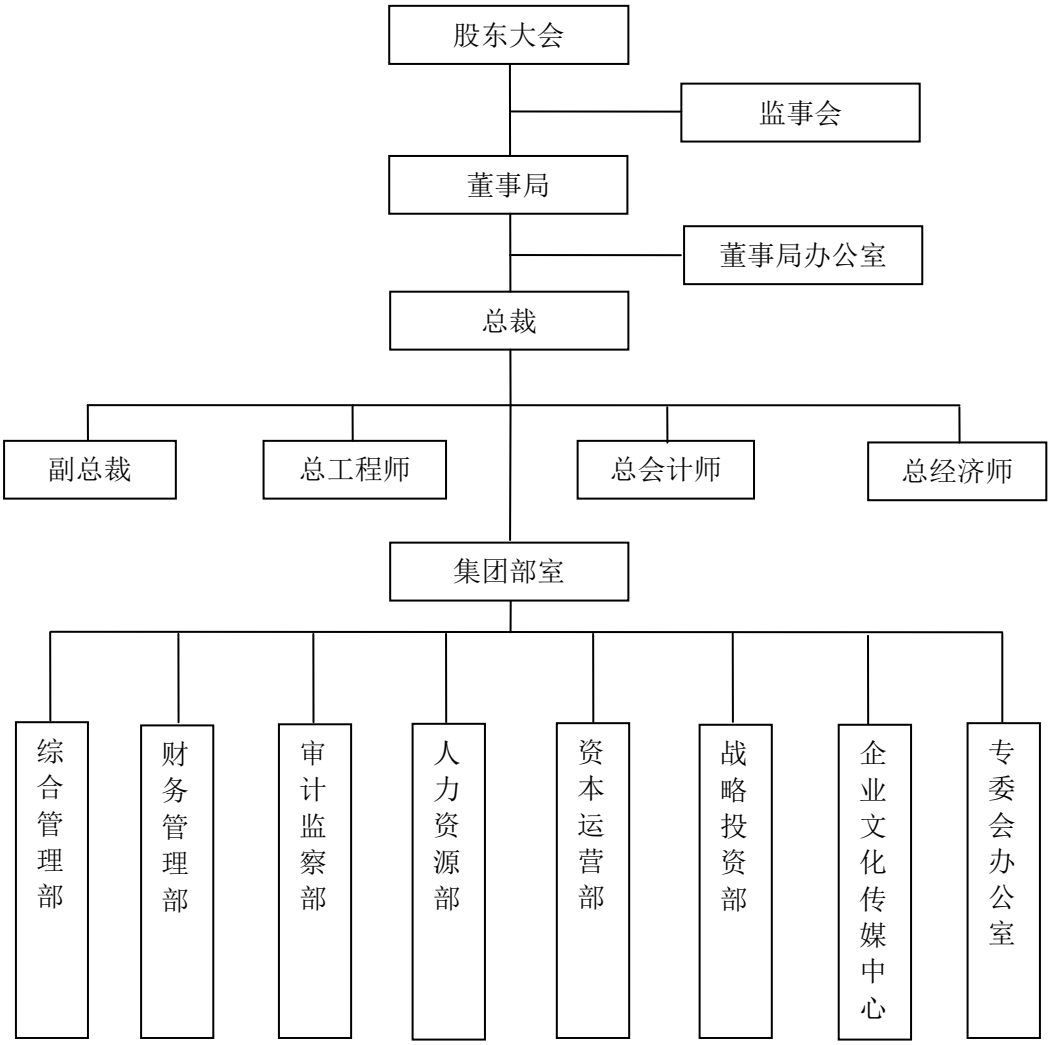
大公的跟踪评级报告和评级结果将对发债主体、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

3）如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件1 截至2014年9月末内蒙古博源控股集团有限公司股权结构图



附件2 截至2014年9月末内蒙古博源控股集团有限公司组织结构图



附件 3　　内蒙古博源控股集团有限公司主要财务指标

单位：万元

年　份	2014 年 9 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
资产类				
货币资金	177,179	212,377	299,748	234,531
应收票据	58,610	42,374	67,737	72,761
应收账款	43,267	18,985	12,574	12,207
其他应收款	113,668	93,991	102,959	84,403
预付款项	87,977	48,819	154,346	197,654
存货	194,233	164,887	114,835	73,702
流动资产合计	713,963	631,527	783,630	678,036
长期股权投资	108,851	140,836	137,727	138,247
固定资产	747,175	784,476	837,802	566,334
在建工程	635,099	586,411	266,746	213,523
无形资产	144,541	130,804	94,861	170,887
其他非流动资产	204,731	230,060	154,903	12,366
非流动资产合计	1,984,621	2,001,111	1,603,728	1,208,328
总资产	2,698,584	2,632,638	2,387,358	1,886,364
占资产总额比（%）				
货币资金	6.57	8.07	12.56	12.43
应收票据	2.17	1.61	2.84	3.86
应收账款	1.60	0.72	0.53	0.65
其他应收款	4.21	3.57	4.31	4.47
预付款项	3.26	1.85	6.47	10.48
存货	7.20	6.26	4.81	3.91
流动资产合计	26.46	23.99	32.82	35.94
长期股权投资	4.03	5.35	5.77	7.33
固定资产	27.69	29.80	35.09	30.02
在建工程	23.53	22.27	11.17	11.32
非流动资产合计	73.54	76.01	67.18	64.06
负债类				
短期借款	323,027	425,018	432,763	218,769
应付票据	110,440	86,264	83,183	66,642
应付账款	116,056	131,749	70,465	83,853
预收款项	45,806	27,493	26,380	59,684
其他应付款	137,242	122,780	171,470	157,639
一年内到期的非流动负债	375,941	340,235	157,158	60,116
流动负债合计	1,179,459	1,204,378	990,984	730,042
长期借款	271,354	242,794	381,771	266,282
应付债券	289,353	289,353	209,170	130,000
非流动负债合计	634,813	598,066	648,432	420,269
负债合计	1,814,272	1,802,444	1,639,416	1,150,311

附件 3　内蒙古博源控股集团有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年份	2014 年 9 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
占负债总额比（%）				
短期借款	17.80	23.58	26.40	19.02
应付票据	6.09	4.79	5.07	5.79
应付账款	6.40	7.31	4.30	7.29
预收款项	2.52	1.53	1.61	5.19
其他应付款	7.56	6.81	10.46	13.70
一年内到期的非流动负债	20.72	18.88	9.59	5.23
流动负债合计	65.01	66.82	60.45	63.46
长期借款	14.96	13.47	23.29	23.15
非流动负债合计	34.99	33.18	39.55	36.54
权益类				
少数股东权益	595,953	516,624	471,561	472,468
实收资本	69,950	69,950	69,950	69,950
资本公积	91,390	101,017	65,631	66,986
盈余公积	28,954	28,954	28,954	28,954
未分配利润	95,970	112,227	110,734	96,945
所有者权益	884,312	830,194	747,942	736,053
损益类				
营业总收入	595,163	665,844	719,282	655,897
营业收入	584,438	648,968	700,663	641,521
营业成本	413,422	446,791	438,478	372,296
销售费用	47,012	49,864	57,461	29,177
管理费用	50,331	72,275	69,685	66,710
财务费用	48,052	87,241	74,681	33,656
投资收益	277	18,700	30,429	-407
营业利润	8,969	-5,957	68,421	124,839
营业外收入	1,287	46,083	17,576	6,152
利润总额	10,127	38,753	83,720	123,387
所得税	5,963	15,784	21,782	33,753
净利润	4,164	22,968	61,938	89,635
归属于母公司的净利润	-2,171	1,304	13,789	25,329
占营业总收入比（%）				
营业成本	69.46	67.10	60.96	56.76
销售费用	7.90	7.49	7.99	4.45
管理费用	8.46	10.85	9.69	10.17
财务费用	8.07	13.10	10.38	5.13
投资收益	0.05	2.81	4.23	-0.06
营业利润	1.51	-0.89	9.51	19.03
营业外收入	0.22	6.92	2.44	0.94

附件 3　内蒙古博源控股集团有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年份	2014 年 9 月（未经审计）	2013 年	2012 年	2011 年
利润总额	1.70	5.82	11.64	18.81
所得税	1.00	2.37	3.03	5.15
净利润	0.70	3.45	8.61	13.67
归属于母公司的净利润	-0.36	0.20	1.92	3.86
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	121,006	59,136	23,080	45,779
投资活动产生的现金流量净额	-5,146	-242,438	-336,102	-293,742
筹资活动产生的现金流量净额	-142,888	84,707	318,966	321,439
财务指标				
EBIT	60,103	126,699	157,966	155,794
EBITDA	-	197,647	215,585	209,015
总有息债务	1,428,644	1,433,624	1,304,716	750,021
毛利率（%）	30.54	32.90	39.04	43.24
营业利润率（%）	1.51	-0.89	9.51	19.03
总资产报酬率（%）	2.23	4.81	6.62	8.26
净资产收益率（%）	0.47	2.77	8.28	12.18
资产负债率（%）	67.23	68.47	68.67	60.98
债务资本比率（%）	61.77	63.33	63.56	50.47
长期资产适合率（%）	76.54	71.37	87.07	95.70
流动比率（倍）	0.61	0.52	0.79	0.93
速动比率（倍）	0.44	0.39	0.67	0.83
保守速动比率（倍）	0.20	0.21	0.37	0.42
存货周转天数(天)	100.92	112.69	77.40	62.25
应收账款周转天数（天）	12.67	8.53	6.20	4.30
经营性净现金流/流动负债（%）	11.15	5.39	2.68	7.28
经营性净现金流/总负债（%）	7.01	3.44	1.65	4.90
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	1.90	0.60	0.28	1.16
EBIT 利息保障倍数（倍）	0.94	1.29	1.91	3.96
EBITDA 利息保障倍数（倍）	-	2.01	2.60	5.31
现金比率（%）	15.02	17.64	30.27	32.40
现金回笼率（%）	65.17	73.75	77.92	77.61
担保比率（%）[7]	16.42	29.13	32.72	31.43

[7] 此处计算担保比率时包含对宛达昕的担保金额，公司 2013 年审计报告将对宛达昕的担保列示在对内关联担保中。

附件 4　　各项指标的计算公式

1. 毛利率（%）＝（1－营业成本/营业总收入）× 100%
2. 营业利润率（%）＝ 营业利润/营业总收入×100%
3. 总资产报酬率（%）＝ EBIT/年末资产总额×100%
4. 净资产收益率（%）＝ 净利润/年末净资产×100%
5. EBIT ＝ 利润总额＋计入财务费用的利息支出
6. EBITDA ＝ EBIT＋折旧＋摊销（无形资产摊销＋长期待摊费用摊销）
7. 资产负债率（%）＝ 负债总额/资产总额×100%
8. 长期资产适合率（%）＝（所有者权益＋非流动负债）/ 非流动资产×100%
9. 债务资本比率（%）＝ 总有息债务/资本化总额×100%
10. 总有息债务 ＝ 短期有息债务＋长期有息债务
11. 短期有息债务 ＝ 短期借款＋应付票据＋其他流动负债（应付短期债券）＋ 一年内到期的非流动负债＋其他应付款（付息项）
12. 长期有息债务＝ 长期借款＋应付债券＋长期应付款（付息项）
13. 资本化总额 ＝ 总有息债务＋所有者权益
14. 流动比率 ＝ 流动资产/流动负债
15. 速动比率 ＝（流动资产-存货）/ 流动负债
16. 保守速动比率 ＝（货币资金＋应收票据＋交易性金融资产）/ 流动负债
17. 现金比率（%）＝（货币资金＋交易性金融资产）/ 流动负债×100%
18. 存货周转天数[8] ＝ 360 /（营业成本/年初末平均存货）
19. 应收账款周转天数[9] ＝ 360 /(营业总收入/年初末平均应收账款）
20. 现金回笼率（%）＝ 销售商品及提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
21. EBIT 利息保障倍数（倍）＝ EBIT/利息支出 ＝ EBIT /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

[8] 前三季度取 270 天。
[9] 前三季度取 270 天。

22. EBITDA 利息保障倍数（倍）＝ EBITDA/利息支出 ＝ EBITDA /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）＝ 经营性现金流量净额/利息支出 ＝ 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出＋资本化利息）

24. 担保比率（%）＝ 担保余额/所有者权益×100%

25. 经营性净现金流/流动负债（%）＝ 经营性现金流量净额/[（期初流动负债＋期末流动负债）/2]×100%

26. 经营性净现金流/总负债(%)＝ 经营性现金流量净额/[(期初负债总额＋期末负债总额)/2]×100%

附件 5　　短期债券信用等级符号和定义

A-1 级：为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高。

A-2 级：还本付息能力较强，安全性较高。

A-3 级：还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响。

B 级：还本付息能力较低，有一定的违约风险。

C 级：还本付息能力很低，违约风险较高。

D 级：不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。