

跟踪评级公告

联合[2016]450 号

宁夏伊品生物科技股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对宁夏伊品生物科技股份有限公司主体长期信用状况和发行的“16 伊品债”进行了跟踪评级，确定：

宁夏伊品生物科技股份有限公司主体长期信用等级为 AA-，评级展望为“稳定”

宁夏伊品生物科技股份有限公司发行的“16 伊品债”信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年五月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

宁夏伊品生物科技股份有限公司

公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果: AA- 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA- 评级展望: 稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
16 伊品债	3.80 亿元	AA	AA+	2015 年 7 月 3 日

跟踪评级时间: 2016 年 5 月 24 日

主要财务数据:

发行人

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额(亿元)	61.11	58.78	63.23
所有者权益(亿元)	19.87	21.37	22.05
长期债务(亿元)	9.36	6.86	10.53
全部债务(亿元)	28.25	26.24	30.21
营业收入(亿元)	45.17	49.58	12.01
净利润(亿元)	0.38	1.50	0.71
EBITDA(亿元)	4.36	6.55	--
经营性净现金流(亿元)	5.92	9.50	0.59
营业利润率(%)	15.28	15.99	22.55
净资产收益率(%)	1.92	7.29	--
资产负债率(%)	67.49	63.64	65.14
全部债务资本化比率(%)	58.71	55.11	57.81
流动比率	0.45	0.38	0.57
EBITDA 全部债务比	0.15	0.25	--

担保方

项目	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	20.09	21.28
所有者权益(亿元)	19.84	20.39
营业收入(亿元)	0.45	1.27
净利润(亿元)	0.24	0.65
资产负债率(%)	1.24	4.18

注: 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 上表中一季度数据未经审计, 相关指标未经年化; 本报告已将长期应付款计入长期债务中。

评级观点

跟踪期内, 宁夏伊品生物科技股份有限公司(以下简称“公司”或“伊品生物”)主要产品所在行业基本完成去产能, 整体向好。随着销售额的上升以及原材料采购成本下降, 公司营业收入规模及盈利水平有所上升, 整体经营状况较好。同时, 联合评级关注到公司未决诉讼对未来经营的影响有待随诉讼的进展进一步确定。

未来, 公司新建生产线产能将逐步释放, 降本增效效应将不断显现, 同时, 下游饲料行业的景气度也将缓慢复苏, 带动公司产品价格提升。公司盈利规模有望继续保持增长, 盈利能力有望增强。

本次债券由西部(银川)担保有限公司(以下简称“西部担保”)提供连带责任保证担保, 2015 年西部担保资本实力进一步增强, 未来收入规模有望进一步增大, 其担保对本次债券的信用水平具有显著的提升作用。

综上, 联合评级维持公司主体信用等级为“AA-”, 评级展望维持“稳定”; 同时将“16 伊品债”的债项信用等级调整为“AA+”。

优势

1. 2015 年, 味精行业逐步完成去产能, 行业集中度提高, 形成阜丰、梅花、伊品三强鼎立格局, 行业竞争力进一步加强。

2. 公司 2015 年技术改造项目完成投产, 有助于提高产能、降低单位生产成本, 对公司未来收入形成支撑。

3. 2015 年, 玉米和煤炭价格下跌带动公司降低采购成本, 且下游行业需求稳步上升, 有助于扩大企业盈利空间。

4. 2015 年西部担保资本实力进一步增强, 未来收入规模有望进一步增大, 其担保对本次债券信用状况具有显著的积极影响。

关注

1. 2015年韩国CJ第一制糖株式会社（以下简称“希杰”）起诉公司全资子公司内蒙古伊品生物科技有限公司（以下简称“内蒙伊品”）侵犯知识产权的未决诉讼，对公司未来经营的影响，需要根据诉讼的进展和判决执行情况进一步确定。

2. 近年公司扩充产能形成的资本性支出较大，公司面临一定的资金压力。

3. 国家环保要求日趋严格，国家环保政策的变化可能对公司经营带来合规和环保投入增加的风险。

分析师

钟月光

电话：010-85172818

邮箱：zhongyg@unitedratings.com.cn

刘亚利

电话：010-85172818

邮箱：liuyl@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：



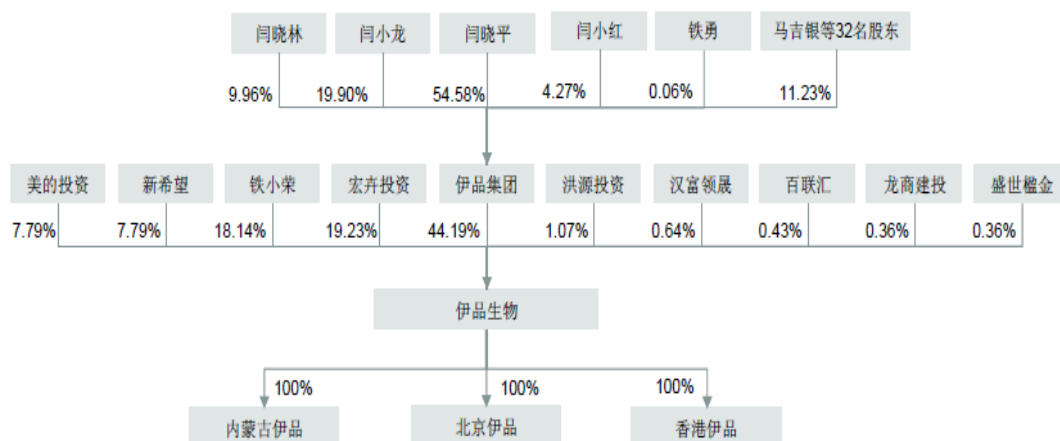
一、主体概况

宁夏伊品生物科技股份有限公司前身系宁夏伊品生物工程有限公司，是由自然人铁小荣、闫晓林及宁夏伊品食品集团有限公司（以下简称“伊品集团”）于 2003 年共同发起设立的有限公司，初始注册资本 1,500 万元。

2004 年至 2007 年，公司经过历次股东及其出资份额的变更，公司注册资本由 1,500 万元增至 7,900 万元。2007 年 6 月 25 日，以公司截至 2007 年 5 月 31 日账面净资产按比例折为公司股份，其中 18,000 万元折为公司股份，其余 1,600 万元计入资本公积金，各发起人按其持有公司股权比例认购股份公司的股份。2009 年 11 月 12 日，公司名称变更为“宁夏伊品生物科技股份有限公司”。

经过历次股权转让、未分配利润转增股本及增加注册资本，截至 2015 年底，公司注册资本为 41,688.01 万元，实收资本为 41,688.01 万元。其中伊品集团持股 44.19%，为公司控股股东，闫晓平为公司实际控制人。

图1 公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2015 年底，公司经营范围仍以玉米淀粉、谷氨酸、赖氨酸、苏氨酸、色氨酸、味精、鸡精及副产品、复混肥料的生产、销售为主，同时从事农业生产资料销售、粮食收购及加工、铁路运输服务、进出口企业生产的产品及相关技术。

跟踪期内，公司组织结构发生变化，由控制型向经营型转变，实行业务部制。公司内部设置 4 大中心，分别是财务中心、行政中心、技术中心和运营中心；4 大事业部，分别是食品事业部、动物营养事业部、肥料事业部和原料动力事业部。另有审计监察部、经营管理部、人力资源部等部门。截至 2015 年底，公司拥有 3 家全资子公司，公司员工合计 3,448 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 58.78 亿元，负债合计 37.41 亿元，所有者权益合计 21.37 亿元，其中归属于母公司所有者权益 21.37 亿元。2015 年，公司实现营业收入 49.58 亿元，净利润（含少数股东损益）1.50 亿元，其中归属于母公司的净利润 1.50 亿元；经营活动产生的现金流量净额 9.50 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.61 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司合并资产总额 63.23 亿元，负债合计 41.19 亿元，所有者权益 22.05 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 22.05 亿元；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.01 亿

元，净利润（含少数股东损益）0.71 亿元，其中归属于母公司的净利润 0.71 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.59 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.56 亿元。

公司注册地址为宁夏回族自治区银川市永宁县杨和工业园；法定代表人为闫晓平。

二、债券发行及募集资金使用情况

公司发行不超过人民币 6 亿元（含 6 亿元）公司债券获得中国证券监督管理委员会证监许可【2015】2185 号文核准，于 2016 年 3 月 21 日发行。经上交所同意，本次债券于 2016 年 4 月 18 日起在上交所挂牌交易，简称为“16 伊品债”，证券代码 136269，发行规模为 3.80 亿元人民币，期限为 5 年，在第三年末附公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，前三年的票面利率为 7.60%。

本次债券募集资金总额 3.80 亿元，扣除发行费用之后的净募集资金 3.75 亿元，主要用于补充流动资金。截至 2016 年 3 月 31 日，公司募集资金专户剩余 1.30 亿元。

债券付息日为债券存续期内的每年 3 月 21 日，截至本报告出具日，“16 伊品债”尚未到第一个付息日。

三、行业分析

2015 年公司主要生产行业系味精行业及氨基酸行业，较上年无变化。

1. 味精行业

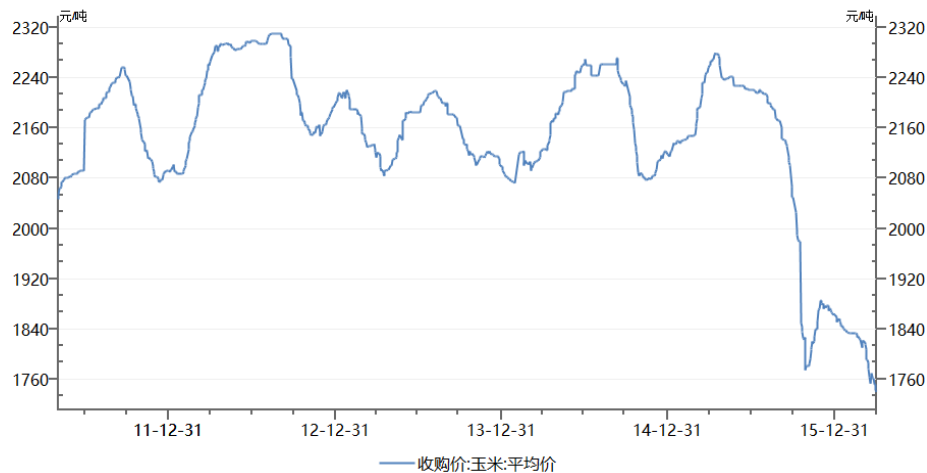
行业概况

2015 年，从需求来看，味精行业需求较为稳定，从供给来看，行业持续低迷后小企业陷入亏损，部分公司陆续停工或退出，行业逐步去产能，同时，国家淘汰落后产能和环保政策趋严，未来味精行业新增产能的概率不大。目前阜丰、梅花、伊品三强鼎立，三家占据 90% 以上的市场份额，价格主导力大幅增强，有望进行理性竞争。考虑到为了避免关停产能复产，预计味精价格有望逐步螺旋上涨，公司味精业务将逐步进入收获期。

原料情况

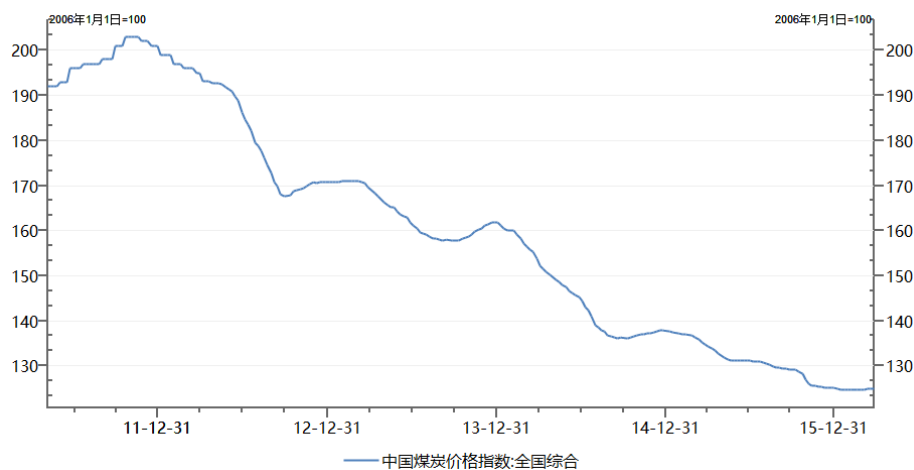
玉米和煤炭作为味精及氨基酸产品的主要原材料和能源，二者价格波动对于生产成本有较大影响。从 2015 年 8 月开始，我国玉米的平均收购价格呈大幅下降趋势，2015 年 12 月跌至 1862.22 元/吨，进入 2016 年玉米价格呈继续下探态势。煤炭价格在 2012 年进入下降通道，在跟踪期内维持下降趋势。玉米和煤炭价格下跌对味精企业成本控制产生一定正面影响。

图2 我国玉米收购平均价（单位：元/吨）



数据来源：农业部，wind 资讯

图3 我国煤炭价格指数



数据来源：wind 资讯

市场供给

中国是味精生产的第一大国，目前产量占全球近70%以上。从味精行业供给方面看，由于味精的玉米和热电消耗量大，成本竞争力对企业区位的依赖度较高。味精行业系玉米深加工行业，属于国家严格限制新建产能的产业，预计未来味精基本没有新增产能，行业集中度将保持高企。

下游需求

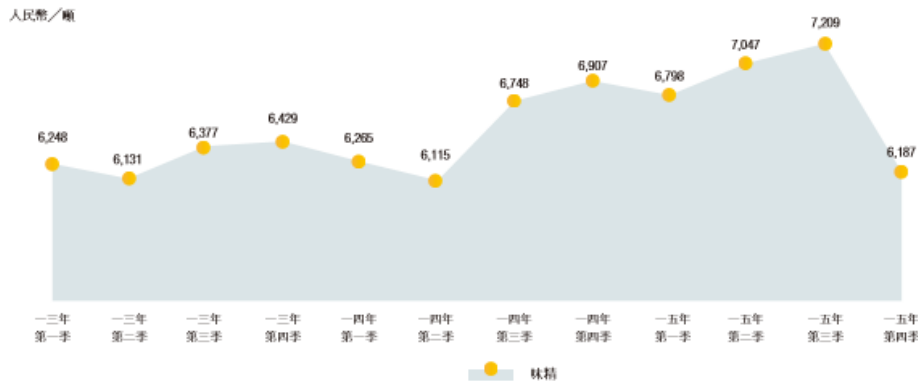
以味精为主要原料的传统增鲜调味品占据市场的主要份额，全球味精需求量呈持续上升的态势。2015年，国内味精需求约占全球的55%，2014~2015年增速在6%~7%上下。根据味之素的统计，全球味精需求近年来年均增速为3%。随着城市化进程的推进，下游食品加工业、餐饮业的发展，且食品工业的抗周期性，预计味精需求将小幅持续增长。

味精产品价格分析

味精的成本主要是玉米和煤炭采购成本，此外，下游厂商的需求对味精产品的销售价格有较大影响。由于味精行业集中度较高，在产品价格方面采用行业产能最大的阜丰集团有限公司（以下简称“阜丰集团”）作为参考。总体来看，2015年前三个季度味精价格稳步上升，最高价格为

7,209元/吨，第四季度价格下降至6,187元/吨，系阜丰集团为占据市场份额的策略性调整。

图4 阜丰集团味精产品价格（单位：元/吨）



数据来源：阜丰集团年报

未来发展

味精行业内，受制于环保成本压力，国内小厂陆续关停，短期内重新开工的可能性很小。食品工业的抗周期性成为味精行业增长的重要保障，预计味精的需求未来仍将保持小幅持续增长。

2. 氨基酸行业

行业概况

氨基酸在人和动物的营养与健康维持方面发挥着重要的作用。氨基酸工业近年来获得了飞速发展，其主要应用领域为食品行业、饲料行业、制药和化妆品行业。饲料添加剂对改善饲料营养价值、提高饲料利用率、促进动物生产、增进动物健康等方面具有重要作用。2015年中国经济在三期叠加之下，从高速增长进入中高速增长，氨基酸行业产能过剩，有效需求不足，且连续出台政策聚焦环保与质量安全，行业洗牌及整合趋势不变。

原料情况

同上文“味精行业”相关内容。

市场供给

自2005年起，我国赖氨酸的产量已经可以基本满足国内市场需求，开始从全球最大的赖氨酸进口国逐步转变为目前全球最大的赖氨酸出口国，产品出口到欧美和东南亚等60多个国家和地区。据博亚和讯统计，2015年全球饲用氨基酸产量达272.00万吨，2014~2015年均复合增长率为33.33%，其中中国饲用氨基酸产量达到146.10万吨，占比53.71%。

下游需求

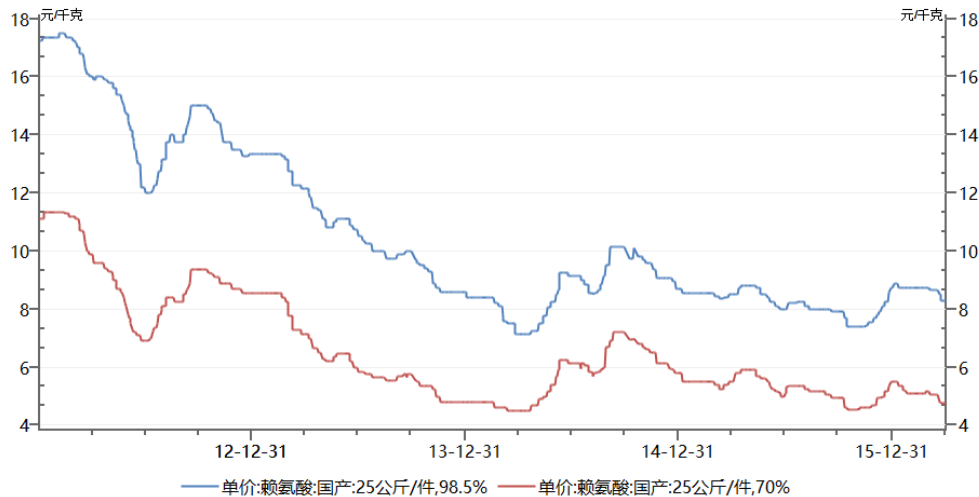
饲料行业的发展态势、禽畜疫情等因素对饲用氨基酸产品的销售价格和需求量产生一定影响。2015年，由于养殖业资金链紧绷，我国生猪存栏量持续下跌，年内跌幅达5.37%；生猪价格年内涨幅达24.24%，养殖业步入逐渐复苏阶段；氨基酸和相关产品如豆粕、鱼粉具有可替代性，大豆价格在2015年第四季度出现大幅下跌，年内跌幅达13.21%，不利于氨基酸需求量的增加。

饲用氨基酸产品价格分析

2015年，受上游产能供给和下游需求影响，赖氨酸和苏氨酸价格波动也很明显。2015年4月赖氨酸价格达到最高8.80元/千克；2015年10月达到最低点7.40元/千克。截至2016年3月底，赖氨酸产品随着厂家产量提高，价格有所回落。苏氨酸价格2015年3月达到最低11.50元/千克，而在2015年4

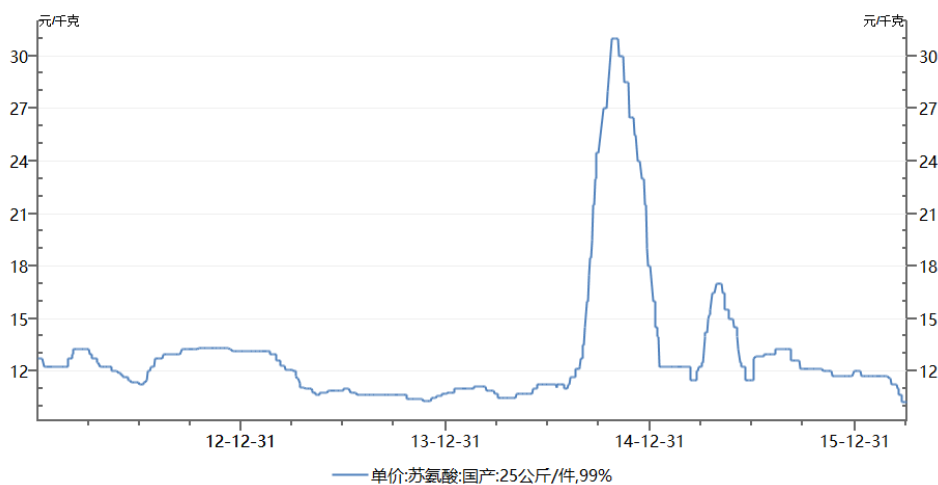
月达到最高点17.00元/千克。因市场供应量增加，苏氨酸价格在2015年下半年持续下滑，部分厂家减产保价，厂家通过出口减轻国内供应压力。截至2016年3月底，苏氨酸价格加速下跌至10.25元/千克。氨基酸价格整体上波动较大。

图5 赖氨酸产品价格（含税）（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

图6 苏氨酸产品价格（含税）（单位：元/千克）



资料来源：wind 资讯

未来发展

未来氨基酸行业将有可能进一步加大去产能化的力度，将使行业优势企业在合理的回报区间内发展。其次，依靠技术创新与进步，延伸产业链，将为氨基酸生产企业赢得较为良好的生产空间。科学养殖、智能饲养等新的畜禽养殖模式也将较大地提升对氨基酸添加剂的需求。同时，氨基酸生产企业在地域分布、综合配套、工艺水平等方面综合竞争能力，也在较大程度上决定着在下一轮去产能化中的企业竞争能力。

3. 行业政策

2014年12月31日，财政部发布《关于调整部分产品出口退税率的通知》（财税〔2014〕150号），通知包括提高部分高附加值产品、玉米加工产品、纺织品服装的出口退税率。通知自2015年1月1日起执行，其中提高玉米加工产品出口退税率的政策执行至2015年12月31日。该政策为公司产品出口扩大盈利空间。

四、管理分析

跟踪期内，公司企业管理由控制型向经营型转变。各事业部（食品事业部、动物营养事业部、肥料事业部和原料动力事业部）均有产供销职能，其中原料动力事业部亦有对外销售职能；新架构不再单独设置采购系统，而是将其大宗原材料采购业务下放至原料动力事业部，负责玉米、煤炭采购；采购部负责战略供应管理、包材和液料的采购；其余事业部下的小采购单元，负责采购本事业部的低值易耗品、设备、工程改造类所需物件；调度中心、供电中心不再单设，划入动力部。

2016年4月15日经公司召开2015年度股东大会，其中，第四届董事会成员未发生变化；睦建设和魏君不再担任职工监事，选举范瑞杰和何红担任职工监事；2016年4月15日四届一次董事会中选举闫小龙为公司副董事长。董国营、王健、陈浩不再担任高级管理人员，聘请马春、韩会平、杨东钰、王大平、秦涛担任公司高级管理人员。

闫小龙，1973年生，研究生学历，2007年~2009年任公司董事、副总经理，2009年~2015年历任公司董事、总裁、副总裁兼内蒙古伊品生物科技有限公司总经理。2015年11月至今任公司副董事长。

总体看，公司管理结构的转变有助于明确企业发展方向，增强全员的经营意识，培养经营人才；公司主要管理层系公司内部培养，从事相关行业时间较长，经验丰富。

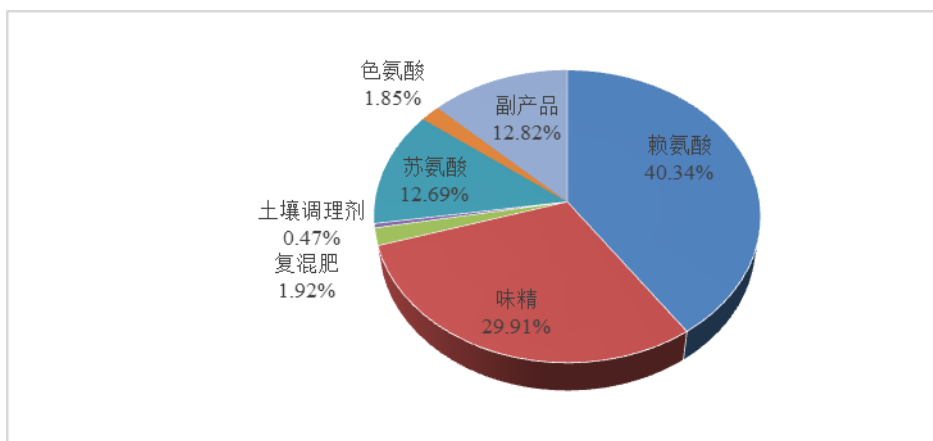
五、经营分析

1. 经营概况

公司主要生产赖氨酸、苏氨酸、味精以及复混肥等产品。2015年公司的赖氨酸、味精和苏氨酸的产能和销售规模不断提升，色氨酸产能和销售规模保持稳定，复合肥产能和销售规模有所下降，公司整体收入规模保持增长趋势。2015年公司实现营业收入49.58亿元，同比增长9.75%；实现净利润1.50亿元，同比大幅上涨295.19%。

公司主营业务突出，近两年主营业务占营业收入的比重均超过98%。随着生产经营规模的逐步扩大，2015年公司的主营业务收入及成本呈增长趋势，2015年实现主营业务收入48.99亿元，同比增长9.56%。从收入构成来看，2015年公司主营业务收入中，味精、赖氨酸、苏氨酸和副产品的占比较高；色氨酸、复混肥和土壤调理剂的占比较小。与2014年相比，赖氨酸占比上升5.13个百分点，副产品占比下降4.08个百分点，其他产品营业收入占比较上年变化不大。

图 7 2015 年公司主营业务收入构成情况



资料来源：公司审计报告

从毛利率变化情况来看，公司2015年主营业务毛利率为15.61%，较上年增长0.52个百分点。受产品销售价格下降因素影响，2015年赖氨酸毛利率较上年下降2.35个百分点至11.38%。2015年，味精毛利率较上年提升8.20个百分点至19.31%，主要系原材料价格下降、技术进步带动生产成本下降，外加销售价格上涨所致。2015年，苏氨酸毛利率较上年大幅提升5.88个百分点至33.63%，主要系自2015年1月1日开始，苏氨酸退税率由零提高到13%，增加了产品盈利空间。2015年，副产品毛利率较上年下降16.27个百分点至-1.93%，主要系销售价格下降所致。2015年，复混肥毛利率较上年上升18.72个百分点至22.83%，主要系公司自有品牌肥销售增加，较高的自有品牌肥毛利率拉动所致。

表 1 2014~2015 年公司主营业务收入情况（单位：亿元）

业务板块	2014 年			2015 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
赖氨酸	15.74	35.21%	13.73%	19.76	40.34%	11.38%
味精	13.53	30.25%	11.11%	14.65	29.91%	19.31%
复混肥	1.23	2.76%	4.09%	0.94	1.92%	22.83%
土壤调理剂	0.11	0.24%	15.26%	0.23	0.47%	22.19%
苏氨酸	5.61	12.54%	27.76%	6.22	12.69%	33.63%
色氨酸	0.94	2.10%	39.99%	0.91	1.85%	36.64%
副产品	7.56	16.90%	14.34%	6.28	12.82%	-1.93%
合计	44.71	100.00%	15.09%	48.99	100.00%	15.61%

资料来源：公司提供。

2016 年一季度，公司实现营业收入 12.01 亿元，较上年同期上升 2.21%；同期，公司实现净利润 0.71 亿元，较上年同期上升 91.89%，主要系产品销量和销售价格增加所致。

总体看，2015 年公司经营情况较好，收入平稳增长，毛利率小幅提升。

2. 原材料采购

公司生产经营所需的原材料、能源主要由玉米和煤炭构成。2015年公司新组织架构不再单独设置采购系统，而是将其大宗原材料采购业务下放至原料动力事业部，负责玉米、煤炭采购；采购部负责战略供应管理、包材和液料的采购；其余事业部下的小采购单元，负责采购本事业部的

低值易耗品、设备、工程改造类所需物件。

采购量方面，由于生产经营规模较稳定，2015年公司玉米的采购量为129.75万吨，较上年增长0.58%，基本持平。2015年公司玉米采购均价为1,876.18元/吨，较上年下降9.32%，公司一般在收购均价之下采购。2015年公司煤炭的采购量为126.78万吨，较上年下降6.52%，主要系2015年对锅炉耗煤系统进行改造，单位蒸汽耗煤量下降，年度耗煤总量减少所致。2015年公司煤炭的采购均价为182.31元/吨，较上年下降17.92%，公司一般以市场最优价采购。液氨与液碱在原材料采购中所占比重不大。

表 2 近两年公司主要原材料的采购量及采购均价

原料	项目	2014 年	2015 年	2016 年 1~3 月
玉米	采购量(万吨)	129.00	129.75	46.68
	采购均价(不含税金额, 元/吨)	2,069.08	1,876.18	1,416.84
	采购金额(万元)	266,917.07	243,431.97	66,138.14
煤	采购量(万吨)	135.63	126.78	33.36
	采购均价(不含税金额, 元/吨)	222.12	182.31	168.02
	采购金额(万元)	30,125.20	23,112.81	5,605.27
液氨	采购量(万吨)	10.85	8.02	2.59
	采购均价(不含税金额, 元/吨)	2,185.27	2,113.26	1,989.61
	采购金额(万元)	23,702.93	16,948.32	5,153.10
液碱	采购量(万吨)	6.72	5.95	1.62
	采购均价(不含税金额, 元/吨)	1,333.69	1,392.61	1,406.90
	采购金额(万元)	8,961.55	8,289.11	2,285.37

资料来源：公司提供

采购供应商方面，2015 年度，公司前五名供应商采购金额占比 33.24%，较上年减少 13.4 个百分点，集中度适中，主要体现在玉米的采购。

表 3 公司近年前 5 名原材料主要供应商数据

序 列	2014 年			2015 年		
	供应商名称	金额(万元)	占比(%)	供应商名称	金额(万元)	占比(%)
1	马忠云	31,987.59	13.03	马忠云	25,130.89	10.72
2	中央储备粮 直属库	30,092.83	12.26	全怀川	18,990.85	8.10
3	神华宁夏煤 业集团有限 责任公司	20,188.77	8.22	中央储备粮 银川直属库	12,140.16	5.18
4	马小军	18,674.26	7.61	朱明	11,268.86	4.81
5	全怀川	13,559.13	5.52	神华宁夏煤 业集团有限 责任公司	10,390.04	4.43
	合计	114,502.58	46.64	合计	77,920.8	33.24

资料来源：公司提供

总体看，公司采购情况稳定，主要采购物玉米等采购量随着生产计划扩张而增长，而煤炭采购量由于技术改造，采购量较上年减少，两者采购均价随市场波动下降。

3. 生产情况

跟踪期内，公司依旧采用以产定销生产模式编制年度生产预算、大修技改预算。公司主要根据设备和工艺能力计算所需淀粉量及工艺指标后倒推出产量，从而控制成本和采购量。调度中心每月 25 日前向各生产部下达月度生产计划，组织安排生产；每月初 5 日前，各生产部门对上月本部门产量、成本、工艺和质量情况作出分析，并确定相应的差错预防措施。公司已经建立了完善的质量管理体系，并通过了 ISO9001 质量管理体系、食品安全管理体系和职业健康安全管理体系等多体系认证。

2015 年，公司 98%赖氨酸的产能为 195,000.00 吨/每年，较上年增长 5.41%；产能利用率为 79.89%，较上年上升 9.69 个百分点；2015 年公司 70%赖氨酸的产能未变，产能利用率较上年上升 6.23 个百分点。公司赖氨酸的产能主要是由于内蒙生产基地 2014 年投产而大幅增长，但 2015 年公司为应对下游行业需求变化，采取减少供应量以稳定价格的策略，导致赖氨酸产能利用率较其他产品偏低（具体情况见下表）。

2015 年公司味精、复肥、苏氨酸和色氨酸产品的产能未变，产能利用率分别上升 5.34 个百分点、下降 5.11 个百分点、上升 3.00 个百分点、上升 27.67 个百分点。

表 4 公司主要产品产能、产量

产品名称	指标	2014 年	2015 年
98%赖氨酸	产能（吨/年）	185,000.00	195,000.00
	产量（吨）	136,890.94	155,782.53
	产能利用率（%）	70.20%	79.89%
70%赖氨酸	产能（吨/年）	240,000.00	240,000.00
	产量（吨）	170,396.75	185,345.23
	产能利用率（%）	71.00%	77.23%
味精	产能（吨/年）	220,000.00	220,000.00
	产量（吨）	201,917.35	213,670.52
	产能利用率（%）	91.78%	97.12%
复混肥	产能（吨/年）	220,000.00	220,000.00
	产量（吨）	249,102.19	237,873.54
	产能利用率（%）	113.23%	108.12%
苏氨酸	产能（吨/年）	60,000.00	60,000.00
	产量（吨）	56,373.90	58,176.10
	产能利用率（%）	93.96%	96.96%
色氨酸	产能（吨/年）	1,500.00	1,500.00
	产量（吨）	1,206.07	1,621.05
	产能利用率（%）	80.40%	108.07%

资料来源：公司提供

总体看，2015 年公司产能利用率上升，且能根据实际下游需求适时调整产量，防止出现滞销和售价下滑等情况。

4. 销售情况

从区域结构来看，除国内市场外公司同时向国外客户销售赖氨酸、苏氨酸、色氨酸、蛋白粉及味精等产品，主要通过展会结识和直接拜访客户等方式寻找终端用户，包括饲料厂、养殖场以

及大型的贸易商客户。客户消费群体主要为国外饲料企业、食品企业，销售区域主要为亚洲、欧洲及美洲。2015年国外销售占比为24.57%，同比下降5.47个百分点。2015年公司海外业务收入下降，主要系2015年3月韩国CJ第一制糖株式会社（以下简称“希杰”）在国内对宁夏伊品提起知识产权诉讼，对此部分欧洲客户持观望态度，导致公司在欧洲市场的销量下降。此外，因俄罗斯汇率的剧烈变动，公司为避险而收缩对俄罗斯业务，对公司的业绩也产生一定影响。

表 5 公司区域销售情况

地区名称	本年发生额（万元）	上年发生额（万元）	增长率
国内	369,343.52	312,832.55	18.06%
国外	120,321.50	134,313.74	-10.42%
合计	489,665.02	447,146.29	9.51%

资料来源：公司提供

从产品来看，2015 年公司 98%赖氨酸的销量较上年增长 31.88%，销售均价较上年下降 3.42%；公司 70%赖氨酸的销量较上年增长 32.74%，销售均价较上年下降 7.05%，系行业产能增加，下游行业需求变化导致销售均价下降所致。2015 年公司味精产量增加，且行业集中度高，产品销售价格在一定区间内较为稳定，味精的销量较上年增长 4.32%，销售均价较上年上升 3.85%。

2015 年，公司复混肥的销量较上年下降 18.12%，销售均价较上年上升 6.53%，系公司为增加自有品牌肥销售、降低贴牌肥销售的策略所致，自有品牌肥料占比由 2014 年的 42.82%提升至 2015 年的 59.38%，带动销售均价的提高。公司苏氨酸销量较上年增长 6.15%，销售均价较上年上升 4.48%。2015 年公司通过技术改造增加产量，致销量增加；受 2014 年四季度苏氨酸价格出现激增后回归理性价位的影响，公司当时签订但于次年执行的高价位合同，拉升公司 2015 年苏氨酸销售均价。公司色氨酸的销量较上年大幅增长 34.65%，销售均价较上年下降 28.33%，主要系国际和国内市场供大于求，公司通过降低销售价格以扩大销量所致。公司 2015 年综合产销率为 99.31%，较上年增长 2.05 个百分点。公司主要产品产销率较高，无滞销情况。

表 6 公司主要产品销量、均价

产品名称	指标	2014 年	2015 年
98%赖氨酸	销量（吨）	124,923.16	164,752.76
	销售均价（元/吨）	7,227.79	6,980.46
	产销率	91.26%	105.76%
70%赖氨酸	销量（吨）	146,576.72	194,572.90
	销售均价（元/吨）	4,580.61	4,257.68
	产销率	86.02%	104.98%
味精	销量（吨）	205,135.96	213,991.81
	销售均价（元/吨）	6,594.35	6,848.21
	产销率	101.59%	100.15%
复混肥	销量（吨）	261,186.20	213,857.41
	销售均价（元/吨）	513.44	546.99
	产销率	104.85%	89.90%
苏氨酸	销量（吨）	54,667.00	58,030.53
	销售均价（元/吨）	10,256.69	10,716.52
	产销率	96.97%	99.75%
色氨酸	销量（吨）	1,055.74	1,421.55
	销售均价（元/吨）	88,985.86	63,779.62
	产销率	87.54%	87.69%

资料来源：公司提供

总体看，2015 年公司销售情况尚可，无滞销或产品销售均价大幅下降的情况出现。

5. 经营效率

2015 年公司应收账款周转次数为 31.81 次，较上年增加 0.44 次；存货周转次数为 6.96 次，较上年增加 1.28 次；总资产周转次数为 0.83 次，较上年增家 0.08 次，均呈上升趋势。

6. 在建项目

截至 2015 年末，公司在建项目如下表所示，主要在建项目有 3.2 万吨复合蛋白饲料项目、L-赖氨酸高产酸技术改造示范工程项目、年产 2,500 吨 L-色氨酸扩能改造项目、60 万吨玉米深加工项目和脱硫项目，其中前三个项目已完成主体施工，尚未竣工验收移交。

表 7 公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称及简介	计划建设期	预算总投资	已投资	项目进度
3.2 吨复合蛋白饲料项目	2014.7~2015.1	2,308.00	2,049.55	100.00%
L-赖氨酸高产酸技术改造示范工程项目	2013.11~2015	12,564.00	12,477.14	100.00%
年产 2,500 吨 L-色氨酸扩能改造项目	2014.5~2015.6	6,239.00	5,519.87	100.00%
60 万吨玉米深加工项目	2011.10~2013.11	275,900.00	240,115.77	90.00%
脱硫项目	2015.8~2016.6	7,692.00	2,558.03	40.00%

资料来源：公司提供

L-赖氨酸高产酸技术改造示范工程项目是以赖氨酸发酵过程中多产出的理论酸为原料，通过提高提取、精制等后端工序的生产能力，增加 98.50%赖氨酸的产量。该项目建成后将有效降低公司成本。

年产 2,500 吨 L-色氨酸扩能改造项目依托现有的公用设施、淀粉生产线、制糖车间和设备，新增建设部分发酵设施、成品车间以及相关配套设施。该项目将进一步提高企业整体经济效益，可新增色氨酸产能 2,500 吨。

60 万吨玉米深加工，系子公司内蒙古伊品生物科技有限公司（以下简称“内蒙伊品”）的一期建设项目，主要是将 60 万吨玉米深加工为淀粉，从而为内蒙伊品年产 20 万吨过瘤胃氨基酸项目提供生产原料。

脱硫项目，系公司为应对国家将于 2020 年实施的排放标准——超洁净排放，提前进行的技术改造。公司对燃煤锅炉进行脱硫改造后，将有效减少二氧化硫的排放量，并且脱硫过程中产生的硫酸铵也是一种生产辅料，此举既节能减排又减少辅料外购费用。

未来公司计划利用内蒙赤峰基地发展大类赖氨酸品种，将有效缓解原料供应瓶颈，大幅度降低了物流发运成本，提高企业交付能力。

总体看，未来在建工程投产后，进一步提高企业的产能利用率，降低单位成本，提升企业整体经济效益。另一方面，资金大量投入导致短期资金压力较大。

7. 经营关注

氨基酸产品受禽畜疫情的影响

公司所处行业下游主要是食品制造业和饲料行业，受到市场供需、禽畜疫情等多方面因素的影响，会有价格波动，进而对公司业绩产生影响

环保风险

国家对生物发酵行业设置了较高的环保门槛。2015 年新《环保法》的颁布，对环境违法行为加大处罚力度，并新增了行政拘留等处罚措施，对行业的影响较大。由于国家环保政策的变化对公司经营带来合规风险以及公司存在因需要大量增加环保投入而导致利润下降的风险。

资本性支出较大

内蒙伊品为宁夏伊品的全资子公司，于 2011 年 4 月在内蒙古自治区赤峰市资源型城市经济转型开发试验区设立占地 3,000 亩，总投入约 20 多亿元。于 2011 年 8 月开工建设，2013 年 11 月试车投产，2015 年 5 月全面投产。公司期间因厂房建设、土地使用权及生产设备购置等生产线建设形成的现金支出较大，使的公司整体流动资金压力较大。

8. 重大事项

根据《梅花生物科技集团股份有限公司第七届董事会第九次会议决议公告》（公告编号 2014-059，公告时间 2014 年 11 月 15 日），梅花生物审议通过了《关于公司发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金方案的议案》，以发行股份及支付现金方式收购股东持有的公司 100% 股权，使公司成为梅花生物旗下全资子公司，公司预估值为 38.22 亿元，梅花生物发行股份购买伊品生物并募集配套资金相关事宜经中国证监会核准并商务部对本次交易的经营集中审查通过后方可实施。

出于对希杰起诉公司侵犯知识产权诉讼（诉讼内容详见“九、财务部分”）不确定性的考虑，2015 年 8 月 31 日，梅花生物召开了第七届董事会第二十次会议，审议通过了《关于终止本次发行股份及支付现金购买资产并募集配套资金事项的议案》，拟决定终止本次重组事项，并提交股东大会审议。

9. 未来发展

经营方面，公司一是继续实施“保现金流、保渠道”的双保营销策略；二是公司将不断通过加大研发投入和完善供应链等方式以适应市场变化，巩固和扩大市场份额。

技术方面，提高研发投入占比；与中科院及国内外研发企业构建紧密型、多层次的研发合作关系；重点关注新品种开发、菌种和工艺优化。加快企业由规模增长向质量增长转变。

生产方面，未来重点开展内蒙伊品年产 20 万吨味精和 10 万吨合成氨项目的建设。该项目是公司平衡产能、提高盈利能力的重要补强措施，计划在 2016 年年底实现 20 万吨味精项目试车。

上市方面，公司董事会在总结以往工作的经验和教训的基础上，广泛听取股东、券商、律师以及其他有关机构的建议，尽快确定上市方案。

总体看，企业各方面规划清晰，相互支撑，有利于企业整体盈利能力的提升。

六、财务分析

公司 2015 年财务报表已经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论，2016 年一季度财务报表未经审计。2015 年公司未发生新增或减少合并单位，

主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 58.78 亿元，负债合计 37.41 亿元，所有者权益 21.37 亿元，归属于母公司所有者权益 21.37 亿元。2015 年，公司实现合并营业收入 49.58 亿元，净利润（含少数股东损益）1.50 亿元，归属于母公司所有者得净利润 1.50 亿元；经营活动产生的现金流量净额 9.50 亿元，现金及现金等价物净增加额为-0.61 亿元。

截至 2016 年 3 月末，公司合并资产总额 63.23 亿元，负债合计 41.19 亿元，所有者权益 22.05 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 22.05 亿元；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.01 亿元，净利润（含少数股东损益）0.71 亿元，其中归属于母公司的净利润 0.71 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.59 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.56 亿元。

1. 资产及负债结构

资产

截至2015年底，公司资产总额58.78亿元，较上年底下降3.81%。其中，流动资产占19.21%，非流动资产占80.79%，非流动资产占比略有上升。

流动资产方面，截至2015年底，公司流动资产合计11.29亿元，较上年底下降19.16%，主要由货币资金（占比28.09%）、应收账款（占比12.85%）、预付款项（占比10.27%）和存货（占比43.93%）构成。

截至2015年底，公司货币资金余额为3.17亿元，较上年底增长6.55%，其中受限资金包括银行保证金、银行承兑汇票保证金及支付海关的保证金共计1.51亿元，占比47.63%。

截至2015年底，公司应收账款账面价值为1.45亿元，较上年底小幅下降3.35%；从账龄上看，一年以内的应收账款占余额的87.41%；一年至两年的占12.59%，公司共计提坏账准备865.40万元，计提比例为5.63%，计提较充分。

截至2015年底，公司预付款项1.16亿元，较上年底减下降48.57%，主要为预付的设备款及材料款的结转，账龄在1年以内的占比79.74%。

2015年公司产销率较高，年末存货为4.96亿元，较上年底下降28.57%；截至2015年底，计提存货跌价准备101.18万元，评估价值为1.22亿元存货用于质押借款。

截至2015年底，公司非流动资产合计47.49亿元，较上年底变化不大，其中占比较高的项目为固定资产（占比91.93%）及在建工程（占比5.38%）。截至2015年底，公司固定资产43.66亿元，较上年底小幅减少2.10%，主要系累计折旧增加所致，公司全部固定资产已抵押。截至2015年底，公司在建工程2.56亿元，较上年增加106.45%，主要系公司在60万吨玉米深加工项目和赖氨酸项目资金投入增加所致。

总体来看，作为生产型企业，资产构成以非流动资产为主，符合公司生产型企业特点。公司固定资产全部用于抵押，资产质量一般。

负债及所有者权益

截至2015年底，公司负债合计37.41亿元，较上年底减少9.29%，主要系公司偿还借款所致。公司负债中，流动负债与非流动负债分别占79.81%和20.19%。

截至2015年底，公司流动负债为29.86亿元，较上年底减少4.01%，其构成以短期借款（占43.97%）、应付票据（占比12.74%）和应付账款（占26.48%）为主。短期借款为13.13亿元，较上年底减少14.98%，主要系偿还质押借款为主；应付票据合计3.80亿元，较上年底增长282.21%，主要系原材料款和工程款的银行承兑汇票，其中0.30亿元应付票据以存货作质押；应付账款7.91亿元，

较上年底减少27.25%，主要系子公司工程项目与施工方进行结算付款所致。

截至2015年底，公司非流动负债为7.55亿元，较上年底减少25.51%，其构成中主要为长期借款（占74.56%）、长期应付款（占16.22%）和其他非流动负债（占9.06%）。其中，长期借款5.63亿元，较上年底减少26.69%，主要系公司已偿还部分长期借款，剩余借款不满一年转入一年内到期的非流动负债所致；长期应付款1.23亿元，较上年底减少26.87%，偿还应付农银金融租赁有限公司的设备融资租赁款；其他非流动负债0.68亿元，较上年底减少5.00%，公司审计报告将政府补助归为该科目下，主要包括基础设施建设资金补助和赖氨酸新建项目补助。

截至2015年底，公司全部债务合计26.24亿元，较上年底减少7.13%，其中，短期债务为19.38亿元，长期债务为6.86亿元；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为63.64%、55.11%和24.29%，分别较上年下降3.85个百分点、3.60个百分点和7.73个百分点，负债水平较上年底有所降低，债务负担一般，但存在一定的短期偿债压力。

截至2015年底，公司所有者权益合计21.37亿元，较上年底增长7.56%，主要系未分配利润增长所致，均为归属于母公司所有者权益，其中股本占比19.51%，资本公积占比30.61%、盈余公积占比11.05%、未分配利润占比38.83%，分别较上年底减少1.48个百分点、减少2.32个百分点、增加0.96个百分点和增加2.83个百分点，未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

截至2016年3月底，公司资产及负债结构较上年底变化不大，资产总额达到63.23亿元；所有者权益达到22.05亿元，较上年底增长7.56%；负债规模为41.19亿元，较上年底增长10.10%，主要系公司非公开发行公司债券所致。

总体看，2015年，公司负债规模有所减少，负债水平有所下降，债务负担一般。

2. 盈利能力

受公司主营产品销量和销售价格增加的影响，2015年公司实现合并营业收入49.58亿元，同比增长9.75%。由于公司费用和成本控制得当，同时营业收入增加，2015年公司实现营业利润1.14亿元，同比大幅增长157.13%。2015年公司营业外收入为0.67亿元，同比增加205.97%，主要系“援企稳岗资金补贴”、“2014年东北玉米深加工企业竞购加工国家临时收储玉米补贴资金”等政府补助增加所致。营业外收入占比利润总额37.92%，2015年公司盈利能力对营业外收入存在一定依赖性。公司实现净利润1.50亿，同比增加295.19%，均为归属于母公司的净利润。

2015年，公司三项期间费用6.69亿元，同比增长3.68%，受益于收入规模的增长，公司费用收入比减少至13.49%。其中，销售费用同比减少2.38%，主要海外业务下降、海运费减少所致；财务费用同比减少10.63%，主要系汇兑收益增加，以及借款利息减少所致；管理费用较同比增加19.80%，主要系公司研发费用增加较多所致。

受2015年公司利润增加的影响，总资本收益率由上年4.19%上升至5.51%，总资产报酬率由上年3.34%上升至4.83%，公司净资产收益率由上年的1.92%上升至7.29%。各指标有所上升，但公司2015年获得的补贴占利润总额的比重较高，公司整体盈利能力处于一般水平。

2016年一季度，公司实现营业收入12.01亿元，较上年同期上升2.21%；同期，公司实现净利润0.71亿元，较上年同期上升91.89%，系产品销售情况良好所致。

总体上看，伴随公司主营业务稳健发展，公司收入规模增加，盈利能力有所提升。

3. 现金流

从经营活动来看，2015年，公司经营活动产生的现金流量净额为9.50亿元，同比增长60.36%；经营活动现金流入为50.80亿元，同比增长7.02%，主要系公司2015年产销量增加带动收入及回款

增加所致；公司经营活动现金流出为41.30亿元，与前期持平。公司2015年现金收入比率为99.85%，较上年降低3.90个百分点，收入实现质量尚可。

投资活动方面，2015年投资活动现金流入0.37亿元，同比减少75.13%，主要系理财活动和处置固定资产减少所致；而投资活动现金流出合计4.61亿，同比小幅减少29.19%，主要系购建固定资产支付的现金减少所致。综上，2015年公司投资活动产生的现金流量净额为-4.24亿元，但同比净额增加0.77亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动产生的现金流量由上年的净流入0.28亿元转为净流出5.96亿元，主要系公司取得借款所收到的现金大幅减少所致。筹资活动现金流入为17.44亿元，同比减少23.49%；筹资活动现金流出为23.39亿元，同比增加3.90%，主要为偿还债务支付的现金。

2016年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为0.59亿元；投资活动产生的现金流量净额为-1.14亿元；由于公司收到非公开发行公司债券使得筹资活动现金流入增加，公司筹资活动产生的现金流量净额为2.11亿元。

总体来看，2015年，公司经营现金流量规模较大，收入实现质量尚可；经营活动现金流量能够满足公司投资需求；公司筹资压力不大。

4. 偿债能力

伴随公司预付账款规模下降，2015年底公司流动比率较上年有所下降，为0.38倍；公司速动比率由2014年的0.23倍下降至0.21倍。公司现金短期债务比为0.16倍，与上年持平，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标来看，2015年，公司 EBITDA 合计6.55亿元，同比增长50.24%，主要系利润增长所示。其中折旧占比54.52%，摊销占比1.27%，计入财务费用的利息支出占比17.30%，利润总额占比26.91%；受公司负债规模下降、利润总额增长的影响，公司 EBITDA 全部债务比为0.25倍，较上年有所提高；公司的 EBITDA 利息倍数也由上年的3.57倍上升至5.59倍，处于较高水平。由于经营活动现金流量净额增加，公司经营现金债务保护倍数由0.21倍增至0.36倍。

截至2015年12月31日，公司获得各银行授信合计314,900.00万元，已使用231,128.00万元，公司间接融资渠道畅通。

截至2015年底，公司合并范围内无对外担保；公司有4项未决诉讼，包括：

2015年3月6日，希杰在内蒙古区法院对内蒙伊品侵害赖氨酸生产菌株和知识产权专利号200980103115.6提起诉讼，诉讼请求包括立即停止生产、销售并销毁相关产品，赔偿经济损失100.00万元。经内蒙伊品申请，2016年1月26日呼和浩特中级人民法院对本案中止一审程序；

2015年7月15日，希杰在北京市知识产权法院对内蒙伊品侵害赖氨酸生产菌株和知识产权专利号200910266085.7提起诉讼，诉讼请求包括立即停止生产、销售并销毁相关产品，赔偿经济损失100.00万元。截至2016年3月31日，北京市知识产权法院尚未对内蒙伊品提出的管辖权异议作出裁定；

2015年11月19日，公司因提供的设备存在瑕疵起诉江苏省范群干燥设备厂有限公司，要求返还合同款并支付违约金合计459.60万元。截至2016年3月31日，法院就本案仍未做出判决。

2015年6月4日公司向宁夏回族自治区永宁县人民法院递交了与深圳市宝鹰建设集团股份有限公司装饰装修合同纠纷《民事起诉状》，要求退还多支付的合同款及相关利息合计260.63万元，现等待鉴定机构的结论以及法院组织第二次开庭。

上述未决诉讼尚在审理阶段，若侵犯知识产权案件判决成立，将对公司的赖氨酸生产产生重

大影响。

总体看，伴随公司借款规模减少，盈利能力的增强，偿债能力增强。伴随公司技术改造项目的完成，公司偿债能力有望继续得到提升；未决诉讼对公司未来经营发展的影响具有不确定性。

5. 过往债务履约情况

根据代码为 G10640121001207708的人民银行征信报告，截至2016年3月29日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

七、债权保护条款分析

1. 担保条款

根据西部（银川）担保有限公司（以下简称“西部担保”）为本次债券向债券持有人出具的《担保函》，西部担保为公司本期发行的 3.80 亿元西部担保债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

2. 担保人信用分析

西部担保概况

西部担保经银川市党委政府批准并出资设立的国有担保机构，于2014年7月正式挂牌成立，初始注册资本15.90亿人民币，由银川市金融控股有限公司（以下简称“银川金控”）全额出资。2014年12月，银川市新兴产业投资有限公司（以下简称“银川新兴产业”）对西部担保增资3.70亿元。截至2015年末，西部担保实收资本19.60亿元，银川金控和银川新兴产业持股比例分别为81.12%和18.88%。2016年1月，银川金控和宁夏如意生态纺织有限公司（以下简称“宁夏如意”）分别增资8.00亿元和12.00亿元。截至目前，西部担保实收资本39.60亿元，银川金控出资23.90亿元，持股比例为60.35%；银川新兴产业出资3.70亿元，持股比例为9.34%；宁夏如意出资12.00亿元，持股比例为30.30%。

西部担保经营范围：依法为自治区内中小企业及个人提供贷款担保、票据承兑担保、贸易融资担保、项目融资担保、信用证担保、其他融资性担保业务、诉讼保全担保、投票担保、预付款担保、工程履约担保、尾付款如约偿付担保等履约担保业务以及与担保业务有关的融资咨询、财务顾问等中介服务。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

西部担保内设财务部、研发部、尽职调查部、投资担保部、资产监管部、投行创新部、合规风险部、综合部、人力资源部以及核保部10个职能部门。截至2015年末，西部担保在职员工总数80人。

截至2015年末，西部担保资产总额21.28亿元，负债总额0.89亿元，所有者权益合计20.39亿元，未到期责任准备金余额0.29亿元。2015年，西部担保实现营业收入1.27亿元，其中，担保业务收入0.52亿元，剔除未到期责任准备金后，已赚保费0.30亿元，投资收益0.97亿元，实现净利润0.65亿元。

西部担保注册地址：宁夏银川市金凤区上海西路239号英力特大厦B座18层；法定代表人：王军。

运营环境分析

宁夏回族自治区是我国五个少数民族自治区之一，位于我国西北地区东部，毗邻陕西省、甘肃

省和内蒙古自治区，交通较为便利。银川作为宁夏回族自治区的首府，是全区军事、政治、经济、文化科研、交通和金融商业中心，在我国西部大开发战略中占据重要地位。2015年，银川市实现地区生产总值1,480.73亿元，同比增长8.3%，完成地方财政收入243.80亿元，同比下降2.8%。公共财政预算收入171.28亿元，增长12.1%；2015年末全市金融机构人民币各项存款余额3,017.77亿元，增长15.6%，其中，住户存款1,304.97亿元，增长9.0%。人民币各项贷款余额3,653.98亿元，增长14.7%，其中，中长期贷款2,403.28亿元，增长11.7%，短期贷款1,028.50亿元，增长13.7%。为了更好地发挥金融对银川市经济的支撑作用，银川市提出了建设“金融强市”的战略规划。2014年，银川市“金融强市”取得重大突破，成立金融工作局，组建银川金控、西部担保等4家地方金融机构，成立3家国有资本运营西部担保。2015年，银川市综合运用产业基金、担保和债券融资等金融工具，吸引、撬动社会资本200亿元支持优势特色产业发展。未来，银川市还将通过引进区外金融机构、筹建相关金融西部担保等方式不断完善金融服务体系。

总体来看，银川市经济增速保持在较好水平，“金融强市”战略规划稳步推进，为西部担保业务发展提供良好的外部环境。

公司治理与人员素质

截至2016年3月末，西部担保组织结构未发生重大变化。董事会由3名董事组成，下设风险控制委员会和薪酬委员会。监事会由3人组成，高管层由5人组成，下设研发部、尽职调查部、合规风控部、资产监管部、投资担保部、财务部、核保部、综合部、人力资源部、投行创新部等共10个职能部门。截至2015年末，西部担保员工人数80人。

经营分析

在担保业务开展方面，西部担保自成立以来，积极进行探索，大力开展担保业务，已先后完成银川大学融资担保项目以及横城古渡担保项目等担保业务。2015年，西部担保实现营业收入1.27亿元，同比增长179.74%；其中，担保业务收入0.52亿元，同比增长263.73%；剔除未到期责任准备金后，已赚保费0.30亿元，同比增长323.53%；投资收益0.97亿元，同比增长153.81%。西部担保目前收入结构以投资收益为主。西部担保投资收益主要系持有可供出售金融资产期间取得的投资收益。

表8 西部担保担保业务情况（单位：万元，户数）

项目	2014年	2015年
当年担保发生额(亿元)	31.32	51.60
其中：融资性贷款担保	2.06	23.88
履约性担保	28.96	19.48
诉讼担保	0.30	8.24
当年应解保额(亿元)	0.00	12.75
期末担保余额(亿元)	31.32	70.17
期末担保责任余额(亿元)	31.32	70.17
其中：融资性贷款担保	2.06	13.39
履约性担保	28.96	48.23
诉讼担保	0.30	8.54
期末在保户数(户)	5	23
其中：融资性贷款担保	2	13

债券发行担保	0	0
履约性担保	2	2
诉讼担保	1	8
当年担保代偿额	0	0
前 5 大客户担保责任余额（亿元）	31.32	52.89

资料来源：西部担保提供

从担保业务类型来看，目前西部担保主要业务类型分为履约性担保、融资性贷款担保及诉讼担保。2015 年，西部担保担保业务发生额为 51.60 亿元，同比增长 64.72%，其中履约性担保、融资性贷款担保及诉讼担保发生额分别为 19.48 亿元、23.88 亿元和 8.24 亿元；截至 2015 年末，西部担保期末担保责任余额为 70.17 亿元，较上年增长 124.00%，其中履约性担保、融资性贷款担保及诉讼担保责任余额分别为 48.23 亿元、13.39 亿元和 8.54 亿元；西部担保在保客户 23 户，较 2014 年增加 18 户。

在担保费率方面，西部担保根据业务种类的不同采取差异化的费率标准。2015 年公司平均担保费率为 1.8%，其中，融资性贷款担保费率 2%，履约担保费率 0.5%~1%，诉讼担保费率为 0.1%。截至 2015 年末，西部担保累计完成担保额度 82.92 亿元，较上年增长 151.35%，其中履约性担保 48.44 亿元，融资性贷款担保 25.94 亿元，诉讼担保 8.54 亿元，占比分别为 58.42%、31.28%和 10.30%，分别较上年增长 67.55%、586.24%和 2,746.67%。

担保业务方面，西部担保自成立以来不断加强与银行的业务合作。截至 2015 年末，西部担保已与建设银行、中国银行、交通银行、国开行、中信银行、浦发银行、招商银行、华夏银行等 8 家银行签订了相关的合作协议，总授信额度（不包含框架授信）为 208 亿元。

总体看，西部担保目前业务类型开展相对均衡，收入结构以投资收益为主。随着西部担保资本的进一步增强以及西部担保与银行业务合作的加深，西部担保未来业务范围及种类将进一步扩大，收入结构有望改善，收入规模将进一步增大。

风险管理分析

（1）担保业务风险管理

西部担保具有较强的风险控制意识，在风险管理方面制定了十分严格的制度，设置了管理层至董事会的层层递进式的风险管理体系。

（2）担保业务组合分析

从额度控制情况来看，截至 2015 年末，西部担保期末担保责任余额 70.17 亿元，在保客户 23 户，户均担保责任余额 3.05 亿元；融资性贷款担保责任余额 13.39 亿元，在保客户 13 户，户均分担 1.03 亿元；履约性担保责任余额 48.23 亿元，在保客户 2 户，户均分担 24.12 亿元。单户最大担保责任余额为 16.00 亿元，单笔最长担保期限 132 个月。前 5 大客户担保责任余额为 52.89 亿元，占公司担保责任余额 75.38%，前 5 大客户集中度较高。

从区域、行业集中度看，截至 2015 年末，公司担保客户主要集中在银川市。公司客户行业主要为制造业，制造业客户期末担保责任余额为 51.91 亿元，占西部担保累计担保额的比重为 73.98%，行业集中度较高。截至 2015 年末，西部担保担保业务采用的主要反担保方式有 11 种。其中房产抵押依然是占比最大的反担保方式，公司反担保方式整体呈现多元化，特色化；抵质押方式是目前公司担保业务的主要反担保方式。

从担保期限看，截至 2015 年末，西部担保担保业务的期限多为 2 年以上，担保责任余额 22.15

亿元，占比 31.56%，整体代偿压力集中度一般。

截至 2015 年底，西部担保未曾发生过担保代偿。在风险准备金计提方面，西部担保根据相关规定和内部的压力测试足额计提各项准备金。截至 2015 年末，西部担保计提各项风险准备金余额为 0.55 亿元。随着西部担保未来业务的不断开展，西部担保准备金余额需要进一步增加。

总体看，西部担保成立时间不长，担保业务种类相对分散，履约性担保责任余额占比较高；同时西部担保业务开展的行业和区域集中度较高。截至 2015 年底，西部担保没有发生担保代偿。

财务分析

西部担保提供的 2015 年的财务报表经宁夏正大会计师事务所审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

截至 2015 年末，西部担保的资产总额 21.28 亿元，负债总额 0.89 亿元，所有者权益合计 20.39 亿元，未到期责任准备金余额 0.29 亿元。2015 年，西部担保实现营业收入 1.27 亿元，其中，担保业务收入 0.52 亿元，剔除未到期责任准备金后的已赚保费收入 0.30 亿元，投资收益 0.97 亿元，实现净利润 0.65 亿元。

目前，西部担保可用于从事担保业务的资金主要来源于股东投入的资本金、经营积累的留存收益等。西部担保目前未通过银行等金融机构借款、委托贷款、信托贷款、各类法人组织或个人借款等方式增加营运资金，不存在与监管部门核准业务范围无关的负债。截至 2015 年末，西部担保所有者权益合计 20.39 亿元，与上年底相比变化不大，其中实收资本 19.60 亿元，占比 96.10%，所有者权益稳定性较好。截至 2015 年末，西部担保权益负债比为 2,293.69%，即西部担保资金主要由资本构成。2016 年 1 月，银川金控和宁夏如意分别增资 8.00 亿元和 12.00 亿元。截至目前，西部担保实收资本 39.60 亿元，资本实力较强。西部担保控股股东银川金控由银川市国资委出资成立的，股东背景较强，在西部担保资本补充及业务发展方面能够提供有力的支持。

负债方面，截至 2015 年末，西部担保负债合计 0.89 亿元，较上年增长 256.00%，以应交税费（占比 36.59%）、未到期责任准备金（占比 32.27%）和担保赔偿准备金（占比 29.63%）为主。截至 2015 年末，西部担保资产负债率为 4.18%，整体负债规模较小，负债水平较低。

总体看，西部担保资金主要来源于股东出资，所有者权益稳定性较好，西部担保杠杆率较低。

截至 2015 年末，西部担保资产总额 21.28 亿元，与上年底相比变化不大。从资产构成来看，西部担保资产以非流动资产为主，流动资产占比较低，资产流动性较差。截至 2015 年末，西部担保流动资产和非流动资产占比分别为 12.36%和 87.64%。

在资金运用及投资策略上，西部担保注重资金的安全性，主要投资于等级在 AA+以上的大型国有企业债券，以获得固定的、稳定的投资收益；二是投资入股新兴产业，将来通过资本市场溢价退出，投资周期一般都在三年以上；三是直接参与上市公司并购重组。

西部担保非流动资产主要由可供出售金融资产和长期股权投资构成，其中可供出售金融资产为持有的银川市城市建设投资控股有限公司西部担保 2014 年第一期、第二期和第三期私募债券，合计 14.90 亿元，年利率均为 6.50%。西部担保将闲置资金用于回报率相对较高的债券投资有助于西部担保提高资金使用效率，增加营业收入；但是从另一方面来看，大量资金的占用降低了资产的流动性，随着未来业务的不断开展，西部担保需加强流动性风险的管理。长期股权投资全部是对中兴智慧产业的投资，是西部担保为了将来与中兴智慧产业合作提供“企业云”服务进行的战略投资，截至 2015 年末，投资规模 3.70 亿元，与上年持平。

总体看，西部担保资产配置安全性较高，未来随着业务的开展，需要注重自身流动性风险管

理。

由于成立时间不长，相对于资本规模，西部担保的担保业务规模不大，自身资本实力以及政府支持的优势尚未充分发挥，因此 2015 年担保业务收入水平一般，在营业收入中占比不高。同时西部担保利用闲置资金进行债券投资，投资收益对公司营业收入起到很好的补充作用。2015 年，西部担保实现营业收入 1.27 亿元，较上年增长 142.25%，其中，担保业务收入 0.52 亿元，剔除未到期责任准备金后的已赚保费收入 0.30 亿元，投资收益 0.97 亿元。其中，已赚保费对营业收入的贡献率为 23.65%，投资收益对营业收入的贡献率为 76.24%，贡献率较高。西部担保的营业支出主要为提取的各项准备金和业务及管理费用。

2015 年，西部担保实现净利润 0.65 亿元，较上年增长 170.83%，公司净资产收益率为 3.24%，处于一般水平。

代偿能力和资本充足性方面，截至 2015 年末，西部担保净资产为 20.40 亿元，净资本为 13.30 亿元，净资本比率为 65.23%，处于适中水平；期末担保责任余额为 70.17 亿元，净资产放大倍数为 3.44 倍，处于一般水平。公司整体代偿能力较强。

总体看，目前西部担保的担保业务规模不大，净资产担保倍数处于适中水平，资本充足性较好。未来随着担保业务规模的扩大，盈利能力有望进一步增强。

担保效果评价

以 2015 年底财务数据测算，本次债券发行额度（3.80 亿元）占西部担保资产总额的 17.86%，所有者权益总额的 18.64%，占比适中。考虑到 2016 年西部担保股东增资 20 亿元，资本实力显著提高，对本次债券的保护程度大幅提升。总体看，2015 年西部担保资本实力进一步增强，未来收入规模有望进一步增大，其担保对本次债券的信用水平具有显著的提升作用。

八、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产达3.17亿元，约为“16 伊品债”本金合计（3.80亿元）的0.83倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度一般；净资产达21.37亿元，约为债券本金合计（3.80亿元）的5.62倍，公司较大规模净资产能够对“16 伊品债”的按期偿付起到较高的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为6.55亿元，约为债券本金合计（3.80亿元）的1.72倍，公司EBITDA对本次债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入50.80亿元，约为债券本金合计（3.80亿元）的13.37倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内综合实力居前的生物发酵企业，在工业生产链和供应链，技术研发、生产装备现代化和自动化等方面具有优势，公司对“16 伊品债”的偿还能力很强。

九、综合评价

跟踪期内，宁夏伊品主要产品所在行业基本完成去产能，整体向好。随着销售额的上升以及原材料采购成本下降，公司营业收入规模及盈利水平有所上升，整体经营状况较好。同时，联合评级关注到公司未决诉讼对未来经营的影响有待诉讼的进展进一步确定。

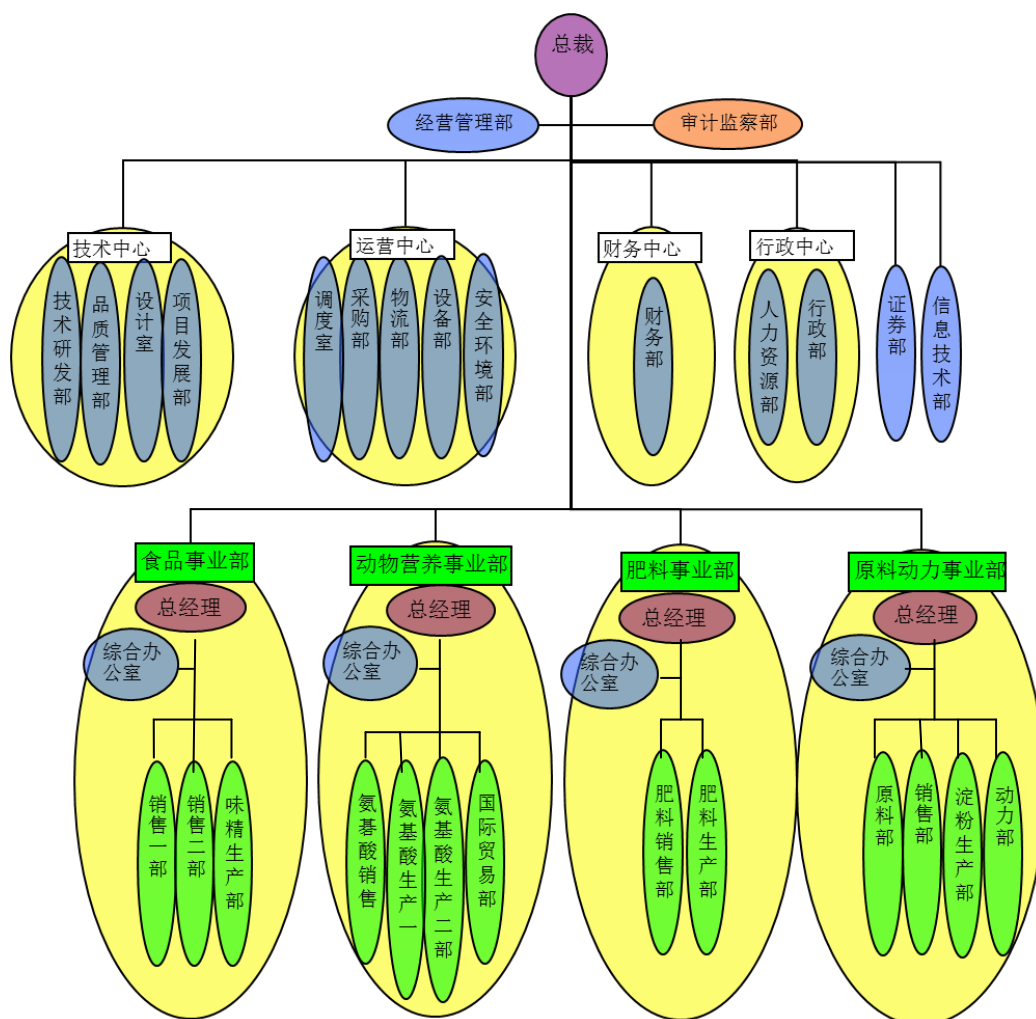
未来，公司新建生产线产能将逐步释放，降本增效效应将不断显现，同时，下游饲料行业的

景气度也将缓慢复苏，带动公司产品价格提升。公司盈利规模有望继续保持增长，盈利能力有望增强。

本次债券由西部（银川）担保有限公司（以下简称“西部担保”）提供连带责任保证担保，2015年西部担保资本实力进一步增强，未来收入规模有望进一步增大，其担保对本次债券的信用水平具有显著的提升作用。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA-”，评级展望维持“稳定”；同时将“16 伊品债”的债项信用等级调整为“AA+”。

附件 1 宁夏伊品生物科技股份有限公司



附件 2 宁夏伊品生物科技股份有限公司 主要计算指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	61.11	58.78	63.23
所有者权益 (亿元)	19.87	21.37	22.05
短期债务 (亿元)	18.90	19.38	19.68
长期债务 (亿元)	9.36	6.86	10.53
全部债务 (亿元)	28.25	26.24	30.21
营业收入 (亿元)	45.17	49.58	12.01
净利润 (亿元)	0.38	1.50	0.71
EBITDA (亿元)	4.36	6.55	--
经营性净现金流 (亿元)	5.92	9.50	0.59
应收账款周转次数 (次)	31.37	31.81	--
存货周转次数 (次)	5.68	6.96	--
总资产周转次数 (次)	0.75	0.83	0.20
现金收入比率 (%)	103.75	99.85	104.29
总资本收益率 (%)	4.19	5.51	--
总资产报酬率 (%)	3.34	4.83	--
净资产收益率 (%)	1.92	7.29	--
营业利润率 (%)	15.28	15.99	22.55
费用收入比 (%)	14.28	13.49	16.08
资产负债率 (%)	67.49	63.64	65.14
全部债务资本化比率 (%)	58.71	55.11	57.81
长期债务资本化比率 (%)	32.01	24.29	32.33
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.57	5.59	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.15	0.25	--
流动比率 (倍)	0.45	0.38	0.57
速动比率 (倍)	0.23	0.21	0.36
现金短期债务比 (倍)	0.16	0.16	0.26
经营现金流动负债比率 (%)	19.05	31.82	1.98

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	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100% (2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益 + 期初全部债务 + 期末所有者权益 + 期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额 + 计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产 + 期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益 + 期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入 - 主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%
营业利润率	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 100%
费用收入比	(管理费用 + 营业费用 + 财务费用) / 营业收入 × 100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计 - 存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息 + 计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次公司债券到期偿还额

注: 现金类资产 = 货币资金 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

全部债务 = 长期债务 + 短期债务

EBITDA = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 固定资产折旧 + 摊销

所有者权益 = 归属于母公司所有者权益 + 少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

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

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。