跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]1090 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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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公开发行的“16 伊品债”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年六月二十七日

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 2017 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	债券期限	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	5 年	AA+	AA+	2016 年 5 月 24 日

担保方：西部（银川）担保有限公司

担保方式：不可撤销的连带责任保证担保

跟踪评级时间：2017 年 6 月 27 日

主要财务数据：

发行人

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	58.68	73.54
所有者权益（亿元）	21.18	24.92
长期债务（亿元）	6.82	12.86
全部债务（亿元）	26.20	34.58
营业收入（亿元）	49.57	53.29
净利润（亿元）	1.61	4.34
EBITDA（亿元）	6.89	9.77
经营性净现金流（亿元）	9.83	9.51
营业利润率（%）	16.20	23.59
净资产收益率（%）	7.83	18.82
资产负债率（%）	63.90	66.11
全部债务资本化比率（%）	55.29	58.12
流动比率（倍）	0.37	0.51
EBITDA/全部债务（倍）	0.26	0.28
EBITDA 利息倍数（倍）	4.57	7.12
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.81	2.57

担保方

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	21.28	45.95
所有者权益（亿元）	20.39	42.44
营业收入（亿元）	1.27	3.50
净利润（亿元）	0.65	1.95
资产负债率（%）	4.18	7.64

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；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

2016 年，受益于原材料价格下降和部分产品下游需求旺盛的影响，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”）收入规模和净利润大幅增长，盈利能力大幅提升，经营活动现金流状况继续保持良好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）关注到公司所处行业产能过剩，债务规模增长较快以及期间费用对利润侵蚀明显等因素对公司信用水平可能带来不利影响。

未来随着公司新建生产线产能逐步释放，降本增效效应将不断显现，公司收入规模及盈利能力有望进一步增强。

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，2016 年，西部担保资本实力进一步增强，担保对本次债券的信用水平具有显著的提升作用。

考虑到公司相关产品产能规模进一步扩大，净利润规模大幅增长，经营活动净现金流规模较大，联合评级将公司的主体长期信用等级上调为“AA”，评级展望为“稳定”，同时维持“16 伊品债”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1．公司作为国内综合实力居前的生物发酵企业，仍在全国具有较强的竞争实力。

2．2016 年，受益于赖氨酸销量增长及原材料价格下降影响，公司当年营业收入和净利润大幅增长，盈利能力大幅提升，经营活动现金流状况保持良好。

3．西部担保资本实力进一步增强，其担保对本次债券信用状况仍具有显著的积极影响。

关注

1．随着调味品和氨基酸市场的发展和行业竞争的加剧，企业优胜劣汰的趋势正逐步显现。市场竞争加剧导致产成品供给阶段性过剩、销售价格阶段性下降，从而对公司业务和经营业绩产生波动。

2．公司期间费用规模较大，对利润侵蚀明显。

3．公司债务负担进一步加重，且债务结构有待优化。

分析师

高　鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

李　镭

电话：010-85172818

邮箱：lil@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：

联合信用评级有限公司

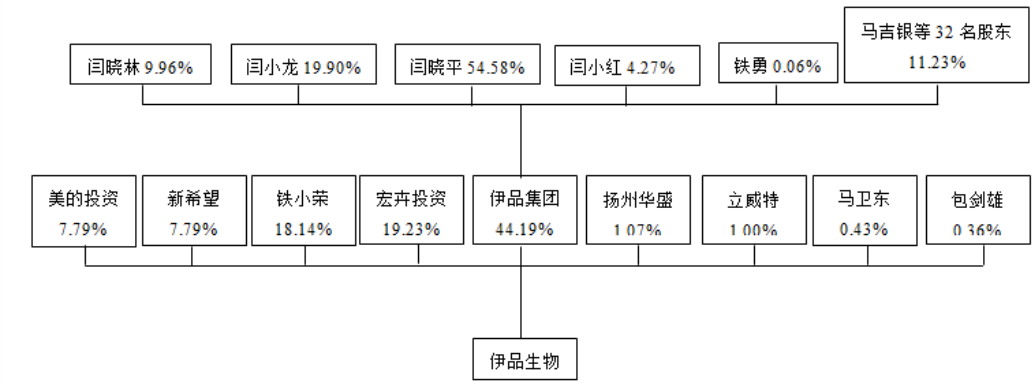
一、主体概况

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”）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，公司名称变更为现名。

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 2016 年底，公司注册资本为 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　截至2016年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司于 2017 年 1 月 23 日收到全国股转公司核发的同意公司在全国中小企业股份转让系统挂牌的函。2017 年 2 月 8 日，公司向中国证券监督管理委员会宁夏监管局（以下简称“宁夏监管局”）报送了首次公开发行股票并上市之辅导备案材料。2017 年 2 月 13 日，宁夏监管局核发了《宁夏证监局关于宁夏伊品生物科技股份有限公司首次公开发行股票辅导备案的通知》，目前公司正在接受九州证券股份有限公司的辅导。

2016 年，公司经营范围无变更。

2016 年，公司组织结构无变化，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（详见附件 1）。截至 2016 年底，公司拥有 4 家全资子公司，公司员工合计 4,130 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 73.54 亿元，负债合计 48.62 亿元，所有者权益（含少数股东权益）24.92 亿元，归属于母公司所有者权益 24.92 亿元。2016 年，公司实现合并营业收入 53.29 亿元，净利润（含少数股东损益）4.34 亿元，归属于母公司所有者得净利润 4.34 亿元；经营活动产生的现金流量净额 9.51 亿元，现金及现金等价物净增加额为 1.94 亿元。

公司注册地址：宁夏回族自治区银川市永宁县杨和工业园；法定代表人：闫晓平。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会证监许可[2015]2185 号文核准，公司获准向合格投资者公开发行不超过人民币 6.00 亿元（含 6.00 亿元）的公司债券。经上海证券交易所同意，本次债券于 2016 年 4 月 18 日起在上海证券交易所所挂牌交易，证券简称为“16 伊品债”，证券代码为“136269.SH”，发行规模为 3.80 亿元人民币，债券期限为 5 年，票面利率为 7.60%，在第 3 年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次发行扣除发行费用之后的净募集资金 3.75 亿元，实际使用主要是补充营运资金或偿还借款，与募集说明书约定一致。

截至 2016 年底，公司募集资金专户剩余 2.56 亿元。公司于 2017 年 3 月 21 日支付了 2016 年 3 月 21 日至 2017 年 3 月 20 日的利息 2,888.00 万元。

“16 伊品债”由西部（银川）担保有限公司（以下简称“西部担保”）提供全额无条件且不可撤销的连带责任保证担保。

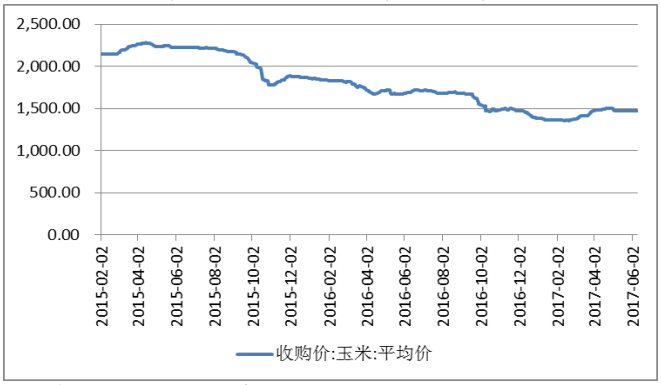
三、行业分析

1．味精行业

味精是常见的调味品，其化学名成分主要是谷氨酸钠。现代的味精生产主要以粮食（玉米、小麦、大米等）为原材料，经过微生物发酵提纯制得到。2016年，从需求来看，味精需求整体趋于平稳，主要受国内味精消费量增长放缓，而出口影响有限影响。国内消费疲软的原因在于餐饮业消费低迷；经济增长加速，消费结构调整升级，鸡精、鸡粉等复合调味品冲击味精市场；预计2017年味精需求保持稳定，需求量维持在214~215万吨。从供给来看，行业产能继续扩张，2016年，阜丰集团有限公司（以下简称“阜丰集团”）扩产20万吨生产线，伊品生物新建20万吨产能，预计2017年年初投产。2016年味精全行业新增产能将在2017年完全释放，预计产能达336万吨，产能过剩的局面进一步加剧。从2012年开始，味精行业进行了整合，中小企业基本关停，行业供需趋于缓和，呈现阜丰集团、梅花生物科技集团股份有限公司（以下简称“梅花生物”）、伊品生物三大企业竞争的格局。2016年这一轮产能扩张，三家产能将达217万吨，已经超出行业需求，因此，产能淘汰难度进一步加大。

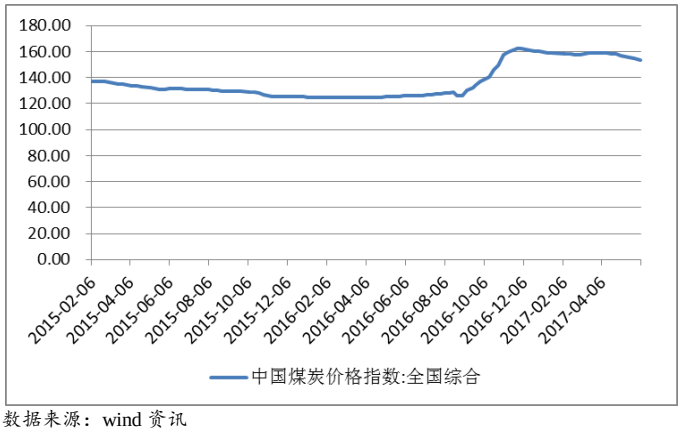
从原材料情况来看，玉米和煤炭作为味精及氨基酸产品的主要原材料和能源，二者价格波动对于生产成本有较大影响。2016年，在国内玉米市场处于“高产量”“高库存”“高进口”的三高背景下，受玉米收储政策影响，市场供应量较为充足，致使玉米价格持续呈现下行态势，从2016年初的1,856元/吨下跌至2016年底的1,387元/吨。煤炭价格方面，受去产能政策显效、气温下降等因素影响，国内煤炭价格在2016年下半年出现了持续上涨的趋势，2016年底我国煤炭价格指数上升至160.50，较上年同期大幅增长28.30%；环渤海动力煤平均价格上涨至595元/吨，较上年同期大幅增长60.38%。

图 2　2015 年以来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　2015 年以来我国煤炭价格指数



数据来源：wind 资讯

从味精产品价格来看，2016年，味精价格运行较为平稳，行业维持在盈利状态，味精出厂价格维持在6,550元/吨，吨利润在300元/吨。

总体看，2016年，味精行业供需矛盾依然存在，受新建产能影响，行业产能淘汰难度进一步加大；玉米价格的下行有利于味精生产企业的成本控制，全年味精价格运行较为平稳。

2．氨基酸行业

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。2016年，我国氨基酸行业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，促使行业进入整合阶段。

从原材料情况来看，玉米和煤炭作为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（具体价格分析详见“味精行业”）。

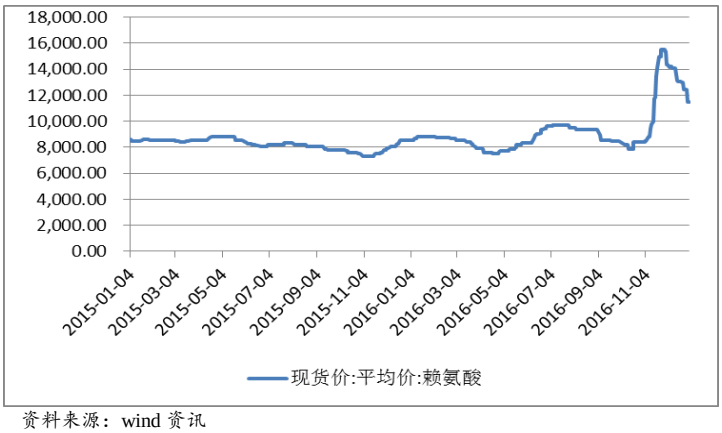
从市场供给情况来看，自2005年起，我国赖氨酸的产量已经可以基本满足国内市场的需求，开始从全球最大的赖氨酸进口国逐步转变为目前全球最大的赖氨酸出口国，产品出口到欧美和东南亚等60多个国家和地区。2016年，全球饲用氨基酸总供应量达393万吨，同比增长4.2%；市场价值为121.1亿美元，同比增长5.4%。2016年，中国饲用氨基酸供应量达到159万吨，同比增长6.3%；市场价值达30.4亿美元，同比增长3.7%。

从市场需求情况来看，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。2016年，我国生猪存栏量持续下跌，下降至37,521万头，同比下降3.2%；能繁母猪下降至3,687万头，同比下降3.7%；猪肉全年平均价格为29.41元/千克，较2015年的16.20元/千克大幅增长，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2016年4月份开始上涨，在12月中旬涨至高点3,600元/吨以上，有利于氨基酸需求量的增加。

从产品价格上看，2016年，受赖氨酸主要原料玉米价格下降及替代品豆粕价格上涨双重作用影响，赖氨酸价格波动上涨，由年初的8,550元/吨上涨至年底的11,500元/吨；苏氨酸市场持续走弱，受欧洲客户订单量下降影响，我国苏氨酸现货价格波动下降，由年初的12,033元/吨下降至年底的11,233元/吨。

图 4　2015 年以来赖氨酸产品价格（含税）（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

图 5　2015 年以来苏氨酸产品价格（含税）（单位：元/千克）



资料来源：wind 资讯

行业政策上，2016年8月，财政部发布《关于恢复玉米深加工产品出口退税率的通知》，自2016年9月1日起，将玉米淀粉、酒精等玉米深加工产品的增值税出口退税率恢复至13%。2016年10月，农业部关于印发《全国饲料工业“十三五”发展规划》的通知，指出饲料企业综合实力较强，在资本、管理、技术、人才等方面都有优势，为增强持续发展能力，融入养殖大产业、打造全产业链的步伐将进一步加快。东南亚、东北亚、非洲等新兴市场的饲料产业处于快速成长期，“走出去”对我国饲料企业拓展发展空间也日趋重要。总的看，行业内部整合、全产业链和全球化发展将成为饲料企业做大变强、持续发展的决定性因素。

未来发展上，氨基酸行业将有可能进一步加大去产能的力度，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。

总体看，2016年我国氨基酸行业依然处于产能过剩阶段，行业下游需求与畜牧业密切相关，未来随着去产能力度的加大，行业集中度近进一步提高。

四、管理分析

跟踪期内，公司的经营管理等制度无重大变化。

跟踪期内，2016年8月19日经公司召开2016年第一次临时股东大会，会议审议通过了《关于改选公司第四届董事会部分董事的议案》，其中，选举陈创立为公司第四届董事会董事，任期自本次会议选举通过之日起至本届董事会届满时止；选举马勇为第四届董事会独立董事，任期自本次会议选举通过之日起至本届董事会届满时止；王航不再担任本公司董事、赵智宏不再担任本公司独立董事。公司第四届董事会成员为闫晓平、闫小龙、马吉银、吴迎喜、陈创立、彭凡、徐经长、陈宁、马勇。

会议审议通过了《关于变更公司第四届监事会部分监事的议案》，其中，选举孟宪生为公司第四届监事会股东代表监事，任期自本次会议选举通过之日起至本届监事会届满时止；选举李奇为公司第四届监事会股东代表监事，任期自本次会议选举通过之日起至本届监事会届满时止；张韵、李嘉龙不再担任本公司监事。公司第四届监事会成员为王瑞军、孟宪生、李奇、范瑞杰、何红。

总体看，跟踪期内，公司董事会、监事会发生了变动，但对公司经营产生影响较小；相关管理架构、管理制度延续以往模式，管理运作正常。

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。2016 年，公司整体收入规模保持增长趋势。2016 年公司实现营业收入 53.29 亿元，同比增长 7.50%；实现净利润 4.34 亿元，同比大幅增长 170.16%，主要系 10 万吨赖氨酸生产线产能逐渐释放，产品销量增加，同时，玉米原料价格大幅下跌导致成本下降所致。

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，2016 年，公司的主营业务收入及成本呈增长趋势，当年实现主营业务收入 52.52 亿元，同比增长 7.23%。从收入构成来看，2016 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；色氨酸和复混肥的占比较小。与 2015 年相比，赖氨酸占比上升 4.93 个百分点，味精占比下降 4.80 个百分点，其他产品营业收入占比较上年变化不大。

从毛利率变化情况来看，2016年，公司主营业务毛利率为23.55%，较上年上升7.75个百分点。2016年，赖氨酸毛利率较上年提升10.54个百分点至22.14%，主要系原材料玉米采购价格降低所致；味精毛利率较上年提升2.17个百分点至21.65%，主要系技术进步带动生产成本下降所致；苏氨酸毛利率较上年下降1.06个百分点至32.85%，主要系市场走弱，产品供需失衡，销售价格下降所致；副产品毛利率较上年提升26.24个百分点至24.69%，主要系原材料玉米价格下降所致。

表 1　2015~2016 年公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
赖氨酸	19.79	40.41	11.60	23.81	45.34	22.14
味精	14.63	29.86	19.48	13.16	25.06	21.65
苏氨酸	6.16	12.58	33.91	6.43	12.24	32.85
复混肥	1.19	2.42	21.98	1.23	2.34	17.56
色氨酸	0.91	1.85	37.55	0.12	0.24	3.40
副产品	6.30	12.87	-1.55	7.76	14.78	24.69
合计	**48.98**	**100.00**	**15.80**	**52.52**	**100.00**	**23.55**

资料来源：公司提供。

总体看，2016 年，公司经营情况较好，收入平稳增长；受原材料价格下降以及部分产品销售价格上涨影响，公司主营业务毛利率有所提升。

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。

采购量方面，2016年，公司玉米的采购量为162.12万吨，较上年增长25.30%，煤炭的采购量为139.37万吨，较上年增长9.93%，主要系生产规模扩大所致。采购价格方面，2016年，公司玉米采购均价为1,428.16元/吨，较上年下降23.64%，主要系玉米临储政策发生变化，供需失衡影响所致；煤炭的采购均价为211.81元/吨，较上年增长13.88%，主要系煤炭市场回暖，市场价格上升所致。液氨与液碱在原材料采购中所占比重不大。

表 2　2015~2016 年公司主要原材料的采购量及采购均价（单位：万吨、元/吨、万元）

原料	项目	2015 年	2016 年
玉米	采购量	129.38	162.12
	采购均价	1,870.42	1,428.16
	采购金额	242,001.33	231,533.57
煤	采购量	126.78	139.37
	采购均价	185.99	211.81
	采购金额	23,580.23	29,518.53
液氨	采购量	11.98	14.90
	采购均价	2,167.25	1,859.22
	采购金额	25,957.71	27,700.88
液碱	采购量	5.94	6.21
	采购均价	1,390.81	1,655.55
	采购金额	8,263.30	10,280.56

资料来源：公司提供
注：上述采购均价为不含税金额

采购供应商方面，2016 年，公司前五名供应商采购金额占比 15.68%，较上年下降 17.56 个百分点，集中度较低。

表 3　2015~2016 年公司原材料前五名供应商（单位：万元、%）

序号	2015 年			2016 年		
	供应商	金额	占比	供应商	金额	占比
1	马忠云	25,130.89	10.72	马忠云	17,958.67	3.90
2	全怀川	18,990.85	8.10	铁海军	15,827.21	3.44
3	中央储备粮银川直属库	12,140.16	5.18	全怀川	13,607.61	2.95
4	朱明	11,268.86	4.81	中央储备粮银川直属库	12,800.61	2.78
5	神华宁夏煤业集团有限责任公司	10,390.04	4.43	神华宁夏煤业集团有限责任公司	12,010.90	2.61
合计	--	**77,920.80**	**33.24**	--	**72,205.00**	**15.68**

资料来源：公司提供

总体看，2016 年，公司主要原材料采购量随着生产计划的扩张而增长；玉米和煤炭采购价格随市场波动而有所波动。

3．生产情况

2016 年，公司依旧采用“以销定产”的生产模式编制年度生产预算；调度中心每月 25 日前根据各产品产量计划，汇总平衡能源需求后向各生产部下达月度生产计划，组织安排生产。

从产能上看，2016 年，公司对 98%赖氨酸、复混肥和苏氨酸的产能进行了扩产，产能分别增加至 240,000.00 吨/年、240,000.00 吨/年和 68,000.00 吨/年；其他产品产能无变化。其中，98%赖氨酸产能同比上升 23.08%，主要系公司 10 万吨赖氨酸生产线开始试生产所致；苏氨酸产能同比上升 13.33%，主要系产品结构调整，将原色氨酸生产线改为苏氨酸生产所致。

从产量上看，由于公司采用“以销定产”生产原则，公司主要产品产量变化与销量趋于一致。2016 年，除色氨酸外，其他产品产量均有不同程度增长。2016 年，公司未生产色氨酸，主要系公司产品结构调整，将生产线调整生产苏氨酸产品导致。从产能利用率来看，除色氨酸外，各产品产能利用率均有不同程度提升。

表 4　2015~2016 年公司主要产品产能、产量（单位：吨/年、吨、%）

产品名称	指标	2015 年	2016 年
98%赖氨酸	产能	195,000.00	240,000.00
	产量	155,685.25	215,604.06
	产能利用率	79.84	89.84
70%赖氨酸	产能	240,000.00	240,000.00
	产量	184,313.80	204,837.48
	产能利用率	76.80	85.35
味精	产能	220,000.00	220,000.00
	产量	213,121.74	221,934.38
	产能利用率	96.87	100.88
复混肥	产能	220,000.00	240,000.00
	产量	236,192.20	244,724.00
	产能利用率	107.36	101.97
苏氨酸	产能	60,000.00	68,000.00
	产量	57,498.75	76,364.83
	产能利用率	95.83	112.30

色氨酸	产能	1,500.00	1,500.00
	产量	1,610.75	--
	产能利用率	107.38	--

资料来源：公司提供

2016 年，公司收到银川市环保局两次行政处罚（银环气罚字[2016]005 和银环气罚字[2016]031），合计罚款 14 万元。上述两次处罚均为恶臭污染物排放超标，对此 2016 年公司对 7 条生产线更换 2,700 支光微波灯管，同时组织专业人员外出对异味治理厂家及同行业异味治理工艺进行考察，最终确定采用“低温等离子体裂解氧化反应器”为核心的处理工艺烘干尾气，2016 年 9 月底完成 5 条生产线安装投入运行，目前各处理设施运行良好。

总体看，2016 年，受公司扩产影响，赖氨酸、复混肥和苏氨酸产能均有所提升；受产品市场拓展力度加大影响，主要产品产量增加、产能利用率有不同程度的提高。

4．销售情况

从销售区域结构来看，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。2016年，国外销售占比为24.58%，国内销售占比75.42%，较年初变化不大，仍以国内为主。

表 5　2015~2016 年公司区域销售情况（单位：万元、%）

地区名称	2015 年主营业务收入	2016 年主营业务收入	增长率
国内	369,885.51	396,091.17	7.08
国外	119,898.14	129,081.96	7.66
合计	**489,783.65**	**525,173.13**	**7.23**

资料来源：公司提供

2016 年，公司 98%赖氨酸的销量较上年增长 29.84%，销售均价较上年提升 0.55%；公司 70%赖氨酸的销量较上年增长 4.94%，销售均价较上年提升 1.49%，主要系公司积极加大营销力度，销量大幅增加所致。2016 年，复混肥销量较上年增长 45.75%，主要系增加促销及贴牌加工业务所致；复混肥销售均价较上年下降 10.54%，主要系市场竞争激烈导致市场整体价格下滑所致。2016 年，苏氨酸销量较上年增长 45.75%，主要系加大营销力度所致；苏氨酸销售均价较上年下降 21.26%，主要系市场供给增加，竞争加剧导致市场价格整体下降所致。2016 年，色氨酸销量较上年下降 76.52%，销售均价较上年下降 41.53%，主要系市场因素导致价格下降，公司为适应市场变化，将生产线调整生产苏氨酸产品所致。2016 年，味精销量和销售均价较上年变化不大。

表 6　2015~2016 年公司主要产品销量、均价（单位：吨、元/吨、%）

产品名称	指标	2015 年	2016 年
98%赖氨酸	销量	164,907.44	214,121.36
	销售均价	6,970.94	7,009.50
	产销率	105.92	99.31
70%赖氨酸	销量	194,577.72	204,197.85
	销售均价	4,256.14	4,319.67
	产销率	105.57	99.69
味精	销量	212,854.72	218,609.43

	销售均价	5,995.13	5,936.25
	产销率	99.87	98.50
复混肥	销量	159,134.84	231,940.36
	销售均价	594.24	531.63
	产销率	67.38	94.78
苏氨酸	销量	57,473.65	76,191.60
	销售均价	10,695.30	8,421.87
	产销率	99.96	99.77
色氨酸	销量	1,421.55	333.73
	销售均价	63,779.62	37,294.23
	产销率	88.25	214,121.36

资料来源：公司提供

总体看，2016 年，公司主要产品产量均有不同程度提升；除赖氨酸产品价格小幅上升外，其他产品由于市场竞争激烈，销售价格均呈现不同程度下滑态势。

5．在建项目

截至 2016 年底，公司在建项目如下表所示，主要在建项目有内蒙伊品谷氨酸钠及配套合成氨项目、三期苏氨酸项目、锅炉烟气氨法脱硫升级改造项目、煤棚和尾气处理，其中锅炉烟气氨法脱硫升级改造项目已完成主体施工，尚未竣工验收移交。

表 7　截至 2016 年底公司主要在建项目情况（单位：万元、%）

项目名称	计划建设期	预算总投资	已投资	2017 年预计投资	2018 年预计投资	项目进度
煤棚和尾气处理	2016.5~2017.7	2,233.00	725.87	2500.00	0.00	32.51
锅炉烟气氨法脱硫升级改造项目	2015.8~2016.6	7,692.00	7,248.84	2000.00	0.00	100.00
三期苏氨酸项目	2016.10~2017.9	72,277.00	3,645.39	54095.29	13,726.32	9.89
内蒙伊品谷氨酸钠及配套合成氨项目	2015.10~2016.9	100,824.00	95,041.39	5,782.61	0.00	90.79
合计	--	**183,026.00**	**106,661.49**	**64,377.90**	**13,726.32**	--

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司主要在建项目预计总投资 18.30 亿元，已投资 10.67 亿元，尚需投资 7.64 亿元。

总体看，未来在建工程投产后，公司苏氨酸、谷氨酸产能将进一步提高，联合评级将持续关注其产能释放情况；同时，公司主要在建项目已处于中后期，未来资本支出压力将有所缓解。

6．经营关注

（1）原材料价格波动风险

公司生产所需原材料中玉米和煤炭所产生的采购成本占生产成本的比重较大。但受国家宏观经济调控、全球粮食产量波动和人口增长压力等因素的影响，玉米价格存在价格上涨风险。公司产品价格的上涨可能存在滞后效应，不能完全通过产品价格上涨来消化原材料价格的上涨，有可能对公司盈利能力产生不利影响。

（2）因环保标准提高而成本增加的风险

公司主要产品的生产过程中存在污染物，公司环保治理水平和能力直接关系到其正常的生产经营。公司自成立以来一直高度重视环保工作，持续加大环保投入，也从未发生过重大环保事故。

但如果国家环保标准进一步严格，公司仍存在一定的因环保标准而提高运营成本的风险。

（3）市场竞争风险

随着调味品和氨基酸市场的发展和行业竞争的加剧，企业优胜劣汰的趋势正逐步显现。市场竞争加剧会导致对原材料需求的增加和人员成本的上升，同时导致产成品供给阶段性过剩、销售价格阶段性下降，从而对公司业务和经营业绩产生波动。行业内非理性的竞争也可能对公司产品的价格及盈利造成不利影响。

7．未来发展

未来，公司将强化安全与环保治理意识，在2016年的基础上继续加大设施、技术投入，确保安全、环保体系有效运行。在技术、管理、产品等方面创新，加强公司的研发平台建设拓宽合作渠道和视野，引进研发课题招标以及合同研发管理新模式，提升公司整体研发能力。积极推进重点项目建设，确保内蒙伊品公司二期味精、10万吨合成氨项目等公司重点项目的有序推进和顺利建设。

总体看，企业各方面规划清晰，有利于企业整体盈利能力的提升。

六、财务分析

1．财务概况

公司2016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，公司合并范围较上年增加1家，为新设全资子公司黑龙江伊品经贸有限公司。考虑到公司主营业务未发生变化，新设子公司规模较小，公司财务数据可比性较强。

截至2016年底，公司合并资产总额73.54亿元，负债合计48.62亿元，所有者权益（含少数股东权益）24.92亿元，归属于母公司所有者权益24.92亿元。2016年，公司实现合并营业收入53.29亿元，净利润（含少数股东损益）4.34亿元，归属于母公司所有者得净利润4.34亿元；经营活动产生的现金流量净额9.51亿元，现金及现金等价物净增加额为1.94亿元。

2．资产质量

截至2016年底，公司资产总额73.54亿元，较年初增长25.33%，主要系非流动资产增长所致。其中，流动资产占24.20%，非流动资产占75.80%，非流动资产占比略有下降，但仍以非流动资产为主。

流动资产方面，截至2016年底，公司流动资产合计17.80亿元，较年初大幅增长58.88%，主要系货币资金、预付款项和其他流动资产增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占比35.90%）、应收账款（占比7.24%）、预付款项（占比14.07%）、存货（占比29.35%）和其他流动资产（占比13.09%）构成。

截至2016年底，公司货币资金余额为6.39亿元，较年初大幅增长101.47%，主要系公司业务规模扩大，长短期债务融资力度加大所致。公司货币资金主要由银行存款（占比54.68%）和其他货币资金（占比45.32%）构成。公司其他货币资金全部为使用受限资金，主要为承兑汇票保证金、定期存货和贷款保证金等，使用受限比例较高。

截至2016年底，公司应收账款账面价值为1.29亿元，较年初增长15.58%，主要系业务规模扩大，应收货款增多所致。公司全部采用账龄法计提坏账准备。从账龄上看，一年以内的应收账款占余额的99.40%；一年至两年的占0.60%，公司累计计提坏账准备682.65万元，计提比例5.03%，

计提较充分。公司前五名欠款单位的应收账款合计占应收账款年末余额的比例为39.96%，集中度较高。

截至2016年底，公司预付款项2.50亿元，较年初增长116.14%，主要系公司一年以内预付款项增多所致，主要为预付供应商的辅料款、玉米款、工程款等所致。公司预付款项以一年以内为主（占比93.44%）。

截至2016年底，公司存货5.22亿元，较年初增长0.24%，变化不大。公司存货主要由原材料（占比57.82%）、库存商品（占比31.07%）和自制半成品（占比10.80%）构成，此外还有少量的在途物资。截至2016年底，公司未对存货计提减值准备，考虑到公司主要产品市场价格存在波动，存在一定减值风险。

截至2016年底，公司其他流动资产2.33亿元，较年初大幅增长618.51%，主要系当期理财产品及待抵扣进项税额增长较大所致。根据财政部于2016年12月3日发布了《增值税会计处理规定》的通知（财会[2016]22号），公司将截至2016年12月31日待抵扣进项税1.30亿元自应交税费调整至其他流动资产，2015年度同期数据未做调整。

截至2016年底，公司非流动资产合计55.74亿元，较年初增长17.42%，主要系在建工程大幅增长所致。公司非流动资产主要以固定资产（占比78.21%）和在建工程（占比19.17%）为主。

截至2016年底，公司固定资产43.60亿元，较年初小幅下降0.21%，主要系累计折旧增加所致。公司固定资产主要由房屋建筑物（占比38.85%）、机械设备（占比60.59%）为主，此外还有少量的运输工具和办公设备。从固定资产的折旧情况来看，截至2016年底，公司累计计提折旧19.00亿元，固定资产成新率为71.66%，成新率尚可。固定资产中使用权受到限制的金额为2.20亿元，占比8.09%，受限比例较小。公司全部固定资产已抵押。

截至2016年底，公司在建工程10.68亿元，较年初增长317.91%，主要系内蒙伊品谷氨酸钠及配套合成氨项目及锅炉烟气氨法脱硫升级改造项目投入较大所致。

总体来看，2016年末，公司资产构成仍以非流动资产为主，符合公司生产型企业特点。公司货币资金中使用受限比例较高，且固定资产全部用于抵押，公司资产质量一般。

3．负债及所有者权益

（1）负债

截至2016年底，公司负债合计48.62亿元，较年初增长29.67%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占比72.20%，非流动负债占比17.80%，以流动负债为主。

截至2016年底，公司流动负债为35.10亿元，较年初增长17.08%，主要系短期借款、应付票据和应付账款大幅增长所致。公司流动负债主要以短期借款（占比44.15%）、应付票据（占比15.66%）、应付账款（占比25.73%）和预收款项（占比6.67%）为主。

截至2016年底，公司短期借款为15.50亿元，较年初增长18.05%，主要系业务规模扩大，资金需求上升所致。公司短期借款主要以质押借款（占比4.52%）、抵押借款（占比81.82%）和保证借款（占比13.66%）为主。

截至2016年底，公司应付票据为5.50亿元，较年初增长44.53%，主要系业务规模扩大，使用应付票据结算货款金额增加所致。公司应付票据均为银行承兑汇票。

随着公司业务规模的扩大，公司应付账款和预收客户货款持续增长。截至2016年底，公司应付账款为9.03亿元，较年初增长14.23%；公司预收款项为2.34亿元，较年初增长28.64%。

截至2016年底，公司非流动负债为13.51亿元，较年初增长79.92%，主要系长期借款和应付债

券大幅增长所致。公司非流动负债主要以长期借款（占比62.89%）、应付债券（占比27.06%）和长期应付款（占比5.20%）构成。截至2016年底，公司长期借款为8.50亿元，较年初增长50.89%，主要系公司新增中国进出口银行借款3.60元所致；公司新增应付债券为3.66亿元，全部为2016年3月21日所发行的“16伊品债”；公司长期应付款全部为融资租赁款，长期应付款为0.70亿元，较年初大幅下降40.69%，主要系公司支付农银租赁本金5,000.00万元所致。

截至2016年底，公司全部债务合计34.58亿元，较年初大幅增长32.02%，主要系业务规模扩大带动资金需求提升所致；其中，短期占比占比62.81%，长期债务占比37.19%，以短期债务为主，债务结构有待优化。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66.11%、58.12%和34.04%，分别较年初上升了2.21个百分点、2.83个百分点和9.70个百分点，债务负担进一步加重，存在一定的短期偿债压力。

（2）所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 24.92 亿元，较年初增长 17.65%，主要系未分配利润增长所致。公司无少数股东权益，全部为归属于母公司所有者权益，其中股本占比 16.73%，资本公积占比 26.25%、盈余公积占比 9.59%、未分配利润占比 47.44%，未分配利润占比仍较高，所有者权益稳定性一般。

总体看，2016年末，公司负债规模有所增长，仍以流动负债为主；整体债务负担进一步加重，债务结构有待优化；所有者权益有所增长，但仍以未分配利润为主，权益稳定性一般。

4．盈利能力

受公司主营产品销量增加以及部分产品价格上涨的影响，2016年，公司实现合并营业收入53.29亿元，同比增长7.50%。公司营业成本为40.34亿元，同比下降2.50%，主要系主要原材料玉米价格大幅下跌所致；公司净利润为4.34亿元，同比增长170.16%。

期间费用方面，2016年，公司期间费用为8.18亿元，同比增长16.54%，主要系销售费用和管理费用增长所致。从构成来看，2016年，公司销售费用、管理费用和财务费用分别占期间费用的46.43%、37.44%和16.13%，以销售费用和管理费用为主。2016年，公司管理费用为3.06亿元，同比增长13.49%，主要系研究开发费用增长所致；公司销售费用为3.80亿元，同比增长35.06%，主要系营业收入增长引起运输费用增长所致；公司财务费用为1.32亿元，同比下降13.53%，主要系一方面定期存款增加使利息收入增加，另一方面美元升值使汇兑收益增加所致。2015~2016年，公司费用收入比分别为14.17%和15.36%，公司期间费用对利润侵蚀明显，费用控制能力一般。

2016年，公司营业外收入为0.59亿元，同比大幅下降41.02%，主要系政府补助款大幅减少所致。公司营业外收入占利润总额的12.29%，公司盈利能力对营业外收入依赖程度一般。

从盈利指标来看，受材料成本下降影响，公司盈利能力有所提升。2016 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 10.38%、9.10%和 18.82%，较上年分别提升了 3.82 个百分点、3.53 个百分点和 11.00 个百分点。

总体看，2016年，伴随公司主营业务稳健发展，公司营业收入和净利润均实现增长；对营业外收入依赖程度有所减弱；盈利能力有所提升。

5．盈利能力

从经营活动来看，2016年，公司经营活动现金流入量为57.68亿元，同比增长12.80%，主要系公司销售规模扩大所致；经营活动现金流出为48.18亿元，同比增长16.63%，主要系公司材料采购增加所致。受上述因素影响，2016年，公司经营活动产生的现金流量净额为9.51亿元，同比下降

3.33%。从收入实现质量来看，2016年公司的现金收入比为106.06%，较2015年的99.87%有所提升，整体收入实现质量较好。

从投资活动情况来看，2016 年，公司投资活动现金流入量为 287.58 万元，同比下降 92.30%，主要系公司 2015 年处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金规模较大所致；投资活动现金流出量为 7.22 亿元，同比增长 56.68%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金方面较上年增加所致。受上述因素影响，2016 年，投资活动产生的现金流量净额为-7.19 亿元，呈现净流出状态。

从筹资活动看，2016 年，公司筹资活动现金流入为 28.63 亿元，同比大幅增长 64.20%，主要系当期取得的银行借款和债券募集资金增加所致；筹资活动现金流出为 29.05 亿元，同比增长 22.44%，主要为公司偿还债务支付的现金增加所致。2016 年，公司筹资活动净现金流为-0.42 亿元。

总体看，2016年，公司经营现金流持续保持大规模流入，收入实现质量进一步提高；公司经营活动现金流可以满足其投资活动现金需求，外部筹资压力不大。

6．盈利能力

从短期偿债指标来看，截至 2016 年底，公司流动比率和速动比率分别为 0.51 倍和 0.36 倍，较 2015 年底的 0.37 倍和 0.20 倍均有所提升，流动资产对流动负债的覆盖程度一般；2016 年，公司现金短期债务比为 0.29 倍，较上年有所提升，但仍处于较低水平，公司现金类资产对短期债务的覆盖程度一般。总体看，公司短期偿债能力有待提高。

从长期偿债能力指标来看，2016年，公司 EBITDA 合计9.77亿元，同比增长41.87%，主要系利润增长所致。其中折旧占比37.79%，摊销占比0.64%，计入财务费用的利息支出占比12.34%，利润总额占比49.22%；受公司利润总额增长的影响，公司 EBITDA 全部债务比为0.28倍，较上年略有提高；公司的 EBITDA 利息倍数也由上年的4.57倍上升至7.12倍，处于较高水平。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至2016年底，公司获得各银行授信合计21.89亿元，已使用15.36亿元，未使用6.53亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2016年底，公司对外担保金额合计1.00亿元，占当期净资产的比例较小，公司或有负债风险较小。

截至2016年底，公司有1项未决诉讼，为公司与宁夏锦宏钢结构工程有限公司合同纠纷一案。2016年10月13日，公司（原告）向宁夏回族自治区银川市中级人民法院起诉宁夏锦宏钢结构工程有限公司合同纠纷，公司请求判决宁夏锦宏钢结构工程有限公司、宁夏志盛建筑装饰工程有限公司、房晓波（宁夏志盛法定代表人）退付多支付的4,999,276.02元工程款，并从2016年8月26日起至退付全部多付工程款之日多支付工程款利息28,912元。2016年11月4号，银川市中级人民法院正式受理此案件，截至2017年3月31日，该案件正在审理中，联合评级将持续关注该事项进展情况。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2017 年 4 月 21 日，未结清贷款中无关注类贷款，已结清贷款中，均已正常收回，过往债务履约情况良好。

总体看，并考虑到公司经营规模、行业地位等因素，公司整体偿债能力仍属很强。

七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016年底，公司现金类资产达6.41亿元，约为“16伊品债”本金合计

（3.80亿元）的1.69倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较好；净资产达24.92亿元，约为债券本金合计（3.80亿元）的6.56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，2016年，公司EBITDA为9.77亿元，约为债券本金合计（3.80亿元）的2.57倍，公司EBITDA对本次债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2016年，公司经营活动产生的现金流入57.68亿元，约为债券本金合计（3.80亿元）的15.18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，2016年盈利能力持续增强，经营性现金流呈较大规模流入态势，公司对“16伊品债”的偿还能力很强。

八、债券保护条款分析

1．担保条款

根据西部担保为本次债券向债券持有人出具的《担保函》，西部担保为公司本次发行的 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

（1）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。2016年银川通联资本投资运营有限公司（以下简称“银川联通资本”）对西部担保增资12.00亿元。截至2016年底，西部担保实收资本40.20亿元，其中银川金控、银川新兴产业和银川联通资本持股比例分别为60.66%、9.49%和29.85%。

西部担保经管范围：依法开展债券担保、信托计划担保、基金担保业务。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、项目融资担保、信用证担保、诉讼保全担保、履约担保、投标担保、预付款担保、尾付款如约偿付担保等业务，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2016年底，西部担保在职员工总数101人。

截至 2016 年底，西部担保的资产总额 45.95 亿元，负债总额 3.51 亿元，所有者权益合计 42.44 亿元，未到期责任准备金余额 0.40 亿元。2016 年，西部担保实现营业收入 3.50 亿元，其中，担保业务收入 0.82 亿元，剔除未到期责任准备金后的已赚保费收入 0.58 亿元，投资收益 2.29 亿元，实现净利润 1.95 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：马英军。

（2）运营环境分析

在担保业务开展方面，西部担保自成立以来，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。2016 年，西部担保实现营业收入 3.50 亿元，同比增长 175.01%；其中，担保业务收入 0.82 亿元，同比增长 57.95%；剔除未到期责任准备金后，已赚

保费 0.70 亿元，同比增长 132.85%；投资收益 2.29 亿元，同比增长 136.34%。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　2015~2016 年西部担保担保业务情况

项目	2015 年	2016 年
当年担保发生额(亿元)	52.67	128.96
其中：融资性贷款担保	24.76	51.94
履约性担保	19.68	77.00
诉讼担保	8.24	0.03
当年应解保额（亿元）	12.65	118.71
期末担保余额(亿元)	70.23	80.49
期末担保责任余额(亿元)	70.23	80.49
其中：融资性贷款担保	13.21	37.19
履约性担保	48.47	43.30
诉讼担保	8.54	0.00
期末在保户数（户）	23	39
其中：融资性贷款担保	13	30
债券发行担保	0	2
履约性担保	2	7
诉讼担保	8	0
当年担保代偿额	0	0
前 5 大客户担保责任余额（亿元）	53.93	56.70

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。2016 年，西部担保担保业务发生额为 128.96 亿元，同比增长 144.85%，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 77.00 亿元、51.94 亿元和 0.03 亿元；截至 2016 年底，西部担保累计完成担保额度 80.49 亿元，较上年增长 14.61%，其中履约性担保 43.30 亿元，融资性贷款担保 37.19 亿元，占比分别为 53.80%、46.20%，分别较上年下降 10.67%、181.53%。截至 2016 年底，西部担保在保客户 39 户，较 2015 年增加 16 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。2016 年，西部担保平均担保费率为 1.08%，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%。

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 2016 年底，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、华夏银行和黄河农村商业银行等 9 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 213 亿元。

担保业务组合分析

从额度控制情况来看，截至 2016 年底，西部担保期末担保责任余额 80.49 亿元，在保客户 39 户，户均担保责任余额 2.06 亿元；融资性贷款担保责任余额 37.19 亿元，在保客户 30 户，户均分担 1.24 亿元；履约性担保责任余额 43.30 亿元，在保客户 2 户，户均分担 21.65 亿元。截至 2016 年底，西部担保单户最大担保责任余额为 23 亿元，单笔最长担保期限 240 个月；前五大客户担保余额较 2015 年底增加 2.77 万元，洲际油气股份有限公司、宁夏如意科技时尚产业有限公司、伊品生物进入前五大客户名单，济宁如意投资有限公司和宁夏中银绒业国际集团有限公司依然是西部担保担保责任余额最大的企业，西部担保前五大客户集中度较高。

表 9　截至 2016 年底西部担保前五大客户情况（单位：亿元）

序号	客户名称	在保余额
1	济宁如意投资有限公司	23.00
2	宁夏中银绒业国际集团有限公司	13.30
3	洲际油气股份有限公司	8.00
4	宁夏如意科技时尚产业有限公司	7.00
5	宁夏伊品生物科技股份有限公司	5.40
合计		**56.70**

资料来源：西部担保提供

从区域、行业集中度看，截至 2016 年底，西部担保客户主要集中在银川市。西部担保客户行业主要为企业总部管理业、毛纺织及染整精加工、棉纺织及印染精加工等，企业总部管理业客户期末担保责任余额为 23.00 亿元，占西部担保累计担保额的比重为 28.57%，行业集中度较高。截至 2016 年底，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，反担保方式整体呈现多元化，特色化；抵质押方式是目前担保业务的主要反担保方式。

从担保期限看，截至 2016 年底，西部担保担保业务中，期限 1 年内的担保责任余额为 36.52 亿元，2~3 年的为 30.19 亿元，3 年以上的为 13.78 亿元，整体代偿压力集中度一般。

截至 2016 年底，西部担保未发生过担保代偿。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 2016 年底，西部担保计提各项风险准备金余额为 1.26 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，西部担保目前业务类型开展相对均衡，收入结构以投资收益为主，担保业务种类相对分散，履约性担保责任余额占比较高，业务开展的行业和区域集中度较高。截至 2016 年底，西部担保没有发生担保代偿。

（3）重大事项

2016 年 7 月 12 日，西部担保由于未依照《企业信息公示暂行条例》第八条规定的期限公示年度报告，被银川市工商行政管理局列入经营异常名录。2016 年 7 月 20 日，西部担保已被移出经营异常名录。

（4）财务分析

西部担保提供的 2016 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 2016 年底，西部担保的资产总额 45.95 亿元，负债总额 3.51 亿元，所有者权益合计 42.44 亿元，未到期责任准备金余额 0.40 亿元。2016 年，西部担保实现营业收入 3.50 亿元，其中，担保业务收入 0.82 亿元，剔除未到期责任准备金后的已赚保费收入 0.58 亿元，投资收益 2.29 亿元，实现净利润 1.95 亿元。

截至 2016 年底，西部担保资产总额 45.95 亿元，较年初增长 215.91%，主要系股东增资款到位货币资金增加所致。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。

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西部担保 2014 年第一期、第二期和第三期私募债券，合计 24.90 亿元。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。

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。

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 2016 年底，西部担保所有者权益合计 42.44 亿元，较年初增长 108.11%，其中实收资本 40.20 亿元，占比 94.72%，主要系新增股东投资款 12.00 亿元所致，公司所有者权益稳定性较好。截至 2016 年底，西部担保权益负债比为 1,209.22%，西部担保资金主要由资本构成。

负债方面，截至 2016 年底，西部担保负债合计 3.51 亿元，较上年增长 294.75%，以应交税费（占比 30.93%）、未到期责任准备金（占比 11.47%）和担保赔偿准备金（占比 24.48%）为主。截至 2016 年底，西部担保资产负债率为 7.64%，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。

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 2016 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。2016 年，西部担保实现营业收入 3.50 亿元，较上年增长 175.01%，其中担保费收入 0.82 亿元，剔除未到期责任准备金后的已赚保费收入 0.58 亿元，投资收益 2.29 亿元。其中，已赚保费对营业收入的贡献率为 20.02%，投资收益对营业收入的贡献率为 65.52%，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。2016 年，西部担保实现净利润 2.60 亿元，较上年增长 189.99%。

代偿能力和资本充足性方面，截至 2016 年底，西部担保净资产为 42.44 亿元，净资本为 25.04 亿元，净资本比率为 59.00%，处于适中水平；期末担保责任余额为 80.48 亿元，净资产放大倍数为 1.90 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。

（5）担保效果评价

以 2016 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 8.27%，占所有者权益总额的 8.95%，占比一般。考虑到 2016 年西部担保股东增资 12 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，2016 年，西部担保资本实力进一步增强，其担保对本次债券的信用水平具有显著的提升作用。

九、综合评价

2016 年，受益于原材料价格下降和部分产品下游需求旺盛的影响，伊品生物收入规模和净利润大幅增长，盈利能力大幅提升，经营活动现金流状况继续保持良好。同时，联合评级关注到公司所处行业产能过剩，债务规模增长较快以及期间费用对利润侵蚀明显等因素对公司信用水平可

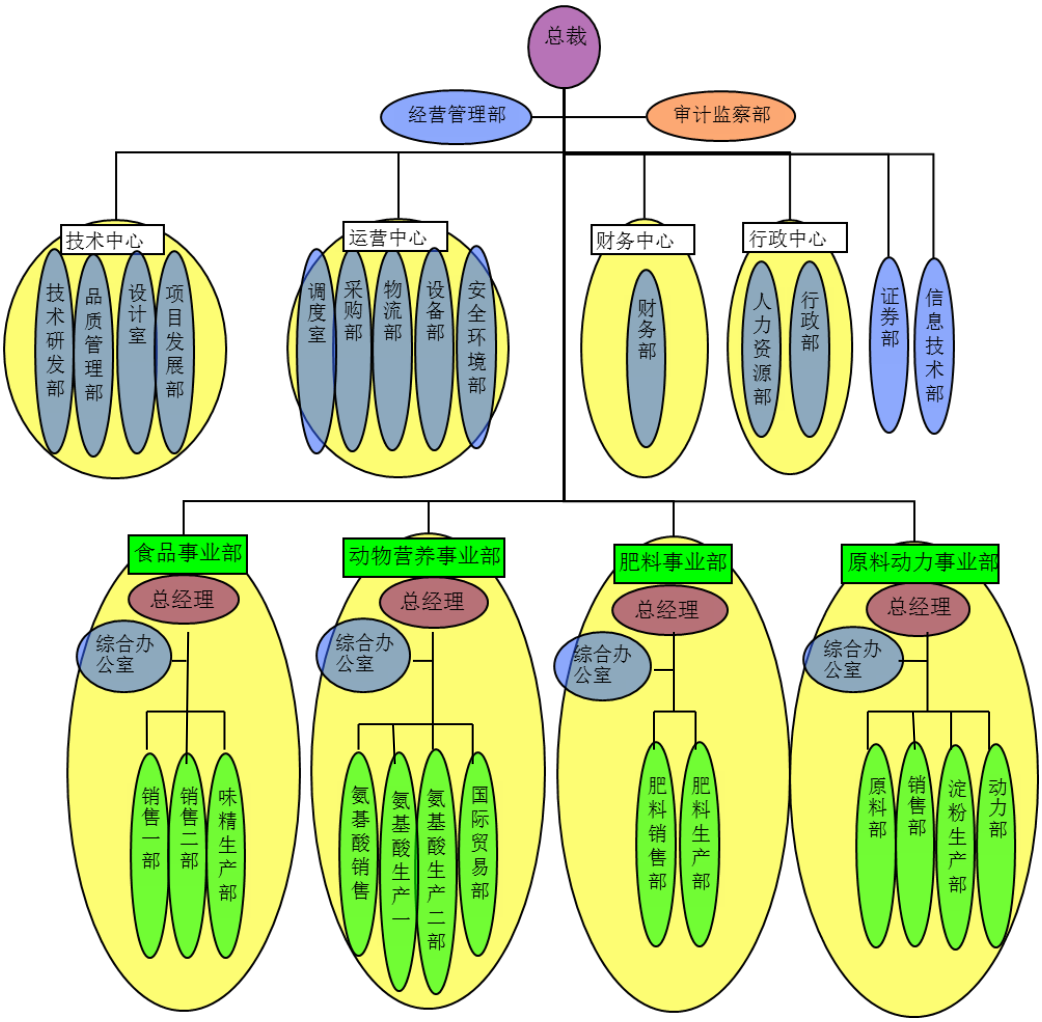
能带来不利影响。

未来随着公司新建生产线产能逐步释放，降本增效效应将不断显现，公司收入规模及盈利能力有望进一步增强。

本次债券由西部担保提供连带责任保证担保，2016 年，西部担保资本实力进一步增强，担保对本次债券的信用水平具有显著的提升作用。

考虑到公司相关产品产能规模进一步扩大，净利润规模大幅增长，经营活动净现金流规模较大，联合评级将公司的主体长期信用等级上调为“AA”，评级展望为“稳定”，同时维持“16 伊品债”的债项信用等级为“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	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	58.68	73.54
所有者权益（亿元）	21.18	24.92
短期债务（亿元）	19.38	21.72
长期债务（亿元）	6.82	12.86
全部债务（亿元）	26.20	34.58
营业收入（亿元）	49.57	53.29
净利润（亿元）	1.61	4.34
EBITDA（亿元）	6.89	9.77
经营性净现金流（亿元）	9.83	9.51
应收账款周转次数（次）	35.90	41.99
存货周转次数（次）	6.80	7.72
总资产周转次数（次）	0.83	0.81
现金收入比率（%）	99.87	106.06
总资本收益率（%）	6.55	10.38
总资产报酬率（%）	5.57	9.10
净资产收益率（%）	7.83	18.82
营业利润率（%）	15.80	23.55
费用收入比（%）	14.17	15.36
资产负债率（%）	63.90	66.11
全部债务资本化比率（%）	55.29	58.12
长期债务资本化比率（%）	24.34	34.04
EBITDA 利息倍数（倍）	4.57	7.12
EBITDA 全部债务比（倍）	0.26	0.28
流动比率（倍）	0.37	0.51
速动比率（倍）	0.20	0.36
现金短期债务比（倍）	0.16	0.29
经营现金流动负债比率（%）	32.80	27.08
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.81	2.57

附件 3　西部（银川）担保有限公司

主要计算指标及计算公式

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	21.28	45.95
所有者权益合计（亿元）	20.39	42.44
负债合计（亿元）	0.89	3.51
净资本（亿元）	13.30	25.04
净资本比率（%）	65.23	59.00
担保责任余额（亿元）	70.23	80.49
净资产担保放大倍数（倍）	3.44	1.90
营业收入（亿元）	1.27	3.50
净利润（亿元）	0.65	1.95
担保业务收入（亿元）	0.52	0.82
平均总资产收益率（%）	--	5.90
平均净资产收益率（%）	--	6.20

指标名称	计算公式
担保代偿率	担保代偿额/累计解保额
平均总资产收益率	净利润×2/(期初资产总额+期末资产总额)
平均净资产收益率	净利润×2/(期初净资产总额+期末净资产总额)
净资产担保余额倍数	担保责任余额/净资产
净资本	经调整的资产－经调整的负债
净资本比率	净资本/净资产

附件 4　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 5　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。