跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1318 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：

二零一八年六月二十五日

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 2018 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+	2017 年 6 月 27 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：2018 年 6 月 25 日

主要财务数据：

发行人

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	73.54	87.58
所有者权益（亿元）	24.60	27.04
长期债务（亿元）	12.86	18.54
全部债务（亿元）	34.58	37.63
营业收入（亿元）	53.29	65.83
净利润（亿元）	4.21	4.62
EBITDA（亿元）	9.64	10.56
经营性净现金流（亿元）	9.51	11.48
营业利润率（%）	23.43	21.88
净资产收益率（%）	18.38	17.89
资产负债率（%）	66.54	69.12
全部债务资本化比率（%）	58.43	58.19
流动比率（倍）	0.50	0.58
EBITDA/全部债务（倍）	0.28	0.28
EBITDA 利息倍数（倍）	7.03	7.68
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.54	2.78

担保方

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	45.95	59.25
所有者权益（亿元）	42.44	43.91
营业收入（亿元）	3.50	4.04
净利润（亿元）	1.95	2.46
资产负债率（%）	7.64	25.90

注：1、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；2、本报告已将长期应付款计入长期债务中；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

跟踪期内，受益于主要产品产能的进一步扩张以及销售力度的加大，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”）整体经营状况稳定，收入和资产规模均有所增长，盈利水平较高，经营活动现金流继续保持净流入。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竞争激烈、供需失衡，原材料价格上涨明显，公司受限资产占比较高，整体债务负担较重，资金支出压力大以及受到环保部门停产处罚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。

跟踪期内，本次债券担保方西部（银川）担保有限公司（以下简称“西部担保”）资本实力进一步增强，经营稳健，对本次债券的信用水平具有显著的提升作用。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“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．公司所处行业目前已处于成熟期，公司作为国内综合实力排名前三的氨基酸生产厂家，生产规模较大，行业地位突出，研发技术水平较高，产品种类丰富。

2．跟踪期内，受益于主要产品产能的进一步扩张以及销售力度的加大，公司营业收入和净利润均有所增长；经营活动现金保持大额净流入，对债务形成良好覆盖。

3．跟踪期内，担保方西部担保资本实力进一步增强，经营稳健，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．跟踪期内，我国氨基酸和味精行业仍产能过剩，竞争激烈，原材料价格上涨明显，给公司经营发展带来较大压力。

2．跟踪期内，公司收到环保部门停产整顿处罚，对其产生了一定不利影响。

3．公司资产受限比例较高，债务负担较重；在建工程投资规模较大，未来面临较大的资金支出压力。

分析师

高　鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

宁立杰

电话：010-85172818

邮箱：ninglj@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

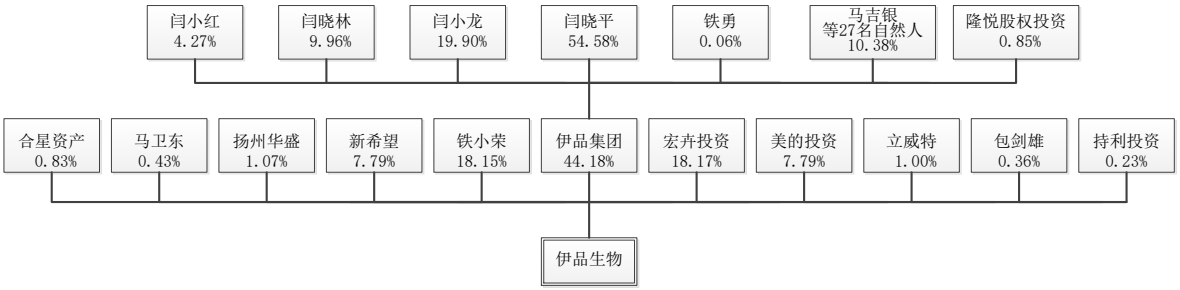
一、主体概况

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 2017 年底，公司注册资本为 41,688.01 万元。其中伊品集团持股 44.18%，为公司控股股东，闫晓平为公司实际控制人。

图1　截至2017年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围有所变化。截至 2018 年 4 月底，公司经营范围变更为：一般经营项目：饲料原料、单一饲料、饲料添加剂及配合饲料、食品、食品添加剂的生产、加工及销售；农药、有机肥、土壤调理剂、微生物肥料、水溶肥、有机-无机复混肥、矿物质肥料、化肥、植物促生产剂及其他农业生产资料的生产、加工、销售；农业技术推广及服务；氯化钾、硫酸铵销售；铁路运输服务；粉煤灰及煤炭（动力煤、精煤、末煤）销售；粮食、种子的种植、收购、加工及销售；进口、出口本企业生产的产品及相关技术；国家限制公司经营和国家禁止进出口的商品技术除外。（涉及到许可的凭许可证核定的项目和范围经营）

跟踪期内，公司组织结构有所变化，在原有的 4 大中心基础上新增研发中心，其他部门设置无变化（详见附件 1）。截至 2017 年底，公司拥有 7 家全资及控股子公司，公司员工合计 4,900 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 87.58 亿元，负债合计 60.54 亿元，所有者权益（含少数股东权益）27.04 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2017 年，公司实现营业收入 65.83 亿元，净利润（含少数股东损益）4.62 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额 11.48 亿元，现金及现金等价物净增加额为 3.57 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 年末附公司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，目前已使用完毕，主要是补充营运资金或偿还借款，与募集说明书约定一致。

公司于 2018 年 3 月 21 日支付了 2017 年 3 月 21 日至 2018 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。据公开数据显示，目前中国大陆增鲜调味品市场容量超过300亿元，约占调味品行业总体容量的25%，而以味精为代表的传统增鲜调味品又占到增鲜调味品市场70%以上。

从供给来看，随着2016年底阜丰集团有限公司（以下简称“阜丰集团”）扩产20万吨生产线，以及2017年伊品生物新建20万吨产能的集中释放，2017年行业总产能达到336万吨。其中，阜丰集团味精产能为125万吨，梅花生物科技集团股份有限公司（以下简称“梅花生物”）的产能为70万吨，伊品生物的产能为42万吨，占比分别为37.20%、20.83%、12.50%。目前，味精行业处于产能过剩、供需失衡的状态。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。2017年，我国玉米种植面积有所减少，市场供应偏紧，价格从2017年初的70元/50公斤上涨至2017年底的77.42元/50公斤。煤炭价格方面，受益于2016年推行的供给侧改革，煤价自2016年下半年开始进入快速上升通道，延续到2017年也依旧保持着供应较紧的格局，煤价始终在较高位置波动。2017年动力煤价格整体呈现季节性波动的特性。动力煤价格在2016年11月上旬“276工作日”政策取消前达到741元/吨的高点后开始回落。直到2017年2月中下旬重新回升，至4月初随着供暖期结束再次拐头向下，到6月中旬“迎峰度夏”期间又开始上涨，10月中旬起进入消费淡季，价格逐步走弱；11月中旬旺季到来，价格随之反弹。前11个月均价为633.35元/吨，同比增长37.87%。

从味精产品价格来看，2017年，受环保压力导致的味精生产厂商开机率下降，使得供应量偏少，形成味精价格小幅上涨的态势。

总体看，2017年，我国味精产能稳中有增，进一步向优势企业集中；由于行业整合、环保压力、原材料价格等多方因素影响，味精价格小幅上涨，但仍处于弱势运行状态。

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。近年来，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。据博亚和讯《2018中国饲用氨基酸产业发展报告》统计，受全球养殖业回暖影响，2017年全球饲用氨基酸供应量498.0万吨，同比增长13.1%，增速较上年提高8.90个百分点；中国饲用氨基酸供应量235.1万吨，同比增长20.9%，增速较上年提高14.60个百分点。从具体类别来看，赖氨酸、蛋氨酸、苏氨酸产量均大幅增长，合计市场价值达到41.8亿美元，同比增长17.9%，增速较上年提高12.40个百分点。其中2017年赖氨酸全球供应量达到283.0万吨，同比增长14.8%，市场价值40.5亿美元，同比增长15.8%；2017年中国赖氨酸供应量达到157.0万吨，同比增长18.5%，市场价值21.1亿美元，同比增长14.8%。

从市场需求情况来看，截至2017年底，我国生猪存栏量、能繁母猪存栏量分别为34,153万头、3,424万头，同比分别下降8.98%、7.13%。2017年，猪肉全年平均批发价格21.21元/千克较2016年的29.41元/千克有所下降，养殖业持续保持低速发展态势。

从产品价格上看，氨基酸产品价格将随玉米、煤炭原材料成本、供需关系与价格协议的影响而波动。2017年，国产98.5%赖氨酸价格小幅下降，年均价格为9,170元/吨；苏氨酸价格较上年小幅提升，年均价格为10,890元/吨，主要系苏氨酸的供需处在偏紧的状态所致。

2017年，行业政策主要如下表所示，未来政策导向在于提高氨基酸行业企业的产品深加工能力以及深化收储制度，促进行业向更健康的方向发展。

表 1　2017 年以来行业内主要政策

日期	政策文件	发文机关	内容
2017 年 3 月	关于深入推进农业供给侧结构性改革实施意见	发改委	坚定推进玉米市场定价、价补分离改。调整东北大豆目标价格政策，统筹玉米、大豆补贴机制。
2017 年 3 月	2017 年国家将在东北三省和内蒙古自治区继续深化玉米等收储制度改革	发改委	在东北三省和内蒙古自治区继续实施和完善玉米市场化收购加补贴机制。合理调减非优势产区玉米生产。
2017 年 4 月	废止国家发展改革委办公厅关于玉米深加工项目管理有关事项的通知	发改委	玉米深加工项目建设的备案按照国务院令第 673 号的规定统一管理，一定程度上意味着在玉米深加工业领域，企业将享有充分的自主投资权益。
2017 年 9 月	关于切实做好 2017 年东北地区玉米和大豆收购工作的通知	发改委 粮食局 财政部等	2017 年东北三省和内蒙古自治区玉米、大豆实施市场化收购加补贴机制。

资料来源：联合评级根据公开资料整理

总体看，2017年，我国氨基酸行业运行良好；但行业内产能过剩和下游国内养殖行业景气度低迷问题依然存在；国家在提高氨基酸行业企业的自主创新能力上提供了较大的政策支持。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事未发生变更；部分高级管理人员因工作需要发生了变更，但公司总经理、财务总监等重要管理人员未发生变更。公司相关的规章制度均未发生变化，经营团队基本保持稳定，管理运营正常。

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。2017 年，随着销售规模的扩大，公司收入及利润均保持增长趋势，实现营业收入 65.83 亿元，同比增长 23.54%；实现净利润 4.62 亿元，同比增长 9.81%。

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 94%。从营业收入构成来看，赖氨酸、味精、苏氨酸和副产品仍为公司收入的主要来源；色氨酸、复混肥和其他占比较小。受公司市场拓展力度加大影响，公司各主要产品收入均实现不同程度增长；其中，赖氨酸收入较上年增长 24.18%，占比较上年上升 0.23 个百分点；味精收入较上年增长 7.52%，占比较上年下降 3.20 个百分点；苏氨酸收入较上年增长 1.42%，占比较上年下降 2.16 个百分点；副产品收入较上年增长 29.20%，占比较上年上升 0.67 个百分点。

从毛利率情况来看，2017年，公司综合毛利率为22.82%，较上年下降1.49个百分点。具体来看，2017年，赖氨酸毛利率较上年上升5.91个百分点至28.05%，主要系98%赖氨酸销售价格上涨所致；味精毛利率较上年下降14.30个百分点至7.71%，主要系一方面原材料价格上涨，另一方面由于市场竞争激烈，销售价格下降所致；苏氨酸毛利率较上年下降4.63个百分点至28.01%，主要系原材料价格上涨所致；副产品毛利率较上年下降0.44个百分点至21.77%，变化不大。

表 2　2016~2017 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
赖氨酸	23.82	44.69	22.14	29.57	44.92	28.05
味精	13.16	24.70	22.04	14.15	21.50	7.74
苏氨酸	6.42	12.06	32.64	6.52	9.90	28.01
复混肥	1.23	2.31	30.11	1.68	2.55	35.56
色氨酸	0.12	0.23	4.36	0.00[1]	--	--
副产品	7.76	14.56	22.21	10.02	15.23	21.77
其他	0.77	1.45	75.62	3.88	5.90	26.38
合计	**53.29**	**100.00**	**24.31**	**65.83**	**100.00**	**22.82**

资料来源：公司提供。

总体看，2017 年，公司经营情况较好，收入及利润平稳增长；受原材料价格上涨影响，公司综合毛利率有所下降。

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；采购模式较上年变化不大。

采购量方面，随着生产规模的扩大，公司各原材料采购量有所增长。2017年，公司玉米的采购量为194.77万吨，较上年增长20.95%，煤炭的采购量为317.94万吨，较上年增长128.13%，主要系生产规模扩大所致。采购价格方面，玉米和煤炭属于大宗商品，采购价格与市场价格走势较为一致。2017年，公司玉米采购均价为1,689.25元/吨，较上年增长14.38%；煤炭采购均价为285.66元/吨，较上年增长40.58%。

[1] 2017 年公司色氨酸收入为 1.18 万元，占营业收入的比重非常小。

表 3　2016~2017 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	2016 年	2017 年
玉米	采购量（万吨）	161.04	194.77
	采购均价（不含税金额，元/吨）	1,476.82	1,689.25
	采购金额（万元）	237,827.55	329,011.06
煤	采购量（万吨）	139.37	317.94
	采购均价（不含税金额，元/吨）	203.20	285.66
	采购金额（万元）	28,319.52	90,822.60
液氨	采购量（万吨）	14.90	24.77
	采购均价（不含税金额，元/吨）	1,859.12	2,315.51
	采购金额（万元）	27,700.88	57,370.89
液碱	采购量（万吨）	6.34	1.97
	采购均价（不含税金额，元/吨）	1,649.5	2,922.96
	采购金额（万元）	10,457.85	5,763.68

资料来源：公司提供

采购供应商方面，2017 年，公司前五名供应商采购金额占比 16.07%，较上年下降 4.37 个百分点，集中度较低。

表 4　2016~2017 年公司原材料前五名供应商（单位：万元、%）

序号	2016 年			2017 年		
	供应商名称	金额	占比	供应商名称	金额	占比
1	马忠云	17,945.50	5.10	马忠云	28,366.38	5.68
2	铁海军	15,545.14	4.42	铁海军	15,768.19	3.16
3	全怀川	13,607.61	3.87	全怀川	13,806.85	2.77
4	中央储备粮银川直属库	12,800.61	3.64	中央储备粮银川直属库	13,042.67	2.61
5	神华宁夏煤业集团有限责任公司	12,010.90	3.41	神华宁夏煤业集团有限责任公司	9,246.86	1.85
合计	--	**71,909.76**	**20.44**	--	**80,230.95**	**16.07**

资料来源：公司提供

总体看，2017 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均有不同程度的上涨，不利于公司控制生产成本；公司前五大采购集中度较低。

3．生产情况

2017 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，2017 年，随着公司内蒙古的生产基地逐渐投产，公司赖氨酸、味精、复混肥的产能均有较大提升。其中，98%赖氨酸产能和 70%赖氨酸产能均提升至 28 万吨/年，味精产能提升至 41.5 万吨/年，复混肥产能提升至 27 万吨/年。2017 年，公司苏氨酸和色氨酸产能无变化。

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。2017 年，除苏氨酸外，其他产品产量均有不同程度增长。2017 年，公司仍未生产色氨酸，主要系公司调整产品结构所致；苏氨酸产量较上年下降 0.63%。从产能利用率来看，由于 2017 年产能扩张规模较大，产能尚未完全释放，除 70%赖氨酸外，公司各产品产能利用率均有不同程度的下降。

其中味精产能利用率下降 38.19 个百分点至 62.69%，味精产能利用率有待提高。

表 5　2016~2017 年公司主要产品产能、产量（单位：吨/年、吨、%）

产品名称	指标	2016 年	2017 年
98%赖氨酸	产能	240,000.00	280,000.00
	产量	217,843.88	244,361.13
	产能利用率	90.77	87.27
70%赖氨酸	产能	240,000.00	280,000.00
	产量	202,597.66	283,933.50
	产能利用率	84.42	101.4
味精	产能	220,000.00	415,000.00
	产量	221,934.38	260,177.43
	产能利用率	100.88	62.69
复混肥	产能	240,000.00	270,000.00
	产量	244,724.00	264,670.40
	产能利用率	101.97	98.03
苏氨酸	产能	68,000.00	68,000.00
	产量	76,364.83	75,886.06
	产能利用率	112.3	111.6
色氨酸	产能	4,500.00	4,500.00
	产量	--	--
	产能利用率	--	--

资料来源：公司提供

2017 年 12 月，公司收到永宁县政府的停产整治通知，要求公司对产生异味的生产环节，即刻全面落实停产要求，并明确停产的具体措施、治理方案。针对上述事项，公司立即停止了部分可能产生异味的生产装置，并制定了详细的整改计划报送市县停产整治工作领导小组。2018 年 1 月 24 日，经市县停产整治工作领导小组批复，公司初步具备试运行条件。公司将逐步有序提升负荷方式进行试生产，依次开启试运行复混肥生产线，首先恢复 40%~50%的生产量。目前，公司复混肥车间运行 4 条生产线，各线喷浆量均控制在 4 方/小时以下，总生产负荷控制在 40%左右。

总体看，2017 年，公司主要产品产量均有不同程度增长；受扩产影响，公司主要产品产能利用率有所下降，其中味精产能利用率降幅较大；停产整治对公司生产经营产生了一定不利影响。

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。2017年，国外销售占比为23.81%，国内销售占比76.19%，较年初变化不大，仍以国内为主。

表 6　2016~2017 年公司区域销售情况（单位：万元、%）

地区名称	2016 年		2017 年	
	收入	占比	收入	占比
国内	396,091.17	75.42	471,970.42	76.19
国外	129,081.96	24.58	147,519.92	23.81
合计	**525,173.13**	**100.00**	**619,490.35**	**100.00**

资料来源：公司提供

从销量看，2017 年公司积极加大营销力度，各产品销量均实现不同程度的增长，其中 98%赖

氨酸销量较上年增长 14.15%，70%赖氨酸销量较上年增长 36.05%，味精销量较上年增长 15.24%，复混肥销量较上年增长 0.14%，苏氨酸销量较上年增长 3.78%。从销售价格来看，2017 年，受市场竞争激烈影响，公司 70%赖氨酸销售均价较上年下降了 3.05%；98%赖氨酸销售均价较上年上涨了 5.11%；复混肥销售均价较上年上涨了 35.06%，主要系环保限产，带动复混肥价格同步走高所致。苏氨酸和味精销售均价较上年变化不大。

表 7　2016~2017 年公司主要产品销量、均价（单位：吨、元/吨、%）

产品名称	指标	2016 年	2017 年
98%赖氨酸	销量	213,999.36	244,281.33
	销售均价	7,008.48	7,366.88
	产销率	98.24	99.97
70%赖氨酸	销量	204,197.85	277,812.94
	销售均价	4,315.17	4,183.53
	产销率	100.79	97.84
味精	销量	234,515.04	270,253.56
	销售均价	5,621.42	5,582.05
	产销率	105.67	103.87
复混肥	销量(吨)	233,706.13	234,027.70
	销售均价	531.63	718.04
	产销率	95.50	88.42
苏氨酸	销量	76,191.60	79,072.15
	销售均价	8,435.63	8,518.64
	产销率	99.77	104.20
色氨酸	销量	333.73	--
	销售均价	37,294.23	--
	产销率	100.00	--

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司销售仍以国内为主，各产品销量均有所增长；除 70%赖氨酸和味精销售均价出现下降外，公司其他产品销售均价均有所提升。

5．在建项目

截至 2017 年底，公司在建项目如下表所示，主要在建项目有黑龙江伊品玉米深加工项目、三期苏氨酸项目、黑龙江伊品热电项目和内蒙伊品谷氨酸钠及配套合成氨项目等，预计总投资 67.71 亿元，已投资 16.48 亿元，尚需投资 51.23 亿元。

表 8　截至 2017 年底公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目	投资额	已投资额	尚需投资额
黑龙江伊品玉米深加工项目	372,776.00	16,115.48	356,660.52
黑龙江伊品热电项目	134,931.00	1,035.30	133,895.70
内蒙伊品谷氨酸钠及配套合成氨项目	101,824.00	101,234.33	589.67
内蒙伊品三期苏氨酸项目	45,748.75	43,461.31	2,287.44
宁夏伊品年产 1 万吨 L-丙氨酸项目	10,997.00	1.89	10,995.11
宁夏伊品零星工程	9,863.90	2,451.36	7,412.54
宁夏伊品污水尾气处理	997.00	500.82	496.18
合计	**677,137.65**	**164,800.50**	**512,337.15**

资料来源：公司提供

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

注其未来产能释放情况；同时，黑龙江伊品玉米深加工项目尚处于建设初期，未来公司将存在较大的资本支出压力。

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，玉米价格存在价格波动风险。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）环保风险

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。如果国家环保标准进一步严格，公司存在一定的因环保标准提高而提升运营成本的风险。

（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。

（4）资本支出压力

公司目前在建工程规模较大，且部分项目尚处在建设初期，如黑龙江伊品玉米深加工项目、黑龙江伊品热电项目和内蒙伊品谷氨酸钠及配套合成氨项目等，未来资金需求规模较大，存在一定的资本支出压力。

7．未来发展

未来，公司将强化安全与环保治理意识，在现有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、产品等方面加强创新，提升公司的研发平台建设水平，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，确保黑龙江伊品玉米深加工、内蒙伊品年产 14 万吨谷氨酸钠蛋白饲料技术改造等公司重点项目的有序推进和顺利建设。

总体看，公司整体定位明确，有利于长远发展。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2017 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。2017 年根据修订后的《企业会计准则第 16 号—政府补助》，与企业日常活动相关的政府补助按照经济业务实质计入其他收益或冲减相关成本费用，与企业日常活动无关的政府补助计入营业外收支；公司对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理，对 2017 年 1 月 1 日前发生的政府补助不予追溯调整。2017 年会计政策变更对公司净利润无实质影响。2017 年，公司合并范围较上年增加 1 家，为新设全资子公司伊品亚洲有限公司。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 2017 年底，公司合并资产总额 87.58 亿元，负债合计 60.54 亿元，所有者权益（含少数股东权益）27.04 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2017 年，公司实现营业收入 65.83 亿元，

净利润（含少数股东损益）4.62 亿元，全部为归属于母公司所有者的净利润；经营活动产生的现金流量净额 11.48 亿元，现金及现金等价物净增加额为 3.57 亿元。

2．资产质量

截至2017年底，公司资产总额87.58亿元，较年初增长19.10%，流动资产和非流动资产均有所增长；其中，流动资产占26.59%，非流动资产占73.41%，非流动资产占比略有下降，但仍以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至2017年底，公司流动资产合计23.29亿元，较年初增长30.85%，主要系货币资金和存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占比38.56%）、应收账款（占比8.15%）、预付款项（占比13.35%）、存货（占比26.62%）和其他流动资产（占比9.02%）构成。

截至2017年底，公司货币资金为8.98亿元，较年初增长40.57%，增加部分主要为子公司黑龙江伊品生物科技有限公司（以下简称“黑龙江伊品”）筹集项目资金期末余额6.30亿元。公司货币资金主要由银行存款（占比78.67%）和其他货币资金（占比21.33%）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2017年底，公司应收账款账面价值为1.90亿元，较年初增长47.27%，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99.99%；一年至两年的占0.01%，公司累计计提坏账准备999.10万元，计提比例5.00%，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43.89%，集中度较高。

截至2017年底，公司预付款项为3.11亿元，较年初增长24.12%，主要系预付供应商的辅料款、玉米款、工程款等增加所致。公司预付款项以一年以内为主（占比95.82%）。

截至2017年底，公司存货为6.20亿元，较年初增长18.70%，主要系随着业务规模的扩大，原材料和库存商品增加所致。公司存货主要由原材料（占比47.10%）、库存商品（占比41.20%）和自制半成品（占比10.89%）构成，此外还有少量的在途物资。公司对存货共计提跌价值准备281.49万元，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2017年底，公司其他流动资产为2.10亿元，较年初下降9.77%，主要系当期所购买的理财产品减少所致。

（2）非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产合计64.30亿元，较年初增长15.34%，主要系固定资产大幅增加所致。公司非流动资产主要以固定资产（占比86.74%）和在建工程（占比9.95%）为主。

截至2017年底，公司固定资产为55.77亿元，较年初增长27.93%，主要系在建工程中黑龙江伊品玉米深加工项目、内蒙伊品谷氨酸钠及配套合成氨项目部分工程达到使用状态，转入固定资产所致。公司固定资产主要由房屋建筑物（占比35.86%）、机械设备（占比63.64%）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2017底，公司累计计提折旧22.92亿元，固定资产成新率为70.37%，成新率尚可。截至2017年底，公司在建工程6.40亿元，较年初下降40.09%。

截至2017年底，公司所有权或使用权受到限制的资产金额为35.56亿元，占期末资产总额的40.61%，受限比例较高。公司受限资产的类型主要有货币资金、固定资产、存货、无形资产等，具体如下表所示。

表 9　截至 2017 年底公司资产受限情况（单位：万元、%）

项目	年末账面价值	占期末总资产的比例	受限原因
货币资金	19,156.07	2.19	票据保证金、定期存单、信用证保证金、保函定期、固贷保证金
存货	3,400.00	0.39	用于抵押单开
其他流动资产	9,000.00	1.03	理财产品、债券保证金
固定资产	314,973.05	35.96	用于抵押贷款
无形资产	6,750.39	0.77	用于抵押贷款
投资性房地产	358.26	0.04	用于抵押贷款
长期应收款	2,000.00	0.23	融资租赁保证金
合计	**355,637.76**	**40.61**	--

资料来源：公司年报

总体看，跟踪期内，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。公司受限资产占比较高，整体资产质量一般。

3．负债及所有者权益

（1）负债

截至2017年底，公司负债合计60.54亿元，较年初增长23.71%，流动负债和非流动负债均有所增长；其中，流动负债占比66.25%，非流动负债占比33.75%，以流动负债为主。

流动负债

截至2017年底，公司流动负债为40.11亿元，较年初增长13.22%，主要系其他应付款和一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要以短期借款（占比23.40%）、应付票据（占比8.50%）、应付账款（占比31.06%）、预收款项（占比5.79%）、其他应付款（占比8.78%）和一年内到期的非流动负债（占比15.70%）为主。

截至2017年底，公司短期借款为9.39亿元，较年初下降39.44%，主要系农业发展银行由原各分行权限内单体授信调整为需总行审批的集团授信，授信审批时间延长，导致还款后延迟续借所致。公司短期借款主要抵押借款（占比84.02%）和保证借款（占比15.98%）为主。

截至2017年底，公司应付票据为3.41亿元，较年初下降38.00%，主要系公司采用银行承兑汇票结算方式减少所致。公司应付票据均为银行承兑汇票。

截至2017年底，公司应付账款为12.46亿元，较年初增长37.96%，主要系在建项目应付工程款增加所致。

截至2017年底，公司预收款项为2.32亿元，较年初下降0.94%。

截至2017年底，公司其他应付款为3.52亿元，较年初增长473.15%，主要系增加应付银川市产城资本投资控股有限公司1.45亿元、暂收赤峰市元宝山区财政局玉米奖补资金0.85亿元往来款所致。

截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债为6.30亿元，较年初增长762.33%，主要系长期借款临近到期转入所致。

非流动负债

截至2017年底，公司非流动负债为20.44亿元，较年初增长51.21%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要以长期借款（占比71.98%）、应付债券（占比18.04%）和递延收益（占比6.76%）构成。

截至2017年底，公司长期借款为14.71亿元，较年初增长73.06%，主要系新增黑龙江伊品项目

借款7.50亿元所致。从到期集中度来看，2019年到期的占比7.89%，2020年到期的占比24.47%，2021年到期的占比7.48%，2022年到期的占比57.44%，2023年到期的占比2.72%，公司面临一定的集中偿付压力。

截至2017年底，公司应付债券为3.69亿元，较年初增长0.79%，全部为2016年3月21日所发行的“16伊品债”。

截至2017年底，公司递延收益为1.38亿元，较年初增长115.00%，全部为尚待确认收入的政府扶持资金。

截至2017年底，公司全部债务合计37.63亿元，较年初增长8.81%，主要系业务规模扩大带动资金需求提升所致；其中，短期债务占比50.73%，长期债务占比49.27%，长短期债务占比较为均衡；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69.12%、58.19%和40.68%，其中资产负债率和长期债务资本化比率分别较年初上升了2.58个百分点和6.35个百分点，全部债务资本化比率较年初下降了0.25个百分点，债务负担仍较重。

总体看，跟踪期内，公司负债规模有所增长，仍以流动负债为主；债务规模有所增长，债务负担较重，但长期债务占比有所提升，债务结构较为均衡。

（2）所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 27.04 亿元，较年初增长 9.91%，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 15.42%，资本公积占比 24.19%、盈余公积占比 11.70%、未分配利润占比 48.69%，未分配利润占比仍较高，所有者权益稳定性一般。

总体看，跟踪期内，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

随着销售规模的扩大，公司收入及利润均保持增长趋势，2017年公司实现营业收入65.83亿元，同比增长23.54%；公司营业成本为50.81亿元，同比增长25.97%，增速略高于营业收入增长速度；公司净利润为4.62亿元，同比增长9.81%。

期间费用方面，2017年，公司期间费用为9.88亿元，同比增长20.00%，主要系管理费用增加所致。公司销售费用、管理费用和财务费用分别占期间费用的42.96%、43.53%和13.50%，以销售费用和管理费用为主。2017年，公司管理费用为4.30亿元，同比增长38.24%，主要系研究开发费用增长所致；公司销售费用为4.24亿元，同比增长11.66%，主要系营业收入增长引起销售费用增加所致；公司财务费用为1.33亿元，同比增长1.02%。2016~2017年，公司费用收入比分别为15.45%和15.00%，公司期间费用对利润侵蚀明显，费用控制能力一般。

2017年，公司新增其他收益为0.65亿元，主要原因是财政部于2017年度修订的《企业会计准则第16号——政府补助》，与公司日常活动相关的政府补助，计入其他收益，不再计入营业外收入；公司其他收益占营业利润的12.71%，公司营业利润对其他收益依赖程度一般。

从盈利指标来看，受原材料采购价格上涨影响，公司盈利能力有所下降。2017 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 9.32%、7.74%和 17.89%，较上年分别下降了 0.95 个百分点、1.16 个百分点和 0.49 个百分点。

总体看，跟踪期内，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；受原材料采购价格上涨影响，公司盈利能力有所下降。

5．现金流

从经营活动来看，2017年，公司经营活动现金流入量为69.57亿元，同比增长20.70%，主要系公司销售规模扩大所致；经营活动现金流出为58.09亿元，同比增长20.69%，主要系公司原材料采购量增加所致。受上述因素影响，2017年公司经营活动产生的现金流量净额为11.48亿元，同比增长20.75%，净流入规模持续扩大。从收入实现质量来看，2017年公司现金收入比为100.37%，较2016年的106.06%有所下降，整体收入实现质量有所下降。

从投资活动情况来看，2017 年，公司投资活动现金流入量为 4,031.77 万元，较上年增加 3,944.19 万元，主要系理财产品到期收回的现金增加所致；投资活动现金流出量为 13.86 亿元，同比增长 21.44%，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增加所致。受上述因素影响，2017 年公司投资活动产生的现金流量净额为-13.46 亿元，净流出规模较上年增长 18.00%。

从筹资活动看，2017 年，公司筹资活动现金流入为 27.24 亿元，同比下降 5.16%；筹资活动现金流出为 21.61 亿元，同比下降 13.30%，主要系公司偿还债务支付的现金减少所致。受上述因素影响，2017 年公司筹资活动产生的现金流量金额为 5.63 亿元，同比增长 48.28%。

总体看，跟踪期内，公司经营现金流持续保持大规模流入，收入实现质量略有下降；公司经营活动现金流无法满足其投资活动现金需求，存在外部融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 0.58 倍和 0.43 倍，较 2016 年底的 0.50 倍和 0.35 倍均有所提升；公司现金短期债务比为 0.48 倍，较上年底有所提升，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，公司短期偿债能力变化不大。

从长期偿债能力指标来看，2017年，公司 EBITDA 合计10.56亿元，同比增长9.49%，主要系折旧和利润总额增长所致；其中，折旧占比38.93%，摊销占比1.97%，计入财务费用的利息支出占比10.91%，利润总额占比48.20%。2017年，公司 EBITDA 全部债务比为0.28倍，较上年无变化；公司的 EBITDA 利息倍数也由上年的7.03倍上升至7.68倍，处于较高水平，公司长期偿债能力变化不大。

截至2017年底，公司获得各银行授信合计32.78亿元，已使用23.53亿元，未使用9.25亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2017年底，公司不存在对外担保事项。

截至2017年底，公司有1项未决诉讼，公司为原告，涉诉金额499.93万元，目前公司已收回20万元，对公司生产经营影响较小。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G10640121001207708），截至 2018 年 5 月 2 日，公司未结清贷款中无关注类贷款；已结清贷款中，存在 1 笔欠息，但已正常收回，过往债务履约情况良好。

总体看，跟踪期内，公司整体偿债能力仍属很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017年底，公司现金类资产达9.13亿元，约为“16伊品债”本金（3.80亿元）的2.40倍，公司现金类资产对“16伊品债”的覆盖程度较好；净资产达27.04亿元，约为“16伊品债”本金（3.80亿元）的7.12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，2017年，公司EBITDA为10.56亿元，约为“16伊品债”本金（3.80亿元）的2.78倍，公司EBITDA对“16伊品债”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2017年，公司经营活动产生的现金流入69.57亿元，约为“16伊品债”本金（3.80亿元）的18.31倍，公司经营活动现金流入量对“16伊品债”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，盈利能力保持稳定，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2017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）。

截至2018年3月底，西部担保内设研发部、尽职调查部、合规风控部、资产监管部、投行创新部、财务部、核保部、综合部、人力资源部等9个职能部门；西部担保拥有在职员工总数97人。

截至 2017 年底，西部担保的资产总额 59.25 亿元，负债总额 15.34 亿元，所有者权益合计 43.91 亿元，未到期责任准备金余额 0.40 亿元。2017 年，西部担保实现营业收入 4.04 亿元，其中，担保业务收入 0.95 亿元，投资收益 2.06 亿元，实现净利润 2.46 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

担保业务方面，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。2017 年，西部担保实现营业收入 4.04 亿元，同比增长 15.56%；其中，担保业务收入 0.95 亿元，同比增长 16.93%；投资收益 2.06 亿元，同比下降 10.20%。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 10　2016~2017 年西部担保担保业务情况

项目	2016 年	2017 年
当年担保发生额(亿元)	128.86	34.42
其中：融资性贷款担保	51.84	33.32
履约性担保	77.00	1.10
诉讼担保	0.03	0.00
当年应解保额（亿元）	108.82	55.22
期末担保余额(亿元)	80.49	59.68
期末担保责任余额(亿元)	80.49	59.68
其中：融资性贷款担保	37.19	37.58
履约性担保	43.30	22.10
诉讼担保	0.00	0.00
期末在保户数（户）	39	41
其中：融资性贷款担保	30	35
债券发行担保	2	1
履约性担保	7	5
诉讼担保	0	0
当年担保代偿额	0	0.24
前 5 大客户担保责任余额（亿元）	56.70	41.35

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。2017 年，西部担保担保业务发生额为 34.42 亿元，同比下降 73.29%，其中履约性担保和融资性贷款担保及诉讼担保发生额分别为 1.10 亿元和 33.32 亿元，主要系为降低担保风险适应行业新规，调整存量结构控制增量业务，减少大额担保所致；截至 2017 年底，西部担保期末担保余额 59.68 亿元，较上年下降 25.85%，其中履约性担保 22.10 亿元，融资性贷款担保 37.58 亿元，占比分别为 37.03%和 62.97%。截至 2017 年底，西部担保在保客户 41 户，较 2016 年增加 2 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。2017 年，西部担保平均担保费率为 1.36%，其中，融资性贷款担保费率 2%，履约担保费率 0.5%~2%。

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 2017 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 13 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 139.50 亿元。

担保业务组合分析

从额度控制情况来看，截至 2017 年底，西部担保期末担保责任余额 59.68 亿元，在保客户 41 户，户均担保责任余额 1.46 亿元；融资性贷款担保责任余额 37.58 亿元，在保客户 35 户，户均分担 1.07 亿元；履约性担保责任余额 22.10 亿元，在保客户 5 户，户均分担 4.42 亿元。截至 2017 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 2016 年底增加 15.35 亿元，济宁如意投资有限公司、宁夏如意科技时尚产业有限公司、伊品生物、永宁县欣荣城乡发展有限公司和宁夏回乡文化实业有限公司进入前五大客户名单，济宁如意投资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 11　截至 2017 年底西部担保前五大客户情况（单位：万元）

序号	客户名称	在保余额
1	济宁如意投资有限公司	230,000.00
2	宁夏如意科技时尚产业有限公司	72,500.00
3	宁夏伊品生物科技股份有限公司	48,000.00
4	永宁县欣荣城乡发展有限公司	32,000.00
5	宁夏回乡文化实业有限公司	30,976.38
合计		**413,476.38**

资料来源：西部担保提供

从区域、行业集中度看，截至 2017 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、棉纺织及印染精加工、调味品、发酵制品制造等，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 38.54%，行业集中度较高。截至 2017 年底，西部担保担保业务采用的主要反担保方式有 11 种，其中股权抵押是占比最大的反担保方式。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 2017 年底，西部担保担保业务中，期限 1 年内的担保责任余额为 20.68 亿元，1~2 年的为 6.41 亿元，2~3 年的为 17.14 亿元，3 年以上的 15.46 亿元，整体代偿压力集中度一般。

截至 2017 年底，西部担保在 2017 年发生一笔代偿，金额为 2,449.33 万元。2017 年 6 月，因银川旺元投资实业（集团）有限公司（以下简称“旺元投资”）无法按时偿还银信资产借款，西部担保向银信资产代偿 2,449.33 万元。2017 年 7 月 5 日，西部担保向银川市中级人民法院立案并申请诉讼财产保全，申请保全旺元投资名下位于永宁县望远镇兰花花大酒店 A 座（1-28 层）、B 座（1-28 层）、C 座（1-28 层）酒店（以下简称“标的资产”）。截至目前，旺元投资向西部担保归还 800 万元，剩余本息 1,649.33 万元仍在追偿中。

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 2017 年底，西部担保计提各项风险准备金余额为 1.76 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。

（3）财务分析

西部担保提供的 2017 年的财务报表经宁夏中京联会计师事务所（有限公司）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。

资产

截至 2017 年底，西部担保的资产总额 59.25 亿元，负债总额 15.34 亿元，所有者权益合计 43.91 亿元，未到期责任准备金余额 0.40 亿元。2017 年，西部担保实现营业收入 4.04 亿元，其中，担保业务收入 0.95 亿元，投资收益 2.06 亿元，实现净利润 2.46 亿元。

截至 2017 年底，西部担保资产总额 59.25 亿元，较年初增长 28.94%，主要系委托贷款增加所致。从资产构成来看，西部担保资产主要由其他应收款（占比 33.05%）、委托贷款（占比 25.15%）和可供出售金融资产（占比 31.56%）。截至 2017 年底，西部担保其他应收款为 19.58 亿元，较年初增长 58.50%，主要为与关联方银川银信资产管理有限公司的资金拆借款；委托贷款为 14.90 亿元，均为 2017 年新增 6 个月信用委托贷款；可供出售金融资产为 18.70 亿元，较年初下降 24.90%，主要系减少银川市城市建设投资控股有限公司 2014 年第一期、第二期和第三期私募债券投资所

致。

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，需要注重其流动性风险。

负债及所有者权益

负债方面，截至 2017 年底，西部担保负债合计 15.34 亿元，较上年增长 337.16%，以应交税费（占比 11.88%）、其他应付款（占比 65.32%）、担保赔偿准备金（占比 8.85%）和专项应付款（10.02%）为主。截至 2017 年底，西部担保资产负债率为 25.90%，整体负债规模较小，负债水平较低。

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 2017 年底，西部担保所有者权益合计 43.91 亿元，较年初增长 3.45%，其中实收资本 40.20 亿元，占比 94.72%，较上年无变化，西部担保所有者权益稳定性较好。截至 2017 年底，西部担保权益负债比为 34.95%，西部担保资金主要由资本构成。

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。

盈利能力

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 2017 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，投资收益对西部担保营业收入起到很好的补充作用。2017 年，西部担保实现营业收入 4.04 亿元，其中，担保业务收入 0.95 亿元，投资收益 2.06 亿元。其中，已赚保费对营业收入的贡献率为 23.61%，投资收益对营业收入的贡献率为 50.92%，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。2017 年，西部担保实现净利润 2.46 亿元，较上年增长 12.70%。

资本充足性方面，截至 2017 年底，西部担保净资产为 43.91 亿元，期末担保责任余额为 59.68 亿元，净资产放大倍数为 1.36 倍，处于一般水平。西部担保整体代偿能力较强。

根据西部担保提供的中国人民银行企业信用报告，截至 2018 年 5 月 21 日，西部担保无未结清信贷信息记录；已结清贷款中无关注和不良类贷款，过往债务履约情况良好。

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。

（4）担保效果评价

以 2017 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 6.41%，占所有者权益总额的 8.65%，占比一般。

总体看，2017 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

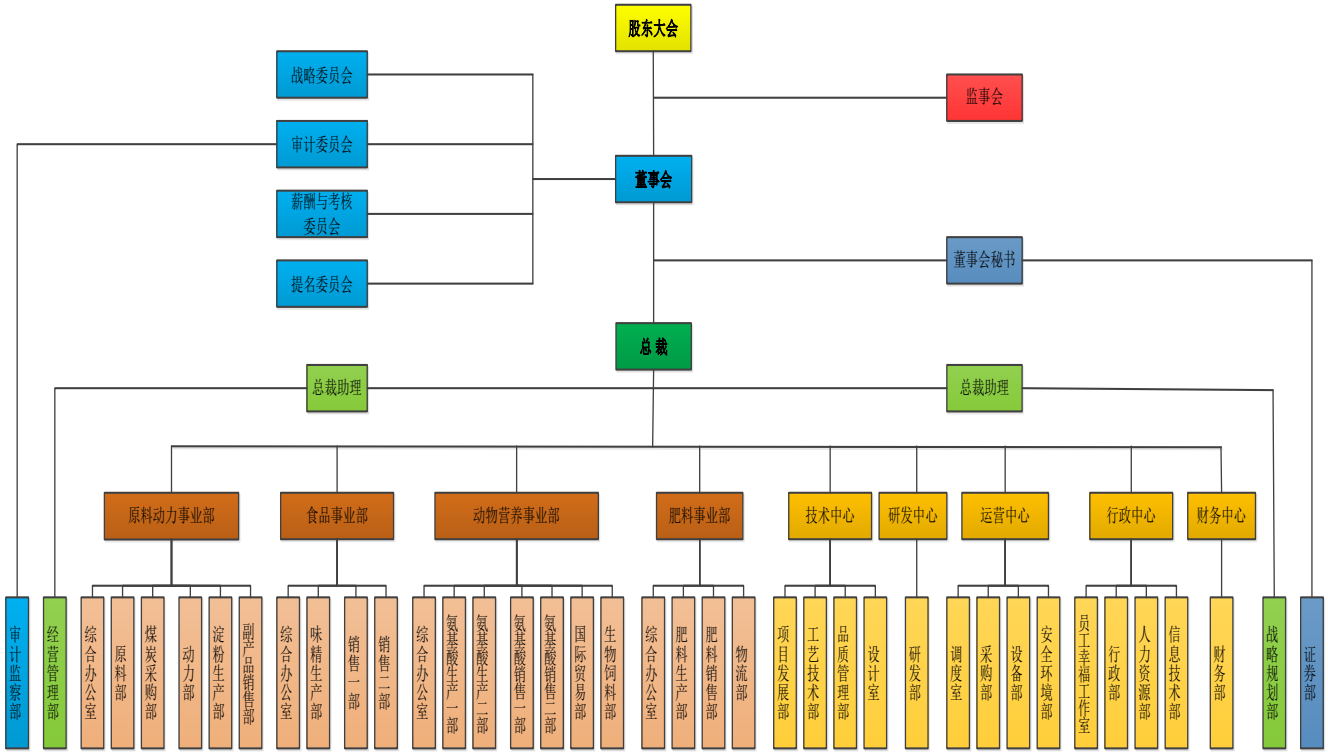
跟踪期内，受益于主要产品产能的进一步扩张以及销售力度的加大，伊品生物整体经营状况稳定，收入和资产规模均有所增长，盈利水平较高，经营活动现金流继续保持净流入。同时，联合评级关注到公司所处行业竞争激烈、供需失衡，原材料价格上涨明显，公司受限资产占比较高，整体债务负担较重，资金支出压力大以及受到环保部门停产处罚等因素对公司信用水平可能带来不利影响。

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。

跟踪期内，本次债券担保方西部担保资本实力进一步增强，经营稳健，对本次债券的信用水平具有显著的提升作用。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“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	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	73.54	87.58
所有者权益（亿元）	24.60	27.04
短期债务（亿元）	21.72	19.09
长期债务（亿元）	12.86	18.54
全部债务（亿元）	34.58	37.63
营业收入（亿元）	53.29	65.83
净利润（亿元）	4.21	4.62
EBITDA（亿元）	9.64	10.56
经营性净现金流（亿元）	9.51	11.48
应收账款周转次数（次）	41.99	39.24
存货周转次数（次）	7.72	8.87
总资产周转次数（次）	0.81	0.82
现金收入比率（%）	106.06	100.37
总资本收益率（%）	10.28	9.32
总资产报酬率（%）	8.90	7.74
净资产收益率（%）	18.38	17.89
营业利润率（%）	23.43	21.88
费用收入比（%）	15.45	15.00
资产负债率（%）	66.54	69.12
全部债务资本化比率（%）	58.43	58.19
长期债务资本化比率（%）	34.33	40.68
EBITDA 利息倍数（倍）	7.03	7.68
EBITDA 全部债务比（倍）	0.28	0.28
流动比率（倍）	0.50	0.58
速动比率（倍）	0.35	0.43
现金短期债务比（倍）	0.29	0.48
经营现金流动负债比率（%）	26.84	28.62
EBITDA/待偿本金合计（倍）	2.54	2.78

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；本报告已将长期应付款计入长期债务中。

附件 3　西部（银川）担保有限公司

主要计算指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额（亿元）	45.95	59.25
所有者权益合计（亿元）	42.44	43.91
负债合计（亿元）	3.51	15.34
担保责任余额（亿元）	80.49	59.68
营业收入（亿元）	3.50	4.04
净利润（亿元）	1.95	2.46
担保业务收入（亿元）	0.82	0.95

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。