跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1248 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”公司债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年 六 月十八 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 2019 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	2.30 亿元	5 年	AA+	AA+	2018 年 6 月 25 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：2019 年 6 月 18 日

主要财务数据：

发行人

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	87.58	117.03
所有者权益（亿元）	27.04	34.87
长期债务（亿元）	18.54	20.59
全部债务（亿元）	37.63	48.39
营业收入（亿元）	65.83	77.00
净利润（亿元）	4.62	1.74
EBITDA（亿元）	10.56	8.73
经营性净现金流（亿元）	11.48	6.29
营业利润率（%）	21.88	16.72
净资产收益率（%）	17.89	5.63
资产负债率（%）	69.12	70.20
全部债务资本化比率（%）	58.19	58.12
流动比率（倍）	0.58	0.48
EBITDA/全部债务（倍）	0.28	0.18
EBITDA 利息倍数（倍）	7.68	4.60
EBITDA/待偿本金合计（倍）	4.60	3.80

担保方

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	59.25	67.88
所有者权益（亿元）	43.91	51.31
营业收入（亿元）	4.04	3.08
净利润（亿元）	2.46	1.74
资产负债率（%）	25.90	24.42

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，主要产品产销量均有所增长，但受原材料价格上涨、下游养殖行业景气度下行以及计提固定资产折旧影响，公司综合毛利率水平有所下降，净利润规模大幅下降。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）关注到氨基酸行业竞争激烈、供需失衡，部分产品产能利用率较低，公司受限资产占比高，整体债务负担较重，期间费用对营业利润侵蚀严重以及在建项目资金支出压力大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，“16 伊品债”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“16 伊品债”的信用水平仍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，公司主要产品产销规模均有所增长，营业收入也随之增长。

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，赖氨酸和苏氨酸行业竞争激烈，加之下游养殖行业景气度下行，其销售均价出现下降，原材料价格上涨明显，公司盈利能力大幅下降。

2．受扩产影响，苏氨酸产能利用率有所下降，色氨酸产能利用率处于较低水平。

3．公司资产受限比例很高，债务负担较重；期间费用对营业利润侵蚀严重。

4．公司在建工程投资规模较大，未来面临较大的资金支出压力和投资回报的不确定性。

分析师

孙长征

电话：010-85172818

邮箱：suncz @unitedratings.com.cn

李　彤

电话：010-85172818

邮箱：lit@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

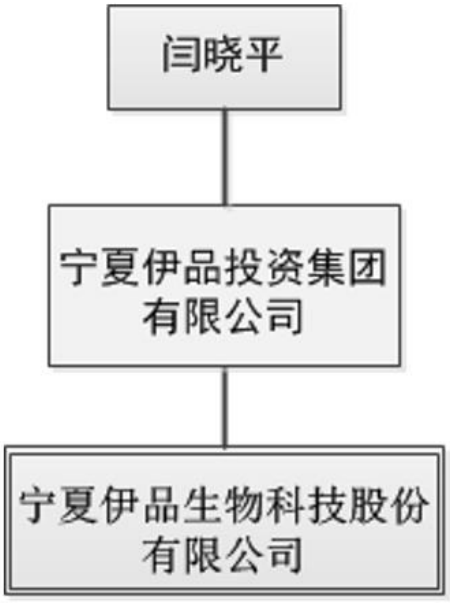
一、主体概况

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[1]（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，注册资本由 1,500 万元增至 7,900 万元。2007 年 6 月 25 日，公司以截至 2007 年 5 月 31 日账面净资产按比例折为公司股份，其中 18,000 万元折为股本，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 2018 年底，公司注册资本为 4.91 亿元。其中伊品集团持股 39.48%（质押比例 100.00%），为公司控股股东，闫晓平为公司实际控制人。

图1　截至2018年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生变化。

跟踪期内，公司组织结构有所变化，新设宁夏基地、内蒙古基地、黑龙江基地、伊品贸易等部门。截至 2018 年底，公司拥有 7 家全资及控股子公司，公司员工合计 5,804 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 117.03 亿元，负债合计 82.15 亿元，所有者权益（含少数股东权益）34.87 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2018 年，公司实现营业收入 77.00 亿元，净利润（含少数股东损益）1.74 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 6.29 亿元，现金及现金等价物净增加额为-5.10 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。

[1] 2008 年4 月24 日名称变更为宁夏伊品投资有限公司，2010 年9 月26 日名称变更为宁夏伊品投资集团有限公司。

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。2019 年 3 月 21 日，公司支付“16 伊品债”回售金额 1.50 亿元，“16 伊品债”债券余额 2.30 亿元。

截至 2018 年末，募集资金专户余额为 3.95 万元，其余部分已使用完毕，主要是补充营运资金或偿还借款，与募集说明书约定一致。

截至本报告出具日，公司已支付“16 伊品债”2018 年 3 月 21 日至 2019 年 3 月 20 日的利息。

“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。据公开数据显示，2018 年中国味精产能占世界的 75%，供给量占全球的 60%以上，我国已成为全球最大的味精生产国和味精出口国。

目前国内味精行业前三强为阜丰集团有限公司、梅花生物和伊品生物，前三强产能及产量占国内市场的90%左右，行业头部效应明显。

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。2018年，玉米去库存已见成效，受深加工补贴减少、临储拍卖提前、中美贸易摩擦加剧进口谷物加征关税、新粮售粮进度偏慢等因素叠加影响，国内玉米价格稳步上涨。截至2018年12月28日，22个省市玉米平均价格为1.96元/千克，较2017年底的1.84元/千克有所提升；煤炭价格方面，2018年煤炭市场供需状况延续了2017年的紧平衡供应状态，虽然国家“保供应、稳煤价”措施频频出台，但在下游需求的推动下，动力煤市场依然在高位延续了涨势，2018年锦州港的煤炭价格在350元/吨-375元/吨左右波动。

需求方面，国内行业下游需求领域主要为食品加工及调味品行业、餐饮行业和家庭消费，分别占50%、30%和20%。从味精产品价格来看，2018年，味精价格在上半年较为低迷，在6月中央环保回头看检查过后，部分企业因为环保不达标被不同程度地停产限产，市场供需状况发生了较大变化，市场价格开始快速大幅上扬，最终全年平均价格同比增长10%左右。

总体看，2018年，我国味精产能进一步向优势企业集中；由于行业整合、环保压力、原材料价格提升等多方因素影响，味精价格有所上涨。

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”）。

从市场需求情况来看，根据国家统计局数据，2018年，全年猪肉产量5,404万吨，同比下降0.9%；生猪出栏69,382万头，同比下降1.2%；年底生猪存栏42,817万头，比上年底下降3.0%，猪周期处于下行区间。

分产品来看，赖氨酸方面，2018年，全球赖氨酸需求量（除中国）260万吨，中国年需求量为85万吨。过往8年，赖氨酸市场需求量的复合增长率为7.3%。2018年，行业内赖氨酸产能持续增长，企业间竞争激烈，行业内整体设备利用率维持在较低水平，行业整体利润较2017年有所下降。从价格方面看，截至2018年底，国产98.5%（北京）赖氨酸价格为7.70元/千克，较2017年底的9.55元/千克下降19.37%。2019年赖氨酸仍有部分新增产能释放，受行业产能增加等因素影响，预计未来赖氨酸市场仍将会震荡调整。

苏氨酸方面，据博亚和讯统计，2018年全球苏氨酸产量83.8 万吨，同比增长 22.3%，比 2017年增长15.3万吨。中国苏氨酸产量达71.8万吨，占全球苏氨酸产量的85.7%，其中出口量达44.6万吨，同比增长19%。2018年苏氨酸随着国内新增产能释放，虽然出口量不断增加，但市场承压仍较大，苏氨酸市场价格持续走低，目前处于历史底部。截至2018年底，苏氨酸（北京）现货价为7,600元/吨，较2017年底的13,000元/吨大幅下降。

总体看，2018年，氨基酸行业内产能过剩、上游原材料价格有所上升、下游国内养殖行业景气度低迷等问题依然存在，赖氨酸和苏氨酸产品价格和利润空间继续承压。

四、管理分析

2018 年 4 月 20 日，李奇辞去公司监事职务，公司增补俞炎树为监事会成员，其余董事、监事、高管成员未发生变更。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。2018 年，随着销售规模的扩大，公司实现营业收入 77.00 亿元，同比增长 16.97%；实现净利润 1.74 亿元，同比下降 62.25%，主要系原材料涨价、氨基酸产品价格下降和新开工项目折旧增加所致。

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 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。具体来看，2018 年，赖氨酸收入较上年小幅下降 1.32%，占比为 37.90%，较上年下降 7.02 个百分点；味精收入较上年增长 30.11%，主要系销量及销售价格提高所致，占比 23.91%；苏氨酸收入较上年增长 66.41%，主要系内蒙古伊品生物科技有限公司（以下简称“内蒙公司”）10 万吨苏氨酸于 2017 年 10 月投产，2018 年产能完全释放，销售量大幅增加所致，占比 14.10%，较上年上升 4.20 个百分点；副产品收入较上年增长 40.22%，主要系内蒙公司味精、苏氨酸产能释放，玉米加工量大幅增加所致，占比较上年上升 3.02 个百分点。

从毛利率情况来看，2018年，公司综合毛利率为17.66%，较上年下降5.16个百分点，主要系赖氨酸和苏氨酸毛利率下降所致。具体来看，2018年，赖氨酸毛利率较上年下降7.46个百分点至

20.59%，苏氨酸毛利率较上年下降16.09个百分点至11.92%，主要系原材料玉米及其他部分辅料价格上涨，叠加2018年下游饲料行业和养殖行业受“非洲猪瘟”等影响，饲料氨基酸价格降低所致；味精毛利率为11.53%，较上年上升3.79个百分点；副产品毛利率为21.34%，较上年变化不大。

表 1　2017~2018 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
赖氨酸	29.57	44.92	28.05	29.18	37.90	20.59
味精	14.15	21.50	7.74	18.41	23.91	11.53
苏氨酸	6.52	9.90	28.01	10.85	14.10	11.92
复混肥	1.68	2.55	35.56	1.86	2.42	40.23
色氨酸	0.00[2]	--	--	0.34	0.45	5.93
副产品	10.02	15.23	21.77	14.05	18.25	21.34
其他	3.88	5.90	26.38	2.29	2.98	17.66
合计	**65.83**	**100.00**	**22.82**	**77.00**	**100.00**	**17.66**

资料来源：审计报告。

总体看，2018 年，公司营业收入有所增长；受原材料价格上涨和下游养殖行业不景气影响，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，2018年，公司玉米的采购量为212.23万吨，较上年增长8.96%；煤炭的采购量为308.02万吨，较上年小幅下降3.12%。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。2018年，公司玉米采购均价为1,819.61元/吨，较上年增长7.72%；煤炭采购均价为300.11元/吨，较上年增长5.06%。

表 2　2017~2018 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	2017 年	2018 年
玉米	采购量（万吨）	194.77	212.23
	采购均价（不含税金额，元/吨）	1,689.25	1,819.61
	采购金额（万元）	329,011.06	386,175.13
煤	采购量（万吨）	317.94	308.02
	采购均价（不含税金额，元/吨）	285.66	300.11
	采购金额（万元）	90,822.60	92,439.11
液氨	采购量（万吨）	24.77	14.07
	采购均价（不含税金额，元/吨）	2,315.51	2,106.42
	采购金额（万元）	57,370.89	29,638.83
液碱	采购量（万吨）	1.97	3.07
	采购均价（不含税金额，元/吨）	2,922.96	1,612.39
	采购金额（万元）	5,763.68	4,954.07

资料来源：公司提供

[2] 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。

采购供应商方面，2018 年，公司前五名供应商采购金额占比 13.01%，较上年下降 3.06 个百分点，采购集中度仍较低。

表 3　2017~2018 年公司原材料前五名供应商（单位：万元、%）

序号	2017 年			2018 年		
	供应商名称	金额	占比	供应商名称	金额	占比
1	马忠云	28,366.38	5.68	中谷承德国家粮食储备有限公司	15,738.62	2.75
2	铁海军	15,768.19	3.16	中央储备粮赤峰直属库有限公司	22,080.94	3.86
3	全怀川	13,806.85	2.77	内蒙古平庄能源股份有限公司煤炭销售分公司	16,053.89	2.80
4	中央储备粮银川直属库	13,042.67	2.61	锡林郭勒蒙虹煤炭运销有限公司	11,582.88	2.02
5	神华宁夏煤业集团有限责任公司	9,246.86	1.85	宁夏盛宇兴工贸有限公司	9,034.45	1.58
合计	--	**80,230.95**	**16.07**	--	**74,490.77**	**13.01**

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司玉米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；公司采购集中度仍较低。

3．生产情况

2018 年，公司依旧采用“以销定产”的生产模式编制年度生产预算。

公司在宁夏、内蒙赤峰、黑龙江大庆设立三大生产基地，黑龙江大庆生产基地于 2018 年年末投产试车。

从产能上看，2018 年，随着公司内蒙古的生产基地逐渐投产，公司味精、复混肥和苏氨酸的产能均有所提升。其中，味精产能提升至 42.00 万吨/年，复混肥产能提升至 28.00 万吨/年，苏氨酸产能提升至 16.80 万吨/年。2018 年，公司赖氨酸产能无变化。

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。2018 年，除复混肥外，其他产品产量均有小幅增长。2018 年，公司开始生产色氨酸，但产能利用率为 12.48%，处于较低水平；苏氨酸产量较上年增长 95.19%，主要系新增产能逐步释放所致，产能利用率为 88.17%，较上年下降 23.43 个百分点。

表 4　2017~2018 年公司主要产品产能、产量（单位：吨/年、吨、%）

产品名称	指标	2017 年	2018 年
赖氨酸	产能	560,000.00	560,000.00
	产量	528,294.63	547,417.36
	产能利用率	94.34	97.75
味精	产能	415,000.00	420,000.00
	产量	260,177.43	291,211.19
	产能利用率	62.69	69.34
复混肥	产能	270,000.00	280,000.00
	产量	264,670.40	259,935.80
	产能利用率	98.03	92.83
苏氨酸	产能	68,000.00	168,000.00

	产量	75,886.06	148,121.58
	产能利用率	111.6	88.17
色氨酸	产能	4,500.00	4,500.00
	产量	--	561.55
	产能利用率	--	12.48

资料来源：公司提供

总体看，2018 年，公司主要产品产量有不同程度增长；受扩产影响，苏氨酸产能利用率有所下降；色氨酸产能利用率尚处于较低水平。

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。2018年，国外销售占比为27.41%，国内销售占比72.59%，国内占比下降3.60个百分点，仍以国内为主。

表 5　2017~2018 年公司主营业务收入区域销售情况（单位：万元、%）

地区名称	2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比
国内	471,970.42	76.19	542,277.86	72.59
国外	147,519.92	23.81	204,780.57	27.41
合计	**619,490.35**	**100.00**	**747,058.43**	**100.00**

资料来源：审计报告

从销量看，2018 年，除复混肥销量较上年小幅下降 3.53%外，其余各产品销量均实现不同程的增长，其中赖氨酸销量较上年增长 7.59%，味精销量较上年增长 10.64%，苏氨酸销量较上年增长 89.04%。从销售价格来看，2018 年，受行业内产能过剩且养殖行业景气度下行影响，公司赖氨酸销售均价较上年下降了 8.28%，苏氨酸销售均价较上年下降 14.76%；味精销售均价较上年增长 10.33%，主要系行业内部分企业因环保原因停产限产，市场供应和下游客户预期受到影响所致；复混肥销售均价较上年上涨了 14.74%，主要系环保限产和客户需求增加等影响带动复混肥价格同步走高所致。

表 6　2017~2018 年公司主要产品销量、均价（单位：吨、元/吨、%）

产品名称	指标	2017 年	2018 年
赖氨酸	销量	522,094.27	561,703.88
	销售均价	5,664.66	5,195.64
	产销率	98.93	102.61
味精	销量	270,253.56	299,005.70
	销售均价	5,582.05	6,158.41
	产销率	103.87	102.68
复混肥	销量(吨)	234,027.70	225,773.31
	销售均价	718.04	823.91
	产销率	88.42	86.86
苏氨酸	销量	79,072.15	149,480.66
	销售均价	8,518.64	7,261.15
	产销率	104.20	100.92

色氨酸	销量	--	685.65
	销售均价	--	49,987.86
	产销率	--	122.10

资料来源：公司提供

2018 年，前五名客户销售额 88,982.21 万元，占年度销售总额 11.56%，集中度一般。

总体看，2018 年，公司销售仍以国内为主，除复混肥外，各产品销量均有所增长；赖氨酸和苏氨酸销售均价出现下降，味精销售均价有所提升。

5．在建项目

截至 2018 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 55.09 亿元，已投资 36.83 亿元，尚需投资 18.26 亿元。

表 7　截至 2018 年底公司重大在建项目情况（单位：万元、%）

项目	预算数	工程投入占预算比例	工程进度
污水尾气处理	10,055.20	55.07	55.07
缬氨酸技改项目	2,180.00	94.69	94.69
内蒙伊品谷氨酸钠及配套合成氨项目	1,053.62	97.21	97.21
内蒙伊品三期苏氨酸项目	72,277.00	100.00	100.00
内蒙伊品年产 14 万吨谷氨酸钠蛋白饲料技改项目	2,892.80	100.00	100.00
年产 1 万吨 L-丙氨酸项目	7,791.00	0.02	--
年产 10 万吨复混肥项目	8,000.00	128.72	99.00
黑龙江伊品热电项目	135,967.00	52.46	70.00
黑龙江伊品玉米深加工项目	310,675.00	65.29	95.00
合计	**550,891.62**	--	--

资料来源：审计报告

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和投资回报的不确定性。

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

公司将以前沿生物科技技术为导向、以生物发酵能力为优势，通过人才、资金、技术等方面的持续投入，不断优化业务组合。坚持以“满足客户需求”为导向，建设高效的管理、研发、销售团队，加强技术研发和创新，不断提升产品品质、降低成本，积极开拓市场，紧密与客户、供应商的合作，努力成为全球领先的营养健康解决方案服务商。

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 2018 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。公司根据财政部最新要求对财务报表格式进行了修订。2018 年，公司合并范围未发生变化，公司财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 117.03 亿元，负债合计 82.16 亿元，所有者权益（含少数股东权益）34.87 亿元，全部为归属于母公司所有者权益。2018 年，公司实现营业收入 77.00 亿元，净利润（含少数股东损益）1.74 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 6.29 亿元，现金及现金等价物净增加额为-5.10 亿元。

2．资产质量

截至2018年底，公司资产总额117.03亿元，较年初增长33.61%，流动资产和非流动资产均有所增长；其中，流动资产占24.66%，非流动资产占75.34%，非流动资产占比略有上升，仍以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至2018年底，公司流动资产合计28.86亿元，较年初增长23.94%，主要系货币资金、应收账款、预付账款、其他非流动资产增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占比34.06%）、应收账款（占比12.13%）、预付款项（占比20.04%）、存货（占比21.36%）和其他流动资产（占比10.97%）构成。

截至2018年底，公司货币资金为9.83亿元，较年初增长9.48%，主要系销售回款受经营规模增扩大的影响而增加，以及增加银行借款所致；公司货币资金主要由银行存款（占比20.02%）和其他货币资金（占比79.98%）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、保证金定期存单和在途资金等，使用受限比例很高。

截至2018年底，公司应收账款账面价值为3.50亿元，较年初增长84.50%，主要系内蒙公司产能完全释放后收入增加，应收货款增多所致。截至2018年底，从账龄上看，一年以内的应收账款占余额的94.41%，一年至两年的占5.58%；公司全部采用账龄法计提坏账准备，公司累计计提坏

账准备1,957.80万元，计提比例5.29%，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35.06%，集中度较高。

截至2018年底，公司预付款项为5.78亿元，较年初增长86.03%，主要系黑龙江项目建设预付工程款所致；公司预付款项以一年以内为主（占比95.29%）。

截至2018年底，公司存货为6.17亿元，较年初下降0.55%；公司存货主要由原材料（占比57.58%）、库存商品（占比27.56%）和在产品（占比13.88%）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17.74万元，考虑到公司主要产品市场价格易发生波动，公司存在一定的存货跌价风险。

截至2018年底，公司其他流动资产为3.17亿元，较年初增长50.72%，主要系黑龙江伊品玉米深加工项目购置固定资产进项税留抵所致。

（2）非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产合计88.16亿元，较年初增长37.12%，主要系固定资产及在建工程大幅增加所致；公司非流动资产主要以固定资产（占比73.26%）和在建工程（占比24.26%）为主。

截至2018年底，公司固定资产为64.59亿元，较年初增长15.82%，主要系在建工程中黑龙江伊品玉米深加工项目、内蒙伊品三期苏氨酸项目等工程部分达到使用状态，转入固定资产所致；公司固定资产主要由房屋建筑物（占比40.64%）、机械设备（占比58.96%）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2018底，公司累计计提折旧27.67亿元，固定资产成新率为70.41%，成新率尚可。

截至2018年底，公司在建工程21.39亿元，较年初增长234.21%，主要系黑龙江伊品玉米深加工等项目投入增加所致。

截至2018年底，公司所有权或使用权受到限制的资产金额为59.49亿元，占期末资产总额的50.83%，受限比例很高。公司受限资产的类型主要有货币资金、固定资产等，具体如下表所示。

表 8　截至 2018 年底公司资产受限情况（单位：万元、%）

项目	年末账面价值	受限原因
货币资金	46,347.58	银行承兑汇票保证金
货币资金	31,270.40	保证金定期存单
货币资金	1,002.83	在途资金
货币资金	11.50	海关保证金
应收票据	750.00	票据池质押
存货	4,205.00	抵押借款
固定资产	502,458.20	抵押借款
在建工程	2,721.52	抵押借款
无形资产	6,119.66	抵押借款
合计	**594,886.69**	--

资料来源：公司年报

此外，公司所持子公司内蒙公司100%股权已质押给银行用于融资。

总体看，跟踪期内，公司资产规模大幅增长，仍以非流动资产为主，固定资产及在建工程较大。公司受限资产占比很高，整体资产质量一般。

3．负债及所有者权益

（1）负债

截至2018年底，公司负债合计82.15亿元，较年初增长35.70%，流动负债和非流动负债均有所增长；其中，流动负债占比72.46%，非流动负债占比27.54%，以流动负债为主。

流动负债

截至2018年底，公司流动负债为59.53亿元，较年初增长48.43%，主要系短期借款、应付票据、应付账款和其他应付款增加所致；公司流动负债主要以短期借款（占比29.12%）、应付票据（占比15.67%）、应付账款（占比35.19%）、预收款项（占比5.98%）和其他应付款（占比6.82%）为主。

截至2018年底，公司短期借款为17.33亿元，较年初增长84.68%，主要系公司补充流动资金所致；公司短期借款包括质押借款（占比17.68%）、抵押借款（占比64.98%）、保证借款（占比9.46%）和信用借款（占比8.08%）。

截至2018年底，公司应付票据为9.33亿元，较年初增长173.66%，主要系公司当期以票据形式向供应商支付货款增加所致。公司应付票据均为银行承兑汇票。

截至2018年底，公司应付账款为20.95亿元，较年初增长68.14%，主要系2018年末黑龙江一期项目应付工程款和设备款较上期大幅度增加所致。

截至2018年底，公司预收款项为3.56亿元，较年初增长53.39%，主要系内蒙公司产能完全释放后，业务规模增加所致。

截至2018年底，公司其他应付款为4.06亿元，较年初增长15.39%，主要系增加往来款所致。

非流动负债

截至2018年底，公司非流动负债为22.62亿元，较年初增长10.70%，主要系因项目建设需要增加长期借款所致；公司非流动负债主要以长期借款（占比72.36%）、应付债券（占比16.44%）和递延收益（占比6.76%）构成。

截至2018年底，公司长期借款为16.37亿元，较年初增长11.28%，主要系新增黑龙江伊品项目借款所致。从到期集中度来看，2020年到期的占比27.33%，2021年到期的占比18.79%，2022年到期的占比51.49%，2023年到期的占比2.39%，公司集中偿付压力一般。

截至2018年底，公司应付债券为3.72亿元，较年初增长0.91%，全部为2016年3月21日所发行的“16伊品债”。

截至2018年底，公司递延收益为1.53亿元，较年初增长10.70%，全部为尚待确认收入的政府扶持资金。

截至2018年底，公司全部债务合计48.39亿元，较年初增长28.61%，主要系业务规模扩大及在建项目支出带动资金需求增长所致；其中，短期债务占比57.45%，长期债务占比42.55%，以短期债务为主；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70.20%、58.12%和37.13%，其中资产负债率较年初上升了1.08个百分点，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较年初分别下降了0.07个百分点和3.55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，债务负担仍较重。

（2）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 34.87 亿元，较年初增长 28.96%，主要系股东增资、利润积累，使得股本、资本公积和未分配利润增长所致。截至 2018 年底，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 13.28%，资本公积占比 34.87%、盈余公积占比 8.74%、未分配利润占比 43.09%，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，公司所有者权益有所增长，未分配利润占比较高，权益稳定性一般。

4．盈利能力

随着销售规模的扩大，2018年公司实现营业收入77.00亿元，同比增长16.96%；由于原材料涨价和内蒙古项目折旧增加，公司营业成本为63.40亿元，同比增长24.78%，增速高于营业收入增长速度；公司净利润为1.74亿元，同比下降62.25%。

期间费用方面，2018年，公司期间费用为11.60亿元，同比增长17.49%，主要系销售费用和管理费用增加所致；公司销售费用、管理费用（包含研发费用）和财务费用分别占期间费用的40.13%、45.72%和14.15%，以销售费用和管理费用为主。2018年，公司管理费用为5.30亿元，同比增长23.39%，主要系职工薪酬增长所致；公司销售费用为4.66亿元，同比增长9.75%，主要系港杂费增加所致；公司财务费用为1.64亿元，同比增长23.12%，主要系利息费用增加所致。2018年，公司费用收入比为15.07%，公司期间费用对利润侵蚀严重，费用控制能力一般。

2018年，公司其他收益为0.78亿元，同比增长20.51%，公司其他收益主要为政府补助，占营业利润的40.23%，公司营业利润对其他收益依赖较大；公司投资收益较小，对营业利润贡献不大。

从盈利指标来看，受原材料采购价格和氨基酸价格下降上涨影响，公司盈利能力有所下降。2018 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 4.59%、3.49%和 5.63%，较上年分别下降了 4.73 个百分点、4.25 个百分点和 12.26 个百分点。

总体看，跟踪期内，伴随公司主营业务经营规模的扩大，公司营业收入实现增长；受原材料采购价格上涨和氨基酸价格下降等影响，公司盈利能力大幅下降。

5．现金流

从经营活动来看，2018年，公司经营活动现金流入量为75.58亿元，同比增长8.63%，主要系公司销售规模扩大所致；经营活动现金流出为69.29亿元，同比增长19.27%，主要系公司原材料采购金额增加所致。受上述因素影响，2018年公司经营活动产生的现金流量净额为6.29亿元，同比下降45.18%。从收入实现质量来看，2018年公司现金收入比为95.33%，较2017年的100.37%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，2018 年，公司投资活动现金流入量为 1.19 亿元，较上年增加 0.79 亿元，主要系政府补助和资金往来增加所致；投资活动现金流出量为 19.94 亿元，同比增长 43.80%，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，2018 年公司投资活动产生的现金流量净额为-18.74 亿元，净流出规模较上年增长 39.24%。

从筹资活动看，2018 年，公司筹资活动现金流入为 33.24 亿元，同比增长 21.99%，主要系股东增资所致；筹资活动现金流出为 25.91 亿元，同比增长 19.87%，主要系公司偿还债务支付的现金增加所致。受上述因素影响，2018 年公司筹资活动产生的现金流量金额为 7.33 亿元，同比增长 30.15%。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金继续保持净流入状态，但现金净流入量、收入的实现质量均有所下降；公司经营活动现金流无法满足其投资活动现金需求，公司存在较大的外部融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 0.48 倍和 0.38 倍，较上年底的 0.58 倍和 0.43 倍均有所下降；公司现金短期债务比为 0.36 倍，较上年底的 0.48 倍有所下降，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，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2018年，公司 EBITDA 合计8.73亿元，同比下降17.31%，主要系利润总额减少所致；其中，折旧占比58.54%，摊销占比0.52%，计入财务费用的利息支出占比18.88%，利润总额占比22.06%。2018年，公司 EBITDA 全部债务比为0.18倍，较上年的0.28倍有所下降；公司的 EBITDA 利息倍数由上年的7.68倍下降至4.60倍，公司长期偿债能力尚可。

截至2018年底，公司获得各银行授信合计35.19亿元，未使用6.16亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。

截至2018年底，公司不存在对外担保事项。

截至2018年底，公司不存在重大未决诉讼事项。

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 2019 年 4 月 29 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，公司偿债能力指标有所下降，但考虑到公司的行业地位，过往债务履约情况以及在建项目投产后可能对盈利能力带来的积极影响，公司偿债能力仍属很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年底，公司现金类资产达9.92亿元，扣除2019年3月已支付债券回售款后的余额为8.42亿元，约为“16伊品债”本金[3]（2.30亿元）的3.66倍，公司现金类资产对“16伊品债”的覆盖程度较好；净资产达34.87亿元，约为“16伊品债”本金（2.30亿元）的15.16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，2018年，公司EBITDA为8.73亿元，约为“16伊品债”本金（2.30亿元）的3.80倍，公司EBITDA对“16伊品债”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2018年，公司经营活动产生的现金流入75.58亿元，约为“16伊品债”本金（2.30亿元）的32.86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，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

[3] 指 2019 年 3 月底剩余本金，下同

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。后经过多次增资及股权转让后，截至2018年底，西部担保注册资本45.87亿元，其中银川市金融控股有限公司、银川市新兴产业投资有限公司、银川通联资本投资运营有限公司和银川银信资产管理有限公司持股比例分别为65.53%、8.31%、4.36%和21.80%。

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2019年3月底，西部担保内设担保事业一、二、三部，资产监管部，合规风控部，人力资源部，财务部，办公室，研发部，品牌运营部等10个职能部门；西部担保拥有在职员工总数96人。

截至 2018 年底，西部担保的资产总额 67.88 亿元，负债总额 16.58 亿元，所有者权益合计 51.31 亿元。2018 年，西部担保实现营业收入 3.08 亿元，其中，担保业务收入 0.45 亿元，投资收益 0.84 亿元，实现净利润 1.74 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。2018 年，西部担保实现营业收入 3.08 亿元，同比下降 23.91%；其中，担保业务收入 0.45 亿元，同比下降 53.17%；投资收益 0.84 亿元，同比下降 59.37%。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 9　2017~2018 年西部担保担保业务情况

项目	2017 年	2018 年
当年担保发生额(亿元)	34.42	9.83
其中：融资性贷款担保	33.32	9.10
履约性担保	1.10	0.73
当年应解保额（亿元）	55.22	29.85
期末担保余额(亿元)	59.68	39.66
期末担保责任余额(亿元)	59.68	39.66
其中：融资性贷款担保	37.58	27.83
履约性担保	22.10	11.83
期末在保户数（户）	41	22
其中：融资性担保	35	21
非融资性担保	1	4
当年担保代偿额	0.24	--
前 5 大客户担保责任余额（亿元）	41.35	25.55

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和融资性贷款担保。2018 年，西部担保担保业务发生额为 9.83 亿元，同比下降 71.44%，其中融资性贷款担保占比 92.57%，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 2018 年底，西部担保期末担保余额 39.66 亿元，较上年下降 33.55%，其中融资性贷款担保占比 70.17%。截至 2018 年底，西部担保在保客户 22 户，较 2017 年减少 19 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。2018 年，西部担保平均担保费率为 0.90%，较上年小幅下降。

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 2018 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 86.50 亿元。

担保业务组合分析

从额度控制情况来看，截至 2018 年底，西部担保期末担保责任余额 39.66 亿元，在保客户 22 户，户均担保责任余额 1.80 亿元；融资性贷款担保责任余额 27.83 亿元，户均分担 1.33 亿元。截至 2018 底，西部担保单户最大担保责任余额为 7.25 亿元，单笔最长担保期限 240 个月；前五大客户担保余额较 2017 年底下降 17.25 亿元，西部担保前五大客户集中度较高。

表 10　截至 2018 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	宁夏如意科技时尚产业有限公司	72,500.00
2	北京如意时尚投资控股有限公司	70,000.00
3	宁夏伊品生物科技股份有限公司	48,000.00
4	宁夏超龙教育投资控股有限公司	28,000.00
5	永宁县欣荣城乡发展有限公司	22,500.00
合计		**241,000**

资料来源：西部担保提供

从区域、行业集中度看，截至 2018 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棉纺织及印染精加工、企业总部管理业、高等教育、调味品、发酵制品制造等，其中占比最大的客户期末担保责任余额为 7.25 亿元，占西部担保累计担保额的比重为 18.28%，行业集中度一般。截至 2018 年底，西部担保担保业务采用的主要反担保方式有 3 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 2018 年底，西部担保担保业务中，期限 1 年内的担保责任余额为 12.28 亿元，1~2 年的为 1.11 亿元，2~3 年的为 3.89 亿元，3 年以上的 22.41 亿元，整体代偿压力集中度一般。

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 2018 年底，西部担保计提各项风险准备金余额为 2.10 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 2018 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 2018 年底，西部担保的资产总额 67.88 亿元，负债总额 16.58 亿元，所有者权益合计 51.31 亿元，未到期责任准备金余额-0.15 亿元。2018 年，西部担保实现营业收入 3.08 亿元，其中，担保业务收入 0.45 亿元，投资收益 0.84 亿元，实现净利润 1.74 亿元。

截至 2018 年底，西部担保资产总额 67.88 亿元，较年初增长 14.57%，主要系可供出售金融资

产增加所致。从资产构成来看，西部担保资产主要由其他应收款（占比 51.74%）、应收利息（占比 5.57%）和可供出售金融资产（占比 35.90%）。截至 2018 年底，西部担保其他应收款为 35.12 亿元，较年初增长 79.37%，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；应收利息 3.78 亿元，较年初增长 126.73%，主要是应收借款利息和应收债券利息增长所致；可供出售金融资产为 24.37 亿元，较年初增长 30.31%，主要系新增宁夏银行股份有限公司投资所致。

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 2018 年底，西部担保负债合计 16.58 亿元，较上年增长 8.03%，主要系流动负债增长所致；西部担保负债以应交税费（占比 14.48%）、其他应付款（占比 62.98%）、担保赔偿准备金（占比 11.15%）和专项应付款（9.42%）为主；其中其他应付款主要为对银川市产城资本投资控股有限公司的拟出资款。截至 2018 年底，西部担保资产负债率为 24.42%，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 2018 年底，西部担保所有者权益合计 51.31 亿元，较年初增长 16.85%，其中实收资本 45.87 亿元，占比 89.40%，西部担保所有者权益稳定性较好。截至 2018 年底，西部担保权益负债比为 32.31%，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 2018 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一定补充作用。2018 年，西部担保实现营业收入 3.08 亿元，其中，已赚保费（担保业务）收入 0.45 亿元，投资收益 0.84 亿元，其他业务收入 1.64 亿元。其中，已赚保费对营业收入的贡献率为 19.38%，投资收益对营业收入的贡献率为 35.96%，其他业务收入（主要为资金占用费收入）对营业收入的贡献率为 53.43%，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。2018 年，西部担保实现净利润 1.74 亿元，较上年下降 29.38%。

资本充足性方面，截至 2018 年底，西部担保净资产为 51.31 亿元，期末担保责任余额为 39.66 亿元，净资产放大倍数为 1.29 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（登记注册号 916401003964447587），截至 2019 年 4 月 4 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。

（4）担保效果评价

以 2018 年底财务数据测算，“16 伊品债”剩余额度（2.30 亿元）占西部担保资产总额的 3.39%，占所有者权益总额的 4.48%，占比一般。

总体看，跟踪期内，西部担保资本实力进一步增强，其担保对“16 伊品债”的信用水平具有显著的提升作用。

九、综合评价

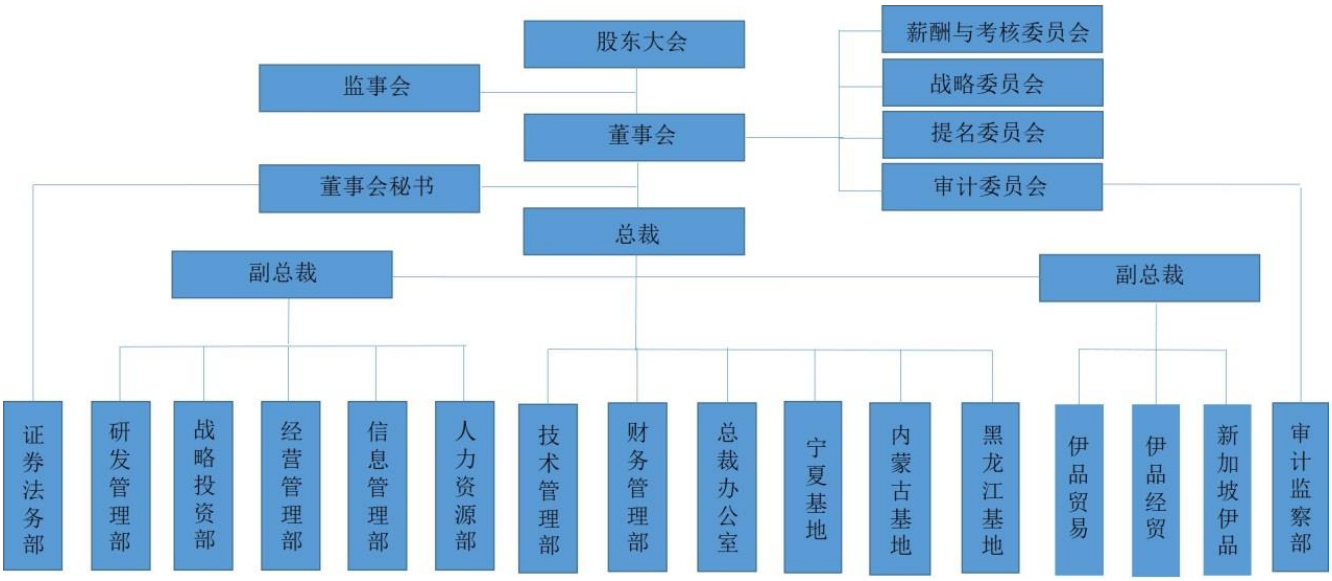
跟踪期内，受益于主要产品产能的进一步扩张以及销售力度的加大，公司整体经营状况稳定，主要产品产销量均有所增长，但受原材料价格上涨、下游养殖行业景气度下行以及计提固定资产折旧影响，公司综合毛利率水平有所下降，净利润规模大幅下降。同时，联合评级关注到氨基酸行业竞争激烈、供需失衡，部分产品产能利用率较低，公司受限资产占比高，整体债务负担较重，期间费用对营业利润侵蚀严重以及在建项目资金支出压力大等因素对公司信用水平可能带来不利影响。

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	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	87.58	117.03
所有者权益（亿元）	27.04	34.87
短期债务（亿元）	19.09	27.80
长期债务（亿元）	18.54	20.59
全部债务（亿元）	37.63	48.39
营业收入（亿元）	65.83	77.00
净利润（亿元）	4.62	1.74
EBITDA（亿元）	10.56	8.73
经营性净现金流（亿元）	11.48	6.29
应收账款周转次数（次）	39.24	27.04
存货周转次数（次）	8.87	10.23
总资产周转次数（次）	0.82	0.75
现金收入比率（%）	100.37	95.33
总资本收益率（%）	9.32	4.59
总资产报酬率（%）	7.74	3.49
净资产收益率（%）	17.89	5.63
营业利润率（%）	21.88	16.72
费用收入比（%）	15.00	15.07
资产负债率（%）	69.12	70.20
全部债务资本化比率（%）	58.19	58.12
长期债务资本化比率（%）	40.68	37.13
EBITDA 利息倍数（倍）	7.68	4.60
EBITDA 全部债务比（倍）	0.28	0.18
流动比率（倍）	0.58	0.48
速动比率（倍）	0.43	0.38
现金短期债务比（倍）	0.48	0.36
经营现金流动负债比率（%）	28.62	10.57
EBITDA/待偿本金合计（倍）	4.60	3.80

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	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	59.25	67.88
所有者权益合计（亿元）	43.91	51.31
负债合计（亿元）	15.34	16.58
担保责任余额（亿元）	59.68	39.66
营业收入（亿元）	4.04	3.08
净利润（亿元）	2.46	1.74
担保业务收入（亿元）	0.95	0.45

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。