

信用等级公告

联合[2015]355 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拟发行的 2016 年公司债券进行综合分析和评估，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拟发行的 2016 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一五年七月三日

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

2016 年公司债券信用评级报告



主体长期信用等级: AA-

本期债券信用等级: AA

评级展望: 稳定

担保方: 西部(银川)担保有限公司

担保方式: 全额无条件不可撤销连带责任保证担保

本期发行规模: 6 亿元

债券期限: 5 年期, 附第 3 年末调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式: 按年付息、到期一次还本

评级时间: 2015 年 7 月 3 日

主要财务数据:

发行方

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
资产总额(亿元)	46.26	58.96	61.11	64.30
所有者权益(亿元)	13.96	19.69	19.87	20.57
长期债务(亿元)	6.03	7.06	9.36	9.84
全部债务(亿元)	22.59	25.57	28.25	31.10
营业收入(亿元)	39.05	38.95	45.17	11.75
净利润(亿元)	1.14	0.05	0.38	0.37
EBITDA(亿元)	5.20	4.37	4.71	—
经营性净现金流(亿元)	2.86	2.89	6.19	1.13
营业利润率(%)	15.99	13.67	15.28	18.06
净资产收益率(%)	8.38	0.28	1.92	1.84
资产负债率(%)	69.82	66.61	67.49	68.01
全部债务资本化比率(%)	61.80	56.50	58.71	60.19
流动比率	0.57	0.39	0.45	0.53
EBITDA 全部债务比	0.23	0.17	0.17	—
EBITDA 利息倍数(倍)	4.07	3.12	2.81	—
EBITDA 本期发债额度(倍)	0.87	0.73	0.79	—

担保方

项 目	2014 年
资产总额(亿元)	20.09
所有者权益合计(亿元)	19.84
营业总收入(亿元)	0.45
净利润(亿元)	0.24
经营性净现金流(亿元)	-0.70
资产负债率(%)	1.24

注: 1、本报告所引用数据均为合并口径。2、公司 2015 年 1 季度财务报表未经审计, 相关指标未年化。

评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对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”)及本期债券的评级反映了公司作为国内综合实力居前的生物发酵企业, 在全国具有较强的竞争力。公司构建了完整的工业生产链和供应链, 技术研发、生产装备现代化和自动化水平居行业领先水平, 人均创利较高, 并对下游客户具有较强的议价能力。同时, 联合评级关注到近年公司产能扩张速度较快, 流动资金面临一定的压力等因素给公司经营所带来的不利影响。

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, 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, 公司未来发展前景良好。联合评级对公司的评级展望为稳定。

本期债券由西部(银川)担保有限公司(以下简称“西部担保”)提供担保, 西部担保股东背景优良, 资本实力较强, 其作为银川市国有担保机构, 整体担保能力较强, 其担保对本期债券信用状况具有显著的积极影响。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估, 总体看, 本期债券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。

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, 竞争优势明显。

2. 公司主要生产厂区位于银川市和赤峰市, 周边区域公司所需原料供应较为充足, 有利于公司及时低价采购和采购成本的锁定。

3. 公司拥有稳定的下游客户, 并且终端客户占比逐渐增加, 公司对客户具有较强的议

价能力。

4. 西部担保作为银川市国有担保机构，股东背景优良，资本实力较强，担保能力较强，其担保对本期债券信用状况具有显著的积极影响。

关注

1. 近年公司主要产品氨基酸及味精价格波动较大，影响了公司净利润的稳定增长。

2. 近年公司扩充产能形成的资本性支出较大，公司流动资金面临一定的压力。

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

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

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与宁夏伊品生物科技股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与宁夏伊品生物科技股份有限公司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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因宁夏伊品生物科技股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由宁夏伊品生物科技股份有限公司提供，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发行人及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本期债券信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，联合评级将持续关注发行人动态；若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券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前身系宁夏伊品生物工程有限公司，于2003年设立，初始注册资本1,500万元，其中自然人铁小荣以现金方式出资1,200万元，闫晓林以现金方式出资100万元，宁夏伊品食品集团有限公司（以下简称“伊品集团”）以现金方式出资200万元。

2004年至2007年，公司注册资本由1,500万元增至7,900万元。2004年，公司注册资本由1,500万元增至2,700万元，并变更部分股东及其出资份额，变更后的股东及其出资额为：闫晓平出资1,120万元，铁小荣出资980万元，纳洪福出资400万元，闫晓林出资100万元，董国营出资50万元，马吉银出资50万元。2006年，公司变更部分股东及其出资份额，并增加注册资本，公司注册资本增至5,000万元，伊品集团出资2,700万元、铁小荣出资2,300万元。2007年5月30日，公司增加注册资本至7,900万元，伊品集团出资5,600万元、铁小荣出资2,300万元。

2007年6月25日，以公司截至2007年5月31日经审计的账面净资产196,190,573.22元，按1:0.9175的比例折为公司股份，其中180,000,000.00元折为公司股份，其余16,190,573.22元计入资本公积金。各发起人以公司2007年5月31日经审计后的账面净资产作为出资投入股份公司，并按其持有公司股权比例认购股份公司的股份，其中：伊品集团持股12,760.20万股，铁小荣持股5,239.80万股，公司总股本18,000万股。

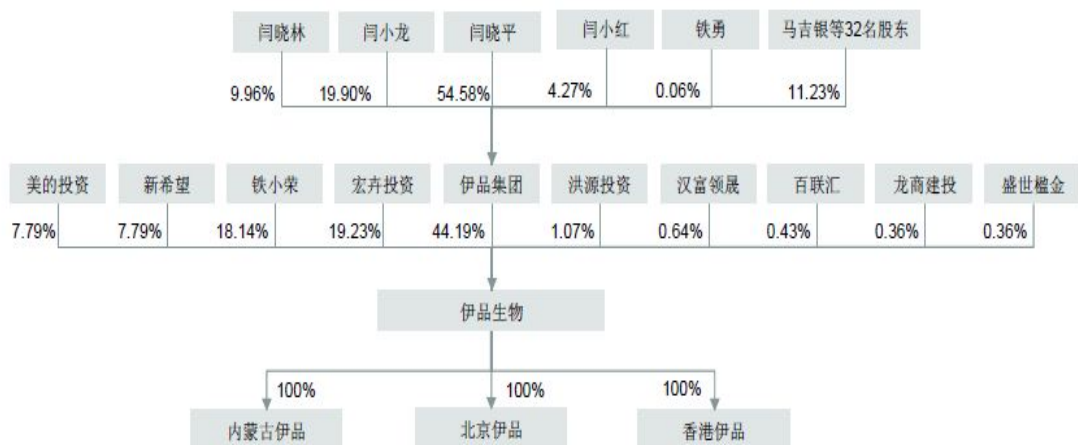
2009年11月12日，公司名称变更为“宁夏伊品生物科技股份有限公司”。2010年，经股权转让、未分配利润转增股本及增加注册资本，公司总股本变更为32,480.00万股。

2013年5月17日，上海宏卉投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“宏卉投资”）向公司出资人民币50,000万元，认购公司新增股份80,169,252股，公司注册资本变更为人民币40,496.93万元。

2013年5月24日，深圳天盛洪源股权投资合伙企业（有限合伙）、廊坊市汉富领晟股权投资基金合伙企业（有限合伙）、宁夏百联汇投资控股股份有限公司、深圳盛世楹金股权投资合伙企业（有限合伙）、北京龙商建投投资管理中心（有限合伙）向公司出资人民币8,000万元，认购公司新增股份11,910,862股，公司注册资本变更为人民币41,688.01万元。

截至2015年3月末，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。公司股权结构见下图：

图1 公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：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；农业生产资料（不含专项审批项目及易制毒危险品）销售；粮食收购、加工；铁路运输服务；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）。

公司内部设置有行政部、人力资源部、财务部、品质管理部、技术中心、证券部、安全环境部、信息中心、审计监察部；销售一、二、三部、国际业务部、快消品部、市场部、物流中心；生产一、二、三、四、五部及动力部；设备部、调度中心、设计室；采购一、二、三部等 29 个部门（详见附件 1），截至 2015 年 3 月末，公司共有员工 3,747 人。公司下设 3 家全资子公司，其中内蒙古伊品生物科技有限公司，主要从事农副产品的生产加工；北京中科伊品生物科技有限公司，主要从事技术开发；伊品生物科技（香港）有限公司，主要从事贸易业务；公司下设分公司宁夏伊品生物科技股份有限公司农牧分公司，主要生产复混肥及菌体蛋白。

截至2014年底，公司资产总额61.11亿元，负债总额41.24亿元，所有者权益合计19.87亿元；2014年公司实现营业收入45.17亿元，净利润0.38亿元；经营活动产生的现金流量净额6.19亿元，现金及现金等价物净增加额1.22亿元。

截至2015年3月底，公司资产总额64.30亿元，负债合计43.73亿元，所有者权益合计20.57亿元；2015年1~3月，公司实现营业收入11.75亿元，净利润0.37亿元；经营活动产生的现金流量净额1.13亿元，现金及现金等价物净增加额0.50亿元。

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、本期债券概况

1. 本期债券概况

本期债券名称为“宁夏伊品生物科技股份有限公司2016年公司债券”，发行规模不超过人民币6亿元，债券期限为5年期，并附第3年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期债券由西部担保提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期发行公司债券的募集资金扣除相关费用后拟主要用于补充公司营运资金。

三、行业分析

公司是以氨基酸、味精、复混肥及玉米副产品等生产与销售为主营业务的国家高新技术企业，2014年赖氨酸、苏氨酸和味精产品收入占其主营业务收入的77.97%。从生产工艺、产品角度来细分，公司归属于发酵制品制造业。

（一）味精行业

行业概况

味精产品是一种重要的增鲜调味品。调味品包括咸味剂、酸味剂、甜味剂、鲜味剂（或称增鲜调味品）、辛香剂和复合调味剂等。其中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（众多增鲜品中都含有味精，比如鸡精成分占比中约40%是味精，以及酱油等其他调味品）。

因此，味精仍是目前中国大陆增鲜调味品市场重要的品种。鲜味调味料作为调味品行业的重要分支之一，近几年发展迅速，从以味精产品为主发展到特鲜味精、酵母精、鸡精、复合鲜味调料等多品种、多风味的产品时代。随着餐饮业的发展，鲜味调味品特别是新型鲜味调味品产品功能更加细化，科技含量不断提高，市场发展前景良好。

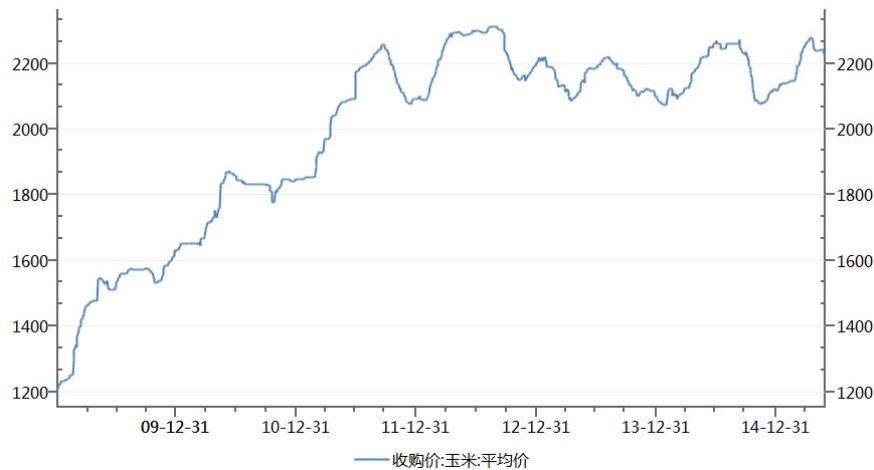
目前味精行业竞争激烈，尤其是自 2012 年之后，味精行业供大于求的趋势更为明显，产能相对过剩。2015 年味精行业恢复合理利润是大趋势，小企业在工艺技术、玉米价格、能源成本、劳动力成本、土地及产业链上都不及大企业，尤其对于更为严格的环保要求而无法继续竞争。由于味精占消费者和下游厂商的总体消费支出比例很低，下游消费者对价格不敏感，长期来看味精价格弹性巨大。

总体看，近三年味精行业供大于求的趋势十分明显，低价竞争后 2015 年味精行业整合已基本完成，行业恢复合理利润是大趋势，未来有望向高端产品迈进。

原料情况

玉米为味精及氨基酸产品的主要原材料，占主要产品生产成本 40%左右，其价格波动对行业内企业的生产成本和经营业绩造成一定的影响。从下图 2 可以看出，从 2011 年开始，我国玉米的平均收购价格呈现稳定窄幅波动的趋势，因此不同时间对玉米的采购将会对原材料成本产生较大差异。从区域分布情况看，我国玉米淀粉主要生产省份为吉林、山东、河北和河南，以上四省份玉米淀粉产量约占全国总产量的 70%以上，地域较为集中。

图2 我国玉米收购平均价 单位：元/吨

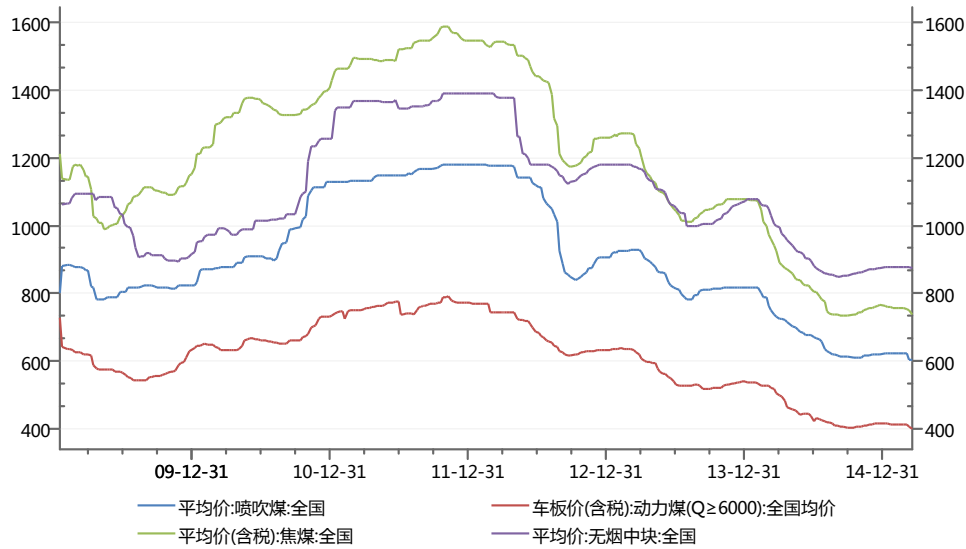


数据来源：农业部，wind 资讯

煤炭是氨基酸生产制造所需的重要动力，商品煤大致可分为动力煤、化工煤（以无烟煤为代表）、冶金煤（以焦煤为代表）和喷吹煤，各品类价格因煤种自然赋存差异及需求量不同呈现明显差异，但煤炭下游需求行业均为强周期行业，行业景气度与宏观经济保持高度联动，各类商品煤价格走势也趋于一致。2012 年~2014 年，煤炭价格下降较快，据 WIND 资讯统计，截至 2014 年 12 月 12 日，全国喷吹煤、焦煤、无烟煤（中块）及动力煤（Q≥6000）均价分别为 602 元/吨、736 元/吨、874 元/吨和 400 元/吨，较 2014 年初分别下跌 31.49%、39.56%、26.10%和 34.39%，较 2011 年同期（本轮周期价格高点）分别下跌 47.41%、50.97%、37.27%和 46.51%。煤炭价格下跌对味精企业业绩产生一定正面影响。

图3 近年国内主要煤炭品种含税均价

元/吨



数据来源:Wind资讯

资料来源:wind 资讯

总体看,玉米和煤炭做为主要原材料和能源,近年来煤炭价格下降对于公司有一定正面影响,未来二者价格波动对于生产成本有较大影响。

市场供给

目前,世界味精主要生产国家有中国、韩国、日本、印尼、泰国、法国、巴西,其中,亚洲的味精产量占世界总产量的90%。我国是世界上最大的味精生产国,2007-2009年,我国味精行业产量年均增长13%左右。近年国内味精行业已进入平稳增长期,产量年均增速约6-7%。

据发酵协会氨基酸分会统计数据,2012年国内味精产量(根据发酵企业谷氨酸产量计算)为240万吨,比2011年增长10%以上。产业集中度不断提高,生物发酵产业集团从2010年的20多家,减少到2012年的12家左右;50万吨以上超大规模的企业有2家,占总产能60%;另外10万吨以上中等规模企业有5家(其中包括公司),占总产能的30%;10万吨以下中小规模企业有4-5家,占总产能不到10%。2013年度,全国谷氨酸发酵生产企业12家(不具备谷氨酸发酵的味精精制企业不计),全国味精在产企业有7-8家,2013年全国味精实际产量为230万吨,与2012年味精产量相比小幅下降。2014年,中国味精行业的总产能约200万吨,与2013年味精产量相比小幅下降,其中梅花生物科技集团股份有限公司(以下简称“梅花生物”)、伊品生物与阜丰集团有限公司(以下简称“阜丰集团”)的总产能达到180万吨,全国味精生产厂家共10多家,2012~2014年味精生产逐步实现集约化。

总体看,国内味精产能不断向大企业集中,行业产量已进入平稳增长期。

下游需求

味精是目前市场上常见的增鲜产品,能够增加菜肴的色、香、味,促进食欲,是有益于人体健康的辅助食品。据味之素估计,目前全球味精市场需求总量为293万吨,中国味精市场需求总量为155万吨。国内味精下游需求50%销售给食品加工企业(例如用来生产食品调味剂等),30%供给餐饮业,剩余的20%为零售消费,供给居民和超市。味精的需求受经济波动影响较少,抗周

期能力较强。随着食品加工业和餐饮业等的发展,味精的消费需求呈现出稳定增长趋势。从 2001 年至 2010 年,全球味精需求量年复合增长率(CAGR)达 9%。据估计,2011 年至 2014 年全球味精需求量年均复合增长率达 5%。自 2011 年起,中国味精需求量已经超过全球需求的一半,2014 年中国味精需求与净出口合计 195 万吨(其中需求约 161 万吨、出口约 34 万吨),出口市场方面,2008 年到 2014 年中国味精出口量由 17.8 万吨增长至 34 万吨,年均复合增长率为 11%。

总体看,我国是全球味精需求和出口大国,全球总需求量保持平稳增长。

行业竞争格局及主要生产企业

从 2002 年至今,我国味精行业先后经历了三轮行业整合,分别在 2002-2004 年、2007-2009 年和 2010-2014 年。截至 2014 年底,全国味精生产厂家已经由最多时的 200 多家锐减至 10 多家,但产能却得到了大幅提升,生产逐步实现集约化。经历 2008 年的整合,南部的味精企业已经基本消失。山东、山西、内蒙、东北、甘肃等省份由于原材料的优势,成为当前味精行业的产业中心。味精行业领先企业的优势不断加强,前三大味精企业的产能约占全国总产能的 86%。

总体看,目前味精市场价由国内大型企业主导,市场将形成寡头垄断局面。

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,其对产品的价格有较大影响。此外,下游厂商的需求,以及食品行业的发展态势和消费者消费理念等因素都会对味精产品的销售价格产生较大影响。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作为参考。总体来看,2010 年~2014 年最高价格为 8,504 元/吨,最低价格 6,115 元/吨,味精产品的价格波动较大。

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

总体看,经过多年行业的整合,味精产品的价格波动较大。2014 年下半年开始我国味精价格开始进入上升周期,龙头企业的产品盈利水平不断提高。

未来发展

调味品属于居民生活必需品,是一种刚性需求,对于宏观经济环境的依赖度较低。随着消费

的不断升级，调味品表现出向高档化发展的趋势，中高档调味品市场容量在进一步扩大，未来几年，调味品产品将朝着多样化、复合方便化、营养保健化等方向发展。味精行业洗牌已经结束，未来五年内味精行业的突破口将是生产工艺革新、新型味精产品开发以及市场营销。味精产品在竞争策略上会由原来的价格竞争转为向品牌，低成本和综合实力的竞争。

（二）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。在 20 种标准蛋白质氨基酸中，8 种必需氨基酸起着关键的作用，但是它们在人和动物体内不能自行合成，只能从食物或饲料中摄取。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。近几年随着畜牧业的发展，我国饲料行业也呈现迅猛发展态势，四大饲料添加剂（赖氨酸、苏氨酸、蛋氨酸和色氨酸）被广泛用于添加仔猪饲料、种猪饲料、肉鸡饲料、对虾饲料和鳗鱼饲料等。2014 年氨基酸市场跌宕起伏，自 2011 年饲料类氨基酸进入下行通道以来首次出现了以苏氨酸为代表的饲料类氨基酸价格的爆发式上涨，依然促使国内部分企业跟风转产或扩建；赖氨酸阶段性能过剩和低价竞争的模式并未改变。

总体看，氨基酸行业属于竞争激烈的成熟行业，产能过剩和低价竞争的模式并未改变，2015 年企业间竞争整合将是行业最主要的旋律。

原料情况

同上文“味精行业”相关内容。

市场供给

据博亚和讯《2014 中国饲用氨基酸产业发展报告》统计，2003 至 2013 年，饲用氨基酸产业规模稳步增长，产量年均复合增长率为 12.05%。2013 年中国饲用氨基酸产量达到 153 万吨，同比增长 30.48%。2003 至 2013 年产量年均复合增长率为 34.42%，明显高于全球增长速度。2013 年，中国饲用氨基酸产量占全球总产量的比例提高了 4.82 个百分点，至 39.62%。

（1）赖氨酸

受 2009-2011 赖氨酸价格上涨的刺激，国内赖氨酸产能出现一轮显著扩张，赖氨酸厂家数量在 2013 年达到顶峰，行业逐步开始产能过剩。2013 年全球赖氨酸产能继续增长，供应集中度分散。全球赖氨酸产量 231 万吨，同比增长 19.34%；中国赖氨酸产量 122 万吨，同比增长 24.65%。估计 2014 年中国赖氨酸产量（全部折合 98.5%含量）112 万吨，出口量为 34 万吨。（数据来源博亚和讯）我国赖氨酸产量呈现快速发展的态势，我国已经成为赖氨酸重要的生产基地，近两年达到全球产量的 50%左右。

（2）苏氨酸

从 2004 年苏氨酸开始大规模投入生产，随后快速增长，2012 年中国苏氨酸产量占据全球市场一半，2013 年全球苏氨酸产能扩张增速减缓，大部分产能增长来自中国，中国产能增长主要来自梅花生物和阜丰集团，中国成为主要的生产地区，梅花生物超越味之素为全球最大的苏氨酸生产企业。2003-2013 年，全球苏氨酸产量增长迅速，2013 年全球苏氨酸产量 41.4 万吨，同比增长 18.29%，2013 年中国地区苏氨酸产量达到 27.6 万吨，同比增长 55.93%。估计 2014 苏氨酸产量

28 万吨，出口量为 17.4 万吨（数据来源博亚和讯）

总体看，我国已经成为饲用氨基酸重要的生产基地，近年来产量的增长较快。

下游需求

国际上对小品种氨基酸的需求量每年都在快速的增长，实际的供应水平与需求量一定的差距。2011 年，全球行业分析公司（GIA）发表了一份有关氨基酸市场的综合性报告《氨基酸：全球战略经营报告》。该报告预计到 2015 年，全球氨基酸市场规模将达到 116 亿美元；各种终端市场对氨基酸的需求不断增加，将推动该市场在今后几年的发展，这些终端市场包括动物饲料、健康食品、膳食补充剂产品、人造甜味剂以及化妆品等等。根据《氨基酸：全球战略经营报告》所述，亚太地区是全球最大的地区性氨基酸市场，主导着全球氨基酸生产的舞台。

中国氨基酸出口以赖氨酸和苏氨酸为主。2013 年中国出口赖氨酸 28.65 万吨，出口苏氨酸 17.76 万吨，同比增长速度分别为 5.78% 和 80.31%。中国氨基酸进口以蛋氨酸和色氨酸为主。2013 年中国进口蛋氨酸 16.10 万吨，同比缩减 12.09%；进口色氨酸品质和价格都具有优势，2013 年进口量 2,351 吨，同比增长 90.21%。需求方面，2014 年行业下游需求整体偏弱，养殖行业低迷，肉、蛋类消费下降，饲料产量下降；餐饮行业 2014 年整体低迷餐饮业绩整体下滑，味精需求量有所下滑，加之玉米价格高昂，氨基酸受诸多因素影响，需求整体较差；下半年随着行业整合进一步加剧，需求开始恢复。

（1）赖氨酸

从下游需求角度来看，赖氨酸作为猪的第一限制性氨基酸和家禽的第二限制性氨基酸，是目前全球使用量最大的氨基酸类饲料添加剂。赖氨酸市场处于成熟期，全球需求过去五年复合增速在 7% 左右。近些年来禽畜疫情时有发生，对行业的需求产生一定的影响。同时，伴随着我国养殖业由传统饲料向科学饲养的逐步转变，赖氨酸的需求量还有较大的提升空间。

（2）苏氨酸

从下游需求角度来看，作为猪的第二限制性氨基酸和家禽的第三限制性氨基酸，苏氨酸是重要的饲料添加剂之一。2013 年欧盟预测，在欧盟地区苏氨酸的使用量在未来将以年均 30% 左右的水平增长。因此，从市场需求方面来看，苏氨酸市场需求呈整体增长趋势。

全球苏氨酸目前消费量约在 41 万吨，2010-2014 年年平均增速高达 20%。全球苏氨酸产量的 70% 销往欧洲，主要是国外的接受程度要高于国内，且欧洲大部分饲养户是以苏氨酸含量少的小麦为饲料。

总体看，赖氨酸全球需求量增长平稳，苏氨酸全球需求量增长较快。

行业竞争格局及主要生产企业

（1）赖氨酸

随着供给增加导致行业产能过剩，2012 年 5 月起赖氨酸价格一路走低，行业开始去产能，行业开工率不断下滑，赖氨酸价格不断下滑。2012 年行业陷入大面积亏损，甚至产能第一的吉林大成生化科技集团也陷入巨亏，2012 年亏损 5.55 亿港元，2013 年亏损扩大至 60 亿港元。2014 年 4 月大成生化科技宣布关停其一套产能为 20 万吨赖氨酸装置，广东肇庆星湖生物科技股份有限公司 2013 年已经停产。随着行业去产能和开工率不断下滑，加上未来 2-3 年没有新增赖氨酸产能投放，国内赖氨酸供给过剩压力正在逐步减轻。在行业供给过剩压力逐步减轻和需求有增长的局面下，赖氨酸行业目前行业底部已确认，未来将会出现产能淘汰，供给向低成本的龙头企业集中。

（2）苏氨酸

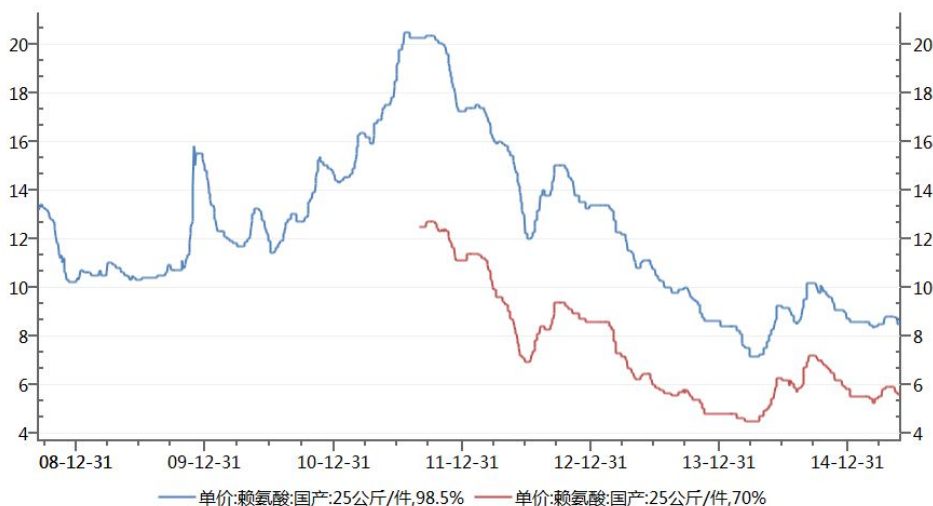
从我国 2004 年苏氨酸开始大规模投入生产，随后快速增长，2013 年~2014 年苏氨酸竞争整合的效果开始显现，领先企业市场份额在扩大，部分苏氨酸企业退出市场，没有新增产能进入。2015 年苏氨酸的市场竞争仍可能持续，但领先企业通过规模优势及综合竞争能力在逐步取得对市场的控制权。

总体看，氨基酸行业正处于行业整合阶段，向低成本、渠道资源强、工艺技术和领先的管理龙头企业集中。

饲用氨基酸产品价格分析

饲用氨基酸的成本主要是玉米和煤炭采购成本，其对产品的价格有一定影响。（见味精行业上游原材料和能源成本分析）此外下游饲料的需求，以及饲料行业的发展态势、禽畜疫情等因素都会对饲用氨基酸产品的销售价格和需求产生较大影响。

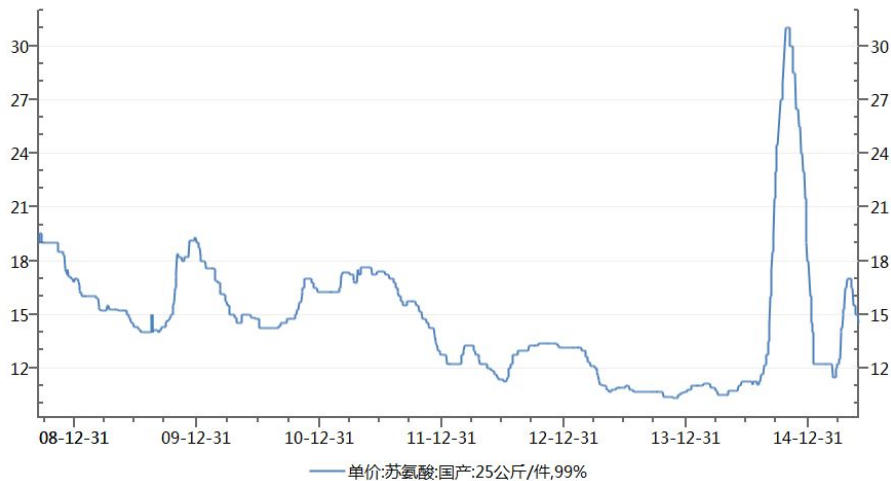
图 5 赖氨酸产品价格 单位：元/吨（含税）



资料来源：wind 资讯、博亚和讯

赖氨酸价格波动较大，以 2014 年为例，参考 wind 资讯和博亚和讯的数据，赖氨酸 98.5%（含税）本年最低价位为 7,150 元/吨，最高价位为 10,150 元/吨，价格相差 41.96%。近三年，赖氨酸 98.5%的价格处于下降趋势，未来随着行业整合，价格在上升趋势形成之前仍有可能大幅度波动。

图6 苏氨酸产品价格 单位：元/吨（含税）



资料来源：wind 资讯、博亚和讯

苏氨酸（含税）2014 年最低价为 10,500 元/吨，最高价位为 31,000 元/吨，价格相差 1.95 倍；产品的价格波动较大，主要受苏氨酸的供需仍然处在偏紧的状态影响。近三年，苏氨酸（含税）的价格处于上升趋势。

总体看，氨基酸的价格波动幅度较大，赖氨酸和苏氨酸的表现不一，并受多重因素影响。

未来发展

赖氨酸行业，近年来行业集中度不断提升，国内同行业产品市场饱和，市场需求增长缓慢，2015 年赖氨酸市场前景严峻。从全球赖氨酸市场供应与产能看，产能过剩最为严重的地区是中国，其次是南美洲和北美洲。企业产品除了进行本土竞争外，竞争的市场仍在欧洲。近年来，添加多种氨基酸、维生素的预混合饲料在逐年大幅增加，预计到 2020 年，我国各种饲料添加剂的产量将达到 500 万吨，饲料添加剂对赖氨酸的需求将达到 100 多万吨。

随着苏氨酸在饲料中作用的认同感增加，添加量增加，其与赖氨酸最佳添加比例在 1:2 到 1:3 之间，按照目前赖氨酸的需求量，其增长空间至少在一倍以上，未来仍将保持较快的增长速度。

总体看，公司所处行业未来发展前景较好，氨基酸作为饲料的刚性需求，未来发展具有一定的保障。

（三）行业政策

根据 2007 年出台的《关于促进玉米深加工健康发展的指导意见》和《关于做好淘汰落后造纸、酒精、味精、柠檬酸生产能力工作的通知》，2010 年《国务院关于进一步淘汰落后产能工作的通知》，对玉米深加工实施严格的行业准入标准，要求严格控制产能盲目扩大，避免低水平项目建设，所有新建和改扩建玉米深加工项目，必须经国务院投资主管部门核准。经过近些年国家宏观政策的调控，大批未达标或者存在环境污染隐患的中小味精生产企业，尤其是以外购谷氨酸生产味精的低毛利率、高污染企业迅速被淘汰，味精生产企业急剧减少。

2010 年 10 月，国务院制定了《关于加快培育和发展战略性新兴产业的决定》，指出“现阶段重点培育和发展节能环保、新一代信息技术、生物、高端装备制造、新能源、新材料、新能源汽车等产业”，将生物产业纳入七大战略性新兴产业之一，“积极推广绿色农用生物产品，促进生物农业加快发展”。

2013年1月，工业和信息化部、国家发改委、财政部、人力资源社会保障部、国土资源部、商务部、中国人民银行、国务院国资委、国家税务总局、国家工商行政管理总局、银监会和证监会等部委联合发布了《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》，农业在该文件所支持的行业中。2014年9月，梅花生物和伊品生物分别获得相关证书，被相关机构确认为农业产业化国家重点龙头企业。

2013年2月，国家发改委编制了《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录》，其中包括：特殊发酵产品与生物过程装备，如氨基酸等新型发酵产品；生物饲料，如饲用氨基酸添加剂。

2014年12月，财政部网站发布《关于调整部分产品出口退税率的通知》，调整了部分产品的出口退税率，其中提高了玉米淀粉、赖氨酸等玉米加工产品的出口退税率，调整后的出口退税率均为13%。

（四）行业关注

1. 玉米价格波动

玉米作为味精及氨基酸行业主要原材料，近年来价格波动明显。从总体来看，随着国家对三农权益的日益关注，玉米等大宗农产品价格上涨的趋势愈发明显。味精及氨基酸行业的产品成本也存在波动增长的可能性，虽然行业内大型企业可以通过提高原材料储备、转移定价等策略抵消该项成本的增加。但是，如果玉米价格波动增长，会对味精及氨基酸行业的利润水平造成不利影响。

2. 产品价格波动

近两年，味精及氨基酸价格波动较为剧烈，以2014年为例，参考wind资讯和博亚和讯的数据，98%赖氨酸（含税）本年最低价位为7,150元/吨，最高价位为10,150元/吨，价格相差41.96%；苏氨酸（含税）本年最低价为10,500元/吨，最高价位为31,000元/吨，价格相差1.95倍；色氨酸（含税）本年最低价位为87,500元/吨，最高价位为150,000元/吨，价格相差71.43%。因此，产品价格波动导致行业内企业业绩有较大波动，可能不利于业绩的稳定增长。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司目前是国内综合实力居前的生物发酵企业，主要产品有赖氨酸、苏氨酸、色氨酸、味精、复混肥、淀粉及玉米副产品，产品市场覆盖全国30多个省、市、自治区，出口50多个国家和地区。经行业主管单位—中国发酵协会评价，公司综合实力居生物发酵行业第三位。公司产能、产量于2014年增长较快，赖氨酸产能达到40多万吨。

通过多年的持续努力，公司建设完成18兆瓦发电热力工程项目，构建了完整的工业生产链。公司在生产中普遍采用DCS工况系统，推进5S精益生产和清洁生产，生产装备现代化和自动化水平居行业领先水平。

公司是国家级高新技术企业、国家企业技术中心、国家级农业产业化龙头企业、全国工业企业“质量标杆”企业、国家“技术创新示范企业”、国家首批“两化融合促进节能减排试点示范企业”、“资源节约型、环境友好型”示范试点企业、国家民委少数民族用品定点生产企业、国家轻工行业信息化先进单位、中国生物发酵行业十强企业，全国发酵行业循环经济示范企业。

总体看，公司规模与竞争力在行业内排名靠前，具有规模优势。

2. 技术与工艺水平

公司采用适合发酵生产的大容量不锈钢发酵罐，配套先进的霍尼韦尔的工业自动化控制系统，并利用信息系统对 DCS 工况和能源能力进行实时监控，设备的先进性和自动化控制水平居行业前列。

公司实行纵向一体化生产，如完整的味精生产包括淀粉制备、淀粉糖化、发酵产酸、谷氨酸提取、味精精制等主要环节。公司产业链较为完整，进入壁垒较高，抵御市场风险的能力较强。

公司具有完整的研发体系，设技术副总裁一名，下设项目发展部、技术中心、品质管理部 and 设计室，负责公司的技术工艺及产品研发等工作。同时，公司与中国科学院微生物研究所、中国科学院上海高等研究所、天津科技大学（代谢控制发酵技术国家地方联合工程实验室）等进行合作开发项目。公司成立至今研发投入累计约 2 亿元。伊品生物是国家发改委、科技部、财政部、海关总署、国家税务总局国家认定的“企业技术中心”。2014 年 4 月 8 日，伊品生物中心检测室符合 ISO/IEC 17025，被中国合格评定国家认可委员会授予“实验室认可证书”（注册号：CNAS L6822）。

公司储备有多种氨基酸生产技术，近三年先后完成创新项目 81 项，其中科技项目 22 项，申报专利 29 项，技术中心 2011 年 10 月份被认定为国家级企业技术中心。公司与中科院在北京设立研发中心，承担了国家 863 计划，研发投入与成果产出居行业前列。

公司已通过 ISO9000 国际质量体系认证；HACCP 食品安全认证；ISO14001 环境管理体系认证；OHSAS18001 职业健康、安全管理体系认证；HALAL 国际伊斯兰清真认证；KOSHER 国际犹太认证等。

总体看，公司技术水平先进，研发成果较多，研发能力较强，环境、质量控制较好。

3. 人员素质

公司内部设置有行政部、人力资源部、财务部、品质管理部、技术中心、证券部、安全环境部、信息中心、审计监察部；销售一、二、三部、国际业务部、快消品部、市场部、物流中心；生产一、二、三、四、五部及动力部；设备部、调度中心、设计室；采购一、二、三部等 29 个部门（附件 1），现有员工 3,747 人，其中生产人员 2,820 人，技术人员 211 人，管理人员 139 人，销售人员 167 人，其他人员 410 人。从文化程度看，公司高中以下学历 361 人，高中及中专学历 1593 人，大专学历 1254 人，本科学历 516 人，硕士学历 23 人。

公司董事长兼总裁闫晓平先生，45 岁，硕士研究生学历，1999 年至今任公司董事长，兼任伊品集团董事长、总经理。

公司副总裁兼内蒙古伊品生物科技有限公司总经理闫小龙先生，42 岁，在读研究生学历，2007 年~2009 年任公司董事、副总经理，2009 年至今历任公司董事、总裁、副总裁。

公司副总裁马吉银先生，45 岁，大学学历，自 2007 年起至今任公司董事、副总裁。

公司副总裁吴迎喜先生，42 岁，研究生学历，自 2007 年起至今任公司董事、副总裁。

总体看，公司高管学历水平较高，员工素质较高，可以满足公司生产所需。

五、公司管理

1. 治理结构

公司根据法律、法规及中国证监会的相关规定，致力于现代企业治理结构的规范，已建立起以股东大会为最高权力机构，董事会与监事会相互监督，以及在董事会领导下的总经理负责制；

股东大会依法行使公司经营方针、筹资、投资、利润分配等重大事项决议权，董事会对股东大会负责，依法行使公司的经营决策权；经理层负责组织实施股东大会、董事会决议事项，主持企业的生产经营管理工作。公司制定并执行《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》和《高级管理人员工作细则》等制度规范，企业运行健康、规范。公司以“效率与业绩”为目标，以流程、授权和监督为三大支柱，明确划分和界定股东大会、董事会和管理层的权力边界，根据质量管理体系、职业健康与安全管理体系等的要求，建立健全了企业治理结构、业务控制和财务控制等三大主线，构建了较为完善的企业内部控制体系。

公司董事会由 9 名董事组成，设董事长 1 人，董事会成员中包括 4 名独立董事。公司设总经理 1 名，设副总经理若干名。监事会由 5 名监事组成，设监事会主席 1 名。

2. 管理体制

公司将质量、食品安全、环境、职业健康和 FAMI-QS 等体系整合为一体化管理体系并通过外审，推进作业标准化。持续开展和深化流程管理、5S 管理和精益管理等管理工具，改进企业管理，与海尔等企业一起获得了国家工信部的全国工业企业质量标杆企业称号。2012 年公司全面实施了 SAP ERP 系统，企业的工业化与信息化的“两化融合”水平居行业前列。

财务管理方面，由公司财务部对各控股子公司、分支机构的财务管理实行统一领导，有权对业务进行指导、监督、检查和协调。公司经营层依据年度预算组织编制季度、月度资金预算，通过实施分期预算控制，实现年度预算目标。各分期预算由公司总经理和财务总监签字后生效。

对外投资管理方面，公司投资需符合国家和省市有关产业政策要求，符合公司发展战略规划和思路，具有良好的经济效益，有利于优化公司产业结构，培育核心竞争力。公司股东大会、董事会、总经理办公会为公司投资行为的决策机构，各自在其权限范围内，对公司的投资行为作出决策。公司总工办为公司本部经营性项目及资产投资的归口管理部门，证券部为股权投资、其他投资的归口管理部门。

对外担保管理方面，对外担保由公司统一管理，未经公司批准，子公司不得对外提供担保，不得相互提供担保。公司对外担保，必须于事前申请并经董事会或股东大会按照其各自的权限审议批准，形式要件为董事会或股东大会书面决议。董事会应根据公司提供的有关资料，分析被担保人的财务状况、行业前景、经营运作状况和资信情况，确定是否提供担保或向股东大会提出是否给予担保的意见。

总体看，公司法人治理结构较完善，管理制度完备，管理水平较高。

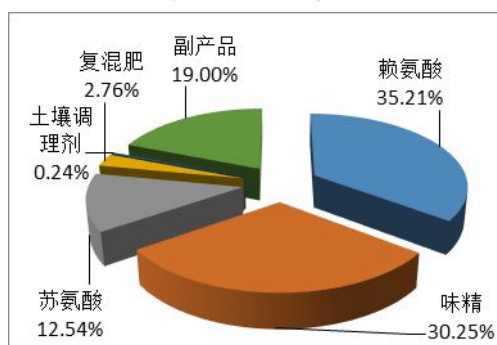
六、经营分析

1. 经营概况

公司的主要产品包括：赖氨酸、苏氨酸、味精以及复混肥等。从近三年公司收入情况看，公司的赖氨酸和副产品的产能和销售规模不断提升，味精、苏氨酸产能和销售规模保持稳定，带动整体收入规模保持增长趋势，2012~2014 年公司营业收入分别为 39.05 亿元、38.95 亿元和 45.17 亿元，净利润分别为 1.14 亿元、0.05 亿元和 0.38 亿元。

从收入构成来看，2014 年公司主营业务收入中，赖氨酸、味精、苏氨酸产品的占比较高；复混肥、土壤调理剂和副产品的占比较小（图 7）。

图 7 2014 年公司主营业务收入构成情况



资料来源：公司审计报告

随着生产经营规模的逐步扩大，近三年公司的主营业务收入及成本呈增长趋势。受整体产品价格下降，以及资本性、研发、环保成本提高的影响，公司 2012~2014 年主营业务毛利率下降了 1.12 个百分点，但整体仍处于较高水平（表 1）。

公司自成立以来，致力于氨基酸产品的研发与生产，产品种类与产能不断扩张。公司主要以研发新产品、项目建设以提升产品产能、依靠技术进步降低制造成本、积累终端客户并与下游主要客户建立稳定合作关系来实现盈利。公司所处的宁夏回族自治区及周边内蒙、陕西都拥有丰富的煤炭储备，为公司提供了可靠的动力保障，有效的降低了能源成本。公司的主要产品赖氨酸的毛利呈下降趋势，2012~2014 年下降了 19.08 个百分点，主要由于行业竞争激烈，产品销售均价下降较快所致；主要产品味精的毛利呈上升趋势，2012~2014 年上升了 6.68 个百分点，主要由于公司主营业务收入增加，主营业务成本降低。

表 1 公司近三年主营业务收入及毛利率情况 单位：万元

项目	2012 年			2013 年			2014 年		
	主营业务收入	主营业务收入占比	毛利率 (%)	主营业务收入	主营业务收入占比	毛利率 (%)	主营业务收入	主营业务收入占比	毛利率 (%)
赖氨酸	141,839.17	36.46%	32.81%	136,366.02	35.28%	18.24%	157,432.94	35.21%	13.73%
味精	121,206.32	31.16%	-3.34%	113,742.61	29.43%	-0.65%	135,273.73	30.25%	11.11%
复混肥	19,193.22	4.93%	36.44%	12,505.16	3.24%	28.95%	12,327.38	2.76%	4.09%
土壤调理剂	--	--	--	3,070.24	0.79%	33.45%	1,082.95	0.24%	15.26%
苏氨酸	51,877.13	13.34%	8.90%	61,992.36	16.04%	17.37%	56,070.25	12.54%	27.76%
副产品	54,906.78	14.11%	16.29%	58,801.06	15.21%	20.91%	84,959.05	19.00%	17.17%
合计	389,022.62	100.00%	16.21%	386,477.45	100.00%	13.41%	447,146.29	100.00%	15.09%

资料来源：公司审计报告

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.75 亿元，同比增长 61.63%；营业利润为 3,281.85 万元，同比增长 112.91%；利润总额为 4,610.02 万元，同比增长 259.31%；净利润为 3,723.22 万元，同比增长 209.43%。资产总额为 64.30 亿元，同比增长 3.56%；所有者权益 20.57 亿元，同比增长 5.40%。

总体看，公司经营情况较好，近三年收入平稳增长，毛利率小幅下降，2015 年经营情况趋好。

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。采购模式方面，公司采购部负责组织对供应商进行选择 and 考核；经公司分管采购业务的副总裁审核同意后批准合格供应商。采购部通过各渠道收集供应商的信息，包括现场考察、发放供应商问卷、面谈和收集资料等方式，整理、分析调查所得的资料，按照合格供应商的评定标准，对所有供应商进行初步评价和筛选。采

购部根据对样品质量的分析或供货记录综合考评，剔除不合格供应商，进而确定合格供应商名单，对于无需提供样品的供应商，可直接确定《进入试用供应商名单》或《合格供应商名单》。采购部组织业务人员随时调查供应商的动态及产品质量，主要物料供应商每年复查一次，以帮助采购部门了解供应商的动态，同时依变动情况，更新原有资料内容。

玉米采购方面，玉米作为农产品，其供应具有明显的季节性，一般在玉米收获期价格较低，种植期价格较高。为保障公司的玉米需求量、减少玉米价格波动带来的影响，公司采取“收购+仓储+代收代储”采购策略。公司目前的玉米采购覆盖了宁夏、陕西、内蒙、山西、甘肃等周边地区。根据供应商及合作模式的不同，公司采用向农民经纪人采购、散户收购、中央储备粮库和地方储备粮库代收代储、国家临时存储粮食竞拍，及其他市场收购等多种方式并存的采购模式。

煤炭采购方面，宁夏是我国煤炭主产区之一，煤炭资源丰富。神华宁夏煤业集团有限责任公司宁夏主要煤炭企业之一，公司的煤炭大部分由该公司供应。为避免单一供货商依赖的风险，公司同时向内蒙古上海庙矿业有限责任公司、宁夏银星煤业有限公司及其他地区中小型煤炭公司采购部分煤炭。公司每年与煤炭企业签订年度采购合同，约定供货品种、质量及各月份供应量及价格，合同期内价格随行就市，或参照市场价双方协商确定，每月按照实际需求发货、结算，由卖方开具增值税发票。

采购量方面，随着生产经营规模的逐步扩大，公司玉米的采购量上升较快，三年年均复合增长 17.80%，受到运输半径的影响，公司赤峰地区玉米的采购量约占总量的 40%，宁夏地区玉米的采购量约占总量的 60%（宁夏地区有 70% 的玉米被公司采购）。玉米的采购均价有所上升，三年年均复合增长 2.88%，公司一般在收购均价之下采购。公司煤炭的采购量上升较快，三年年均复合增长 12.52%。公司煤炭的采购均价有所下降，三年年均复合增长-3.17%，公司一般以市场最优价采购。

表 2 近三年公司主要原材料的采购量及采购均价

原料	项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1-3 月
玉米	采购量（万吨）	92.96	106.70	129.00	37.66
	采购均价（不含税金额，元/吨）	1,954.99	1,931.52	2,069.08	1,918.51
	采购金额(万元)	181,728.67	206,087.53	266,917.07	72,247.26
煤	采购量（万吨）	107.12	110.29	135.63	30.83
	采购均价（不含税金额，元/吨）	236.92	223.47	222.12	212.76
	采购金额(万元)	25,379.48	24,646.35	30,125.20	6,560.14
液氨	采购量（万吨）	8.17	8.26	10.85	2.92
	采购均价（不含税金额，元/吨）	2,312.16	2,145.06	2,185.27	2,108.31
	采购金额(元)	18,884.33	17,724.72	23,702.93	6,165.00
液碱	采购量（万吨）	5.51	4.70	6.72	1.59
	采购均价（不含税金额，元/吨）	1,909.08	1,529.87	1,333.69	1,272.53
	采购金额(万元)	10,528.09	7,191.96	8,961.55	2,023.33

资料来源：公司提供

采购供应商方面，近三年，公司前五名供应商集中度不高，主要体现在玉米的采购。（表 3）

表 3 公司近年前 5 名原材料主要供应商数据

序 列	2012 年			2013 年			2014 年		
	供应商名称	金额(万 元)	占比 (%)	供应商名 称	金额(万 元)	占比 (%)	供应商名称	金额(万元)	占比 (%)
1	神华宁夏煤 业集团有限 责任公司	16,638.71	6.29	马忠云	28,635.40	11.53	马忠云	31,987.59	13.03
2	马忠云	14,335.25	5.42	马小军	21,837.10	8.79	中央储备粮 直属库	30,092.83	12.26
3	马小军	13,087.54	4.95	全怀川	16,848.16	6.78	神华宁夏煤 业集团有限 责任公司	20,188.77	8.22
4	胡学宝	9,973.04	3.77	内蒙古上 海庙矿业 有限责任 公司	13,054.23	5.26	马小军	18,674.26	7.61
5	朱明	7,294.20	2.76	朱明	11,714.60	4.72	全怀川	13,559.13	5.52
	合计	61,328.74	23.19	合计	92,089.49	37.08	合计	114,502.58	46.64

资料来源：公司提供

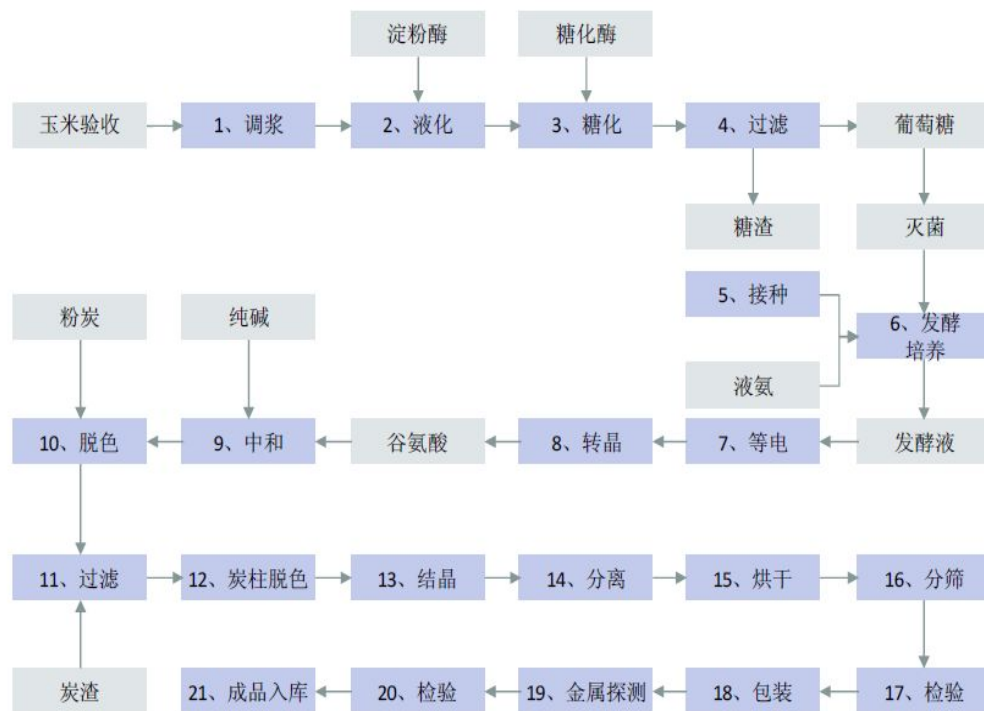
总体看，公司采购情况稳定，主要采购物随着生产计划扩张而采购量增长，采购均价变化不大。

3. 生产情况

公司采用以产定销生产模式，在每年 10 月下旬，公司根据现有生产线的设备能力、工艺技术水平、成本控制水平、次年新建项目的进度，结合次年通过技术改造对生产工艺技术的提升情况，以及维修的计划性安排等因素，按照工艺路线与具体产品的生产的特点，按月编制次年度生产计划，由此形成年度生产预算、大修技改预算的编制基础。公司的成本主要由玉米和煤炭构成，二者的采购量占公司总采购成本的 60% 左右，公司主要根据所需淀粉量及工艺指标倒推出产量，从而控制成本和采购量，当原材料价格上浮 10% 以上时，调整预算。公司已经建立了完善的质量管理体系，并通过了 ISO9001 质量管理体系认证，食品安全管理体系等质量控制认证。

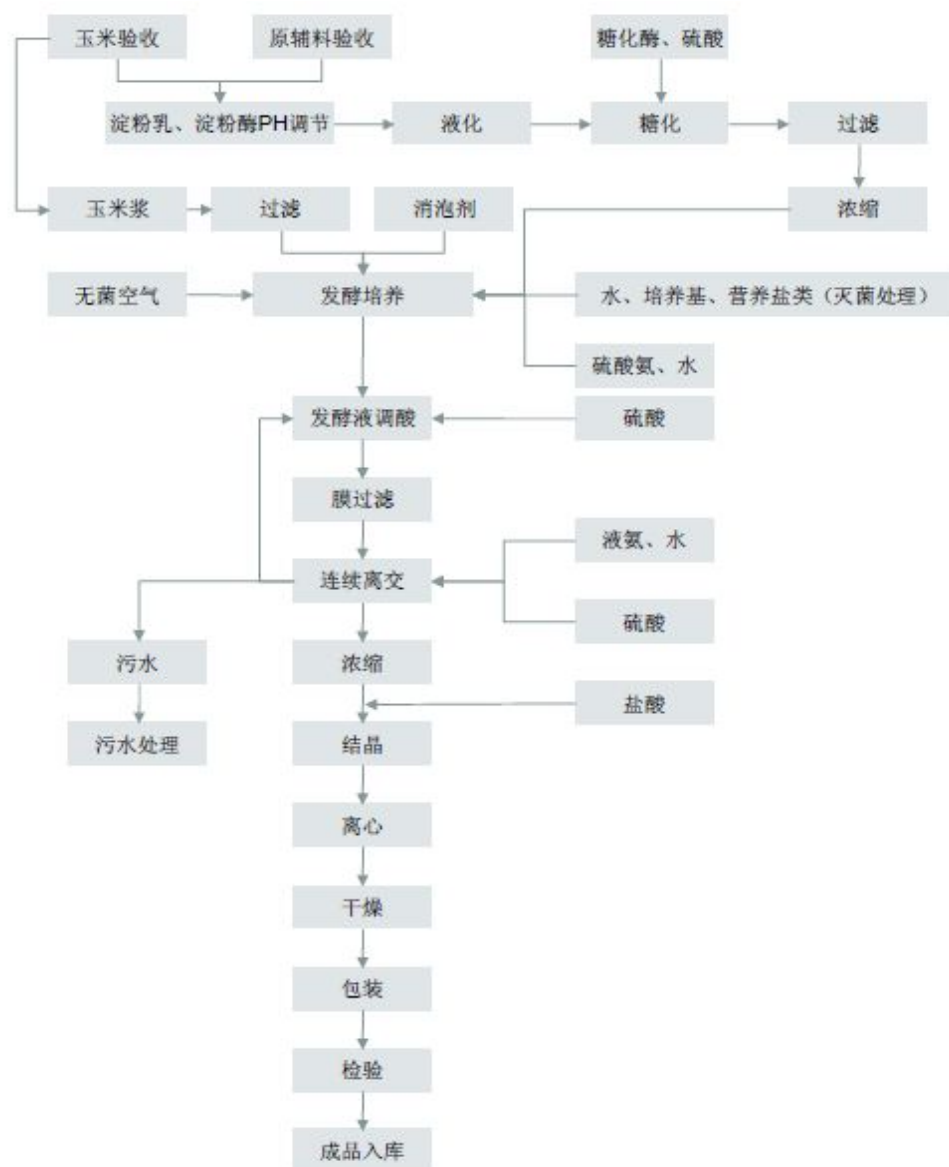
在生产计划编制完成后以此为基础，按照从严控制成本单耗、维修费定额和确保产量的要求，公司分别与各生产部签订按月编制，以半年度为周期的《生产目标责任书》。调度中心根据《生产目标责任书》，结合各生产部具体各月的实际情况，以及市场变动情况，在每月 25 日前向各生产部下达月度生产计划并下达给各生产车间，组织安排生产，按标准化程序管理和监控生产过程。每月初 5 日前，各生产部门对上月本部门产量、成本、工艺和质量情况作出分析，并确定相应的差错预防措施。主要生产流程如下：

图 8 味精的工艺流程



资料来源：公司提供

图9 赖氨酸盐酸盐的工艺流程图



资料来源：公司提供

从表4看出，公司98%赖氨酸的产能2014年上升较快，产能利用率下降了10.65个百分点；公司70%赖氨酸的产能2014年上升较快，产能利用率上升了16.92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2014年还处于试生产阶段，因此产能利用率不高。

近三年，公司味精的产能未变，产量三年年均复合增长3.60%，产能利用率上升了6.27个百分点；公司苏氨酸产能未变，产量三年年均复合增长1.46%，但苏氨酸的产能不足以满足市场需求；公司复混肥产能未变，产量三年年均复合增长3.59%。公司色氨酸自2014年起开始投产并贡献收入，产能利用率均较高。

表4 公司主要产品产能、产量

产品名称	指标	2012年	2013年	2014年
98%赖氨酸	产能（吨/年）	95,000.00	95,000.00	185,000.00
	产量（吨）	76,810.30	81,872.50	136,890.94

	产能利用率 (%)	80.85%	86.18%	70.20%
70%赖氨酸	产能 (吨/年)	140,000.00	140,000.00	240,000.00
	产量 (吨)	75,717.70	125,021.68	170,396.75
	产能利用率 (%)	54.08%	89.30%	71.00%
味精	产能 (吨/年)	220,000.00	220,000.00	220,000.00
	产量 (吨)	188,115.26	166,866.61	201,917.35
	产能利用率 (%)	85.51%	75.85%	91.78%
复混肥	产能 (吨/年)	220,000.00	220,000.00	220,000.00
	产量 (吨)	232,145.89	224,599.42	249,102.19
	产能利用率 (%)	105.52%	102.09%	113.23%
苏氨酸	产能 (吨/年)	60,000.00	60,000.00	60,000.00
	产量 (吨)	54,763.86	64,730.00	56,373.90
	产能利用率 (%)	91.27%	107.88%	93.96%
色氨酸	产能 (吨/年)			1,500.00
	产量 (吨)			1,206.07
	产能利用率 (%)			80.40%

资料来源：公司提供

总体看，公司生产情况较好，产品品种有所丰富，主导产品产量增长较快，并采用以产定销生产模式，总体产能、产量均有提升。

4. 销售情况

根据产品用途及客户特征，公司产品可分为大宗工业原料类、快速消费品类以及复混肥产品等三大类。公司结合各细分产品行业特征，采取直销和分销相结合的混合销售模式。直销模式渠道短、控制力强、销售成本低、市场信息反馈及时准确、终端价格可控性强；分销商模式有助于利用分销商的营销网络、迅速抢占市场份额、节约销售成本、加快异地市场开拓。公司通过长期发展，逐步积累了丰富的行业销售经验和客户管理经验，在市场细分、品牌推广、经销商管理方面处于行业领先地位。

公司的大宗工业原料类产品包括大包装味精、赖氨酸、苏氨酸等，目前采取终端工业用户和流通贸易两种渠道分销模式，以终端销售为主，贸易销售为辅，重点与国内大中型企业客户保持稳定的合作关系，利用灵活的销售策略，应对市场竞争格局的变化。直销方式中除个别优质终端工业客户实行先货后款外，其他客户均采取先款后货的结算方式。流通贸易客户全部实行先款后货。公司采取比价销售的策略，根据物流成本、全国各地价格，对于净价高的市场采取最大量供应的策略，并在销售政策、服务保障方面向核心客户倾斜。

公司的快速消费品包括小包装味精、鸡精等快速消费品类产品，对宁夏自治区内的商超采取直接销售的模式，同时通过区域代理商间接实现对异地商超、餐厅和其他客户的销售。

公司对复混肥产品采取区域独家代理和直营同时运作的模式：通过区域代理商向二级批发商分销，并由其销往终端客户；或采取直接向种植大户销售的模式。

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的方式寻找终端用户，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。近三年出口占比分别为 21.59%、19.99%、30.04%，主要销往欧洲，其他分别销往 40 多个国家及地区，客户比较分散，对海外单一市场或单一客户依赖度不高。

公司与国内大宗客户的结算一般按照合同规定有一定账期；与国外客户一般采用 EP 或信用证的方式，最长 60 天账期。

公司专注于玉米发酵制品的生产和销售，注重于与公司共同成长的行业客户和供应商。通过持续调整，产品终端客户占比超过 78%，其中国内终端客户占比超过 83%。国内一些大型饲料企业与公司建立了稳定的合作关系，例如新希望、正大、大北农、双胞胎、普爱集团等。国内一些大型食品生产企业把公司列为战略供应商，例如佛山海天、雀巢、上海味丹、广州众利、厦门茂泰、广州奥桑、四川金宫、加加酱油等。

从客户集中度上看，2014 年公司前五大客户集中度为 13.56%，集中度较低，不存在单一客户销售额占比超过 4% 的情况。公司从 2010 年起开始进行渠道的调整，目前终端客户占比约 80%。

从下表看出，公司 98% 赖氨酸的销量三年年均复合增长 27.74%，销售均价三年复合下降 25.05%；公司 70% 赖氨酸的销量三年年均复合增长 47.14%，销售均价三年复合下降 24.36%。随着小包装味精淡出市场，公司赖氨酸产品主要下游客户为饲料行业，赖氨酸行业经过 3 年的整合，小企业的产销渠道逐渐被大企业吸收，目前有 67% 的年销售量处于锁定状态，销量增长较快，但行业洗牌并未结束，存在同行业压价的现象，所以销售均价下降。

近三年，公司味精的销量三年年均复合增长 10.42%，销售均价三年复合下降 4.33%。公司味精产品主要下游客户为鸡精厂商、酱油厂和分包品牌。味精行业去产能化，导致公司销售均价下降。

近三年，公司苏氨酸销量、均价均比较稳定。公司复混肥销量比较稳定，均价三年复合下降 22.97%，公司复混肥起步较早（领先区域内企业 7~8 年），目前有 55% 的年销售量处于锁定状态，客户均分布在西北五省，价格受行业周期下滑影响较大。

表 5 公司主要产品销量、均价

产品名称	指标	2012 年	2013 年	2014 年
98% 赖氨酸	销量	76,553.63	75,744.43	124,923.16
	销售均价	12,354.48	9,208.18	6,939.44
70% 赖氨酸	销量	67,702.58	129,564.53	146,576.72
	销售均价	6,982.58	5,133.03	3,994.86
味精	销量	168,236.76	176,250.62	205,135.96
	销售均价	7,204.51	6,453.46	6,594.35
复混肥	销量（吨）	221,669.99	213,654.98	261,186.20
	销售均价	865.27	729.00	513.44
苏氨酸	销量（吨）	51,569.18	66,118.40	54,667.00
	销售均价	10,059.72	9,383.22	10,280.96
色氨酸	销量（吨）			1,055.74
	销售均价			88,985.86

资料来源：公司提供

总体看，公司销售渠道稳定，销售量整体增长，受到行业周期的影响销售均价整体下滑。

5. 经营效率

2012~2014 年公司应收账款周转次数分别为 39.13 次、29.76 次、31.37 次，存货周转次数分别为 6.92 次、5.65 次、5.68 次，总资产周转次数分别为 0.93 次、0.74 次、0.75 次，均呈下降趋势，主要是由于总资产、存货和应收账款近年来增幅大于营业收入增幅所致。

从同行业上市公司比较情况看，公司应收账款周转率、存货周转率和总资产周转率均处于行业中等水平。

表 6 发酵制品制造业上市公司 2014 年经营效率指标 单位：次

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
莲花味精	104.56	10.54	0.75
梅花生物	10.64	4.38	0.50
阜丰集团	32.25	5.27	0.87
伊品生物	31.37	5.68	0.75

资料来源：Wind资讯，公司数据由联合评级整理。

总体看，虽然近年来公司经营效率逐年下降，主要受行业洗牌整合所致，但是下降程度有所放缓，公司整体经营效率尚可。

6. 在建项目

截至 2014 年末，公司在建项目如表 7 所示，主要通过自有资金和银行贷款解决资金需求，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 2500 吨 L-色氨酸扩能改造项目。

L-赖氨酸高产酸技术改造示范工程项目是由于公司赖氨酸发酵技术的进步，采用自主研发的高产酸、高转化菌种，按现有生产线发酵装备的配制情况，会产生多余理论酸无法消化，为此公司计划建设一条理论酸的提取成品车间来生产 98.5%赖氨酸消化多余的理论酸。该项目以发酵多出的理论酸为原料，利用现有的制糖、发酵条件，通过改造提取、精制等工序后生产 98.5%赖氨酸，建成后将有效降低公司成本。

色氨酸方面，公司有技改计划，公司将在宁夏厂区南侧现有的预留空地上，主要建设配套发酵部分设施、新建成品车间以及相关配套设施，而公用设施依托现有设施，项目所需淀粉由现有产能完全可以满足需要，不用新增淀粉生产线，并且糖液由现有制糖车间即可满足供应，不再新建制糖车间及设备，从而进一步提高了企业整体经济效益，可新增色氨酸产能 2,500 吨。

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

表 7 公司在建项目情况 单位：万元

项目名称及简介	计划建设期	总投资	项目进度	其中自有资金投入额	银行借款
3.2 吨复合蛋白饲料项目	2014.7-2015.1	3,981	试生产	1,981	2,000
L-赖氨酸高产酸技术改造示范工程项目	2013.11-2015	22,837.4	在建	5,937.4	16,900
年产 2500 吨 L-色氨酸扩能改造项目	2014.5-2015.6	13,453.4	在建	6,953.4	6,500

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目主要依托现有生产厂区进行改造，项目建成后将进一步提高整体经济效益，未来总投资规模不大。

7. 重要事项

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者集中审查通过后方可实施。截至本报告出具日，梅花生物已经申请商务部对本次交易的经营者集中审查，但未向中国证监会申报材料，并且确定的评估基准日已经失效。公司此次重组的可行性尚不明朗，未来需要持续关注。

8. 经营关注

（1）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，饲用级氨基酸主要用于饲料的添加剂。近些年动物疫情时有发生，饲料需求量和饲料价格也出现波动的态势，如果下游行业出现较大范围的变动，将对公司产品的价格有一定的影响。

（2）环保风险

国家对生物发酵行业设置了较高的环保门槛。目前国家对环境保护和能源节约的宏观调控政策力度逐渐加强，从原材料、供热、用电、排污等诸多方面提出了更高的要求，对行业的影响较大。不排除在未来几年国家会颁布更加严格的环保节能的法律法规，因此存在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。

（3）资本性支出较大

内蒙古伊品生物科技有限公司为宁夏伊品生物科技股份有限公司全资子公司，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，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。

9. 未来发展

公司计划未来成为中国领先的氨基酸生产厂家，主要从技术、产品品种和海外市场上寻找发展点大力发展，将立足生物发酵产业，不断加大氨基酸产品比重，选择性试水进军医药领域，向医药行业战略布局，总体实现五年内百亿收入的目标。

公司将提升技术水平，降低生产成本，以提升竞争力和市场占有率。公司将以管理创新和技术创新为动力，不断优化产品结构，由规模拉动型增长向技术创新驱动型增长转变。

以欧美为代表的区域市场，竞相对我国出口的味精和黄原胶产品采取贸易保护主义，频频发动反倾销调查。欧美贸易保护的持续高频次发生，将极大的限制中国企业的出口。未来，海外配置生产基地将是公司规避贸易保护主义的主要途径。

总体看，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；另外，公司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，公司未来发展前景良好。

七、 财务分析

1. 财务概况

公司提供了2012~2014年度的财务报表，均经信永中和会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司自2014年7月1日起执行财政部于2014年修订及新颁布的八项准则，公司无按照相关准则中的衔接规定进行追溯调整事项。

2013年，公司出资组建的北京中科伊品生物科技有限公司，于2013年4月15日取得北京工商行政管理局海淀分局核发的110108015784307号企业法人营业执照，注册资本为人民币100万元，于2013年纳入公司的合并范围。2014年，公司出资组建的伊品生物科技（香港）有限公司，于2014年7月2日取得中华人民共和国商务部颁发的的商境外投资证第6400201400020号企业境外投资证书，注册资本为6,449美元，为贸易类企业，经营范围主要包括：各类饲料添加剂及饲料原辅料国际贸易，于2014年纳入公司的合并范围。公司主营业务未发生变化，财务可比性强。

截至2014年底，公司合并资产总额61.11亿元，负债总额41.24亿元，所有者权益合计19.87亿元；2014年公司实现营业收入45.17亿元，净利润0.38亿元；经营活动产生的现金流量净额6.19亿元，现金及现金等价物净增加额1.22亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额64.30亿元，负债合计43.73亿元，所有者权益合计20.57亿元；2015年1~3月，公司实现营业收入11.75亿元，净利润0.37亿元；经营活动产生的现金流量净额1.13亿元，现金及现金等价物净增加额0.50亿元。

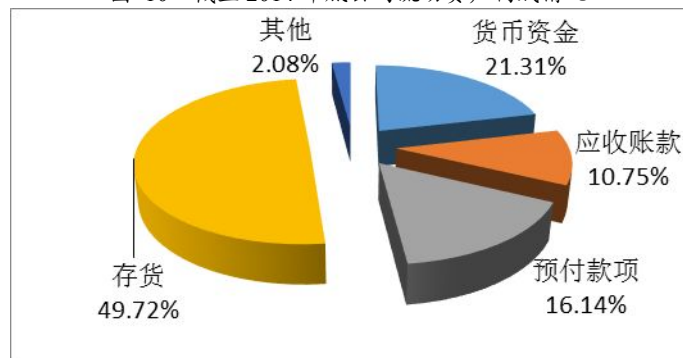
2. 资产质量

随着公司经营规模的不断扩张，公司合并资产总额平稳增长，三年年均复合增加14.94%。截至2014年底，公司资产总额611,083.78万元，其中流动资产和非流动资产占比分别为22.85%和77.15%，资产构成以非流动资产为主。

流动资产

2012~2014年，公司流动资产呈波动态势，三年年均复合增加-2.19%。截至2014年底，公司流动资产合计139,648.32万元，主要由货币资金（占21.31%）、应收账款（占10.75%）、预付账款（占16.14%）和存货（占49.72%）构成（如图10）。

图 10 截至 2014 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2012~2014年，公司货币资金规模逐年上升，三年复合增长率为-7.20%，公司近年来业务规模不断扩张，在日常经营、固定资产项目投资建设、研发投入等方面的现金资金需求也逐步增加，因此货币资金水平有所下降。截至2014年底，公司货币资金29,759.35万元，银行存款、其他货币

资金的占比分别为72.70%、27.30%，银行存款中有99.58%为人民币存款，其他货币资金为受限资金，其中：中国农业发展银行永宁县支行贷款保证金2,700.00万元；中国农业发展银行永宁县支行定期存单1,000.00万元（质押）；中国农业银行永宁县支行信用证保证金418.31万元；中国农业银行永宁县支行承兑保证金4,005.63万元。

2012~2014年，公司应收账款规模逐年增长，三年复合增长率为9.50%。截至2014年底，公司应收账款净额15,008.96万元，公司应收账款期限以一年以内为主（占比99.99%），计提坏账准备789.96万元，坏账准备计提较为充分。应收账款金额前五名单位合计占比38.77%，客户集中度不高，国内客户按合同规定存在一定的账期，国外客户占比达25%且存在一定的信用风险。

2012~2014年，公司存货规模逐年增长，三年复合增长率为13.70%，公司存货规模增长较快，主要由于近年来公司以产定销，需要备货所致。截至2014年底，公司存货净额69,437.73万元，其中库存商品占比39.06%、原材料占比52.35%、自制半成品占比7.86%，未计提坏账准备。

2012~2014年，公司预付款项规模逐年下降，三年复合增长率-28.01%，主要为预付的设备款及材料款减少所致。截至2014年底，公司预付款项22,532.96万元，账龄在1年以内的占比82.10%。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产逐年增长，三年复合增长率为22.03%。截至2014年底，公司非流动资产合计471,435.45万元，主要由固定资产（占94.59%）构成。

2012~2014年，公司固定资产规模逐年增长，三年复合增长率为34.66%。截至2014年底，公司固定资产445,938.48万元，固定资产主要由房屋建筑物（占37.42%）和机器设备（占61.91%）构成，固定资产成新率78.50%。公司部分固定资产用于抵押自银行取得借款，公司用于抵押的房屋建筑物评估价值为82,889.99万元，子公司内蒙伊品用于抵押的房屋建筑物评估价值为15,095.07万元；设备抵押物评估价值为207,083.21万元。

截至2015年3月底，公司资产结构变化不大，资产总计64.30亿元，较年初上升5.22%。

总体看，公司近三年资产呈上升态势，资产构成中非流动资产占比偏高，符合公司生产型企业特点，资产流动性较弱。

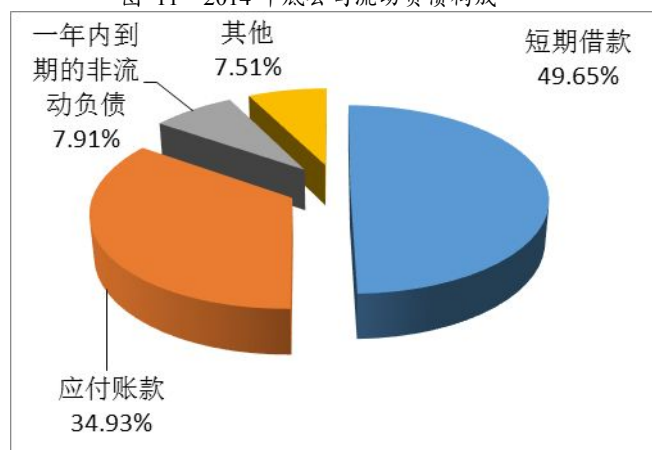
3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014年，公司负债规模年均复合增长率为13.00%。截至2014年底，公司负债总额41.24亿元，其中流动负债和非流动负债分别占75.42%和24.58%，流动负债占比略高。

2012~2014年，公司流动负债三年复合增长率为10.50%。截至2014年底，流动负债合计311,030.86万元，主要由短期借款（占49.65%）、应付账款（占34.93%）构成（如图11）。

图 11 2014 年底公司流动负债构成



数据来源：公司审计报告

2012~2014 年，公司短期借款规模平稳增长，三年复合增长率为 17.38%。截至 2014 年底，短期借款余额 154,418.00 万元，短期借款中抵押借款占比 45.36%。

2012~2014 年，公司应付账款规模增长较快，三年复合增长率 45.73%，主要是由于公司资产规模和业务规模不断扩大，固定资产项目建设规模和原材料采购规模增大所致。截至 2014 年底，公司应付账款 108,657.08 万元，账龄在 1 年以内的占比 70.35%。

2012~2014 年，公司一年内到期的非流动负债小幅下降，三年复合增长率为-14.56%。截至 2014 年底，一年内到期的非流动负债 24,600.00 万元，为一年内到期的长期借款。

2012~2014 年，公司非流动负债规模基本平稳，三年复合增长率 21.88%。截至 2014 年底，公司非流动负债合计 101,373.89 万元，主要为长期借款（占比 75.76%）和长期应付款（占比 16.52%）。

2012~2014 年，公司长期借款规模逐年上升，三年复合增长率 12.86%，均为项目建设所形成的长期抵押借款和保证借款等。截至 2014 年底，公司长期借款为 76,800.00 万元，存续期限在 1~5 年，集中偿还压力较轻。

2012~2014 年，公司长期应付款逐年上升。截至 2014 年底，公司长期应付款 16,750.00 万元，为应付农银金融租赁有限公司的融资租赁款。

2012~2014 年，公司债务规模逐年增长，三年复合增长率 11.84%。截至 2014 年底，公司债务规模为 282,518.00 万元，其中短期债务占比 66.89%，长期债务占比 33.11%，短期债务占比较高。

2012~2014 年，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波动不大，截至 2014 年底分别为 67.49%、58.71%、32.01%，公司债务压力一般。

截至 2015 年 3 月底，公司负债结构较年初变化不大，负债合计 437.26 亿元，较年初增长 6.03%，资产负债率增长了 1.52 个百分点。

总体看，公司债务结构有待改善，短期债务占比较大，债务规模有所增长，公司债务负担一般。

所有者权益

2012~2014 年，公司所有者权益逐年增长，三年复合增长 19.30%。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 19.87 亿元，无少数股东权益。其中实收资本占 20.98%、资本公积占 32.92%、盈余公积占 10.09%、未分配利润占 36.00%。未分配利润占比较高，所有者权益稳定性一般。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益合计 20.57 亿元，较年初增长 3.54%，构成较年初变化

不大。

总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较高，所有者权益稳定性有待提高。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司分别实现营业收入 390,531.13 万元、389,528.61 万元、451,749.45 万元，三年年均复合增长率为 7.55%；受产品价格下降，以及资本性、研发、环保成本提高的影响，公司实现利润总额 13,447.70 万元、1,022.94 万元、4,321.88 万元，三年年均复合增长率为-43.31%；实现净利润 11,428.24 万元、464.40 万元、3,802.99 万元，三年年均复合增长率为-42.31 %。

期间费用方面，2012~2014 年，公司费用总额呈上升趋势，三年复合增长率为 11.66%。销售费用、管理费用和财务费用均逐年上升，且占营业收入比例较小，其中销售费用三年复合增长率 11.90%、管理费用三年复合增长率 6.36%、财务费用三年复合增长率 19.74%。近三年公司费用收入比分别为 13.97%、16.29%、15.06%，期间费用控制能力尚可。

2012~2014 年，公司取得营业外收入分别为 6,874.46 万元、11,812.31 万元、5,708.40 万元，主要为政府补贴；近三年营业外支出分别为 1,113.77 万元、588.93 万元、2,283.64 万元。政府补助对公司利润总额的影响较大。

2012~2014 年，从盈利指标看，受到行业增速放缓增速持续回落的影响，公司盈利指标同比均出现大幅下降。2014 年，公司总资本收益率、总资产报酬率、净资产收益率分别为 4.19%、3.34%、1.92%，分别较 2012 年下降 2.66、2.49 和 6.46 个百分点。

总体看，受到近三年的行业整合因素影响，公司产品价格下降，以及资本性、研发、环保成本提高的影响，虽然公司收入保持稳定，但净利润下降幅度较大，盈利能力有待提升。

5. 现金流量

经营活动方面，2012~2014 年，公司经营活动产生的现金流量净额呈上升趋势，三年复合增长率为 47.19%，2014 年公司经营活动产生的现金净流量为 61,890.55 万元，公司经营活动获取现金的能力较强。从收入质量上看，近三年公司的现金收入比为 104.45%、98.64%、103.75%，收入实现质量较好。

投资活动方面，2012~2014 年，公司投资活动现金流量净额呈净流出状态，且波动较大，三年复合增长率为-11.73%。2014 年公司投资活动现金流量净额为-50,075.88 万元，投资活动产生的现金流入主要是由于收回投资而收到的现金，投资活动产生的现金流出主要为购建固定资产和投资参股公司所支付现金。

筹资活动方面，2012~2014 年，公司筹资活动现金流量净额呈净流入状态，由于偿还债务支付的现金不断增加，净流入规模不断下降，三年复合增长率为-93.53%。2014 年公司筹资活动现金流量净额为 114.65 万元，较上年下降 99.76%。

总体看，公司经营现金流净额呈上升趋势，收入实现质量较好；2014 年经营活动产生的现金流可以满足目前公司投资活动需求，同时筹资活动现金流量净额大幅下降。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2014 年底，公司流动比率和速动比率分别为 0.45 倍和 0.23 倍，较年初有小幅上升了 0.06 和 0.05 个百分点，处于较低水平，主要由于在内蒙古子公司资本性支出较大，流动资产规模有所下降所致。2014 年公司经营现金流动负债比率为 19.90%，同比上升 10.73 个百分点，主要由于经营现金流净额同比上升较多，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的

保护程度有所上升。2014 年公司现金短期债务比为 0.16 倍，较年初提升了 0.07，现金类资产对短期债务保护程度较低。整体看，公司短期偿债能力较差。

从长期偿债能力指标来看，2014 年公司 EBITDA 为 47,139.18 万元，同比提升 7.75%，同期公司利息支出有所增加，EBITDA 利息倍数为 2.81 倍，同比下降 0.31 倍，EBITDA 对利息的保障能力一般；2014 年，公司 EBITDA 全部债务比为 0.17 倍，同比无变化，处于一般水平。整体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2015 年 3 月末，公司不存在对外担保情况。

截至 2014 年底，公司主要银行的授信总额为 23.44 亿元，已使用授信额度为 17.71 亿元。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（编号：NO.B201504300077023580），截至 2015 年 4 月 30 日，公司未结清正常类汇总合计 454 笔，公司无未结清不良信贷信息，无未结清、已结清的不良和关注类贷款。

总体看，公司债务负担水平正常，经营现金流量和现金类资产规模较大，整体偿债能力尚可。

八、本期公司债偿债能力分析

1. 本次公司债的发行对目前负债的影响

截至 2014 年底，公司全部债务总额为 282,518.00 万元，公司本次拟申请发行公司债券额度为 60,000 万元，相对于目前的债务规模，债券发行额度对于公司整体债务水平具有一定影响，同时公司的债务结构将得以优化。

以 2014 年底相关财务数据为基础，本次 6 亿元公司债券发行后，全部用于补充流动资金，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 43.59%、63.29%、70.39%，债务负担有所增加，仍处在可控范围。

2. 本期公司债偿债能力分析

以 2014 年的财务数据为基础，公司 2014 年 EBITDA 为 47,139.18 万元，为本次公司债发行额度（6 亿元）的 0.79 倍，而经营活动现金流入量偿债倍数和经营活动现金净流量净额偿债倍数分别为 7.96 倍和 1.03 倍，公司自身的财务状况对于本期公司债券的保障程度较高，偿还能力较好。

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，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。梅花生物收购伊品生物，募集配套资金有 3.4 亿元用于伊品生物的全资子公司内蒙古伊品生物科技有限公司 20 万吨/年过瘤胃饲料添加剂项目及其配套工程，发展前景良好。

综合以上分析，并考虑到公司在氨基酸行业的生产规模、行业地位、技术水平、销售渠道等因素，公司对本期债券的偿付能力尚可。

九、债权保护条款分析

1. 担保条款

根据西部担保为本期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 6 亿元公司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。担保人提供保证的范围包括本期债券的全部本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的费用。担保人承担保证责任的

期间为本次发行首日至债券到期日后 6 个月止。

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。截至2014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%。

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、合规风险部、综合部、人力资源部以及核保部9个职能部门。截至2014年末，西部担保在职员工总数47人。

截至2014年末，西部担保资产总额200,913.21万元，负债总额2,483.89万元，所有者权益合计198,429.32万元。2014年，西部担保实现营业收入4,548.20万元，净利润2,429.32万元。2014年西部担保全年担保发生额为329,900.00万元，期末担保余额为329,900.00万元，计提的短期责任准备余额为710.40万元，计提的担保赔偿准备金余额为711.00万元。

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。

(2) 外部环境

西部担保作为银川市国有担保机构，其业务运营主要集中于银川市范围。宁夏回族自治区和银川市经济稳中有进的发展态势以及银川市提出的“金融强市”发展规划，能够为西部担保的发展提供良好的宏观以及金融环境，有利于公司未来业务的开展。

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。2014年，银川市实现地区生产总值1,395.67亿元，同比增长9.5%，增速比全区平均水平高1.5个百分点，居宁夏五市之首；全社会固定资产投资、社会消费品零售总额进出口总额以及居民可支配收入均有不同幅度增长，经济社会发展呈现稳中有进、稳中提质的良好势头。

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家国有资本运营公司，引进金融机构6家，浦发银行银川高岸业务创新中心揭牌运营，宁夏网虫、天住科技等11家企业在“新三板”挂牌上市，发行城投债、私募债42亿元，争取棚户区改造融资贷款184亿元。金融业增加值占第三产业比重达到23.5%。未来，银川市还将通过引进区外金融机构、筹建相关金融公司等方式不断完善金融服务体系。

总体来看，宁夏回族自治区和银川市经济稳中有进的发展态势以及银川市提出的“金融强市”发展规划，能够为西部担保的发展提供良好的宏观以及金融环境，有利于其未来业务的开展。

(3) 股东背景

银川金控是银川市国资委根据银川市“金融强市”战略部署成立的全金融产业链控股平台，是西部担保成立时的全资股东。截至 2014 年末，银川金控注册资本 16.00 亿元，其中 15.90 亿元投资设立西部担保，持股比例 81.12%，0.10 亿元投资设立银信资产管理有限公司，持股比例为 100.00%。根据银川市政府规划，2015 年银川文化产业投资基金有限公司和银川市产权交易中心将并入银川金控，同时还成立寿险公司、融资租赁公司以及网络众筹平台，将银川金控打造成为全金融产业链的平台。西部担保作为银川金控金融产业链中最重要的环节，未来银川金控将以西部担保为核心，依托西部担保的专业优势，通过做实各个子公司，最终实现集团化运作，充分发挥金控平台的资源整合优势，成为打造银川“金融强市”的最重要载体。同时，集团化全金融产业链平台的搭建也将通过发挥各公司之间的协同效应，帮助西部担保拓展业务规模。

银川新兴产业公司是由银川市国资委全资控股，专注于打造大数据、智慧城市建设等新兴产业的投资运营平台公司。2014 年 12 月，银川新兴产业公司对西部担保增资 3.70 亿元。西部担保是宁夏地区注册资本最大的担保公司，资本实力远高于宁夏地区其他担保公司，随着股东不断注资，将进一步增强西部担保的资本实力。

总体来看，西部担保股东均为银川市国资委出资成立的，股东背景较强，同时随着控股股东集团化全金融产业链平台的搭建，将有助于西部担保拓展业务规模。

(4) 业务运营情况

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。

从担保业务类型来看，目前西部担保主要业务类型分为合同履约担保、贷款担保及诉讼担保；其中贷款担保费率约 3% 左右，而合同履约担保和诉讼担保由于风险较小，担保费率在 0.2%~0.5% 之间。截至 2014 年末，西部担保累计完成担保额度 329,900.00 万元，其中合同履约担保 289,100.00 万元，贷款担保 37,800.00 万元，诉讼担保 3,000.00 万元，占比分别为 87.63%、11.46% 和 0.91%。2014 年，西部担保取得担保费收入 1,420.80 万元。

从担保组合特征来看，截至 2014 年末，西部担保累计担保户数 7 户，户均担保责任余额 47,128.57 万元，单户最大担保责任余额为 230,000.00 万元，被担保企业主要集中于在银川市范围内受政策鼓励发展的农林牧渔、教育、商贸、新能源等行业。从担保期限来看，截至 2014 年底，担保期限在 12 个月以内的担保余额占比达 92.42%。

表 8 截至 2014 年末西部担保担保业务组合特征 (单位：万元)

组合特征	项目	2014 年底	项目	2014 年底
	户均担保责任余额	47,128.57	单户最大担保责任余额	230,000
	其中：融资性贷款担保	12,600	单户及关联最大担保责任余额	287,000
	经营性贷款担保	--	平均担保期限	6 个月
	个人消费性住房贷款	--	单笔最长担保期限	2 年
	个人消费性购车贷款	--	行业集中于 <u>农林牧渔</u> 行业，担保责任余额 <u>287,000</u> 万元	
	履约性担保	96,366.67	地区集中于 <u>银川</u> 地/市，担保责任余额 <u>329,900</u> 万元	

存续期限	担保责任余额	担保期限	担保责任余额
1-12 个月	6,100	1-12 个月	304,900
1 年-2 年	287,000	1 年-2 年	25,000
2 年以上	36,800	2 年以上	--

资料来源：西部担保提供

西部担保业务规模较小，主要以履约担保客户为主，客户集中度以及行业集中度风险都较低。截至 2014 年末，西部担保前五大在保客户主要为履约担保客户，在保余额相对较低，其中第一大担保客户在保余额为 230,000.00 万元，占期末担保余额的比例为 75.43%。由于设立时间较短加之担保业务规模小，西部担保客户集中度略高，但由于主要在保客户多为履约担保客户，经营风险较小。

截至 2014 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 2014 年末，西部担保计提各项风险准备金余额为 1,421.40 万元，准备金拨备率为 2.57% (见表 5)。随着公司未来业务的不断开展，公司准备金余额需要进一步增加。

西部担保注册资本较为充足，在确保流动性良好的同时，还通过购买债券以及理财产品等进行一定规模投资，获取投资收益，以提升盈利能力。2014 年，西部担保实现投资收益 3,821.81 万元，其中债权投资收益 3,551.35 万元，委托理财收益 270.46 万元。

总体来看，西部担保成立时间虽较短，但是担保业务稳步开展。同时，投资收益作为营业收入的良好补充，提高了资本利用效率，有效增加了营业收入。

(5) 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。

在董事会层面，董事会对总经理办公会议上报的重大担保项目和投资进行决策，建立了专门的风险控制委员会，风险控制委员会由董事会外聘的法律、金融、财务专家组成，董事会成员不担任风控委员会委员，董事会做出决策前，由风险控制委员会专家提交书面参考意见。

经理层面，依据公司章程和董事会授权，西部担保实行总经理领导下的风险管理架构，总经理是公司风控管理的第一负责人。分管合规风控的副总经理主要负责具体的合规风控工作，对内部出现的经营风险及时向总经理报告。项目评审委员会是西部担保经理层面投资担保项目的决策机构，项目评审委员会由高管、中层以及外聘的专家委员组成，所有的投资担保项目必须经项目评审委员会进行评议并通过后才能报总经理批准。

在部门层面，合规风控部是西部担保风险控制工作的主管部门，在主管副总经理的领导下开展风控工作，负责对各项投资担保项目风险进行评估，对资产监管部门的保后管理工作进行监督，对其他各部门的风控工作进行指导。在合规风控部和其他各业务部门，部门负责人是本部门风控的第一责任人，负责对本部门开展业务的风险进行管理，领导和督促本部门的业务经理严格按照内控制度开展尽职调查和具体工作，发现风险及时向合规风控部进行通报，必要时直接通过主管副总经理，向总经理报告。

从业务流程来看，西部担保在成立初期就对各个业务环节制定了严格的控制流程。随着业务的不断开展，西部担保从项目立项、尽职调查、综合评中、反担保资产及分类监管、风险评级、风险预警、风控报告、业务档案、内部审计及合规审查等各个风控环节进行系统性梳理，按照内控独立、牵制原则在各部门间设立防火墙，相互制约，保持各自业务的独立性和风险可控性。

西部担保坚持尽职调查是担保业务风险控制主要环节的理念，在尽职调查时，要求客户经理及风控人员掌握被尽调企业的募集资金需求、企业资产状况、企业现金流情况，并结合研究部门出具的行业风险报告，综合考量被尽调企业的风险状况。

在反担保方面，西部担保要求被担保企业提供多种反担保措施，包括被担保企业管理人员用个人财产进行反担保等。同时，西部担保对不同抵押物设置了严格的抵押率，并充分计提各项风险准备金。

在代偿追偿方面，西部担保拥有有力的政策支持与政府资源优势。西部担保作为银川市政府“打造金融强市，净化金融环境”全金融链条的关键环节，由公安、检察院、法院等权力机关为公司开通了“绿色通道”，实施快速打击金融领域的犯罪，强化风险预警，加大对诉讼保全案件的执行力度，建立灵活高效的追索机制，形成“风险一处置一执行”相结合的链条，有效控制代偿率，大幅降低资产处置成本，提高资产处置效率。

总体来看，西部担保具有较强的风险控制意识，在不同层级之间建立了清晰的风控管理体系，并且在业务流程、反担保以及代偿追偿方面也建立了严格的控制措施。但是由于成立时间较短，其整体风险控制的有效性仍有待检验。

（6）财务分析

西部担保提供了 2014 年审计报告，宁夏正大会计师事务所对公司 2014 年报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

财务概况

截至 2014 年末，西部担保资产总额 200,913.21 万元，负债总额 2,483.89 万元，所有者权益合计 198,429.32 万元。2014 年，西部担保实现营业收入 4,548.20 万元，净利润 2,429.32 万元。2014 年西部担保全年担保发生额为 329,900.00 万元，期末担保余额为 329,900.00 万元，计提的短期责任准备余额为 710.40 万元，计提的担保赔偿准备金余额为 711.00 万元。

资金来源

目前，西部担保可用于从事担保业务的资金来源主要是股东投入的资本金和提取的各项准备金。截至 2014 年末，西部担保注册资本金 19.60 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，未来随着西部担保业务的开展，银川金控存在进一步增资的可能性。

截至 2014 年末，西部担保资产负债率为 1.24%，杠杆利用率较低；负债总额 2,483.89 万元，负债规模很小，均为流动负债。应交税费和提取的各项准备金是公司负债的主要构成部分，其中未到期责任准备金和担保赔偿准备金合计 1,421.40 万元，在负债总额中合计占比 57.22%。西部担保目前未通过银行等金融机构借款、委托贷款、各类法人组织或个人借款等方式增加营运资金。

截至 2014 年末，西部担保所有者权益 198,429.32 万元，其中实收资本 196,000.00 万元，盈余公积 728.79 万元，未分配利润 1,700.52 万元，所有者权益稳定性一般。

资金运用和资产质量

西部担保资产主要由非流动资产构成，流动资产占比较低，资产流动性较差。截至 2014 年末，西部担保总资产 200,913.21 万元，流动资产和非流动资产占比分别为 7.26%和 92.74%。

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 2014 年第一期、第二期和第三期私募债券，合计 149,000.00 万元，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公司提高资金使用效率，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2014年末投资规模3.70亿元。

盈利能力

由于成立时间较短，担保业务刚刚起步，相对资本规模，西部担保的担保业务规模较小，自身资本实力以及政府支持的优势尚未充分发挥，因此2014年担保业务收入水平相对较低。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。2014年，西部担保实现担保业务收入1,420.80万元，投资收益3,821.81万元。西部担保的支出主要为提取的各项准备金和业务及管理费用。

在盈利能力方面，2014年，西部担保实现净利润2,429.32万元，非年化总资产收益率为1.21%，非年化净资产收益率为1.22%。

资本充足率及代偿能力

截至2014年末，西部担保流动比率为7.83%，现金类资产规模较小，资产流动性相对较差。截至2014年底，西部担保1年内的担保责任余额为304,900.00万元，西部担保现金类资产对其的覆盖倍数为0.05倍，对一年期担保业务的保障程度较差。

2014年末，西部担保融资性担保业务担保放大倍数为0.19倍，放大倍数很小，担保业务有待扩展。

总体看，西部担保资本相对充足，担保业务组合风险较低，整体代偿能力较强。随着西部担保业务规模不断扩展，未来盈利能力将进一步增强。

3. 担保能力分析

本期债券由西部担保提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。截至2014年底，西部担保净资产合计为198,429.32万元，对本期债券本金的覆盖倍数为3.31倍，覆盖倍数尚可。

总体看，西部担保净资产规模较大，担保实力较强，其担保对本期债券的信用状况具有显著的提升作用。

十、综合评价

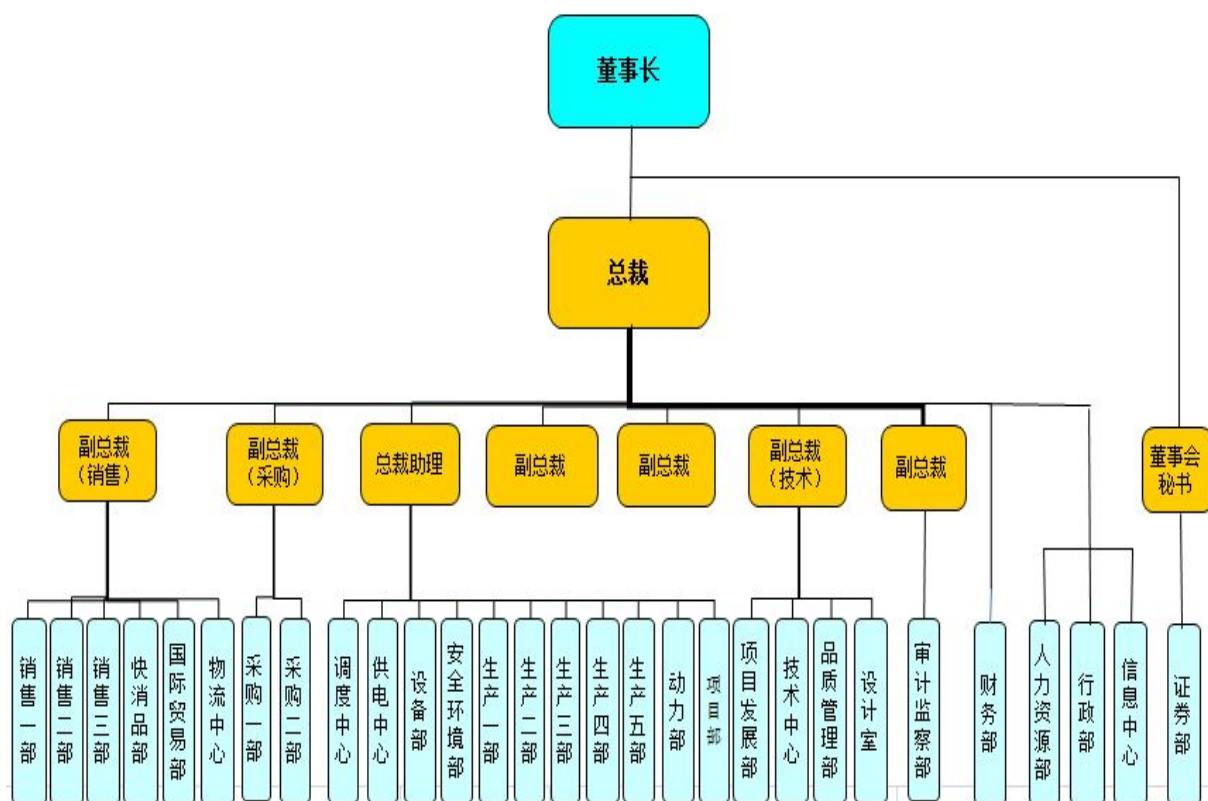
联合信用评级有限公司对公司及本期债券的评级反映了公司作为国内综合实力居前的生物发酵企业，在全国具有较强的竞争力。公司构建了完整的工业生产链和供应链，技术研发、生产装备现代化和自动化水平居行业领先水平，人均创利较高，并对下游客户具有较强的议价能力。同时，联合评级关注到公司产能扩张速度较快，流动资金面临一定的压力等因素给公司经营所带来的不利影响。

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，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，公司未来发展前景良好。联合评级对公司的评级展望为稳定。

本期债券由西部（银川）担保有限公司（以下简称“西部担保”）提供担保，西部担保股东背景优良，资本实力较强，其作为银川市国有担保机构，整体担保能力较强，其担保对本期债券信用状况具有显著的积极影响。

基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的综合评估，总体看，本期债券到期不能偿付的风险很小。

附件 1 截至 2014 年末公司组织结构图



附件 2-1 宁夏伊品生物科技股份有限公司
2012 年~2015 年 3 月公司合并资产负债表（资产）
（单位：人民币万元）

资产	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动资产：					
货币资金	34,559.34	15,689.05	29,759.35	-7.20	34,710.50
交易性金融资产					
应收票据	1,630.32	368.33	100.00	-75.23	5,137.76
应收账款	12,516.66	12,352.09	15,008.96	9.50	18,122.33
预付款项	43,473.92	22,934.03	22,532.97	-28.01	33,150.61
应收利息					
应收股利					200.00
其他应收款	85.63	6,011.18	1,376.54	300.94	3,367.86
存货	53,715.41	64,717.80	69,437.73	13.70	82,088.29
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	0.00	83.17	1,432.78		0.00
流动资产合计	145,981.29	122,155.65	139,648.32	-2.19	176,777.35
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款		2,000.00	2,000.00		2,000.00
长期股权投资					103.98
投资性房地产					
固定资产	245,939.73	262,436.73	445,938.48	34.66	440,859.63
生产性生物资产					
油气资产					
在建工程	49,478.81	189,628.92	12,383.58	-49.97	12,407.37
工程物资	9,457.57	1,800.32	22.56	-95.12	
固定资产清理					
无形资产	11,004.17	10,214.57	9,843.11	-5.42	9,656.51
开发支出					
商誉					
长期待摊费用		752.39	575.36		531.10
递延所得税资产	705.33	618.55	672.36	-28.91	637.27
其他非流动资产					
非流动资产合计	316,585.60	467,451.48	471,435.45	21.91	466,195.86
资产总计	462,566.89	589,607.13	611,083.78	14.86	642,973.22

附件 2-2 宁夏伊品生物科技股份有限公司
2012 年~2015 年 3 月公司合并资产负债表（负债及股东权益）
（单位：人民币万元）

负债和所有者权益	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 3 月
流动负债：					
短期借款	112,074.69	152,168.42	154,418.00	17.38	167,930.35
交易性金融负债					
应付票据	19,800.00	0.00	9,950.00	-29.11	20,150.00
应付账款	51,161.75	121,752.85	108,657.08	45.73	104,110.50
预收款项	24,440.91	13,191.08	15,071.47	-21.47	27,864.19
应付职工薪酬	277.85	922.45	1,210.64	108.74	576.24
应交税费	6,821.00	-14,227.96	-12,171.65		-13,370.84
应付利息	364.05	375.46	488.17	15.80	19.96
应付股利	1,950.81	469.54	2,419.54	11.37	2,419.54
其他应付款	3,940.28	7,090.35	6,387.60	27.32	857.12
一年内到期的非流动负债	33,700.00	33,000.00	24,600.00	-14.56	24,600.00
其他流动负债					
流动负债合计	254,531.34	314,742.18	311,030.86	10.50	335,157.07
非流动负债：					
长期借款	60,300.00	51,300.00	76,800.00	12.86	76,800.00
应付债券					
长期应付款	0.00	19,250.00	16,750.00		21,563.02
专项应付款	1,600.00	620.00	620.00	-37.75	120.00
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债	6,537.47	6,818.91	7,203.89	4.97	3,619.98
非流动负债合计	68,437.47	77,988.91	101,373.89	21.71	102,103.00
负债合计	322,968.81	392,731.09	412,404.75	12.97	437,260.07
所有者权益：					
股本	32,480.00	41,688.01	41,688.01	13.29	41,688.01
资本公积	16,623.06	65,415.05	65,415.05	98.37	65,415.05
减：库存股					
专项储备					
盈余公积	18,668.96	19,305.76	20,050.23	11.62	20,050.23
未分配利润	71,826.06	70,467.22	71,525.75	-2.24	78,559.86
外币报表折算差额					
归属于母公司所有者权益合计	139,598.08	196,876.05	198,679.03	19.11	205,713.15
少数股东权益					
所有者权益合计	139,598.08	196,876.05	198,679.03	19.11	205,713.15
负债和所有者权益总计	462,566.89	589,607.13	611,083.78	14.86	642,973.22

附件 3 宁夏伊品生物科技股份有限公司

2012 年~2015 年 3 月公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 1~3 月
一、营业收入	390,531.13	389,528.61	451,749.45	7.55	117,545.21
减: 营业成本	326,941.79	334,702.90	381,115.92	7.97	95,901.75
营业税金及附加	1,124.25	1,592.07	1,587.33	18.82	411.00
销售费用	23,022.58	26,649.47	28,826.04	11.90	6,657.99
管理费用	19,920.79	22,336.70	22,535.89	6.36	7,454.45
财务费用	11,630.24	14,452.78	16,675.55	19.74	3,846.10
资产减值损失	325.10	30.14	137.61	-34.94	0.00
加: 公允价值变动收益 (损失以“—”号填列)					
投资收益 (损失以“—”号填列)	120.64	35.00	25.99		7.92
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益 (损益以“—”号添列)					
二、营业利润(亏损以“—”号填列)	7,687.01	-10,200.44	897.12	-65.84	3,281.85
加: 营业外收入	6,874.46	11,812.31	5,708.40	-8.87	1,487.66
减: 营业外支出	1,113.77	588.93	2,283.64	43.19	159.49
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额(亏损总额以“—”号填列)	13,447.70	1,022.94	4,321.88	-43.31	4,610.02
减: 所得税费用	2,019.46	558.54	518.90	-42.75	886.80
四、净利润(净亏损以“—”号填列)	11,428.24	464.40	3,802.99	-43.38	3,723.22
其中: 归属于母公司所有者的净利润	11,428.24	464.40	3,802.99	-43.38	0.00
少数股东损益					

附件 4 宁夏伊品生物科技股份有限公司
2012 年~2015 年 3 月公司合并现金流量表
(单位: 人民币万元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)	2015 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	407,891.55	384,240.92	468,689.97	7.19	122,903.61
收到的税费返还	2,453.55	353.40	513.41	-54.26	574.09
收到其他与经营活动有关的现金	8,473.20	20,565.69	8,170.52	-1.80	2,459.07
经营活动现金流入小计	418,818.30	405,160.02	477,373.90	6.76	125,936.77
购买商品、接受劳务支付的现金	312,243.49	297,525.15	333,439.21	3.34	90,451.80
支付给职工以及为职工支付的现	23,768.55	23,834.33	27,941.93	8.42	7,793.83
支付的各项税费	12,465.73	23,665.66	15,928.72	13.04	3,974.82
支付其他与经营活动有关的现金	41,775.19	31,267.99	38,173.50	-4.41	12,412.20
经营活动现金流出小计	390,252.95	376,293.13	415,483.35	3.18	114,632.65
经营活动产生的现金流量净额	28,565.35	28,866.88	61,890.55	47.19	11,304.12
二、投资活动产生的现金流量:					0.00
收回投资收到的现金	7,530.00	0.00	8,810.00	8.17	72,910.13
取得投资收益收到的现金	120.92	35.00	25.99		7.99
处置固定资产、无形资产和其他长	95.37	44.54	5,074.80	629.47	3.77
处置子公司及其他营业单位收到					
收到其他与投资活动有关的现金	3,050.00	1,140.00	1,098.00	-40.00	0.00
投资活动现金流入小计	10,796.29	1,219.54	15,008.79	17.91	72,921.89
购建固定资产、无形资产和其他长	75,062.84	86,672.95	54,974.67	-14.42	4,126.41
投资支付的现金	0.00	0.00	10,110.00		71,810.00
取得子公司及其他营业单位支付					
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	75,062.84	86,672.95	65,084.67	-6.88	75,936.41
投资活动产生的现金流量净额	-64,266.56	-85,453.41	-50,075.88	-11.73	-3,014.52
三、筹资活动产生的现金流量:					0.00
吸收投资收到的现金	0.00	58,000.00	0.00		0.00
发行债券所收到的现金					
取得借款收到的现金	176,176.68	211,774.51	224,804.10	12.96	44,593.35
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	1,130.00	3,110.00		2,003.46
筹资活动现金流入小计	176,176.68	270,904.51	227,914.10	13.74	46,596.81
偿还债务支付的现金	133,220.00	203,635.12	205,454.57	24.19	43,131.00
分配股利、利润或偿付利息支付的	15,574.66	16,657.34	16,929.28	4.26	4,304.22
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	1,889.00	5,415.60		2,749.04
筹资活动现金流出小计	148,794.66	222,181.47	227,799.45	23.73	50,184.27
筹资活动产生的现金流量净额	27,382.02	48,723.04	114.65	-93.53	-3,587.46
四、汇率变动对现金及现金等价物	-236.18	-968.47	236.47		258.35
五、现金及现金等价物净增加额	-8,555.37	-8,831.96	12,165.79		4,960.49
加: 期初现金及现金等价物余额	26,856.94	18,301.58	9,469.62	-40.62	0.00
六、期末现金及现金等价物余额	18,301.58	9,469.62	21,635.41	8.73	4,960.49

附件 5 宁夏伊品生物科技股份有限公司

2012 年~2014 年公司现金流量表补

(单位: 人民币万元)

补充资料	2012 年	2013 年	2014 年	变动率(%)
1. 将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	11,864.73	464.40	3,802.99	-43.38
加: 资产减值准备	325.10	30.14	137.61	-34.94
固定资产折旧及投资性房地产摊销	26,859.17	29,022.03	26,184.88	-1.26
无形资产摊销	492.11	611.34	711.32	20.23
长期待摊费用摊销	0.00	132.78	177.03	
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(收益以“-”号填列)	677.68	215.78	-70.69	
固定资产报废损失(收益以“-”号填列)	0.00	0.00	2,122.22	
公允价值变动损失(收益以“-”号填列)				
财务费用(收益以“-”号填列)	11,178.66	12,958.29	15,744.12	18.68
投资损失(收益以“-”号填列)	-120.64	-35.00	-25.99	-53.58
递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)	-578.93	86.77	-53.80	-69.51
递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)				
存货的减少(增加以“-”号填列)	-12,912.13	-11,002.39	-4,719.93	-39.54
经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)	-17,283.66	19,883.91	-20,156.45	7.99
经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)	8,063.26	-23,501.17	38,037.25	117.19
其他				
经营活动产生的现金流量净额	28,565.35	28,866.88	61,890.55	47.19
2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3. 现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	18,301.58	9,469.62	21,635.41	8.73
减: 现金的期初余额	26,856.94	18,301.58	9,469.62	-40.62
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	-8,555.37	-8,831.96	12,165.79	

附件 6 宁夏伊品生物科技股份有限公司

主要财务指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
经营效率				
应收账款周转次数(次)	39.13	29.76	31.37	-
存货周转次数(次)	6.92	5.65	5.68	-
总资产周转次数(次)	0.93	0.74	0.75	0.19
现金收入比率(%)	104.45	98.64	103.75	104.56
盈利能力				
总资本收益率(%)	6.85	3.28	4.19	-
总资产报酬率(%)	5.83	2.66	3.34	0.74
净资产收益率(%)	8.38	0.28	1.92	1.84
主营业务毛利率(%)	16.21	13.41	15.09	-
营业利润率(%)	15.99	13.67	15.28	18.06
费用收入比(%)	13.97	16.29	15.06	15.28
财务构成				
资产负债率(%)	69.82	66.61	67.49	68.01
全部债务资本化比率(%)	61.80	56.50	58.71	60.19
长期债务资本化比率(%)	30.17	26.38	32.01	32.35
偿债能力				
EBITDA 利息倍数(倍)	4.07	3.12	2.81	-
EBITDA 全部债务比(倍)	0.23	0.17	0.17	-
经营现金债务保护倍数(倍)	0.13	0.11	0.22	0.04
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.16	-0.22	0.04	0.027
流动比率(倍)	0.57	0.39	0.45	0.53
速动比率(倍)	0.36	0.18	0.23	0.28
现金短期债务比(倍)	0.22	0.09	0.16	0.19
经营现金流动负债比率(%)	11.21	9.17	19.90	3.37
经营现金利息偿还能力(倍)	2.23	2.06	3.18	-
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.79	-4.04	0.61	-
本次公司债券偿债能力				
EBITDA/ 本次发债额度(倍)	0.87	0.73	0.79	-

附件 7 西部（银川）担保有限公司

2014 年合并资产负债表

（单位：人民币万元）

资 产	期末数	负债与所有者权益	期末数
流动资产：		流动负债：	
货币资金	2,881.37	短期借款	
交易性金融资产		预收担保费	25.20
应收票据		应付职工薪酬	22.61
应收担保费		应付手续费	
应收分担保账款		应交税费	995.39
预付账款	233.94	应付利息	
应收利息	3,567.35	应付股利	
应收股利		其他应付款	19.29
应收代偿款		应付分担保账款	
应收担保损失补贴款		未到期责任保证金	710.40
其他应收款	7,905.18	担保赔偿准备金	711.00
流动资产合计	14,587.83	流动负债合计	2,483.89
长期投资：		长期负债：	
可供出售金融资产	149,000.00	长期借款	
减：可供出售金融资产减值准备		应付债券	
可供出售金融资产净额	149,000.00	长期应付款	
长期股权投资	37,000.00	专项应付款	
减：长期股权投资减值准备		预计负债	
长期股权投资净额	37,000.00	递延所得税负债	
长期投资合计	186,000.00	长期负债合计	
固定资产：		负债合计	2,483.89
固定资产	193.02		
减：累计折旧	5.69		
固定资产净值	187.33	所有者权益（或股东权益）：	
减：固定资产减值准备			
固定资产净额	187.33	实收资本（或股本）	196,000.00
固定资产清理		资本公积	
固定资产合计	187.33	一般风险准备	
无形资产及其他资产		盈余公积	728.79
无形资产		担保扶持基金	
减：无形资产减值准备		未分配利润	1,700.52
无形资产净值			
委托贷款			
减：委托贷款减值准备		所有者权益合计	198,429.32
长期待摊费用	138.05		
待处理财产损益			
无形资产及其他资产合计	138.05		
资产总计	200,913.21	负债和所有者权益（或股东权益）总计	200,913.21

附件 8 西部（银川）担保有限公司

2014 年利润表

（单位：人民币万元）

项 目	本期金额
一、营业收入	4,548.21
其中：1.担保费收入	1,420.80
减：未到期责任准备金	710.40
2.手续费及佣金收入	
3.利息收入	
4.评审费收入	
5.追偿收入	
6.其他收入	16.00
7.投资收益（投资损失以“-”填列）	3,821.81
8.公允价值变动收益（投资损失以“-”填列）	
9.汇兑收益（投资损失以“-”填列）	
二、营业支出	711.00
其中：1.担保赔偿支出	
2.分担保费支出	
3.利息支出	
4.手续费及佣金支出	
5.担保赔偿准备金	711.00
6.其他支出	
7.资产减值损失（转回的金额以“-”填列）	
三、营业税金及附加	80.47
四、业务及管理费	516.89
五、营业利润	3,239.85
加：营业外收入	
减：营业外支出	
六、利润总额（亏损总额以“-”填列）	3,239.85
减：所得税费用	810.54
七、净利润（净亏损以“-”填列）	2,429.32

附件 9 西部（银川）担保有限公司

2014 年现金流量表

（单位：人民币万元）

项 目	本期金额
一、经营活动产生的现金流量：	
收到原担保合同保费取得的现金	1,446.00
收到再担保业务现金净额	
收到其他与经营活动有关的现金	500.73
现金流入小计	1,946.73
支付赔付款项的现金	
支付利息、手续费及佣金的现金	
支付给职工以及为职工支付的现金	133.01
支付的各项税费	
支付其他与经营活动有关的现金	8,785.03
现金流出小计	8,918.04
经营活动产生的现金流量净额	-6,971.31
二、投资活动产生的现金流量：	
收回投资所收到的现金	217,000.00
取得投资收益所收到的现金	270.46
收到的其他与投资活动有关的现金	
现金流入小计	217,270.46
投资支付的现金	403,000.00
质押贷款净增加额	
购建固定资产、无形资产和其他长期	410.78
支付其他与投资活动有关的现金	
现金流出小计	403,410.78
投资活动产生的现金流量净额	-186,140.32
三、筹资活动产生的现金流量：	
吸收投资所收到的现金	196,000.00
发行债券收到的现金	
借款所收到的现金	5,000.00
收到的其他与筹资活动有关的现金	
现金流入小计	201,000.00
偿还债务所支付的现金	5,000.00
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	7.00
支付的其他与筹资活动有关的现金	
现金流出小计	5,007.00
筹资活动产生的现金流量净额	195,993.00
四、汇率变动对现金的影响额	
五、现金及现金等价物净增加额	2,881.37

附件 10 主体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+销售费用+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 / 本期公司债券发行额度
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 / 本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本期公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+交易性金融负债+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 11 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。

联合信用评级有限公司 关于宁夏伊品生物科技股份有限公司 2016 年公司债券的跟踪评级安排

本期公司债券存续期内，联合评级将在每年宁夏伊品生物科技股份有限公司年度审计报告完成后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本期公司债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

宁夏伊品生物科技股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。宁夏伊品生物科技股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注宁夏伊品生物科技股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现宁夏伊品生物科技股份有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期公司债券的信用等级。

如宁夏伊品生物科技股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至宁夏伊品生物科技股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在本公司网站予以公布，并同时报送宁夏伊品生物科技股份有限公司、监管部门、交易机构等。

