



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪051号

中粮生物化学（安徽）股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“中粮生物化学（安徽）股份有限公司2011年公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司本次跟踪的主体信用等级为AA，评级展望稳定；本期债券的信用等级为AA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一四年五月六日

中粮生物化学（安徽）股份有限公司 2011年公司债券（第一期）跟踪评级报告（2014）

发行主体	中粮生物化学（安徽）股份有限公司		
发行规模	人民币 5 亿元		
存续期限	5 年期：2012/02/16—2017/02/16		
上次评级时间	2013/5/8		
上次评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	
跟踪评级结果	债项级别	AA	评级展望 稳定
	主体级别	AA	

概况数据

中粮生化	2011	2012	2013	2014.Q1
所有者权益（亿元）	29.39	30.69	30.93	31.15
总资产（亿元）	64.77	68.59	65.51	69.60
总债务（亿元）	29.27	30.93	26.88	28.07
营业总收入（亿元）	74.01	77.30	73.40	17.74
营业毛利率（%）	9.54	10.02	9.36	11.85
EBITDA（亿元）	9.52	7.13	4.77	2.28
净资产收益率（%）	12.30	6.56	1.63	2.64
资产负债率（%）	54.63	55.25	52.78	55.25
总债务/EBITDA（X）	3.08	4.34	5.64	3.08
EBITDA 利息倍数（X）	4.99	3.69	3.08	6.53

注：中粮生化2014年一季度的净资产收益率、总债务/EBITDA 指标经过年化处理

基本观点

2013 年中粮生物化学（安徽）股份有限公司（以下简称“中粮生化”或“公司”）燃料乙醇业务收入规模有所提升，但燃料乙醇业务财政补贴、税收优惠逐年减少对公司盈利水平造成一定的影响。同时，受下游需求不振、产能过剩、产品价格持续下滑等影响，赖氨酸和柠檬酸业务增速放缓，公司营业总收入规模下降，初始获利空间缩小。但是，公司核心产品市场地位突出，技术实力较强，产能、产量方面的规模优势较显著，仍具有较强的综合竞争优势。

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）维持中粮生化主体信用等级 **AA**，评级展望稳定，维持“中粮生物化学（安徽）股份有限公司 2011 年公司债券（第一期）”信用等级 **AA**。

正面

- 公司燃料乙醇业务盈利能力提高。得益于下游需求增长、生产技术水平提升以及结算价格的提高，公司燃料乙醇业务收入规模扩大，毛利率同比上升了 3.23 个百分点。
- 公司研发实力较强，技术优势明显。2013 年公司获得专利授权 64 项，柠檬酸、赖氨酸和燃料乙醇等各项技术指标达到行业领先水平，依托其技术优势推进的技改项目和工艺优化有效地降低了能耗水平和生产成本。
- 核心产品行业地位显著。公司柠檬酸、赖氨酸、燃料乙醇、L-乳酸等产品在各自细分市场领域中的行业地位相对突出，产能、产量方面的规模优势较显著，仍具有较强的综合竞争优势。

分析师

周莉莉 lizhou@ccxr.com.cn

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2014年5月6日



关 注

- 行业景气度下滑对公司柠檬酸、赖氨酸业务经营产生影响。近年来柠檬酸、赖氨酸行业下游需求减少，产能过剩，市场竞争加剧，产品价格持续下滑，且原材料价格保持高位运行，导致公司该两大业务利润水平不断下滑。
- 燃料乙醇业务财政补贴、税收优惠将逐年减少。近年来国家财政对公司生产的燃料乙醇补贴标准逐年下降，同时消费税、增值税政策不断调整，税收优惠减少，一定程度上也影响该业务的盈利水平。
- 公司仍具有一定的资金压力。公司短期债务规模较大，短期债务偿还压力较大。此外，6万吨/年赖氨酸盐酸盐技术提升改造项目计划总投资额为3.65亿元，截至2013年末，项目进度为5%，项目的持续推进一定程度上亦将加大公司未来的资本支出压力。

行业关注

受下游需求下滑、玉米价格上升以及行业竞争加剧等因素的影响，2013 年国内赖氨酸价格持续下滑，行业内企业利润空间被挤压

作为全球最大的赖氨酸生产地区，我国近年来占全球赖氨酸产能比重持续提高。2013 年全球 98.5% 赖氨酸产能约 349 万吨，同比增长 26.42%。而我国拥有赖氨酸产能的厂家从 12 家增加至 17 家，98.5% 赖氨酸产能约 205 万吨，同比增长 45.21%，占全球比重为 59%，同比增加了 8 个百分点，产能扩张至历史性高位，产能过剩进一步加剧。

同时，我国赖氨酸市场供需仍表现不平衡。2013 年全球赖氨酸产量和需求量分别约为 216 万吨和 194 万吨，近三年复合增长率分别为 15.04% 和 12.71%，产量增长快于需求，市场表现供大于求。然而，我国赖氨酸市场供需不平衡现象更加突出，2013 年我国赖氨酸产量约为 111 万吨，近三年复合增长率为 24.98%，而同年我国需求量为 70 万吨，同比增长 11.11%，与近三年 18.56% 的年均复合增长率相比，增速已经放缓。

2013 年由于玉米价格相对于豆粕价格偏低，赖氨酸替代价值明显，其在饲料中的添加量进一步提高。同时，部分替代产品（如 DDGS）的广泛应用，亦为赖氨酸需求增长提供一定空间。但是受禽流感、黄浦江死猪等事件的影响，2013 年养殖行业形势低迷，终端需求一般，下游采购较谨慎，饲料消费量同比下滑明显。同时，为刺激销售，企业通过降价竞争获取订单，使得赖氨酸价格逐渐下滑临近成本。受上述因素影响，2013 年国内赖氨酸价格整体呈下滑趋势，全年 98.5% 赖氨酸平均价格为 10,774.04 元/吨，较上年下滑 4,045.35 元/吨，降幅为 27.30%。2014 年以来，赖氨酸延续价格下跌的趋势，截至一季度末，国内 98.5% 赖氨酸的均价为 7,947.07 元/吨，价格进一步下降。

图 1：近年来国内 98.5% 赖氨酸价格走势

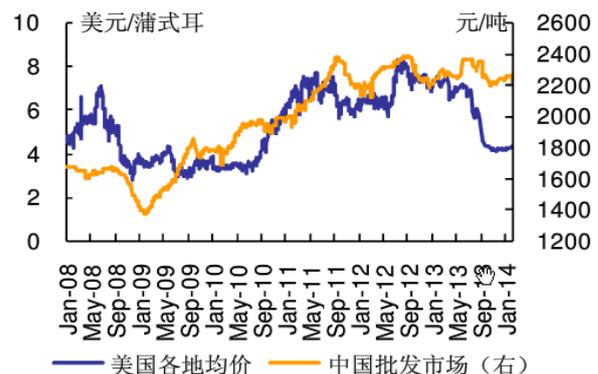
单位：元/吨



资料来源：Wind，中诚信证评整理

作为赖氨酸发酵生产的主要原料，玉米价格的变化对赖氨酸价格影响较大。2013 年玉米价格持续高位运行，全年维持在 2,200 元/吨到 2,400 元/吨之间。企业生产面临成本上涨的压力，而赖氨酸价格持续下滑，导致企业利润空间不断压缩，盈利微薄，甚至亏损。

图 2：2008.1~2014.1 玉米现货价格走势



资料来源：Wind，Bloomberg

整体来看，由于下游需求不振，赖氨酸行业竞争加剧，销售价格走低，且玉米原料成本维持在高位，使得 2013 年赖氨酸行业的利润空间被压缩，行业景气度也随之下滑。从未来赖氨酸的价格走势来看，由于下游畜牧养殖行业景气度不振，赖氨酸价格仍将处于低位振荡状态。

柠檬酸行业国内需求不足，依赖出口，但国外频繁的反倾销措施对我国柠檬酸产品出口产生一定影响

我国是全球最大的柠檬酸生产国，2013 年我国柠檬酸产能为 170 万吨，占全球 68% 左右。全年柠檬酸产量约为 121 万吨，同比增长 13.08%。然而，我国柠檬酸需求主要来自食品和饮料市场，人均消费较低，行业对出口依赖程度很高。2013 年，我国柠檬酸出口量 89 万吨，内销 30 余万吨。

柠檬酸行业属于国内环境保护政策控制与限制的行业，随着国内加强对柠檬酸的出口管理及环保核查力度升级，行业集中度逐步提高，2013年产量排名前6位企业的总产量占到全国的97.11%。但是由于产品销售主要依赖出口，加上贸易企业较多，企业间竞争激烈，对外集中度不高。

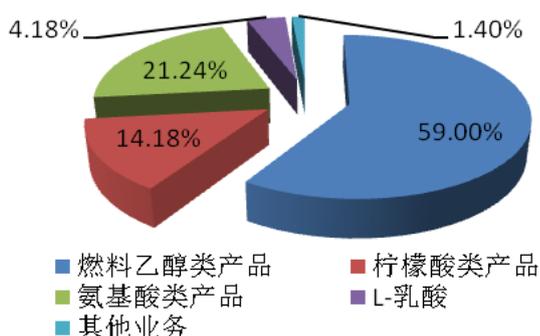
近年来，我国柠檬酸生产企业一直依靠低价抢占国际市场，而美国、欧盟等国的厂家由于环保成本、人力成本高等因素竞争力日渐丧失，产量日趋减少，故国外多次对我国柠檬酸类产品进行了反倾销和保障措施调查，对柠檬酸类产品的出口造成一定冲击。同时，出口量增价跌也导致我国柠檬酸企业出口利润微薄，甚至亏本销售。

2012年受欧债危机深化的影响，全球经济景气度下滑，各国家为维护本国经济提高贸易壁垒。其中柠檬酸方面，泰国继续对我国柠檬酸及柠檬酸盐产品征收为期5年的38.10%的反倾销税。2014年2月23日，欧亚经济委员会也对中国出口的柠檬酸发起反倾销调查。总的看来，国外频繁的反倾销措施使得我国柠檬酸出口环境较为严峻。

经营分析

2013年，公司燃料乙醇业务保持稳步增长，但受行业产能扩张、下游市场需求低迷、市场竞争激烈以及产品价格持续低位等因素影响，公司赖氨酸、柠檬酸收入规模下滑，导致当年公司实现营业收入73.40亿元，同比下降5.05%。从业务收入构成来看，燃料乙醇类产品收入占比从上年的53.37%上升至59%，氨基酸类产品和柠檬酸类产品占比分别为21.24%和14.18%，L-乳酸及其他业务占比较小，其合计为5.58%。

图3：2013年公司业务收入构成情况



资料来源：公司提供，中诚信证评整理

得益于下游需求增长和生产技术水平的提高，公司燃料乙醇业务收入规模扩大，利润水平有所提高

公司是国家批准的定点燃料乙醇生产企业之一，亦是安徽境内唯一一家从事燃料乙醇生产的企业，区域垄断地位明显。公司现有燃料乙醇生产线2条，生产能力为45万吨/年，其产能在行业内位居前列。2013年公司完成了木薯燃料乙醇全流程优化改造项目并顺利投产，受益于公司技术改进和设备开工率的提升，当年公司乙醇类产品的产量较上年略增至41.51万吨，产能利用率为92.24%，设备利用较为充分。

销售方面，由于公司燃料乙醇定点销售区域严格推广燃料乙醇的定点销售，在下游需求上升的推动下，公司燃料乙醇的销量近三年保持增长，产销率亦逐年提高。2013年销量为52.70万吨，同比增长8.57%，结算价格同比略降1.17%至8,193元/吨。在销售量提高的带动下，2013年公司燃料乙醇业务实现销售收入43.31亿元，同比增长4.97%。

表1：2011~2013年燃料乙醇产销情况

燃料乙醇	2011	2012	2013
产量（万吨）	42.24	41.37	41.51
销量（万吨）	47.01	48.54	52.70
产销率（%）	112.29	117.33	127
售价（元/吨）	7,987	8,290	8,193
营业收入（万元）	390,430	412,585	433,080
毛利率（%）	1.48	6.01	9.24

注：本表中的售价为含税价格；销量均大于产量主要是由于为满足定向销售区域对燃料乙醇日益提升的需求，公司从其他定点生产企业购入部分燃料乙醇产品后再对外销售所致。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

随着公司燃料乙醇技术水平的持续提升，其生产成本有所降低，生产效率得到提高。同时，受益于销售价格的增长，公司当年燃料乙醇业务利润水平上升，毛利率从2012年的6.01%提高至9.24%，上升了3.23个百分点。

随着公司燃料乙醇业务盈利能力的提升，相关财政补贴有所下调，且燃料乙醇业务税收优惠将逐步减少

燃料乙醇行业已成为受政府管制的行业，近年随着公司燃料乙醇业务盈利能力逐步提升，公司获

得的财政补贴相应减少，但财政补贴能够使公司燃料乙醇业务保本微利。国家财政部驻安徽专员办《关于中粮生物化学（安徽）股份有限公司 2013 年度燃料乙醇弹性补贴年度清算审核意见的通知》（财驻皖监[2014]49 号），2013 年以玉米为原料生产的燃料乙醇财政补贴标准为 300 元/吨，较 2012 年补贴标准 500 元/吨下调了 200 元/吨。当年公司共获得燃料乙醇补贴 1.16 亿元，较 2012 年 2.37 亿元下降了 51.18%。

表 2：近年公司燃料乙醇补贴标准

年份	2010	2011	2012	2013
燃料乙醇 补贴标准	1659	1200	500	300

注：2011 年 1-2 月按 1659 元/吨计提补贴，3-12 月按 1200 元/吨计提补贴。2012 年，以粮食为原料的燃料乙醇，补助标准为 500 元/吨；以木薯等非粮作物为原料的燃料乙醇，补助标准为 750 元/吨。2013 年以玉米为原料生产的燃料乙醇财政补贴标准为 300 元/吨。

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

同时，根据中华人民共和国财政部文件《财政部关于清算生物燃料乙醇弹性补贴资金的通知》（财建[2013]54 号）内容，根据《生物燃料乙醇弹性补贴财政财务管理办法》（财建[2007]724 号）、《关于调整生物燃料乙醇财政补助政策的通知》（财建[2011]1159 号）有关规定，以及每年度财政部下拨燃料乙醇补贴的文件及年度清算的报告，按照当年补贴标准和指令性计划内的国家定点生物燃料乙醇企业实际生产销售量，对公司 2007-2012 年生物燃料乙醇弹性补贴资金进行了清算¹。

此外，公司燃料乙醇业务的增值税先征后退的政策将逐步取消，而消费税也已征收。根据财政部、国家税务总局联合下发的《关于调整变性燃料乙醇定点生产企业税收政策的通知》，2011 年 10 月 1 日至 2014 年 12 月 31 日，以粮食为原料生产用于调配车用乙醇汽油的变性燃料乙醇，实行增值税先征后退政策。其中 2013 年退税比例为 40%，2014 年退税比例为 20%，自 2015 年 1 月 1 日起，取消增值税先征后退政策。自 2011 年 10 月 1 日起，以粮食为原料生产用于调配车用乙醇汽油的变性燃料

¹ 上述事项追溯调减 2012 年末留存收益 57,704,579.15 元，其中调减未分配利润 51,934,121.24 元，调减盈余公积 5,770,457.91 元；调减归属于母公司的所有者权益 57,704,579.15 元。

乙醇恢复征收消费税，税率为 5%，其中 2013 年减按 3%征收，2014 年减按 4%征收，自 2015 年 1 月 1 日起，按 5%征收。

整体看，近年来公司燃料乙醇业务规模稳步扩大，盈利能力得到提升。但值得注意的是，随着公司燃料乙醇类产品亏损幅度的逐步减小，国家财政对公司生产的燃料乙醇补贴标准逐年下降，同时消费税、增值税政策的调整一定程度上也影响该业务的盈利水平。

2013 年国内氨基酸类产品需求不振，行业竞争激烈，产品价格持续下降，导致公司该业务盈利水平下降

2013 年下半年以来，环氧乙烷市场需求下滑较快，行业景气度下降，公司于当年 10 月停止了环氧乙烷的生产，后续该产品是否恢复生产存在一定的不确定性。公司根据市场需求及时调整产品结构，目前公司氨基酸类产品主要以赖氨酸为主，其收入占比约为 83%。

目前公司拥有 98.5%和 65%赖氨酸生产线各一条，产能均为 5 万吨/年，产能位居国内前列。2013 年，98.5%赖氨酸生产线满负荷运转，产能利用率为 100.6%，65%赖氨酸生产线产能利用率为 72.20%。在下游需求减少、产能过剩以及行业竞争加剧的情况下，2013 年公司赖氨酸产量也有所减少，全年产量为 8.64 万吨，同比下降 3.57%。当年赖氨酸产销率为 100.81%，较上年有所提高，进一步消化库存。

表 3：2011~2013 年赖氨酸产品经营情况

赖氨酸	2011	2012	2013
产量(万吨)	8.70	8.96	8.64
销量(万吨)	8.80	8.83	8.71
产销率(%)	101.15	98.55	100.81
售价(元/吨)	13,928	14,194	10,238

注：本表所列售价统一为 98.5%赖氨酸产品含税价格；2013 年 65%赖氨酸产品含税价格为 5,554 元/吨

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司的赖氨酸生产技术指标已达到行业领先水平，且 2013 年公司继续加强生产技术的开发，但受下游行业景气度下滑影响，公司赖氨酸销量同比下降 1.36%至 8.71 万吨。同时，当年公司 98.5%和 65%赖氨酸产品价格分别为 10,238 元/吨和 5,554

元/吨，同比分别下滑 27.87%和 32.14%。在销售量和价格均下降的影响下，公司赖氨酸收入规模下降，导致 2013 年公司氨基酸类产品营业收入同比下降 16.69%至 15.59 亿元。

毛利率方面，受玉米市场价格高位运行、产品价格持续下降以及行业竞争加剧等因素影响，2013 年公司氨基酸类产品毛利率从上年的 17.71%下降至 8.57%，同比减少 9.14 个百分点，初始获利空间进一步缩小。

表 4：2011~2013 年氨基酸类产品盈利情况

氨基酸类产品	2011	2012	2013
营业收入(万元)	186,695	187,139	155,907
毛利率(%)	21.00	17.71	8.57

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

受下游需求减少、产能扩张以及价格下滑的影响，公司柠檬酸类产品收入规模下降，同时在原料价格持续高位的作用下，公司毛利水平相应下滑

公司共有柠檬酸生产线共 4 条，实际产能为 20 万吨/年，产能亦位居国内前列。2013 年公司柠檬酸实际生产量为 16.90 万吨，产能利用率约为 84.50%，较上年的 81%有所提高，且处于行业较好水平。另外，目前公司收购的泰国公司柠檬酸技改一期工程已完成，正在试车生产，达产后预计公司柠檬酸产能将增加 4 万吨。公司未来柠檬酸业务布局将进一步扩张，并实现原料多样化，但后续是否有充足的市场需求加以支持仍需给予关注。

2013 年柠檬酸行业竞争逐步加剧，各企业为获取订单，不断降价销售，公司柠檬酸售价也从 2012 年的 7,491 元/吨下降至 6,298 元/吨。受产品降价影响，公司当年柠檬酸销量有所增加，全年销量为 15.71 万吨，同比增长 5.58%。同时，其产销率从上年的 91.85%上升至 92.96%。但在价格下滑的影响下，公司 2013 年柠檬酸销售收入为 10.41 亿元，较上年下降 7.62%。

毛利率方面，受下游市场需求低迷、产能扩张、产品价格持续低位以及玉米价格一直维持在高位的综合影响，近年来公司柠檬酸业务毛利率逐年下降。2013 年柠檬酸业务毛利率为 8.05%，较上年下降 2.39 个百分点。

表 5：2011~2013 年柠檬酸产品产销情况

柠檬酸	2011	2012	2013
产量(万吨)	14.80	16.20	16.90
销量(万吨)	15.15	14.88	15.71
产销率(%)	102.36	91.85	92.96
售价(元/吨)	8,174	7,491	6,298
营业收入(万元)	120,412	112,644	104,056
毛利率(%)	13.25	10.44	8.05

注：本表中的售价为含税价格

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

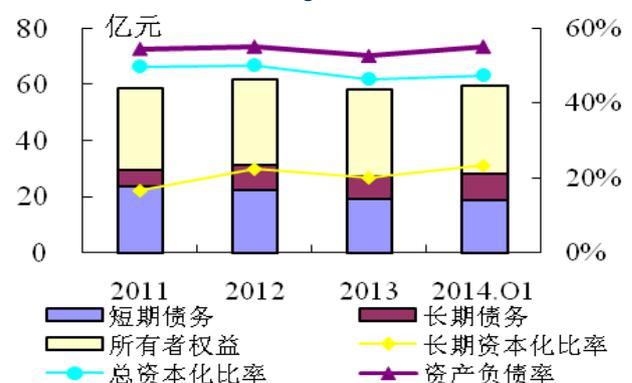
财务分析

以下财务分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2011、2012 和 2013 年财务报告。其中 2011、2012 年财务数据分别为 2012、2013 年财务报告的期初数。

资本结构

受行业环境不景气影响，2013 年公司氨基酸、柠檬酸产品业务规模下降，存货和应收账款规模均下滑，当年末总资产同比下降 4.49%至 65.51 亿元。同期，公司总负债为 34.58 亿元，同比下降 8.76%，所有者权益为 30.93 亿元，同比上升 0.79%。受益于负债规模的下降，公司财务杠杆比率相应降低。截至 2013 年末，公司资产负债率和总资本化率分别为 52.78%和 46.49%，均较上年下降。而截至 2014 年 1 季度末，由于长期借款增加，期末公司资产负债率和总资本化率提高至 55.25%和 47.40%。

图 4：2011~2014.Q1 公司资本结构分析

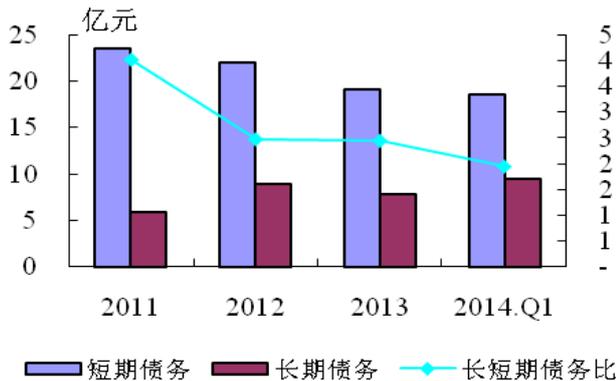


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

债务期限结构方面，公司成功发行规模为 5 亿元的 5 年期公司债券，并逐步置换短期借款。截至 2013 年末，公司短期债务同比下降 13.39%至 19.09

亿元，同时，一年内到期的长期借款重分类至一年内到期非流动负债，使得长期债务较上年下降12.36%至7.79亿元。公司当年末长短期债务比为2.45，较上年有所下降，2014年一季度末，公司长短期债务比进一步下降至1.96，但公司短期债务占比较大，仍面临一定的短期偿债压力。

图5：2011~2014.Q1公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司财务杠杆比率逐年下降且保持在合理水平，资本结构较稳定，但公司短期债务规模较高，仍面临一定的短期偿债压力。

盈利能力

2013年公司燃料乙醇业务收入保持增长，全年实现销售收入43.31亿元，同比增长4.97%。但氨基酸和柠檬酸产品受行业景气度下滑影响，收入规模同比分别下降16.69%和7.62%。受此影响，2013年公司实现营业收入73.40亿元，较上年减少5.05%。而2014年1~3月，公司实现营业收入17.74亿元，同比下降8.00%。

表6：公司2012及2013年主营业务收入和毛利率情况

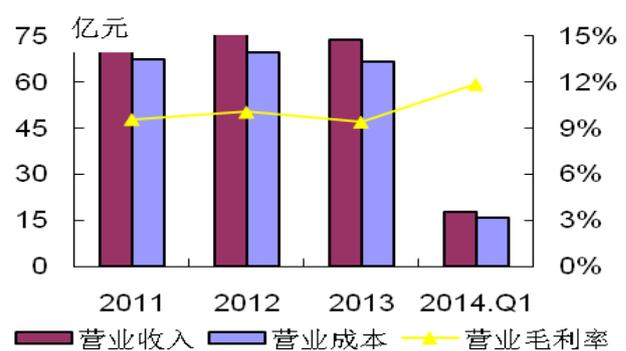
业务	2012		2013	
	主营业务收入	毛利率	主营业务收入	毛利率
柠檬酸及其盐类与副产品	11.26	10.44	10.41	8.05
氨基酸类及其副产品类	18.71	17.70	15.59	8.57
燃料乙醇类及副产品	41.26	6.01	43.31	9.24
L-乳酸及其副产品	2.68	19.94	3.06	18.41
合计	73.91	10.15	72.37	9.31

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

虽然受益于下游需求的增长、生产效率的提高

以及成本控制的加强，2013年燃料乙醇业务毛利率进一步提升至9.24%，但受下游需求不振、原材料玉米价格高位运行以及产品销售价格下跌等综合影响，氨基酸类和柠檬酸类产品毛利率分别下滑至8.57%和8.05%。2013年公司毛利率为9.36%，较上年的10.02%略有下滑，公司的利润空间进一步被挤压。截至2014年一季度末，受益于对成本控制的加强，公司毛利率略升至11.85%。

图6：公司2011~2014.Q1营业毛利率



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，随着业务规模的下滑，2013年公司管理费用和销售费用均有所下滑，同时债务规模的下滑也使得公司财务费用支出下降。全年公司三费合计为6.61亿元，同比下降了12.98%，三费收入占比亦从上年的9.82%下滑至9%。公司内部管理效率不断改善，期间费用控制较好。2014年一季度末，公司三费收入占比略增至9.41%。

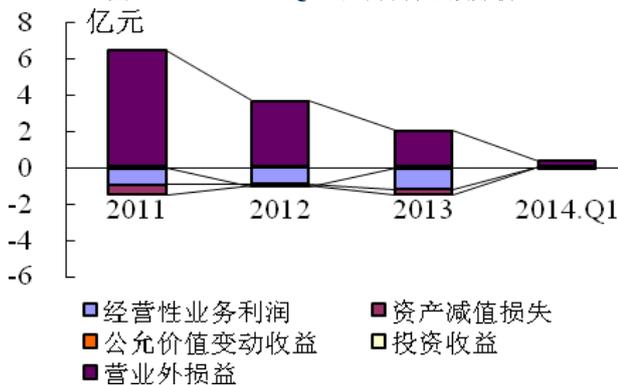
表7：2011~2014.Q1公司期间费用分析

	单位：亿元			
	2011	2012	2013	2014.Q1
销售费用	2.23	2.41	2.07	0.53
管理费用	3.22	3.22	2.85	0.76
财务费用	2.03	1.97	1.69	0.38
三费合计	7.49	7.59	6.61	1.67
三费收入占比	10.12%	9.82%	9.00%	9.41%

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司近年来经营性业务均亏损，其利润总额主要由营业外损益构成。2013年燃料乙醇业务所获政府补贴大幅减少，公司取得营业外收益为1.98亿元，同比减少45.24%。同时，受收入规模下滑影响，2013年公司经营性业务亏损额扩大至1.18亿元，导致当年利润总额同比下滑79.57%至0.54亿元。截至2014年一季度末，公司利润总额为0.36亿元，同比下降25.11%。

图 7: 2011~2014.Q1 公司利润总额分析



资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

总的来看, 虽然 2013 年收入规模下降, 政府补贴大幅减少, 使得公司当年整体利润水平有所下滑, 但公司赖氨酸、柠檬酸、燃料乙醇等核心业务市场地位突出, 各项技术指标处于行业领先水平, 竞争优势明显, 公司仍具有一定的盈利能力。

偿债能力

截至2013年末, 公司总债务26.88亿元, 同比减少13.09%, 但公司短期债务规模较高, 仍具有一定的短期偿债压力。此外, 6万吨/年赖氨酸盐酸盐技术提升改造项目的推进, 一定程度上也加大公司的未来资本支出压力。

从 EBITDA 对债务本息的保障程度看, 由于 2013 年公司利润总额大幅减少, EBITDA 也同比下降 33.12% 至 4.77 亿元, 导致总债务/EBITDA 上升至 5.64, EBITDA 利息保障倍数从 3.69 倍下降至 3.08 倍。2014 年一季度末, 总债务/EBITDA 下降至 3.08, EBITDA 利息保障倍数提高至 6.53 倍。从现金流情况来看, 2013 年公司根据对未来市场的预判, 减少了原材料储备, 采购支出减少, 使得经营活动净现金流同比大幅增长 174.55% 至 7.38 亿元。受益于此, 公司当年经营活动净现金/总债务和经营活动净现金流利息保障系数分别提高至 0.27 和 4.77。2014 年一季度末, 由于经营活动现金流表现为净流出, 其对债务本息偿付的保障程度减弱。

表 8: 2011~2014.Q1 公司偿债能力指标

	2011	2012	2013	2014.Q1
总债务 (亿元)	29.27	30.93	26.88	28.07
长期债务 (亿元)	5.84	8.89	7.79	9.50
短期债务 (亿元)	23.43	22.04	19.09	18.57
EBITDA (亿元)	9.52	7.13	4.77	2.28
EBITDA 利息倍数 (X)	4.99	3.69	3.08	6.53
总债务/EBITDA (X)	3.08	4.34	5.64	3.08
经营活动净现金/利息支出 (X)	3.64	1.39	4.77	-0.20
经营活动净现金/总债务 (X)	0.24	0.09	0.27	-0.01
资产负债率 (%)	54.63	55.25	52.78	55.25
总资本化比率 (%)	48.03	49.90	46.49	47.40

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

截至 2013 年 12 月 31 日, 公司拥有授信总额为 62.5 亿元, 其中尚未使用授信额度为 35.6 亿元, 公司拥有一定的备用流动性。

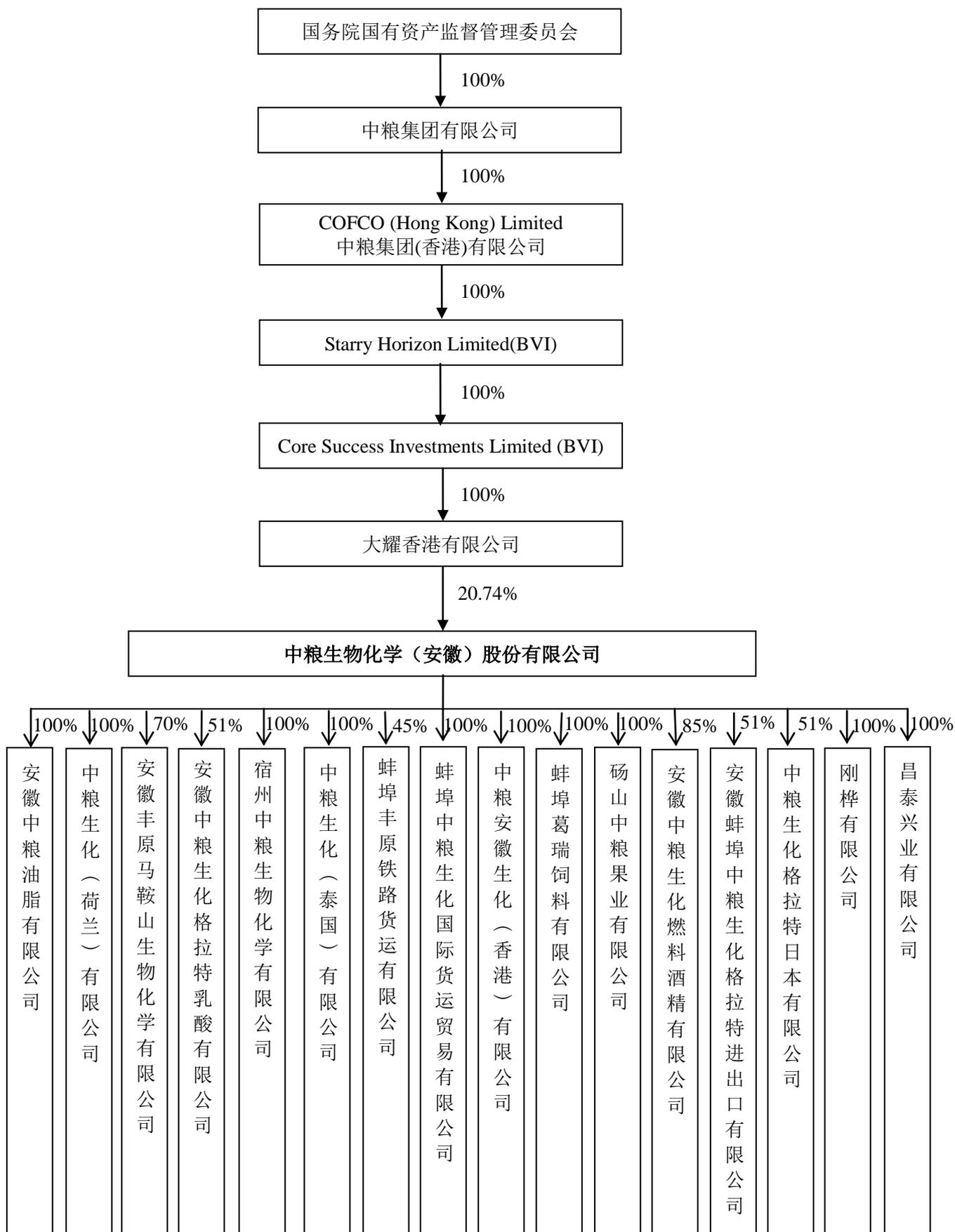
或有负债方面, 截至 2013 年 12 月 31 日, 公司对外担保余额为 3.12 亿元, 占公司净资产的比例为 10.87%, 被担保企业为公司的控股子公司中粮生化(泰国)有限公司和中粮安徽生化(香港)有限公司, 对外担保所承担的或有负债风险可控。

综合而言, 公司主要产品柠檬酸、赖氨酸、燃料乙醇等产品在各自细分市场领域中行业地位突出, 产能、产量方面的规模优势仍较显著。虽然公司利润规模有所下滑, 导致偿债能力指标有所波动, 但公司现金流相对充沛, 燃料乙醇业务盈利能力增强, 且股东综合实力雄厚, 公司债务偿还较有保障。

结论

综上, 中诚信证评维持“中粮生物化学(安徽)股份有限公司2011年公司债券(第一期)”信用级别 **AA**; 中粮生化主体信用级别 **AA**, 中诚信证评认为中粮生化在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附一：中粮生物化学（安徽）股份有限公司股权结构图（截至 2013 年 12 月 31 日）



附二：中粮生物化学（安徽）股份有限公司主要财务数据及指标

财务数据(单位：万元)	2011	2012	2013	2014.Q1
货币资金	40,536.32	35,311.49	25,530.27	20,132.53
应收账款净额	24,696.17	28,207.00	22,506.99	53,206.96
存货净额	77,360.89	118,831.33	92,303.31	105,209.92
流动资产	171,473.85	200,696.43	166,450.26	208,334.18
长期投资	3,910.00	3,910.00	3,910.00	3,910.00
固定资产合计	428,345.46	437,101.93	442,055.67	441,114.97
总资产	647,736.44	685,912.92	655,138.83	695,955.53
短期债务	234,312.79	220,364.34	190,861.70	185,683.16
长期债务	58,422.52	88,897.56	77,909.74	94,978.08
总债务（短期债务+长期债务）	292,735.32	309,261.89	268,771.43	280,661.23
总负债	353,865.79	379,000.15	345,789.14	384,483.80
所有者权益（含少数股东权益）	293,870.64	306,912.77	309,349.68	311,471.73
营业总收入	740,129.26	773,037.18	733,986.39	177,362.29
三费前利润	65,422.91	66,938.48	54,246.98	17,417.61
投资收益	366.45	366.45	366.45	0.00
净利润	36,134.37	20,146.28	5,047.33	2,054.70
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	95,161.64	71,273.86	47,670.40	22,816.03
经营活动产生现金净流量	69,388.63	26,869.56	73,771.23	-715.73
投资活动产生现金净流量	-13,749.27	-16,649.89	-22,906.84	-5,699.83
筹资活动产生现金净流量	-64,926.69	-15,168.66	-60,132.83	916.14
现金及现金等价物净增加额	-9,946.17	-5,224.83	-9,781.22	-5,397.74
财务指标	2011	2012	2013	2014.Q1
营业毛利率（%）	9.54	10.02	9.36	11.85
所有者权益收益率（%）	12.30	6.56	1.63	2.64
EBITDA/营业总收入（%）	12.86	9.22	6.49	12.86
速动比率（X）	0.32	0.29	0.28	0.36
经营活动净现金/总债务（X）	0.24	0.09	0.27	-0.01
经营活动净现金/短期债务（X）	0.30	0.12	0.39	-0.02
经营活动净现金/利息支出（X）	3.64	1.39	4.77	-0.20
EBITDA 利息倍数（X）	4.99	3.69	3.08	6.53
总债务/EBITDA（X）	3.08	4.34	5.64	3.08
资产负债率（%）	54.63	55.25	52.78	55.25
总资本化比率（%）	49.90	50.19	46.49	47.40
长期资本化比率（%）	16.58	22.46	20.12	23.37

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益

附三：基本财务指标的计算公式

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期投资 = 可供出售金融资产 + 持有至到期投资 + 长期股权投资

固定资产合计 = 投资性房地产 + 固定资产 + 在建工程 + 工程物资 + 固定资产清理 + 生产性生物资产 + 油气资产

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

总债务 = 长期债务 + 短期债务

净债务 = 总债务 - 货币资金

三费前利润 = 营业总收入 - 营业成本 - 利息支出 - 手续费及佣金收入 - 退保金 - 赔付支出净额 - 提取保险合同准备金净额 - 保单红利支出 - 分保费用 - 营业税金及附加

EBIT（息税前盈余） = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余） = EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销

资本支出 = 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 + 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

EBIT 率 = EBIT / 营业总收入

三费收入比 = (财务费用 + 管理费用 + 销售费用) / 营业总收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 所有者权益

流动比率 = 流动资产 / 流动负债

速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债

存货周转率 = 主营业务成本（营业成本） / 存货平均余额

应收账款周转率 = 主营业务收入净额（营业总收入净额） / 应收账款平均余额

资产负债率 = 负债总额 / 资产总额

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益（含少数股东权益）)

EBITDA 利息倍数 = EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

附四：信用等级的符号及定义

债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。