



信用等级通知书

信评委函字[2015]跟踪006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

二零一五年四月九日

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（2015）

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	2014/4/28		
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	2012	2013	2014
所有者权益（亿元）	30.69	30.93	31.04
总资产（亿元）	68.59	65.51	68.64
总债务（亿元）	30.93	26.88	28.06
营业总收入（亿元）	77.30	73.40	71.53
营业毛利率（%）	10.02	9.36	9.65
EBITDA（亿元）	7.13	4.77	4.85
所有者权益收益率（%）	6.56	1.63	1.02
资产负债率（%）	55.25	52.78	54.78
总债务/EBITDA（X）	4.34	5.64	5.79
EBITDA 利息倍数（X）	3.69	3.08	3.27

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

基本观点

2014 年受下游需求低迷、产能过剩、产品价格持续下滑等影响，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”）赖氨酸业务规模和利润水平均下滑。燃料乙醇业务受结算价格下跌影响，收入规模略有下降，但其产能利用率提高，初始获利空间上升。同时，得益于对欧盟高价区产品供应的增加以及对成本的较好控制，柠檬酸业务盈利水平增强。此外，公司技术实力较强，核心产品市场地位突出，产能、产量方面的规模优势较显著，综合竞争优势较强。

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

- 公司燃料乙醇业务获利空间提高，发展前景较好。受益于下游需求增长和技术水平提升，公司燃料乙醇产能利用率提高，初始获利空间扩大。同时，随着市场区域的不断推广、行业政策的大力支持，燃料乙醇行业发展空间较大。
- 公司柠檬酸业务收入和利润规模均上升。虽然行业景气度不强，但在对欧盟高价产品供应增加的作用下，2014 年公司柠檬酸销量上升，且在对成本严格管控下，其毛利率有所提高。
- 核心产品行业地位显著。公司柠檬酸、赖氨酸、燃料乙醇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

高莉莉 llzhou@ccxr.com.cn

许家能 jnxu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2015年4月9日

关 注

- 行业景气度下滑对公司赖氨酸、柠檬酸业务经营产生影响。近年来赖氨酸、柠檬酸行业国内市场饱和，下游需求减少，产能过剩，市场竞争加剧，产品价格持续下滑，行业整体不景气。
- 燃料乙醇价格易受成品油价格影响，且其财政补贴、税收优惠将逐年减少。受国际原油价格影响，国内成品油价格随之波动，导致公司燃料乙醇结算价格难以预测。同时玉米燃料乙醇优惠政策正在逐步取消，产品利润空间受到多重挤压。
- 公司仍具有一定的资金压力。公司债务以短期债务为主，且短期债务规模高企，即期偿债压力较大，债务期限结构有待优化。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级对象构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由评级对象提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并及时对外公布。

行业关注

我国燃料乙醇产量相对较小，随着市场区域的不断推广，加之行业政策的大力支持，燃料乙醇行业发展前景较好

燃料乙醇指以生物质为原料，通过生物发酵等途径获得的可作为燃料用的乙醇。按照技术和工艺的发展进程，燃料乙醇可分为3类：以玉米、小麦等粮食为原料生产的第1代粮食燃料乙醇；以木薯、甘蔗、甜高粱茎秆等经济作物为原料的第1.5代非粮燃料乙醇；以玉米秸秆等纤维素物质为原料的第2代纤维素乙醇。我国对产业采取的方针是“发展1.5代，推动2代”。

从全球范围来看，巴西、美国作为全球前两位的生物燃料乙醇生产国和使用国，对乙醇汽油的推广应用已有近40年历史。2014年美国燃料乙醇产量预计达4,000万吨，巴西年产量也近2,000万吨。目前全国范围内已建成中粮肇东、中粮生化（即公司）以及山东龙力等7家生物质乙醇生产企业，封闭推广地区包括河南、安徽、黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古等省份。我国现有约8,000多万辆汽车正在使用乙醇汽油，而我国燃料乙醇年产量不过216万吨，后续发展潜力较大。

行业经营模式方面，我国燃料乙醇行业具有明显的政府管制特点，实行定点生产、定向销售、封闭流通、政府定价等制度。销售价格执行93#汽油出厂价乘以0.911的政府规定。燃料乙醇的价格及利润水平主要受原材料价格水平、石油价格、技术进步、政府扶持政策等因素的影响，但各类因素对第1代、第1.5代和第2代的影响程度各不相同。

近年来，由于化石能源消耗比重过大、城市汽车保有量大幅度攀升、农村秸秆就地焚烧等诸多原因，导致雾霾现象、大气污染、碳排放持续增加，大气污染治理、减少碳排放被提升为国家战略，为生物燃料乙醇产业带来较好的发展机遇。国家能源局于2012年底发布的《生物质能十二五规划》中指出，2015年生物燃料乙醇产量达到400万吨。此外，我国正在研究制定的《生物燃料乙醇产业发展政策》中或将进一步明确继续坚持“核准生产、定向流通、封闭运行、有序发展”的基本原则，将鼓

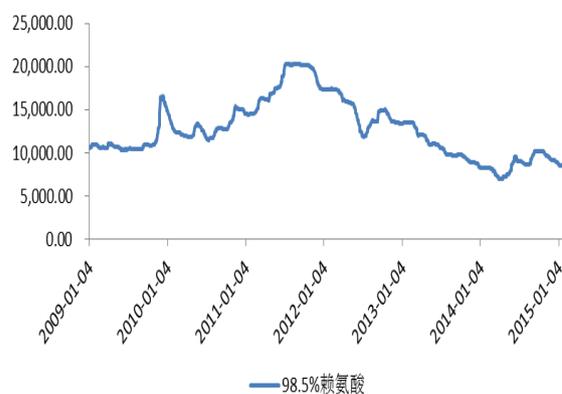
励京津冀等大气污染防治重点区域推广使用乙醇汽油。同时，《可再生能源中长期发展规划》中也明确表示，到2020年，燃料乙醇年利用量将达到1,000万吨，即每年可调和乙醇汽油1亿吨以上，在全国更广泛的区域推广使用乙醇汽油。因此，燃料乙醇行业将面临较大的发展空间。

2014年赖氨酸出口大增，产能过剩局面有所缓解，但下游需求依然低迷，赖氨酸价格震荡下行，企业经营压力仍较大

我国系全球最大的赖氨酸生产地区，我国赖氨酸产能已占到全球产能的一半以上。2014年我国赖氨酸总产能为235.50万吨左右，赖氨酸产能严重过剩，需通过出口加以缓解。同时，我国也积极拓宽对外贸易领域，扩大赖氨酸出口国的数量，加之国外市场对赖氨酸需求明显回升，促使2014年我国累计出口赖氨酸总量已达到近10年中出口数量最大值。全年我国赖氨酸累计出口量为25.70万吨，同比大幅增长34.17%，对国内赖氨酸的巨大供应压力的缓解起到了一定的作用。

图1：近年来国内98.5%赖氨酸价格走势

单位：元/吨



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

价格方面，2014年在养殖业需求低迷、产能集中释放等的环境下，赖氨酸总体价格走势呈现“降-升-降”的形式。2014年国内赖氨酸跌至近五年最低价格，年均价为8.72元/kg，同比下跌19.11%。2014年4月中旬赖氨酸创下历史最低价格7.14元/kg，同比下降39.49%。随着我国赖氨酸厂家缩减产能、降低开工率，生猪养殖业的逐步复苏，玉米价格的上涨以及出口形势的好转等利好因素的刺激，赖氨酸价格探底回升，逐步反弹。到10月中

旬，价格最高达到 10.50 元/kg，同比上涨 12.90%。10 月下旬开始，停产厂家开工，原料价格走低，新玉米上市量增多，对赖氨酸价格支撑有限，加之畜禽集中出栏，市场显现旺季不旺，需求同比下降，致使赖氨酸价格再次震荡下滑，12 月底价格降到 8.90 元/kg，基本与年初持平。

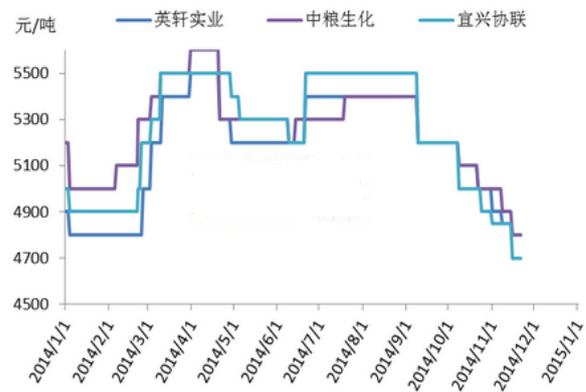
原材料方面，2014 年国内玉米市场受国储收购力度空前、终端需求持续疲软及国际进口价格低位等影响，整体价格呈现一路上行、局部震荡的行情。一季度后期我国玉米价格开始强势运行，直至 9 月上旬，价格达到 2,714.00 元/t，较年初上涨 15.50%，是赖氨酸生产厂家提价、降低开工率的最大影响因素之一。二季度后期玉米价格强势是赖氨酸企业持续提价带动市场价格上涨的主要因素之一。所以，作为赖氨酸发酵生产的主要原料，玉米价格的变化对赖氨酸价格影响较大。

整体而言，2014 年国内产能的缩减、厂家的减产以及国外市场需求的回升使赖氨酸供过于求的局面有所缓解。但下游市场需求低迷，销售价格波动下行，且玉米原料成本维持在高位，赖氨酸行业的盈利水平不理想。

柠檬酸行业内需不足，产能过剩严重，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

我国现已成为世界柠檬酸第一大生产国和出口国，目前我国柠檬酸年产能已经达到 170 余万吨，约占全球 68%，年产量占全球 80% 左右。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，产品销售 80% 依赖出口。根据 2015 年柠檬酸（盐）出口许可条件的企业名单，157 家企业获得柠檬酸（盐）出口资质，其中包括 13 家生产企业、144 家流通企业。

图 2：2014 年国内主要厂家一水柠檬酸价格走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

2014 年柠檬酸厂家库存较多，内销市场需求有限，柠檬酸行业产能严重过剩，行业洗牌进展缓慢，即便是处于传统需求小旺季也难以支撑柠檬酸市场走高。但是，在原料上涨的推动下，柠檬酸价格有所上扬，但最终在 market 需求的压制下回归常态。

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。

2014 年 2 月 23 日，欧亚经济委员会对中国出口的柠檬酸发起反倾销调查。2014 年 6 月 3 日，哥伦比亚贸工部颁布第 017 号决议，决定对原产于中国的柠檬酸和柠檬酸钠发起反倾销调查。2015 年 1 月 22 日，欧盟决定继续对中国柠檬酸征收为期 5 年的反倾销税，但不对已接受价格承诺的企业征收反倾销税，目前公司已接受价格承诺。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。

整体而言，在产能严重过剩、出口量增价跌又频繁遭遇反倾销的共同作用下，2014 年我国柠檬酸市场经营压力较大。

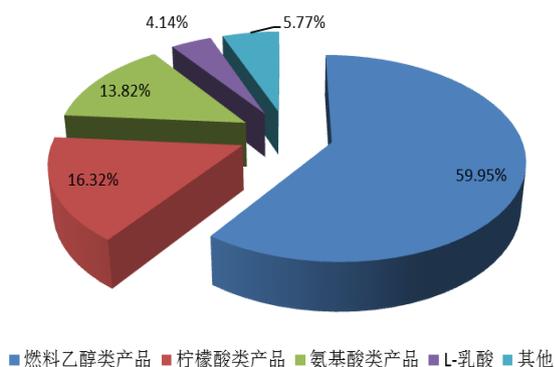
经营分析

2014 年公司柠檬酸业务规模有所上升，但成品油价格持续下滑导致燃料乙醇结算价格相应下降，全年燃料乙醇收入规模略有下降。同时，受行

业产能扩张、下游市场需求低迷以及产品价格持续低位等影响，公司赖氨酸产品收入规模下降。综上，2014年公司实现营业收入71.53亿元，同比下降2.54%。

从业务收入构成来看，2014年燃料乙醇类产品收入占比为59.95%，与上年基本持平；柠檬酸类产品占比从上年的14.18%提高至16.32%，而氨基酸类产品占比由上年的21.24%下降至13.82%，L-乳酸及其他业务占比相对较小，其合计为9.91%。

图3：2014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

2014年公司燃料乙醇售价有所下跌，但得益于下游需求增长和技术水平提升，其产能利用率提高，初始获利空间进一步上升

作为我国燃料乙醇定点生产的企业之一，同时亦为安徽省唯一一家从事燃料乙醇生产的企业，公司具有明显的区域垄断优势。公司现有燃料乙醇生产线2条，生产能力为49.5万吨/年，其产能能在行业内位居前列。受益于木薯燃料乙醇全流程优化改造项目的完工，公司生产技术进一步改进，设备开工率提升，产能利用率提高。2014年公司燃料乙醇类产品的产量由上年的41.51万吨增长至49.18万吨，同时产能利用率提高至99%，设备利用较充分。

表1：2012~2014年燃料乙醇类及副产品产销情况

燃料乙醇	2012	2013	2014
产量(万吨)	41.37	41.51	49.18
销量(万吨)	48.54	52.70	55.23
产销率(%)	117.33	127	112
售价(元/吨)	8,290	8,193	7,935
营业收入(万元)	412,585	433,080	428,839
毛利率(%)	6.01	9.24	10.74

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

销售方面，公司燃料乙醇产品定向销售的市场仍为安徽、江苏、山东以及河北共4省31个地级市。在上述区域对燃料乙醇需求上升的推动下，公司燃料乙醇的销量近三年保持增长。2014年销量为55.23万吨，同比增长4.80%，当年其产销率为112%。但受成品油价格下降影响，2014年燃料乙醇的结算价格同比下降3.15%至7,935元/吨。在价格下降的影响下，2014年公司燃料乙醇业务实现销售收入42.88亿元，同比略降0.98%。

虽然2014年公司燃料乙醇售价有所下跌，但受益于其技术水平的持续提升，公司燃料乙醇生产成本有所降低，生产效率得到提高，燃料乙醇业务利润水平上升，毛利率从2013年的9.24%提升至10.74%，上升了1.5个百分点。

国家对燃料乙醇补贴标准、消费税和增值税政策不断调整，公司燃料乙醇业务的盈利水平或将受到影响

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标准持续下降，但财政补贴能够使公司燃料乙醇业务保本微利。根据公司于2014年8月14日发布的《关于燃料乙醇财政政策调整的提示性公告》以及蚌埠市财政局财建【2014】91号文对燃料乙醇补贴进行确认，2014年以玉米为原料生产的燃料乙醇财政补贴标准从上年的300元/吨下降至200元/吨，2015年补贴进一步下降至100元/吨，2016年以后不再补贴。2014年公司共获得燃料乙醇补贴0.63亿元，较2013年1.16亿元下降了45.69%。

表 2: 近年公司燃料乙醇补贴标准

单位: 元/吨

年份	2011	2012	2013	2014	2015
燃料乙醇补贴标准	1200	500	300	200	100

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-2015 年的补贴标准均系以玉米为原料生产的燃料乙醇财政补贴标准。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

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

此外, 根据财政部、国家税务总局文件财税〔2014〕8 号《财政部国家税务总局关于安徽中粮和山东龙力公司非粮燃料乙醇税收政策的通知》规定, 为支持非粮作物为原料的燃料乙醇发展, 自公司对外销售非粮燃料乙醇之日起, 对公司销售以非粮作物为原料生产的燃料乙醇施行增值税先征后退的税收优惠政策, 并对其施行免征消费税的税收优惠政策。另根据财政部、国家税务总局文件财税〔2014〕93 号《关于调整消费税政策的通知》规定, 自 2014 年 12 月 1 日开始, 取消酒精消费税的征收, 故自 2014 年 12 月 1 日开始, 公司酒精不再缴纳消费税。

整体看, 国家对以粮食为原料的燃料乙醇提供的政策优惠逐步下调, 但对非粮燃料乙醇提供的税收优惠政策逐步加强。随着补贴标准、消费税和增值税政策的调整, 公司燃料乙醇业务的盈利水平或将受到一定影响。

受下游需求低迷、产能扩张以及产品价格下跌等影响, 公司赖氨酸业务盈利水平下降

目前公司氨基酸类产品主要以赖氨酸为主, 现拥有 98.5% 赖氨酸生产线一条。同时, 为更好满足市场需求, 2014 年公司将原有的 65% 赖氨酸生产线转产成 70% 赖氨酸, 目前 70% 赖氨酸生产线亦为一条。公司两条赖氨酸生产线产能均为 5 万吨/年。

受市场低迷、行业产能扩张以及行业竞争加剧等影响, 2014 年 98.5% 赖氨酸生产线产能利用率从上年的 100.6% 下降至 72%, 全年产量亦由 2013 年的 5.03 万吨下降至 3.62 万吨。此外, 2014 年 70% 赖氨酸产能利用率为 81%, 全年产量为 4.07 万吨。整体而言, 全年公司赖氨酸产量有所减少, 全年产量为 7.69 万吨, 同比下降 11%。

公司的赖氨酸生产技术指标已达到行业领先水平, 但受行业景气度下滑影响, 2014 年公司赖氨酸销量同比下降 14.01% 至 7.49 万吨, 产销率亦下跌至 97.40%。同时, 当年公司 98.5% 赖氨酸产品价格为 9,092 元/吨, 同比下滑 11.19%, 70% 赖氨酸售价为 5,559 元/吨。在销售量和价格均下降的作用下, 公司赖氨酸收入规模下降, 导致 2014 年公司氨基酸类产品营业收入同比下降 36.59% 至 9.89 亿元。

表 3: 2012~2014 年赖氨酸产品经营情况

赖氨酸	2012	2013	2014
产量(万吨)	8.96	8.64	7.69
销量(万吨)	8.83	8.71	7.49
产销率(%)	98.55	100.81	97.40
售价(元/吨)	14,194	10,238	9,092

注: 本表所列售价统一为 98.5% 赖氨酸产品含税价格; 2014 年 70% 赖氨酸产品含税价格为 5,559 元/吨。

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

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, 2014 年公司氨基酸类产品毛利率从上年的 8.57% 降至 3.91%, 同比减少 4.66 个百分点, 初始获利空间进一步受挤压。

表 4: 2012~2014 年氨基酸类产品盈利情况

氨基酸类产品	2012	2013	2014
营业收入(万元)	187,139	155,907	98,855
毛利率(%)	17.71	8.57	3.91

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

2014 年柠檬酸行业环境不景气，但得益于对欧盟高价区产品供应的增加且成本控制较好，公司柠檬酸业务盈利能力有所提高

公司共有柠檬酸生产线共 4 条，产能为 20 万吨/年，产能亦位居国内前列。2014 年公司柠檬酸实际生产量为 16.86 万吨，产能利用率为 84%，基本保持上年水平。另外，2014 年公司收购的泰国公司柠檬酸技改项目已完工并正式投产，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，但在目前行业环境下，后续是否有充足的市场需求加以支持仍值得关注。

2014 年柠檬酸行业整体环境不景气，市场竞争激烈，当年公司柠檬酸售价也从 2013 年的 6,298 元/吨下降至 5,867 元/吨。但是，2014 年公司增加了欧盟高价区产品的供应，促使当年柠檬酸销量同比增长 4.20% 至 16.37 万吨，产销率上升至 97%，当年柠檬酸类产品销售收入同比增长 12.18% 至 11.67 亿元。同时，受益于对成本的较好控制，柠檬酸业务毛利率亦提高至 9.29%，较上年上升了 1.24 个百分点。

表 5：2012~2014 年柠檬酸及其盐类与副产品产销情况

柠檬酸	2012	2013	2014
产量(万吨)	16.20	16.90	16.86
销量(万吨)	14.88	15.71	16.37
产销率(%)	91.85	92.96	97
售价(元/吨)	7,491	6,298	5,867
营业收入(万元)	112,644	104,056	116,733
毛利率(%)	10.44	8.05	9.29

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

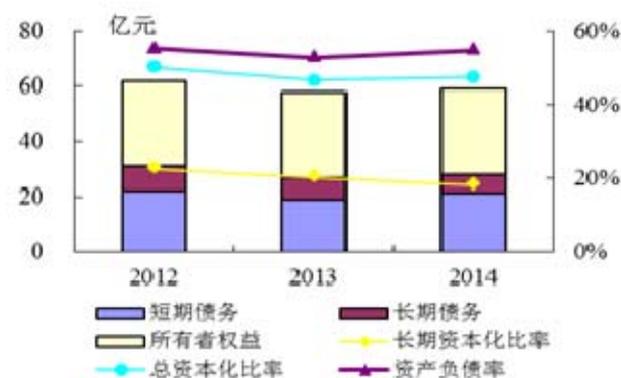
以下财务分析基于公司提供的经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2012、2013 和 2014 年财务报告。其中 2012、2013 年财务数据分别为 2013、2014 年财务报告的期初数。

资本结构

受变性燃料乙醇信用周期改变影响，2014 年末公司应收账款同比增长 80.26%，且新粮收购期内原料库存增加导致年末存货同比增长 37.09%，当年末

总资产同比上升 4.77% 至 68.64 亿元。同期，公司总负债 37.60 亿元，同比上升 8.75%，所有者权益为 31.04 亿元。受负债规模上升影响，公司当年财务杠杆比率有所上升。截至 2014 年末，公司资产负债率和总资本化率分别为 54.78% 和 47.49%，均较上年有所提高。

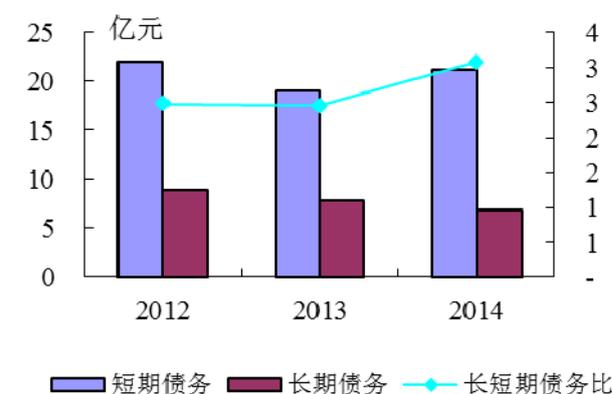
图 4：2012~2014 年公司资本结构分析



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，截至 2014 年末，公司短期债务同比增长 10.98% 至 21.18 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 11.65% 至 6.88 亿元。公司当年末长短期债务比为 3.08，较上年有所上升。整体而言，公司以短期债务为主的期限结构使其面临一定的短期偿债压力，债务结构有待进一步优化。

图 5：2012~2014 年公司债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2014 年公司财务杠杆比率略有上升，但仍保持在合理水平，资本结构较稳健。值得关注的是，公司短期债务规模高企，短期偿债压力加大。

盈利能力

2014 年公司柠檬酸产品收入规模同比提高 12.18%，但燃料乙醇受成品油价格下滑影响结算价格相应下降，全年收入规模略有下降，且氨基酸产品受行业景气度下滑影响，收入规模同比下降 36.59%。在上述因素共同影响下，2014 年公司实现营业收入 71.53 亿元，同比下降 2.54%。

表 6：公司 2013 及 2014 年主营业务收入和毛利率情况

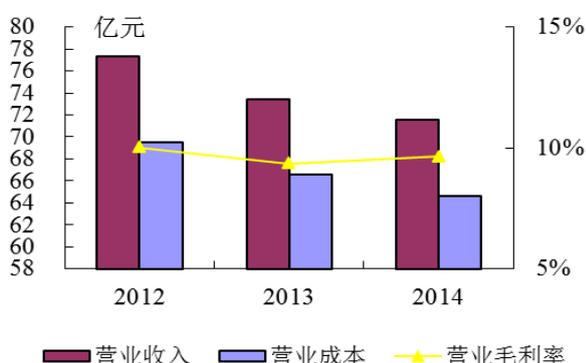
单位：亿元、%

业务	2013		2014	
	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	10.41	8.05	11.67	9.29
氨基酸类及其副产品类	15.59	8.57	9.89	3.91
燃料乙醇类及副产品	43.31	9.24	42.88	10.74
L-乳酸及其副产品	3.06	18.41	2.96	16.98
合计	72.37	9.31	67.40	9.76

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

尽管受益于生产效率的提高以及成本控制的加强，2014 年燃料乙醇业务毛利率进一步提升至 10.74%，且柠檬酸类产品毛利率也上升至 9.29%，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，氨基酸类产品毛利率大幅下滑至 3.91%。2014 年公司营业成本同比下降 2.85%，营业毛利率为 9.65%，较上年略有提高。

图 6：公司 2012~2014 年营业毛利率



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，2014 年公司燃料乙醇和柠檬酸销量均增加，当年公司运费及装卸费等相应上升，全年公司销售费用同比增长 4.60% 至 2.17 亿元，而管理费用基本维持上年水平。此外，当年公司利息支出和汇兑损失均下降使得财务费用支出相应减

少。全年公司三费合计为 6.52 亿元，三费收入占比为 9.12%，期间费用控制能力尚可。

表 7：2012~2014 年公司期间费用分析

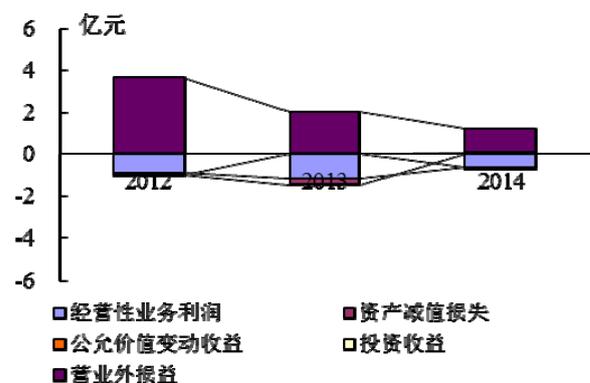
单位：亿元

	2012	2013	2014
销售费用	2.41	2.07	2.17
管理费用	3.22	2.85	2.86
财务费用	1.97	1.69	1.49
三费合计	7.59	6.61	6.52
三费收入占比	9.82%	9.00%	9.12%

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。2014 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 1.17 亿元，同比减少 41.03%。2014 年公司经营性业务亏损额为 0.63 亿元，较上年的 1.18 亿元同比下降了 46.44%，公司经营性业务经营效益有所好转，全年利润总额同比增长 10.31% 至 0.60 亿元。

图 7：2012~2014 年公司利润总额分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总的来看，虽然 2014 年公司收入规模有所下降，政府补贴大幅减少，但公司经营性业务经营亏损额缩小，且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，且作为主要收入来源的燃料乙醇业务未来发展空间较大，公司发展前景仍向好。

偿债能力

截至 2014 年末，公司总债务 28.06 亿元，同比增长 4.42%，但公司债务以短期债务为主，且其规模较高，公司仍具有一定的短期偿债压力。

在获现方面，利润总额、利息支出、固定资产折旧和无形资产摊销为公司 EBITDA 的主要构成。

由于折旧和利润总额增加，公司 EBITDA 同比微幅增长 1.69% 至 4.85 亿元。现金流方面，2014 年公司在 新粮收购期内增加原料采购，同时变性燃料乙醇信用周期改变，期末应收账款增加，致使当年经营活动产生的现金净流入较上年同期减少 71.97% 至 2.07 亿元。

从短期偿债能力指标看，2014 年公司短期债务有所增加，使得当年 EBITDA、经营净现金流与短期债务比率较上年分别下降至 0.23 和 0.10，短期偿债能力有所减弱。长期偿债能力方面，公司当年债务规模增速相对较快，其总债务/EBITDA 上升至 5.79，而 EBITDA 利息保障倍数从 3.08 倍提升至 3.27 倍。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下降至 0.07 和 1.40，经营活动现金流对债务本息偿付的保障程度减弱。

整体而言，受经营活动净现金流大幅减少影响，2014 年公司获现能力有所下降，而公司债务规模进一步扩大，且短期债务规模高企，公司面临一定的偿债压力。

表 8：2012~2014 年公司偿债能力指标

	2012	2013	2014
总债务（亿元）	30.93	26.88	28.06
长期债务（亿元）	8.89	7.79	6.88
短期债务（亿元）	22.04	19.09	21.18
EBITDA（亿元）	7.13	4.77	4.85
EBITDA 利息倍数（X）	3.69	3.08	3.27
总债务/EBITDA（X）	4.34	5.64	5.79
经营活动净现金/ 利息支出（X）	1.39	4.77	1.40
经营活动净现金/ 总债务（X）	0.09	0.27	0.07
资产负债率（%）	55.25	52.78	54.78
总资本化比率（%）	49.90	46.49	47.49

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在财务弹性方面，公司与多家银行形成稳定的银企关系。截至 2014 年 12 月 31 日，公司拥有授信总额为 47.12 亿元，其中尚未使用授信额度为 24.77 亿元，公司拥有一定的备用流动性。

或有负债方面，截至 2014 年 12 月 31 日，公司对外担保余额为 3.22 亿元，占公司净资产的比例为 11.13%，被担保企业为公司的控股子公司中粮生化（泰国）有限公司，对外担保所引致的或有负债

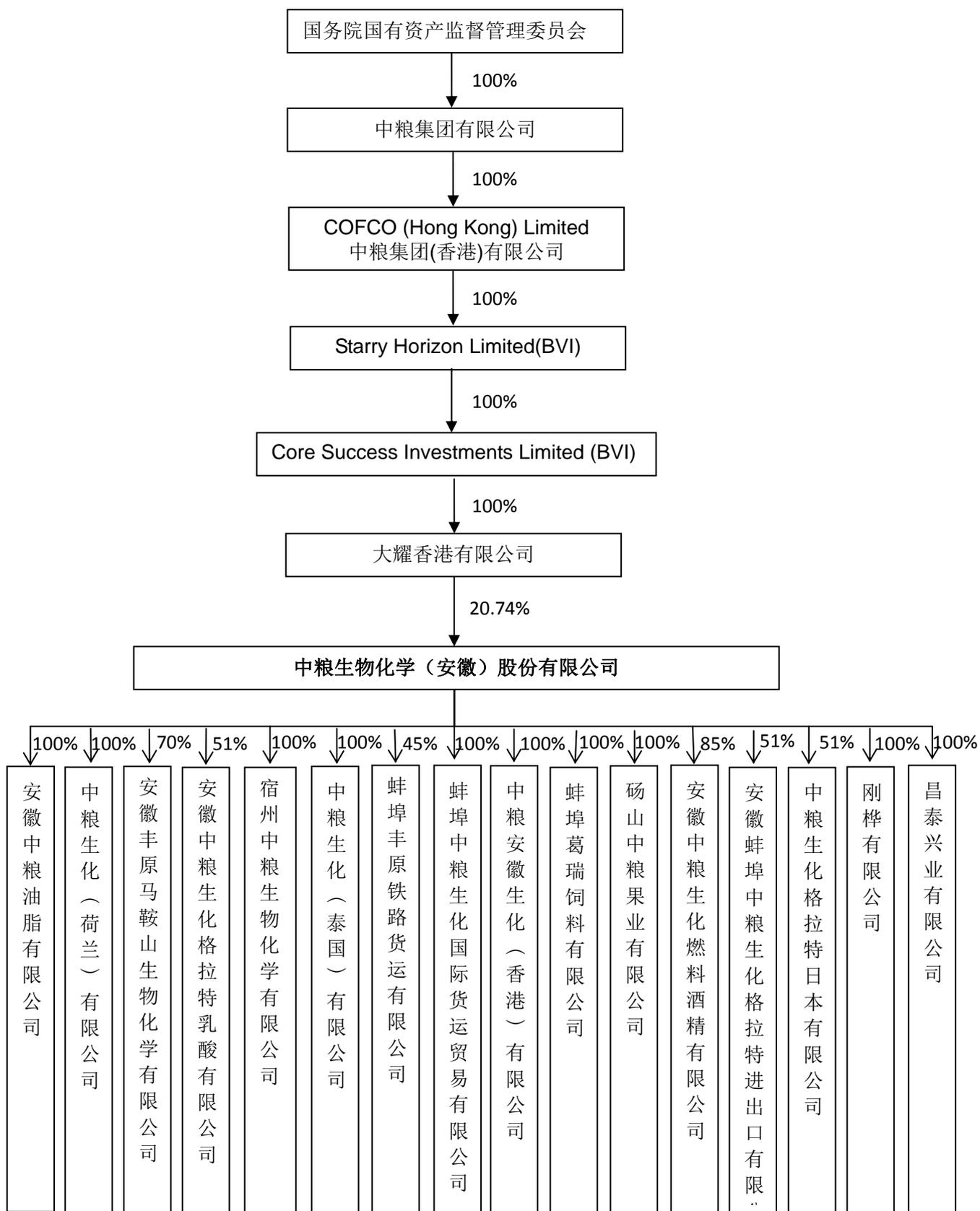
风险可控。

综合而言，虽然公司偿债能力指标有所波动，但公司经营性业务经营效益有所好转，且燃料乙醇和柠檬酸业务获利能力增强，加之股东综合实力雄厚，公司债务偿还保障程度很高。

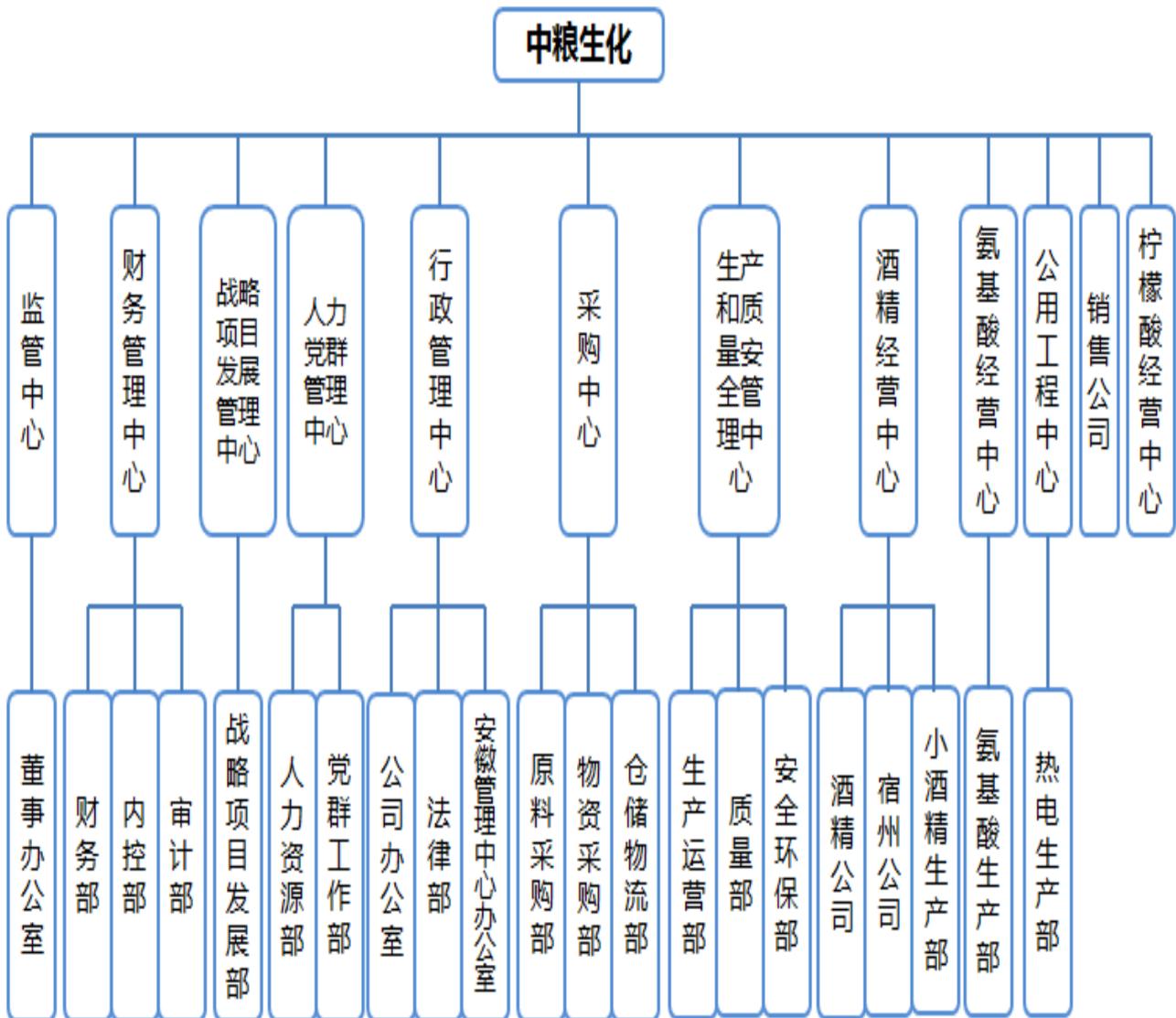
结 论

综上，中诚信证评维持中粮生化主体信用级别为 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）”信用级别为 AA。

附一：中粮生物化学（安徽）股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 12 月 31 日）



附二：中粮生物化学（安徽）股份有限公司组织结构图（截至 2015 年 3 月 31 日）



附三：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)	2012	2013	2014
货币资金	35,311.49	25,530.27	28,448.81
应收账款净额	28,207.00	22,506.99	40,570.20
存货净额	118,831.33	92,303.31	126,541.77
流动资产	200,696.43	166,450.26	218,711.58
长期投资	3,910.00	3,910.00	3,910.00
固定资产合计	437,101.93	442,055.67	422,571.63
总资产	685,912.92	655,138.83	686,419.79
短期债务	220,364.34	190,861.70	211,814.82
长期债务	88,897.56	77,909.74	68,834.14
总债务（短期债务+长期债务）	309,261.89	268,771.43	280,648.96
总负债	379,000.15	345,789.14	376,042.82
所有者权益（含少数股东权益）	306,912.77	309,349.68	310,376.97
营业总收入	773,037.18	733,986.39	715,319.67
三费前利润	66,938.48	54,246.98	58,882.18
投资收益	366.45	366.45	571.66
净利润	20,146.28	5,047.33	3,159.10
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	71,273.86	47,670.40	48,477.08
经营活动产生现金净流量	26,869.56	73,771.23	20,677.62
投资活动产生现金净流量	-16,649.89	-22,906.84	-12,258.94
筹资活动产生现金净流量	-15,168.66	-60,132.83	-5,286.39
现金及现金等价物净增加额	-5,224.83	-9,781.22	2,918.54
财务指标	2012	2013	2014
营业毛利率（%）	10.02	9.36	9.65
所有者权益收益率（%）	6.56	1.63	1.02
EBITDA/营业总收入（%）	9.22	6.49	6.78
速动比率（X）	0.29	0.28	0.31
经营活动净现金/总债务（X）	0.09	0.27	0.07
经营活动净现金/短期债务（X）	0.12	0.39	0.10
经营活动净现金/利息支出（X）	1.39	4.77	1.40
EBITDA 利息倍数（X）	3.69	3.08	3.27
总债务/EBITDA（X）	4.34	5.64	5.79
资产负债率（%）	55.25	52.78	54.78
总资本化比率（%）	50.19	46.49	47.49
长期资本化比率（%）	22.46	20.12	18.15

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

附四：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)

附五：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。