



信用等级通知书

信评委函字[2012] 019号

通威股份有限公司：

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拟发行的“通威股份有限公司2012年公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为**AA**，评级展望稳定；本次债券的信用等级为**AA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一二年五月十五日

通威股份有限公司 2012 年公司债券信用评级报告

债券级别	AA
主体级别	AA
评级展望	稳定
发行主体	通威股份有限公司
申请规模	不超过人民币 5.5 亿元
债券期限	不超过 5 年（含 5 年）
债券利率	本期债券采用固定利率，票面利率将由发行人和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定。
偿还方式	本期债券采用单利按年计息，不计复利。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

概况数据

通威股份	2009	2010	2011	2012.Q1
所有者权益（亿元）	16.19	13.97	14.45	13.66
总资产（亿元）	56.11	36.83	39.62	43.14
总债务（亿元）	29.02	15.07	15.17	14.36
营业总收入（亿元）	103.78	96.22	116.01	17.05
营业毛利率（%）	9.25	8.88	7.33	5.36
EBITDA（亿元）	6.29	4.61	3.90	-
所有者权益收益率（%）	8.80	10.28	4.87	-22.70
资产负债率（%）	71.14	62.06	63.53	68.33
总债务/EBITDA（X）	4.61	3.27	3.89	-
EBITDA 利息倍数（X）	4.18	4.89	3.95	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；
2、2012 年一季度所有者权益收益率指标经年化处理。

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“通威股份有限公司（以下简称“通威股份”或“公司”）2012 年公司债券”信用等级为 **AA**，该级别反映了本次债券的信用质量很高，信用风险很低。

中诚信证评授予发行主体通威股份主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定，该级别反映了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。中诚信证评肯定了公司所处的饲料行业具有较好的政策环境及发展空间，公司产业链优势符合行业发展方向，规模和品牌优势较明显，且整体技术及研发实力较强。同时我们也关注到原材料价格波动、气象灾害养殖疫病、汇率波动等因素对公司信用状况的影响。

正面

- 饲料行业具有较好的政策环境及发展空间。国家大力扶持饲料产业，在行业规划、税收政策等方面出台了一系列扶持政策，而经济增长、城市化进程的加快和居民生活水平的提高为饲料行业创造了巨大的需求空间。
- 规模及品牌优势。公司目前已形成年饲料生产能力逾 700 万吨，是全球最大的水产饲料生产企业之一，且在行业内品牌知名度高。
- 产业链优势。公司以饲料主业为依托，逐步拓展鱼苗鱼种养殖、水产畜禽食品加工等业务，产业链条不断完善，协同效应有望显现。
- 研发优势。公司为国家饲料行业科技先导型企业，技术开发平台处于国内领先水平，并被批准为国家认定企业技术中心，研发实力较强。

分析师

邵津宏 jhshao@ccxr.com.cn

肖鹏 pxiao@ccxr.com.cn

刘冰 bliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2012 年 5 月 15 日

关 注

- 原材料价格波动的风险。饲料行业原材料成本占饲料生产总成本的 90%以上，近年来饲料原料价格波动加剧，对我国饲料生产企业的成本控制形成较大挑战。
- 自然灾害疫情影响。近年自然灾害频发，气温反常、干旱、洪涝、疫情等均会对行业经营和发展带来不利影响。
- 汇率变动的的影响。人民币升值将降低公司水产品加工业务的毛利率；同时将对公司外币存款及应收账款造成一定的汇兑损失，并对公司水产品出口业务产生较大负面影响。

概 况

发债主体概况

通威股份有限公司(以下简称“通威股份”或“公司”)是由四川通威饲料有限公司整体变更并以发起设立方式成立的股份有限公司。2000年10月21日,经四川省人民政府川府函[2000]311号《四川省人民政府关于设立四川通威股份有限公司的批复》批准,四川通威饲料有限公司整体变更并以发起设立方式组建四川通威股份有限公司。公司总股本以四川通威饲料有限公司截至2000年8月31日经四川华信(集团)会计师事务所有限责任公司审计后的净资产11,188万元,按1:1比例折股,共计11,188万股。2001年11月19日,国家工商行政管理局以(国)名称变核内字[2001]第419号《企业名称变更核准通知书》核准公司名称变更为“通威股份有限公司”。2004年2月16日根据中国证券监督管理委员会证监发行字[2004]10号文核准,公司公开发行6,000万股人民币普通股(A股)股票。发行全部采用向二级市场投资者定价配售方式,发行价格7.50元/股。此次变更后公司注册资本为人民币171,880,000.00元。后经股权分置、资本公积金转增股本等,截至2011年12月31日,公司总股本为68,752万股。其中,通威集团有限公司持有公司股份378,525,940股,持股比例55.06%,系公司第一大股东。公司最终控制人为自然人刘汉元。

公司主要从事通威牌鱼饲料、猪饲料、禽饲料以及淡水、海水养殖饲料的生产、销售,及水产、畜禽食品加工。目前,公司为国内最大的水产饲料加工企业。

截至2011年12月31日,公司总资产为39.62亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计为14.45亿元,资产负债率及总资本化比率分别为63.53%和51.21%;2011年,公司实现营业收入116.01亿元,取得净利润0.70亿元,产生经营活动净现金流3.06亿元。

截至2012年3月31日,公司总资产为43.14亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计为13.66亿元,资产负债率及总资本化比率分别为68.33%和51.25%;2012年一季度,公司实现营业收入17.05

亿元,取得净利润-0.78亿元,产生经营活动净现金流3.11亿元。

本次债券概况

表1: 本期债券基本条款

基本条款	
债券名称	通威股份有限公司2012年公司债券
发行总额	不超过人民币5.5亿元
债券品种和期限	不超过5年(含5年),可以为单一年限品种,也可以为多种期限的混合品种。
债券利率	本期债券采用固定利率,票面利率将由发行人和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定。
还本付息的期限和方式	本期债券采用单利按年计息,不计复利。每年付息一次,到期一次还本,最后一期利息随本金的兑付一起支付。
募集资金用途	拟将本期债券募集资金扣除发行费用后用于补充流动资金。

资料来源:公司提供,中诚信证评整理

行业分析

行业概况

饲料是指在合理饲喂条件下能对家畜、家禽、水产动物提供提供营养物质、调控生理机制、改善动物产品品质且不发生有毒、有害作用的物质。按不同标准,饲料主要分为以下几类。

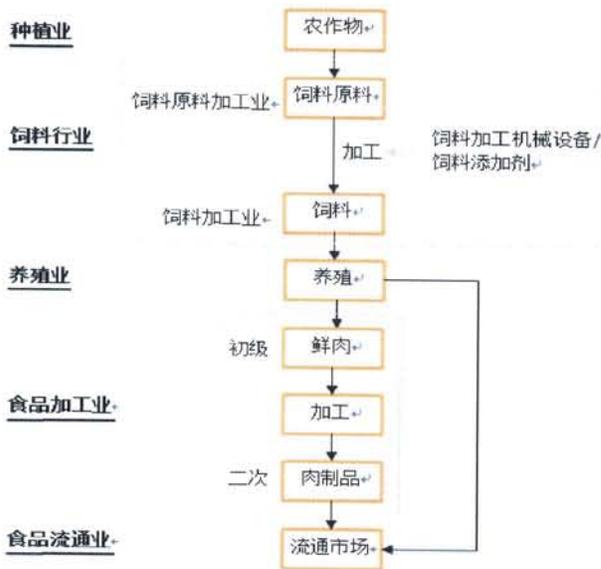
表2: 饲料的分类

按营养价值	按饲养对象	按饲养对象品质
配合饲料	水产配合饲料	鱼料、虾料及其他特种水产料
	畜禽配合饲料	猪料、鸡料、鸭料、反刍料及其他
浓缩饲料	畜禽浓缩饲料	猪料、鸡料、鸭料、反刍料及其他
预混料	水产预混料	鱼料、虾料及其他特种水产料
	畜禽预混料	猪料、鸡料、鸭料、反刍料及其他

资料来源:中诚信证评整理

作为整个农业食品产业链的前端子行业,饲料工业是连接种植业、养殖业和农副产品加工业的关系到国计民生的综合性产业。

图 1：农业食品产业链

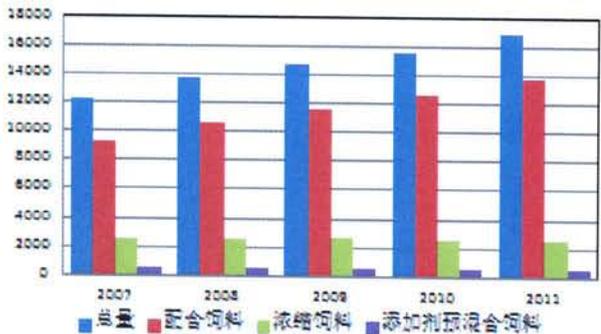


资料来源：中诚信证评整理

经过 30 余年的发展，中国饲料工业已形成了包括饲料加工业、饲料添加剂工业、饲料原料工业、饲料机械制造工业、养殖服务业和饲料科研、教育、标准、检测等在内的较为完备的工业体系，饲料工业成为国民经济的重要产业。据农业部预计，2011 年全国商品饲料总产量 1.69 亿吨，同比增长 4%。其中配合饲料（全价料）1.38 亿吨，同比增长 6%，行业竞争进一步加剧；浓缩饲料 2,500 万吨，同比下降 6%，养殖规模化进程加速；添加剂预混合饲料 585 万吨，同比增长 1%，饲料科学技术应用在饲料行业中的应用地位不减。从不同品种看，猪饲料产量 6,210 万吨，同比增长 4%；蛋禽饲料 3,100 万吨，同比增长 3%；禽饲料 4,980 万吨，同比增长 5%；水产饲料 1,540 万吨，同比增长 3%；反刍饲料 760 万吨，同比增长 4%。

图 2：2007 年~2011 年全国商品饲料产品产量

单位：万吨



资料来源：中华人民共和国农业部，中诚信证评整理

行业经营特征及经营模式

从经营模式来看，中国饲料行业主要有两种经营模式：上下游一体化（全产业链）经营模式和专门的商业饲料经营模式。

专门的商业饲料经营模式是指专业从事饲料的生产和加工，以成本控制为主要经营策略的商业模式，采用这种模式经营的企业通常表现出专业化能力不强、产品同质化严重的特点。同时，由于对规模化生产要求较高，采用这种模式的企业以区域性经营的公司为主，个别优势企业利用资金优势在逐步进行全国市场的布局。专门的商业饲料经营模式是目前中国饲料生产结构中的主要力量，随着市场竞争加剧，此类企业正在逐步丧失竞争力。

上下游一体化经营模式，也称全产业链经营模式，一般是集育种、饲料、防疫、养殖、屠宰、加工、食品和配送等于一体的商业模式。这种模式的优势在于通过产业链各个环节的无缝对接减少交易成本、提升经营效益；劣势在于一些不利因素如禽流感、猪高热病等对企业冲击更大，故全产业链经营模式对企业资本、技术水平、土地、劳动力等综合素质要求较高。从国际经验来看，目前全球前五大饲料生产商既是饲料产业下游的食品提供商，也是饲料企业上游的种植业经营商，全产业链经营模式能够进一步凸显饲料生产企业在经营效益和风险抵御能力方面的优势，是中国饲料生产企业的长期发展趋势。

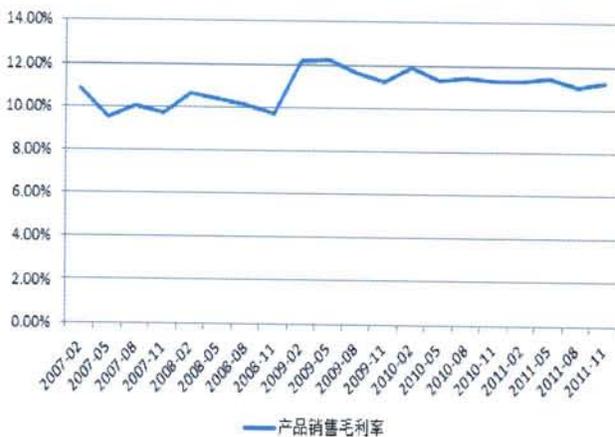
在上述两种经营模式的主导之下，中国饲料行业整体呈现如下经营特征：

(1) 行业整合趋势形成。饲料加工业是一个完全竞争的产业。近年来，饲料产品同质化严重，大企业之间的竞争成为市场主流，企业集团化和兼并联合趋势加快，技术和服领先型企业的发展速度较快且质量较好，行业集中程度逐步提高。2011 年，国内年产 50 万吨及以上的饲料企业或企业集团 30 家，饲料产量占全国总产量的 42%，比 2005 年提高 17 个百分点。同时，《饲料工业“十二五”发展规划》（以下简称“规划”）于 2011 年 10 月 12 日由农业部正式发布。“规划”明确提出，未来 5 年，我国饲料年产量将达 2 亿吨；年产 50 万吨及以上的饲料企业集团增至 50 家，其饲料产量占全国总产量

的比例达到 50%以上；“促进饲料企业整合”将成为“十二五”期间主要任务，鼓励企业兼并重组，提高行业集中度。预计未来随着中小饲料企业的退出和大中型企业的优势发展，饲料行业的集中度将加速提升。

(2) 微利化特征明显。由于下游养殖业的周期性变化、上游原料价格的不确定性变化，再加上疾病对养殖业的冲击，使得饲料行业处于一个困难的生存空间中，行业利润水平较低，多数饲料企业主要是依靠自身规模化的生产、品牌的营销以及精细化的成本控制来维持企业的生存。

图 3：2007~2011 年我国饲料加工行业平均毛利率



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

(3) 受畜牧产品的市场消费和养殖动物生长的季节性特点影响，我国饲料消费市场存在季节性。畜产品消费市场季节性主要表现为：重大节日前消费旺盛，节日后通常会会出现消费疲软。每年“春节”、“五一”、“端午”、“中秋”、“十一”等节日，市场畜产品消费量明显增加。其中以春节前后饲料的消费季节性最为明显，每年春节前，我国南方地区有杀年猪和制作腌腊制品的习惯，肥猪与家禽会在这段时间大量出栏，在出栏前一段时期，大量育肥形成饲料消费的旺季。而在春节后两个月，猪和禽的养殖存栏量大幅下降，形成饲料消费的淡季。水产养殖受季节性气候影响更为明显。由于我国大部分地区处于温带，冬天寒冷，并非鱼类的最佳生长温度且大多数鱼类在寒冷季节基本不需进食，每年 11 月到次年的 4 月为水产饲料销售的淡季，5-10 月为水产饲料销售的旺季。

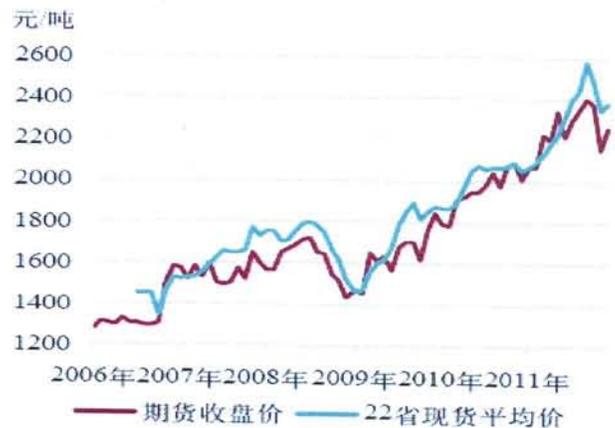
影响行业发展的主要因素

饲料成本

饲料主要由玉米、豆粕、鱼粉以及饲料添加剂构成，其中玉米主要提供能量需求，单位占比达到 65%左右，豆粕作为动物生长过程中蛋白质摄取的主要来源，单位占比约为 25%，因此饲料成本主要受玉米和豆粕价格的影响。

玉米。中国玉米市场尽管处于紧平衡状态，但仍可满足国内需求，且玉米贸易形式以出口为主，并采取国家配额管理，因此玉米相对其他粮食品种受国际市场价格影响较小。2011 年，受美国不断下调玉米产量预期、国内生猪补栏增加，以及贵州等地旱情对玉米产量预期的影响，玉米价格持续增长，于 2011 年 9 月达到年内高点，至 2,597 元/吨；此后，新粮丰产并逐渐进入市场，玉米价格逐渐回落，至 2011 年底，玉米现货价格达到 2,378 元/吨，较 9 月下降 8.43%。总体看，玉米国际产量不容乐观，中国玉米产量增加不明显，但消费量持续增加，供应紧张平衡局面短期无法解决，远期玉米价格或将继续高位运行。

图 4：2006~2011 年黄玉米价格走势

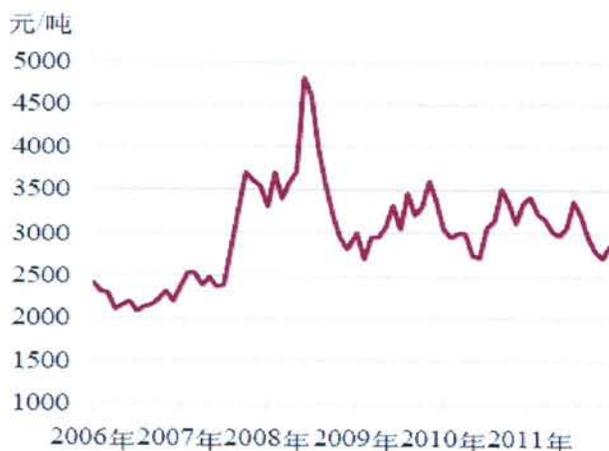


资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

豆粕。豆粕作为大豆压榨豆油的副产品，其价格基本由大豆价格决定，豆粕价格约为大豆价格 80~85%。中国大豆主要依赖进口，受国际大豆价格变动影响，国内豆粕价格近年来波动较大。从 2007 年开始，国内豆粕价格开始不断走高，2008 年 6 月底，豆粕期货收盘价达到 4,799 元/吨，但 2008 年下半年后，豆粕价格暴跌，到 2008 年 12 月底豆粕期货价已经跌到 2,800 元/吨，2009 年 1 季度豆

粕价格略有回升，3月底达到2,933元/吨。从2009年开始，豆粕价格低位振荡，于2009年12月达到高点3,600元/吨。2010年全年，豆粕期货收盘价维持在2,700~3,500元/吨区间运行。2011年，受国际市场需求低迷、大豆价格波动下降影响，豆粕价格波动中有所下降，截至2011年底，豆粕期货收盘价为2,850元/吨，较年初下降14.62%。

图5：2006~2011年中国豆粕期货价格走势



资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

总的来看，作为饲料加工大国，近年来我国大宗饲料原料消费增长迅速，豆粕等饲料原料价格与国际市场联动日益密切，但缺乏定价权。目前，饲料原料价格波动加剧，对我国饲料生产企业的成本控制形成较大挑战。

行业需求

水产养殖及水产饲料发展。根据国家统计局相关数据，2011年，我国水产品总产量达5,611万吨，水产品总量稳步增长，已连续20多年居世界第一位。我国水产品总量的增长主要来自于水产品养殖量的增长，水产品养殖产量已占到全球养殖总量的70%以上。

水产养殖业的发展直接带动了水产饲料行业的发展，水产饲料已经成为饲料产业中增长速度最快的分支。1991年，我国水产饲料产量只有75万吨，仅占我国饲料总产量的2.1%。1999年，其产量已增至400万吨，占饲料总产量的5.8%。2011年，我国水产饲料全年产量1,540万吨，同比增长3%，与饲料总产量的占比达到9.1%。我们预计“十二五”期间，在国家“以养关渔”作为渔业经济结构调整主方向的政策背景下，水产养殖及水产饲料行业

仍将保持稳中有升的增长趋势。特别是作为水产配合饲料核心营养组成部分的水产预混料，对水产品饲养效果和养殖经济效益起着最关键的作用，未来市场空间广阔。此外，随着水产养殖品种朝着罗非鱼、草鱼、鲫鱼、鳊鱼、青鱼、大黄鱼、金枪鱼、海鲈鱼等高价值鱼类方向发展，水产饲料的技术要求也逐步提高。

畜禽养殖与畜禽饲料发展。我国畜禽养殖动物的存栏量巨大，其中全球约1/2的猪和1/4的家禽在我国饲养。畜禽养殖在我国各省区分布广，经营者众多，养殖业收入也已成为农民最重要的收入来源之一。

近几年中国畜牧业稳健发展，其中，肉类产品产量波动中小幅增长。2004~2011年，中国肉类总产量年均增长1.35%。2009年，尽管受到金融危机、甲型流感、三聚氰胺、瘦肉精等事件影响，但是中国政府加强质量监管，畜牧业抗风险能力显著增强，中国畜牧业保持增长趋势，中国肉类总产量7,649万吨，同比增长5.10%，其中，猪肉产量4,891万吨，同比增长5.85%。2011年，中国肉类总产量继续保持稳定增长，全年肉类总产量7,957万吨，同比增长0.39%，其中，猪肉产量5,053万吨，较2010年略有下降。随着人民生活水平的逐步提高，畜禽养殖产品的消费需求还将稳定增长。同时，人们对食品安全要求日益提高，具有绿色、生态、环保品质的畜禽养殖产品也越来越受到市场认可，这些因素必将推动我国畜禽饲料在科技含量、质量控制等方面进一步提升。

食品安全

2012年2月9日，农业部公布了2011年全国饲料质量安全监测结果：2011年，共从饲料生产、经营和使用环节抽检各类饲料样品18,032批次，其中抽检商品饲料6,686批次，产品合格率为95.51%，较2010年提高了1.62个百分点。不过，尽管商品饲料合格率有所上升，但配合饲料和浓缩饲料产品粗蛋白指标不合格、添加剂预混合饲料产品造假等产品质量问题仍较突出、少数饲料和养殖企业违法使用多种违禁药品，如盐酸克伦特罗、镇静类药物如安眠药等，以及超量、超范围使用药物饲料添加剂和

兽药等，严重影响着我国养殖业产品相对优势的发挥和饲料工业的持续健康发展。

我国政府关注食品安全，通过对饲料中激素和抗生素监测和控制加强对市场的管理。2011年11月16日，国务院公布了修订后的《饲料和饲料添加剂管理条例》（以下简称“《条例》”），并于2012年5月1日正式施行。这是《条例》颁布12年以来的第二次修订，针对目前频发的食品安全问题，对饲料生产使用各环节做出了严格规定，严格限制了饲料原料来源，提出饲料追溯、召回制度，明确了饲料安全监管责任主体，并提高了违法行为的处罚力度，为依法治饲提供了更为完善、更加有力的法律保障。

突发性气象灾害及畜禽疫情

突发性气象灾害及疫病不仅给养殖户造成直接的经济损失，而且也有可能挫伤终端消费的需求并导致养殖业的生产在一段时间内陷入低迷，进而影响到当期饲料行业的生产需求。

我国自然灾害发生的频率高、强度大。20世纪全球发生的54起重大自然灾害中，我国占了8起。2009年，国家发表的《中国的减灾行动》白皮书指出：当前和今后一个时期，在全球气候变暖背景下，极端天气气候事件发生的几率进一步增大，降水分布不均衡、气温异常变化等因素导致的洪涝、干旱、高温热浪、低温雨雪冰冻、森林草原火灾、农林病虫害等灾害爆发的可能性增多，出现超强台风、强台风以及网易潮等灾害的可能性也随之加大，局部强降雨引发的山洪、滑坡和泥石流等地质灾害防范任务更加繁重；随着地壳运动的变化，地震灾害的风险有所增加。

自然灾害通常会导致大量动物因灾死亡，随着气候转暖，动物尸体腐烂，容易造成口蹄疫、高致病性禽流感、高致病性猪蓝耳病、猪链球菌病、钩端螺旋体、炭疽等多种动物疫病的发生和流行。

在这样的大环境下，传统农业中对土地和自然环境依赖性强的种植业、养殖业及与之相关的饲料业面临一定的潜在风险。我们将持续关注突发性气象灾害及畜禽疫情可能对饲料加工行业产生的影响。

行业发展

作为关系国计民生的重要产业，未来一段时期内，随着中国人均居民收入和总人口的持续稳定增加，饲料行业仍然具备巨大的需求潜力和广阔的发展空间。

2011年10月，农业部正式对外发布《饲料工业“十二五”发展规划》，对中国饲料行业的未来发展提供指导。

“十二五”期间，饲料行业将着力实现饲料产量平稳增长，质量安全水平显著提升，饲料资源利用效率稳步提高，饲料企业生产经营更加规范，产业集中度继续提高。通过5年努力，初步实现由饲料工业大国到饲料工业强国的转变。

根据“十二五”期间饲料工业的发展方向，农业部制定的发展目标是：①饲料总产量达到2亿吨。其中，配合饲料产量1.68亿吨，浓缩饲料产量2,600万吨，添加剂预混合饲料产量600万吨，主要饲料添加剂品种全部实现国内生产。②安全评价、检验检测和监督执法三位一体的饲料安全保障体系基本建立，饲料产品质量合格率达到95%以上，饲料产品质量安全水平进一步提高。③年产50万吨以上的饲料企业集团达到50家，其饲料产量占全国总产量的比例达到50%以上，饲料企业抗风险能力明显增强。④秸秆饲用量增加1,000万吨，饲用秸秆处理利用率达到50%。杂粕、糟渣、食品加工副产品等存量较大的非粮饲料资源优质化处理利用水平明显提高。⑤低氮、低磷等环保型饲料产品研发与推广取得明显进展，饲料产品中矿物质、微量元素和药物饲料添加剂使用更加规范，饲料工业单位产值能耗稳步下降。

整体来看，随着人口的增长，加之生活水平的提升，未来中国饲料行业的发展空间仍然较大，但粮食价格的高位运行以及下游养殖业的周期性变化给饲料生产企业带来了较大经营压力，行业将进一步整合，具有较完整产业链及经营规模优势的饲料生产企业将表现出更强的抗风险能力。

竞争实力

规模及品牌优势

公司系农业产业化国家重点龙头企业，专业从

事水产饲料、猪饲料、禽饲料的生产，目前已形成年饲料生产能力逾 700 万吨，是全球最大的水产饲料生产企业之一。公司系全国首家年度销售收入过百亿的农业上市公司，水产饲料全国市场占有率连续多年位居全国第一。

公司饲料生产历史悠久，行业内品牌知名度高。2004 年 9 月，公司商标荣获“中国驰名商标”；2006 年 9 月，通威牌畜禽饲料系列被国家质量总局、中国名牌战略推进委员会联合评为“中国名牌”，2007 年 9 月，通威牌水产饲料系列产品荣膺“中国名牌”，至此，公司已获得“中国驰名商标”、两项“中国名牌”等三项国家最高殊荣，真正成为中国目前仅有的几家“三冠王”农业企业之一。2006 年 7 月，中国品牌研究院公布的 145 个中国行业标志性品牌名单中，通威品牌亦成为中国饲料行业 13,000 余家企业中唯一当选的标志性品牌。2011 年，通威股份连续八年入列“中国 500 最具价值品牌”榜。

产业链优势

在发展壮大过程中，公司以饲料主业为依托，逐步拓展鱼苗鱼种养殖、水产畜禽食品加工等业务，不断向全产业链覆盖。目前，公司正大力推广种苗供应、农户养殖、饲料加工及食品加工相结合的经营模式，为平抑行业风险，赚取全产业链价值奠定基础。

同时，公司积极由生产型企业向服务型企业转型。公司成立了专门的服务团队，将调水服务、养殖记录、全过程服务工作落到实处，充分体现了通威的差异化服务，取得了很好的宣传效果。同时，公司也通过示范试点的典型带动使公司网络不断拓展，全过程为经销商和养殖户服务，用户反响良好。未来，公司将继续打造具有高度专业化的服务团队，对重要养殖户的养殖疾病进行详细跟踪记录，适时提醒关注，积极做到服务到家。

研发优势

公司始终坚持以饲料加工业为主的发展模式，不断完善产品结构，提升技术研发水平，形成了在水产饲料领域的优势地位。

作为国家饲料行业科技先导型企业，公司技术开发平台处于国内领先水平，技术中心于 2007 年 9

月被国家发改委等五部委联合批准为国家认定企业技术中心。公司技术中心专门从事鱼类基因工程研究，生物科技研究，安全、高效、环保、经济饲料开发，科学养殖模式研究与推广等，为确保“生态安全”“食品安全”，发展资源节约、环境友好型的水产畜禽产业链打下坚实基础。截至目前，公司技术中心已申请专利百余项，其中发明专利 46 项，并获得四川省科技进步一等奖、成都市科技进步一等奖等省市科技成果奖数项，研发实力较强。鉴于通威股份的行业影响力和科技条件，四川省科技厅将四川省水产工程技术研究中心也落户到公司，由其牵头开展工作。2011 年 4 月通威股份又被四川省人事厅批准成立四川省博士后创新实践基地。

业务运营

公司主要从事水产饲料、猪饲料、禽饲料的生产、销售，并经营食品加工及养殖业务，不断完善产业链条。目前，公司已形成年饲料生产能力逾 700 万吨。

2009~2011 年，公司营业收入分别为 103.78 亿元、96.22 亿元和 116.01 亿元，近三年呈现波动状态，主要系 2010 年公司转让永祥股份股权所致，但公司饲料板块收入规模逐年递增，近三年复合增长率达 12.45%。2011 年，公司饲料板块实现收入 106.38 亿元，占主营业务收入的 92.20%；贡献毛利 8.05 亿元，毛利占比 97.71%，系公司收入、利润的主要来源。2012 年第一季度，公司实现营业收入 17.05 亿元，同比增长 31.66%。

表 3：公司 2011 年主营业务收入分行业情况

行业	营业收入	营业收入占比	毛利	单位：亿元
				营业毛利占比
饲料	106.38	92.20%	8.05	97.71%
食品加工及养殖	8.96	7.76%	0.17	2.05%
动物药品	0.02	0.02%	0.00	0.05%
其他	0.03	0.02%	0.02	0.19%
合计	115.39	100.00%	8.24	100.00%

资料来源：公司定期报告

饲料板块

(一) 原料采购

公司饲料原料主要为玉米、豆粕、鱼粉以及饲料添加剂等，原材料成本占饲料生产总成本的 90% 以上。

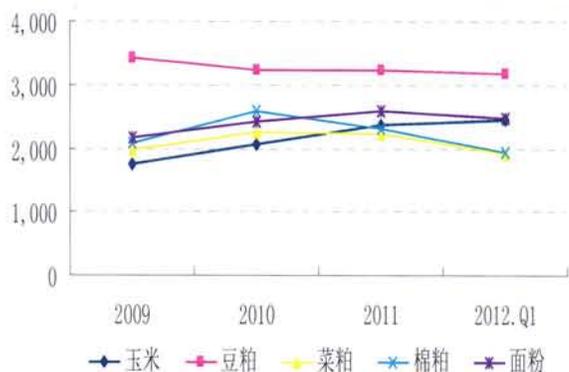
采购模式方面，公司采购业务设有“实业公司（相当于采购中心）”与“分、子公司采购部”两个层级，实行“集中采购与授权管理”相结合的采购模式。2009~2012 年一季度，公司集中采购金额占总采购金额的比例均在 80% 以上。

集中采购模式下，由实业公司统一进行供应商的询价和选择，并代表各分子公司集中与供应商进行商务谈判，确定最后的交易条件后，由各用货分子公司采购部门与供应商签订采购合同，并由实业公司监督合同的执行。目前公司饲料生产中所用的玉米、豆粕、鱼粉、棉粕、菜粕等大宗饲料原料品种均实行集中采购模式，全部由实业公司在进行行情预测的基础上统筹安排。授权采购是指公司总部明确向分子公司总经理和采购部授权，对于小部分价格变动不大的原材料或辅料由分子公司自行采购。

采购价格方面，实业公司负责大宗原料采购及国内外饲料原料行情的跟踪研究，并由技术中心对饲料原料及配方进行持续的研究开发，以在保证效果相同的前提下成本最小化。实业公司现设有专门研究团队，实时跟踪国内、国际饲料行情，拥有很强的行业信息分析能力。同时，公司实行严格、谨慎的库存上限管理办法，安全库存量超过上限必须公司总部同意。近几年，虽然原材料价格波动加剧，但公司通过加强采购能力和严格执行风险管理措施，较好地控制了原材料采购风险，降低了公司的综合采购成本。

图 6: 2009~2012.Q1 年公司主要原料采购均价情况

单位: 元/吨



资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

总的来说, 公司通过集中采购和行情预测等措施, 能较好地降低同期采购成本, 但玉米、豆粕等主要原料价格波动对公司经营产生的成本管理压力仍需关注。

(二) 饲料生产

近几年, 公司通过新建及兼并收购不断扩大生产规模, 饲料产能实现快速扩张。截至 2011 年 12 月 31 日, 公司分别在天津、廊坊、枣庄、连云港、淮安、无锡、苏州、合肥、南昌、黄冈、揭阳、茂名、佛山等 50 余个城市建设饲料产能总计 738.95 万吨/年。其中, 长三角地区、珠三角地区、中部地区和西南地区是公司核心发展区域, 产能分别占据总产能的 21.22%、17.91%、20.44% 和 15.32%。

表 4: 2011 年 12 月 31 日公司已投产饲料产能分布情况

所在区域	产能 (万吨/年)
长三角	156.80
珠三角	132.36
环渤海	83.81
西南地区	113.20
中部地区	151.07
东北地区	30.00
其他	71.71
合计	738.95

资料来源: 公司提供, 中诚信证评整理

分类来看, 公司水产配合饲料、畜禽配合饲料产能占比较大, 而水产预混料、畜禽预混料占比相对较小。截至 2011 年末, 公司预混料产能达到 20.40 万吨, 配合饲料产能达到 718.55 万吨。

表 5：2009~2011 年公司饲料产品产能情况

产品	单位：万吨		
	2009	2010	2011
预混料	22.00	22.00	20.40
配合饲料	608.14	659.46	718.55
合计	630.14	681.46	738.95

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

根据饲料生产的特性，畜禽饲料生产相对平稳，但水产饲料的季节性特点对设备的实际可利用产能影响较大。因此，正常生产状态下，行业可利用产能平均为设计产能的 50% 左右。公司以水产饲料为主，水产饲料占销售收入比重近 60%，在华南地区，四季温差相对较小，产能利用率较高；而西南、华东、华北和华中地区，水产饲料的旺季只有 6 至 9 月。受季节性因素等影响，公司近三年饲料产量分别为 301.29 万吨、283.29 万吨和 329.64 万吨，产能利用率分别为 47.81%、41.57% 和 44.61%。2012 年一季度，受季节性影响，公司产能利用率不高。1~3 月，公司共生产水产预混料 0.43 万吨、水产配合饲料 12.41 万吨、畜禽预混料 0.13 万吨、畜禽配合饲料 37.19 万吨。

总体来看，公司立足于长三角、珠三角区域饲料市场，积极向中西部省市拓展，产业布局日益成型，同时，公司饲料、食品加工产业协同效应也将逐步显现。

（三）饲料销售

由于饲料销售半径在 100 公里以内，故公司实施了管理总部、片区、分子公司职能划分。总部主要负责战略发展决策、风险管控、支持服务、企业文化等，生产经营管理权则下沉到片区和分、子公司。片区和分、子公司按照属地原则进行客户开发及市场销售管理，在强化企业执行力的同时，提高市场反应速度。

公司采取经销商与养殖户相结合的销售模式。目前，公司经销商规模达到 10,000 余家，业务占比 80% 以上。而随着养殖市场规模化程度的逐步提升，公司直接终端销售的占比也呈现上升趋势。在行业进入全方位竞争，产品同质化的背景下，针对养殖业格局的演变，目前，公司正积极培养终端市场，加强对有效营销模式的总结和推广，使得公司服务

团队的专业化水平得以持续提升，并促进了差异化营销的研究和创新。

受益于公司突出的品牌优势和良好的区域布局，公司近三年饲料产品的产销率均保持在 98% 以上。分类来看，公司水产配合饲料、畜禽配合饲料均保持较快的销售增长速度。2011 年公司水产配合饲料销售收入达到 61.40 亿元，三年复合增长率为 11.89%；畜禽配合饲料销售收入达到 44.21 亿元，三年复合增长率为 12.68%。

表 6：2009~2011 年公司主要产品销售情况

	单位：万吨		
	2009	2010	2011
水产配合饲料	146.04	139.67	159.24
其中：鱼料	127.34	121.92	145.48
虾料	14.97	14.29	10.44
海水料	3.72	3.46	3.32
畜禽配合饲料	147.51	134.38	159.06
其中：猪料	45.31	51.38	64.72
鸭料	70.64	56.52	64.67
鸡料	31.56	26.48	29.68
其他	1.09	2.02	3.30

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

毛利方面，受饲料加工行业竞争激烈影响，公司饲料产品毛利率整体水平不高，且毛利率总体呈现小幅下降趋势。2009~2011 年，公司水产配合饲料销售毛利率分别为 12.65%、12.03%、10.23%；畜禽配合饲料销售毛利率分别为 4.95%、5.08%、3.86%。

表 7：2009~2011 年公司主要饲料产品销售收入及毛利情况

产品	单位：亿元、%					
	2009		2010		2011	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
水产配合饲料	49.04	12.65	52.47	12.03	61.40	10.23
畜禽配合饲料	34.82	4.95	34.28	5.08	44.21	3.86
合计	83.86	-	86.75	-	105.61	-

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

我们认为，公司专注于饲料行业，未来随着公司产能的较快扩张，公司整体销售规模及销售收入还将持续快速增长。

食品加工及养殖板块

为了规避产能过剩、单一饲料加工的经营风险，公司开始实施苗种养殖、饲料生产、食品加工

一体化战略，逐步向上下游产业链延伸，以控制成本、消化产能。

表 8：2009~2011 年公司食品加工及养殖经营情况

	2009	2010	2011
营业收入(亿元)	6.79	7.76	8.96
营业毛利率	0.59%	2.50%	1.88%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2009~2011 年，公司食品加工及养殖销售收入分别为 6.79 亿元、7.76 亿元、8.96 亿元，近三年复合增长率为 14.81%。为进一步提升食品加工的协同效应，2011 年，公司成立了食品事业部，对食品加工业务进行专项管理，并在组织架构、团队建设、产品定位等方面优化，销售规模实现快速增长。截至 2011 年 12 月 31 日，公司已形成了年加工 3 万吨罗非鱼片、100 万头生猪、3,000 万只肉鸭、0.5 万吨速冻食品的生产加工能力。全年，公司实际加工罗非鱼片 0.81 万吨、生猪 17.89 万头、肉鸭 1,402.61 万只、速冻食品 0.08 万吨，其中，公司罗非鱼出口 0.86 万吨，出口额达到 1.90 亿元，位居海南省第一。

同时，我们也关注到，公司食品加工及养殖板块营业毛利率较低，规模效应和协同效应仍有待提升；且人民币的升值也将对公司水产品出口业务产生一定负面影响。

战略规划

公司将围绕“改善人类生活品质、成就世界水产品牌”的战略目标，根据不同市场情况主动出击，科学合理布局企业生产网络，提高、巩固产品市场占有率；研判行业未来发展趋势，积极向饲料产业的上、下游延伸，打造覆盖养殖、加工、动物药物研发的一体化产业链条，全面提升企业核心竞争力和综合竞争实力。

具体来看，公司一方面将继续围绕珠三角、长三角、环渤海、两湖等核心市场，夯实主业基础、增大布点密度，提升市场份额。现公司广东高明年产 40 万吨饲料项目、揭阳年产 8 万吨特种饲料项目进展顺利。另一方面，公司将适度做好在广西、宁夏、东北等区域的布点工作，并逐步考虑海南、重庆、昆明等公司的技术改造升级、迁建工作。目前，公司重庆永川年产 18 万吨饲料项目、海南年

产 20 万吨饲料项目、云南宜良年产 24 万吨饲料项目均处于在建期间。此外，公司还将继续推进海外战略，越南通威年产 20 万吨饲料项目也预计年内投产。

产品结构上，公司将结合饲料工业的发展规律和节奏，实施细分化、突出水产饲料龙头特色的同时优化其它产品结构，进一步提升猪料浓缩料等具备良好盈利空间的产品的销售比例。2012 年 3 月，公司与湖南九鼎科技（集团）有限公司达成战略合作协议，在 2012-2015 年期间，在双方现有已建成企业中至少选择 30 家作为合作点，促进双方资产利用率与投资效率。我们认为，公司与猪预混料见长的企业加强合作，将有利于公司产能利用的提升和产品结构的优化。

总体上看，公司将充分发挥自身优势，加快行业整合与上下游产业链的打造，进一步做大、做强饲料主业，打造以水产饲料为主，辅以禽畜饲料生产、水产（禽）动物养殖与加工、动物营养与动物药物研究等在内的国内一流、世界领先的大型跨国农牧集团。

公司管治

治理结构

根据《公司法》、《证券法》及其他有关法律、行政法规和规范性文件的规定，公司已建立了符合现代企业制度要求的法人治理结构及与公司治理结构相适应的股东大会、董事会、监事会议事规则和各项管理制度。公司具有健全的内部管理机构，并形成符合自身经营管理特点的内部控制体系，保障了内部控制管理的有效执行。

公司现任董事会由 9 名成员组成，其中独立董事 3 名，董事会的人数及人员构成符合相关法律法规要求。公司全体董事能够依据相关法律法规开展工作，认真出席董事会，积极参加培训，熟悉有关法律法规；独立董事能够不受影响地独立履行职责。公司监事会由 3 名成员组成，均为职工代表，监事会能够认真履行自己的职责，按规定的程序召开了监事会，对公司重大事项、财务状况、董事和高级管理人员的履行职责的合法合规性进行监督，维护公司及股东的合法权益。

总体看，公司建立了比较健全的治理结构，能够保证公司各项运作更趋规范化和科学化，为公司的可持续发展打下了良好的基础。

内部管理

公司按照《公司法》、《证券法》、《企业内部控制基本规范》、《上海证券交易所上市公司内部控制指引》等相关法律、法规的要求，结合自身经营管理的特点，逐步完善和提高了公司内部控制制度和规范运作水平，建立了较为完善、健全有效的内部控制体系。内部控制制度涵盖了法人治理结构、生产经营、财务管理、信息披露、内部审计等方面，有效防范了内部控制的风险，保障了公司经营管理的正常进行。同时，公司在生产、销售等环节都建立了相应的问责制度，以预防重大生产、销售等环节的责任事故。

此外，为更好服务“三农”，公司于 2008 年 6 月 5 日成立了农业担保公司，为购买和使用公司产品的客户提供贷款担保。目前，农业担保公司拥有《融资性担保机构经营许可证》，制定了严格的担保业务审核流程，按照《担保业务风险管理实施细则》开展业务，严格控制担保风险，近几年没有发生代偿情况。

总体而言，公司的内部控制制度健全，基本涵盖公司经营管理的各层面和各主要业务环节，有利于保证公司各项业务的合理开展。

财务分析

以下财务分析基于公司提供的经四川华信(集团)会计师事务所有限公司审计并出具标准无保留意见的 2009~2011 年财务报告以及未经审计的 2012 年第一季度合并财务报表。

资本结构

为进一步专注农牧主业，2010 年公司进行经营调整，转让了包括永祥股份在内的非农牧资产，致使其资产规模显著下降。截至 2010 年 12 月 31 日，公司资产总额为 36.83 亿元，较上年减少 34.37%。同期，债务规模的大幅减少使得公司的财务结构稳健性有所增强，2010 年 12 月 31 日其资产负债率为 62.06%，较上年下降 9.08 个百分点。2011 年至今，

随着农牧主业的回归，公司的业务规模呈现恢复性增长，负债总额和资产规模同步扩大，而总债务规模因付息债务水平保持稳定基本不变。2011 年 12 月 31 日，公司资产总额为 39.62 亿元，较上年增长 7.57%，资产负债率为 63.53%，较上年增加 1.47 个百分点，总资本化比率为 51.21%，较上年微增 0.67 个百分点。截至 2012 年 3 月 31 日，公司资产总额为 43.14 亿元，资产负债率和总资本化比率分别为 68.33%和 51.25%。

表 9：截至 2011 年 12 月 31 日国内主要饲料上市公司

资本结构比较			
公司	资产总计 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)
正虹科技	8.32	44.95	32.52
金新农	9.23	13.84	0.00
天邦股份	10.72	54.83	52.32
海大集团	42.25	38.82	26.04
唐人神	20.67	25.81	5.26
新希望	216.90	42.98	34.39
大北农	47.37	24.21	0.58
正邦科技	31.98	58.93	52.34
通威股份	39.62	63.53	51.57

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从债务期限结构上看，公司总债务规模较大，且短期债务在总债务中所占比重较高，不利于运营资金的稳定性。近年来，公司通过借入银行长期借款调整负债结构，使其债务期限结构得到一定改善。截至 2011 年 12 月 31 日，公司短期债务/长期债务为 2.98。若本次公司债发行成功将进一步优化公司的债务期限结构。

图 7：2009~2012.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

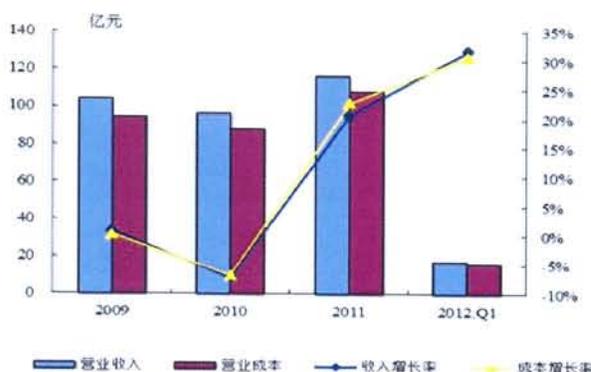
总体来看，近年公司资产规模稳健，但杠杆比率较高，债务期限结构也不尽合理。考虑到公司未

来几年的计划资本支出规模维持较低水平，因此公司负债水平进一步大幅上升的可能性较小。

盈利能力

2010年，由于转让永祥股份的股权，公司营业收入较上年减少7.29%。2011年以来，通过加大营销力度和提升服务质量，公司饲料主业实现恢复性增长，收入水平加速上升。2009~2012年第一季度，公司分别实现营业收入103.78亿元、96.22亿元、116.01亿元和17.05亿元，其中2011年和2012年第一季度营业收入分别较上年同期增长20.57%和31.66%，保持了较高的增速。

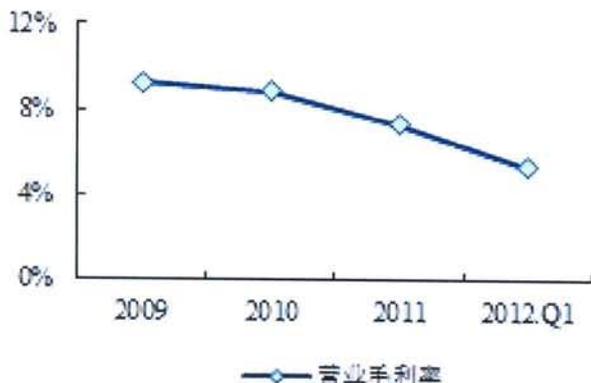
图8：公司2009~2012.Q1收入成本构成分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从营业毛利率来看，受饲料行业完全竞争状况、原材料价格波动、下游养殖业的周期性变化等影响，公司营业毛利率处于较低水平，近三年分别为9.25%、8.88%和7.33%。2012年一季度，公司营业毛利率为5.36%，主要是受水产饲料销售季节性影响。未来随着公司产业链向下游延伸，公司营业毛利率有望得到提升。

图9：2009~2012.Q1公司营业毛利率变化



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

表10：2011年饲料加工行业上市公司经营情况

单位：亿元、%		
企业名称	营业收入	营业毛利率
新希望	716.40	7.11
海大集团	119.76	9.26
通威股份	116.01	7.33
正邦科技	106.90	6.65
大北农	78.36	21.50
唐人神	57.02	9.19
正虹科技	19.12	8.31
天邦股份	17.36	15.28
金新农	14.92	12.69
ST康达尔	13.30	12.18

资料来源：中诚信资讯、中诚信证评整理

期间费用方面，2011年公司三费合计7.56亿元，相比2009、2010年的7.14亿元和6.68亿元均有所上升。公司付息债务规模基本维持稳定，使其财务费用稳中微降，但市场营销力度的加大造成销售费用显著增长；同时，业务规模的扩大致使管理费用相应增加。不过，由于2011年公司营业收入呈现较大幅度的增长，其三费收入占比为6.52%，同比微降0.43个百分点。总体来看，公司期间费用的增加与收入规模增长较为匹配，三费收入占比基本保持稳定，期间费用控制能力尚可。2012年第一季度，受季节性影响，公司三费收入占比有所上升，达到10.50%。

表11：2009~2012.Q1公司期间费用分析

单位：亿元				
	2009	2010	2011	2012.Q1
销售费用	2.39	2.51	3.12	0.68
管理费用	3.30	3.22	3.53	0.88
财务费用	1.45	0.95	0.91	0.23
三费合计	7.14	6.68	7.56	1.79
营业总收入	103.78	96.22	116.01	17.05
三费收入占比	6.88%	6.95%	6.52%	10.50%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

公司利润总额主要由经营性业务利润构成，近三年利润总额分别为2.06亿元、2.05亿元和0.95亿元，2011年利润总额减少主要是公司为促进销售增长而提升产品和服务品质、加大市场开发力度导致营业总成本大幅上升所致。公司同期净利润分别为1.43亿元、1.44亿元和0.70亿元。受季节性因素影响，公司2012年一季度净利润为-0.78亿元，

与往年同期一致，但我们认为公司全年仍能保持较强盈利能力。

在现金获取能力方面，得益于业务规模的持续增长和对上下游货款收付进度的良好控制，近三年公司经营活动净现金流呈现持续净流入状态。2011年，随着饲料销售收入和预收货款的增加，公司的现金流入量进一步扩大，全年经营活动净现金流为3.06亿元。

总体来看，公司凭借行业领先地位，通过加大营销力度和提升服务质量，近年来收入水平呈现恢复性增长态势。未来几年，随着公司产业链的延伸，其收入规模加速增长态势仍将延续，盈利能力有望通过规模效应和产业链各个环节的协同效应得到一定提升。

偿债能力

通过偿还部分长期借款，公司的债务规模有所下降，截至2012年3月31日，公司总债务规模降至14.36亿元，总资本化比率为51.25%。同时，若本次公司债发行成功，将进一步增强公司的资金实力，优化债务结构。

表 12：2009~2012.Q1 公司偿债能力分析

财务指标	2009	2010	2011	2012.Q1
总债务（亿元）	29.02	15.07	15.17	14.36
EBITDA（亿元）	6.29	4.61	3.90	-
资产负债率（%）	71.14	62.06	63.53	68.33
长期资本化比率（%）	34.13	13.75	20.86	16.65
总资本化比率（%）	64.18	51.88	51.21	51.25
EBITDA 利息倍数（X）	4.18	4.89	3.95	-
总债务/EBITDA（X）	4.61	3.27	3.89	-
经营净现金流/总债务（X）	0.09	0.13	0.20	0.22
经营净现金利息倍数（X）	1.76	2.16	3.10	-

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

由于营业总成本的增加，2009~2011年公司分别实现EBITDA 6.29亿元、4.61亿元和3.90亿元，呈现逐年下滑趋势。不过，公司现金流表现良好，2011年经营性现金净流入3.06亿元，整体现金获取能力较强，能够为公司债务提供一定保障。

融资方面，作为上市企业，公司在资本市场融资渠道较为通畅。同时，公司与多家金融机构保持着良好的合作关系，进一步增强了对偿债的保障程

度，具备较强的财务弹性。截至2012年3月31日，公司从银行获得的合并口径授信额度约为人民币31.13亿元、美元0.30亿元、越南盾450亿元，未使用银行授信额度为人民币17.97亿元、美元0.04亿元、越南盾450亿元。

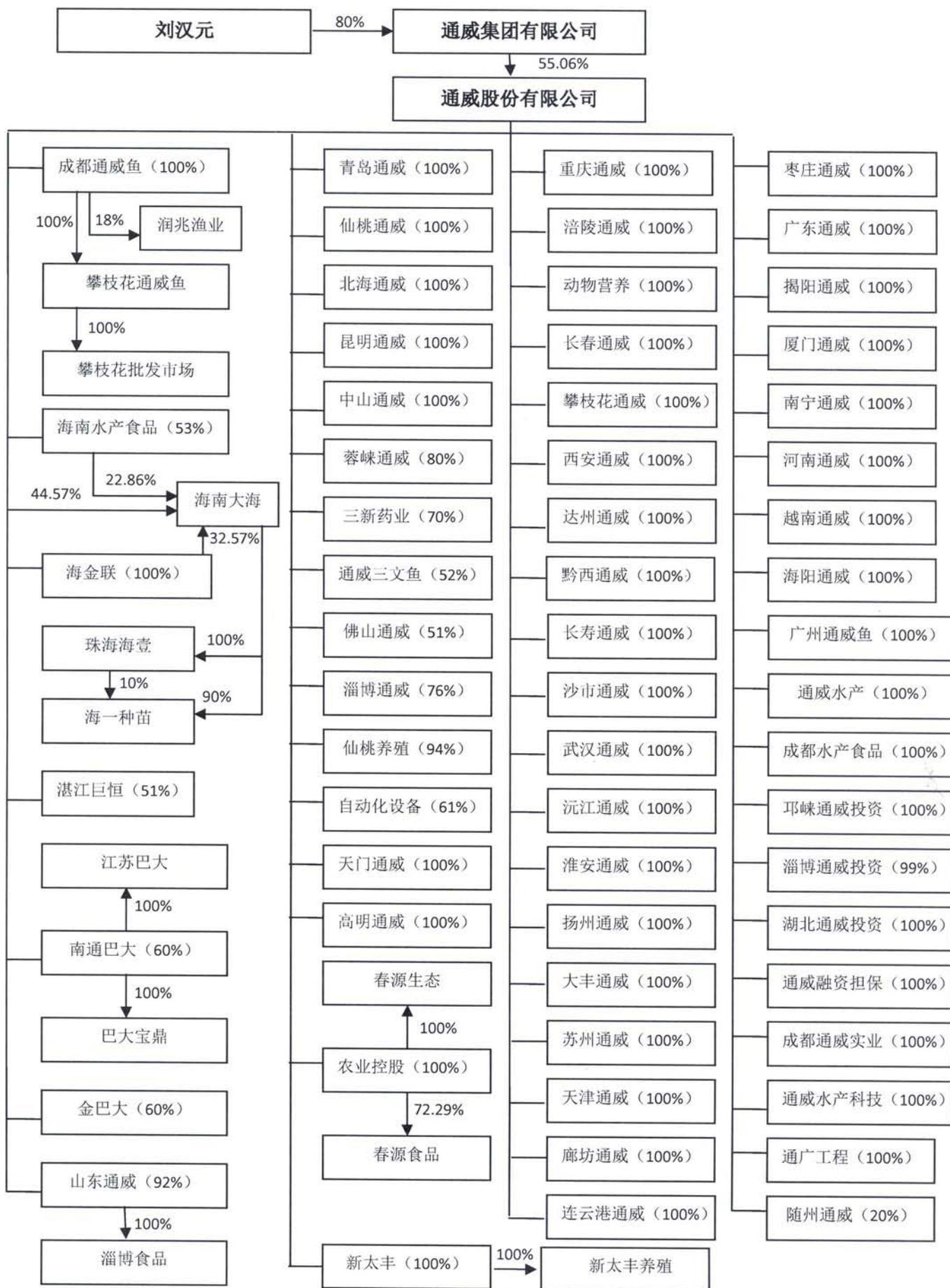
或有负债方面，截至2012年3月31日，公司担保余额为19,241.97万元，担保总额占归属于母公司所有者权益的比例为11.83%，其中通威股份为子公司担保余额为10,869.47万元，其余系子公司农业担保公司为中小农户提供的贷款担保。目前，担保公司业务开展良好，近三年无代偿情况发生，故公司整体或有负债风险可控。

总体看，公司债务水平偏高，短期债务占总债务的比重较大，面临一定的短期偿债压力。但考虑到公司现金流表现良好、融资渠道畅通，其偿债能力将得到有力支撑。

结论

综上，中诚信证评认为通威股份本期公司债券信用质量很高，信用风险很低，中诚信证评认为通威股份在未来一定时期内的信用水平将保持稳定。

附一：通威股份有限公司股权结构图（截至 2011 年 12 月 31 日）



附二：通威股份有限公司主要财务数据及财务指标

财务数据(单位: 万元)	2009	2010	2011	2012.Q1
货币资金	41,779.34	26,473.30	38,242.61	51,104.84
应收账款净额	43,336.81	37,503.62	30,352.77	27,978.51
存货净额	101,184.85	84,359.12	94,895.43	112,695.58
流动资产	214,811.51	160,902.34	185,890.58	213,938.72
长期投资	642.25	1,174.63	1,367.38	1,367.38
固定资产合计	290,592.61	161,686.80	162,541.96	166,717.15
总资产	561,122.26	368,282.64	396,153.21	431,428.66
短期债务	206,261.10	128,377.89	113,561.54	116,321.91
长期债务	83,920.00	22,283.65	38,088.63	27,287.59
总债务(短期债务+长期债务)	290,181.10	150,661.53	151,650.17	143,609.50
总负债	399,188.72	228,557.01	251,688.58	294,799.29
所有者权益(含少数股东权益)	161,933.54	139,725.64	144,464.63	136,629.37
营业总收入	1,037,817.69	962,158.11	1,160,107.64	170,520.07
三费前利润	94,913.76	84,899.77	84,697.07	9,089.09
投资收益	174.73	7,171.07	144.78	50.27
净利润	14,254.52	14,364.16	7,041.44	-7,755.03
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	62,886.43	46,056.84	38,987.60	-
经营活动产生现金净流量	26,455.71	20,260.33	30,586.15	31,129.88
投资活动产生现金净流量	-42,868.82	4,080.98	-18,100.10	-6,355.27
筹资活动产生现金净流量	10,974.36	-31,368.34	-1,932.41	-10,295.12
现金及现金等价物净增加额	-5,686.54	-7,530.58	10,386.56	14,454.13
财务指标	2009	2010	2011	2012.Q1
营业毛利率(%)	9.25	8.88	7.33	5.36
所有者权益收益率(%)	8.80	10.28	4.87	-22.70
EBITDA/营业总收入(%)	6.06	4.79	3.36	-
速动比率(x)	0.39	0.39	0.46	0.40
经营活动净现金/总债务(x)	0.09	0.13	0.20	0.87
经营活动净现金/短期债务(x)	0.13	0.16	0.27	1.07
经营活动净现金/利息支出(x)	1.76	2.15	3.10	-
EBITDA 利息倍数(x)	4.18	4.89	3.95	-
总债务/EBITDA(x)	4.61	3.27	3.89	-
资产负债率(%)	71.14	62.06	63.53	68.33
总资本化比率(%)	64.18	51.88	51.21	51.25
长期资本化比率(%)	34.13	13.75	20.86	16.65

注：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

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

附三：基本财务指标的计算公式

营业毛利率 = (营业收入 - 营业成本) / 营业收入

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

成本费用率 = (营业成本 + 管理费用 + 财务费用 + 营业费用) / 营业收入

所有者权益收益率 = 净利润 / 期末所有者权益

总资产回报率 = EBIT / (总债务 + 所有者权益合计)

收现比 = 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入

盈利现金比率 = 经营活动净现金流 / 净利润

应收账款周转率 = 营业收入 / 应收账款平均余额

存货周转率 = 营业成本 / 存货平均余额

流动资产周转率 = 营业收入 / 流动资产平均余额

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

保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债

短期债务 = 短期借款 + 应付票据 + 交易性金融负债 + 一年内到期的非流动负债 (扣除非付息部分)

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 (付息部分)

总债务 = 长期债务 + 短期债务

总资本 = 总债务 + 所有者权益合计

总资本化比率 = 总债务 / (总债务 + 所有者权益合计)

长期资本化比率 = 长期债务 / (长期债务 + 所有者权益合计)

货币资金等价物 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

净债务 = 总债务 - 货币资金等价物

资产负债率 = 负债合计 / 资产合计

经营活动净现金 / 利息支出 = 经营活动净现金流 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)

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

经营性业务利润 = 营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加 - 销售费用 - 管理费用 - 财务费用

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。

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发行主体构成委托关系外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了现场访谈和勤勉尽责的义务，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，不存在因发行主体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、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体提供，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。特别地，对基于发行主体提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、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。

关于通威股份有限公司 2012年公司债券跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等要素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并发布定期跟踪评级结果及报告；在此期限内，如发行主体、担保主体（如有）发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，应及时通知本公司，并提供相关资料，本公司将就有关事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将通过本公司网站（www.ccxr.com.cn）予以公告。