



信用等级通知书

信评委函字[2014]跟踪156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已发行的“通威股份有限公司2012年公司债券”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司本期债券信用等级**AA**，维持本次发债主体信用等级为**AA**，评级展望稳定。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司
信用评级委员会
二零一四年五月廿三日

通威股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告（2014）

发行主体	通威股份有限公司		
发行规模	人民币 5 亿元		
存续期限	2012/10/24-2017/10/24		
上次评级时间	2013/5/13		
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	

基本观点

2013 年，通威股份有限公司（以下简称“公司”）继续围绕饲料主业调整经营发展战略，饲料主业的综合竞争能力稳步提升。面对国内经济景气度下滑及养殖业景气度走低的不利局面，公司饲料销量依然保持稳步增长态势，产品结构不断优化，盈利能力得到增强。同时，通过非公开发行，公司资本结构得到改善，加之现金流状况较好，获现能力能够对债务本息形成较好保障。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）关注到，原材料价格波动、突发性自然灾害及畜禽疫情等影响公司业务运营的稳定性，而公司业务规模的不断扩张将导致其资金需求较大，负债水平或将进一步上升，这些因素都将影响到公司的信用水平。

综合以上分析，中诚信证评维持通威股份有限公司主体信用级别 **AA**，评级展望 **AA**，维持“通威股份有限公司 2012 年公司债券”级别稳定。

正 面

- 饲料主业综合竞争能力稳步提升。2013 年，公司继续围绕饲料主业调整经营发展战略，在产能布局、市场营销、原料采购、技术研究应用等方面均有所突破，饲料主业的综合竞争能力稳步提升。
- 饲料销量稳步增长，产品结构进一步优化。2013 年公司饲料销量稳步增长，毛利较高的水产饲料，尤其是虾、特饲料销量增长较快，产品结构进一步优化，促进其盈利能力的提升。
- 财务结构改善，获现能力较强。通过非公开发行，公司自有资本实力增强，资本结构得到改善。同时，公司经营性净现金流充裕，获现能力能够对债务本息形成较好保障。

关 注

- 负债水平进一步上升。公司未来仍有一定规模的投资发展项目支出，资金需求较大，其负债水平或将持续上升。
- 高成本压力。在激烈的市场竞争条件下，饲料

概况数据

通威股份	2011	2012	2013
所有者权益（亿元）	14.45	14.92	22.89
总资产（亿元）	39.62	45.41	53.36
总债务（亿元）	15.17	20.28	15.93
营业总收入（亿元）	116.01	134.91	151.90
营业毛利率（%）	7.33	8.49	9.79
EBITDA（亿元）	3.87	4.18	6.87
所有者权益收益率（%）	4.87	5.63	12.86
资产负债率（%）	63.53	67.14	57.10
总债务/EBITDA（X）	3.92	4.85	2.32
EBITDA 利息倍数（X）	3.92	4.14	7.45

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；

分 析 师

罗彬璐 bluo@ccxr.com.cn
王 隼 wwang@ccxr.com.cn
Tel: (021) 51019090
Fax: (021) 51019030
www.ccxr.com.cn
2014 年 5 月 13 日

企业承担着原料、人力、运输等综合生产成本全面上涨的压力，尤其是原材料成本占饲料生产总成本的90%以上，饲料原料价格波动加剧，对饲料企业的成本控制形成较大挑战。

- 突发性气象灾害及畜禽疫情对养殖业及饲料业的不利影响。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，而且也会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。

重大事项

2013年7月4日，公司向控股股东通威集团有限公司发行人民币普通股（A股）12,959万股，发行价格为人民币4.53元/股，募集资金总额人民币58,704万元，扣除各项发行费用人民币1298万元，实际募集的资金净额人民币57,406万元，其中新增注册资本人民币12,959万元，余额人民币44,447万元转入资本公积。截至2013年12月31日，上述募集资金已使用完毕，其中40,000万元用于偿还银行借款，剩余17,406万元用于补充流动资金。

行业关注

2013年，受国内经济低迷及养殖疫病影响，饲料产量有所下滑，同时受原料价格大幅波动和下游养殖业景气度低迷的双重挤压，饲料行业利润空间收窄

2013年，我国饲料行业不仅经受了国内经济低迷和终端消费旺的印象，同时还遭遇“黄浦江死猪”、“H7N9 流感”等事件的多重打击，饲料产量于当年一、二季度呈下滑态势，三、四季度有所回升。但受原材料价格大幅波动影响，养殖产品价格持续走低，养殖量不断下降，加之养殖疫病时有发生，饲料行业整体利润空间持续收窄。

图 1：2012~2013 年国内饲料每月产量情况



数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

2013年，我国饲料产量为1.91亿吨，同比下降1.8%。其中，配合饲料产量1.62亿吨，同比下降1.2%；浓缩饲料产量下降6.85%，至2,300万吨。从不同品种看，猪饲料产量8,000万吨，同比增长3.6%；蛋禽饲料3,050万吨，同比下降5.5%；肉禽

饲料5,050万吨，同比下降8.4%；水产饲料1,900万吨，同比增长0.4%；反刍饲料780万吨，同比增长0.6%；其他饲料320万吨，同比增长1.1%。

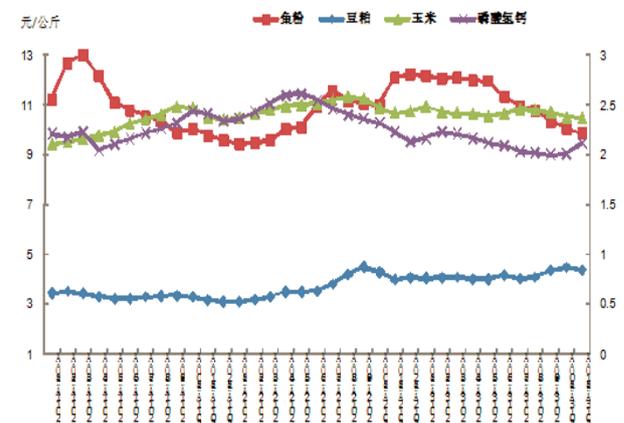
表 1：2012~2013 年度饲料行业主要上市公司
营业收入及营业毛利率

上市公司简称	营业收入（亿元）		营业毛利率	
	2012	2013	2012	2013
新希望	732.38	693.95	5.36%	5.89%
海大集团	154.51	179.30	9.40%	8.47%
正邦科技	136.3	155.8	5.80%	5.35%
通威股份	134.91	151.90	8.49%	9.79%
大北农	106.40	166.61	21.45%	20.74%
唐人神	67.19	71.21	9.93%	9.56%
天康生物	33.27	37.25	15.81%	16.89%
天邦股份	20.42	20.78	12.59%	14.00%
正虹科技	19.66	20.24	7.86%	7.07%
金新农	17.69	19.90	12.10%	11.81%

数据来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

从上游饲料原料价格来看，2013年，主要饲料原材料价格波动幅度较大，1~5月，除豆粕、菜粕外，其他饲料原料价格均呈逐月走低行情。6~10月，玉米、进口鱼粉、磷酸氢钙和氨基酸价格继续回落，其他大宗饲料原料价格逐月回升。棉粕、菜粕价格环比呈现逐月上涨行情。而11、12月，除麦麸、磷酸氢钙、和蛋氨酸价格环比上涨外，其他大宗原料价格有所下降。总的来看，玉米累计采购均价为2,420元/吨，同比下降2.4%；豆粕累计采购均价为4,150元/吨，同比增长11.3%；棉粕、菜粕采购价格12月比年初分别涨22.3%和16.2%；鱼粉累计采购均价为11,110元/吨，同比增长3.5%。

图 2：2011~2013 年主要饲料原材料价格走势



注：玉米和磷酸氢钙价格参考右侧坐标值

资料来源：中诚信资讯，中诚信证评整理

此外，饲料行业整体毛利率偏低，主要依靠高周转、高销量获取利润，近年来人力成本的普遍上涨、运输成本的持续上升使得饲料企业的成本压力进一步加大。

从下游养殖业的表现来看，2013年，我国猪、鸭、鸡、鱼等养殖品种价格均出现下滑，且多发突发性气象灾害，加之部分养殖品种疫病高发，养殖行业整体低迷。其中，受2013年初爆发的“H7N9流感”影响，禽类产品价格大幅下降，使得其毛利持续下滑，禽类养殖处于低谷期；生猪方面，随着“健美猪”、“黄浦江死猪”等问题的爆发，生猪消费水平整体下滑，进而造成猪价自年初持续下跌，养殖行业性亏损时间接近半年；水产养殖受突发性气象灾害影响较大，当年对虾养殖病害全面爆发，使对虾养殖行业整年处于亏损状态。中诚信证评仍将持续关注突发性气象灾害及畜禽疫情对养殖业及饲料加工业产生的影响。

总体来看，2013年我国饲料行业整体呈下滑态势，同时受原料价格大幅上涨和下游养殖业景气度低迷的双重挤压，饲料行业整体收益水平有所下降，短期内，饲料行业面临盈利增速下滑的小周期。但从长期来看，随着我国国民经济的持续增长及人

民生活水平的提高，我国的肉蛋鱼类消费仍将持续增长，进而拉动养殖业和饲料行业的发展，饲料行业长期向好。

激烈的市场竞争和相关行业政策促使行业集中度加速提升

近年来，饲料行业整合正在逐步推进，行业企业数量持续减少，行业集中度稳步提升。随着技术的进步和企业间竞争的加剧，饲料行业兼并整合的进程将进一步加快，业内现存在的大量技术落后、管理粗放的小企业将逐渐丧失竞争力，退出市场。随着市场竞争的加剧，预计未来行业整合力度将进一步加大，具有规模效应的企业竞争优势明显，整合后的行业利润率亦将有所提升。

此外，国家不断出台相关政策法规，促使行业集中度持续提升。随着农业部制定的一系列饲料法规条例相继出台，对规范饲料和饲料添加剂生产企业，提高相关行业准入门槛，提升产业集中度将起到积极作用。

表 2：近年新颁布饲料行业主要法规条文汇总

名称	主要内容
《饲料原料目录〈征求意见稿〉》	将皮革蛋白粉、巧克力乳粉和饲料级混合油三种原料从动物饲料目录中删除。
《新饲料和新饲料添加剂管理办法》 《饲料和饲料添加剂生产许可管理办法》 《饲料添加剂和添加剂预混合饲料产品批准文号管理办法》	新法施行时间由 5 月 1 日更改为 7 月 1 日，相应旧法同时废止，进一步规范了饲料和饲料添加剂的使用方法。
《饲料生产企业许可条件》 《混合型饲料添加剂生产企业许可条件》	两许可对各种饲料生产企业应具备的条件做出了明确规定，规定两则许可均可于 2012 年 12 月 1 日起施行。

数据来源：公开信息，中诚信证评整理

2012年2月28日，农业部公布《饲料原料目录（征求意见稿）》。征求意见稿指出，皮革蛋白粉在皮革鞣制过程中使用的助剂重铬酸钾有剧毒，影响人类和动物的健康；巧克力乳粉属于由数种原料复配而成的产品，不属于饲料原料范畴；饲料级混合油成分复杂，其安全性尚待进一步评估。因此将上述三种原料从动物饲料目录中删除。

2012年5月2日，农业部颁布了《新饲料和新饲料添加剂管理办法》、《饲料和饲料添加剂生产许可管理办法》、《饲料添加剂和添加剂预混合饲料产品批准文号管理办法》三部法规，进一步规范了饲料和饲料添加剂的使用方法。新条例的实施将对饲料添加剂企业和产业格局产生显著性影响，对配合饲料企业的技术体系和质量体系产生质的影响，或将导致中小饲料添加剂企业、配合饲料企业被迫退出，从而加速行业整合，提升产业集中度。

2012年10月24日，农业部公布《饲料生产企业许可条件》和《混合型饲料添加剂生产企业许可条件》，两许可对各种饲料生产企业应具备的条件做出了明确规定，提高了饲料及饲料添加剂企业的门槛，两许可的颁布实施将进一步加快我国饲料企业整合及企业兼并重组的步伐。

业务运营

2013年公司实现营业收入151.90亿元，其中饲料业务收入140.14亿元，食品加工业务收入10.71亿元，占营业收入的比重分别为92.26%和7.05%。

2013年，公司继续围绕饲料主业调整经营发展战略，在产能布局、市场营销、原料采购、技术研究应用等方面均有所突破，饲料主业的综合竞争能力稳步提升

2013年，公司饲料项目布点布局力度加大，全年通过新建、合资、收购方式新增哈尔滨、衡水、广昌、池州、洪湖、珠海海为等饲料项目12个，并逐步向国外延伸业务发展区域，年内考察、落实了越南北部和平省项目、孟加拉项目、柬埔寨项目，未来东南亚将成为公司重点发展区域之一。截至2013年12月31日，公司饲料总产能达到928.08万吨，较上年增长13.27%。

表3：截至2013年12月31日公司已投产饲料产能分布情况

单位：万吨

地区	产能
长三角	179.50
珠三角	164.39
环渤海	97.8
西南地区	148.36
中部地区	183.30
东北地区	31.2
其他	123.54
合计	928.08

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

随着近年公司经营的有效调整和改善，公司将逐步由调整期步入阶段性发展速度较快的提升期和发展期，故在开展上述投资发展项目的同时，公司正积极研究创新性商业模式的打造，关注并参与目前行业并购整合的趋势和机会，力争以内生和外延式的投资发展方式并举，促进公司持续、稳健、快速发展。

市场营销方面，通过近年持续的强化和深入，公司营销渠道进一步细分及下沉，更加注重服务终端养殖户，营销变革转型工作取得阶段性的成果。近两年，公司实现了营销队伍人数翻倍的目标，市场体系的绩效考核和激励机制持续调整优化，营销团队建设达预期，市场开拓及服务能力显著增强，为营销转型的深化和未来服务营销一体化奠定了坚实基础。

原料采购方面，2013年，公司优化和完善了《原料体系组织结构调整方案》，引入采购竞争机制，出台《2013年原料竞价采购实施方案》，实施了实业公司与片区竞价采购、片区核心公司原料部区域集中采购和各分子公司原料部采购相结合的采购模式，改革效果明显。同期，公司完成了原料基地建设及规划方案，初步建立了东北玉米收储基地，与饲料原料的大型供应商战略合作优势也充分显现。

技术研究应用方面，2013年4月，“通威研究院”正式挂牌成立，中国科学院院士在内的国内外80多位知名专家、学者、高精尖人才作为首批特聘专家，搭建起行业高端学术平台。2013年公司

技术体系共开展研究项目 89 项，申报发明和实用新型专利 26 个，获得新药证书 2 项，获得软件著作权 1 项；技术中心成功申报并成为“农业部水产畜禽营养与健康养殖重点实验室”；“建鲤健康养殖的系统营养技术研究及其在淡水鱼上的应用”、“池塘 365 高效健康养殖模式”成果分别获得了“2013 国家科技进步二等奖”、“2013 中国畜牧饲料行业十大科技进步奖”。上述技术成果的开发和应用提高了公司核心竞争力。

2013 年，公司饲料主业继续保持良好发展势头，饲料产销量稳步增长，产品结构持续优化

2013 年，公司实现饲料销售 394.53 万吨，较上年增长 6.15%，增速较上年下降 16.07 个百分点；取得营业收入 151.90 亿元，较上年增长 12.59%。

从产品销售结构来看，2013 年，公司水产饲料销售 222.31 万吨，占其饲料总销量的 56.35%，较上年增长 4.63%，增速较上年下降 24.80 个百分点，主要系下游水产养殖业因持续低温、降雨以及疾病高发等多重因素影响，饲料需求下滑。水产饲料中毛利较高的虾、特饲料销量较 2012 年增长 24.30%，销售情况远好于同业主要竞争对手。

畜禽饲料方面，2013 年，公司畜禽饲料销售 172.23 万吨，占其饲料总销量的 43.65%，较上年增长 8.19%，增速较上年上升 14.74 个百分点。畜禽饲料中猪饲料销量达到 101.69 万吨，近三年平均增长率为 22.88%。

表 4：公司 2012~2013 年主要产品销售情况

	单位：万吨	
	2012	2013
水产饲料	212.48	222.31
畜禽饲料	159.19	172.23
合计	371.67	394.53

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

从销售区域来看，2013 年，中南地区仍是公司最主要的销售区域，地区营业收入达到 68.21 亿元，较上年增长 23.21%，占主营业务收入的比重为 45.14%；其次是西南地区和华东地区，地区营业收入分别达到 52.54 亿元和 37.15 亿元，占主营业务收入的比重分别为 34.77%和 24.59%。此外，

随着海外市场的不断开拓，公司海外市场营业收入较快增长，2013 年达到 5.84 亿元，较上年增长 55.58%。

表 5：2013 年公司主营业务收入分地区情况

地区	收入	较上年增减
西南地区	52.54	5.56
华东地区	37.15	10.96
中南地区	68.21	23.21
华北及东北地区	12.69	-9.31
海外地区	5.84	55.58
合计	176.43	12.84
内部抵消	-25.33	14.99
抵消后合计	151.10	12.48

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

总体而言，2013 年受下游水产养殖业疾病高发等因素影响，公司水产饲料销量增速有所下滑，但整体销售情况仍较稳定，继续位居行业前列；与此同时，猪饲料近年来实现持续高增长。未来，营销与采购模式改革的持续深化、产品组合和区域布局的进一步完善，均将为公司的经营业绩和抗风险能力提供重要支撑。

2013 年，公司食品加工业务仍旧整体亏损，但亏损程度减轻，对公司总体经营业绩的影响较小

截至 2013 年 12 月 31 日，公司已具备年加工 3 万吨罗非鱼片、100 万头生猪、3,000 万只肉鸭、0.5 万吨速冻食品的食品加工能力。2013 年，公司实际加工罗非鱼片 1.25 万吨、生猪 30.43 万头、肉鸭 1,414.43 万只、速冻食品 0.1 万吨。

2013 年，公司食品加工业务共实现营业收入 10.71 亿元，较上年增长 26.45%；毛利率 5.02%，较上年增加 4.27 个百分点。2013 年，公司食品加工业务仍旧整体亏损，但亏损程度逐年减轻，同时，随着占公司营业收入比重 90% 以上的饲料主业经营的有效改善、效益的大幅提高，食品加工业务对公司总体经营业绩的影响越来越小。

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(特殊普通合伙)审计并出具标

准无保留意见的 2011~2013 年度审计报告，其中 2011 年、2012 年数据分别采用 2012 年、2013 年年初重述数。

资本结构

随着非公开发行募集资金的到位，公司总资产和净资产规模相应增加。截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产总额 53.36 亿元，较上年同期增长 17.51%；所有者权益 22.89 亿元，较上年同期增长 53.41%。截至 2014 年 3 月 31 日，公司资产总额 61.29 亿元，较年初增长 14.85%；所有者权益 22.67 亿元，较年初下降 0.98%。

从负债规模来看，2013 年公司使用非公开发行募集资金偿还了部分银行借款，银行借款规模有所下降，截至 2013 年 12 月 31 日，其短期借款和一年内到期的非流动负债合计 10.61 亿元，长期借款合计 0.37 亿元，分别较上年同期减少 18.70% 和 83.98%。同期，由于业务规模增长以及新建公司设备款增加，公司应付账款规模较上年同期增长 55.39%；受计提奖金影响，公司应付职工薪酬较上年同期增长 867.56%。截至 2013 年 12 月 31 日，公司负债总额合计 30.47 亿元，与上年同期基本持平。2014 年以来，受短期借款和预收款项增加的影响，公司负债规模有所上升，截至 3 月 31 日，公司负债总额合计 38.62 亿元，较年初增长 26.74%。

图 3：公司 2011~2014.3 资本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从杠杆比率来看，随着增发资金的到位，公司负债水平大幅降低，截至 2013 年 12 月 31 日，公司资产负债率为 57.10%，总资本化比率为 41.03%，

分别较上年同期下降 10.04 和 16.59 个百分点。截至 2014 年 3 月 31 日，公司资产负债率为 63.01%，总资本化比率为 47.64%。

表 6：截至 2013 年 12 月 31 日主要饲料上市公司

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 (%)
新希望	295.35	43.23	30.96
大北农	82.06	35.51	12.45
海大集团	73.92	44.76	32.92
通威股份	53.36	57.10	41.03
唐人神	26.74	33.82	19.16
天邦股份	17.15	67.29	64.05
金新农	10.10	18.68	1.96
正虹科技	7.29	39.42	16.94

资料来源：各公司定期报告，中诚信证评整理

从债务期限结构来看，随着银行借款的偿还，公司的有息债务规模有所下降，截至 2013 年 12 月 31 日，公司总债务为 15.93 亿元，其中短期债务为 10.61 亿元，长期债务为 5.31 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 2.00。截至 2014 年 3 月 31 日，公司总债务为 20.62 亿元，其中短期债务为 15.30 亿元，长期债务为 5.32 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）为 2.88。

图 4：公司 2011~2014.3 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，非公开发行募集资金到位后，公司的总资产及净资产规模相应增加，负债水平有所降低，资本结构得到改善。但考虑到公司未来尚有一定规模的投资发展项目支出，资金需求较大，其负债水平或将持续上升。

盈利能力

从收入规模看，2013 年公司实现营业总收入 151.90 亿元，较上年增长 12.59%。其中饲料板块实现营业收入 140.14 亿元，较上年增长 11.49%；食品加工及养殖板块实现营业收入 10.71 亿元，较上年增长 26.45%。

图 5：公司 2011~2014.3 盈利能力分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从毛利率看，饲料板块方面，2013 年公司继续回归饲料主业，在提高销量的同时注重产品结构优化，努力提高毛利较高的水产饲料销售占比。公司全年饲料板块毛利率为 9.94%，较上年增长 1.18 个百分点。食品加工及养殖板块方面，2013 年公司该板块毛利率由上年的 0.75% 增至 5.02%，虽仍旧整体亏损，但亏损程度有所减轻。公司全年综合毛利率为 9.79%，较上年提高 1.30 个百分点。

表 7：公司 2012~2013 年分产品收入和毛利率情况

业务	2013		2012	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
饲料	140.14	9.94	125.70	8.76
食品加工及养殖	10.71	5.02	8.47	0.75

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2013 年，公司销售费用由 2012 年的 4.98 亿元增至 5.61 亿元，增幅为 12.69%，主要系受销售人员薪酬增长的影响；同期，由于管理人员薪酬增长、折旧摊销费用增加，公司管理费用由 2012 年的 4.39 亿元增至 5.28 亿元，增幅为 20.11%。公司全年三费合计 11.73 亿元，较上年增长 14.79%；三费收入占比为 7.72%，较上年上升 0.15 个百分点。

图 6：2011~2014.3 公司期间费用分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

利润总额方面，公司利润总额主要由经营性业务利润构成，2013 年实现利润总额 3.74 亿元，较上年增长 215.89%；其中经营性业务利润为 3.09 亿元，较上年增长 161.32%。同期，公司确认公允价值变动收益 0.34 亿元，主要系持有的期货等衍生金融资产公允价值变动产生；确认投资收益 0.28 亿元，主要系期货交易平仓收益增加所致；营业外净收入 0.36 亿元，主要系取得的政府补助，均对公司利润总额形成有益补充。

图 7：2011~2014.3 公司利润总额构成情况



数据来源：公司提供，中诚信证评整理

整体来看，近年来公司围绕饲料主业实施的一系列改革成效明显，饲料销量稳步增长，产品结构持续优化，盈利能力有效提升，经营业绩大幅增长。但需要关注的是公司食品加工及养殖板块，在行业整体低迷的情况下，该板块的经营业绩有待改善。

偿债能力

2013 年公司息债务规模呈现下降趋势，截至 12 月 31 日，公司总债务合计 15.93 亿元，较上

年同期减少 21.48%，其中短期债务 10.61 亿元，长期债务 5.31 亿元。

从获现能力来看，由于利润总额的大幅增长，2013 年公司实现 EBITDA 6.87 亿元，较上年增加 64.45%，EBITDA 利息保障倍数由上年的 4.14 倍增至 7.45 倍。同期，公司现金流状况显著改善，经营性净现金流/总债务、经营净现金流利息保障倍数分别增至 0.52 和 8.96。

表 8：2011~2014.3 公司主要偿债指标

	2011	2012	2013	2014.3
总债务（亿元）	15.17	20.28	15.93	20.62
经营性净现金流（亿元）	3.06	3.80	8.27	-1.40
经营净现金流/短期债务（X）	0.27	0.29	0.78	-0.09
经营净现金流/总债务（X）	0.20	0.19	0.52	-0.07
EBITDA（亿元）	3.86	4.18	6.87	0.53
总债务/EBITDA	3.92	4.85	2.32	19.62
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.92	4.14	7.45	1.04
经营净现金流利息保障倍数（X）	3.10	3.77	8.96	-2.78

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

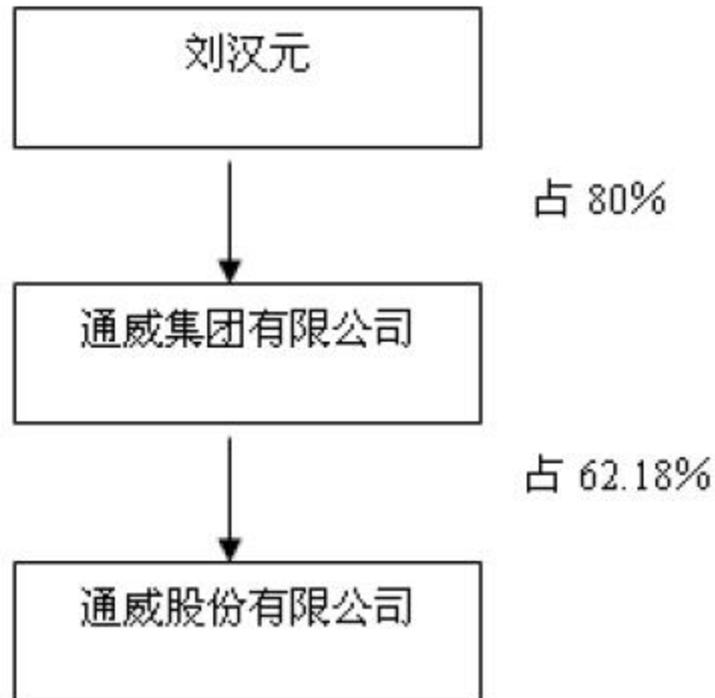
银行授信方面，截至 2013 年 12 月 31 日，公司银行授信总额度为 23.77 亿元，未使用银行授信额度为 16.15 亿元，尚有一定的备用流动性。或有负债方面，截至 2013 年 12 月 31 日，公司担保总额合计 3.59 亿元，占净资产的比重为 15.68%，其中对外担保总额 2.04 亿元，均系为养殖户购买通威饲料向金融机构借款提供的担保；剩余部分系对子公司的担保。

总体来看，通过非公开发行，公司负债水平有所降低，资本结构得到改善。同时，随着业务规模的增长和产品结构的优化，公司盈利能力逐步提升，经营业绩有效改善。公司经营性净现金流充裕，获现能力能够对债务本息形成保障，整体偿债能力很强。

结 论

综上，中诚信证评维持本次公司债券的信用等级 **AA**，维持通威股份主体信用等级 **AA**，评级展望稳定。

附一：通威股份有限公司股权结构图（截至 2014 年 3 月 31 日）



附二：通威股份有限公司财务数据及主要指标

财务数据（单位：万元）	2011	2012	2013
货币资金	38,242.61	72,794.57	101,686.26
应收账款	30,352.77	35,681.98	34,037.32
存货	94,895.43	94,421.18	104,189.16
流动资产	185,890.58	219,517.25	276,456.37
长期投资	1,367.38	2,123.33	2,551.12
固定资产合计	162,541.96	182,699.93	200,510.06
总资产	396,153.21	454,116.88	533,640.42
短期债务	113,561.54	130,537.68	106,119.38
长期债务	38,088.63	72,299.14	53,141.27
总债务（短期债务+长期债务）	151,650.17	202,836.82	159,260.65
总负债	251,688.58	304,878.70	304,700.43
所有者权益（含少数股东权益）	144,464.63	149,238.18	228,939.99
营业总收入	1,160,107.64	1,349,078.53	1,518,986.00
三费前利润	84,697.07	114,026.38	148,218.29
投资收益	144.78	131.33	2,837.01
净利润	7,041.44	8,399.54	29,430.46
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	38,680.10	41,785.14	68,715.35
经营活动产生现金净流量	30,586.15	38,009.56	82,650.58
投资活动产生现金净流量	-18,100.10	-40,092.55	-50,412.03
筹资活动产生现金净流量	-1,932.41	35,696.08	-7,130.66
现金及现金等价物净增加额	10,386.56	33,589.00	24,971.34
财务指标	2011	2012	2013
营业毛利率（%）	7.33	8.49	9.79
所有者权益收益率（%）	4.87	5.63	12.86
EBITDA/营业总收入（%）	3.33	3.10	4.52
速动比率（X）	0.46	0.57	0.72
经营活动净现金/总债务（X）	0.20	0.19	0.52
经营活动净现金/短期债务（X）	0.27	0.29	0.78
经营活动净现金/利息支出（X）	3.10	3.77	8.96
EBITDA 利息倍数（X）	3.92	4.14	7.45
总债务/EBITDA（X）	3.92	4.85	2.32
资产负债率（%）	63.53	67.14	57.10
总资本化比率（%）	51.21	57.61	41.03
长期资本化比率（%）	20.86	32.64	18.84

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益；

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。