



信用等级通知书

信评委函字[2016]跟踪075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其
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评级。经中诚信证评信用评级委员会
最后审定，维持贵公司主体信用等级为**AA**，评级展望稳定；
维持本次债券信用等级为**AA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一六年五月十一日

通威股份有限公司 2012 年公司债券跟踪评级报告（2016）

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	2015/5/18		
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

通威股份	2013	2014	2015
所有者权益（亿元）	22.89	24.01	25.82
总资产（亿元）	54.11	61.79	60.90
总债务（亿元）	15.93	22.35	19.09
营业总收入（亿元）	151.90	154.09	140.79
营业毛利率（%）	9.79	11.34	13.38
EBITDA（亿元）	6.87	7.90	8.16
所有者权益收益率（%）	12.86	14.05	13.23
资产负债率（%）	57.69	61.15	57.61
总债务/EBITDA（X）	2.32	2.83	2.34
EBITDA 利息倍数（X）	7.45	6.43	6.70

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

分析师

胡辉丽 hlu@ccxr.com.cn

田 颖 ctian@ccxr.com.cn

Tel: (021) 51019090

Fax: (021) 51019030

www.ccxr.com.cn

2016 年 5 月 11 日

基本观点

2015 年，通威股份有限公司（以下简称“公司”）总体保持了稳健的发展态势。一方面，受益于公司饲料产品结构的优化以及研发优势带来的品牌效应，公司仍保持行业领先地位；另一方面，公司通过重组等方式完善对光伏新能源上、下产业链的整合，光伏新能源产业将对饲料养殖产业产生协同效应，公司综合竞争实力将不断增强。但同时，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）亦关注到公司未来业务发展以及宏观经济环境、畜禽疫情等因素可能对公司信用状况的影响。

综上，中诚信证评维持通威股份有限公司信用等级为 **AA**，评级展望稳定；维持“通威股份有限公司 2012 年公司债券”信用等级为 **AA**。

正 面

- 技术优势明显，行业地位突出。截至 2015 年末，公司共获得国家级、省部级科技奖励 14 项，获得独占技术专利授权达 203 项。较强的科研创新能力和较高的品牌知名度使得公司连续多年为水产饲料行业的龙头企业之一，行业地位保持领先。
- 通过产业链整合，公司竞争实力将得到增强。公司自 2015 年进入光伏新能源领域，通过重组等方式不断完善产业链的整合，光伏新能源业务将与公司原饲料养殖业务形成协同效应，公司整体竞争实力将得到增强。
- 财务结构稳健，获现能力较强。公司 2015 年末资产负债率为 57.61%，较上年下降 3.54 个百分点；得益于公司产品较强的竞争优势，公司获现能力较强，2015 年经营性现金净流入 10.18 亿元，较上年增长 75.52%，对债务本息的保障力度强。

关 注

- 两大业务的协同发展有待关注。近两年来，公司业务发展由原来单一的饲料、养殖、食品加

工等转向对农业+光伏新能源两大产业，近年来相关资产重组等事项已基本完成，未来业务发展有待关注。

- 宏观经济环境及畜禽疫情等因素对饲料业的不利影响。宏观经济环境及疫病等因素会影响终端消费的需求并进而影响饲料行业的生产销售。2015 年受此影响，公司全年实现饲料销量 379.85 万吨，同比减少 4.82%；取得饲料销售收入 131.82 亿元，同比减少 7.85%。

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 and 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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxr.com.cn）公开披露。

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，并按照相关法律、法规对外公布。

重大事项

2015年5月10日发布重组预案，公司拟向通威集团有限公司（以下简称“通威集团”）发行股份购买其持有的通威新能源有限公司（以下简称“通威新能源”）100%股权，向通威集团等17名法人及29名自然人发行股份购买其合计持有的四川永祥股份有限公司（以下简称“永祥股份”）99.9999%股份；同时拟非公开发行募集配套资金。根据方案，通威新能源100%股权作价0.5亿元，永祥股份99.9999%股份作价20亿元，交易作价为20.5亿元，公司拟全部以发行股份方式支付，发行价格为8.84元/股，预计发行数量合计约23190.02万股。此外，公司拟向不超过10名符合条件的特定对象非公开发行股份募集配套资金20亿元，拟用于标的资产通威新能源所属的“渔光一体”、“农光互补”、“农户屋顶电站”等各类光伏发电项目、补充公司流动资金等。

2015年12月23日，该重组方案经证监会并购重组委员会第110次工作会议审核，获得有条件通过。2016年1月29日，公司收到了证监会《关于核准通威股份有限公司向通威集团有限公司等发行股份购买资产并募集配套资金的批复》（证监许可[2016]190号）。公司于2016年2月完成了本次交易标的资产过户以及新增股份登记事宜。

2016年2月18日，公司拟以10.92元/股的价格，向通威集团发行45637.9926万股股份，以购买其持有的光伏新能源产业相关资产，包括通威太阳能（合肥）有限公司及其下属子公司（以下简称“合肥通威”）；同时，公司拟以询价的方式向不超过10名符合条件的特定投资者非公开发行股份不超过27472.5274万股，募集资金总额不超过30亿元，分别用于合肥通威二期2.3GW高效晶硅电池片项目和补充合肥通威流动资金。

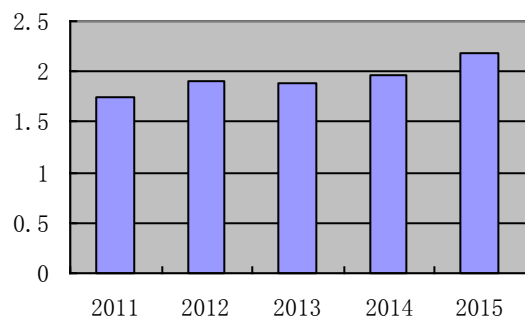
行业关注

2015年，豆粕等原材料价格持续下降，饲料加工企业成本压力得到一定缓解，但受国内经济景气度低以及养殖业低迷影响，饲料行业整体行情较为低迷

2015年，受制于宏观经济景气度较低，终端消费低迷，水产疫情爆发和出口受阻以及养殖存栏持续下降等诸多因素综合影响，饲料行业总体行情处于低位。细分市场方面，除生猪养殖行情较好，水产、禽类养殖均面临价格低位、存栏下降，减产能去库存的压力。全年我国饲料产量为2.18亿吨，同比增长10.66%。

图1：2011~2015年我国饲料产量及增速情况

单位：亿吨



资料来源：中国畜牧业统计年鉴，中诚信证评整理

从上游饲料原料行情来看，虽然禽流感、口蹄疫影响有限，但生猪存栏量明显下降，肉禽冻品走货不畅，成品饲料销量出现明显下滑。受上述因素影响，饲料原料中除鱼粉外，其他主要原料均价同比均呈现下跌趋势。

鱼粉方面，由于秘鲁2014年捕捞季禁捕，导致2015年上半年国内鱼粉供应紧张，截至2015年3月末，秘鲁超级蒸汽鱼粉价格一路上扬至16,500元/吨。国产鱼粉由于前期原料鱼紧张加之进口鱼粉货源紧张，价格持续上涨，其中蛋白62%新鲜度120~150半脱脂鱼粉价格创下10,400元/吨新高。由于鱼粉价格过高，下游饲料企业备货谨慎，部分生猪企业减少鱼粉用量以缓解成本压力，2015年上半年鱼粉价格始终维持在高位；下半年鱼粉价格则处于下跌状态，但全年均价同比仍呈上涨趋势。

玉米方面，受益于玉米临储收购政策、惠农补

贴等国家政策的支持，农户种植积极性大大提升，截至2015年末，我国玉米种植面积达到55,700万亩，较2001年36,423万亩的水平上涨60.81%。2015年全国临储玉米库存维持在1.5亿吨左右，全年玉米产量超过2.25亿吨；截至年末，临储玉米共收购5,405万吨，国储玉米库存高达2亿吨之多，玉米供给充足。受上述因素影响，2015年玉米全年均价为2,198元/吨，同比下滑6.74%。为维持玉米价格稳定，我国政府在2015年8月提出“镰刀湾”地区农改饲、粮豆轮作指导意见。该指导意见提出要在2016年启动玉米结构调整，计划未来五年我国调减玉米种植面积5,000万亩以上。

豆粕方面，2015年我国43%蛋白豆粕价格出现持续下跌走势。由于南北美地区大豆种植情况良好，产量预期上扬，而国内养殖市场需求低迷，特别是生猪存栏量持续走低，能繁母猪存栏持续下滑，豆粕市场供大于求，价格在2015年2月出现第一次大幅下滑走势，至6月下旬达到全年最低点。随后跌势随着需求提升得以遏制，但难见上扬走势，11月后随着美国大豆陆续抵达，国内豆粕供应量加大，价格重新出现下跌，跌势持续至年底。由于豆粕价格普遍低于2014年，且豆粕供应量大、地域差异小，替代优势比较明显，其中山东地区5~6%杂粕被豆粕替代，豆粕在饲料中的占比增加显著，部分企业添加比例达到20%。

从下游养殖业的表现来看，2015年生猪价格结束了长达3年的熊市，春节前集中出栏后，市场猪源紧张，经历了3年亏损之后，生猪养殖业去产能效果开始显现，猪价连续5个月出现上涨，在8月底达到年内高点，从9月份开始随着节日集中消费减弱，生猪价格开始下行。屠宰与存栏数据也反映了生猪供应的下降，1~11月份全国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量为19,090.30万头，同比减少2,214.70万头；11月份生猪存栏数同比下降10.07%，能繁母猪存栏数同比下降12.43%，育肥母猪同比下降9.80%。肉禽市场方面，2015年白羽肉鸡养殖业陷入困境，养殖利润几乎全年未出现盈利。2014年白羽肉鸡养殖行业出于自救目的，成立白羽肉鸡联盟，实行祖代引种量配额制，最终2014年全行业祖代鸡引种量约为117万套，同比下降约28%。然

而本次引种量下降的影响预计将在2016年逐步开始显现，2015年白羽肉鸡价格一直低位。水产养殖方面，淡水鱼价格持续低迷，华中草鱼价格已经连续三年下跌，养殖长期处于亏损边缘，部分养殖户已经减少投苗、降低投喂；华南罗非鱼自2014年出口受阻后，价格一跌再跌，全年未见起色，出现严重的压塘现象；华东鲫鱼因本年梅雨季节延长，疫病连续爆发，全年养殖不顺，且价格持续偏低；对虾养殖未能从2013年疫病中走出，全年发病率高、成活率低，产量下降严重。

总体来看，2015年主要受下游养殖业低迷影响，虽原料价格下降，但饲料行业整体运行仍较为困难。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，但需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。

近年在政府的支持下，我国光伏发电行业进入快速发展期，2015年已成为全球规模最大的光伏市场；“十三五”期间光伏发电行业前景良好，分布式光伏应用比例将有所提升

近年来，光伏作为一种新能源，获得了政府的大力支持。自2008年起，我国的光伏电池产量便已居全球首位，为全球提供的光伏电池产品累计达七成以上。自2013年起，中国连续3年新增光伏发电装机超过10GW，截止2015年底，全国新增装机容量15GW，超过全球新增装机的四分之一；我国光伏累计装机量达43GW，超过德国成为全球最大光伏应用市场。

就光伏发电产业上游市场来看，2015年亦发展良好，多晶硅产量超过16.5万吨，同比增长21%；电池片产量超过41GW，单晶及多晶电池产业化效率分别达到19.5%和18.3%，多晶电池占主要市场位置；光伏组件产量超过43GW，同比增长20.8%，晶硅电池是主流。

在我国，中西部地区以地面电站为主，中东部地区由于土地资源紧缺，主要建设分布式电站。近年来，我国加大了中东部地区的建设力度，分布式电站占比有所提升。2015年，全国累计光伏装机容量

量超过1GW的省区有11个，其中分布式电站比例升至16%。

根据国家能源局提供的规模发展指标，到2020年底，太阳能发电装机容量有望达到1.6亿千瓦，同时太阳能发电装机规模在新增电力装机结构中的比重约15%；其中，光伏发电总装机容量达到1.5亿千瓦，分布式光伏发电累计装机将达到0.7亿千瓦。光伏发电将是未来电力能源发展的重心。

“十三五”规划纲要亦提出，推动能源结构优化升级，继续推进风电、光伏发电发展。完善风能、太阳能、生物质能发电扶持政策。我国将从全面推进分布式光伏发电、有序开展光伏电站建设、积极推动太阳能热电站建设、推动太阳能热利用，四个方面布局太阳能发电产业。

作为国家“十三五”规划的清洁能源发展重点，分布式光伏电站迎来高速发展期。2016年3月，国家发展改革委发布的《可再生能源发电全额保障性收购管理办法》中明确：生物质能、地热能、海洋能发电以及分布式光伏发电项目暂时不参与市场竞争，其上网电量由电网企业全额收购。该办法的出台，保障了分布式光伏运营商的利益，农渔等企业也逐步进入光伏电站的收购和建设中来，进一步外延其主营业务链条，加强主营业务和光伏电站的深度融合，未来盈利能力或将有所提升。

业务运营

公司目前主要从事饲料的生产与销售业务，亦有少量食品加工及养殖业务和动物药品产销业务，其中饲料主要系水产饲料与畜禽饲料。主要受饲料价格随原料价格走低而下跌的影响，2015年公司实现主营业务收入140.04亿元，较上年同期下降8.63%，其中饲料业务收入131.32亿元，较上年同期下降7.85%，饲料业务收入占营业收入的比重为93.77%。

2015年，随着公司产业布局的完善、产品结构的调整、技术研究应用等方面的突破，公司在饲料行业整体低迷的情况下营业规模保持相对稳定

作为水产饲料的龙头企业，公司在技术研发方

面处于行业领先水平。公司拥有包括国家级企业技术中心、国家技术创新示范企业等10个国家级、省部级研发平台，亦拥有通威研究院、“鳊鲈工程技术研究中心”等产学研服务平台和自建的十家研发机构，上述研发平台的设立为其技术研发实力的提升提供了有力支撑。2015年，公司获得农业部中华农业科技进步一等奖、中国水科院科技进步一等奖等一系列荣誉，并成为首次进入国家级企业技术中心年度评估优秀行列的唯一一家农牧企业。2015年公司共申报了122项专利，获得28项专利授权，并参与了3项行业标准的制定。截至2015年末，公司共获得国家级、省部级科技奖励14项，获得独占技术专利授权达203项，整体技术研发实力强。

生产方面，截至2015年末，公司已投产饲料产能达1,074.63万吨，同比减少0.02%，主要是由于在新建和收购部分饲料加工企业的同时，公司亦出于成本效益的考虑，拆除了以珠三角地区为主的子公司部分车间。从公司已投产饲料产能所在区域看，仍以中部、珠三角和长三角地区为主。另截至2016年3月末，随着公司新建、收购和改造的车间陆续投产，已投产饲料产能增至1,094.94万吨。

表 1：截至 2015 年末公司已投产饲料产能分布表

所在区域	产能（万吨/年）
长三角	191.60
珠三角	199.42
环渤海	97.80
西南地区	160.60
中部地区	244.20
东北地区	42.00
其他	138.75
合计	1074.37

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司拥有70余家涉及饲料研发、生产、销售的分子公司，采取就地生产，建立周边销售覆盖的经营模式，同时为养殖户提供技术、金融等配套服务。销售方面，公司积极推广“365”水产养殖模式、“6615”养猪模式，同时结合智能养殖系统、“渔光一体”研究等，有效促进了养殖效率、效益的提升；与此同时，公司网络服务平台“通心粉社区”目前粉丝总量已超过67万人，亦成为公司重

要的营销渠道，公司市场综合竞争力不断增强。但受下游养殖业不景气影响，公司销售规模小幅下降。2015 年，公司饲料销量 379.85 万吨，同比减少 4.82%；取得饲料销售收入 131.82 亿元，同比减少 7.85%。

从销售区域来看，2015 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 68.65 亿元，较上年减少 7.94%，占主营业务收入的比重为 49.02%；其次是西南地区和华东地区，地区营业收入分别达到 53.83 亿元和 31.16 亿元，占主营业务收入的比重分别为 38.44%和 22.25%。此外，公司海外市场营业收入亦有所增长，2015 年达到 9.27 亿元，较上年增长 2.29%。

表 2：2015 年公司主营业务收入分地区情况

单位：亿元，%		
地区	收入	较上年增减
中南地区	68.65	-7.94
西南地区	53.83	3.96
华东地区	31.16	-15.15
华北及东北地区	11.89	1.69
海外地区	9.27	2.29
合计	174.80	-4.91
内部抵消	-34.75	13.97
抵消后合计	140.04	-8.67

数据来源：公司提供，中诚信证评整理

近年来，公司不断推进“渔光一体”商业模式，即水上产出光伏发电效益，水下产出绿色养殖效益的立体经济模式，凭借在投饵、捕鱼、清淤、养殖等领域的技术优势，或将为公司、养殖户和其他合作者带来新的利润增长点。以 2013 年 6 月已并网发电的通威江苏射阳“渔光一体”项目为例，首年每亩发电收入 6 万余元，利润 4 万~5 万元；每亩养鱼收入 2 万~3 万元，利润 5 千~7 千元。综合计算，每亩“渔光一体”池塘年利润可达 5 万~6 万元。随着该模式逐渐被市场所认可，公司不断加快对“渔光一体”项目投资进度。目前江苏如东 10MW“渔光一体”项目已于 2015 年 12 月 30 日成功并网发电，南昌 20MW“渔光一体”项目也正在加快建设，天津 60MW“渔光一体”项目也即将进入筹建期。

公司经过重组等方式不断完善对光伏新能源上、下产业链的整合，已基本形成全产业链覆盖的垂直一体化光伏企业

根据公司发展战略规划，公司的投资方向由原来单一的饲料、养殖、食品加工等方面的投资转向对农业+光伏新能源两大产业的协同推进。自 2015 年起，公司通过重大资产重组开展了对光伏新能源相关产业的购并、整合，目前已在 2016 年 2 月完成了对永祥股份、通威新能源的重组购并，并计划进一步收购合肥通威等同一集团控股下的子公司。

永祥股份是一家主要从事多晶硅、聚氯乙烯（PVC）、三氯氢硅和电石渣水泥的生产和销售的企业，目前多晶硅产能达 1.5 万吨/年、聚氯乙烯 12 万吨/年、离子膜烧碱 15 万吨/年、电石渣综合利用水泥 100 万吨/年。根据《中国有色协会硅业分会报告》，截止 2015 年底，永祥多晶硅在规模上已成功跻身行业前三，并在产品质量、技术指标、成本控制等各方面达到行业的前列。

通威新能源是近年来通威集团为进军新能源领域而成立的全资子公司，以“光伏改变世界”为企业的核心理念，积极打造太阳能光伏发电的终端应用推广链条，全面开展太阳能的综合利用和推广。目前拥有深圳新能源有限公司，合肥通威新能源有限公司和通威渔光一体如东有限公司等。

合肥通威于 2013 年 11 月正式投产，到 2015 年，通威太阳能已深度切入太阳能发电核心设备和产品的研发、制造和推广。截至 2015 年年底，公司已实现电池片产能 2GW，产能利用率高达 130%，常规多晶电池片平均转化效率最高超过 18.3%，成为全球出货量最大的多晶硅电池片生产单厂之一。2016 年，合肥通威计划分批启动和建成 5GW 高效晶硅电池片项目，届时，公司行业地位将进一步提升。

此外，公司母公司通威集团还在 2015 年 7 月以现金增资方式投资入股台湾昱晶能源公司并成为其第一大股东，结合昱晶能源 1.8GW 电池产能，集团整体电池片生产能力大幅上升。同年 11 月，通威集团还斥资 50 亿元在四川双流启动了 5GW 晶硅电池项目，并且计划在未来 3 年到 5 年内投建

10GW 光伏电站项目。在母公司的协同作用下，公司光伏新能源业务具有一定的竞争优势。

食品加工领域，公司近年来一直维持现有的加工能力，但受加工量下降影响，该业务规模下降

2015 年公司食品加工能力保持不变，但受肉类及高档水产产品消费受到一定抑制影响，公司不同产品加工量均略有下降。公司近年来一直维持着年加工 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。2015 年全年公司实际加工罗非鱼片 0.95 万吨，同比下降 12.84%；加工生猪 28.62 万头，同比下降 17.44%；加工肉鸭 1153.98 万只，同比下降 12.52%；加工速冻食品 0.04 万吨，同比下降 20%。

受加工量减少影响，公司 2015 年全年食品加工业务收入同比下滑 20.08%，至 8.22 亿元；毛利率则受益于加工成本降低，同比增长 3.99 个百分点，至 9.03%。

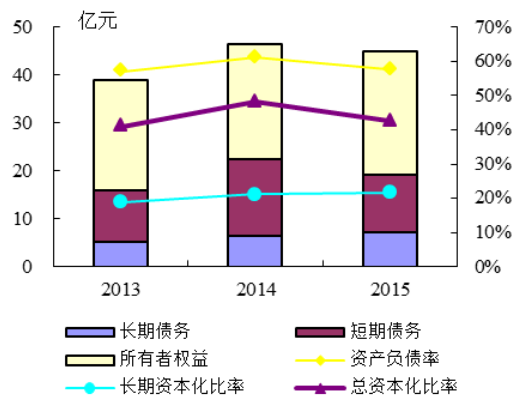
财务分析

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 2013~2015 年度审计报告，其中 2013 年、2014 年数据分别采用 2014 年、2015 年期初重述数。

资本结构

随着公司债务的不断偿还，2015 年末公司资产总额、负债总额分别较上年同期减少 1.45% 和 7.16%；同期资产负债率和总资本化比率分别为 57.61% 和 48.21%，分别较上年同期下降 3.54 和 5.70 个百分点，财务杠杆比率有所下降。得益于历年利润的积累，公司自有资本实力不断增强，截至 2015 年末，公司所有者权益合计 25.82 亿元，较上年同期增长 7.54%。

图 2：公司 2013~2015 年资本结构分析

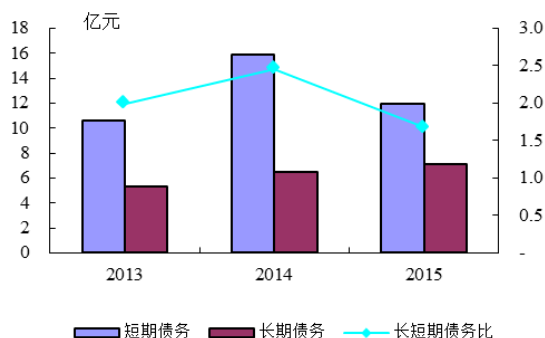


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，公司流动资产主要由货币资金和存货构成，2015 年末二者占流动资产的比重分别为 43.07% 和 34.14%；公司非流动资产主要由固定资产和无形资产构成，2015 年末二者占非流动资产的比重分别为 61.18% 和 18.81%。2015 年，一方面受在建工程转入固定资产较多以及新增土地使用权较多等因素影响，非流动资产较上年增长 18.86%，为 36.25 亿元；另一方面受公司缩减了存货库存和归还贷款导致货币资金减少等因素影响，公司流动资产较上年减少 21.24%，为 24.65 亿元。在二者作用下，非流动资产在总资产中的比重超过流动资产，达到 59.53%，流动资产占比则降至 40.47%。

从债务期限结构来看，公司通过长短期债务并重的方式满足日常运营及项目建设的资金需要。截至 2015 年末，公司总债务规模为 19.09 亿元，同比减少 14.57%，其中短期债务为 11.95 亿元，同比减少 24.77%；长期债务为 7.14 亿元，同比增长 10.50%，长短期债务比为 1.67 倍，债务结构较上年有所优化。

图 3：公司 2013~2015 年债务结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，公司自有资本实力不断增强，且公司实行稳健的财务政策，负债水平一直保持在较为合理的区间，财务结构较为稳健。此外，考虑到公司向新能源领域扩张，未来其资金压力或将有所增大。

盈利能力

从收入规模看，受饲料价格随原材料价格走低而下跌以及公司转型调整业务结构等因素的影响，公司 2015 年营业总收入为 140.79 亿元，较上年同期减少 8.63%。其中饲料板块实现销售收入 131.32 亿元，较上年减少 7.88%；食品加工及养殖板块实现销售收入 8.22 亿元，较上年下降 20.08%。

毛利率方面，随着公司产品结构和营销模式的不断优化，公司毛利率水平小幅增长。2015 年公司业务整体毛利率为 13.31%，较去年同期增加 2.06 个百分点；其中饲料板块和食品加工及养殖板块毛利率分别为 13.43% 和 9.03%，分别较去年同期增长 1.88 和 3.99 个百分点。

表 3：公司 2014~2015 年主要业务收入和毛利率情况

单位：亿元、%

业务	2014		2015	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
饲料	142.55	11.55	131.32	13.43
食品加工及养殖	10.29	5.04	8.22	9.03

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

期间费用方面，公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成。2015 年，公司销售费用发生额为 7.31 亿元，同比增长 7.22%，主要系市场推广力度加大，职工薪酬、营销推广费及运输费增加所致；同期，管理费用发生额为 6.53 亿元，同比增长

17.53%，主要由研发投入和职工薪酬增加所致。总体来看，公司 2015 年期间费用发生额共计 14.80 亿元，三费收入占比为 10.51%，较上年增长 1.77 个百分点。

表 4：2013~2015 年公司三费收入情况

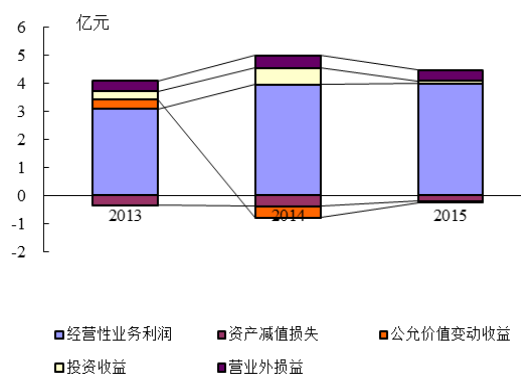
单位：亿元

	2013	2014	2015
销售费用	5.61	6.82	7.31
管理费用	5.28	5.56	6.53
财务费用	0.85	1.08	0.95
三费合计	11.73	13.46	14.80
营业总收入	151.90	154.09	140.79
三费收入占比 (%)	7.72%	8.74%	10.51%

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从利润总额情况来看，公司利润总额主要由经营性业务利润构成。2015 年受益于毛利率水平的小幅提升，公司当年实现经营性业务利润 4.00 亿元，同比增长 0.91%。此外，公司每年均能获得一定规模的投资收益和营业外收入，对利润总额形成了一定的补充。2015 年公司取得投资收益 0.08 亿元，实现营业外收益 0.40 亿元，全年实现利润总额 4.23 亿元，同比增长 0.64%。

图 7：2013~2015 年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

综上所述，2015 年受行业环境等相关因素影响，公司营业收入虽小幅下降，但是毛利率水平稳步提升，加之投资收益的补充，公司整体盈利能力仍较强。

偿债能力

随着部分借款的陆续到期偿还，公司 2015 年的债务规模有所缩减。截至 2015 年末，公司总债务合计 19.09 亿元，其中短期债务 11.95 亿元，占

总债务的比重为 62.60%。同期公司货币资金等资产总额为 10.85 亿元，对短期债务的覆盖程度尚可。

从获现能力来看，受益于利润总额和固定资产折旧的增长，公司 2015 年实现 EBITDA 8.16 亿元，同比增长 3.22%；公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 2.34 倍和 6.70 倍，EBITDA 对债务本息的覆盖良好。

经营性现金流方面，公司 2015 年经营性净现金流为 10.18 亿元，较上年同期增长 75.56%。受益于此，经营性净现金流对债务本息的保障能力大幅提升。截至 2015 年末，公司经营性净现金流/总债务和经营活动净现金/利息支出指标分别为 0.53 倍和 8.37 倍。

表 5：2013~2015 年公司主要偿债指标

	2013	2014	2015
总债务（亿元）	15.93	22.35	19.09
经营性净现金流（亿元）	8.27	5.80	10.18
经营净现金流/短期债务（X）	0.78	0.36	0.85
经营净现金流/总债务（X）	0.52	0.26	0.53
EBITDA（亿元）	6.87	7.90	8.16
总债务/EBITDA	2.32	2.83	2.34
EBITDA 利息保障倍数（X）	7.45	6.43	6.70
经营活动净现金/利息支出(X)	8.96	4.72	8.37

数据来源：公司定期报告，中诚信证评整理

银行授信方面，公司与农业银行、光大银行等多家金融机构均建立了良好的合作关系，截至 2016 年 3 月末，公司拥有银行授信总额为 27.59 亿元，其中未使用银行授信额度为 13.50 亿元，具有一定的备用流动性。

或有负债方面，截至 2015 年末，公司担保余额合计 4.44 亿元，担保比率为 11.98%，其中对外担保余额为 3.09 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；对子公司担保余额为 1.34 亿元。在目前饲料行业不景气的情况下，公司存在一定的或有负债风险。

总体来看，公司自有资本实力不断增强，负债水平适中，财务结构较为稳健，且盈利能力维持在相对稳定的区间，加之获现能力较好，经营性净现金流能够对债务利息的偿还形成有效保障，公司整体偿债能力强。

结 论

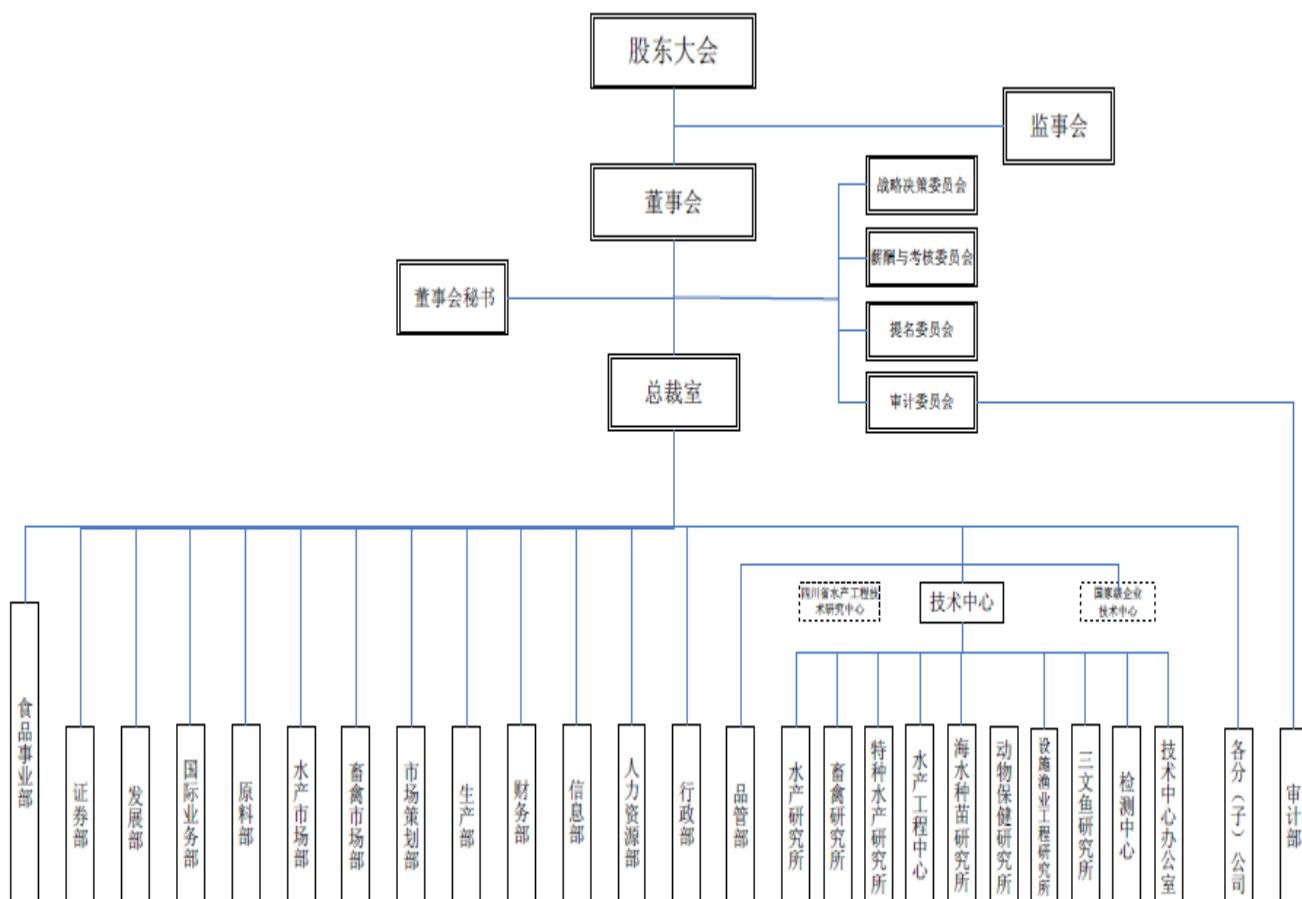
综上，中诚信证评维持通威股份主体信用等级 **AA**，评级展望稳定；维持通威股份有限公司 2012 年公司债券的信用等级 **AA**。

附一：通威股份有限公司股权结构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



注：表中仅列示公司主要的全资及控股子公司。

附二：通威股份有限公司组织机构图（截至 2015 年 12 月 31 日）



附三：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）	2013	2014	2015
货币资金	101,686.26	143,286.01	106,161.26
应收账款	34,037.32	38,413.57	41,361.94
存货	104,189.16	109,832.94	84,153.81
流动资产	272,862.70	312,953.80	246,476.19
长期投资	2,551.12	17,243.94	20,763.03
固定资产合计	200,510.06	215,934.64	247,005.36
总资产	541,052.69	617,929.07	608,974.01
短期债务	106,119.38	158,849.00	119,498.82
长期债务	53,141.27	64,617.55	71,400.00
总债务（短期债务+长期债务）	159,260.65	223,466.55	190,898.82
总负债	312,112.70	377,869.61	350,802.10
所有者权益（含少数股东权益）	228,939.99	240,059.46	258,171.91
营业总收入	1,518,986.00	1,540,893.06	1,407,924.65
三费前利润	148,218.29	174,244.37	188,005.65
投资收益	2,837.01	5,777.25	835.37
净利润	29,430.46	33,726.51	34,157.30
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	68,715.35	79,006.51	81,554.13
经营活动产生现金净流量	82,650.58	57,969.69	101,773.33
投资活动产生现金净流量	-50,412.03	-48,944.95	-81,192.80
筹资活动产生现金净流量	-7,130.66	29,418.05	-57,092.88
现金及现金等价物净增加额	24,971.34	38,570.06	-36,512.35
财务指标	2013	2014	2015
营业毛利率（%）	9.79	11.34	13.38
所有者权益收益率（%）	12.86	14.05	13.23
EBITDA/营业总收入（%）	4.52	5.13	5.79
速动比率（X）	0.69	0.67	0.60
经营活动净现金/总债务（X）	0.52	0.26	0.53
经营活动净现金/短期债务（X）	0.78	0.36	0.85
经营活动净现金/利息支出（X）	8.96	4.72	8.37
EBITDA 利息倍数（X）	7.45	6.43	6.70
总债务/EBITDA（X）	2.32	2.83	2.34
资产负债率（%）	57.69	61.15	57.61
总资本化比率（%）	41.03	48.21	42.51
长期资本化比率（%）	18.84	21.21	21.66

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；2015年一季度所有者权益收益率指标、经营活动净现金/总债务指标和经营活动净现金/短期债务指标均已经过年化处理。

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+短期融资券

长期债务=长期借款+应付债券+融资租赁款

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。