

中牧实业股份有限公司

2016 年公开发行公司债券

(第一期)信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

本评级机构同意将本信用评级报告作为发行主体申请发行本次债券所必备的法定文件，随其他材料一起提交相关监管部门审查，并依法对其承担责任。



报告编号：
鹏信评【2015】第 Z【328】
号 02

分析师

姓名：
王硕 王贞姬

电话：
010-66216006

邮箱：
wangsh@pyrating.cn

评级日期：
2016 年 01 月 26 日

本次评级采用鹏元资信评估有限公司制造业评级方法，该评级方法已披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司
地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

中牧实业股份有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AA+

发行主体长期信用等级：AA+

发行规模：不超过 12 亿元（含），其中本期发

评级展望：稳定

行基础规模为 6 亿元，可超额配售不超过 6 亿

元（含）

债券偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对中牧实业股份有限公司（以下简称“中牧股份”或“公司”）本次拟发行总额不超过 12 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA+，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司是我国最大的动物生物制品生产企业和我国饲料添加剂骨干生产企业，产品份额市场领先；公司贸易业务快速发展，盈利能力提升；公司具备较强的科技创新能力，为公司持续发展提供技术支持；公司营业收入和利润不断增长，盈利能力较强；公司资产负债率较低，偿债压力较小。但同时我们也关注到，我国畜牧业近年增速放缓会给动物生物制品、兽药及饲料产业发展带来一定的不确定性；近年动物疫苗市场竞争日趋激烈、未来政府招标政策可能变化等会对公司生物制品板块收入和利润产生一定影响；公司贸易业务盈利能力存在较大波动性等风险因素。

正面：

- 公司主要从事动物生物制品、饲料和兽药生产销售及贸易等业务，是我国最大的动物生物制品生产企业和我国饲料添加剂骨干生产企业，产品份额市场领先。公司是目前国内生产规模最大、品种最齐全的动物疫苗生产企业，公司禽流感疫苗市场份额排名第一，口蹄疫疫苗、猪蓝耳病疫苗和猪瘟疫苗市场份额也均位列行业前三；公司饲料品牌“华罗”是我国畜牧饲料行业知名品牌，复合维生素市场占有率在 17%左右，国内市场排名第二。
- 凭借行业内的丰富经验、信息及渠道优势，公司贸易业务快速发展。2012-2014 年

公司贸易收入复合增长率达 23.37%，2014 年贸易板块实现收入 174,098.45 万元，毛利率达 4.61%，盈利能力有所提升。

- **公司具备较强的科技创新能力，为公司持续发展提供技术支持。**公司科研体系较为健全，研究人员数量居于行业前列；公司科技创新能力较强，目前共有 48 项新产品开发和工艺创新项目、34 项专利；此外，公司注重科研经费的投入，2012-2014 年及 2015 年 1-6 月的科研投入分别为 9,933.95 万元、8,275.25 万元、12,966.88 万元和 18,240.96 万元。
- **公司近年营业收入和利润不断增长，盈利能力较强。**2012-2014 年，公司营业收入年复合增长率为 13.93%，利润总额年复合增长率为 7.01%。
- **公司资产负债率较低，偿债压力较小。**截至 2015 年 6 月末，公司资产负债率为 24.82%，整体负债水平较低，偿债压力较小。

关注：

- **我国畜牧业近年增速有所放缓，会给动物生物制品、兽药及饲料产业发展带来一定的不确定性。**2011-2014 年我国畜牧业产值同比增长速度分别为 23.74%、5.51%、4.58% 和 1.83%，增速明显放缓，给动物生物制品、兽药及饲料等需求派生于畜牧业的行业发展带来不利影响。
- **近年动物疫苗市场竞争日趋激烈、未来政府招标政策可能变化等会对公司生物制品板块收入和利润产生一定影响。**随着动物疫苗市场竞争日趋激烈，近年公司主要疫苗价格出现波动，部分疫苗品种市场份额有所下降；未来畜禽疫苗市场要向市场化疫苗过渡，政府招标政策改变也会使公司生物制品板块发展存在不确定性。
- **公司贸易业务盈利能力存在不确定性。**贸易业务是公司收入的最大来源，利润率相对较低，2014-2015 年由于氨基酸行情较好，盈利能力增强，但饲料及饲料添加剂市场行情变化较快，氨基酸产品高毛利的可持续性较低，因此公司贸易业务盈利能力可能会有较大波动。
- **公司存货规模较大，需关注其跌价风险。**由于业务扩张需求及主动寻求降低贸易业务市场行情波动风险，公司增加存货储备，使得公司存货规模逐年增加，需关注其存在的跌价风险。

主要财务指标:

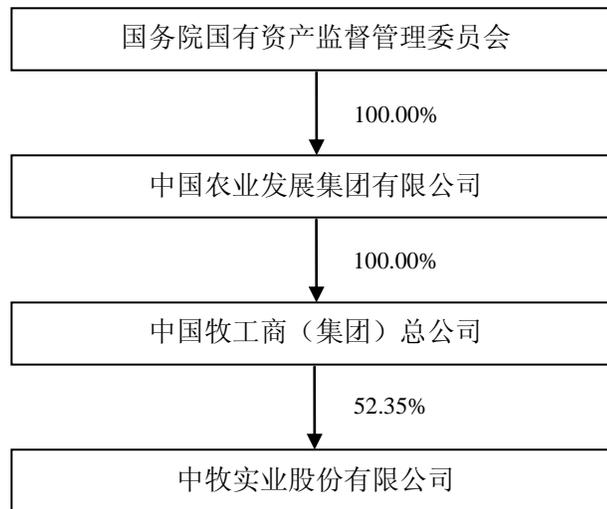
项目	2015年6月	2014年	2013年	2012年
总资产(万元)	429,328.42	427,949.11	371,175.61	300,697.22
归属于母公司所有者权益(万元)	290,891.10	285,072.75	260,500.01	195,636.47
有息债务(万元)	8,283.89	2,000.00	6,500.00	2,000.00
资产负债率	24.82%	25.96%	23.01%	26.74%
流动比率	1.88	1.93	2.64	2.27
速动比率	1.29	1.21	2.03	1.72
营业收入(万元)	208,823.51	403,544.13	363,975.10	310,899.25
营业利润(万元)	17,995.37	32,247.24	29,231.17	28,339.88
利润总额(万元)	18,199.00	33,227.76	29,754.37	29,017.33
综合毛利率	22.85%	23.95%	24.30%	26.72%
总资产回报率	-	8.66%	9.17%	10.21%
EBITDA(万元)	24,961.79	48,775.30	39,917.86	38,684.84
EBITDA 利息保障倍数	74.68	35.75	37.73	61.91
经营活动现金流净额(万元)	-12,150.69	28,762.24	25,319.52	-3,469.74

资料来源: 公司 2012-2014 年审计报告及 2015 年半年度报告, 鹏元整理

一、发行主体概况

公司是由中国牧工商（集团）总公司（以下简称“中牧总公司”）作为独家发起人，以募集方式于1998年12月25日设立的股份有限公司。公司股票于1999年1月7日在上海证券交易所上市，股票简称“中牧股份”，股票代码600195。2004年至2005年间，中国水产集团总公司与中牧总公司进行战略重组，组建中国农业发展集团有限公司（以下简称“中国农发集团”），中国农发集团持有中牧总公司100%股份，至此中国农发集团成为公司的实际控制人。截至2015年6月30日，公司总股本42,980.00万股，中牧总公司持有22,502.05万股，占比52.35%，为公司第一大股东。

图1 截至2015年6月30日公司产权及控制关系



资料来源：公司2015年半年度报告，鹏元整理

公司主要从事动物生物制品、饲料和兽药生产销售及贸易等业务，是我国最大的动物生物制品生产企业和我国饲料添加剂骨干生产企业，综合实力较强。截至2015年6月30日，公司纳入合并报表范围的一级子公司共11家，具体情况如下表所示。

表1 截至2015年6月30日公司纳入合并范围的一级子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主要产品或服务
成都华罗生物科技有限公司	5,734.54	90.60%	饲料产品生产加工
湖北中牧安达药业有限公司	6,125.00	80.00%	兽药生产销售
南通中牧饲料贸易有限责任公司	200.00	70.00%	饲料产品生产加工销售
乾元浩生物股份有限公司	12,774.00	52.92%	兽用生物制品
内蒙古中牧生物药业有限公司	6,000.00	100.00%	兽药、饲料添加剂

中牧泰州生物有限公司	20,000.00	60.00%	畜牧产品生产销售
兰州中亚药械厂	200.00	100.00%	兽药
中牧农业连锁发展有限公司	5,000.00	100.00%	饲料生产、贸易
中牧南京动物药业有限公司	1,500.00	100.00%	兽药生产
南京中亚动物保健品服务部	192.00	100.00%	兽药、饲料等
山东胜利生物工程有限公司	20,000.00	55.00%	兽药生产销售

资料来源：公司 2015 年半年度报告，鹏元整理

截至2014年12月31日，公司资产总额为427,949.11万元，归属于母公司的所有者权益为285,072.75万元，资产负债率为25.96%；2014年度，公司实现营业收入403,544.13万元，利润总额33,227.76万元，经营活动现金净流入28,762.24万元。

截至2015年6月30日，公司资产总额为429,328.42万元，归属于母公司的所有者权益为290,891.10万元，资产负债率为24.82%；2015年1-6月，公司实现营业收入208,823.51万元，利润总额18,199.00万元，经营活动现金净流出12,150.69万元。

二、本期债券概况

债券名称：中牧实业股份有限公司2016年公开发行公司债券（第一期）；

发行总额：不超过12亿元人民币（含）。其中，本期债券基础发行规模为6亿元，可超额配售不超过6亿元（含）；

债券期限和利率：不超过5年，单利按年计息，不计复利；

还本付息方式：本期债券按年付息，到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过12亿元，拟全部用于补充公司流动资金。

四、运营环境

我国畜牧业规模产值较大，动物生物制品、兽药及饲料行业具备较好的发展基础，但畜牧业近年增速明显放缓，会给动物生物制品、兽药及饲料产业发展带来一定的不确定性

生物制品、兽药及饲料的市场需求主要派生于畜牧业的发展。近年我国畜牧业产值规模不断扩大，但增速明显放缓，2011-2014年同比增长速度分别为23.74%、5.51%、4.58%和1.83%。近年主要牲畜品种存栏、出栏数量较为稳定，总体增减幅度较小，其中肉猪出

栏头数2010-2014年复合增长率为2.47%，2014年肉猪出栏量达73,510.00万头，同比增长2.73%，牛出栏数量2010-2014年复合增长率为1.11%，2014年牛出栏量达4,929.15万只，同比增长2.09%。

表2 2010-2014年我国畜牧业发展状况

项目	2014年	2013年	2012年	2011年	2010年	年复合增长率
畜牧业总产值(亿元)	28,956.30	28,435.49	27,189.39	25,770.69	20,825.73	8.59%
猪年底头数(万头)	46,582.74	47,411.26	47,592.24	46,862.73	46,460.00	0.07%
牛期末数量(万头)	10,578.04	10,385.14	10,343.41	10,360.46	10,626.40	-0.11%
羊年底只数(万头)	30,314.93	29,036.26	28,504.13	28,235.78	28,087.90	1.93%
肉猪出栏头数(万头)	73,510.00	71,557.31	69,789.47	66,170.31	66,686.43	2.47%
牛出栏数量(万只)	4,929.15	4,828.15	4,760.90	4,670.68	4,716.82	1.11%
羊出栏数量(万只)	-	27,586.80	27,099.55	26,661.52	27,220.15	0.45%
家禽出栏量(万只)	-	1,190,459.00	1,207,704.28	1,132,715.16	1,100,577.95	2.65%

资料来源：国家统计局，鹏元整理

随着生活水平的提高，城乡居民对禽畜产品的消费需求日益扩大，禽畜产品产量稳步增长。2010-2014年，全国肉类产量年复合增长率为2.38%，禽蛋产量年复合增长率为1.17%。2014年全国肉类产量8,706.74万吨，同比增长2.01%；猪肉产量5,671.39万吨，同比增长3.25%；牛肉产量689.24万吨，同比增长2.38%；羊肉产量428.21万吨，同比增长4.92%；禽蛋产量2,893.89万吨，同比增长0.62%，具有刚性需求特征。

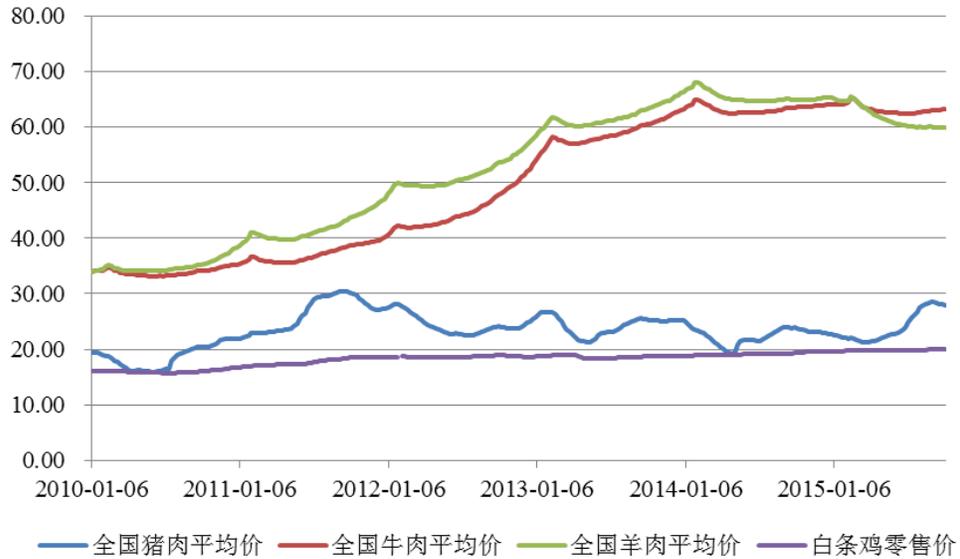
表3 2010-2014年我国主要肉品产量情况

指标	2014年	2013年	2012年	2011年	2010年	年复合增长率
肉类产量(万吨)	8,706.74	8,535.02	8,387.24	7,965.14	7,925.80	2.38%
猪肉产量(万吨)	5,671.39	5,493.03	5,342.70	5,060.43	5,071.20	2.84%
牛肉产量(万吨)	689.24	673.21	662.26	647.49	653.07	1.36%
羊肉产量(万吨)	428.21	408.14	400.99	393.10	398.90	1.79%
禽蛋产量(万吨)	2,893.89	2,876.06	2,861.17	2,811.42	2,762.7	1.17%

资料来源：国家统计局，鹏元整理

从主要禽畜产品价格来看，近几年猪肉价格波动较大，但总体仍呈上升趋势，牛肉、羊肉价格逐年上涨，自2013年以来二者增速均逐渐放缓。禽畜产品消费需求的日益增长以及禽畜产品价格的上涨，促使养殖户扩大养殖规模，从而间接拉动对疫苗、兽药、饲料产品的需求。

图 2 近年全国主要肉品每周均价趋势图（单位：元/公斤）



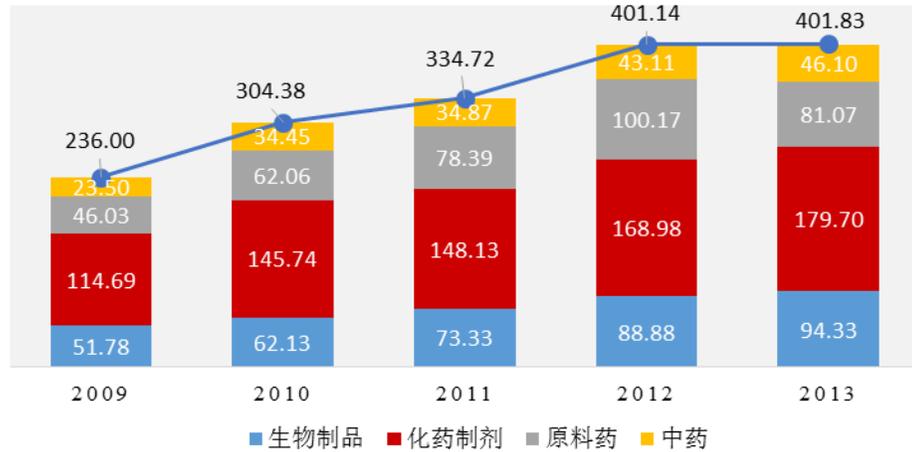
资料来源：wind资讯，鹏元整理

总体来看，我国畜牧业规模产值较大，正处于由量转质的关键时期，近年主要禽畜养殖数量较为稳定，主要产品价格整体呈上升趋势，为动物生物制品、兽药及饲料等产业提供了良好的发展基础。但我们注意到，近年我国畜牧业增速有所放缓，会给动物生物制品、兽药及饲料产业的发展带来一定的不确定性。

我国兽药产业规模不断扩大，受宏观经济形势、养殖业市场行情及政府行业规范调整的影响，兽药产业销售额增速逐年放缓；随着兽药行业市场竞争日益激烈，行业优化重组进程加快，产业集中度也将逐渐提高

近年来，在全球人口及其对食物需求持续增长的驱动下，全球兽药行业市场规模稳步增长，据国际动物保健联盟（IFAH）统计，2004年至2013年，全球兽药销售额从2004年的137亿美元增长至2013年的230亿美元，年复合增长率为5.93%。近年我国大力推进畜牧业集约化及规模化发展，同时不断完善兽药行业监管法规，目前，我国已成为继美国之后的第二大兽药生产大国。截至2013年底，我国共有1,804家兽药企业，其中有统计数据的1,661家企业实现销售额401.83亿元，但受宏观经济形势、养殖业市场行情及政府行业规范调整等多方面影响，2013年增幅减缓，同比仅增长0.17%。从国内兽药产业的分类来看，化药制剂的占比最高，生物制品占比其次，二者分别实现销售额179.70亿元和94.33亿元，占兽药总销售额的比重分别为44.72%和23.48%。

图3 2009-2013年我国兽药分产品销售额（单位：亿元）



资料来源：中国产业信息网，鹏元整理

目前，全球兽药行业的竞争格局呈现寡头垄断式，大型兽药企业通过并购、重组等方式，不断扩大自身的竞争优势和市场地位，以美国硕腾为代表的全球前五大兽药公司的市场占有率已超过60%。相比之下，我国兽药企业数量众多，主要以微型企业和中小型企业为主。截至2013年底，全国共批准设立1,820家兽药生产企业，其中兽用生物制品企业82家，兽用化学药品企业1,738家，兽用生物制品兼化学药品企业8家。我国兽用生物制品市场集中度较高，2013年兽用生物制品排名前十企业销售额占总销售额的50.95%，而兽用化药制剂仅占21.21%。近年国际跨国兽药巨头勃林格、硕腾、礼来等不断追加对我国市场的投入，国内兽药企业中牧股份、天津瑞普、北京大北农等企业扩大产业布局，行业竞争日益加剧，资金、技术及环保成为我国兽药行业竞争的主要焦点，行业并购重组、由量转质的进程加快，预计未来兽药尤其是化药制剂市场的集中度将进一步提高。

表4 2014年我国十大兽药品牌

品牌	企业	介绍
Zoetis 硕腾	硕腾(苏州)动物保健品有限公司	全球最大的动物保健品提供商之一，引领动保行业
Merial 梅里亚	梅里亚动物保健品有限公司	法国的世界著名动物保健品品牌，全球动物保健行业领导者，大型跨国企业
勃林格殷格翰	上海勃林格殷格翰药业有限公司	世界领先的动物保健品企业，全球最大的猪疫苗供应商之一，大型制药企业
拜耳 BAYER	拜耳医药保健有限公司	全球制药巨头，世界领先的兽用医药专业产品供应商之一，世界500强企业
中牧 CAHIC	中牧实业股份有限公司	国内最大的动物保健品生产企业之一，国内疫苗行业的龙头
宝灵 BAOLING	金宇保灵生物药品有限公司	农业部定点口蹄疫疫苗骨干企业，国家级兽用疫苗工程实验室

瑞普	天津瑞普生物技术股份有限公司	国内规模最大、产品种类最全的动物保健品生产基地之一，行业领先企业
易邦	青岛易邦生物工程有限公司	我国驰名商标，兽用生物制品行业领先品牌
三仪 SAM	大连三仪动物药品有限公司	我国驰名商标，兽用制剂知名品牌
远征	河北远征药业有限公司	我国驰名商标，国内规模最大的兽药制剂企业之一

资料来源：中国产业信息网，鹏元整理

表5 2013 年我国兽药行业分产品市场集中度（单位：亿元）

兽药品种	总销售额	排名前十企业销售额	排名前十企业销售额占比
生物制品	94.33	48.06	50.95%
原料药	81.70	39.95	48.90%
化药制剂	179.70	38.12	21.21%
中药	46.10	7.00	15.18%

资料来源：中国产业信息网，鹏元整理

为加强兽药管理，政府先后出台多项政策法规，对兽药研制、生产经营、使用等活动进行了全面规范，从而有利于建立兽药标准化生产体系、提高兽药行业准入门槛以及加强兽药行业监管，确保我国兽药行业的持续健康发展。

表6 近年我国兽药行业政策法规情况

	法律法规
兽药管理	2014年2月27日，农业部发布《关于组织开展兽药产品标签和说明书规范行动的通知》
	2014年3月1日，农业部发布《兽用处方药和非处方药管理办法》
	2014年3月3日，农业部发布《关于从重处罚兽药违法行为公告》（农业部公告第2071号）
	2014年8月4日，农业部发布了《兽药产品批准文号管理办法（修订稿）》
兽药监管	2013年2月7日，农业部印发关于《新建兽用粉剂散剂预混剂 GMP 检查验收细则的通知》（农办医〔2013〕7号）
	2015年2月5日，农业部《关于印发2015年兽药质量监督抽检计划的通知》农医发〔2015〕4号
	2015年7月20日，农业部关于印发《全国兽药（抗菌药）综合治理五年行动方案》的通知（农质发〔2015〕6号）
疫病防控	2013年2月25日农业部关于印发《2013年国家动物疫病强制免疫计划》的通知
	2015年6月2日，农业部办公厅发布《关于进一步加强重大动物疫情举报核查工作的通知》（农办医〔2015〕23号）
质量追溯	2014年2月25日，农业部发布了《关于组织开展国家兽药产品追溯信息系统试点工作的通知》（农办医〔2014〕8号）
	2014年7月21日，农业部发布《关于做好国家兽药产品追溯信息系统试点工作通知》

资料来源：中国兽药协会，鹏元整理

我国强制免疫动物疫苗市场份额增长缓慢，受政府招标采购政策影响较大；动物疫苗市场集中度较高，定点生产企业竞争日益激烈，未来市场疫苗扩容将成为动物疫苗的增长主力

兽用生物制品又称动物疫苗，用于口蹄疫、猪瘟、猪蓝耳病、猪丹毒病及禽流感等病

的预防。全球动物疫苗传统市场主要为欧美等发达国家，目前占比仍达60%左右，但受质量安全及市场高度成熟等因素影响，欧美动物疫苗市场增长放缓，相比之下，我国养殖业规模化程度逐步提高，加上居民饮食结构不断优化及安全意识持续增强，动物疫苗发展潜力较大。2013年，我国动物疫苗市场规模达94.33亿元，较2012年增长6.13%，其中猪用疫苗与禽用疫苗市场规模在动物疫苗中居主导地位，分别占动物疫苗市场规模的51.12%和37.89%。为降低大规模疫病发生的概率，我国先后出台多项政策法规，强制免疫疫苗的推广，2013年我国强制猪用免疫疫苗市场规模为35.96亿元，占猪用疫苗市场规模的74.57%；强制禽用免疫疫苗市场规模为14.21亿元，占禽用疫苗市场规模的39.76%。截至2015年3月末，我国纳入强制免疫的动物疫苗有高致病性禽流感、口蹄疫、高致病性猪蓝耳病、猪瘟及小反刍兽疫5种。

动物疫苗行业市场集中度较高，2013年我国动物疫苗上市企业中，中牧股份市场占有率最高，达10.5%。其次为金宇集团、天康生物、大华农等，三者市场占有率合计达15%左右。近年我国强制免疫定点生产企业逐渐增多，市场份额增长缓慢，市场竞争日益激烈，行业利润日益摊薄；而市场化疫苗发展较快，未来市场疫苗扩容将成为动物疫苗的增长主力。

表7 截至2014年末政府强制动物疫苗市场竞争格局

项目	定点生产企业	市场竞争格局
口蹄疫	中牧股份、金宇集团、天康生物、中农威特、上海申联生物、内蒙古必威安泰等7家	市场集中度高、市场份额相对稳定
高致病性猪蓝耳病	中牧股份、金宇集团、瑞普生物、大华农、天康生物等40家	灭活疫苗生产企业21家，活疫苗生产企业19家，市场竞争激烈
高致病性禽流感	中牧股份、青岛易邦、大华农、益康生物等9家	市场集中度高、市场份额较为稳定
猪瘟	中牧股份、金宇集团等31家（脾淋源和细胞源）；广东永顺（传代细胞源）	脾淋源和细胞源生产企业众多，竞争激烈；传代细胞源处于试推广阶段。
小反刍兽疫	天康生物、西藏生物制品厂	仅在新疆、西藏强制免疫，生产企业少

资料来源：公开资料，鹏元整理

综合来看，我国兽药产业规模不断扩大，产业集中度逐渐提高，行业规范性逐渐增强；但受宏观经济形势、养殖业市场行情及政府行业规范调整的影响，销售额增速逐年放缓。其中国家强制兽用生物制品市场份额增长缓慢，受政府招标采购政策影响较大，定点生产企业将转型开拓市场化份额，但能否转型成功尚存在不确定性。

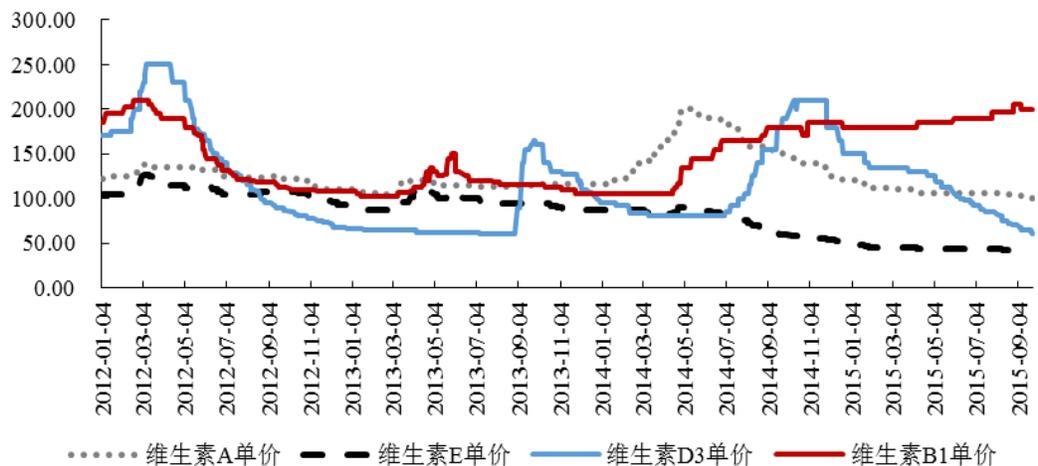
饲料行业受上游原材料价格波动难以预测、自身行业进入壁垒较低以及下游畜牧业行业需求不振等多重因素影响，发展速度减缓，未来行业转型及优化重组进程将加快

自1979年正大集团将工业饲料的概念引入我国至今，饲料工业已经在我国高速发展长

达30年，2011年我国首次超越美国成为全球第一大饲料生产国。2001-2013年我国工业饲料总产量年复合增长率为7.84%，2014年我国工业饲料总产量达1.87亿吨，同比下降2.6%，发展速度减缓。按产品大类划分，饲料可以分为预混料、浓缩饲料及配合饲料，其中预混料是饲料产品的核心部分，占饲料总量的比例最低，毛利率最高，2014年预混料产量为841.5万吨，占工业饲料总产量的比重为4.5%。

饲料工业的原材料主要有维生素、鱼粉、豆粕、赖氨酸、磷酸氢钙及蛋氨酸等。我国维生素工业起源于上世纪50年代末，目前已成为全球最大的维生素生产国与出口国之一。近年单项维生素价格波动较大，对复合维生素市场价格造成较大影响。此外鱼粉、豆粕、赖氨酸、蛋氨酸等原材料价格持续波动，整体来看，上游原材料价格的较大波动对饲料生产企业的收入和利润产生了较大影响。

图4 2012-2015年9月国产维生素均价走势（单位：元/千克）



资料来源：wind资讯，鹏元整理

由于饲料行业进入壁垒较低，产品同质性较小，中小型饲料加工企业数量众多，产业集中度低。受畜牧业发展增速放缓、顶端政策调整以及行业压力的影响，部分饲料业小企业逐渐被市场淘汰，而大型企业则逆向扩大规模，市场转型整合的趋势明显。一方面，2014年饲料企业数量从10,061家下降为7,061家，降幅达30%，另一方面，跨国巨头继续加快并购重组、产能扩张，2015年以来，帝斯曼宣布完成对江苏江山制药的收购，巴斯夫维生素A工厂产能扩张25%。未来市场竞争将从偏重价格竞争逐步转向品质与服务的竞争，市场专业化程度将有所提升，行业整合速度加快。

近年来，我国出台了相关政策规范饲料业的健康发展，同时为了促进饲料加工业的快速发展、切实增加农民收入，国家制定了相关税收优惠政策，上述政策的实施对饲料工业的稳定发展将发挥重大的作用。

表8 近年政府出台的饲料行业相关政策法规

	法规名称	文号
饲料 监管	《饲料和饲料添加剂生产许可管理办法》	中华人民共和国农业部令 2012年第3号
	《新饲料和新饲料添加剂管理办法》	中华人民共和国农业部令 2012年第4号
	《饲料添加剂和添加剂预混合饲料产品批准文号管理办法》	中华人民共和国农业部令 2012年第5号
	《饲料和饲料添加剂管理条例》	中华人民共和国国务院令 第609号
	《饲料质量安全规范》	中华人民共和国农业部令 2014年第1号
	《进口饲料和饲料添加剂登记管理办法》	中华人民共和国农业部令 2014年第2号
税收 优惠 政策	《关于饲料产品免征增值税问题的通知》	财税[2001]121号
	《关于享受企业所得税优惠政策的农产品初加工范围（试行）》（2008年版）	财税[2008]149号

资料来源：公开资料，鹏元整理

整体来看，饲料行业受上游原材料价格波动难以预测、自身行业进入壁垒较低以及下游畜牧业行业需求不振等多重因素影响，发展速度减缓，但随着未来行业转型及优化重组进程的加快，行业竞争力将有所提升。

五、公司治理与管理

1、公司治理

公司已按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》以及《公司章程》等的要求建立了股东会、董事会和监事会，并且对董事会和董事、监事会和监事、经理层和高级管理人员在内部控制中的责任进行了明确规定，明确了股东大会、董事会、监事会和经理层之间各负其责、规范运作、相互制衡的公司治理结构。

股东大会是公司的最高权力机构，依法决定公司的重大事项。2012-2014年及2015年1-6月，公司分别召开了3次、3次、3次和1次股东大会。公司股东大会的召集、召开等相关程序符合《公司章程》及《股东大会议事规则》的相关规定，能够确保所有股东尤其是中小股东的合法权益，对关联交易严格按照规定的程序进行，关联股东在表决时采取回避原则，保证关联交易符合公平、公正、公开、合理的原则。

公司董事会由股东大会选举产生，由6名董事组成，设董事长1名，独立董事3名。董事会下设战略、薪酬和考核、审计和提名委员会，对董事会负责。2012-2014年及2015年1-6月，公司分别召开了5次、8次、5次和3次董事会会议，董事会的召集、召开等相关程序符合《公司章程》及《董事会议事规则》的相关规定，切实维护了公司及全体股东的合法权益。

公司监事会由股东大会选举产生，负责对董事会及公司高管人员履行职责的合规合法

性进行监督，目前公司监事会有监事3人，其中1人为职工监事。近年来，监事会通过列席董事会会议、召开专题会议等方式履行监督职能，并对公司运营管理提出意见和建议。

根据《公司章程》，公司设总经理一名，副总经理若干名，由董事会聘任或解聘，接受董事会的考核与监督，并按照股东大会和董事会的要求进行日常经营管理工作。截至2015年6月末，公司共有高级管理人员7名。

总体来看，公司建立了较为完善的治理架构，公司治理机制运行良好，各治理主体基本能够有效履行各自的职责。

2、公司管理

公司根据自身经营管理需要构建了内部组织架构，目前设立了董事会办公室、总经理办公室、党群部、人力资源部、法律事务部、战略运营部、投资管理部、纪检监察室、稽核审计部、财务中心、行政部、采购与出口部、营运中心、研发管理部、安全生产办公室、生物制品事业部、化药事业部等部门（详见附录五）。公司对各部门的职能进行了科学合理的分级，明确了各部门职责、工作要求、权限及相互关系。

近年来，公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》、《上海证券交易所股票上市规则》等法律法规和规范性文件的要求，在生产经营控制、财务管理控制、信息披露控制等方面严格管理和执行，以确保公司内部控制的合理、完整、有效。在内部控制制度方面，公司根据自身实际情况，按照相关法律法规和《公司章程》的规定，建立健全了公司治理、生产经营、财务管理等内部控制制度，不定期对制度进行补充、修订和完善，保障执行落实，通过内审部门的内部审计，检查和督促内控制度的落实执行情况。

人员素质方面，截至2014年末，公司在职工4,256人，学历分布如下：硕士及以上273人、大学本科1,084人、大专1,051人、中专486人、高中及以下1,362人；专业构成如下：生产人员2,247人、销售人员618人、技术人员569人、财务人员124人、行政人员698人。

总体来看，公司部门架构设置、内部管理制度建设及人员配置能够满足公司日常业务开展与经营管理的需要。但公司下属企业较多，生产较为分散，也为公司经营管理带来一定难度。

六、经营与竞争

公司主要从事动物生物制品、饲料和兽药的生产销售及饲料贸易等业务。2012-2014年及2015年1-6月公司主营业务收入和毛利率情况如表9所示。

近年公司主营业务收入逐年上升，2012-2014年复合增长率为14.07%。从收入结构来看，2014年贸易、生物制品、饲料和兽药板块收入占比分别为43.33%、29.49%、15.73%

和11.46%，2012-2014年贸易、生物制品、饲料和兽药板块收入年复合增长率分别为23.37%、0.59%、5.58%和49.41%，其中贸易和饲料板块收入逐年增长，由于公司收购山东胜利生物工程有限公司（以下简称“胜利生物”），2014年兽药板块收入大幅上升，生物制品主要为政府招标产品，近年收入较为稳定。

从各业务板块毛利率来看，生物制品毛利率水平较高，波动主要系疫苗价格波动所致；贸易业务毛利率较低，但近年也出现较大波动，系主要贸易品种价格变动所致；兽药板块毛利率近年呈现上升趋势，与公司调整产品结构有较大关系；饲料板块毛利率近年有所上升，主要系原材料采购价格下降使得成本降低所致。但是，贸易板块收入占比上升使得公司主营业务毛利率水平近年不断下降。

表9 近年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2015年1-6月		2014年		2013年		2012年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
贸易	105,281.93	6.63%	174,098.45	4.61%	163,432.90	0.65%	114,390.39	2.86%
生物制品	50,104.30	56.01%	118,480.97	56.39%	120,681.60	59.32%	117,105.85	56.02%
饲料	28,108.52	21.75%	63,203.99	21.39%	56,736.95	20.91%	56,700.19	18.90%
兽药	24,448.87	26.17%	46,048.88	16.99%	21,625.04	16.40%	20,627.66	13.04%
合计	207,943.62	22.87%	401,832.29	23.93%	362,476.49	24.29%	308,824.09	26.64%

资料来源：公司2012-2014年审计报告及2015年半年度报告，鹏元整理

公司是国内最大的动物疫苗生产企业，品种较为齐全，主要产品市场份额处于领先地位；近年动物疫苗市场竞争日趋激烈，价格波动较大；未来政府招标政策可能变化，公司产品收入和利润将面临一定的不确定性

生物制品业务是公司利润的最大来源，该业务主要由公司本部生物制品事业一部、生物制品事业二部和控股子公司乾元浩生物股份有限公司（以下简称“乾元浩生物”）生产经营。截至2015年6月末，公司共拥有7个疫苗生产基地，公司所属兰州生物药厂、保山生物药厂、成都药械厂、江西生物药厂、乾元浩南京生物药厂、乾元浩郑州生物药厂和乾元浩北京生物药厂均已通过国家兽药GMP认证，产品线涵盖四类强制免疫疫苗（口蹄疫、高致病性猪蓝耳、猪瘟、高致病性禽流感）、宠物疫苗及其他各类常规兽用疫苗产品，共170余个品种，为国内目前生产规模最大、品种最齐全的动物疫苗生产企业。技术方面，公司是业内三家掌握合成肽关键技术的企业之一，成功开创了口蹄疫疫苗无血清悬浮培养生产工艺。

表10 截至2015年6月末公司生物制品生产基地及年产能情况

生产基地	产品种类	GMP 认证	年产能
------	------	--------	-----

乾元浩南京生物药厂	禽苗、畜苗	通过	活疫苗：78.5 亿羽份/头份 灭活苗：1.5 亿毫升
乾元浩郑州生物药厂	禽流感苗及常规禽苗	通过	灭活苗：24 亿毫升
乾元浩北京生物药厂	禽苗	通过	活疫苗：40 亿羽份
中牧股份兰州生物药厂	口蹄疫灭活疫苗抗原	通过	15 亿毫升、头份
	其他牛羊类疫苗	通过	3.84 亿头份/毫升
中牧股份保山生物药厂	口蹄疫类疫苗抗原	通过	6 亿毫升
中牧股份江西生物药厂	畜苗	通过	6.2 亿头份
中牧股份成都药械厂	猪用疫苗	通过	5.9 亿头份

资料来源：公司提供

公司疫苗产品中，口蹄疫、高致病性猪蓝耳、猪瘟、高致病性禽流感四类强制免疫疫苗为政府招采产品，采购单位为各省市动物疫病防控部门，每年招标一次，货款一年结算一次，年底或第二年年初付款，各省付款时间不同；其余市场化常规疫苗产品销售渠道有经销商和直接面对终端客户两类，终端客户主要为中等规模以上客户，中小客户主要通过经销商渠道，货款结算方面，公司根据客户信用及资质提供不同账期，一般为2-6个月。目前政府招采产品占据主导地位，且受政府招采总量影响，每年收入规模变动不大；由于生产线大部分时间都在生产政府采购产品，市场化常规疫苗生产较少，因此市场化常规疫苗目前收入规模较小。2014年，政府招采产品实现销售收入93,679.44万元，同比减少6.12%，占生物制品板块的比重为79.07%，市场化常规疫苗销售收入为24,801.53万元，同比增长18.68%，占生物制品板块的比重为20.93%。

从生物制品板块主要产品产销情况来看，公司主要产品产销率均较高。公司口蹄疫疫苗和禽流感疫苗销售收入占比较高，2012-2014年，公司主要疫苗品种销量受政府招采产品总量影响而略有波动，其中2014年口蹄疫政府招采产品中含A型的三价口蹄疫疫苗产品的招标比重上升，但由于公司直至2014年9月才取得该产品生产文号，未能参与前三个季度的市场竞争，影响了当期口蹄疫疫苗销量；猪蓝耳病疫苗市场竞争激烈，公司该类疫苗销量有所降低。从销售价格来看，2012-2014年，公司口蹄疫疫苗和禽流感疫苗价格逐年上升，猪蓝耳病疫苗由于市场竞争激烈，价格变动较大。由于销售价格波动，公司生物制品板块毛利率近年也有所波动。

表11 近年公司生物制品板块主要产品产销情况

产品	项目	2015年1-6月	2014年	2013年	2012年
口蹄疫疫苗	产量（万毫升）	53,840.67	93,261.19	124,460.12	93,813.29
	销量（万毫升）	49,285.47	99,595.48	111,579.12	106,249.97
	销售收入（万元）	18,514.23	51,106.23	53,287.18	50,703.12
	产销率	91.54%	106.80%	89.65%	113.00%

	产品售价（元/万毫升）	3,756.53	5,131.38	4,775.73	4,772.06
禽流感疫苗	产量（万毫升）	66,630.30	167,351.08	170,459.48	194,816.98
	销量（万毫升）	67,536.70	214,142.78	181,403.48	206,102.74
	销售收入（万元）	10,717.40	35,283.66	28,337.22	28,774.83
	产销率	101.40%	98.70%	106.40%	105.80%
	产品售价（元/万毫升）	1,586.90	1,647.67	1,562.11	1,396.14
猪蓝耳病疫苗	产量（万头份）	8,437.96	18,509.51	24,587.47	21,688.00
	销量（万头份）	9,041.19	19,153.61	23,630.72	22,415.53
	销售收入（万元）	7,586.91	14,721.31	15,840.38	20,266.87
	产销率	107.15%	103.48%	96.11%	103.35%
	产品售价（元/万头份）	8,391.50	7,685.92	6,703.30	9,041.44

资料来源：公司提供，鹏元整理

曾隶属于农业部以及国有企业的背景使得公司在参与政府招标时具有相对优势。公司是获得农业部批准生产禽流感疫苗的第一家企业，在禽流感疫苗市场排名第一；除禽类疫苗，公司在口蹄疫疫苗、蓝耳病疫苗和猪瘟疫苗等国家强制免疫品种上均排名行业前列。但动物生物制品行业与其他行业相比市场规模较小，近年强制免疫定点生产企业逐渐增多，市场竞争日趋激烈，公司市场份额增长缓慢，部分品种已出现市场份额下降趋势。

表12 近年公司生物制品板块主要产品市场占有率情况

产品	2015年1-6月		2014年		2013年		2012年	
	市场占有率	排名	市场占有率	排名	市场占有率	排名	市场占有率	排名
禽流感（品种1）	17.93%	1	18.53%	1	14.1%	2	16.82%	3
禽流感（品种2）	25.84%	1	23.75%	1	25.55%	1	26.6%	1
禽流感（品种3）	25.56%	1	27.99%	1	35.72%	1	51.29%	1
CVI988	20%	2	12%	2	10%	2	10%	2
口蹄疫疫苗（品种1）	29%	1	29%	1	33%	1	25%	3
口蹄疫疫苗（品种2）	31%	1	31%	1	31%	1	33%	1
口蹄疫疫苗（品种3）	17%	3	3%	3	-	-	-	-
口蹄疫疫苗（品种4）	32%	2	32%	2	31%	2	31%	2
蓝耳病疫苗（品种1）	17.5%	1	17.7%	1	19.2%	1	16%	1
蓝耳病疫苗（品种2）	10%	1	12%	1	24.9%	1	19%	1
猪瘟类疫苗	18.5%	2	19%	1	20.8%	1	19.5%	1

资料来源：公司提供

产能扩张方面，公司2013年通过定向增发募集资金，对原有生产线进行技术改造和扩建，目前部分项目已投产，部分项目仍在建设或已通过GMP静态验收待投产，待项目均投产后，公司疫苗产能将进一步扩大，公司生物制品主要是市场化常规疫苗的收入和利润有

望进一步增长。

表13 截至2015年6月末公司生物制品板块在建项目情况

生产基地	产品种类	新增产能情况	目前状态
中牧股份成都药械厂	高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗车间项目	活疫苗 3.6 亿头份, 灭活疫苗 0.8 亿毫升, 诊断液 300 万头份	建设中
中牧股份兰州生物药厂	家畜疫苗灭活苗车间(技改)项目	口蹄疫(悬浮)猪双组份疫苗产能 6 亿毫升	已投产
中牧股份保山生物药厂	悬浮培养工艺口蹄疫疫苗生产车间新建项目	口蹄疫灭活疫苗 5 亿毫升	通过 GMP 静态验收

资料来源: 公司公告, 鹏元整理

总体来看, 公司在动物生物制品方面有较强的优势, 主要产品市场占有率居于领先地位, 随着在建项目的建成投产, 公司生物制品板块收入和利润有望进一步增长。同时我们也注意到, 生物制品市场竞争日趋激烈, 产品价格波动较大, 公司盈利能力也会受到一定影响。此外, 禽畜疫苗市场未来总体要向市场化疫苗过渡, 而公司市场化疫苗销售规模尚小, 若政府招标政策改变, 公司在保持市场地位和扩大收入及利润等方面面临一定不确定性。

公司兽药板块规模不大, 近年盈利能力有所增强

公司兽药业务主要由公司总部化药事业部、湖北中牧安达药业有限公司、内蒙古中牧生物药业有限公司、中牧南京动物药业有限公司和山东胜利生物工程有限公司运营。截至2015年6月末, 公司共有5个兽药生产基地, 产品主要包括泰妙菌素、恩拉霉素、泰万菌素、黄霉素、喹烯酮、喹乙醇、兽用制剂等, 产品种类众多, 且公司喹烯酮、喹乙醇、黄霉素、泰妙菌素和恩拉霉素等产品的市场份额均居于行业前列。

表14 截至2015年6月末公司兽药生产基地及产值情况

生产基地	产品种类	GMP 认证	年产值
中牧胜利生物(济宁)	泰妙菌素, 恩拉霉素, 那西肽, 黄霉素, 海南霉素, 莫能菌素, 盐霉素	是	产值最高可达 3 亿元
中牧安达(武穴)	氟苯尼考, 喹乙醇, 痢菌净, 二甲硝, 头孢喹肟	是	产值最高可达 2 亿元
中牧黄冈厂(黄冈)	喹烯酮, 氟尔康, 牧乐星, 喹烯酮及喹乙醇制剂	是	产值最高可达 1.7 亿元
中牧南京药业(南京)	猪用、禽用、奶牛用兽药制剂	是	产值最高可达 1.2 亿元
中牧内蒙药业(呼和浩特)	泰万菌素, 黄霉素等	是	产值最高可达 1.7 亿元

资料来源: 公司提供

公司兽药客户主要分为经销商和终端客户两类, 与生物制品板块一样, 终端客户主要为中等规模以上客户, 中小客户主要通过经销商渠道销售。2014年公司收购胜利生物55%

的股权，扩大了公司兽药的生产能力和收入规模。从兽药板块主要产品销售情况来看，公司氟苯尼考、喹乙醇、喹烯酮、黄霉素和泰万菌素收入占比较高，2012-2014年，公司氟苯尼考、喹乙醇、泰万菌素销量变化不大，喹烯酮销量逐年上升，黄霉素销量则有较大幅度下降，主要是由于黄霉素生产门槛低、市场竞争激烈而利润较低，公司主动调整产品结构，减少黄霉素生产和销售。从价格来看，喹乙醇价格逐年上升，氟苯尼考、黄霉素价格有所波动，喹烯酮和泰万菌素价格下降较多。在销量和销售价格的双重作用下，公司兽药板块各主要产品收入也呈现一定波动性。再者，公司近年不断调整兽药板块产品结构，减少低利润产品的生产销售，也使得该板块毛利率逐年上升。

表15 近年公司兽药板块主要产品产销情况（单位：吨、万元/吨、万元）

产品	2014年			2013年			2012年		
	销售量	销售均价	销售收入	销售量	销售均价	销售收入	销售量	销售均价	销售收入
氟苯尼考	134	33.63	4,507	149	31.09	4,632	131	38.21	5,005
喹乙醇	1,526	2.73	4,172	1,520	2.40	3,644	1,549	2.37	3,669
黄霉素	1,131	1.89	2,133	1,525	1.80	2,745	2,058	1.89	3,882
喹烯酮	691	3.61	2,497	656	3.81	2,499	413	4.72	1,949
泰万菌素	36	55.19	1,987	32	58.19	1,862	34	71.85	2,443

资料来源：公司提供，鹏元整理

总体来看，公司兽药板块规模不大，近年通过收购扩大了产能及收入规模，产品结构调整使得板块盈利能力有所增强。

公司是国内规模最大的多维饲料生产企业，市场占有率高，受产品价格下降影响，近年饲料板块收入增长较慢；公司贸易业务收入规模快速增长，是公司收入的最大来源，但该业务的盈利能力存在不确定性

公司饲料和贸易业务主要由中牧农业连锁发展有限公司（以下简称“中牧连锁”）运营。

贸易业务是公司收入的最大来源。公司从事饲料行业的时间较长，对饲料及饲料添加剂等产品价格信息和供销渠道较为熟悉，因此在服务下游养殖业客户的过程当中，可以利用信息和渠道优势、结合客户所需提供饲料及饲料添加剂贸易服务。随着公司生物制品、兽药和饲料用户的增加，近年来贸易收入增长较快，2012-2014年复合增长率为23.37%。公司贸易品种主要为蛋氨酸、赖氨酸、鱼粉、草及粮食等。从贸易收入结构来看，近年公司贸易收入增长较快主要系增加鱼粉、粮食（玉米、大豆等）贸易所致。

表16 近年公司贸易板块主要产品销售情况（单位：吨、万元）

产品	2015年		2014年		2013年		2012年	
	销售量	销售收入	销售量	销售收入	销售量	销售收入	销售量	销售收入
氨基酸	10,983	18,637.81	36,225	29,342.25	38,243	32,124.12	20,959	28,713.83
鱼粉及粕	58,605	19,749.89	147,123	67,382.33	86,845	44,204.11	78	42.23
油类	-	-	-	-	78,460	49,272.88	27	17.38
草类	33,880	8,537.79	7,272	1,999.73	-	-	-	-
粮食类	240,408	53,610.98	200,297	54,080.19	30,876	8,984.92	-	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

从主要贸易品种采购均价和销售均价对比来看，公司贸易业务利润很低，2014年和2015年1-6月贸易板块毛利率大幅上升，主要系当期公司对氨基酸类产品行情把握较好所致。但由于饲料及饲料添加剂产品市场行情变动较快，氨基酸产品高毛利的可持续性较低，因此公司贸易板块盈利能力仍可能有较大波动。

表17 近年公司主要贸易品种采购和销售价格情况（单位：万元/吨）

产品	2015年1-6月		2014年		2013年		2012年	
	采购价	销售价	采购价	销售价	采购价	销售价	采购价	销售价
氨基酸	1.19	1.70	0.67	0.81	0.83	0.84	1.33	1.37
鱼粉及粕	0.33	0.34	0.44	0.46	0.52	0.51	0.51	0.54
油类	-	-	-	-	0.63	0.63	0.645	0.65
草类	0.25	0.25	0.26	0.28	-	-	-	-
粮食类	0.22	0.22	0.27	0.27	0.28	0.29	-	-

资料来源：公司提供

公司自营饲料产品主要包括复合维生素和预混料等，预混料品种约130个，涵盖畜禽、水产、宠物所需预混料产品。截至2015年6月末，公司共有5个饲料生产基地。公司饲料品牌“华罗”是我国畜牧饲料行业知名品牌，为中国饲料工业十大品牌之一。近年“华罗”复合维生素市场占有率在17%左右，国内市场排名第二。

表18 截至2015年6月末公司饲料生产基地及产能情况

生产基地	产品种类	产能
北京华罗	畜禽/水产/反刍类饲料添加剂	8,000吨/年
天津华罗	畜禽等预混料	单班2万吨/年
	玉米粉、蛋白粉	单班0.25万吨/年
南通华罗	畜禽等预混料	单班1万吨/年
郑州华罗	畜禽等预混料	单班0.5万吨/年
	预混料	单班2万吨/年
	配合料	单班3万吨/年
长春华罗	畜禽、水产预混料	3万吨/年

畜禽浓缩全价料 5万吨/年

资料来源：公司提供

表19 近年公司饲料板块主要产品市场占有率情况

产品	2015年1-6月		2014年		2013年		2012年	
	市场占有率	排名	市场占有率	排名	市场占有率	排名	市场占有率	排名
多维	18%	2	17.5%	2	17%	2	16%	2
预混料	1.2%	8	1.1%	8	1.1%	8	1%	8

资料来源：公司提供

公司饲料客户也主要分为经销商和终端客户两类，近年公司直接面向终端客户逐渐增多。饲料销售方面，公司进入饲料市场时间较早，销售网络覆盖全国，品牌知名度高，再者近年公司扩大饲料生产线布局，使得饲料产量和销量逐年增长。近年受畜牧养殖业等增速放缓、食品安全事件如“速生鸡”以及畜禽疫情如“H7N9”等影响，饲料行业需求低迷，使得饲料价格下降较为明显。但另一方面，公司依托自身从事饲料和饲料添加剂贸易的优势，对饲料相关原材料信息的了解较为充分，因此在原材料（单项维生素、玉米、豆粕）采购方面具有一定优势，原材料采购价格相对较低，使得公司饲料业务毛利率在产品销售价格下滑的背景下仍能保持稳中有升。

表20 近年公司饲料板块主要产品产销情况

产品	项目	2015年1-6月	2014年	2013年	2012年
多维	产量（吨）	2,956.50	6,245.54	6,094.84	5,320.00
	销量（吨）	3,096.22	6,054.53	5,813.00	5,281.17
	销售收入（万元）	15,733.57	33,640.59	31,858.81	33,076.46
	产销率	104.70%	96.94%	95.38%	99.27%
	产品售价（元/吨）	50,815.39	55,562.69	54,806.14	62,630.94
预混料	产量（吨）	31,047.35	68,763.81	58,770.74	55,855.68
	销量（吨）	28,672.98	66,589.16	56,825.73	53,906.55
	销售收入（万元）	12,078.95	29,366.82	24,789.15	23,623.74
	产销率	81.81%	76.75%	70.35%	71.06%
	产品售价（元/吨）	4,212.66	4,410.15	4,362.31	4,382.35

资料来源：公司提供，鹏元整理

产能扩张方面，公司目前正在建的武汉预混厂及新乡预混厂项目，预计2015年底可投产，未来随着项目的建成投产，公司饲料产量将进一步增加，饲料收入规模有望扩大。

公司较为注重研发，研究成果获得多项专利证书，为公司持续发展提供技术支持

公司研发由下属的中牧研究院负责，下设生物制品研究所、化学药品研究所、工艺与

技术研究所和饲料研究所。研究院共有研发人员80余人，以博士和硕士学历为主，公司的研究人员数量在行业内居于前列。同时，公司重视科技创新体系的建设，设立了中牧股份科学技术委员会，成立中牧股份技术中心，并聘请国内行业知名专家、院士和学科技术权威人士为委员，对公司重大科技研发与引进项目进行咨询、论证。公司与华中农业大学、中国农业科学院哈尔滨兽医研究所等国内多家大专院校、科研院所联合组建了研发基地和产学研开发联合体。此外，公司在武汉、郑州、南京、兰州和北京组建了猪苗、禽苗、口蹄疫和兽药四个专门研究所和中牧股份生物工程中心、中牧宜兴生物佐剂有限公司两家研发机构。2006年10月，中牧股份技术中心被国家发改委等五部委认定为“国家认定企业技术中心”；2012年，凭借“新一代动物专用大环内酯类抗生素酒石酸乙酰异戊泰乐菌素”的开发获得“北京市科学技术奖二等奖”；2014年，公司“超级泰乐菌素提纯方法”获得国家知识产权局“中国专利优秀奖”。

公司注重科研经费的投入，2012-2014年及2015年1-6月的科研投入分别为9,933.95万元、8,275.25万元、12,966.88万元和18,240.96万元。目前公司共有48项新产品开发和工艺创新项目、34项专利。公司在科研体系建设以及科研创新领域的持续投入，使公司具备较强的科技创新能力，为公司可持续发展提供技术支持。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审亚太会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2012、2013和2014年审计报告及2015年1-6月未经审计的财务报表，报告均采用新会计准则编制。近三年又一期公司合并报表范围变化情况如下表所示。

表21 近年公司合并报表范围变化情况

时间	子公司名称	变化
2014年	山东胜利生物工程有限公司	新增
2012年	中牧农业连锁发展有限公司	新增
	四川中牧饲料贸易有限责任公司	减少
	江西中牧饲料贸易有限公司	减少

资料来源：公司2012-2014年审计报告及2015年半年度报告，鹏元整理

资产结构与质量

近年公司资产规模逐年增长，流动资产占比逐年下降，存货逐渐增多，存在一定跌价风险

随着公司业务规模扩张、非公开发行股票及收购胜利生物，近年公司资产规模增长较快，2012-2014年资产年复合增长率为19.30%，截至2015年6月末，公司总资产为429,328.42万元。从资产结构来看，近年非流动资产占比有所增加，截至2015年6月末，非流动资产占比55.38%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。公司近年货币资金波动较大，其中2013年货币资金增加主要系非公开发行股票募集资金到账所致，2014年货币资金减少主要系公司将非公开发行股票募集资金投入项目建设，且购买2亿元国债逆回购产品所致，截至2015年6月末公司货币资金余额31,239.14万元，主要为银行存款与库存现金，其中受限资金100.85万元为银行承兑汇票保证金。公司应收账款主要为应收客户款项，2014年末公司应收账款净额较2013年末下降40.07%，主要系公司加强应收账款管理，及时催收客户货款所致，2015年6月末应收账款较2014年末增长178.80%，主要是由于公司疫苗类产品多为政府采购，账款集中在年末或次年年初结算，且公司并购胜利生物使得兽药板块业务扩张，导致应收账款增加，截至2015年6月末应收账款余额67,572.45万元，账龄1年以内的占比90.95%，其中前五名应收对象合计占应收账款总额的比例为26.31%。公司存货主要由在产品、库存商品和原材料等构成，近年存货呈增长趋势，一方面由于公司业务扩张包括收购胜利生物使得存货规模上升，另一方面系公司在原材料或主要贸易品种价格较低时集中采购，如2014年末大量储备玉米，但饲料及饲料添加剂等产品市场变化较快，价格波动较大，公司存货亦存在一定的跌价风险。

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程 and 无形资产等构成。近年公司长期股权投资较为稳定，截至2015年6月末公司长期股权投资余额40,751.61万元，主要系公司的联营企业厦门金达威集团股份有限公司、宜兴市中牧生物佐剂有限公司、南京梅里亚保健有限公司、广汉市生化制品有限公司和四川中牧饲料贸易有限公司，每年能为公司带来一定的投资收益。固定资产主要系房屋及建筑物、机器设备和运输设备等，2014年末公司固定资产大幅增长，主要系公司在建工程转入及胜利生物新纳入公司合并范围所致。截至2015年6月末公司固定资产账面价值117,004.93万元，其中4,025.15万元（主要为郑州及兰州生物药厂的土地及厂房）尚未办妥产权证明。近年公司由于经营需要，持续推进三大业务板块的重点项目建设，使得在建工程呈不断上升趋势，其中2013年末在建工程账面价值较2012年末增长915.18%，主要系公司非公开发行股票募集资金到账，加大项目建设力度所致。公司无形资产主要为土地使用权、专利和非专利技术，2014年末公司无形

资产账面价值较2013年末增长51.01%，主要系胜利生物新纳入公司合并范围所致。

总体来看，近年公司资产规模逐年增长，流动资产占比逐年下降，存货逐渐增多，存在一定跌价风险。

表22 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2015年6月		2014年		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	31,239.14	7.28%	38,985.54	9.11%	95,412.49	25.71%	54,332.40	18.07%
应收账款	67,572.45	15.74%	24,237.16	5.66%	40,442.80	10.90%	35,995.82	11.97%
存货	60,373.53	14.06%	77,469.23	18.10%	47,255.12	12.73%	39,248.82	13.05%
流动资产合计	191,548.87	44.62%	205,912.24	48.12%	206,252.76	55.57%	161,401.75	53.68%
长期股权投资	40,751.61	9.49%	40,540.99	9.47%	38,487.44	10.37%	39,870.94	13.26%
固定资产	117,004.93	27.25%	106,606.68	24.91%	70,716.26	19.05%	71,951.50	23.93%
在建工程	33,468.76	7.80%	28,440.91	6.65%	22,124.23	5.96%	2,179.33	0.72%
无形资产	32,252.90	7.51%	32,538.00	7.60%	21,546.33	5.80%	18,319.97	6.09%
非流动资产合计	237,779.55	55.38%	222,036.87	51.88%	164,922.86	44.43%	139,295.47	46.32%
资产总计	429,328.42	100.00%	427,949.11	100.00%	371,175.61	100.00%	300,697.22	100.00%

资料来源：公司2012-2014年审计报告及2015年半年度报告，鹏元整理

资产运营效率

近年公司净营业周期有所延长，资产周转效率有所降低

2014年，公司加大应收账款管理力度，及时催收欠款，应收账款周转效率加快，周转天数有所下降。随着业务扩张需要以及为降低市场行情波动风险提前备货，2014年公司存货周转效率大幅下降，周转天数大幅上升。在上述因素的共同作用下，公司净营业周期有所延长。

由于存货、在建工程和固定资产规模大幅增长，公司资产规模增速较快，但目前在建项目和固定资产均未能完全投入生产，因此近年公司营业收入增速低于资产增速，受此影响公司2012-2014年总资产周转天数分别为336.10天、332.27天和356.45天，资产周转效率有所下降。

表23 公司主要资产周转情况（单位：天）

项目	2014年	2013年	2012年
应收账款周转天数	30.91	38.92	30.82

存货周转天数	73.15	56.51	62.50
应付账款周转天数	31.25	29.00	30.92
净营业周期	72.82	66.42	62.40
流动资产周转天数	183.85	181.82	176.47
固定资产周转天数	79.09	70.55	84.10
总资产周转天数	356.45	332.27	336.10

资料来源：公司2012-2014年审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司营业收入增长较快，主营业务盈利能力较强

公司主要从事兽用生物制品、饲料、兽用化药的生产销售及饲料相关产品贸易等业务。公司凭借技术研发实力及品牌优势，产品市场占有率高，近年营业收入增长较快，利润也随之增加。2012-2014年，公司营业收入年复合增长率为13.93%。2015年1-6月，公司营业收入同比增长32.12%。

受益于政府招标及行业竞争优势，公司生物制品毛利率较高，是公司的主要利润来源。但受市场行情波动影响，公司业务板块结构不断调整，其中贸易板块所占营业收入的比重逐年上升，从而导致公司综合毛利率逐年下降。

2014年投资收益对公司利润影响较大，占营业利润的34.87%，主要系公司处置厦门金达威集团股份有限公司股权获取收益所致，该投资收益不具有持续性。

公司营业收入增长的同时，期间费用也不断增加，2012-2014年期间费用年复合增长率为13.54%，尽管公司期间费用规模不断增长，但同时公司营业收入规模增长更快，使得近年公司期间费用率略有下降。

综上，公司主营业务保持稳定增长态势，净利润水平逐年提升。但我们也关注到，公司生物制品板块受产品价格波动和政府招标政策影响较大，2014年以来毛利率略有下滑，对利润造成一定影响。

表24 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2015年1-6月	2014年	2013年	2012年
营业收入	208,823.51	403,544.13	363,975.10	310,899.25
投资收益	2,710.53	11,245.59	3,945.32	4,143.49
营业利润	17,995.37	32,247.24	29,231.17	28,339.88
营业外收入	254.46	1,120.47	845.32	1,103.77
利润总额	18,199.00	33,227.76	29,754.37	29,017.33
净利润	15,398.53	28,372.20	24,728.40	24,258.88

综合毛利率	22.85%	23.95%	24.30%	26.72%
期间费用率	15.12%	18.30%	16.80%	18.43%
总资产回报率	-	8.66%	9.17%	10.21%

资料来源：公司2012-2014年审计报告及2015年半年度报告，鹏元整理

现金流

公司经营性业务资金回笼情况良好，经营活动现金生成能力不断增强

公司经营性业务资金回笼状况较好，2012-2014年及2015年1-6月的收现比分别为0.97、1.06、1.15和0.78。其中2015年1-6月收现比较低，主要系政府采购强制免疫疫苗资金尚未结算所致。2013年，公司经营活动产生的现金流量净额较2012年大幅增长，主要系公司销售收入同比增长以及公司加大对客户的回款力度所致。2015年1-6月，公司经营活动产生的现金流量净额为负，主要系公司业务的季节性和销售回款模式的特殊性所致。

2012-2014年公司投资活动现金流入规模较小，投资活动现金支出较多，主要系公司加快业务板块内重点项目建设投资所致，此外2014年购买20,010万元国债逆回购产品。2015年1-6月，公司收回了国债逆回购产品的本金及收益，导致投资活动产生的现金流量净额为正。

公司筹资活动现金流入主要系非公开发行股票募集资金、股东借款和银行借款等，筹资活动现金流出主要系偿还债务本息以及支付股利。

表25 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015年1-6月	2014年	2013年	2012年
净利润	15,398.53	28,372.20	24,728.40	24,258.88
非付现费用	6,737.97	14,741.95	9,903.38	9,463.18
非经营损益	-2,328.55	-10,551.35	-2,647.46	-3,111.54
FFO	19,807.96	32,562.80	31,984.32	30,610.51
营运资本变化	-31,958.65	-3,800.56	-6,664.80	-34,080.25
其中：存货减少（减：增加）	17,033.14	-29,872.54	-8,101.50	553.55
经营性应收项目的减少（减：增加）	-33,321.29	-2,104.09	814.15	91,567.78
经营性应付项目的增加（减：减少）	-15,670.50	28,176.08	622.55	-126,201.57
经营活动产生的现金流量净额	-12,150.69	28,762.24	25,319.52	-3,469.74
投资活动产生的现金流量净额	6,354.30	-56,387.13	-27,937.59	-11,441.17
筹资活动产生的现金流量净额	-1,897.62	-29,113.05	43,698.21	-5,819.16
现金及现金等价物净增加额	-7,694.01	-56,580.19	41,080.09	-20,731.59

资料来源：公司2012-2014年审计报告及2015年半年度报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司资产负债率不高，偿债压力不大

受2013年公司非公开发行股票募集资金影响，公司实收资本和资本公积大幅增加，随着未分配利润的逐年增多，公司所有者权益不断增加。截至2015年6月末，公司所有者权益合计322,776.95万元，较2012年末增长46.52%。随着公司业务规模不断扩大，资金需求不断增加，公司负债规模也呈现增长趋势，截至2015年6月末，公司负债总额为106,551.47万元，较2012年末增长32.52%。近年公司负债与所有者权益比率小幅下降，截至2015年6月末，公司负债与所有者权益比率为33.01%，所有者权益对负债的覆盖程度较高。

表26 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2015年6月	2014年	2013年	2012年
负债总额	106,551.47	111,101.78	85,397.95	80,401.98
所有者权益	322,776.95	316,847.33	285,777.67	220,295.23
负债与所有者权益比率	33.01%	35.06%	29.88%	36.50%

资料来源：公司2012-2014年审计报告及2015年半年度报告，鹏元整理

从负债结构来看，公司负债绝大部分为流动负债，主要由短期借款、应付账款、预收款项、应付职工薪酬和其他应付款构成。短期借款为信用借款，金额不大；应付账款主要系应付的采购款，随着近年公司订单的增加，所购买原材料和相应工程增加，使得应付账款随之增加，且近年账龄1年以内的应付账款占比均在95%以上；预收款项主要系产品市场行情变动较大或供小于求时，客户提前预定以保障价格稳定。2014年预收款项金额较2013年末增加148.17%，主要系当年氨基酸市场行情较好，客户提前预定所致。公司应付职工薪酬主要系应付员工的工资、奖金、津贴和补贴，2014年应付职工薪酬增长主要系胜利生物新纳入合并范围所致。其他应付款主要是计提的技术服务费和业务员费用、子公司胜利生物应付原控股股东山东胜利股份有限公司的款项及部分与关联方的往来款。

截至2015年6月末，公司有息负债均为短期借款，余额8,283.89万元，占负债总额的比例为7.77%，规模不大。

总体来看，随着公司业务规模的扩大，公司短期债务有所增加，但公司整体负债规模不大。

表27 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2015年6月		2014年		2013年		2012年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	8,283.89	7.77%	2,000.00	1.80%	6,500.00	7.61%	2,000.00	2.49%

应付账款	22,838.79	21.43%	21,176.43	19.06%	16,950.18	19.85%	20,953.76	26.06%
预收款项	12,357.12	11.60%	22,673.86	20.41%	9,136.27	10.70%	8,148.40	10.13%
应付职工薪酬	10,972.71	10.30%	11,919.59	10.73%	9,418.74	11.03%	10,510.98	13.07%
其他应付款	35,155.95	32.99%	35,575.72	32.02%	29,049.69	34.02%	26,709.51	33.22%
流动负债合计	101,901.72	95.64%	106,435.93	95.80%	78,195.49	91.57%	71,070.47	88.39%
非流动负债合计	4,649.75	4.36%	4,665.84	4.20%	7,202.45	8.43%	9,331.51	11.61%
负债合计	106,551.47	100.00%	111,101.78	100.00%	85,397.95	100.00%	80,401.98	100.00%

资料来源：公司2012-2014年审计报告及2015年半年度报告，鹏元整理

从主要偿债指标来看，近年公司资产负债率不高，截至2015年6月末为24.82%。短期偿债指标方面，近年公司流动比率和速动比率随着公司流动负债规模的增加有所下降，截至2015年6月末，公司流动比率和速动比率分别为1.88和1.29，短期偿债指标表现尚可；长期偿债能力指标方面，公司盈利水平的提升使得EBITDA逐年增加，公司有息负债规模总体不大，因此近年EBITDA利息保障倍数均处于较高水平。

表28 公司偿债能力指标

指标名称	2015年6月	2014年	2013年	2012年
资产负债率	24.82%	25.96%	23.01%	26.74%
流动比率	1.88	1.93	2.64	2.27
速动比率	1.29	1.21	2.03	1.72
EBITDA（万元）	24,961.79	48,775.30	39,917.86	38,684.84
EBITDA 利息保障倍数	74.68	35.75	37.73	61.91
有息债务/EBITDA	0.33	0.04	0.16	0.05

资料来源：公司2012-2014年审计报告及2015年半年度报告，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

2012-2014年及2015年1-6月，公司分别实现营业收入310,899.25万元、363,975.10万元、403,544.13万元和208,823.51万元，实现净利润24,258.88万元、24,728.40万元、28,372.20万元和15,398.53万元。公司在生物制品、饲料等业务方面均处于市场领先地位，收入稳步增长，兽药板块通过并购也实现产能和收入的较快增加，公司主营业务收入和利润是本期债券偿债资金的主要来源。此外，截至2015年6月末公司在银行合计拥有授信额度210,000.00万元，剩余可使用授信额度170,600.39万元，能为本期债券的本息偿付提供进一步保障。但我们也关注到，受畜牧业增速放缓影响，兽用生物制品、兽药和饲料等下游行业均受到一定影响，在此背景下公司未来业绩增长也存在一定的不确定性；此外，未来政

府在生物制品采购政策上的改变也可能会对公司业绩产生一定冲击。需关注以上因素给公司偿债能力带来的影响。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项 目	2015年6月	2014年	2013年	2012年
流动资产：				
货币资金	31,239.14	38,985.54	95,412.49	54,332.40
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.87	0.87	0.87	0.87
应收票据	975.16	2,766.95	1,861.13	392.87
应收账款	67,572.45	24,237.16	40,442.80	35,995.82
预付款项	19,274.65	22,860.41	12,392.81	20,318.05
其他应收款	12,113.07	15,638.94	8,887.54	11,112.92
存货	60,373.53	77,469.23	47,255.12	39,248.82
其他流动资产	0.00	23,953.14	0.00	0.00
流动资产合计	191,548.87	205,912.24	206,252.76	161,401.75
非流动资产：				
可供出售金融资产	3,498.28	3,378.54	3,375.15	45.42
长期股权投资	40,751.61	40,540.99	38,487.44	39,870.94
投资性房地产	23.36	24.13	25.67	27.22
固定资产	117,004.93	106,606.68	70,716.26	71,951.50
在建工程	33,468.76	28,440.91	22,124.23	2,179.33
固定资产清理	0.00	0.00	0.76	0.00
无形资产	32,252.90	32,538.00	21,546.33	18,319.97
开发支出	3,355.06	2,848.49	1,855.38	1,475.38
商誉	0.00	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	1,483.88	1,651.20	1,608.18	203.93
递延所得税资产	5,940.77	6,007.92	5,183.46	5,221.78
非流动资产合计	237,779.55	222,036.87	164,922.86	139,295.47
资产总计	429,328.42	427,949.11	371,175.61	300,697.22
流动负债：				
短期借款	8,283.89	2,000.00	6,500.00	2,000.00
应付票据	4,793.50	9,821.28	5,329.20	1,165.00
应付账款	22,838.79	21,176.43	16,950.18	20,953.76
预收款项	12,357.12	22,673.86	9,136.27	8,148.40
应付职工薪酬	10,972.71	11,919.59	9,418.74	10,510.98
应交税费	1,538.92	2,213.00	785.27	907.24
应付利息	0.00	126.27	408.35	84.77
应付股利	5,960.83	929.78	617.80	590.80
其他应付款	35,155.95	35,575.72	29,049.69	26,709.51

流动负债合计	101,901.72	106,435.93	78,195.49	71,070.47
非流动负债：				
专项应付款	2,682.92	2,682.92	6,870.14	9,331.51
递延收益	1,874.20	1,890.30	332.32	0.00
递延所得税负债	92.63	92.63	0.00	0.00
非流动负债合计	4,649.75	4,665.84	7,202.45	9,331.51
负债合计	106,551.47	111,101.78	85,397.95	80,401.98
所有者权益：				
股本	42,980.00	42,980.00	42,980.00	39,000.00
资本公积	91,618.47	91,618.47	88,995.14	43,907.73
其它综合收益	158.83	43.98	40.59	20.36
盈余公积	23,760.94	23,760.94	23,760.94	23,760.94
未分配利润	132,372.86	126,669.36	104,723.34	88,947.44
归属于母公司所有者权益合计	290,891.10	285,072.75	260,500.01	195,636.47
少数股东权益	31,885.85	31,774.58	25,277.66	24,658.77
所有者权益合计	322,776.95	316,847.33	285,777.67	220,295.23
负债和所有者权益总计	429,328.42	427,949.11	371,175.61	300,697.22

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及 2015 年半年度报告，鹏元整理

附录二 合并利润表（单位：万元）

项 目	2015年1-6月	2014年	2013年	2012年
一、营业总收入	208,823.51	403,544.13	363,975.10	310,899.25
其中：营业收入	208,823.51	403,544.13	363,975.10	310,899.25
二、营业总成本	193,538.67	382,542.47	338,689.25	286,702.85
其中：营业成本	161,100.22	306,903.36	275,533.42	227,818.43
营业税金及附加	545.99	1,226.63	1,200.56	1,172.24
销售费用	17,049.71	41,168.09	34,274.61	30,821.67
管理费用	14,248.67	32,300.42	26,533.80	26,810.08
财务费用	284.67	385.25	348.87	-340.06
资产减值损失	309.41	558.72	798.00	420.48
加：投资收益（损失以“-”号填列）	2,710.53	11,245.59	3,945.32	4,143.49
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	2,433.43	5,581.15	3,355.32	3,334.38
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	17,995.37	32,247.24	29,231.17	28,339.88
加：营业外收入	254.46	1,120.47	845.32	1,103.77
其中：非流动资产处置利得	1.83	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	50.83	139.95	322.12	426.32
其中：非流动资产处置损失	31.99	93.19	204.07	308.77
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	18,199.00	33,227.76	29,754.37	29,017.33
减：所得税费用	2,800.47	4,855.56	5,025.97	4,758.45
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	15,398.53	28,372.20	24,728.40	24,258.88
归属于母公司所有者的净利润	14,514.40	29,037.72	23,575.90	23,455.52
少数股东损益	884.13	-665.52	1,152.50	803.36

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及 2015 年半年度报告，鹏元整理

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项 目	2015年1-6月	2014年	2013年	2012年
一、经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	162,834.75	462,986.17	385,717.43	302,857.02
收到的税费返还	334.91	103.13	139.52	31.39
收到其他与经营活动有关的现金	1,916.29	7,959.66	3,646.32	5,682.88
经营活动现金流入小计	165,085.95	471,048.96	389,503.27	308,571.29
购买商品、接受劳务支付的现金	120,862.24	328,226.97	270,207.06	208,990.28
支付给职工以及为职工支付的现金	21,239.38	44,373.09	38,419.59	34,458.09
支付的各项税费	12,030.73	21,470.12	21,642.07	20,439.78
支付其他与经营活动有关的现金	23,104.30	48,216.55	33,915.02	48,152.88
经营活动现金流出小计	177,236.64	442,286.72	364,183.75	312,041.02
经营活动产生的现金流量净额	-12,150.69	28,762.24	25,319.52	-3,469.74
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金		6,315.69	590.00	-
取得投资收益收到的现金	2,217.92	2,382.21	1,429.32	1,429.32
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	38.45	85.71	7.98	1,875.89
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	-	-	-	50.02
收到其他与投资活动有关的现金	20,274.00	-	-	4,115.93
投资活动现金流入小计	22,530.37	8,783.61	2,027.30	7,471.17
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	15,509.18	39,278.98	26,559.97	18,849.97
投资支付的现金	666.89	-	3,404.92	-
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	5,881.75	-	-
支付其他与投资活动有关的现金	-	20,010.00	-	62.36
投资活动现金流出小计	16,176.07	65,170.73	29,964.89	18,912.34
投资活动产生的现金流量净额	6,354.30	-56,387.13	-27,937.59	-11,441.17
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	-	-	47,221.53	3,200.00
取得借款收到的现金	5,000.00	14,500.00	31,700.00	16,100.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	7,700.00	4,000.00	5,000.00
筹资活动现金流入小计	5,000.00	22,200.00	82,921.53	24,300.00
偿还债务支付的现金	2,000.00	19,000.00	27,200.00	14,100.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4,771.35	8,283.00	8,978.33	16,013.16
支付其他与筹资活动有关的现金	126.27	24,030.04	3,045.00	6.00

筹资活动现金流出小计	6,897.62	51,313.05	39,223.33	30,119.16
筹资活动产生的现金流量净额	-1,897.62	-29,113.05	43,698.21	-5,819.16
四、汇率变动对现金的影响	-	157.74	-0.05	-1.52
五、现金及现金等价物净增加额	-7,694.01	-56,580.19	41,080.09	-20,731.59
加：期初现金及现金等价物余额	38,832.30	95,412.49	54,332.40	75,063.98
六、期末现金及现金等价物余额	31,138.29	38,832.30	95,412.49	54,332.40

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及 2015 年半年度报告，鹏元整理

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2015年1-6月	2014年	2013年	2012年
净利润：	15,398.53	28,372.20	24,728.40	24,258.88
加：资产减值准备	309.41	558.72	798.00	420.48
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,081.96	11,908.57	7,335.86	7,387.42
无形资产摊销	1,179.27	1,956.38	1,521.23	1,487.78
长期待摊费用摊销	167.33	318.27	248.30	167.49
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	30.16	61.75	201.45	197.95
财务费用	284.67	1,364.31	1,058.10	624.82
投资损失	-2,710.53	-11,245.59	-3,945.32	-4,143.49
递延所得税资产减少	67.15	-824.46	38.31	209.18
递延所得税负债增加		92.63		
存货的减少（增加以“-”号填列）	17,033.14	-29,872.54	-8,101.50	553.55
经营性应收项目的减少（增加以“-”号填列）	-33,321.29	-2,104.09	814.15	91,567.78
经营性应付项目的增加（减少以“-”号填列）	-15,670.50	28,176.08	622.55	-126,201.57
经营活动产生的现金流量净额	-12,150.69	28,762.24	25,319.52	-3,469.74

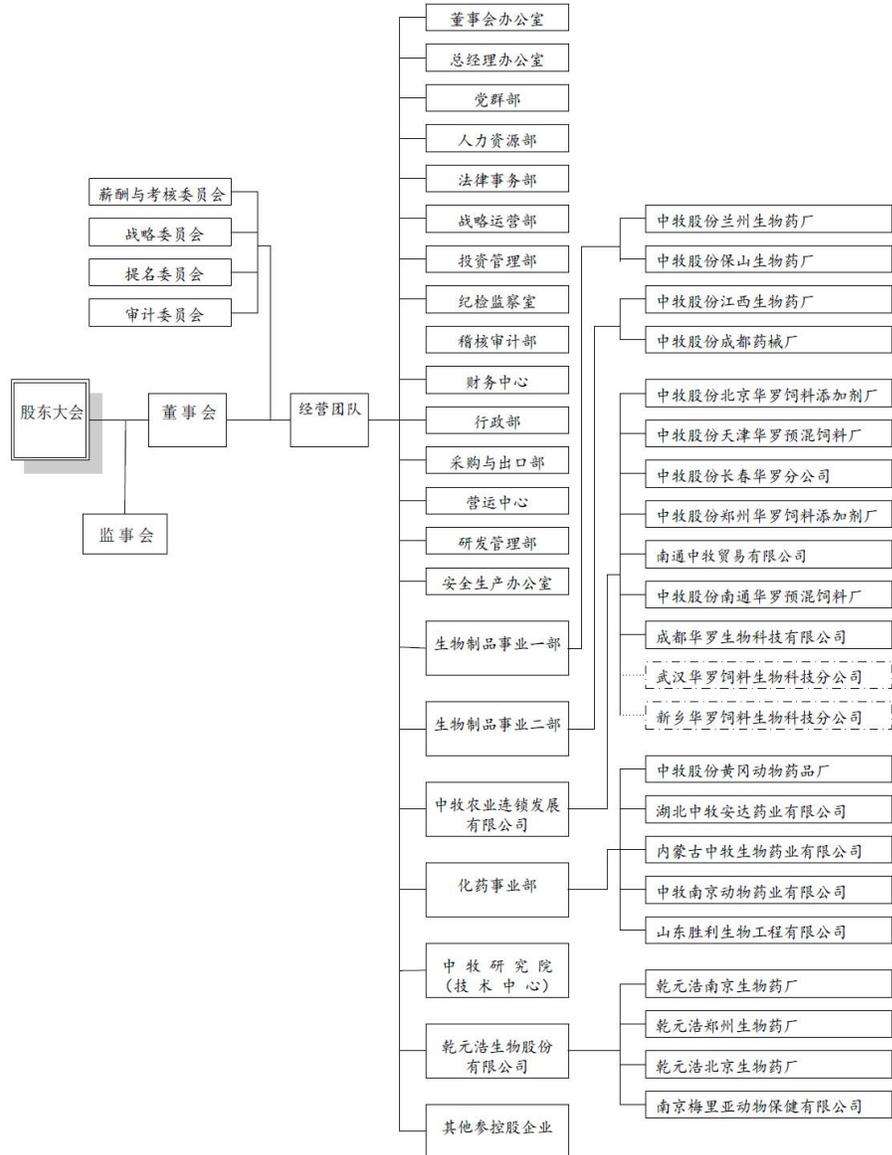
资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及 2015 年半年度报告，鹏元整理

附录四 主要财务指标表

项目	2015年6月	2014年	2013年	2012年
有息负债（万元）	8,283.89	2,000.00	6,500.00	2,000.00
资产负债率	24.82%	25.96%	23.01%	26.74%
流动比率	1.88	1.93	2.64	2.27
速动比率	1.29	1.21	2.03	1.72
综合毛利率	22.85%	23.95%	24.30%	26.72%
总资产回报率	4.32%	8.66%	9.17%	10.21%
EBITDA（万元）	24,961.79	48,775.30	39,917.86	38,684.84
EBITDA 利息保障倍数	74.68	35.75	37.73	61.91

资料来源：公司 2012-2014 年审计报告及 2015 年半年度报告，鹏元整理

附录五 截至 2015 年 6 月 30 日公司组织架构



资料来源：公司提供

附录六 主要财务指标计算公式

资产运营效率	固定资产周转率（次）	营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2]
	应收账款周转率	营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2]
	存货周转率	营业成本/[（期初存货+期末存货）/2]
	应付账款周转率	营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2]
	净营业周期（天）	应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数
	总资产周转率（次）	营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2]
盈利能力	综合毛利率	（营业收入-营业成本）/营业收入×100%
	销售净利率	净利润/营业收入×100%
	净资产收益率	净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100%
	总资产回报率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100%
	管理费用率	管理费用/营业收入×100%
	销售费用率	销售费用/营业收入×100%
现金流	EBIT	利润总额+计入财务费用的利息支出
	EBITDA	EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	利息保障倍数	EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额/资产总额×100%
	流动比率	流动资产合计/流动负债合计
	速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
	长期有息债务	长期借款+应付债券
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	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	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	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	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	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。本评级机构将在发行人年度报告披露后2个月内披露定期跟踪评级结果。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行

分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站(www.pyrating.cn)、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。