

江西正邦科技股份有限公司

2012 年公司债券 2017 年跟踪 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评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人員已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象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。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。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证券信用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【40】号 01

债券剩余规模：
11,688.63 万元

债券到期日期：2018 年
03 月 07 日

债券偿还方式：每年付
息一次，到期一次还本，
附第 3 年末公司上调票
面利率选择权及投资者
回售选择权

分析师

姓名：
蒋志超 王一峰

电话：
0755-8287 1651

邮箱：
jiangzhch@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
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

江西正邦科技股份有限公司 2012 年公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA-
发行主体长期信用等级	AA	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017 年 5 月 2 日	2016 年 5 月 19 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对江西正邦科技股份有限公司（以下简称“正邦科技”或“公司”）及其 2013 年 03 月 07 日发行的 5.5 亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级上调为 AA，发行主体长期信用等级上调为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司饲料生产和生猪养殖规模均处于行业前列，公司生猪养殖业务经营状况较好，带动公司盈利能力大幅提升；2016 年公司成功定向增发有效提升了公司资本实力，资本结构有所优化。同时也关注到，公司未来盈利能力易受生猪市场价格影响，存在一定的不确定性；公司生猪养殖业务产能利用率较低，在建扩产项目较多，产能消化风险持续存在；公司加速推进养殖业农户合作模式，未来可能存在猪价倒挂的风险；公司有息债务规模较大且存在集中偿付压力等风险因素。

正面：

- 公司饲料生产和生猪养殖规模均较大，位于行业前列。公司 2016 年饲料销量为 537.01 万吨，生猪出栏量为 226.45 万头，饲料销量和生猪出栏规模均在同行业上市公司排名前四。
- 公司生猪养殖业务经营状况向好，带动公司盈利能力大幅提升。受原材料成本下降，仔猪、育肥猪等销售均价大幅提升等因素影响，公司养殖业务盈利能力大幅提升，拉动公司业绩好转。2016 年公司实现营业利润 99,945.87 万元，同比增长 255.44%，综合毛利率由 2015 年的 9.28% 提升至 13.79%。

- **2016 年公司成功定向增发，资本实力提升显著，资本结构有所优化。**2016 年，公司通过定向增发新股募资 166,117.85 万元，2016 年末公司所有者权益同比增长 75.10%至 621,911.37 万元，资本实力显著增强；资产负债率由 2015 年末的 63.62%下降至 2016 年末的 49.27%，资本结构有所优化。

关注：

- **公司未来盈利能力易受生猪市场价格影响，存在一定不确定性。**公司饲料业务盈利能力与生猪养殖行业存在较大关联性，养殖业务易受生猪市场价格影响波动，未来盈利能力存在一定不确定性。
- **2016 年公司生猪养殖业务产能利用率仍然较低，公司在建扩产项目较多，产能消化风险持续存在。**截至 2016 年末，公司养殖设计产能达到约 362 万头，该产能相比 2016 年生猪出栏量 226.45 万头仍显过剩。截至 2017 年 3 月末，公司在建扩产项目预计新增养殖产能 174.80 万头，后续若该等产能均能顺利落实，公司面临的产能消化风险将持续存在。
- **公司加速推进养殖业农户合作模式，未来可能存在猪价倒挂的风险。**公司目前在全国范围内推行“公司+农户”合作模式，当肥猪市场价格低于公司预定的回收价格时，猪价倒挂的市场风险可能使公司面临一定的损失。
- **公司有息债务规模较大，存在较大的集中偿付压力。**截至 2017 年 3 月末，公司有息债务规模为 380,850.50 万元，占负债总额比重为 62.29%。从偿付计划来看，2017 年和 2018 年需偿付有息债务分别为 227,265.26 万元和 140,492.15 万元，公司存在较大的集中偿付压力。

主要财务指标：

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
资产总额（万元）	1,246,226.92	1,225,894.79	976,351.60	731,195.57
所有者权益合计（万元）	634,834.68	621,911.37	355,173.26	276,075.57
资产负债率	49.06%	49.27%	63.62%	66.89%
有息债务（万元）	380,850.50	360,474.09	388,082.55	303,495.95
流动比率	1.27	1.14	1.05	0.86
速动比率	0.64	0.68	0.67	0.36
营业收入（万元）	462,180.19	1,892,014.48	1,641,626.72	1,648,354.78
营业利润（万元）	12,795.85	99,945.87	28,118.78	2,389.49

营业外收入（万元）	1,799.50	15,505.36	11,903.09	9,603.00
利润总额（万元）	13,309.26	107,116.71	36,806.31	6,666.09
综合毛利率	12.18%	13.79%	9.28%	5.79%
总资产回报率	-	11.35%	6.62%	3.77%
EBITDA（万元）	-	176,369.38	97,921.44	57,691.23
EBITDA 利息保障倍数	-	9.73	4.42	2.69
经营活动产生的现金流量净额（万元）	-38,164.69	169,094.50	73,496.88	59,395.94

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年一季报，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2012]1616”号文核准，公司于2013年03月07日发行5.5亿元公司债券，票面利率为5.69%。

本期债券期限为5年，于2018年03月07日到期，采用单利按年计算，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。本期债券附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权，第三年末公司选择维持票面利率5.69%不变。2016年3月7日本期债券已回售本金43,311.37万元，剩余本金11,688.63万元。截至2017年3月末，本期债券累计发生的还本付息情况如下表所示：

表1 截至2017年3月末本期债券累计发生的还本付息情况（单位：万元）

本息兑付日期	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2014年3月7日	0.00	3,129.50	55,000.00
2015年3月9日	0.00	3,129.50	55,000.00
2016年3月7日	43,311.37	3,129.50	11,688.63
2017年3月7日	0.00	665.08	11,688.63

注：因2015年3月7日为法定节假日，故顺延至3月9日付息。

资料来源：公司提供

本期债券募集资金计划用于偿还银行贷款及补充流动资金，已使用完毕。

二、发行主体概况

2016年公司共增加股本161,869.92万元，截至2017年3月末，公司注册资本和实收资本均变更为229,075.72万元2016年股本变更情况如下：

表2 跟踪期内公司股本变动情况（单位：万股）

股份变动日期	变更事项简述	变更前总股本	变更后总股本
2016年3月31日	回购注销于2015年5月25日授予的限制性股票370,000股。	67,205.80	67,168.80
2016年9月8日	公司以总股本671,489,047股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增20股。	67,168.80	201,446.71
2016年12月26日	2016年公司完成向7名认购对象非公开发行新股276,290,032股。	201,446.71	229,075.72

注：上表只列示部分引起总股本变动事项，部分减资、流通股与限售股变动事项未列示。

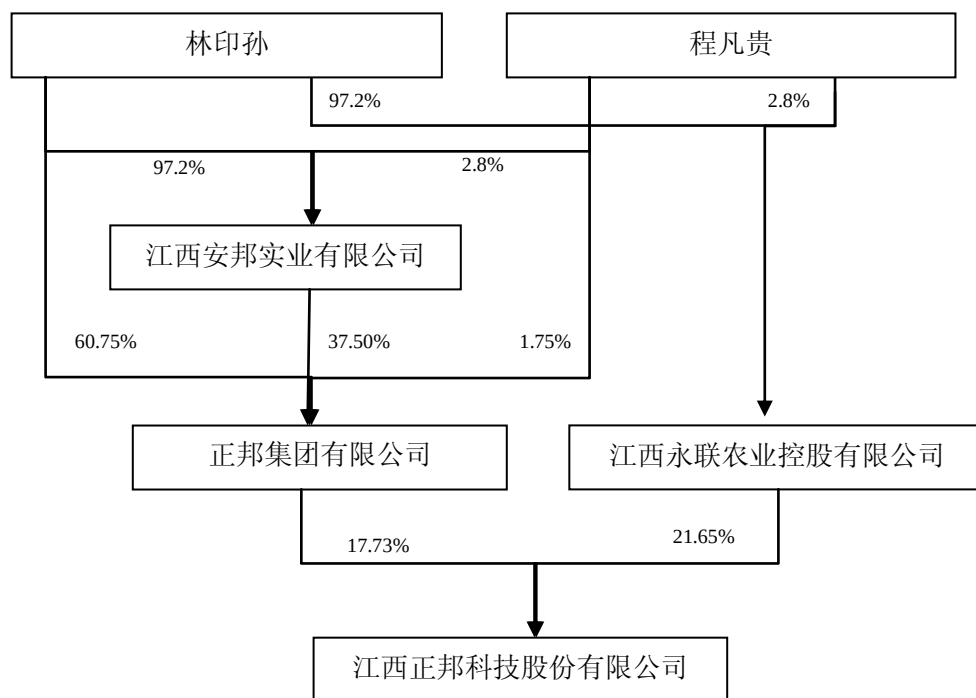
资料来源：巨潮资讯网，鹏元整理

2016年，公司控股股东正邦集团有限公司（以下简称“正邦集团”，林印孙对正邦集团控股97.20%）于2015年非公开发行的可交换债券自2016年5月26日进入换股期，截至2016年7月19

日，可交换公司债券已全部换股，换股完成后正邦集团持有公司136,738,226股，占公司总股本的20.36%。另外，公司于2016年成功定向增发的276,290,032股，定向增发新股使得正邦集团持有公司的股份减少至2017年3月末的17.73%，江西永联农业控股有限公司（以下简称“江西永联”，林印孙对江西永联控股97.2%）成为公司第一大股东。2016年6月27日，正邦集团与江西永联签订了控股权协议，江西永联同意对公司享有的所有表决权均按正邦集团指示行使。因此，公司控股股东未发生变化。

截至2017年3月末，公司控股股东及实际控制人未发生变化，控股股东仍为正邦集团有限公司，持有公司17.73%股份，实际控制人仍为自然人林印孙先生。公司产权及实际控制关系如下图所示。

图1 截至2017年3月末公司产权及实际控制关系



资料来源：公司提供

2016年纳入合并财务报表范围的主体与2015年相比，增加26家减少9家，新增子公司均为本期新设，减少子公司多为产能落后的饲料企业，增减企业的相关情况如附录五所示。

截至2016年末，公司资产总额为1,225,894.79万元，所有者权益合计621,911.37万元，资产负债率为49.27%。2016年度，公司实现营业收入1,892,014.48万元，利润总额107,116.71万元，经营活动产生的现金净流入169,094.50万元。

截至2017年3月31日，公司资产总额为1,246,226.92万元，所有者权益合计634,834.68万元，资产负债率为49.06%。2017年1-3月，公司实现营业收入462,180.19万元，利润总额13,309.26万

元，经营活动产生的现金净流出38,164.69万元。

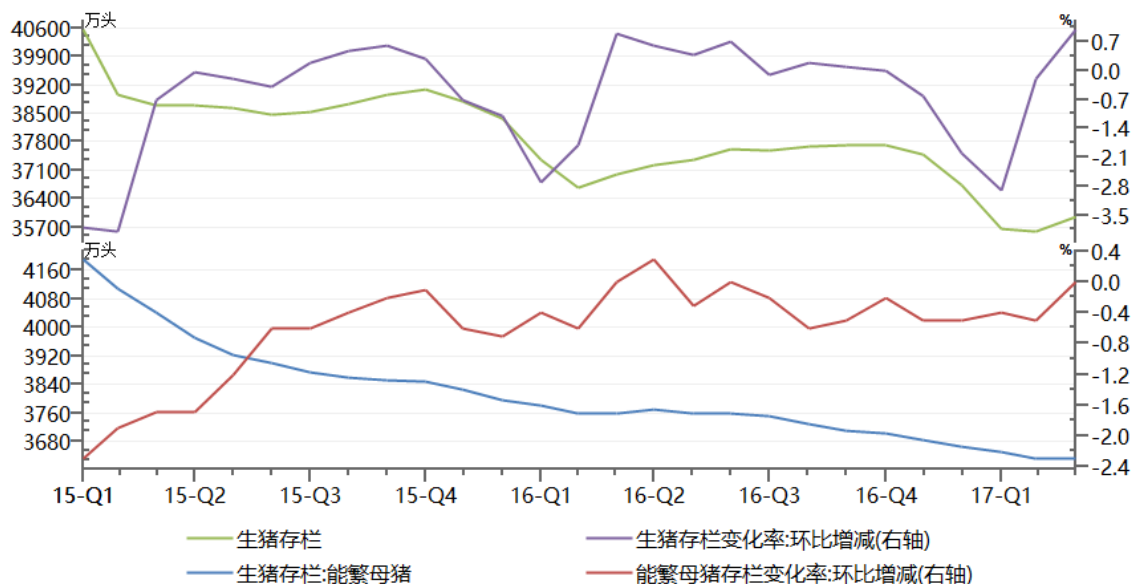
三、运营环境

近年能繁母猪存栏量持续回落，生猪存栏量有所波动但仍处于历史低位，猪饲料行业需求不振，政策倾斜下大型饲料生产企业有望受益

猪饲料的需求量与生猪存栏量的水平密切相关，而后者受能繁母猪存栏量的影响较大。本轮能繁母猪处于繁殖周期的淘汰高峰期，自然淘汰力度的加大限制了能繁母猪存栏量的增加。另一方面，2015年以来，《新环保法》、水十条、土十条等政策法规陆续实施，在环保监管趋严的背景下，淘汰中小养殖户的同时也直接限制了补栏基数。因此，近年能繁母猪存栏量呈现持续回落的态势。根据Wind资讯数据，截至2017年3月末，能繁母猪存栏量持续42个月下滑，存栏量从最高峰的5,078万头下降到2017年3月末的3,633.00万头，降幅达到39.77%。不过受益于规模化养殖扩产的增加，能繁母猪存栏量降幅有所缩窄，2017年3月环比与上月持平，在连续多个月环比下降后开始出现企稳迹象，未来能繁母猪存栏量有望企稳回升。

2016年，我国生猪存栏量经历了先上涨后下跌的态势，环保落后的中小养殖户补栏受阻，生猪存栏增量主要来自规模化大型养殖企业。以国内生猪养殖龙头温氏股份为例，根据公开数据，温氏股份2016年生猪出栏量为1,713万头，同比增长11.57%，牧原股份作为国内规模较大的自繁自养一体化养殖企业，2016年生猪出栏量为311.39万头，同比增长62.26%。能繁母猪存栏量的持续回落对生猪存栏量的恢复仍有所拖累，截至2017年3月末，我国生猪存栏量为35,953.00万头，处于近年来历史地位。国务院2016年12月5日发布《关于印发“十三五”生态环境保护规划的通知》，要求2017年底前完成禁养区猪场的拆迁或关闭。从覆盖区域来看，2017年将会有多达20个省份完成禁养区的清退工作，包括河南、山东、湖北、广东、广西等几个主要的生猪出栏省份，我国生猪供给在2017年仍将难以有效增长。

图 2 能繁母猪存栏量和生猪存栏量环比增减变化情况



资料来源：Wind 资讯

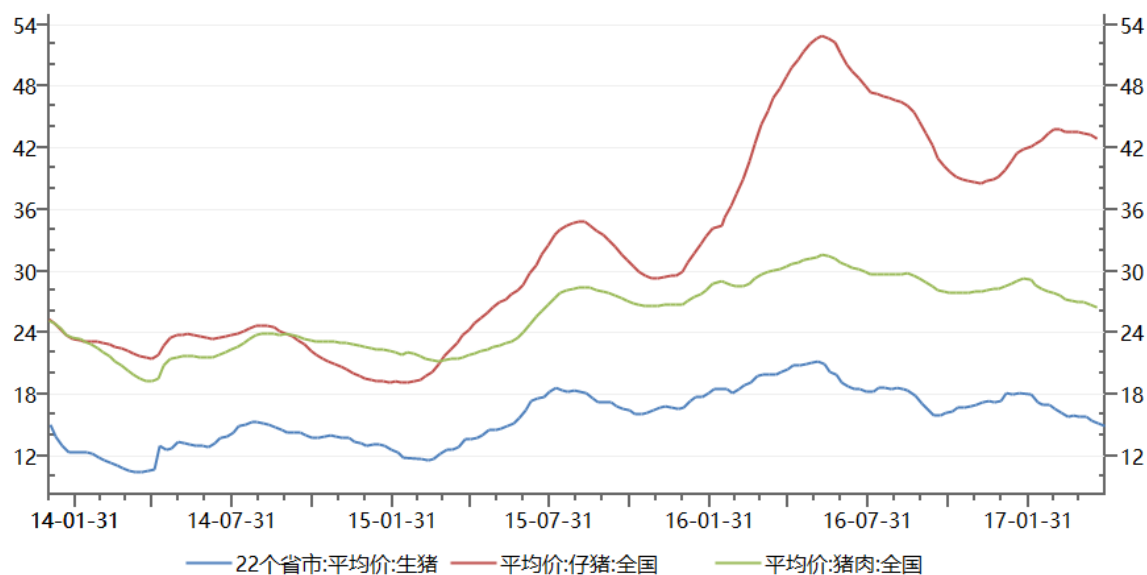
虽然2016年生猪存栏规模有所波动，但整体来看远低于2015年平均水平，猪饲料需求规模不振，行业内企业竞争愈发激烈。受能繁母猪、生猪存栏量处于历史低位影响，未来一段时间内猪饲料需求将进入低速增长期。根据农业部2016年10月14日发布的《全国饲料工业“十三五”发展规划的通知》，2020年猪饲料总产量预计为9,400万吨，较2015年增长约1,000万吨。该通知还指出，到2020年年产100万吨以上的饲料企业集团要达到40个，比2015年增加8家，其饲料产量占全国总产量的比例将达到60%以上，在2015年的基础上提高约9%。《饲料质量安全管理规范》在饲料和饲料添加剂的安全管理上加强了管理力度，随着政策力度偏向规模化企业的倾斜，行业整合将持续进行，行业内部亦将持续分化，未来中小规模的饲料企业将逐步丧失生存空间，规模化饲料企业将面临一定的发展，但饲料需求低速增长背景下，其发展空间仍然有限。另外，湖北、湖南和江西等地水体污染问题突出、生猪养殖量接近土地承载能力，被列为适度发展区，未来上述区域将以控制总量和内部区域调整为主，对该区域内的规模化饲料企业将产生一定不利影响。

环保监察持续高压下生猪供给端持续收缩，生猪价格高位运行；养殖集中度的提升将使得规模化的生猪养殖企业将面临较大发展

受繁殖周期自然淘汰及环保压力的综合影响，近年能繁母猪存栏量持续下降，生猪存栏量创历史新低，生猪价格在2016年波动较大，在震荡上涨后又震荡下降至年初价位，其整体走势大概可以分为四个阶段：第一阶段为1月份至3月份，该阶段受春节效应影响明显，延续了2015年底价格上行趋势；第二阶段为3月中旬至5月末，按照往年情况来看，一般春节效应过后，该阶段处于传统的消费淡季，屠宰企业收猪容易普遍压价，但是2016年该阶段生猪价格在小幅下

探后大幅反弹上涨，2016年6月3日达到年内最高点（21.20元/千克），该价格也是近5年来的历史最高价，带动国内猪肉价格上涨达历史高位（31.56元/千克）。究其原因，一方面，能繁母猪的淘汰加速使得生猪存栏恢复进展缓慢，另一方面，环保政策要求下猪场的不断拆迁造成中小养殖户不敢盲目补栏、大型猪场选址和建设进度亦受到地方政府的较大干预，两种因素叠加导致“猪价涨”和“存栏降”的共存现象。另外，进入3月份以来，2016年仔猪腹泻疫情持续发酵，死亡率大幅上升，加快了生猪价格的上涨；第三阶段为6月底至10月末，因前期生猪存栏从3月起开始缓慢恢复，并且猪价较符合养殖户出栏预期，养殖户出栏有所增加，屠宰场完成收购任务后相继下调收购价格等因素影响，猪肉价格于5月底开始下滑，生猪价格整体承压下行；第四阶段为11月至年末，随着环保收紧导致母猪、生猪存栏持续低迷，猪源供给偏紧，猪肉进入年末春节消费旺季，生猪价格重拾上涨趋势。年后进入传统淡季，猪价有所回落。但值得注意的是，2017年是国务院要求禁养区关闭或搬迁的最后期限，将有多达20多个省份完成禁养区的清退，短期效果将会使得存栏转化为供给，猪价有可能承压，但能繁母猪和生猪存栏量仍处于近年来低位，整体供应不足对猪价上涨将形成有力推势，国内猪价有望整体高价震荡前行。

图3 近年生猪、仔猪与猪肉平均价走势图（单位：元/千克）



资料来源：Wind 资讯

目前国内的生猪养殖产业结构仍然较为落后，2015年前十大养殖企业占全国生猪出栏量比重仅为3%，55%生猪出栏量由年均出栏500头以下的小规模猪场提供，远低于国外标准。农业部2016年4月印发《全国生猪生产发展规划（2016-2020年）》，文件指出我国猪肉产量到2020年将增长至5,760万吨，出栏500头以上规模养殖比重从2014年的42%提升到2020年的52%，标准

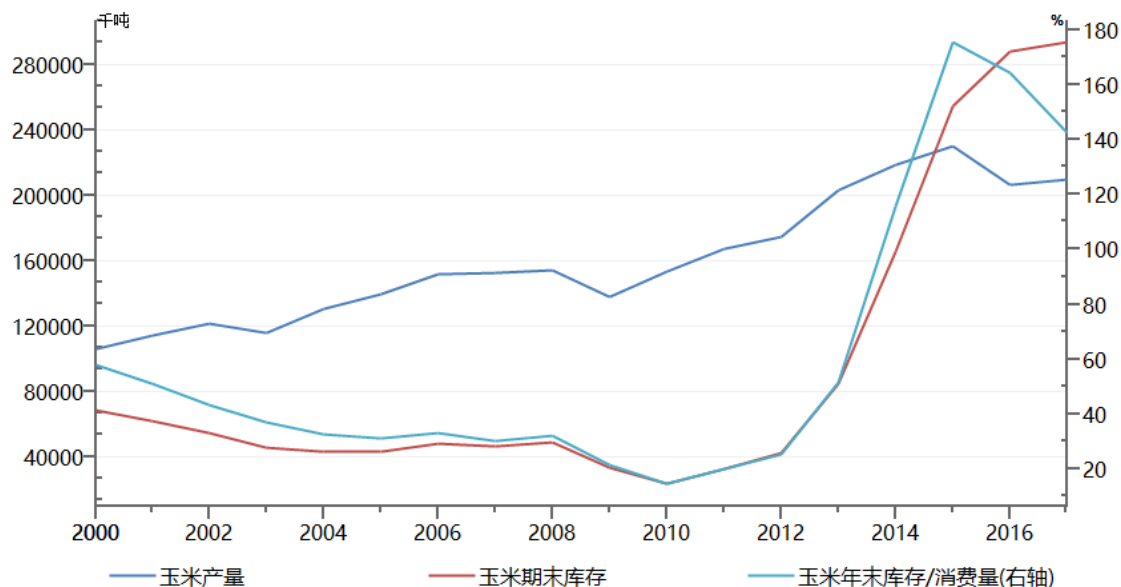
化养殖扶持项目和生猪调出大县奖励政策将得到继续实施，拥有配套母猪场的规模化企业的成本优势有望得到充分体现，未来随着农业供给侧改革的政策向规模化养殖企业的倾斜，规模化养殖企业有望迎来生猪行业的政策红利。

收储政策的取消导致玉米价格下跌，全球大豆市场供过于求，豆粕价格低位运行，饲料成本有所降低

猪饲料成本50%以上为玉米和豆粕的成本，玉米、豆粕价格的变动是影响饲料成本变动的最主要因素。目前我国玉米实行进口玉米配额制度，消费对外依存度很小，基本自给自足。东北地区（含内蒙）是我国最大的商品玉米产地，产量占全国的三成多，2016年3月，东北三省一区玉米收储政策调整为“市场定价、价补分离”的新机制，正式取消了延续8年的收储政策，并建立玉米生产者补贴制度，玉米市场逐步脱离政策指导定价，受此影响，2016年玉米市场价格出现大跌。虽然大范围的收储已取消，但是局部小范围的托市行为仍存在。玉米价格下跌使得农户改种意愿较强，黑龙江、内蒙古等省份陆续发布了玉米生产者补贴制度实施方案，辽宁、内蒙古、吉林等省份也发布玉米深加工企业补贴政策，一系列的深加工补贴、新季玉米种植补贴政策的实施使得玉米产量仍会保持一定的稳定性，短期内玉米价格将保持低位运行。

国内玉米库存高企，2016年末玉米库存总量仍达2.7亿吨左右。2016年10月17日，国务院印发的《全国农业现代化规划（2016—2020年）》强调，将减少玉米种植面积，在五年内，玉米种植面积将逐年削减0.7%，到2020年将降至5亿亩（3,330万公顷）。近年玉米产量基本能覆盖玉米消费量，2017年3月末玉米的库存消费比仍高达142.55%，充裕的库存使得国内玉米供给面继续保持宽松的形势，玉米价格中长期不具备大涨的基础。

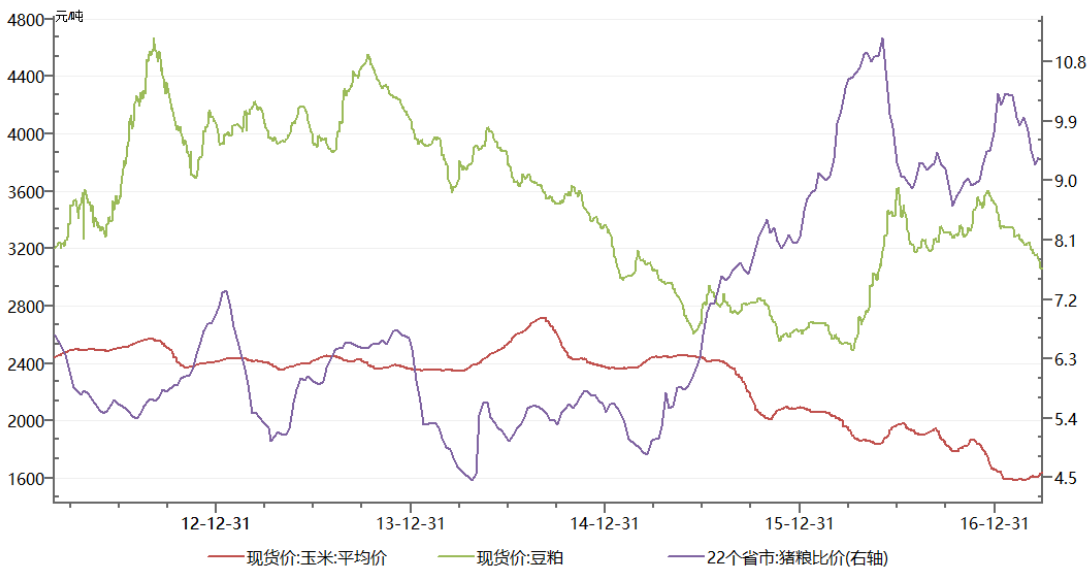
图4 玉米期末库存、产量与消费情况



资料来源：Wind 资讯

大豆方面，我国大豆消费对外依存度约80%，高度依赖进口，国内豆粕价格基本与国际价格同步。2016年，豆粕价格在二季度后有所反弹，但仍受供给充足影响反弹有限，整体呈现震荡走势。根据美国农业部于2017年4月1日发布的数据，美国大豆播种面积预期大幅增加，2017年美国大豆种植面积将达到创纪录的8,950万英亩，同比增加7%。另外，截至2017年3月1日，美国大豆库存总量为17.3亿蒲式耳，同比增加13%，全球供应庞大。美国及全球大豆谷物宽松的格局短期难以改变，预计豆粕价格上行空间有限。

图 5 近年玉米、豆粕价格和猪粮比走势图



资料来源：Wind 资讯

四、经营与竞争

公司已构建了从“饲料→兽药→种猪繁育→商品猪养殖”的一体化产业链，向下游相关产业的延伸有助于公司形成协同效应，提升盈利能力。2016年受益于养殖业的景气度回升带动，公司实现主营业务收入1,887,410.04万元，较2015年增长15.38%，饲料、养殖和农药三类业务收入占比分别为76.91%、17.89%和2.30%，收入结构与2015年变化不大，仍以饲料业和养殖业务为主。

分业务来看，2016年饲料业务因生猪行业景气度回升带动规模化企业销售有所回暖，销售收入有所增加，但因猪饲料需求有限，行业竞争激烈，毛利率同比下降0.58个百分点；养殖业务随着前期育肥猪出栏量的大幅增加、销售均价的持续高位运行以及原材料成本的下降，收入及毛利率较2015年均大幅提升；食品主要为肉制品的销售，生猪价格的上涨使得公司扩大该业

务意愿不强，毛利率有所下降；兽药业务主要以猪、禽用兽药为主，2016 年新增疫苗销售业务，收入有所增长，但毛利率有所下滑，主要原材料成本上涨所致。原料贸易主要为玉米、豆粕的贸易业务，利润空间有限，2016 年公司在增加库存的同时加快该类原材料的周转，毛利率亏损幅度有所收窄。

表 3 2015-2016 年及 2017 年 1-3 月公司主营业务收入构成和毛利率情况（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月		2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
饲料	358,994.35	8.71%	1,451,601.96	7.31%	1,309,623.83	7.89%
养殖	80,595.36	22.65%	337,690.95	38.25%	211,179.84	12.90%
食品	976.87	3.58%	13,844.68	8.15%	11,834.13	11.39%
兽药	4,504.54	52.56%	14,629.34	52.63%	11,041.24	58.22%
农药	15,107.67	28.23%	43,473.00	35.22%	49,562.67	33.10%
原料贸易	2,001.40	5.47%	25,236.87	-0.73%	40,849.54	-8.71%
其他	-	-	933.23	15.59%	1,781.67	-6.62%
主营业务收入合计	462,180.19	12.23%	1,887,410.04	13.74%	1,635,872.91	9.24%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司位列国内猪饲料生产企业第一梯队，2016 年饲料销售收入有所增长，但受行业激烈竞争影响，盈利能力有所弱化

2016 年，漳州年产饲料、预混料 60 万吨（一期工程）42 万吨生产线及重庆大鲸年产 3 万吨饲料生产线投产，公司饲料的单班产能由 2015 年 683 万吨提升至 728 万吨。公司饲料生产规模较大，在 A 股饲料类上市公司排名前四，位列国内饲料生产企业第一梯队，2016 年公司对外销售饲料 537.01 万吨，同比增长 11.17%，实现饲料销售收入 1,451,601.96 万元，同比增长 10.84%。猪饲料成本中玉米占比约为 45%，2016 年玉米收储政策的取消使其价格大跌，豆粕价格虽有所波动，但原材料成本仍呈下降态势。原材料成本下滑，公司饲料销售均价由 2015 年的 2,711.21 元/吨下降至 2,703.12 元/吨，受此影响，2016 年公司饲料业务毛利率下滑 0.58 个百分点至 7.31%。2017 年 1-3 月该业务毛利率提高至 8.77%，主要系原材料价格上涨，饲料销售价格上调幅度大于原材料上涨幅度所致。

表 4 2016 年饲料类上市公司销售情况（单位：万吨、亿元）

公司简称	饲料销量	饲料销售收入	饲料业务毛利率	毛利率同比增加
海大集团	733.00	216.74	9.69%	-1.45%
正邦科技	537.01	145.16	7.31%	-0.58%
通威股份	401.36	138.06	11.83%	-1.60%
大北农	399.78	147.90	22.30%	0.24%
禾丰牧业	215.49	62.14	13.47%	-0.27%

注：因不同公司饲料各品种占比不同，销售均价和毛利率水平均有所差异。

资料来源：上市公司年报，鹏元整理

目前国内饲料行业趋于饱和，未来5年饲料需求将进入低速增长期，公司未来饲料业务将保持稳健发展的总基调。近年公司自用饲料规模随养殖业务的扩张有所增长，未来养殖业务的进一步拓展布局有望更好拉动公司饲料业务发展。

表 5 2015-2016 年及 2017 年 1-3 月公司饲料产能、产量、销量和销售均价情况

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年
单班产能（万吨）	728	728	683
产量（万吨）	142.52	582.25	527.68
产能利用率	78.31%	79.98%	77.26%
对外销售（万吨）	132.57	537.01	483.04
内部消耗量（万吨）	9.95	45.24	44.64
销售均价（元/吨）	2,708.02	2,703.12	2,711.21

资料来源：公司提供

为降低采购成本，公司采用“集中采购”模式，公司采购部下设的南方、西南及北方三大片区采购分部负责各片区的原材料采购，采购部及三大片区采购分部均由公司采购总监垂直管理，公司每年对供应商进行评估，选择信誉较好的供应商向其直接采购。公司饲料生产采购的原材料主要为玉米、豆粕、棉粕和鱼粉等，其中玉米和豆粕占生产成本的比重约为60%，棉粕和鱼粉占比不超过8%，因此玉米和豆粕的价格将直接关系到公司原材料成本的高低，也将决定公司饲料和养殖成本的高低。从表6可以看出，2015年以来公司玉米采购价格均呈逐步下降趋势，豆粕价格小幅上扬，但考虑到大豆对进口的依赖及其库存高企的现状，短期内豆粕价格可能承压，有利于公司成本控制及盈利能力的提升。公司原料贸易主要为玉米、豆粕的贸易业务，利润空间有限，2016年公司增加了原材料库存，对外销售收入有所下降，毛利率亏损幅度有所收窄。

表 6 2015-2016 年及 2017 年 1-3 月公司主要原材料采购价及采购量情况（单位：元/吨、万吨）

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年
玉米	1,693.41	1,954.97	2,351.14
采购量	82.56	289.09	260.41
豆粕	3,286.98	3,093.90	2,907.16
采购量	52.18	174.68	147.75
棉粕	3,450.00	3,397.15	2,486.73
采购量	28.03	93.16	79.15
鱼粉	11,151.99	11,601.57	9,620.21
采购量	24.23	80.84	70.24

资料来源：公司提供

在猪价行情高位运行和饲料成本下降的综合驱动下，公司养殖业务收入及盈利能力均大幅

提升；未来盈利能力易受生猪市场价格影响，存在一定不确定性

环保监察高压使得中小养殖户继续退出，猪价创出近5年的新高，公司生猪出栏量大幅增长。种猪的出栏量较2015年继续下降，主要系公司猪场陆续建设投产，种猪大多内部销售使用，未纳入出栏统计内；由于2016年仔猪价格上涨幅度大于育肥猪价格，公司加大仔猪的对外销售，销售量较2015年增长约80万头，育肥猪的出栏量下降了10.35万头。另外，由于生猪养殖行业景气度的提升，公司种猪、仔猪和育肥猪的销售均价分别同比增长37.93%、64.83%和33.76%。受以上因素综合影响，2016年公司养殖业务实现营业收入337,690.95万元，同比大幅增长59.91%。与此同时，除种猪、仔猪、育肥猪销售均价的提升，在饲料主要原材料成本的下降以及内部仔猪供应比例的增加（2016年仔猪的内部供应比例由2015年的33.15%提升至本年度的35.40%）的综合促进下，养殖业务毛利率³由2015年的12.90%大幅提升至38.25%。2017年1-3月，生猪价格较2016年末有所下降，公司毛利率有所下滑。

公司生猪养殖规模较大，2016年公司生猪出栏量在同行业上市公司中排名第四。未来随着公司重心向生猪养殖的倾斜，生猪存栏量有望提升，公司的养殖业务收入有望进一步拓展。但是我们也注意到，公司的盈利能力与生猪销售价格密切相关，生猪价格市场的波动对盈利能力影响较大，未来存在一定不确定性。

表7 2016年生猪养殖类上市公司销售情况（单位：万头、亿元）

公司简称	生猪销售量	生猪销售收入	生猪销售毛利率	毛利率同比增加
温氏股份	1,712.7	362.35	38.05%	8.40%
牧原股份	311.39	56.01	45.69%	46.14%
雏鹰农牧	246.79	42.26	-	-
正邦科技	226.45	33.77	38.25%	25.35%
天邦股份	58.01	10.61	-	-

注：生猪各品种统计在此不作区分

资料来源：上市公司年报，鹏元整理

公司商品禽养殖业务由江西正邦养殖有限公司（以下简称“正邦养殖”）负责，因业内竞争激烈，近年该业务表现亏损，公司2016年底已将该业务剥离。2016年底，正邦养殖将其权属下的土地使用权、存货及生物性资产等一并转让，资产包原值约为1,809.52万元，评估作价约1,738.89万元。截至2017年3月末，本次转让已完成，公司已收到受让方全额转让价款。

表8 2015-2016年及2017年1-3月公司种猪、仔猪、育肥猪和商品禽出栏情况

产品	指标	2017年1-3月	2016年	2015年
种猪	出栏量（万头）	0.04	3.71	5.59
	销售均价（元/头）	3,177.04	2,628.94	1,906.06
	存栏量（头）	216,950.00	177,626.00	144,098.00

³ 养殖业务包含部分禽类养殖，因规模较小忽略，在此均表示生猪养殖业务。

仔猪	出栏量（万头）	6.19	119.74	39.00
	销售均价（元/头）	844.32	872.19	529.16
	存栏量（头）	397,255.00	397,940.00	401,812.00
育肥猪	出栏量（万头）	39.24	103.00	113.35
	销售均价(元/头)	1,917.31	2,123.02	1,587.24
	存栏量（头）	1,161,966.00	663,864.00	470,164.00
商品禽	出栏量（万头）	0	784.16	811.00
	销售均价（元/只）	-	5.98	7.49

资料来源：公司提供

公司销售和采购较为分散，2016年前五大客户的销售占比和前五家供应商的采购占比分别为2.40%、4.91%，处于较低水平，不存在对主要供应商存在重大依赖情况。

表9 2015-2016年公司前五大客户及供应商销售和采购情况

项目	2016 年	2015 年
前五名客户合计销售金额（万元）	45,455.35	51,914.30
前五名客户合计销售金额占年度营业收入比例	2.40%	3.16%
前五名供应商合计采购金额（万元）	77,116.02	18,686.26
前五名供应商合计采购金额占年度采购总额比例	4.91%	1.16%

资料来源：公司提供

公司在建扩产项目较多，存在一定资金压力，产能消化风险也应持续关注

产能利用率方面，2016年末公司饲料的单班产能为728万吨，2016年全年产能利用率为79.98%，较2015年提升2.72个百分点，处于行业正常水平。在目前我国生猪价格维持相对高位的情况下，富裕的产能也有利于公司短中期业绩的扩张。2016年，公司扶余自繁自养三场、澧田三期、海丰父母代种猪场相继投产，新增养殖产能50万头，使公司养殖产能进一步增加至约362万头，但该产能相比2016年生猪出栏量226.45万头仍显过剩。

表10 2015-2016年公司相继投产的猪场情况

基地名称简称	总投资(万元)	投产时间	养殖年产能（万头）
澧田三期	10,628.12	2016 年 12 月	10
扶余自繁自养三场	32,677.79	2016 年 12 月	20
海丰父母代种猪场	30,002.18	2016 年 6 月	20

资料来源：公司提供

公司2016年通过定向增发27,629.00万新股，募资166,117.85万元，在2015年的基础上进一步调整生猪饲养结构，加大核心代、祖代的投入，对生猪潜力发展区域的产业布局进一步拓宽，除原有江西、河南、山东等区域的布局外，公司在东北等地也加大了猪场建设投入，这对公司通过利用毗邻北方玉米主产区所具有较低运输成本的优势来提高养殖盈利水平有一定的促进作用。截至2017年3月末，公司主要在的大型养殖项目总投资约为244,965.90万元，已投资

7,063.08万元，尚需投资237,902.82万元，存在一定的资金压力。扩产项目预计新增产能约174.80万头，除游城猪场和古县渡镇猪场外，其余均为2016年定向增发的募投项目，虽然江西、湖南、湖北等地被列为适度发展区，新增养殖项目可能受到一定限制，但公司位于该等地区在建项目已开工，各项评审文件已获批，所受影响不大。后续若该等产能均能顺利落实，公司养殖产能有望进一步增长至536.80万头，公司面临的产能消化风险亦将持续存在。

表11 截至2017年3月末公司养殖行业在建产能情况（单位：万元、万头）

基地名称	总投资	已投资	预计投产时间	新增产能
江西省原种猪场有限公司游城 1.5 万头生猪繁殖场建设项目	25,155.95	429.25	2018 年 12 月	30
江西省原种猪场有限公司古县渡镇 1 万头生猪自繁自养场建设项目	27,753.80	598.25	2018 年 12 月	20
湖南临武汾市 10,000 头自繁自养场	28,197.12	1,963.00	2018 年 12 月	20
湖南临武茶场 5,000 头自繁自养场	17,323.16	787.05	2018 年 12 月	10
湖北红安永佳河寒塘村 2,400 头自繁自养场	9,054.67	1,830.07	2018 年 12 月	4.8
林西正邦农牧有限公司存栏 3 万头母猪自繁自养场	90,538.90	1,214.80	2018 年 12 月	60
肇源正邦养殖有限公司存栏 1.5 万头母猪自繁自养场	46,942.30	240.66	2018 年 12 月	30
合计	244,965.90	7,063.08	-	174.80

资料来源：公司提供

在疫情防控方面，公司从猪场选址、防疫距离到猪场内隔离措施安排等方面均建立了较为严格的流程管控体系，并为每个猪场配备有专业兽医团队，公司自主研发的兽药、疫苗等产品也为公司疫情针对性的防治有一定保护。从以往经营情况来看，公司尚未发生过重大疫情，相比禽类疫情的传播，猪疫情的大规模传播的风险较小，但并不排除未来发生疫情的可能性，一旦发生疫情将会对公司经营产生不利影响。

公司未来将加速推进养殖业农户合作模式，但目前规模较小，未来可能存在猪价倒挂的市场风险

公司认为家庭农场将是未来生猪规模养殖的主要群体，因此近年利用自身品牌、人才、技术等产业链资源优势，在养殖优势区域试行“公司+农户”发展策略，以实现公司肥猪出栏量快速增长。该经营模式的推行，一方面可以减少公司养殖规模扩张对固定资产的大量投资，降低自身的资本投入，另一方面带动了周边农民向农业工人的就地转化，该策略得到了当地政府的有力支持。

公司与养殖户签订肉猪委托养殖合同，以记账的方式负责提供猪苗、饲料、药物、疫苗等物料供应，销售环节的建立和管控均由公司负责。在养殖过程中的猪苗（肉猪）、物料等均属于公司财产，养殖户负责提供猪舍、场地并负责喂养，猪场的建设或改造按照现有环保要求和公

司标准实施，资金投入由养殖户负担，公司协助养殖户争取当地政府和银行的资金支持。养殖户承担因其管理不善造成的猪只死亡、疾病及物料保管、使用不当等责任与损失，后期将达标肉猪按照流程定价回售给公司，签订的合同价在公司交付猪苗时与养殖户确定，一般参考当时生猪市场价格，养殖户的肥猪出栏时间大约在4-6个月左右，公司回收后按照约定价相应的支付报酬。近年与公司合作的养殖户逐渐增加，养殖户的出栏育肥猪数量由2015年的9.0万头增长到2016年的9.2万头，2017年1-3月养殖户肥猪出栏量为2.9万头。公司目前在全国范围内推广该模式，未来有望为公司的养殖业务发展提供较好的促进作用。但是我们也注意到，该模式对养殖户的资金投入要求较高，异地养殖管理存在一定难度，当肥猪市场价格低于回收价格（即合同价）时，猪价倒挂的市场风险可能使得公司面临一定的损失。

总之，2016年公司饲料业务因养殖业景气度上升带动使得收入有所增长，但行业竞争激烈使得盈利能力表现有所弱化；养殖业务在猪价行情高位运行和饲料成本下降的综合驱动下，收入和盈利能力均大幅提升。不过我们也注意到，公司在建扩产项目仍然较多，需持续关注公司的产能消化风险。

农药业务收入受行业竞争激烈影响有所下滑，对公司营业收入形成一定补充

2015年6月公司收购江西正邦生物化工科技有限责任公司（以下简称“正邦生化”）100%股份，新增农药业务。根据2015年3月3日交易各方签订的盈利补偿协议，交易对手方正邦发展（香港）有限公司承诺，正邦生化在2015-2017年累计实现合并口径归属于母公司所有者的扣非净利润不低于16,500万元，2015年度和2016年度正邦生化实现归属于母公司所有者的扣非净利润分别为5,721.89万元和5,972.22万元，因补偿期限尚未届满，交易对手方暂不需进行业绩补偿。

正邦生化农药业务主要产品以除草剂、杀虫剂、杀菌剂、植物生长调节剂为主，此外还包含农药原药及植物营养剂。正邦生化主要采用经销商模式，即通过“区域总代理”和“地县级经销商”进行网络式销售，并以“零售商直供”模式（物流便利区域）和“种植基地直销”模式作为有益补充。2016年，公司尝试开拓东南亚市场，目前海外市场均已正常运作。

2016年，因农药行业竞争比较激烈，公司将服务营销和产品聚焦作为业务模式转型的突破口，建立了植保飞防服务、植保技术服务、打药服务队等，同时公司在重点加强获利能力强的产品销售力度同时调整了产品结构，产品从原来以水稻大田为主向蔬菜、瓜果经济作物转变，淘汰了部分获利能力差的产品，毛利率有所上升。2016年实现营业收入4.59亿元⁴（脚注），同比下降约9.65%，毛利率同比增加约2.18个百分点。农药的销售高峰期一般在每年的5-9月份，公司2017年1-3月农药毛利率有所下降主要是由于农业季节的特殊性所致。

公司坚持推行“现代农业综合服务商”的转型策略，2016年该业务表现不佳，未来转型

⁴ 按照正邦生化审计报告中收入列示，与合并口径差异主要系少部分其他收入。

能否成功存在不确定性

2015年以来，公司在核心养殖区域建设养殖技术服务站，组织养殖技术服务团队，依托公司从事生猪养殖多年的经验积累，利用中国养殖网、邦养猪、邦农云、邦卖猪等互联网工具，为中小型生猪养殖场提供包括行业信息服务、生产管理服务、环保解决方案等服务方案，解决养殖场在生猪养殖过程中面临的困难，计划使公司由传统的营销驱动转变为服务驱动，通过提供服务推动公司饲料、种猪、仔猪、兽药等产品的协同销售。未来，公司将继续深化养殖综合服务业务模式，尝试猪场托管业务合作形态，构建公司与客户更紧密的长期合作关系。

2016年，公司通过定向增发加快战略转型，募投项目之一为“江西正农通网络科技有限公司养殖技术服务站建设项目”，该项目实施主体为2015年7月成立的江西正农通网络科技有限公司，投资总额为58,098.95万元，募集资金拟投入金额36,052.22万元，其他资金公司自筹。项目拟建设100个养殖技术服务站和1个人才培训中心，服务范围覆盖华东、华南、华中、华北、东北、西南6个区域的12个省份。根据公司测算，在项目经营期间能实现年均收入为415,800.00万元，年均净利润4,786.71万元。2017年1-3月，已投产的养殖服务站大约20个左右，共实现收入16,530.17万元，利润-1,068.35万元。总体来看，未来公司仍会加速推进向“现代农业综合服务商”转型，但已投产养殖服务站业绩表现不佳，未来战略转型能否成功存在不确定性。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2015-2016年审计报告以及未经审计的2017年一季报，财务报告均采用新会计准则编制。2016年度，公司为了使生产性生物资产—生产种猪残值与实际使用寿命更加接近，对生产性生物资产—生产种猪的残值进行变更，自2016年1月1日起执行。变更情况如下表

表12 公司2016年会计估计变更情况

变更前会计估计		
类别	折旧年限	残值率
种猪	3年	5%
变更后会计估计		
类别	折旧年限	残值额（元/头）
种猪	3年	1,000

资料来源：公司2016年审计报告

变更会计估计后，2016年折旧减少总额约为3,967万元，同时年淘汰生产性生物资产-生产

种猪利润减少约为3,443万元，增加年利润524万元。2016年纳入合并财务报表范围的主体与上年相比，增加26家减少9家，主要企业的相关情况如附录五所示。

资产结构与质量

受益于定向增发和盈余积累，公司资产规模增长较快，资产以经营性生产厂房、设备及存货为主，应收账款规模不大、账龄不长，整体资产质量较好

2016年，受益于定向增发募集资金的到位及公司盈余的积累，公司资产规模大幅增长。截至2017年3月末，公司资产总额为1,246,226.92万元，较2015年末增长27.64%。近年公司资产以非流动资产为主，2017年3月末占比为61.01%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。截至2016年末，货币资金余额为220,265.35万元，同比增长44.23%，主要系2016年定向增发普通股募集资金166,117.85万元到位。货币资金中8,815.36万元为银行承兑汇票保证金、信用证保证金等，使用受限，其他大部分为银行存款。2017年3月公司货币资金下降较大，主要系公司猪场建设投入增加所致。公司应收账款占总资产的比重相对稳定，2016年末公司应收账款账面价值为45,974.99万元，同比增长6.18%，其中账龄在一年以内的款项占比为81.75%，对应收账款共计提了2,347.63万元的坏账准备。从应收对象来看，截至2016年末前五大客户占应收账款总额的比重为13.16%。预付款项主要为预付原材料款及工程款，波动较小。其他应收款主要为关联方往来款，2016年末关联方往来款的占比为76.77%，较2015年下降5.27个百分点，但期末账龄在一年以上的占比为61.69%，对公司资金形成了较多的占用。截至2016年末，公司存货账面余额为207,549.91万元，同比增长37.87%，其中原材料、库存商品及消耗性生物资产分别占比40.76%、16.84%和38.60%。2016年公司原材料主要为库存玉米等，公司因考虑到玉米等大宗原材料未来价格可能有所上扬，提前增加了较多原材料和饲料库存，原材料和库存商品余额均有所增加。公司注重如玉米、豆粕等原材料的库存管理，一般情况下该等存货的周转天数不超过15天，因此存货跌价风险不大。另外，公司加大生猪养殖的投入，消耗性生物资产（生猪）增加12,754.19万元。

公司非流动资产主要为固定资产、在建工程、生产性生物资产和无形资产，其中以固定资产为主。2016年末公司固定资产账面价值为491,875.69万元，较2015年末增长主要系公司猪场续建、部分在建工程完工转入以及新增外购资产增加所致。2016年末已有账面价值为5,921.75万元的固定资产已用于借款抵押。公司在建工程主要为在建猪场，2016年末在建工程账面价值为89,879.25万元，较2015年末增长173.91%，2017年3月末在建工程余额增至139,563.04万元。公司近年持续加大能繁母猪、种猪培育投入，2016年在山东、黑龙江等地的猪场投入较大，未

来经营重心向生猪养殖倾斜。无形资产主要为土地使用权，2016年末其占无形资产账面价值的比重为91.44%，与2015年末相比变化不大，其中有账面价值为7,946.96万元的土地资产已用于借款抵押。截至2016年末，公司受限资产账面价值合计22,684.07万元，占总资产比重为1.85%，占比较小。

表 13 2015-2016 年及 2017 年 3 月公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年 3 月		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	130,905.24	10.50%	220,265.35	17.97%	152,718.10	15.64%
应收账款	53,649.39	4.30%	45,974.99	3.75%	43,299.01	4.43%
预付款项	30,180.07	2.42%	20,616.27	1.68%	27,231.52	2.79%
其他应收款	23,667.28	1.90%	19,527.98	1.59%	30,749.11	3.15%
存货	241,756.68	19.40%	207,549.91	16.93%	150,544.47	15.42%
流动资产合计	485,895.59	38.99%	519,038.39	42.34%	409,042.67	41.90%
固定资产	481,997.38	38.68%	491,875.69	40.12%	445,259.39	45.60%
在建工程	139,563.04	11.20%	89,879.25	7.33%	32,812.92	3.36%
生产性生物资产	65,119.74	5.00%	50,382.85	4.11%	25,353.33	2.60%
无形资产	28,528.23	2.29%	29,322.17	2.39%	28,156.46	2.88%
非流动资产合计	760,331.33	61.01%	706,856.41	57.66%	567,308.92	58.10%
资产总计	1,246,226.92	100.00%	1,225,894.79	100.00%	976,351.60	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季报，鹏元整理

总体来看，受益于定向增发和盈余积累，2016年公司资产规模增长较快；资产以经营性生产厂房、设备及存货为主，应收账款规模不大、账龄不长，资产质量较好。

资产运营效率

2016年公司资产运营效率有所下降，营运资金压力有所增加

公司上游原材料供应主要系玉米、豆粕等产品，供应商给予公司的账期较短，2016年公司应付账款（含票据）整体规模变化不大，规模扩张下营业成本增长较为匹配，2016年应付账款周转天数变化不大。公司存货管理水平较好，2016年库存规模有所增加，周转天数有所增加。下游方面，公司饲料和生猪等产品的销售一般执行现款现货的销售政策来控制市场风险，应收账款（含票据）规模相对较小。2016年末应收账款（含票据）同比增长6.71%，低于营业收入15.25%的同比增幅。但受2014年应收账款（含票据）基数较小因素影响，2016年应收账款周转天数增加1.15天，因此整体来看，2016年公司净营业周期较2015年增加5.00天，营运资金压力有所增加。因2016年公司资产规模大幅增长，期末流动资产及总资产规模增幅较大，流动资产

周转天数和总资产周转天数有所增加。

整体来看，2016年公司资产运营效率有所下降，营运资金压力有所增加。

表 14 2015-2016 年公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2016 年	2015 年
应收账款周转天数	8.59	7.44
存货周转天数	39.51	35.81
应付账款周转天数	33.53	33.67
净营业周期	14.58	9.57
流动资产周转天数	88.29	79.84
固定资产周转天数	89.16	83.65
总资产周转天数	209.51	187.23

注：应收账款周转天数、应付账款周转天数均分别考虑了应收票据和应付票据。

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

受益于生猪价格的高位运行及上游原材料价格的下降，2016年公司盈利能力有所提升

2016年，生猪养殖行情较好，规模化养殖企业受益明显。公司前期猪场投入逐步达产出栏，生猪销售和毛利均大幅增长，但饲料业务毛利率受市场竞争激烈影响有所下滑，2016年公司实现营业收入1,892,014.48万元，同比增长15.25%，饲料业务毛利率小幅下降0.58个百分点至7.31%。

2016年，受生猪养殖行业景气度的回升，养殖业务销售收入增幅较快，拉动营业收入大幅增长。由于玉米收储政策的取消，玉米市场价格降幅较大，豆粕价格有所波动，但饲料原材料价格整体仍呈下降趋势。2016年公司综合毛利率为13.79%，较2015年提升4.51个百分点，营业利润率由2015年的1.71%提升到5.28%。公司2016年因扩大生产销售规模，相应加大各项费用的投入，期间费用率较2015年增加0.63个百分点，对利润水平有一定的侵蚀。由于盈利能力的提升，2016年公司实现营业利润99,945.87万元和利润总额107,116.71万元，分别是2015年的3.55和2.91倍。

公司子公司江门市得宝集团有限公司因投资较早、饲料产能落后，2016年公司对其1,431.27万元商誉计提了全额减值准备。由于对广东得宝食品有限公司预计无法收回的3,626.25万元计提坏账损失，公司资产减值损失仍高达7,581.83万元，对利润造成较大侵蚀。2016年公司获得投资收益为5,906.70万元，其中处置长期股权投资产生的投资收益占比为23.40%，该部分收益不具有持续性，其余均为投资子公司获得的长期股权投资收益，该部分对利润水平形成了一定的补充作用。另外，公司2016年获得营业外收入共计15,505.36万元，主要系公司处子公司获得

的固定资产处置利得、政府补助等，其中前者占比超过60%。

2017年第一季度，公司实现营业收入462,180.19万元，较上年同期增长15.25%。因生猪价格有所下跌，养殖毛利率下滑，综合毛利率表现有所弱化。

表 15 2015-2016 年及 2017 年 1-3 月公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年
营业收入	462,180.19	1,892,014.48	1,641,626.72
营业利润	12,795.85	99,945.87	28,118.78
营业外收入	1,799.50	15,505.36	11,903.09
利润总额	13,309.26	107,116.71	36,806.31
资产减值损失	0.00	7,581.83	2,075.42
投资收益	-1,039.40	5,906.70	4,742.04
净利润	12,923.32	103,828.36	33,589.66
综合毛利率	12.18%	13.79%	9.28%
期间费用率	9.16%	8.34%	7.71%
营业利润率	2.77%	5.28%	1.71%
总资产回报率	-	11.35%	6.62%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季报，鹏元整理

现金流

2016年公司经营性现金流进一步改善，定向增发为养殖业务扩产提供了较好的资金支持

2016年公司盈利状况大幅好转，在固定资产折旧等非付现费用和非经营性损益调整之后，FFO指标表现较好，公司经营活动现金生成能力有所增强。因考虑到玉米等大宗原材料未来价格可能有所上扬，2016年公司提前增加了较多库存，库存对公司营运资金占用规模大幅增加。但整体来看，公司经营活动现金流入净额仍然较大，2016年净流入169,094.50万元，同比增加130.07%。

投资活动方面，2016年公司继续投资建设养猪场及配套设施，投资支出规模进一步的增加使得投资活动现金流持续净流出。筹资活动方面，尽管筹资活动现金流净额有所收窄，但筹资活动现金流入和筹资活动现金流出规模均有所增加，公司2016年偿还债务支付的现金为273,353.88万元，较2015年增长较快，随着公司业务未来的进一步拓展，公司融资规模亦进一步加大。

表16 2015-2016年公司主要现金流量指标（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
收现比	1.01	1.11

净利润	103,828.36	33,589.66
非付现费用	58,978.39	43,437.73
非经营损益	8,353.27	13,048.05
FFO	171,160.02	90,075.44
营运资本变化	-5,246.16	-17,070.65
其中：存货减少（减：增加）	-56,941.78	14,593.23
经营性应收项目的减少（减：增加）	9,135.72	-60,432.44
经营性应付项目的增加（减：减少）	42,559.90	28,768.56
经营活动产生的现金流量净额	169,094.50	73,496.88
投资活动产生的现金流量净额	-206,555.15	-142,239.70
筹资活动产生的现金流量净额	118,057.16	172,115.51
现金及现金等价物净增加额	80,611.08	103,238.27

注：FFO=净利润+非付现费用+非经营损益。

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

定向增发新股使得公司资产负债率有所下降，但有息债务仍处于较高水平，存在中短期债务偿付压力

近年公司债务规模小幅波动，2016 年末公司负债总额为 603,983.43 万元，其中流动负债的比重为 75.59%。2016 年，公司定增增发 276,290,032 万股，加上公司的盈余积累，所有者权益大幅增长，资产负债率由 2015 年末的 63.62%下降至 2016 年末的 49.27%，该次增发使得公司资本实力有所增强，一定程度上提高了权益资本对债务的保障程度。

表 17 2015-2016 年及 2017 年 3 月公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017 年 3 月	2016 年	2015 年
负债总额	611,392.24	603,983.43	621,178.34
所有者权益	634,834.68	621,911.37	355,173.26
负债与所有者权益比率	96.31%	97.12%	174.89%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季报，鹏元整理

公司流动负债主要以短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债为主，其中短期借款及应付账款占比较高。2016 年，公司在原材料采购上减少了票据结算，应付票据余额减少，相应应付账款余额增加，但两者合计数较 2015 年末变化不大。公司应付账款主要为应付原材料款和工程款，2016 年末账龄 1 年以上的占比为 1.02%。其他应付款 2016 年末账面价值为 47,173.47 万元，主要为押金及保证金、往来款，两者合计占比为 67.87%。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款，截至 2017 年 3 月末该部分款项已全部还清。

公司非流动负债主要以长期借款、应付债券和长期应付款为主。公司 2016 年增加的借款以短期借款为主，公司长期借款以保证借款为主，2016 年末长期借款账面余额为 123,557.50 万元，较 2015 年末下降 20.80%，但 2017 年年初公司新增部分长期借款，2017 年 3 月末的长期借款余额大幅增长至 206,270.00 万元。应付债券为本期债券存续本息，因 2016 年 3 月 7 日本期债券有部分赎回，故 2016 年末余额较 2015 年降幅较大。长期应付款为应付售后回租融资租赁款，2016 年因已偿还部分到期款项，该科目余额同比下降 61.49%，2017 年 3 月末长期应付款中的融资租赁款为 2,736.80 万元。

表18 2015-2016年及2017年3月公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017 年 3 月		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	160,190.00	26.20%	163,940.00	27.14%	117,197.36	18.87%
应付票据	19,888.17	3.25%	21,778.83	3.61%	55,916.74	9.00%
应付账款	122,376.74	20.02%	130,222.23	21.56%	95,941.50	15.45%
其他应付款	42,219.14	6.91%	47,173.47	7.81%	39,834.60	6.41%
一年内到期的非流动负债	-	0.00%	56,513.53	9.36%	44,739.53	7.20%
流动负债合计	382,810.59	62.61%	456,532.76	75.59%	387,827.42	62.43%
长期借款	206,270.00	33.74%	123,557.50	20.46%	156,000.95	25.11%
应付债券	11,653.70	1.91%	11,645.01	1.93%	54,634.16	8.80%
长期应付款	5,375.68	0.88%	6,710.73	1.11%	17,423.79	2.80%
非流动负债合计	228,581.65	37.39%	147,450.67	24.41%	233,350.92	37.57%
负债合计	611,392.24	100.00%	603,983.43	100.00%	621,178.34	100.00%
有息债务	380,850.50	62.29%	360,474.09	59.68%	388,082.55	62.48%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季报，鹏元整理

近年公司有息债务规模有所增长，截至 2017 年 3 月末，公司有息债务规模为 380,850.50 万元，占负债总额比重为 62.29%。从公司有息债务的偿还计划看，2017 年和 2018 年公司需偿还的长期借款本息分别为 227,265.26 万元和 140,492.15 万元，另外本期债券剩余本金 11,688.63 万元也将于 2018 年 3 月兑付，公司存在较大的中短期债务偿付压力。

表19 截至2017年3月末公司有息债务本金及利息偿还计划表（单位：万元）

项目	有息债务偿还计划表		
	2017 年	2018 年	2019 年
本金	216,443.10	134,356.99	30,050.41
利息	10,822.16	6,135.16	1,502.52
合计	227,265.26	140,492.15	31,552.93

资料来源：公司提供

偿债能力方面，公司流动比率及速动比率受定向增发募集资金到位的影响有所改善，但仍处于较低水平，流动资产、速动资产对流动负债的保障程度偏弱。从 EBITDA 利息保障倍数来看，受益于 2016 年公司盈利水平的提高，对有息债务偿付的保障程度有所提升，但 2016 年末公司有息债务对 EBITDA 对的比率为 2.04，尽管较 2015 年提升明显，但仍不高，表明公司刚性债务压力依然存在。

表 20 2015-2016 年及 2017 年 3 月公司主要偿债能力指标

指标名称	2017 年 3 月	2016 年	2015 年
资产负债率	49.06%	49.27%	63.62%
流动比率	1.27	1.14	1.05
速动比率	0.64	0.68	0.67
EBITDA（万元）	-	176,369.38	97,921.44
EBITDA 利息保障倍数	-	9.73	4.42
有息债务/EBITDA	-	2.04	3.96

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报，鹏元整理

六、评级结论

2016年度，公司饲料生产和生猪养殖规模较大，均处于行业前列，公司生猪养殖业务经营状况较好，带动公司盈利能力大幅提升。2016年公司成功定向增发有效提升了公司资本实力，资本结构有所优化。同时我们也注意到，公司未来盈利能力易受市场价格影响，存在一定不确定性；公司生猪养殖产能利用率较低，公司在建扩产项目较多，产能消化风险持续存在；公司加速推进养殖业农户合作模式，未来可能存在猪价倒挂的风险；公司有息债务规模较大且存在集中支付压力。

基于以上情况，鹏元上调公司主体长期信用等级为AA，上调本期债券信用等级为AA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
货币资金	130,905.24	220,265.35	152,718.10	39,488.83
应收票据	222.40	610.10	357.63	2,920.00
应收账款	53,649.39	45,974.99	43,299.01	21,235.21
预付款项	30,180.07	20,616.27	27,231.52	23,788.09
应收股利	768.52	768.52	966.10	0.00
其他应收款	23,667.28	19,527.98	30,749.11	15,550.44
存货	241,756.68	207,549.91	150,544.47	145,719.05
其他流动资产	4,746.01	3,725.26	3,176.74	3,656.21
流动资产合计	485,895.59	519,038.39	409,042.67	252,357.83
可供出售金融资产	2,834.89	2,834.89	2,291.99	2,321.99
长期股权投资	12,571.77	12,571.77	8,675.54	8,740.52
固定资产	481,997.38	491,875.69	445,259.39	305,220.86
在建工程	139,563.04	89,879.25	32,812.92	94,049.14
工程物资	0.00	0.00	0.74	5.45
生产性生物资产	65,119.74	50,382.85	25,353.33	21,519.32
无形资产	28,528.23	29,322.17	28,156.46	23,001.16
商誉	3,848.23	3,848.23	6,019.09	5,906.70
长期待摊费用	17,504.39	17,054.50	13,593.95	13,762.29
递延所得税资产	655.60	655.60	999.16	524.29
其他非流动资产	7,708.08	8,431.46	4,146.35	3,786.03
非流动资产合计	760,331.33	706,856.41	567,308.92	478,837.74
资产总计	1,246,226.92	1,225,894.79	976,351.60	731,195.57
短期借款	160,190.00	163,940.00	117,197.36	95,615.83
应付票据	19,888.17	21,778.83	55,916.74	26,019.26
应付账款	122,376.74	130,222.23	95,941.50	100,690.34
预收款项	19,575.84	18,771.45	13,725.62	8,169.95
应付职工薪酬	14,668.80	12,017.82	8,722.25	6,546.22
应交税费	1,934.15	4,090.11	7,014.37	2,616.64
应付利息	575.29	707.26	2,845.94	2,884.09
应付股利	1,382.47	1,146.63	1,862.90	2,195.31
其他应付款	42,219.14	47,173.47	39,834.60	29,508.36
一年内到期的非流动负	0.00	56,513.53	44,739.53	20,000.38

债				
其他流动负债	0.00	171.44	26.62	98.29
流动负债合计	382,810.59	456,532.76	387,827.42	294,344.67
长期借款	206,270.00	123,557.50	156,000.95	127,345.00
应付债券	11,653.70	11,645.01	54,634.16	54,481.42
长期应付款	5,375.68	6,710.73	17,423.79	7,758.54
递延收益	5,272.60	5,527.77	5,121.87	4,961.06
递延所得税负债	9.67	9.67	170.15	170.15
非流动负债合计	228,581.65	147,450.67	233,350.92	194,716.17
负债合计	611,392.24	603,983.43	621,178.34	489,060.84
实收资本（或股本）	229,075.72	229,075.72	67,205.80	59,634.66
资本公积	180,393.28	180,393.28	174,370.15	103,768.03
减：库存股	4,749.95	4,749.95	6,763.07	0.00
盈余公积	13,820.11	13,820.11	7,602.89	3,247.04
未分配利润	174,713.08	162,370.14	70,708.68	34,359.44
归属于母公司股东权益合计	593,252.23	580,909.30	313,124.45	201,009.16
少数股东权益	41,582.45	41,002.07	42,048.81	41,125.58
所有者权益合计	634,834.68	621,911.37	355,173.26	242,134.74
负债和所有者权益总计	1,246,226.92	1,225,894.79	976,351.60	731,195.57

注：2014 年数据采用收购正邦生化前的期末数

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度报

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
一、营业总收入	462,180.19	1,892,014.48	1,641,626.72	1,648,354.78
其中：营业收入	462,180.19	1,892,014.48	1,641,626.72	1,648,354.78
二、营业总成本	448,344.93	1,797,975.32	1,618,249.98	1,657,415.72
其中：营业成本	405,891.74	1,631,190.80	1,489,281.84	1,552,906.10
税金及附加	115.84	1,458.06	290.86	139.90
销售费用	15,519.53	67,977.98	55,556.89	43,003.18
管理费用	22,261.38	69,354.33	51,284.67	39,811.35
财务费用	4,556.44	20,412.30	19,760.30	18,298.04
资产减值损失	0.00	7,581.83	2,075.42	3,257.13
投资收益（损失以“—”号填列）	-1,039.40	5,906.70	4,742.04	11,450.44
三、营业利润（亏损以“—”号填列）	12,795.85	99,945.87	28,118.78	2,389.49
加：营业外收入	1,799.50	15,505.36	11,903.09	9,603.00
减：营业外支出	1,286.09	8,334.52	3,215.56	5,326.41
四、利润总额（亏损总额以“—”号填列）	13,309.26	107,116.71	36,806.31	6,666.09
减：所得税费用	385.95	3,288.35	3,216.65	2,649.46
五、净利润（净亏损以“—”号填列）	12,923.32	103,828.36	33,589.66	4,016.63

注：2014 年数据采用收购正邦生化前的期末数

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季报

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014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	455,081.84	1,905,672.11	1,829,984.79	1,640,967.82
收到的税费返还	0.00	150.46	89.30	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	58,479.50	241,745.82	226,257.09	144,577.90
经营活动现金流入小计	513,561.34	2,147,568.38	2,056,331.18	1,785,545.72
购买商品、接受劳务支付的现金	411,129.84	1,569,971.83	1,616,148.15	1,491,431.92
支付给职工以及为职工支付的现金	40,142.37	107,809.54	89,154.66	70,168.94
支付的各项税费	2,748.72	9,435.25	7,721.70	5,010.70
支付其他与经营活动有关的现金	97,705.11	291,257.26	269,809.78	159,538.21
经营活动现金流出小计	551,726.03	1,978,473.88	1,982,834.30	1,726,149.78
经营活动产生的现金流量净额	-38,164.69	169,094.50	73,496.88	59,395.94
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	0.00	116.88	62.00	823.00
取得投资收益收到的现金	0.00	966.10	0.00	195.35
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	432.09	2,298.19	7,736.13	6,476.40
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	2,391.32	2,767.38	19,779.80
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	909.04	1,425.47	0.00
投资活动现金流入小计	432.09	6,681.54	11,990.97	27,274.54
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	59,965.89	210,918.73	94,096.31	146,665.43
投资支付的现金	0.00	2,273.51	207.50	3,314.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	59,813.87	17,606.80
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	44.45	112.99	0.00
投资活动现金流出小计	59,965.89	213,236.69	154,230.67	167,586.23
投资活动产生的现金流量净额	-59,533.80	-206,555.15	-142,239.70	-140,311.69
三、筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	0.00	169,201.59	124,304.40	101,558.66
取得借款收到的现金	188,320.00	254,210.00	246,644.76	230,283.83
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	24,022.56	13,657.95	611.40
筹资活动现金流入小计	188,320.00	447,434.15	384,607.11	332,453.89
偿还债务支付的现金	163,295.00	273,353.88	179,289.25	216,628.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4,556.44	30,653.48	21,978.89	27,662.84
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	0.00	3,941.82	1,595.89	594.50

支付其他与筹资活动有关的现金	3,314.82	25,369.62	11,223.46	12,243.39
筹资活动现金流出小计	171,166.26	329,376.98	212,491.60	256,534.23
筹资活动产生的现金流量净额	17,153.74	118,057.16	172,115.51	75,919.66
四、汇率变动对现金的影响	0.00	14.57	-134.42	0.18
五、现金及现金等价物净增加额	-80,544.75	80,611.08	103,238.27	-4,995.91

注：2014 年数据采用收购正邦生化前的期末数

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季报

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年	2014 年
净利润	103,828.36	33,589.66	4,016.63
加：资产减值准备	7,581.83	2,075.42	3,257.13
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	47,202.24	37,735.67	28,787.95
无形资产摊销	1,023.31	873.65	587.74
长期待摊费用摊销	3,171.01	2,752.99	3,255.41
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-3,764.65	-1,997.83	-443.13
固定资产报废损失	0.00	10.15	0.00
财务费用	17,841.54	19,961.62	18,393.79
投资损失	-5,906.70	-4,742.04	-11,450.44
递延所得税资产减少	343.56	-183.85	146.76
递延所得税负债增加	-160.48	0.00	0.00
存货的减少	-56,941.78	14,593.23	-15,700.43
经营性应收项目的减少	9,135.72	-60,432.44	11,849.61
经营性应付项目的增加	42,559.90	28,768.56	16,694.91
其他	3,180.64	492.07	0.00
经营活动产生的现金流量净额	169,094.50	73,496.88	59,395.94

注：2014年数据采用收购正邦生化前的期末数
 资料来源：公司2014-2016年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
资产负债率	49.06%	49.27%	63.62%	66.89%
流动比率	1.27	1.14	1.05	0.86
速动比率	0.64	0.68	0.67	0.36
综合毛利率	12.18%	13.79%	9.28%	5.79%
总资产回报率	-	11.35%	6.62%	3.77%
EBITDA（万元）	-	176,369.38	97,921.44	57,691.23
EBITDA 利息保障倍数	-	9.73	4.42	2.69
有息债务（万元）	380,850.50	360,474.09	388,082.55	303,495.95
应收账款周转天数（天）	-	8.59	7.44	5.63
存货周转天数（天）	-	39.51	35.81	32.23
应付账款周转天数（天）	-	33.53	33.67	27.38
净营业周期（天）	-	14.58	9.57	10.48
总资产周转天数	-	209.51	187.23	145.3
期间费用率	9.16%	8.34%	7.71%	6.13%
营业利润率	2.77%	5.28%	1.71%	0.14%

注：2014年数据采用收购正邦生化前的期末数

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季报，鹏元整理

附录五 2016 年公司合并范围增减的主要子公司信息（单位:万元）

	公司名称	注册资本	持股比例	主营业务	变更原因
增加子公司 26 家	内蒙古正邦饲料有限公司	2,000.00	70.00%	配合饲料、浓缩饲料、精料补充料生产、销售；粮食收购	本期投资设立
	贵港正邦农牧科技有限公司	2,000.00	100.00%	饲料生产加工及销售	本期投资设立
	眉山川扬饲料有限公司	200.00	80.00%	饲料销售	本期投资设立
	四川金川农农牧科技有限公司	2,000.00	100.00%	农牧技术研究推广，饲料生产销售及原料贸易	本期投资设立
	眉山金川农生物科技有限公司	2,000.00	100.00%	配合饲料、浓缩饲料、精料补充料生产、销售；饲料原料销售；经营进出口业务	本期投资设立
	南昌兴邦置业有限公司	6,000.00	100.00%	房地产开发、建设，房屋销售、租赁等	本期投资设立
	江西正邦畜牧发展有限公司	800.00	95.00%	机械产品生产、销售；农业开发；食用农产品的收购	本期投资设立
	大冶正邦养殖有限公司	300.00	100.00%	种猪、仔猪、肉猪的养殖与销售；饲料生产及与销售；畜禽养殖技术开发、咨询、交流、推广服务	本期设立
	大悟正邦养殖有限公司	1,000.00	100.00%	种猪、仔猪、肉猪的养殖与销售；饲料生产与销售；畜禽养殖技术开发、咨询、交流、推广服务	本期设立
	绵阳正邦养殖有限公司	300.00	100.00%	企业依法自主选择经营项目，开展经营活动，依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动	本期设立
	南昌华惠养殖有限公司	500.00	65.00%	猪的饲养及销售	本期投资设立
	宜春正邦养殖有限公司	300.00	100.00%	畜牧养殖、畜牧机械生产、销售；种猪技术、咨询服务；家禽养殖、销售	本期设立
	江西永惠有机肥有限公司	200.00	100.00%	有机肥的生产及销售。	本期设立
	茂名市得宝农牧饲料有限公司	1,250.00	51.00%	生产、销售：饲料。	本期设立
	六安正邦养殖有限公司	300.00	100.00%	种猪育种、商品猪养殖及销售；农产品收购	本期设立
	三都正邦养殖有限公司	300.00	100.00%	(种猪育种、商品猪养殖及销售*)	本期设立
	睢宁正邦牧业有限公司	300.00	100.00%	种猪、仔猪、生猪养殖与销售；农产品、饲料销售；养殖技术咨询	本期设立
	襄阳正邦养殖有限公司	300.00	100.00%	种猪、仔猪、肉猪的养殖与销售。饲料生产与销售。畜禽养殖技术开发、咨询、交流、推广服务	本期设立
	宜宾广联养殖有限公司	300.00	100.00%	种猪、商品猪、仔猪、畜牧机械生产、销售；种猪技术、咨询服务；家禽养殖、销售	本期投资设立

	宜昌正邦养殖有限公司	300.00	100.00%	种猪、仔猪、肉猪、饲料生产与销售；畜禽养殖技术开发、咨询、交流、推广服务	本期设立
	德兴市正邦养殖有限公司	300.00	100.00%	生猪养殖、销售	本期设立
	林西正邦农牧有限公司	300.00	100.00%	种猪、商品猪、仔猪、畜牧机械生产、销售；种猪技术、咨询服务；家禽养殖、销售；牧草、玉米种植	本期投资设立
	江西江农生物营养技术有限公司	500.00	100.00%	饲料添加剂、混合型饲料添加剂生产及销售、预混饲料销售；预混料、饲料销售；自营和代理各类商品和技术的进出口	本期设立
	聊城天普阳光饲料有限公司	500.00	100.00%	粮食收购；配合饲料、浓缩饲料、精料补充料的生产、销售。	本期设立
	江西正邦作物科技有限公司	200.00	70.00%	农药（不含危险化学品）批发、零售，农业生产资料销售，植保技术服务	本期设立
	江西乐垦农业技术有限公司	200.00	100.00%	农作物病虫害防控及相关技术服务	本期设立
减少子公司9家	莒南万兴饲料有限公司	300.00	55.00%	配合饲料、浓缩饲料生产、销售.粮食收购	工商注销
	费县万兴饲料有限公司	400.00	70.00%	配合饲料、浓缩饲料加工销售	工商注销
	东平万兴农牧发展有限公司	100.00	55.00%	配合饲料、浓缩饲料加工销售	工商注销
	齐河万事兴饲料有限公司	400.00	70.00%	生产、销售：配合饲料、浓缩饲料；粮食收购	工商注销
	沂南县优汇商贸有限公司	100.00	51.00%	饲料原料(动物油脂、油渣、小麦除外)、饲料机械设备及配件销售	工商注销
	东平和康源饲料有限公司	500.00	100.00%	生产、销售配合饲料、浓缩饲料；饲料原料的收购	股权转让
	青岛格力斯药业有限公司	2,000.00	50.00%	农药生产、销售	股权转让
	郑州广联生物科技有限公司	100.00	100.00%	销售饲料原材料；饲料新产品的技术推广；添加剂预混合饲料的生产销售	工商注销
	郑州广联牧业有限公司	50.00	100.00%	饲料及添加剂的销售；饲料原料销售	工商注销

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	固定资产周转天数（天）	$180 \times (\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / \text{营业收入}$
	应收账款周转天数（天）	$180 \times (\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额}) / \text{营业收入}$
	存货周转天数（天）	$180 \times (\text{期初存货} + \text{期末存货}) / \text{营业成本}$
	应付账款周转天数（天）	$180 \times (\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额}) / \text{营业成本}$
	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
	总资产周转天数（天）	$180 \times (\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / \text{营业收入}$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
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	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 长期应付款中的融资租赁款
	短期有息债务	短期借款 + 1 年内到期的非流动负债
	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。