

湖南大康国际农业食品股份有限公司

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
人员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员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
【107】号 01

湖南大康国际农业食品股份有限公司 2012 年公司债券 2017 年跟踪信用评级报告

增信方式：保证担保
担保主体：上海鹏欣（集团）有限公司
债券剩余规模：3.3 亿元
债券到期日期：2017 年 08 月 23 日
债券偿还方式：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。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条款

分析师

姓名：
卢参参 王一峰

电话：
0755-82871601

邮箱：
lucc@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

	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 05 月 19 日	2016 年 06 月 24 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对湖南大康国际农业食品股份有限公司（以下简称“大康农业”或“公司”）及其 2012 年 08 月 23 日发行的公司债券（以下简称“本期债券”）的 2017 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司大宗商品贸易体量和盈利能力有所提升，乳制品销售毛利率提升，公司主业盈利能力改善。同时鹏元也关注到，公司业务转型面临一定不确定性，公司存货有一定跌价风险，资产受限比例较高，营运资金压力较大，偿债压力明显加重，公司收购 Fiagril Ltda.（以下简称“Fiagril”）形成的商誉可能存在一定减值风险，且控股股东高比例质押持有公司的股票，可能对公司治理结构产生不利影响等风险因素。

正面：

- 公司大宗商品贸易体量和盈利能力有所提升。2016 年 7 月收购 Fiagril 后，公司新增毛利率较高的大宗农产品贸易，一定程度上改变了公司大宗商品贸易“薄利多销”局面，大宗商品贸易毛利率由 2015 年的 0.27% 提升至 2016 年的 6.30%。
- 公司原奶采购较有保障，乳制品销售毛利率提升。2016 年公司完成对安源乳业有限公司（以下简称“安源乳业”）收购后，在新西兰获得 16 个牧场所有权，原奶供应较有保障，同时公司 2015 年乳制品渠道推广初显成效；公司 2016 年乳制品销售额和毛利率双双提升，分别由 2015 年的 10,590.95 万元、1.76% 提升为 2016 年的 37,030.43 万元、31.78%。
- 公司主业盈利能力改善。在乳制品销售和大宗商品贸易毛利率提升的带动下，公

司综合毛利率由负转正，扭亏为盈，2016 年全年分别实现利润总额和净利润 22,007.62 万元和 15,551.28 万元。

关注：

- **公司业务转型面临一定不确定性。**公司正在逐步剥离饲料生产、生猪养殖和屠宰、肉制品加工等传统业务，而乳制品销售、大宗商品贸易等新业务开展时间不长，运营尚不成熟，业务竞争力不强，且该等业务面临汇率风险、政治风险、自然灾害风险等不可控因素，未来发展情况尚待市场检验。
- **公司存货有一定跌价风险。**公司存货主要由库存乳制品和库存大宗农产品构成，截至 2016 年末存货账面余额为 5.53 亿元，考虑到乳制品有一定保质期，大宗农产品价格随行情有波动，公司对存货仅计提了 145.01 万元减值准备，公司存货有一定跌价风险。
- **公司资产受限比例较高。**截至 2016 年末，公司账面价值合计为 59.57 亿元的资产使用受限，占公司期末总资产的 36.39%，受限比例较大；其中 49.48 亿元受限资产为公司从事贸易业务的保证金。
- **公司营运资金压力较大。**由于公司大宗农产品贸易、乳制品销售业务采购端以付现为主，而给予下游客户账期约 1-3 个月，随着该等业务规模增长，公司营运资金被占用加剧；2016 年末公司应收账款、存货分别较上年末增加了 13.77 亿元和 3.26 亿元，公司营运资金压力较大，需依靠流动资金贷款进行周转。
- **公司有息债务大幅增加，偿债压力明显加重。**截至 2016 年末，公司有息债务为 85.61 亿元，同比大幅增加 200.06%；公司资产负债率由 2015 年末的 35.06% 上升至 2017 年 3 月末的 64.60%。
- **公司给予 Fiagril 收购溢价较高，可能存在一定的商誉减值风险。**公司 2016 年 7 月以 13.36 亿元收购 Fiagril，给予标的资产增长率高达 5,185%，形成商誉 11.63 亿元，相关估值系根据一系列模型假设得出，若 Fiagril 未来经营不达预期，相关商誉可能存在一定的减值风险。
- **控股股东高比例质押持有公司的股票，存在对公司治理结构产生不利影响的风险因素。**截至 2017 年 4 月 21 日，公司控股股东上海鹏欣（集团）有限公司（以下简称“鹏欣集团”）已将持有公司 18.08% 的股份对外质押，该部分股份占其持有公司总股份的 99.96%。若未来公司股票价格发生重大不利变化，鹏欣集团可能丧失这部分已质押股份的所有权，从而对公司治理产生一定不利影响。

主要财务指标:

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
总资产(万元)	1,769,040.32	1,636,930.64	887,439.38	657,732.07
所有者权益合计(万元)	592,166.72	579,431.76	576,290.20	582,502.44
有息债务(万元)	805,208.91	856,175.92	285,332.00	60,648.25
资产负债率	66.53%	64.60%	35.06%	11.44%
流动比率	1.18	1.14	2.77	23.03
速动比率	1.08	1.08	2.67	21.88
营业收入(万元)	483,315.96	622,316.36	391,619.33	58,460.01
投资收益(万元)	-8,576.39	4,013.73	15,443.78	10,664.30
营业利润(万元)	11,092.61	22,851.14	-12,076.57	290.34
营业外收入(万元)	410.85	556.29	12,770.56	2,826.80
利润总额(万元)	11,456.69	22,007.62	-1,721.42	2,283.71
综合毛利率	3.69%	7.88%	-0.96%	-0.77%
总资产回报率	-	3.74%	0.87%	1.45%
EBITDA(万元)	-	53,787.87	17,552.30	13,922.40
EBITDA利息保障倍数	-	2.42	2.09	4.03
经营活动现金流净额(万元)	-49,974.15	-43,350.61	8,976.38	-47,235.45

资料来源: 公司 2014-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表, 鹏元整理

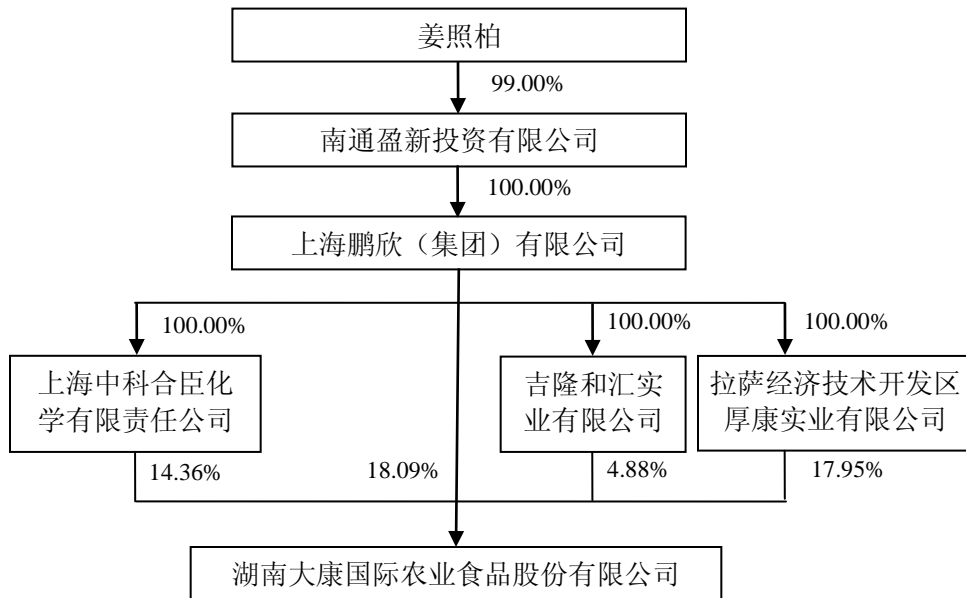
一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

本期债券经中国证券监督管理委员会证监许可[2012]1001号文件核准公开发行，2012年8月23日，本期债券发行结束，发行总额为人民币3.3亿元，募集资金净额为32,437.77万元。本期债券募集资金扣除发行费用后全部用于补充流动资金。截至2017年4月30日，本期债券募集资金已全部投入使用。

二、发行主体概况

经公司2016年4月24日召开的第五届董事会第二十九次会议及2016年5月16日召开的2015年年度股东大会审议通过，公司2015年利润分配方案为：以截至2015年12月31日的公司股份总数288,703.80万股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增9股；2016年6月8日，上述利润分配方案完成后公司总股本增至548,537.22万股，实收资本由288,703.80万元变更为548,537.22万元。截至2017年4月30日，公司控股股东仍为鹏欣集团，实际控制人仍为姜照柏，注册资本和实收资本为548,537.22万元。

图 1 截至 2017 年 4 月 30 日公司产权及实际控制关系



资料来源：公司提供

公司自2014年开始进行业务转型，逐渐剥离生猪养殖、屠宰、饲料销售等传统业务，并不断加大乳制品销售和大宗商品交易业务。2016年，公司在逐步缩减原有生猪及肉羊养殖和销售业务的同时，通过海外收购等方式加大乳制品销售、大宗农产品贸易等业务。2016

年8月9日，公司获得新西兰政府审批，同意公司子公司纽仕兰（上海）乳业有限公司（以下简称“纽仕兰”）收购公司控股股东鹏欣集团的子公司安源乳业有限公司（以下简称“安源乳业”）100%股权，继而获得克拉法牧场所有权，鹏欣集团与公司子公司纽仕兰于2016年11月完成了安源乳业100%股权转让程序；2016年7月，公司完成收购公司控股股东之子公司鹏欣巴西，进而获得Fiagril57.57%股权，收购对价为13.36亿元，Fiagril主营业务为大宗农产品贸易。

2016年4月，公司同意大康肉类食品有限公司（以下简称“大康食品”）引入投资者江苏省银河面粉有限公司（以下简称“江苏银河”），并将大康食品的经营委托江苏银河托管，公司每年享受固定收益，大康食品不再纳入公司合并报表。2016年公司合并范围变化情况如下表。

表1 2016年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

2016年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并/减少原因
大康巴西（包含其子公司 Fiagril 等）	100%	(REAL) 66,767.20	农林牧渔	收购
安源乳业（包含其子公司）	100%	(HKD) 10.00	农产品贸易及生物柴油生产和销售	收购
2016年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
大康食品	88.23%	85,000.00	生猪养殖	-

注：HKD为港元，REAL为巴西货币名称“雷亚尔”。

资料来源：公司提供

截至2016年12月31日，公司资产总额为163.69亿元，所有者权益合计为57.94亿元，资产负债率为64.60%；2016年度，公司实现营业收入62.23亿元，利润总额2.20亿元，经营活动现金流净流出4.34亿元。

截至2017年3月31日，公司资产总额为176.90亿元，所有者权益合计为59.22亿元，资产负债率为66.53%；2017年1-3月，公司实现营业收入48.33亿元，利润总额1.15亿元，经营活动现金流净流出5.00亿元。

三、运营环境

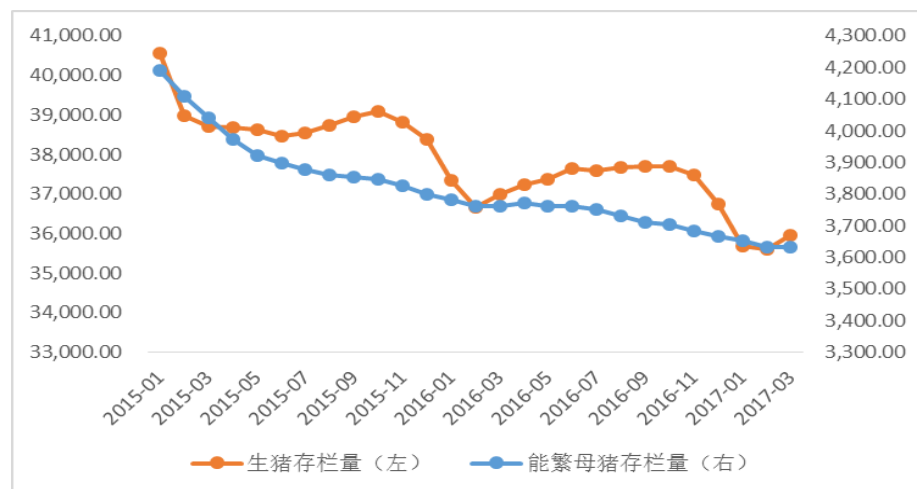
环保禁养政策在给生猪养殖业带来冲击的同时也有利于规模化养殖企业扩大规模；供给侧收缩带来猪肉价格上涨，生猪养殖业盈利空间有一定提升

2015年以来，在环保压力下，全国各省份对生猪养殖进行了重新规划，其中禁养区的养猪场要实施搬迁或关闭。2016年4月农业部发布未来五年生猪产业规划，将广东、福建、

浙江、江西、湖北、湖南、安徽、江苏等八个水网密集省份规划为限养区。2016年12月，国务院通知要求全国所有禁养区猪场在2017年年底前完成搬迁或关闭。从具体执行情况看，北京、上海、河北、浙江、福建、湖南、天津等省市在2016年已经基本完成禁养区整治，随着2017年最后截止日期的临近，其余省份将陆续完成整治工作。

受该环保禁养政策的影响，生猪养殖业供给侧持续萎缩，截止2017年3月，我国能繁母猪存栏数连续43个月下降，生猪存栏量自2015年初开始也处于波动下滑状态。2016年全国共出栏生猪6.85亿头，同比下降3.3%。在环保政策下，低效率、高污染的养殖户被淘汰，规模化、标准化将是未来生猪养殖行业发展的方向，对养殖业进行环保整治也是为了鼓励规模化、标准化的养殖龙头企业继续提升行业集中度，因此，对于规模化的企业而言，禁养政策是扩大自身规模的较好时机。

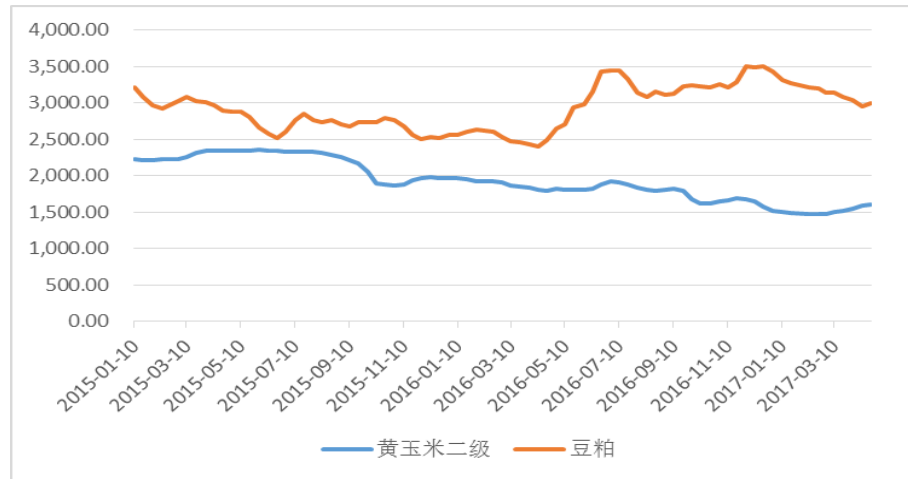
图 2 2015 年以来我国生猪以及能繁母猪存栏量（万头）



资料来源：wind 资讯

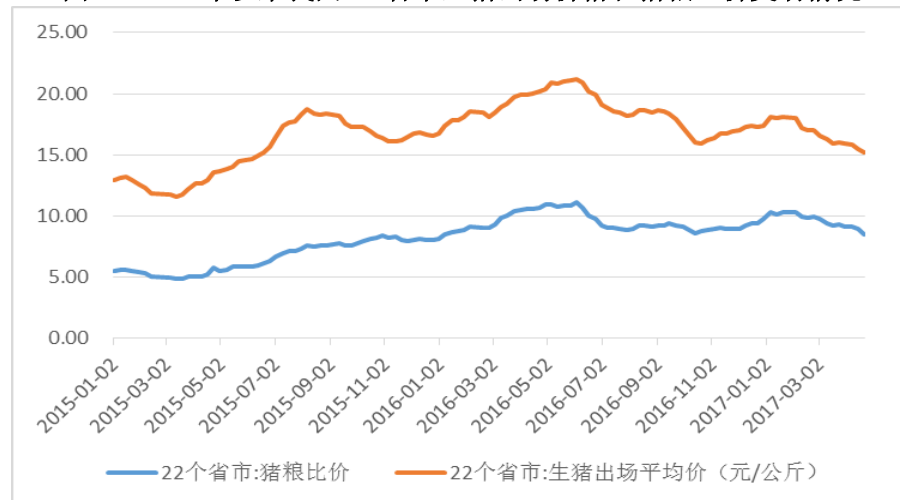
生猪养殖的主要成本为饲料成本，饲料的主要成份为玉米和豆粕，因此生猪养殖成本主要受玉米和豆粕价格变动影响。2016年以来，我国玉米平均价格持续下滑但豆粕价格较2015年整体上行。从需求看，猪肉属于大众生活必需品之一，其消费量基本稳定，当供应量小于需求量时，其价格将大幅上升；反之，当供应量大于需求量时，价格容易大幅下滑。2015年以来，受环保禁令的影响，我国生猪出场数量持续下行，2016年生猪出场价格整体上升，猪粮比价有所提升，生猪养殖业盈利空间有一定提升。

图3 2015年以来全国玉米和豆粕平均价格变动情况（单位：元/吨）



资料来源：wind 资讯

图4 2015年以来我国 22 省市生猪出场价格和猪粮比价变动情况

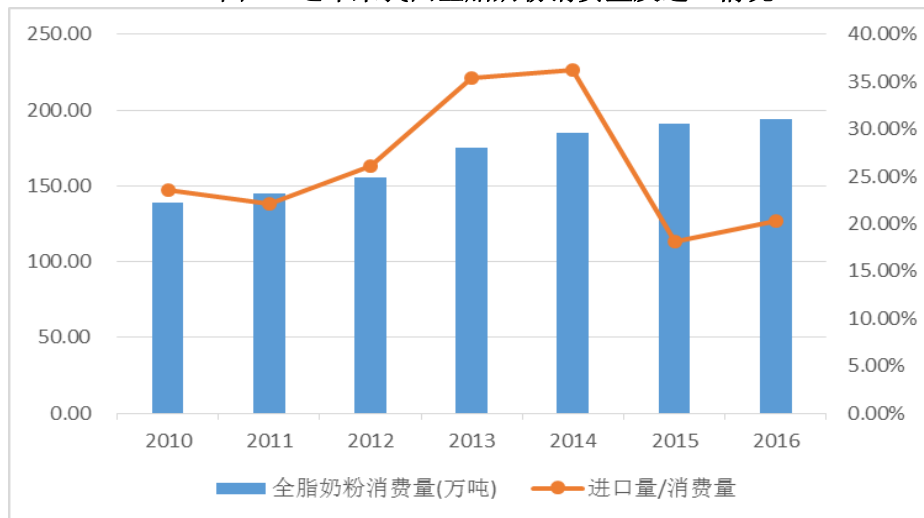


资料来源：wind 资讯

随着二胎政策放开，我国奶制品需求量稳步提升，但我国奶制品对进口有一定依赖。奶制品作为生活必需品之一，近年消费量稳步增长，以全脂奶粉为例，2016年我国全脂奶粉消费量为194.10万吨，同比增长1.41%。从需求端看，随着二胎政策的放开以及人口老龄化趋势的到来，我国婴幼儿奶粉和中老年奶粉需求量仍将保持增长。以放开二胎政策为例，2014-2015年单独家庭二孩生育申请率约为20%，2016年二胎政策已经初显效应，国家统计局抽样调查显示2016年我国新增人口数1,786万人，较2015年增长200万人，2017-2019年或迎来生育高峰期。考虑到我国6个月以内儿童母乳喂养率为58.5%，与发达国家相比处于高位，未来婴幼儿奶粉市场因为母乳喂养受到冲击的可能性较小，生育高峰的到来将随之带来婴幼儿奶粉需求的提升。

从进口端看，2008年三聚氰胺事件之后，国产奶粉质量饱受质疑，婴幼儿奶粉进口需求快速增长，之后借助跨境电商、海淘等渠道，婴幼儿奶粉进口渠道多元化。2016年，我国全脂奶粉进口量为39.50万吨，占当年消费量的20.35%。具体就婴幼儿奶粉来看，我国2016年婴幼儿奶粉进口量为22.13万吨，同比增长25.8%；价值30.09亿美元，同比增长21.8%。我国奶制品尤其是婴幼儿奶粉对进口有一定依赖。

图5 近年来我国全脂奶粉消费量及进口情况

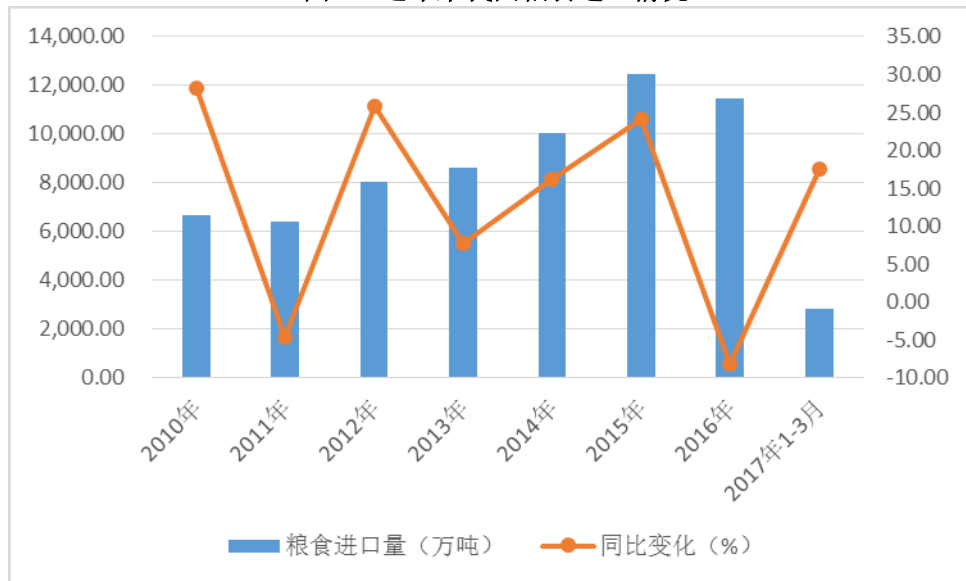


资料来源：wind资讯

我国粮食进口量依然维持高位，其中大豆进口量占比较高

我国生产的粮食产品中低端品种产量占比较大，而市场上对高端、优质粮食需求较大，因此在国产粮食市场上存在低端产品需求不足、产量过剩，高端产品供应不足的问题。相比国内生产的粮食，美国、巴西等国家生产的粮食不仅具有质量优势，还具有价格优势。近年来，我国进口的粮食主要有大豆、玉米、大米和小麦，其中进口的大豆占粮食总进口量的70%左右。据wind资讯数据，2016年我国粮食进口量11,468.00万吨，同比降低8.10%，但依然维持高位；2017年1-3月，粮食进口2,853.00万吨，同比增长17.60%。目前，我国对进口大豆的依赖程度较高，对进口其他主要粮食产品的依赖程度低。据中国海关数据，2016年我国全年进口大豆8,391.30万吨，同比增长2.72%，占2016年我国粮食进口量的73.17%。

图6 近年来我国粮食进口情况



四、经营与竞争

公司传统业务为生猪养殖和屠宰，及生猪养殖所需饲料的生产和销售。2014年开始，公司控股股东和实际控制人发生变更，主营业务开始向乳制品销售和大宗商品贸易转型。2016年公司实现营业收入62.23亿元，同比增长58.91%；大宗商品贸易和乳制品销售成为公司主要收入来源，二者分别占公司2016年营业收入的90.92%和5.95%。公司大宗商品贸易收入大幅增长主要是收购Fiagril后大豆等农产品贸易规模大幅增加；乳制品销售业务也因收购安源乳业得以快速增长。2016年6月，公司将生猪业务交由江苏银河托管后，每年取得固定收益，并不再确认生猪收入，同时肉羊养殖业务处于收缩状态，因而公司生猪/羊销售收入大幅下降。

从毛利率看，公司2016年综合毛利率由负转正，主要是由于乳制品销售和大宗商品贸易业务毛利率水平的提升。此前，公司大宗商品贸易主要是“薄利多销”，毛利率不足1%，收购完成Fiagril后公司新增大豆等农产品贸易，Fiagril公司2016年综合毛利率为17.96%，带动公司大宗商品贸易毛利率提升；2017年一季度公司大宗商品贸易毛利率降低亦是因为Fiagril贸易毛利率降低。乳制品销售方面，由于2015年公司乳制品销售渠道推广和产品推出成本较高，且原奶需外购，该项业务毛利率较低；2016年公司完成安源乳业销售后，原奶可实现大部分自产，公司乳制品销售业务毛利率回升至行业平均水平。

2017年1-3月，公司实现营业收入48.33亿元，为2016年全年的77.66%，公司一季度收入规模较大主要是因为一季度为巴西大豆成熟季节，公司大宗农产品贸易量较大；同时，

由于大康食品已承包给江苏银河经营，不再纳入公司并表范围内，公司2017年一季度不再确认生猪、饲料和屠宰收入，仅有少量肉羊销售收入。

表 2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2017年 1-3月		2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
大宗商品贸易	466,248.17	2.64%	565,800.12	6.30%	345,982.34	0.27%
乳制品销售	15,995.67	29.25%	37,030.43	31.78%	10,590.95	1.76%
生猪/羊	197.12	-13.05%	11,323.59	10.36%	15,250.03	-39.31%
饲料	-	-	7,161.15	13.02%	13,140.58	16.47%
屠宰肉制品	-	-	251.69	-194.37%	6,569.08	-20.22%
其他	875.00	100.00%	749.37	1.14%	286.35	100.00%
合计	483,315.96	3.69%	622,316.36	7.88%	391,619.33	-0.96%

资料来源：公司 2015-2016 年年报及未经审计的 2017 年一季度，鹏元整理

完成对安源乳业收购后，公司原奶供应较有保障，乳制品销售毛利率提升，但未来业务拓展情况尚待市场检验

公司牛奶业务主要由全资子公司纽仕兰经营，采用贴牌生产（OEM）方式运营。2016年11月，纽仕兰以70,157.43万元从公司控股股东鹏欣集团处收购安源乳业，收购主要内容为：公司以自有资金收购安源乳业100%的股权，以2014年5月31日为评级基准日，安源乳业100%的股权评估净值为24,973.02万元，安源乳业负债中含有对鹏欣集团的债务评估值为45,184.41万元，公司以70,157.43万元取得安源乳业的资产。

公司收购安源乳业后获得新西兰的克拉法牧场¹所有权，截至2016年末公司在新西兰拥有16个牧场，奶牛存栏量1,376头，具有440万吨原奶产量；公司控股股东鹏欣集团在新西兰拥有13个牧场，公司一共有29个牧场或关联牧场可为公司提供原奶，公司原奶采购可以实现约50%自给率，原奶供应有一定保障且减小了原奶采购价格波动风险。公司采购原奶之后交由新西兰当地牛奶加工企业生产，再运输回国内进行包装设计、市场营销等，通过公司自有品牌“纽仕兰”进行销售。公司对生产加工环节的控制力较弱，存在一定产品质量风险。公司当前原奶采购为现款采购，部分需要预付款项，因而原奶采购对公司资金有一定占用。

销售方面，公司通过电商自营、联营、电视购物、以及线下超市等多种方式推广产品，目前主要线上线下销售额约各占一半。公司线上主要与京东、一号店、天猫等电商平台合作，开设旗舰店进行销售，公司给予电商平台的账期为2-3个月，具体账期会与各家电商逐一协商；线下主要通过各地大型零售商进行销售，如上海的百联超市、湖南的步步高商

¹ 克拉法牧场由 16 个牧场组成，这些牧场主要集中在陶波湖（Lake Taupo）附近。

场、西南地区的永辉超市等，公司给予线下的账期一般也是2-3个月。

公司现在主推产品包括常温奶(主要为纯牛奶)和奶粉(包括成年奶粉和中老年奶粉)，常温奶和奶粉销售额大致各占一半。2016年公司在3.5克/100毫升牛奶产品、3.8克/100毫升牛奶产品、全进口全脂成人奶粉的基础上推出了新西兰麦卢卡蜂蜜中老年奶粉，但考虑到鲜奶产品保质期通常仅有2周，对物流能力和成本控制要求较高，预计短期内难以实现规模化，中老年奶粉销售效果尚待市场检验。公司2016年实现乳制品销售收入37,030.43万元，同比大幅增长249.64%，一方面是由于收购安源乳业之后并表收入增加（安源乳业2016年营业收入为9,033.96万元），另一方面公司2015年的渠道开发、产品推广初显成效。2016年公司乳制品销售业务毛利率为31.78%，处于行业内平均水平，2015年公司乳制品销售毛利率较低主要是由于当年渠道推广和新品开发费用较高，推高了产品成本。2017年1-3月，公司实现乳制品销售收入15,995.67万元，毛利率为29.25%。

总体看，公司完成对安源乳业收购后，原奶采购有较好保障，乳制品销售毛利率提升。考虑到乳制品销售业务具有一定的规模效应，公司目前乳制品销售业务规模较小，在价格上无优势，市场竞争力较弱，公司未来计划进一步扩展鲜奶等业务，但新业务的扩展对公司运营能力等提出的要求较高，未来能否实现业务拓展尚待市场检验。

收购完成Fiagril后，公司大宗商品贸易体量迅速扩张，盈利能力得以提升；但该项业务面临一定的汇率风险、整治风险、自然灾害风险等，公司收购Fiagril形成的商誉可能存在一定减值风险

2014年以来，公司借助控股股东鹏欣集团在全球农业上的经验，发展大宗农产品贸易业务。公司大宗商品贸易可以分为对外贸易业务和国内贸易业务，以境外贸易业务为主。内贸主要是白糖、大麦、高粱等产品，对外贸易主要是玉米、大豆、生物柴油等。公司内贸主要由子公司上海蒂达贸易有限公司和安源乳业运营，贸易产品包括白糖、棕榈油等，内贸毛利率很低（不超过百分之一），主要目的在于扩大业务量，基本无盈利。

2016年7月公司以2亿美元（13.36亿元）收购完成57.57%Fiagril股权之后，外贸业务主要由Fiagril进行，2016年8月之后公司将Fiagril纳入合并报表范围后，公司大宗商品贸易业务量大幅增加。鹏欣集团对Fiagril盈利补偿承诺为：Fiagril Ltda.于2017财年（2016年6月1日-2017年5月31日）、2018财年（2017年6月1日-2018年5月31日）及2019财年（2018年6月1日-2019年5月31日）上述三个会计年度实现的平均EBITDA低于目标EBITDA（9,094.30万美元）；鹏欣集团将以在本次交易中取得的现金对价10,000元人民币全额向上市公司进行业绩补偿。截至本报告出具日，上述交易尚未到达业绩承诺触发期。

Fiagril位于巴西麻省地区，该地区是巴西最大的大豆和玉米种植省份，产量约占巴西

总产量的 34%，其中大豆产量约占全球总产量的9%。我国是全球最大的大豆进口国，大豆进口依存度达80%，在现有的国际粮食贸易体系下，大豆供给和价格主要由四大粮商所垄断（ADM、嘉吉集团、邦吉集团、路易达孚）。Fiagril为巴西最大的大豆、玉米贸易平台和农业生产资料经销商之一。其业务模式为：Fiagril主要为当地中大农户（每户种植面积约2,000-5,000公顷）在大豆种植期提供种子、农药、化肥等农业生产资料，但提供之后不收现，而是作价后以当地市场利率计息，待大豆等粮食作物成熟后，公司以市价收购以抵扣前期农业生产资料的本金和利息，该部分为农业生产资料经销收入，毛利率约为20%；剩余部分的粮食作物公司仍以市价进行收购，该部分为纯粹的农产品贸易业务，毛利率约5%；此外，Fiagril也有少量生物柴油贸易业务；Fiagril公司2016年农业生产资料经销收入和农产品贸易收入占比约为30%：70%；二者均有一定季节性，农业生产资料经销收入主要发生在7-9月播种季节，农产品贸易收入主要发生在1-3月份大豆收割季节。

Fiagril农产品采购多采用现款采购，每年采购量约300万吨，主要采购物为大豆，玉米通常为当地农户改善土质而种植，种植量不大；销售方面，Fiagril对外销售账期不定，销售价格会根据账期不同有所调整以平衡资金占用成本。截至2016年末，Fiagril资产总额²为47.05亿元，负债总额为42.80亿元，资产负债率为90.96%。2016年8-12月，大康巴西贸易业务（主要是由Fiagril进行的大豆、玉米、生物柴油贸易）实现收入21.37元。

从公司大宗商品贸易产品看，由于Fiagril主要贸易产品为大豆、玉米，2016年公司新增大豆、玉米等农产品贸易，全年实现大宗商品贸易收入56.58亿元，同比大幅增长63.53%。2017年1-3月，公司实现大宗商品贸易收入46.62亿元，为2016年全年的82.41%，主要是由于公司农产品贸易有明显的季节性，一季度为巴西大豆成熟季节，公司大豆贸易量大幅增加，一般来说，Fiagril一季度贸易量约占全年的38%。毛利率方面，由于Fiagril农产品贸易毛利率较高，收购完成后提升了公司大宗商品贸易的整体毛利率，2016年公司大宗商品贸易毛利率为6.30%；2017年1-3月毛利率降低主要是因为Fiagril一季度主要收入来源为纯粹的农产品贸易，毛利率较低。

表 3 2015-2016 年以及 2017 年 1-3 月公司大宗商品贸易业务分产品情况（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月		2016 年		2015 年	
	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
白砂糖、棕榈油等	177,309.79	38.03%	352,115.77	62.23%	345,782.34	100.00%
大豆、玉米、生物柴油等	288,938.37	61.97%	213,684.36	37.77%	-	-
合计	466,248.17	100.00%	565,800.12	100.00%	345,782.34	100.00%

注：白砂糖、棕榈油等主要为内贸业务产品，大豆、玉米、生物柴油等主要为外贸业务产品。

² 已按照期末汇率进行折算。

资料来源：公司提供

公司收购完成Fiagril后，计划进一步扩大Fiagril收购量至500万吨，以扩大大宗商品贸易，争取更多的大豆定价权，但考虑到Fiagril处于巴西，近年巴西政治经济环境有一定不稳定性，且作为农产品贸易，经营受到自然环境的影响较大。

总体看，公司收购Fiagril后，大宗商品贸易业务得以加强，对公司盈利能力的改善亦较为明显；但我们也应关注Fiagril经营面临的汇率风险、政治环境风险以及可能的自然灾害风险等，且公司贸易产品主要为农产品，存在因管理不善引起的食品安全风险，以及商品贸易无法避免的原材料价格波动风险等。此外，公司收购Fiagril价款较高，给予标的资产增值率高达5,185%，形成商誉11.63亿元，溢价较高，商誉可能存在一定的减值风险。

公司逐渐淡出养殖业务，并将生猪业务外包以收取固定收益，此举有利于公司减轻业务负担，但也应关注固定收益款的回收情况

近几年我国养殖业不景气，公司更换控股股东和实际控制人后，经营理念和发展战略发生了较大变化，将发展重心转为牛奶销售和大宗农产品贸易。2016年6月，公司与江苏省银河面粉有限公司（以下简称“江苏银河”）达成以下协议：江苏银河对公司子公司大康食品增资1亿元，取得大康食品11.76%的股权，大康食品不再纳入公司合并报表范围；增资后，江苏银河负责大康食品的经营管理，享有大康食品全部经营收益并承担其全部经营亏损，每年向公司支付固定的收益款；江苏银河需要在增资后的第一年支付固定收益款2,300万元，在增资后第二年起每年支付固定收益款3,500万元，收益款需要在每年期满后30日内一次性支付。此外，公司对肉羊养殖进行了压缩，目前公司在安徽涡阳和江苏启东约有6万头肉羊存栏量，未来该项业务发展规划将根据市场行情决定。

总体看，公司养殖类业务收缩，并采用固定收益款的方式降低经营风险，但也应关注固定收益款项的回收风险。

公司控股股东高比例质押持有公司的股票，对公司治理结构产生了一定不利影响

2016年4月21日，公司发布声明，公司控股股东鹏欣集团因融资需要，已将持有公司18.08%的股份对外质押，该部分股份占鹏欣集团持有公司总股份的99.96%。若未来公司股票价格发生重大不利变化，公司控股股东可能弃失这部分已质押股票的所有权，从而导致公司股权结构的重大变化。公司控股股东高比例质押其持有的公司股票，对公司治理结构产生了一定不利影响。

表 4 截至 2017 年 4 月 21 日鹏欣集团持有的公司股份累计被质押情况

股东名称	持股总数(万股)	持股数占总股份的比例	已质押股份总数(万股)	已质押股份数占总股份的比例
鹏欣集团	99,247.83	18.09%	99,206.66	18.08%

资料来源：公司公告

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天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具的带强调事项段的无保留意见的2015年审计报告、无保留意见的2016年审计报告以及公司提供的未经审计的2017年1-3月财务报表，公司财务报表均采用新会计准则编制。2016年，公司财务报表合并范围变化情况见表1。

资产结构与质量

海外并购使公司资产大幅增长，公司资产主要由货币资金、其他流动资产构成，资产质量较好；但公司存货有一定跌价风险，商誉可能面临一定减值风险，资产受限比例较高

2016年随着非公开发行股票、海外并购的实施，公司资产规模大幅增加，截至2016年末，公司总资产为163.69亿元，同比增长84.46%。从构成看，公司资产主要为流动资产，2016年末和2017年3月末流动资产占比分别为66.20%和67.35%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、存货和其他流动资产等构成。截至2016年末，公司货币资金为33.37亿元，其中16.72亿元为境外借款保证金、承兑汇票保证金等，主要用于大宗商品贸易业务，使用受限。由于2016年公司收购安源乳业、Fiagril等子公司，乳制品销售和大宗商品贸易量大幅增加，使得应收账款较上年末大幅增长17.66倍至14.55亿元，主要是子公司安源乳业、Fiagril等应收客户的货款，截至2016年末，前五名应收账款对象合计占公司应收账款余额的22.20%；至2017年3月末，公司应收账款大幅增加，主要是因为公司2017年一季度大宗商品贸易量较大，应收账款随之增加；考虑到公司大宗商品贸易客户多为国际知名粮商，乳制品贸易客户也多为国内大型电商或大型线下零售商，应收账款回收风险不大；但公司应收账款规模的增加对公司营运资金形成了一定占用，且占用将随着大宗商品贸易规模的增加相应增加，公司为确保资金周转需通过流动资金贷款进行支持。公司预付账款主要是公司采购原奶预付的款项以及Fiagril预付的用于采购种子、农药化肥等生产资料的货款，截至2016年末，公司对前五大预付对象合计预付款为3.40亿元，占预付账款余额的47.32%；2017年3月，公司预付账款进一步增加主要是因为Fiagril业务量的增加。公司存货主要为库存商品、原材料、发出商品等，截至2016年末存货账面余额为5.53亿元，其中库存商品4.24亿元；公司库存商品主要是奶制品以及

Fiagril库存的大宗农产品（大豆为主），考虑到奶制品有一定的保质期，且大宗农产品价格随行情有一定波动，而公司在大宗农产品贸易中定价权弱。截至2016年末，公司对存货计提了145.08万元减值准备，但计提比例较低，库存商品有一定的跌价风险；2017年3月，公司存货较2016年末大幅增长71.54%，主要是因为Fiagril粮食收购量的增加。公司其他流动资产主要是公司利用闲置资金购买的理财产品，截至2016年末其他流动资产账面价值41.65亿元，其中理财产品占比96.33%；公司理财产品期限均在1年以内，多数为1-3个月，流动性较好；且随着2017年资本市场利率上行，公司2017年理财产品预期收益将优于上年。

公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期应收款、长期股权投资、固定资产、商誉等构成。截至2016年末，公司可供出售金融资产账面价值为6.80亿元，主要为公司持有的61,418.24万元大康食品公司³股权以及2,909.27万元股权投资基金。公司长期应收款主要为分期收款销售商品和长期投资款，分期收款销售商品主要是公司对生猪养殖业务交由江苏银河托管产生的应收固定收益款；同时，由于2016年大康食品公司不再纳入并表范围，公司将大康食品公司的31,645.80万元往来款转入长期应收款（计为“长期投资款”），该款项公司预计2017年5月收回1,619.98万元，后续款项将陆续收回，鹏元将关注后续款项回收情况。截至2016年末，公司长期应收款账面价值47,238.52万元。2016年公司新增长期股权投资33,000.00万元，为阜禄股权投资管理合伙企业（有限合伙）的股权投资成本。公司固定资产主要为牧场、猪场等养殖基地，截至2016年末固定资产账面价值为17.45亿元。公司商誉主要是公司收购怀化大康九鼎饲料有限公司和HDPF PARTICIPACOES LTDA（Fiagril的母公司）形成的商誉，2016年新增商誉主要是收购后者形成的11.63亿元商誉。考虑到Fiagril业务经营可能的面临的汇率风险、产品质量风险，以及在业务扩展中可能遇到的瓶颈，公司商誉面临一定减值风险。

表 5 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	271,266.63	15.33%	333,654.37	20.38%	184,310.92	20.77%
应收账款	253,739.14	14.34%	145,456.51	8.89%	7,795.09	0.88%
预付款项	65,779.60	3.72%	69,057.19	4.22%	11,196.25	1.26%
存货	94,825.30	5.36%	55,277.76	3.38%	22,641.21	2.55%
其他流动资产	431,112.81	24.37%	416,537.60	25.45%	399,158.83	44.98%
流动资产合计	1,191,432.83	67.35%	1,083,595.53	66.20%	658,351.49	74.19%
可供出售金融资产	68,328.98	3.86%	67,994.52	4.15%	10,527.39	1.19%

³ 自2016年7月1日起，公司原子公司大康食品公司不再纳入合并报表范围，将对大康食品公司投资的61,418.24万元转入可供出售金融资产。

长期应收款	68,233.18	3.86%	47,238.52	2.89%	0.00	0.00%
长期股权投资	33,000.00	1.87%	33,000.00	2.02%	0.00	0.00%
固定资产	175,161.32	9.90%	174,453.30	10.66%	134,451.09	15.15%
商誉	118,098.41	6.68%	116,333.48	7.11%	1,184.38	0.13%
非流动资产合计	577,607.49	32.65%	553,335.11	33.80%	229,087.89	25.81%
资产总计	1,769,040.32	100.00%	1,636,930.64	100.00%	887,439.38	100.00%

资料来源：公司 2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

2016年6月24日，鹏元出具了《湖南大康国际农业食品股份有限公司2012年公司债券2016年跟踪信用评级报告》，对公司应收陈晓明先生承包经营补偿款回收风险进行了关注，根据公司2017年4月21日公告的《湖南大康国际农业食品股份有限公司关于利润补偿款回收进展的公告》，公司已全部收回共计11,263.69万元补偿款；但我们也关注到，雪龙黑牛股份有限公司应付公司的3,428.43万元预付货款、赔付款截至2016年末尚未收回。

从公司资产受限情况看，截至2016年末，公司账面价值合计为59.57亿元的资产使用受限，占公司期末总资产的36.39%，受限比例较大；其中49.48亿元为公司开展贸易业务的保证金。

总体来看，公司资产主要由货币资金、其他流动资产构成，质量较好；但应收账款对公司资金有一定占用，存货有一定跌价风险，商誉可能存在减值风险，且公司资产受限比例较高，一定程度上限制了财务弹性。

表 6 截至 2016 年末公司资产受限情况（单位：万元）

项目	受限账面价值	受限原因
货币资金	270,619.06	借款抵押以及保证金等
存货	3,235.59	为银行借款提供保证
固定资产	74,201.53	抵押用于银行借款
其他流动资产	224,146.70	理财产品质押用于借款及开具票据、信用证
应收账款	21,016.69	为银行借款提供保证
其他应收款	2,456.62	为银行借款提供保证
合计	595,676.17	-

资料来源：公司 2016 年审计报告

盈利能力

大宗农产品贸易和乳制品销售毛利率提升使得公司主业盈利能力得到改善；但仍需关注乳制品销售和大宗商品贸易在业务拓展方面面临的不确定性

2016年公司实现营业收入62.23亿元，同比增长58.91%，公司收入主要来自大宗商品贸易、乳制品销售、饲料生产和销售、生猪养殖和销售等。根据公司战略规划，公司生猪

养殖和销售业务进一步收缩，乳制品销售和大宗商品贸易得到大力发展，2016年大宗商品贸易和乳制品销售收入占公司营业收入比重分别为90.92%和5.95%；二者亦是公司2016年营业收入增长的主要来源；2017年1-3月，公司实现营业收入48.33亿元，为2016年全年的77.66%，主要是因为Fiagril在一季度大豆收割季节贸易量大幅增加，预计2017年公司营业收入较2016年将有大幅度增长。

从公司各项业务看，公司传统的饲料业务、生猪业务和屠宰肉制品业务收入逐年萎缩，2016年三者分别为7,161.15万元、10,608.51万元和251.69万元，分别为上年的54.50%、70.79%和3.83%；该等业务毛利率均较低，部分处于亏损状态，2016年6月后公司不再经营生猪业务。公司2016年大宗商品贸易毛利率为6.30%，较上年明显提升，且公司乳制品业务前期渠道推广初显成效使得乳制品业务毛利率大幅提升。大宗商品贸易和乳制品业务毛利率的改善使得公司2016年综合毛利率由负转正，主营业务盈利能力得以提升。

公司公允价值变动净损益主要是巴西子公司买卖远期合约的公允价值变动损益，2016年公司公允价值变动净损益为16,250.58万元。公司2016年理财产品实现投资收益12,621.56万元，但由于处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产形成12,097.52万元损失（该项主要是Fiagril为锁定农产品价格进行期权合约交易的损失），使得公司2016年投资净收益仅为4,013.73万元；2017年1-3月公司投资净收益为-8,576.39万元，主要是由于Fiagril持有的远期合约公允价值变动引起的损失。公司2016年营业外收入主要为收到的政府补助，营业外收入较2015年明显降低主要是由于公司2015年大康食品经营未达预期，其负责人承诺的经营补偿款达11,263.69万元，2016年不再有亏损补偿。

由于公司2016年各项业务毛利率整体好转，公司扭亏为盈，全年分别实现利润总额和净利润22,007.62万元和15,551.28万元。未来公司计划大力发展乳制品和大宗农产品贸易业务，但我们也应关注到该类业务面临的汇率风险、整治风险以及食品安全风险等，在业务拓展上有一定不确定性。

表 7 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	483,315.96	622,316.36	391,619.33
公允价值变动净收益	17,280.47	16,250.58	-58.30
投资净收益	-8,576.39	4,013.73	15,443.78
营业利润	11,092.61	22,851.14	-12,076.57
营业外收入	410.85	556.29	12,770.56
利润总额	11,456.69	22,007.62	-1,721.42
净利润	9,073.02	15,551.28	-2,737.11

综合毛利率	3.69%	7.88%	-0.96%
期间费用率	2.76%	6.52%	5.50%
营业利润率	2.30%	3.67%	-3.08%
总资产回报率	-	3.74%	0.87%
净资产收益率	-	2.69%	-0.47%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

现金流

公司面临较大的营运资金压力，需依靠流动资金贷款维持资金周转

2016年公司经营活动现金流表现较差主要是因为收购Fiagril引起；Fiagril采购种子、农药、化肥生产资料或采购农产品多采用现款支付，而销售生产资料给予农户的账期长达6个月左右，进行大宗农产品贸易亦给予客户一定账期（1-3个月），该种业务模式对公司营运资金占用较大。同时，公司乳制品贸易中进行原奶采购也才有现款支付甚至需要预付部分款项，而给予线上线下经销商的账期多为2-3个月。由此，公司大宗商品贸易和乳制品销售业务均需占用较大规模的营运资金，使得公司2016年经营活动现金流表现变弱，公司面临较大的营运资金压力。

为维持资金运转，公司需通过流动资金贷款平衡资金需求；在大宗商品贸易中，公司通常将资金成本通过调整价格的方式转价给上游农户或下游客户；而乳制品贸易过程中，由于电商和线下零售商对渠道的控制能力较强，公司成本转移的空间有限。

公司投资活动现金流受理财产品投资和收回的影响较大，2016年公司投资支付的现金和收回投资收到的现金分别为82.44亿元和79.11亿元，同时，公司2016年收购子公司支付的现金规模较大，为14.70亿元。投资活动现金支出规模较大，当年投资活动现金表现为27.41亿元净流出。

表 8 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
净利润	15,551.28	-2,737.11
营运资本变化	-51,428.40	4,914.57
其中：存货减少（减：增加）	38,765.26	-1,850.82
经营性应收项目的减少（减：增加）	-140,883.54	-15,991.83
经营性应付项目增加（减：减少）	50,689.88	22,757.22
加：其他	-1,271.48	-237.66
经营活动产生现金流量净额	-43,350.61	8,976.38
投资活动产生的现金流量净额	-274,081.89	-341,689.36
筹资活动产生的现金流量净额	298,213.93	149,247.85

现金及现金等价物净增加额	-18,611.11	-183,568.99
--------------	------------	-------------

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

由于日常经营资金需求加大，公司有息债务规模大幅增加，偿债压力明显加重

2016年公司通过借款等方式融入大量资金使得负债规模大幅扩大，截至2016年末，公司负债总额为105.75亿元，同比增长239.87%；负债规模的扩大亦使得公司2016年产权比率相比上年末大幅上升128.52个百分点至182.51%，公司整体债务压力加重。2017年3月，公司负债总额较2016年末进一步增长11.29%至117.69亿元；增长部分主要系应收账款、预收款项等经营性负债以及长期借款。

表 9 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	1,176,873.59	1,057,498.89	311,149.18
所有者权益	592,166.72	579,431.76	576,290.20
产权比率	198.74%	182.51%	53.99%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

从构成看，公司负债主要为流动负债，2016年末和2017年3月末流动负债占比分别为90.00%和86.08%。公司流动负债主要由短期借款、交易性金融负债、应付票据、应付账款、预收款项、一年内到期的非流动负债构成。2016年公司短期借款大幅增加，截至年末余额为57.36亿元，其中信用借款占比为14.99%，其他均为质押、抵押或保证借款，公司短期借款利率水平大致为基准利率上浮5%。公司交易性金融负债均为公司投资衍生产品融资（主要为Fiagril锁定商品价格进行的期权交易）形成的负债。公司应付票据均为银行承兑汇票，截至2016年末余额为6.77亿元。公司应付账款主要为应付货款、以及设备及工程款，截至2016年末余额为9.64亿元；2017年3月，公司应付账款大幅增加主要是因为Fiagril一季度业务规模较大带来的应付账款相应增加。公司预收款项主要为公司预收客户的货款，截至2016年末余额为7.52亿元，主要是巴西子公司预收客户的大宗农产品货款。公司一年内到期的非流动负债主要由一年内到期的5.20亿元长期借款以及3.29亿元公司债券（即本期债券，将于2017年8月23日到期）构成。公司非流动负债主要为长期借款，截至2016年末长期借款余额（不含1年内到期部分）为9.06亿元，均为质押、抵押或保证借款。

表 10 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	525,696.49	44.67%	573,577.30	54.24%	148,218.54	47.64%

交易性金融负债	25,226.60	2.14%	39,369.11	3.72%	15.03	0.00%
应付票据	36,949.10	3.14%	67,661.07	6.40%	22,975.70	7.38%
应付账款	224,761.48	19.10%	96,405.38	9.12%	3,794.05	1.22%
预收款项	100,186.11	8.51%	75,184.77	7.11%	2,442.36	0.78%
一年内到期的非流动负债	82,372.95	7.00%	84,941.09	8.03%	42,194.32	13.56%
流动负债合计	1,013,093.96	86.08%	951,727.67	90.00%	237,867.32	76.45%
长期借款	134,963.77	11.47%	90,627.35	8.57%	39,149.40	12.58%
非流动负债合计	163,779.64	13.92%	105,771.22	10.00%	73,281.86	23.55%
负债合计	1,176,873.59	100.00%	1,057,498.89	100.00%	311,149.18	100.00%
其中：有息债务	805,208.91	68.42%	856,175.92	80.96%	285,332.00	91.70%

资料来源：公司 2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

公司有息债务主要由短期借款、交易性金融负债、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券组成。截至2016年末，公司有息债务规模为85.61亿元，占总负债的80.96%，其中一年内到期的金额为76.55亿元，规模很大。2016年公司有息债务大幅增加的主要原因是公司贸易类业务大幅增加，而公司采购多采用现款结算，而销售多给予客户一定账期，使得公司流动资金需求大幅增加，公司偿债压力较上年明显加重。

从公司偿债能力指标看，公司2016年偿债能力指标整体上明显恶化。截至2016年末，公司资产负债率为64.60%，较上年末上升29.54个百分点；流动比率和速动比率分别为1.14和1.08，流动资金对流动负债的覆盖能力较上年末明显弱化。2016年公司EBITDA利息保障倍数为2.42，经营活动现金生成能力对利息支出的保障程度较低。

表 11 公司偿债能力指标

指标名称	2017年3月	2016年	2015年
资产负债率	66.53%	64.60%	35.06%
流动比率	1.18	1.14	2.77
速动比率	1.08	1.08	2.67
EBITDA（万元）	-	53,787.87	17,552.30
EBITDA 利息保障倍数	-	2.42	2.09
有息债务/EBITDA	-	15.92	16.26

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

2015年6月公司发布公告，经“2012年湖南大康牧业股份有限公司公司债券”2015年第一次债券持有人会议，决定将本期债券增信方式由陈黎明（原实际控制人）及其妻子严瑛提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保变更为鹏欣集团提供全额无条件不可撤销

的连带责任保证担保。

根据鹏欣集团提供的资料显示，鹏欣集团是一家集房地产开发、矿产实业、现代农业和股权投资等于一体的民营企业集团，目前已拥有全资、控股子公司几十余家。截至2016年9月30日，鹏欣集团资产总额为425.37亿元，归属于母公司的所有者权益为49.73亿元，资产负债率为83.76%。2015年，鹏欣集团实现主营业务收入79.43亿元，利润总额-5.03亿元，经营活动现金流净额19.22亿元；2016年1-9月，鹏欣集团实现主营业务收入76.60亿元，利润总额-1.74亿元。

表 12 鹏欣集团主要财务数据

指标名称	2016年9月	2015年	2014年
资产总计（万元）	4,253,670.81	3,359,894.69	3,157,709.34
负债合计（万元）	3,562,835.81	2,622,089.79	2,271,854.34
归属于母公司所有者权益合计（万元）	497,272.94	538,199.16	608,132.82
主营业务收入（万元）	765,999.55	794,287.25	832,830.63
主营业务利润（万元）	70,701.46	86,255.87	144,205.98
其他业务利润（万元）	6,007.81	6,472.04	5,569.85
营业利润（万元）	-61,370.26	-86,155.98	-25,776.94
投资收益（万元）	23,584.32	19,383.79	162,888.19
利润总额（万元）	-17,449.57	-50,333.79	140,480.43
净利润（万元）	-17,285.34	-25,040.99	131,418.27
经营活动产生的现金流量净额（万元）	148,799.67	192,188.46	73,634.65
投资活动产生的现金流量净额（万元）	-267,866.50	-39,034.90	-123,983.85
筹资活动产生的现金流量净额（万元）	204,761.86	7,979.77	14,108.14
资产负债率	83.76%	78.04%	71.95%
流动比率	1.57	1.34	2.29
速动比率	1.21	1.06	1.72

资料来源：鹏欣集团提供的2014-2015年审计报告和未经审计的2016年1-9月财务报表，鹏元整理

本期债券担保方式变更后，鹏元就对鹏欣集团进行主体长期信用评级的事项与公司进行了多次沟通，大康农业出于自身因素考虑，没有同意鹏元对鹏欣集团进行主体长期信用评级，故鹏元无法对鹏欣集团的主体长期信用状况发表意见。

七、评级结论

公司大宗商品贸易体量和盈利能力有所提升，乳制品销售毛利率提升，公司主业盈利能力改善。同时鹏元也关注到，公司业务转型面临一定不确定性，公司存货有一定跌价风险，资产受限比例较高，营运资金压力较大，偿债压力明显加重，公司收购Fiagril形成的

商誉可能存在一定减值风险，且控股股东高比例质押持有公司的股票，可能对公司治理结构产生不利影响等风险因素。

基于以上情况，经综合评定，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，维持评级展望为稳定。

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	271,266.63	333,654.37	184,310.92	285,869.63
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	42,536.70	43,067.80	10,557.80	0.00
应收账款	253,739.14	145,456.51	7,795.09	3,178.92
预付款项	65,779.60	69,057.19	11,196.25	13,149.49
应收利息	9,413.89	6,888.36	5,465.46	632.51
其他应收款	22,758.75	13,655.94	17,225.93	2,706.08
存货	94,825.30	55,277.76	22,641.21	26,098.15
其他流动资产	431,112.81	416,537.60	399,158.83	192,520.48
流动资产合计	1,191,432.83	1,083,595.53	658,351.49	524,155.26
可供出售金融资产	68,328.98	67,994.52	10,527.39	2,909.27
长期应收款	68,233.18	47,238.52	0.00	0.00
长期股权投资	33,000.00	33,000.00	0.00	0.00
投资性房地产	1,485.59	1,448.16	0.00	0.00
固定资产	175,161.32	174,453.30	134,451.09	52,299.84
在建工程	19,418.38	18,542.27	18,153.55	25,031.34
工程物资	0.00	0.00	0.00	3.36
生产性生物资产	9,933.30	9,397.66	8,315.81	3,635.61
无形资产	46,035.07	46,056.95	15,355.72	15,584.51
商誉	118,098.41	116,333.48	1,184.38	1,184.38
长期待摊费用	334.14	353.97	2,465.05	4,794.03
递延所得税资产	17,530.74	16,167.91	0.00	8.85
其他非流动资产	20,048.36	22,348.36	38,634.89	28,125.62
非流动资产合计	577,607.49	553,335.11	229,087.89	133,576.82
资产总计	1,769,040.32	1,636,930.64	887,439.38	657,732.07
短期借款	525,696.49	573,577.30	148,218.54	9,000.00
交易性金融负债	25,226.60	39,369.11	15.03	0.00
应付票据	36,949.10	67,661.07	22,975.70	0.00
应付账款	224,761.48	96,405.38	3,794.05	9,663.11
预收款项	100,186.11	75,184.77	2,442.36	721.10
应付职工薪酬	1,547.32	1,468.68	631.89	579.06
应交税费	5,098.75	3,062.06	617.77	234.64
应付利息	4,285.23	3,647.97	2,906.90	864.60

其他应付款	6,969.92	6,410.23	14,070.77	1,700.52
一年内到期的非流动负债	82,372.95	84,941.09	42,194.32	0.00
流动负债合计	1,013,093.96	951,727.67	237,867.32	22,763.02
长期借款	134,963.77	90,627.35	39,149.40	19,000.00
应付债券	0.00	0.00	32,779.01	32,648.25
长期应付款	13,000.00	0.00	0.00	0.00
预计负债	1,008.39	982.98	0.00	0.00
递延所得税负债	13,876.63	13,735.13	628.47	0.00
递延收益-非流动负债	323.22	335.57	724.97	818.37
非流动负债合计	163,779.64	105,771.22	73,281.86	52,466.62
负债合计	1,176,873.59	1,057,498.89	311,149.18	75,229.64
实收资本(或股本)	548,537.22	548,537.22	288,703.80	288,703.80
资本公积金	16,191.64	16,191.64	276,033.02	276,025.01
其它综合收益	11,534.88	8,107.15	-2,600.72	-69.44
盈余公积金	3,111.88	3,111.88	3,111.88	2,839.84
未分配利润	-8,468.39	-13,747.98	7,194.38	11,028.56
归属于母公司所有者权益合计	570,907.23	562,199.92	572,442.36	578,527.77
少数股东权益	21,259.49	17,231.84	3,847.84	3,974.67
所有者权益合计	592,166.72	579,431.76	576,290.20	582,502.44
负债和所有者权益总计	1,769,040.32	1,636,930.64	887,439.38	657,732.07

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表

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
营业总收入	483,315.96	622,316.36	391,619.33	58,460.01
营业收入	483,315.96	622,316.36	391,619.33	58,460.01
营业总成本	480,927.44	619,729.54	419,081.39	68,833.97
营业成本	465,500.09	573,254.31	395,376.02	58,913.06
税金及附加	2,127.71	5,098.18	9.29	31.36
销售费用	4,101.22	12,266.07	3,552.29	1,836.11
管理费用	7,956.07	21,315.18	12,642.35	6,289.04
财务费用	1,265.46	6,995.29	5,349.48	1,466.63
资产减值损失	-23.10	800.51	2,151.95	297.78
其他经营收益	8,704.09	20,264.31	15,385.48	10,664.30
公允价值变动净收益	17,280.47	16,250.58	-58.30	0.00
投资收益	-8,576.39	4,013.73	15,443.78	10,664.30
营业利润	11,092.61	22,851.14	-12,076.57	290.34
加：营业外收入	410.85	556.29	12,770.56	2,826.80
减：营业外支出	46.77	1,399.80	2,415.42	833.43
其中：非流动资产处置净损失	0.00	539.63	2,146.50	422.07
利润总额	11,456.69	22,007.62	-1,721.42	2,283.71
减：所得税	2,383.67	6,456.35	1,015.69	391.11
净利润	9,073.02	15,551.28	-2,737.11	1,892.60
减：少数股东损益	3,793.43	7,928.95	193.20	324.32
归属于母公司所有者的净利润	5,279.59	7,622.33	-2,930.31	1,568.28
加：其他综合收益	3,427.73	10,707.87	-2,489.03	-69.44
综合收益总额	12,500.74	26,259.15	-5,226.14	1,823.16
减：归属于少数股东的综合收益总额	3,793.43	7,928.95	193.20	324.32
归属于母公司普通股股东综合收益总额	8,707.32	18,330.20	-5,419.34	1,498.85

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表

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
销售商品、提供劳务收到的现金	358,423.54	606,973.51	439,553.29	57,060.60
收到的税费返还	173.35	584.86	106.80	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	21,721.98	73,253.82	5,527.80	3,079.21
经营活动现金流入小计	380,318.88	680,812.19	445,187.89	60,139.81
购买商品、接受劳务支付的现金	380,135.91	609,397.62	415,529.15	72,687.21
支付给职工以及为职工支付的现金	7,876.48	22,154.68	7,167.83	6,816.02
支付的各项税费	6,432.01	10,492.64	3,688.50	848.95
支付其他与经营活动有关的现金	35,848.63	82,117.87	9,826.05	27,023.08
经营活动现金流出小计	430,293.02	724,162.81	436,211.52	107,375.26
经营活动产生的现金流量净额	-49,974.15	-43,350.61	8,976.38	-47,235.45
收回投资收到的现金	279,670.66	791,104.28	1,207,867.33	1,652,533.45
取得投资收益收到的现金	2,386.47	14,193.09	11,945.70	10,463.07
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	145.57	1,790.28	1,751.57	3,038.00
收到其他与投资活动有关的现金	557.91	71,331.57	4,115.21	0.00
投资活动现金流入小计	282,760.61	878,419.23	1,225,679.80	1,666,034.52
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	291.73	13,598.12	34,117.10	20,704.29
投资支付的现金	242,371.35	824,431.67	1,532,743.19	1,867,749.68
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	147,045.46	299.95	4,462.28
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	167,425.86	208.92	0.00
投资活动现金流出小计	242,663.08	1,152,501.12	1,567,369.16	1,892,916.25
投资活动产生的现金流量净额	40,097.52	-274,081.89	-341,689.36	-226,881.73
吸收投资收到的现金	0.00	4,750.00	0.00	496,999.44
取得借款收到的现金	201,644.22	349,541.93	166,695.42	33,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	216.74	251,417.88	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	201,860.96	605,709.81	166,695.42	529,999.44
偿还债务支付的现金	183,565.75	179,062.77	9,362.48	15,500.00
分配股利、利润、偿付利息支付现金	2,404.59	20,988.98	6,545.93	3,345.75
支付其他与筹资活动有关的现金	3,061.00	107,444.13	1,539.15	395.58
筹资活动现金流出小计	189,031.34	307,495.88	17,447.56	19,241.33
筹资活动产生的现金流量净额	12,829.61	298,213.93	149,247.85	510,758.11
汇率变动对现金的影响	68.28	607.47	-103.86	0.00
现金及现金等价物净增加额	3,021.27	-18,611.11	-183,568.99	236,640.92
加：期初现金及现金等价物余额	268,245.36	81,646.43	265,215.42	27,528.71
期末现金及现金等价物余额	271,266.63	63,035.32	81,646.43	264,169.63

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表

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	15,551.28	-2,737.11	1,892.60
加：资产减值准备	800.51	2,151.95	297.78
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	7,239.15	6,225.00	4,666.18
无形资产摊销	1,487.58	422.00	398.03
长期待摊费用摊销	870.41	4,210.82	3,123.49
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	452.20	1,820.49	-311.12
公允价值变动损失	-16,250.58	58.30	0.00
财务费用	7,419.32	9,311.73	3,556.23
投资损失	-13,811.72	-15,443.78	-10,664.30
递延所得税资产减少	5,159.37	-1,719.93	-8.85
递延所得税负债增加	431.75	0.00	0.00
存货的减少	38,765.26	-1,850.82	-12,440.86
经营性应收项目的减少	-140,883.54	-15,991.83	-16,056.47
经营性应付项目的增加	50,689.88	22,757.22	-1,594.75
其他	-1,271.48	-237.66	-20,093.40
经营活动产生的现金流量净额	-43,350.61	8,976.38	-47,235.45
现金的期末余额	63,035.32	81,646.43	264,169.63
减：现金的期初余额	81,646.43	265,215.42	27,528.71
现金及现金等价物净增加额	-18,611.11	-183,568.99	236,640.92

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
综合毛利率	3.69%	7.88%	-0.96%	-0.77%
期间费用率	2.76%	6.52%	5.50%	16.41%
营业利润率	2.30%	3.67%	-3.08%	0.50%
总资产回报率	-	3.74%	0.87%	1.45%
净资产收益率	-	2.69%	-0.47%	0.57%
产权比率	198.74%	182.51%	53.99%	12.91%
有息债务（万元）	805,208.91	856,175.92	285,332.00	60,648.25
资产负债率	66.53%	64.60%	35.06%	11.44%
流动比率	1.18	1.14	2.77	23.03
速动比率	1.08	1.08	2.67	21.88
EBITDA（万元）	-	53,787.87	17,552.30	13,922.40
EBITDA 利息保障倍数	-	2.42	2.09	4.03
有息债务/EBITDA	-	15.92	16.26	5.40

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告和未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

附录五 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	短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券

附录六 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。