

中牧实业股份有限公司

**2016 年公开发行公司债券
(第一期)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
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
【193】号 01

债券剩余规模：12 亿元
债券到期日期：2021 年
02 月 26 日

债券偿还方式：单利按
年计息，到期一次还本，
附存续期第 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：
张颜亭 王硕

电话：
010-66216006

邮箱：
zhangyt@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

中牧实业股份有限公司 2016 年公开发行公司债券 (第一期) 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 05 月 26 日	2016 年 05 月 20 日

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”）及其 2016 年 02 月 26 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主要产品市场占有率仍然较高，竞争优势明显；投资收益对盈利贡献较大，整体盈利能力有所增强；资产负债率水平不高，短期偿债压力较小。同时我们也关注到，国家自 2017 年开始取消猪瘟和高致病性猪蓝耳病强制免疫，该政策变动或对公司上述两类产品收入和利润产生不利影响；公司贸易板块未来发展仍存在不确定性；同时，公司存货存在一定的跌价风险等风险因素。

正面：

- 公司主要产品市场占有率仍然较高，竞争优势明显。2016 年公司生物制品板块禽流感疫苗、口蹄疫疫苗、猪瘟类疫苗及蓝耳病灭活苗等产品市场占有率均位居首位；兽药板块喹烯酮预混剂、牧乐星系类产品及喹乙醇原料药市场占有率均达到 60% 以上，均排名第一；复合维生素产品市场占有率为 18%，仍位居国内第二位。
- 公司投资收益对盈利贡献较大，整体盈利能力有所增强。2016 年实现投资收益 1.71 亿元，同比增长 369.49%，主要系公司减持金达威部分股权所致，截至 2016 年末，公司持有金达威股权为 14,158.12 万股，持股比例为 22.97%；2016 年公司实现净利润 3.61 亿元，同比增长 28.26%，整体盈利能力有所增强。
- 公司资产负债率水平不高，短期偿债压力较小。截至 2017 年 3 月末，公司资产负

债率为 38.20%，水平较低；短期有息债务为 1.00 亿元，占有息债务比重仅为 7.73%，短期偿债压力较小。

关注：

- 国家自 2017 年开始取消猪瘟和高致病性猪蓝耳病强制免疫，该政策变动或对公司上述两类产品收入和利润产生不利影响。2016 年公司生物制品板块实现销售收入 13.04 亿元，其中政府招采产品收入占比 68.41%。但国家自 2017 年开始取消猪瘟和高致病性猪蓝耳病强制免疫，若公司市场化疫苗推广低于预期，上述两类产品收入和利润或受到一定的不利影响。
- 公司贸易板块未来发展仍存在不确定性。2016 年公司贸易板块收入规模仍然较大，占公司营业收入比为 27.86%，该板块风险相对较大，市场行情变化较快，其未来发展仍存在不确定性。
- 公司存货存在一定的跌价风险。截至 2016 年末公司存货为 5.64 亿元，同比下降 18.83%，占总资产比重为 9.34%，已计提跌价准备 1,586.63 万元，考虑到存货中部分为有效期较短的疫苗产品，需关注其跌价风险。

主要财务指标：

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
总资产（万元）	611,302.25	603,068.11	439,036.14	428,654.78
所有者权益合计（万元）	377,789.64	369,415.80	335,574.35	317,605.41
有息债务（万元）	129,125.77	126,593.67	5,003.22	11,821.28
资产负债率	38.20%	38.74%	23.57%	25.91%
流动比率	3.12	3.03	1.91	1.94
速动比率	2.54	2.51	1.21	1.21
营业收入（万元）	78,143.75	397,387.04	423,418.99	403,544.13
营业利润（万元）	9,952.60	41,427.82	32,411.57	32,181.52
利润总额（万元）	10,064.17	42,753.91	33,609.61	33,162.04
综合毛利率	34.74%	29.38%	25.91%	23.95%
总资产回报率	-	8.91%	7.95%	8.63%
EBITDA（万元）	-	64,465.47	51,004.87	48,728.39
EBITDA 利息保障倍数	-	17.47	57.98	35.72
经营活动现金流净额（万元）	-26,782.48	63,340.25	53,013.59	28,634.36

资料来源：公司 2015 年、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年2月26日发行5年期12亿元公司债券，募集资金用于补充公司流动资金，优化公司资本结构。截至2017年4月30日，公司已用部分暂时闲置的本期债券募集资金购买理财产品。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、主营业务均未发生变更。2016年1月4日，中国牧工商（集团）总公司（以下简称“中牧总公司”）通过定向资产管理计划在二级市场累计增持公司股份60.04万股，增持后，持股比例变更为52.49%。2016年12月，中牧总公司减持部分公司无限售条件股份，减持后，持股比例变更为51.91%。截至2017年3月31日，公司注册资本仍为42,980.00万元，控股股东仍为中牧总公司。跟踪期内，公司合并报表范围的子公司未发生变化（详见附录五）。

截至2016年12月31日，公司资产总额为60.31亿元，归属于母公司的所有者权益为33.58亿元，资产负债率为38.74%；2016年度，公司实现营业收入39.74亿元，利润总额4.28亿元，经营活动现金净流入6.33亿元。

截至2017年3月31日，公司资产总额为61.13亿元，归属于母公司的所有者权益为34.32亿元，资产负债率为38.20%；2017年1-3月，公司实现营业收入7.81亿元，利润总额1.01亿元，经营活动现金净流出2.68亿元。

三、运营环境

2016年我国畜牧业规模继续扩大，增速有所提升，为生物制品、兽药及饲料的发展提供了较好的条件

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。2016年我国畜牧业迅速发展，增速有所提升，2016年第一季度、第二季度、第三季度我国畜牧业累计产值分别为7,668.90亿元、13,685.90亿元和21,985.30亿元，同比分别增长14.19%、14.68%和9.21%，较上年同期增长率分别提高14.09个、13.26个和5.42个百分点。

2016年末，生猪存栏43,504万头，同比下降3.6%；生猪出栏68,502万头，同比下降3.3%。从主要畜禽产品来看，2016年我国肉类总产量为8,540万吨，同比下降1.0%，其中猪肉产量继续下降，2016年末为5,299万吨，同比下降3.4%，牛肉、羊肉和禽蛋产量均有所增长，

其中羊肉产量增长最快，2016年较2015年增长1.3个百分点至4.2%。

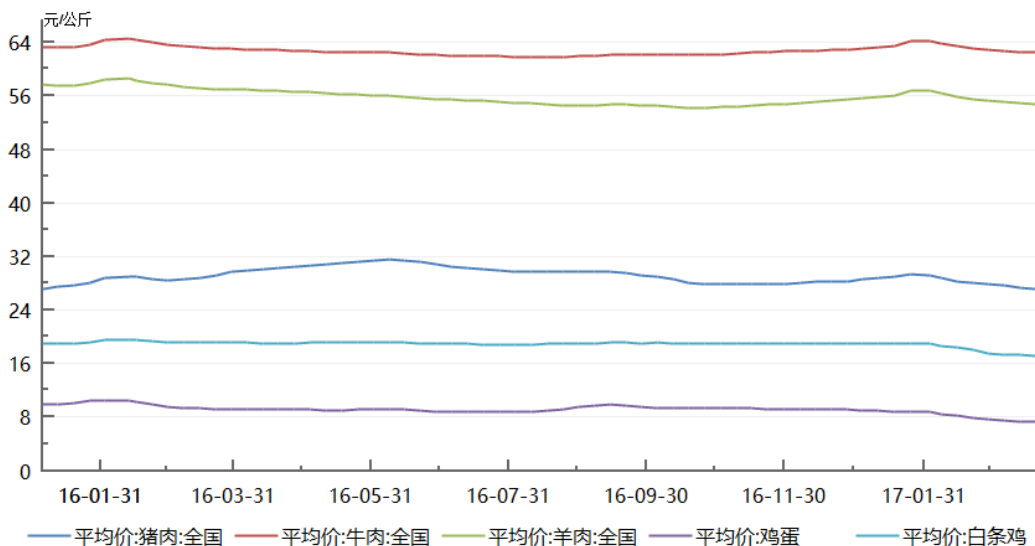
表1 2015-2016年我国主要畜禽产品产量情况（单位：万吨）

项目	2016 年	2016 年增长率	2015 年	2015 年增长率
肉类产量	8,540	-1.0%	8,625	-1.0%
猪肉产量	5,299	-3.4%	5,487	-3.3%
牛肉产量	717	2.4%	700	1.6%
羊肉产量	459	4.2%	441	2.9%
禽蛋产量	3,095	3.2%	2,999	3.6%

资料来源：2015-2016 年国民经济和社会发展统计公报，鹏元整理

从主要畜禽产品价格来看，受居民消费季节性的影响，2017年1季度，猪肉、牛肉、羊肉等主要畜禽产品价格整体有所下降。具体来看，牛肉和羊肉价格相对较高，波动幅度较小；鸡蛋和白条鸡价格较低，整体较为稳定；猪肉价格波动相对较大，较2015年同期变化趋稳。整体来看，我国主要畜禽产品价格存在周期性特征，但整体趋稳，考虑到畜禽产品存在一定的刚性需求，同时在一定程度上带动生物制品、兽药及饲料需求的稳步发展。

图1 2016年2月-2017年3月我国主要畜禽产品每周均价趋势图（单位：元/公斤）



资料来源：wind 资讯，鹏元整理

整体来看，2016年我国畜牧业发展规模持续扩大，增速有所提升，为生物制品、兽药和饲料的市场需求增加提供了较好的条件。

我国兽药行业发展稳定，兽药监管力度进一步增强

近年我国兽药行业发展稳定，根据中国兽药协会的数据，2015年我国兽药销售额为413.57亿元，较2014年和2013年分别增长2.4%和2.9%；2015年我国生药销售额107.08亿元，

较2014年和2013年分别增长3.2%和13.5%，化药销售额306.49亿元，较2014年增长1.2%，较2013年下降0.3%。从研发情况来看，2015年我国核发新兽药证书69个，较2014年和2013年分别增长27.8%和40.8%；2015年新兽药研发投入32.45亿元，较2014年和2013年分别增长19%和28.3%，我国兽药研发发展较快，研发投入不断增加。

2016年以来，我国兽药监管力度继续增强。2016年4月8日，农业部发布《兽药非临床研究及临床试验质量管理规范监督检查办法》，加强和规范兽药非临床研究质量管理规范和兽药临床试验质量管理规范监督检查工作。2017年4月7日，农业部印发《2017年全国农资打假专项治理行动实施方案》，规定重点查处制售假劣兽药和违禁药物、改变产品组方滥加抗菌药物、中兽药添加化学药物等行为。同时，随着《中华人民共和国农产品质量安全法》、新《食品安全法》等有关法律法规的实施，行政管理部门出重拳强化兽药饲料等畜牧业投入品生产、经营和使用环节的监督管理促使兽药产业升级，兽药GSP认证的全面推广很大程度净化了兽药经销市场，加速兽药流通、经营与使用环节向更规范方向发展，养殖企业对兽药的选购更加挑剔。

国家自2017年1月1日起对猪瘟和高致病性猪蓝耳病暂不实施国家强制免疫政策，对以招采疫苗收入为主的企业或产生一定影响；疫苗市场竞争激烈，市场化疫苗销售成为新的发展方向

2016年7月21日农业部、财政部发布《关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知》，规定从2017年1月1日起，国家继续对口蹄疫、高致病性禽流感和小反刍兽疫实施强制免疫和强制扑杀；对猪瘟和高致病性猪蓝耳病暂不实施国家强制免疫政策，由国家制定猪瘟和高致病性猪蓝耳病防治指导意见，各地根据实际开展防治工作。为有效控制和消灭高致病性猪蓝耳病和猪瘟，2017年3月，农业部制定了《国家高致病性猪蓝耳病防治指导意见（2017-2020年）》，规定各地要根据流行状况和风险评估结果，及时制定实施本辖区的免疫方案，并做好免疫效果评价。必要时，可将高致病性猪蓝耳病纳入本省（区、市）强制免疫病种补助范围。养殖场户要根据不同防控阶段，制定实施免疫方案，逐步实现从免疫控制到免疫退出。同时，2017年3月，农业部制定了《国家猪瘟防治指导意见（2017-2020年）》，规定各地要继续对生猪实施全面免疫，及时制定实施免疫方案，做好免疫效果评价。必要时，应将猪瘟纳入本省（区、市）强制免疫病种补助范围。对防疫条件好且开展净化工作的种猪场，经省级兽医主管部门备案同意后，可不实施免疫，其他养殖场户均需对猪实施全面免疫。新的强制免疫政策的出台在短期内对以招采疫苗收入为主的企业或产生一定影响。

截至2016年底，我国约有77家兽用疫苗生产企业，以中小型企业为主且竞争激烈，18

家大型企业（年销售额2亿元以上，下同）占兽用疫苗企业总数的23.38%，销售额前10名企业的销售额占兽用疫苗总销售额的57.42%。多数上市疫苗生产企业以政府招标苗为主要收入来源，且以猪、禽类疫苗产品为主，部分企业逐步拓展市场化疫苗销售。国际主要动物疫苗生产厂商在国内通过代理商方式销售注册的产品，占有宠物疫苗以及高端市场的绝大部分份额。当前兽用生物制品行业已进入激烈竞争阶段，企业利润日趋平均化，并且行业整合、市场细分也逐步深入。

2016年我国饲料产量继续增长，原材料价格有所波动，但整体趋稳

近年我国饲料产量不断增长，截至2016年末为29,052万吨，同比增长4.59%，其中配合饲料为16,350万吨，同比增长4.75%，占饲料产量比重为56.28%，而混合饲料规模相对较小。考虑到我国宏观经济整体下降，未来饲料行业发展或将趋缓。

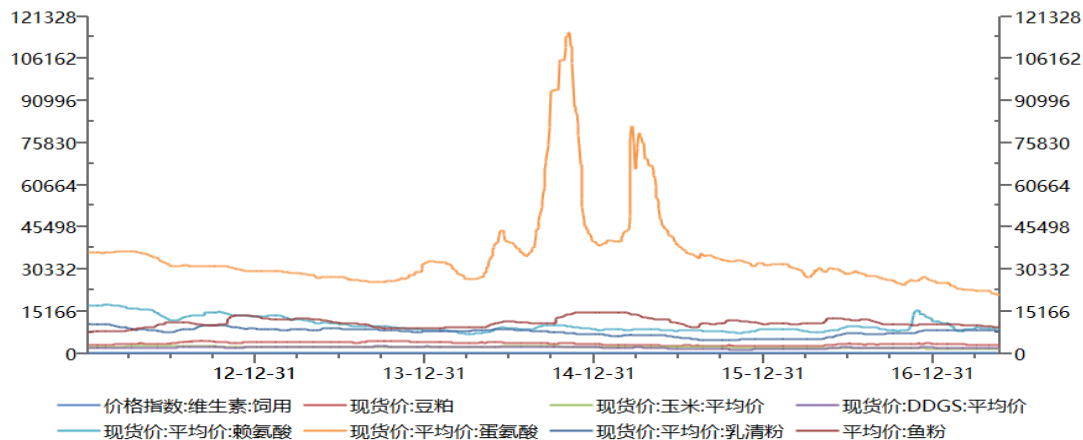
表2 2012-2016年我国饲料产量（单位：万吨）

项目	2016年	2015年	2014年	2013年	2012年
饲料	29,052	27,775	27,238	24,038	21,677
配合饲料	16,350	15,608	15,287	13,874	12,108
混合饲料	6,397	6,512	6,504	5,939	5,850

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

从饲料产品主要原材料价格来看，近年来蛋氨酸价格波动较大，整体水平较高。而豆粕、玉米、DDGS、乳清粉及鱼粉等价格相对平稳。2016年以来，饲料产品主要原材料价格整体趋稳，但易受国内外市场行情的影响而存在一定的波动性。其中，由于市场行情的波动，维生素价格在2016年上半年有所上涨，但2017年回归平稳。考虑到国内饲料行业稳健发展，原材料需求较为稳定，未来原材料价格虽有一定波动，但整体趋势或将平稳。

图2 2012-2017年4月饲料产品主要原材料价格趋势



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

四、经营与竞争

2016年及2017年一季度，公司主营业务收入仍来源于生物制品、贸易、饲料及兽药业务。2016年公司实现主营业务收入394,849.90万元，同比下降6.27%，主要系贸易收入规模缩小。生物制品收入和贸易收入仍是公司主营业务收入的重要组成，2016年二者占主营业务收入比重分别为33.02%和27.86%。2016年公司生物制品、饲料和兽药板块收入均稳步增长，三大板块收入同比增长率分别为4.46%、22.07%和34.71%。但考虑到贸易业务盈利能力较弱且风险较大，公司主动调整收入结构，2016年贸易收入同比下降37.36%。

从毛利率来看，2016年公司主营业务毛利率为29.35%，较2015年上升3.47个百分点，主要系贸易收入占比下降及兽药板块毛利率上升所致。其中生物制品毛利率为54.04%，受产品竞争激烈、成本上升的影响同比下降4.69个百分点，但水平仍然较高；贸易板块毛利率一直处于低位，2016年为3.64%；饲料板块较为稳定，2016年毛利率为22.38%；由于生产工艺改进使生产成本降低，公司兽药板块毛利率同比上升8.15个百分点。2017年1-3月，工艺提升使生物制品和兽药毛利率较2016年分别提升2.30和2.26个百分点，使得2017年1季度毛利率较2016年上升4.92个百分点。

表3 2015-2016年及2017年1-3月公司主营业务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
生物制品	30,573.47	56.34%	130,362.50	54.04%	124,794.74	58.73%
贸易	8,560.48	4.07%	110,018.94	3.64%	175,628.35	4.55%
饲料	20,306.11	14.14%	80,091.72	22.38%	65,611.45	22.53%
兽药	18,315.80	33.85%	74,376.74	31.59%	55,214.19	23.44%
合计	77,755.86	34.27%	394,849.90	29.35%	421,248.74	25.88%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2016年公司生物制品销售收入变化不大；但国家从2017年开始取消猪瘟和高致病性猪蓝耳病强制免疫，若公司市场化疫苗推广低于预期，上述两类产品收入和利润或受到一定的不利影响

生物制品业务主要由公司及子公司乾元浩生物股份有限公司（以下简称“乾元浩生物”）生产运营。跟踪期内，公司生物制品生产基地和产能未发生变化，截至2017年3月末，公司共有8个生物制品生产基地，产品涵盖禽苗、畜苗、禽流感苗、口蹄疫类疫苗抗原、猪用疫苗、其他各类常规兽用疫苗及其他疫苗产品等。

表4 截至2017年3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	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 其他牛羊类疫苗	通过	15 亿毫升、头份 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
南京梅里亚	禽苗	通过	10 亿羽份

注：1、南京梅里亚生产基地为公司联营企业南京梅里亚动物保健有限公司所拥有。

2、2016 年完工在建项目兰州厂家禽苗灭活苗车间（技改）项目为技术更新改造，新增产能的同时，旧生产线产能减少，总产能无变动；保山厂口蹄疫疫苗生产车间新建项目，系改变产品的生产工艺，总产能无变化。

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2016年末，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。但国家于2016年7月出台政策，规定从2017年1月1日起对猪瘟和高致病性猪蓝耳病暂不实施国家强制免疫政策，因此从2017年1月1日起公司政府招采疫苗产品仅口蹄疫和高致病性禽流感两类。强制免疫疫苗为政府招采产品，采购单位分别为各省市动物疫病防控部门，每年招标，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。2016年生物制品板块实现销售收入13.04亿元，同比增长4.46%，其中政府招采产品实现销售收入8.92亿元，占比68.41%，同比下降6.71%；市场化常规疫苗销售收入为4.12亿元，同比增长41.03%。政府招采产品规模虽有所缩减但仍占据主导地位；市场化疫苗发展较快，增长空间较大。

从生物制品板块主要产品产销情况来看，2016年口蹄疫疫苗、禽流感疫苗及猪蓝耳病疫苗产销率均处于较高水平；受产品销售季节性影响，2017年1-3月，禽流感疫苗及猪蓝耳病疫苗产销率较2016年大幅下降。从产品售价来看，公司在口蹄疫和禽流感疫苗市场竞争力较强，2016年两类产品销售价格继续上升，而猪蓝耳病疫苗市场竞争较为激烈，产品售价波动较大，2016年同比下降较多。由于2017年开始，国家对猪蓝耳病疫苗和猪瘟疫苗取消强制免疫，公司猪蓝耳病疫苗定价参考市场定价，2017年1-3月产品售价大幅提升，但由于市场竞争激烈，销量下降较多，产销率仅为50.07%；从猪瘟价格来看，2017年1-3月增幅相对较小。2016年公司猪蓝耳病疫苗和猪瘟实现销售收入合计为22,368.77万元，占

生物制品收入比重为17.16%。考虑到国家取消猪瘟和高致病性猪蓝耳强制免疫，未来需关注猪蓝耳病疫苗和猪瘟疫苗市场化推广情况，若低于预期，公司这两类产品销售及利润情况或将受到一定不利影响，将进一步影响公司收入的整体情况。

表5 2015-2016年及2017年1-3月公司生物制品板块主要产品产销情况

产品	项目	2017年1-3月	2016年	2015年
口蹄疫疫苗	产量（万毫升）	28,106.00	90,014.00	108,143.88
	销量（万毫升）	28,461.66	95,498.87	98,091.89
	销售收入（万元）	16,837.27	56,844.46	54,760.90
	产销率	101.27%	106.09%	90.70%
	产品售价（元/万毫升）	5,915.77	5,952.37	5,582.61
禽流感疫苗	产量（万毫升）	53,719.75	162,317.37	159,206.00
	销量（万毫升）	34,033.52	160,687.02	159,759.50
	销售收入（万元）	6,247.15	27,332.47	25,487.68
	产销率	63.35%	99.00%	100.35%
	产品售价（元/万毫升）	1,835.59	1,700.98	1,595.38
猪蓝耳病疫苗	产量（万头份）	2,649.18	16,380.25	18,497.00
	销量（万头份）	1,326.56	17,147.20	17,099.26
	销售收入（万元）	1,416.45	12,215.11	13,859.70
	产销率	50.07%	104.68%	92.44%
	产品售价（元/万头份）	10,677.62	7,123.68	8,105.44
猪瘟	销量（万头份）	9,275.05	76,164.77	64,278.87
	销售收入（万元）	1,309.27	10,153.66	9,652.99
	产品售价（元/万头份）	1,411.60	1,333.12	1,501.74

注：未获取猪瘟产量及产销率情况。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司主要疫苗产品市场份额占比较大，产品竞争力较强。2016年禽流感疫苗和口蹄疫疫苗市场占有率基本稳定，且稳居首位；猪瘟类疫苗、乙脑疫苗、蓝耳病灭活苗市场占有率均出现不同程度的提升，排名第一。

表6 2015-2016年及2017年1-3月公司生物制品板块主要产品市场占有率情况

产品	2017年1-3月		2016年		2015年	
	市场占有率	排名	市场占有率	排名	市场占有率	排名
禽流感疫苗	17.00%	2	22.00%	1	22.95%	1
CVI988	20.00%	1	20.00%	1	22.00%	2
口蹄疫疫苗	24.00%	1	23.00%	1	25.25%	1
蓝冻疫苗	-	-	17.00%	1	17.50%	1

蓝耳病灭活苗	-	-	12.50%	1	12.00%	1
猪瘟类疫苗	20.00%	1	26.00%	1	18.50%	1
乙脑疫苗	26.00%	1	24.00%	1	20.00%	1

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2017年3月末，公司生物制品在建项目包括成都厂新车间项目、江西厂质检研发项目及保山厂新建生产保障综合设施建设项目，上述三个项目均已完工，待完成验收及试生产结束之后正式投产，公司疫苗产能将有所扩大。

表7 截至2017年3月末公司生物制品板块在建项目情况（单位：万元）

生产基地	项目名称	新增产能情况	计划总投资金额	已投资金额	目前状态
中牧股份成都药械厂	新车间项目	4.43 亿头份 诊断试剂 300 万头份	9,191.40	8,730.19	完成验收
中牧股份江西生物药厂	质检研发项目	-	4,321.82	3,580.14	准备验收
中牧股份保山生物药厂	新建生产保障综合设施建设项目	-	360.79	320.77	完成验收

资料来源：公司提供，鹏元整理

整体来看，公司生物制品板块主要产品市场占有率仍然较高，优势明显；但2017年开始国家取消猪瘟和高致病性猪蓝耳病强制免疫后，未来需关注猪蓝耳病疫苗和猪瘟疫苗市场化推广情况，若低于预期，公司这两类产品销售及利润情况或将受到一定不利影响。

2016年公司兽药板块发展较快，盈利能力有所增强

兽药业务主要由公司及子公司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（以下简称“胜利生物”）运营。跟踪期内，公司兽药板块生产基地和产能均未发生变化，截至2017年3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。

表8 截至2017年3月末公司兽药生产基地及产能情况

生产基地	产品种类	GMP 认证	设计产能
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, 鹏元整理

从市场占有率来看, 2016年及2017年1-3月, 公司主要兽药产品市场份额排名均保持前列, 产品竞争力较强。其中2016年喹烯酮预混剂、牧乐星系类产品及喹乙醇原料药市场占有率均达到60%以上, 排名第一; 痢菌净市场占有率同比上升8.00个百分点; 黄霉素市场份额虽有所下降, 但排名仍稳居首位。

表9 2015-2016年及2017年1-3月公司兽药板块主要产品市场占有率情况

产品	2017年1-3月		2016年		2015年	
	市场占有率	排名	市场占有率	排名	市场占有率	排名
喹烯酮预混剂	69%	1	60%	1	30%	1
牧乐星系类产品	54%	1	65%	1	40%	2
喹乙醇原料药	66%	1	67%	1	65%	1
痢菌净	41%	1	33%	2	25%	2
黄霉素	54%	1	45%	1	60%	1

资料来源: 公司提供, 鹏元整理

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。从兽药板块主要产品销售情况来看, 2016年泰妙菌素和喹乙醇销售收入规模仍然较大, 且二者销售收入和销量均有所增长; 泰万菌素、那西肽及80%泰妙销售收入及销量亦有不同程度的提升, 主要系上述产品生产工艺不断改进, 且公司根据市场行情适当调整售价, 最终导致收入和销量的同步增长。而恩拉和氟苯尼考销售收入均有所下降, 系这两类产品毛利率较低, 不作为重点销售品种。整体来看, 2016年公司兽药板块发展较快, 实现收入74,376.74万元, 同比增长34.71%; 毛利率为31.59%, 同比上升8.15个百分点, 主要系公司不断升级生产设备、提高生产工艺, 使得兽药板块相关产品的成本有所降低, 从而推动兽药板块毛利率的提升。

表10 2015-2016年及2017年1-3月公司兽药板块主要产品销售情况(单位: 吨、万元/吨、万元)

产品	2017年1-3月			2016年			2015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
泰妙菌素	127.57	25.07	3,198.20	644.64	25.62	16,518.16	588.97	22.45	13,219.96
喹乙醇	1,019	2.69	2,737.00	4,092.00	2.48	10,149.00	2,614.50	2.97	7,771.90
恩拉	624.20	2.19	1,369.09	2,424.83	2.47	5,992.96	2,803.78	2.64	7,399.94
氟苯尼考	39.00	33.08	1,290.00	154.94	37.46	5,831.00	147.25	41.45	6,103.30

80%泰妙	91.25	26.02	2,374.61	197.88	25.90	5,126.01	92.99	22.82	2,121.62
泰万菌素	20.00	39.55	791.00	56.00	63.89	3,578.00	27.60	73.00	2,014.93
那西肽	197.12	1.60	316.02	1,247.76	1.63	2,039.19	963.80	1.68	1,622.18

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2017年3月末，公司兽药板块在建项目包括中牧胜利生物的兽用抗生素扩产项目、302合成车间和胜利生物新建成品库，以及中牧安达的研发及生产基地项目、中牧内蒙药业的内蒙中牧锅炉烟尘排放达标改造项目。随着在建项目的逐渐投产，公司兽药板块产能将有所扩大。

表11 截至2017年3月末公司兽药板块在建项目情况（单位：万元）

生产基地	项目名称	新增产能情况	计划总投资金额	已投资金额	目前状态
中牧安达（武穴）	研发及生产基地项目	总设计产能为 6,710 吨/年	15,786.35	6.00	项目设计阶段
中牧胜利生物（济宁）	兽用抗生素扩产项目	新增发酵吨位 750 立方米	6,993.84	3.00	项目设计阶段
中牧胜利生物（济宁）	302 合成车间	新增泰妙菌素原料药 300 吨/年	1,491.60	698.96	在建
中牧胜利生物（济宁）	胜利生物新建成品库	可存放 1011 个成品托盘	499.02	203.79	主体完工
中牧内蒙药业（呼和浩特）	内蒙中牧锅炉烟尘排放达标改造项目	锅炉尾气达标排放改造	349.69	181.25	主体完工

资料来源：公司提供，鹏元整理

整体来看，2016年公司兽药板块发展较快，收入和毛利率均有所提高，盈利能力增强。随着在建项目的完工投产，兽药板块产能将进一步提升。

2016年公司饲料板块收入规模显著增长，多维饲料市场占有率仍然较高

饲料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。公司自营饲料产品主要包括复合维生素和预混料。跟踪期内，随着新乡及武汉生产线的完工投产，公司饲料板块整体产能有所扩大，目前暂无在建及拟建饲料生产基地。截至2017年3月末，公司共有北京、天津、南通、长春、新乡和武汉六个生产基地，主要生产饲料添加剂、预混料、浓缩全价料等产品。

表12 截至2017年3月末公司饲料板块生产基地及年产能情况

生产基地	生产线名称	产品种类	产能
北京	北京华罗多维生产线	畜禽/水产/反刍类饲料添加剂	8,000 吨
天津	天津华罗预混料生产线	畜禽等预混料	单班 2 万吨/年
	天津华罗载体生产线	玉米粉、蛋白粉	单班 0.25

			万吨/年
南通	南通华罗预混料生产线	畜禽等预混料	单班 1 万吨/年
长春	长春华罗预混料生产线	畜禽、水产预混料	3 万吨
	长春华罗浓缩全价料生产线	畜禽浓缩全价	5 万吨
新乡	新乡华罗预混料生产线	预混料	2 万吨
	新乡华罗配合料生产线	配合料浓缩料	5 万吨
武汉	武汉华罗预混料生产线	预混料	2 万吨
	武汉华罗浓缩料生产线	浓缩料	5 万吨

注：新乡华罗预混料厂于 2015 年建成，因原有郑州厂生产规模较小，郑州生产基地设备、人员搬迁至新乡厂，原有郑州厂已注销。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司饲料品牌“华罗”是中国驰名商标，凭借饲料行业内较高的品牌知名度及良好的产品质量，公司复合维生素产品市场占有率较高，2016年及2017年1-3月均为18%，仍位居国内第二位。

表13 2015-2016年及2017年1-3月公司饲料板块主要产品市场占有率情况

产品	2017 年 1-3 月		2016 年		2015 年	
	市场占有率	排名	市场占有率	排名	市场占有率	排名
复合维生素	18.00%	2	18.00%	2	18.00%	2
预混料	1.90%	9	2.00%	9	1.10%	9

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司饲料客户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。2016年及2017年1-3月，公司饲料板块主要产品产销率维持在较高水平。具体来看，受原材料单向维生素价格上升的影响，2016年及2017年1-3月公司复合维生素产品售价有所提升；销量方面，2016年复合维生素销售量较2015年基本持平，但价格上升综合导致复合维生素销售收入的提升。预混料产品售价基本平稳，2016年销量略有提升，销售收入整体变化不大。综合来看，饲料板块发展稳定，2016年实现收入80,091.72万元，同比增长22.07%，毛利率亦基本稳定，2016年为22.38%。但公司浓缩料产品生产及销售规模相对较小，考虑到该产品生产线运行时间较短、产能相对较低，需关注其后续产能利用和产销率情况。

表14 2015-2016年及2017年1-3月公司饲料板块主要产品产销量情况

产品	项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年
复合维生素	产量（吨）	1,877.00	7,146.63	6,608.30
	销量（吨）	1,934.11	6,511.96	6,523.39

	销售收入（万元）	14,840.66	43,775.66	33,179.35
	产销率	103.04%	91.12%	98.72%
	产品售价（元/吨）	76,731.21	67,223.48	50,862.13
预混料	产量（吨）	9,704	70,484	66,587.07
	销量（吨）	9,496.92	71,509.30	67,394.00
	销售收入（万元）	4,099.20	30,704.90	31,038.20
	产销率	97.87%	101.45%	101.21%
	产品售价（元/吨）	4,316.35	4,293.83	4,384.08

资料来源：公司提供，鹏元整理

2016年公司贸易业务规模有所缩减，毛利率水平较低，且风险相对较大而存在不确定性

贸易业务由子公司中牧连锁负责运营。由于公司严控经营风险、调整收入结构，贸易业务有所缩减，2016年公司实现贸易收入110,018.94万元，同比下降37.36%，占主营业务收入比重为27.86%。从贸易品种来看，2016年鱼粉、赖氨酸、乳清粉、单向维生素、玉米酒糟粕贸易量均有所提升，而蛋氨酸、豆粕、燕麦草贸易量出现不同程度的下降，主要系公司根据市场情况主动调整贸易品种结构所致。从主要贸易品种采购均价和销售均价对比来看，2016年公司贸易板块的毛利率仍然较低，贸易结算方式没有变化，但由于该板块产品市场行情变化较快，且易受国内外政策影响，该业务未来收益仍存在一定的不确定性。

表15 2015-2016年及2017年1-3月公司主要贸易品种情况（单位：吨、万元/吨）

产品名称	2017年1-3月			2016年			2015年		
	贸易量	采购均价	销售均价	贸易量	采购均价	销售均价	贸易量	采购均价	销售均价
鱼粉	857.04	1.05	1.09	30,245.93	1.08	1.14	21,093.88	1.12	1.13
蛋氨酸	1,212.95	1.79	1.87	5,900.13	2.14	2.20	6,744.37	2.62	3.47
赖氨酸	3,150.65	0.54	0.59	25,105.75	0.45	0.47	13,438.47	0.49	0.48
乳清粉	492.98	0.57	0.66	4,619.65	0.35	0.46	4,232.43	0.43	0.40
单向维生素	125.65	3.91	4.21	971.78	3.64	3.85	727.17	3.31	3.40
豆粕	8,691.78	0.26	0.25	70,281.82	0.25	0.25	73,152.70	0.30	0.30
燕麦草	2,581.69	0.22	0.23	7,422.20	0.24	0.25	21,674.02	0.24	0.24
玉米酒糟粕	-	-	-	95,474.93	0.15	0.15	90,691.11	0.20	0.20

资料来源：公司提供，鹏元整理

整体来看，2016年公司贸易占比仍然较大，但规模有所缩减，毛利率水平较低，考虑到贸易品种盈利较低、风险相对较大等因素的影响，未来该板块收入和利润仍存在不确定性。

公司科研实力较强，2016年研发投入较多，为公司发展提供技术支持

公司科研能力较强，2016年末公司拥有农业部重点实验室1个（兽用生物制品与化学药品）、北京市工程技术中心1个，建有博士后流动站分站。2016年公司共引进新产品12个，获得新兽药证书9个，申请专利受理43件，获得专利授权25件，获得泰万菌素提取、海南霉素生产、截短侧耳素生产等3项新工艺；实施北京市重大科技专项1项，执行863计划专项2项，反向遗传、悬浮培养、病原分离鉴定等技术平台建设也取得明显进步。

公司继续注重研发投入，2016年研发投入为23,178.63万元，占营业收入比例5.83%，研发投入同比下降25.07%，主要系公司2015年完成购买研发大楼投入规模较大。总体来看，公司研发投入占比较为合理，能够为公司持续发展和参与市场竞争提供技术支持。

表16 2015-2016年及2017年1-3月公司研发投入情况

项目	2017年1-3月	2016年	2015年
研发投入金额（万元）	2,059.96	23,178.63	30,934.60
研发投入占营业收入比例	2.64%	5.83%	7.31%

资料来源：公司提供，鹏元整理

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中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年审计报告及未经审计的2017年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。以下分析中2015年数据采用2016年审计报告期初数。2016年及2017年一季度公司合并报表范围无变化。

资产结构与质量

2016年公司资产规模增长较快，但需关注存货的跌价风险

随着公司业务规模的扩大及本期债券募集资金的到位，公司资产规模增长较快，2016年末资产总额为60.31亿元，同比增长37.36%，截至2017年3月末，公司总资产为61.13亿元。从资产结构来看，2016年末以理财产品为主的其他流动资产大幅增加，流动资产占比较2015年末提升11.87个百分点至54.89%；截至2017年3月末，流动资产占比55.67%，非流动资产占比44.33%。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货及其他流动资产构成。货币资金主要

为银行存款，截至2016年末为10.66亿元，受销售回款较好的影响同比增长51.53%。应收账款系应收客户款项，2016年末为1.88亿元，受公司加大应收账款管理的影响同比下降4.60%；从账龄来看，1年以内的应收账款占比较大，前五名应收客户应收款项占比24.06%，集中度尚可。存货主要由原材料、在产品、库存商品等构成，2016年末为5.64亿元，同比下降18.83%，主要系贸易业务规模缩小、贸易产品库存下降所致。但我们也注意到，存货规模仍然相对较大，2016年末占总资产比重为9.34%，其中计提跌价准备1,586.63万元，考虑到存货中部分为有效期较短的疫苗产品，需关注其跌价风险。受益于本期债券的发行，公司可运用流动资金规模较大，其他流动资产大幅增加，2016年末为13.09亿元，占资产比重为21.70%，其中银行保本理财产品13.00亿元。

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程及无形资产构成。长期股权投资即公司投资于联营企业厦门金达威集团股份有限公司（以下简称“金达威”）、宜兴市中牧生物佐剂科技有限公司、南京梅里亚动物保健有限公司等，2016年末公司对上述企业的长期股权投资分别为49,538.63万元、96.80万元和5,123.55万元。截至2016年末，公司长期股权投资为5.48亿元，同比增长31.23%，主要系公司所享有的金达威所有者权益份额变动所致，2016年末公司持有金达威股权为14,158.12万股，持股比例为22.97%。随着武汉厂、成都厂、保山厂等在建工程的完工转固，2016年末公司固定资产同比增加16.83%，占资产比重为24.96%，其中郑州生物药厂和兰州生物药厂部分资产尚未办妥产权证书。受部分工程完工转固的影响，2016年末公司在建工程为0.57亿元，同比下降79.14%。公司无形资产主要为土地使用权、专利权和非专利技术，2016年末公司无形资产账面价值同比增长19.48%，主要系非专利技术增加所致。

总体来看，2016年公司资产规模增长较快，流动资金较为充足，但存货规模仍然相对较大，需关注其跌价风险。

表17 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	35,428.49	5.80%	106,565.07	17.67%	70,328.02	16.02%
应收账款	48,561.66	7.94%	18,760.88	3.11%	19,666.20	4.48%
存货	62,755.46	10.27%	56,352.24	9.34%	69,424.77	15.81%
其他流动资产	170,000.00	27.81%	130,854.10	21.70%	1,345.75	0.31%
流动资产合计	340,282.88	55.67%	331,019.97	54.89%	188,869.02	43.02%
长期股权投资	56,277.30	9.21%	54,758.98	9.08%	41,727.38	9.50%
固定资产	148,044.96	24.22%	150,548.13	24.96%	128,864.72	29.35%

在建工程	6,904.71	1.13%	5,657.68	0.94%	27,122.45	6.18%
无形资产	44,338.33	7.25%	45,282.88	7.51%	37,898.43	8.63%
非流动资产合计	271,019.37	44.33%	272,048.13	45.11%	250,167.12	56.98%
资产总计	611,302.25	100.00%	603,068.11	100.00%	439,036.14	100.00%

资料来源：公司 2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

资产运营效率

2016年公司净营业周期缩短，但资产周转率有所下降

2016年公司继续加大应收账款管理力度，应收账款周转水平持续提升，周转天数较2015年减少1.25天。受贸易规模缩减的影响，2016年公司存货规模有所下降，存货周转水平相应提升。此外，公司贸易规模缩减、主要产品生产工艺的改进使得2016年营业成本有所下降，导致应付账款周转天数增加。在上述因素的共同影响下，公司净营业周期有所缩短。从资产周转水平来看，2016年由于理财产品的增加导致流动资产规模大幅增加，流动资产周转天数有所延长；在建工程的完工转固导致固定资产规模扩大，进而导致固定资产周转率有所下降；同时，总资产规模的较快增长导致总资产周转天数增加。综合来看，公司资产周转水平整体下降。

表18 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2016 年	2015 年
应收账款周转天数	17.41	18.66
存货周转天数	80.68	84.29
应付账款周转天数	30.46	25.59
净营业周期	67.62	77.36
流动资产周转天数	235.49	168.10
固定资产周转天数	126.56	100.13
总资产周转天数	472.03	368.86

资料来源：公司 2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2016年投资收益对公司盈利贡献较大，整体盈利能力增强，但收入规模下降及期间费用率上升使扣除投资收益的营业利润较2015年有所下降

公司营业收入主要来自于生物制品、贸易、饲料及兽药业务。由于公司严控经营风险、调整收入结构，2016年贸易业务规模大幅缩减，导致营业收入有所下降。2016年公司实现营业收入39.74亿元，同比下降6.15%。

公司投资收益主要来源于长期股权投资、银行保本理财产品等收益，2016年公司实现投资收益17,072.53万元，其中以权益法核算获取的长期股权投资收益为7,950.44万元；公司减持金达威股份628万股，产生投资收益7,833.97万元；银行保本理财产品收益为1,278.27万元。随着公司生物制品、兽药及饲料规模的不断扩大，2016年公司实现利润总额、净利润和营业利润分别为4.28亿元、3.61亿元和4.14亿元，同比分别增长27.21%、28.26%和27.82%，主业盈利能力有所增强。从毛利率来看，由于低毛利的贸易业务规模缩减，且兽药板块生产工艺的改进导致成本降低，进而推动该板块毛利率的提升，使得2016年公司综合毛利率同比上升3.47个百分点。随着生物制品、兽药和饲料板块业务的稳定发展，2016年公司销售费用、管理费用和财务费用均有所增长，期间费用率较2015年有所提升。综合来看，2016年公司投资收益对盈利贡献较大，整体盈利能力有所增强。但收入规模的下降及期间费用率的增长，使得扣除非经常性损益的营业利润同比下降18.15%。

表19 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	78,143.75	397,387.04	423,418.99
投资收益	3,354.17	17,072.53	3,636.42
营业利润	9,952.60	41,427.82	32,411.57
营业外收入	118.93	1,559.25	1,322.41
利润总额	10,064.17	42,753.91	33,609.61
净利润	8,486.00	36,062.43	28,117.03
综合毛利率	34.74%	29.38%	25.91%
期间费用率	25.52%	22.44%	18.71%
总资产回报率	-	8.91%	7.95%

资料来源：公司2016年审计报告及未经审计的2017年一季度财务报表，鹏元整理

现金流

公司经营活动现金流表现较好，整体现金流质量较好

2016年公司收现比为1.08，较2015年略有提升，经营性业务资金回笼状况较好。2016年公司经营活动现金净流入63,340.25万元，较2015年增长19.48%，主要系公司继续加大应收账款的催收力度，同时购买贸易商品支付的现金流出减少所致。从投资活动来看，2016年新增购买理财产品导致投资活动净流出大幅增加。而本期债券的成功发行，使得公司2016年筹资活动现金净流入规模迅速扩大。综合来看，公司经营活动现金流表现良好，流动资金较为充足，整体现金流质量较好。

表20 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017 年 1-3 月	2016 年	2015 年
收现比	0.74	1.08	1.05
净利润	8,486.00	36,062.43	28,117.03
非付现费用	-	18,888.76	16,948.50
非经营损益	-	-13,717.46	-2,466.04
FFO	-	41,233.73	42,599.49
营运资本变化		22,106.53	10,414.11
其中：存货减少（减：增加）	-	12,510.69	8,236.51
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	6,584.52	10,610.08
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	3,011.32	-8,432.48
经营活动产生的现金流量净额	-26,782.48	63,340.25	53,013.59
投资活动产生的现金流量净额	-42,554.14	-139,035.28	-12,396.01
筹资活动产生的现金流量净额	-1,821.96	111,564.29	-9,477.54
现金及现金等价物净增加额	-71,136.58	36,237.04	30,859.03

资料来源：公司 2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2016年公司资产负债率有所提升，但水平仍然不高，短期偿债压力较小

随着本期债券的成功发行，公司负债总额大幅增加，2016年末为23.37亿元。产权比率方面，2016年负债与所有者权益比率为63.25%，虽然上升较多，但所有者权益仍能覆盖负债总额。

表21 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	233,512.61	233,652.31	103,461.80
所有者权益	377,789.64	369,415.80	335,574.35
负债与所有者权益比率	61.81%	63.25%	30.83%

资料来源：公司 2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

从负债结构来看，受本期债券发行的影响，2016年末非流动负债比重大幅提升，非流动负债占负债比重为53.19%。

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、应付职工薪酬及其他应付款构成。短期借款均为信用借款，2016年末为0.75亿元。应付账款主要系应付工程款和采购款，2016年末为2.39亿元，同比变化不大。预收款项系客户提前预定产品交付的款项，受贸易规模缩减的影响，2016年末预收款项同比下降16.07%。应付职工薪酬主要为短期薪酬，2016

年末为1.33亿元。其他应付款主要系往来款，2016年末为4.08亿元，其中一年以内应付款占比95.40%。公司非流动负债主要系本期债券。

截至2017年3月末，公司有息负债为12.91亿元，其中长期有息负债即本期债券为11.91亿元，占有息负债比重为92.27%；短期有息负债为1.00亿元占有息负债比重仅为7.73%。公司短期偿债压力较小。

表22 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	9,985.23	4.28%	7,505.33	3.21%	3,396.58	3.28%
应付账款	25,579.50	10.95%	23,918.86	10.24%	23,573.95	22.79%
预收款项	18,900.03	8.09%	16,339.52	6.99%	19,468.29	18.82%
应付职工薪酬	15,093.58	6.46%	13,294.83	5.69%	12,361.02	11.95%
其他应付款	35,680.23	15.28%	40,821.24	17.47%	35,692.94	34.50%
流动负债合计	109,193.19	46.76%	109,376.63	46.81%	99,016.39	95.70%
应付债券	119,140.54	51.02%	119,088.34	50.97%	-	-
非流动负债合计	124,319.42	53.24%	124,275.68	53.19%	4,445.41	4.30%
负债合计	233,512.61	100.00%	233,652.31	100.00%	103,461.80	100.00%
有息负债	129,125.77	55.30%	126,593.67	54.18%	5,003.22	4.84%

资料来源：公司2016年审计报告及未经审计的2017年一季度财务报表，鹏元整理

从主要偿债指标来看，受本期债券发行的影响，2016年末资产负债率同比上升15.17个百分点，截至2017年3月末，公司资产负债率为38.20%，水平仍然较低。短期偿债指标方面，2016年末流动比率和速动比率分别为3.03和2.51，同比均有所增长，短期偿债能力有所增强。长期偿债指标方面，2016年公司盈利能力的提升导致EBITDA有所增加，但本期债券付息的增加使得EBITDA利息保障倍数有所下降，同时，有息负债的大幅提升导致有息债务/EBITDA亦有所增加。

表23 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	38.20%	38.74%	23.57%
流动比率	3.12	3.03	1.91
速动比率	2.54	2.51	1.21
EBITDA（万元）	-	64,465.47	51,004.87
EBITDA 利息保障倍数	-	17.47	57.98
有息债务/EBITDA	-	1.96	0.10

资料来源：公司2016年审计报告及未经审计的2017年一季度财务报表，鹏元整理

六、评级结论

2016年公司主要产品市场占有率仍然较高，竞争优势明显；公司投资收益对盈利贡献较大，整体盈利能力有所增强；资产负债率水平不高，短期偿债压力较小。同时我们也关注到，国家自2017年开始取消猪瘟和高致病性猪蓝耳病强制免疫，该政策变动或对公司上述两类产品收入和利润产生不利影响；公司贸易板块未来发展仍存在不确定性；同时，公司存货存在一定的跌价风险等风险因素。

基于以上分析，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+，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
流动资产：				
货币资金	35,428.49	106,565.07	70,328.02	39,622.24
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	876.60	1,841.29	2,747.60	2,766.95
应收账款	48,561.66	18,760.88	19,666.20	24,237.16
预付款项	12,177.53	9,381.76	18,720.38	22,860.41
其他应收款	10,482.27	7,263.78	6,635.43	15,642.27
存货	62,755.46	56,352.24	69,424.77	77,469.23
其他流动资产	170,000.00	130,854.10	1,345.75	23,953.14
流动资产合计	340,282.88	331,019.97	188,869.02	206,552.26
非流动资产：				
可供出售金融资产	3,420.67	3,411.20	3,434.78	3,378.54
长期股权投资	56,277.30	54,758.98	41,727.38	40,540.99
投资性房地产	20.66	21.04	22.59	24.13
固定资产	148,044.96	150,548.13	128,864.72	106,672.32
在建工程	6,904.71	5,657.68	27,122.45	28,440.91
无形资产	44,338.33	45,282.88	37,898.43	32,538.00
开发支出	4,649.51	4,934.45	3,916.85	2,848.49
长期待摊费用	1,151.02	1,221.56	1,440.71	1,651.20
递延所得税资产	6,212.20	6,212.20	5,739.20	6,007.92
非流动资产合计	271,019.37	272,048.13	250,167.12	222,102.51
资产总计	611,302.25	603,068.11	439,036.14	428,654.78
流动负债：				
短期借款	9,985.23	7,505.33	3,396.58	2,000.00
应付票据	-	-	1,606.64	9,821.28
应付账款	25,579.50	23,918.86	23,573.95	21,026.43
预收款项	18,900.03	16,339.52	19,468.29	22,673.86
应付职工薪酬	15,093.58	13,294.83	12,361.02	12,008.69
应交税费	2,993.63	3,531.84	2,192.15	2,217.57
应付利息	473.53	3,193.82		126.27
应付股利	487.47	771.18	724.82	929.78
其他应付款	35,680.23	40,821.24	35,692.94	35,579.64
流动负债合计	109,193.19	109,376.63	99,016.39	106,383.52

非流动负债：				
应付债券	119,140.54	119,088.34		-
专项应付款	3,129.70	3,129.70	2,493.50	2,682.92
递延收益	1,956.55	1,965.01	1,859.28	1,890.30
递延所得税负债	92.63	92.63	92.63	92.63
非流动负债合计	124,319.42	124,275.68	4,445.41	4,665.84
负债合计	233,512.61	233,652.31	103,461.80	111,049.36
所有者权益：				
股本	42,980.00	42,980.00	42,980.00	42,980.00
资本公积	97,500.94	97,500.94	91,407.76	92,073.32
其它综合收益	889.14	943.43	145.21	43.98
专项储备	30.99	18.82	-	-
盈余公积	23,760.94	23,760.94	23,760.94	23,760.94
未分配利润	178,007.20	170,553.20	145,425.15	126,669.36
归属于母公司所有者权益合计	343,169.21	335,757.33	303,719.05	285,527.60
少数股东权益	34,620.43	33,658.46	31,855.29	32,077.81
所有者权益合计	377,789.64	369,415.80	335,574.35	317,605.41
负债和所有者权益总计	611,302.25	603,068.11	439,036.14	428,654.78

资料来源：公司 2015 年、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表

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
一、营业总收入	78,143.75	397,387.04	423,418.99	403,544.13
其中：营业收入	78,143.75	397,387.04	423,418.99	403,544.13
二、营业总成本	71,545.32	373,031.76	394,643.85	382,608.20
其中：营业成本	50,996.15	280,621.50	313,705.30	306,903.36
税金及附加	608.37	2,376.47	1,267.79	1,227.41
销售费用	10,457.92	48,639.23	43,199.94	41,168.09
管理费用	8,381.15	37,453.82	35,329.71	32,366.36
财务费用	1,101.73	3,074.38	708.16	384.26
资产减值损失	-	866.37	432.94	558.72
加：投资收益（损失以“-”号填列）	3,354.17	17,072.53	3,636.42	11,245.59
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	1,582.10	7,950.04	3,359.32	5,581.15
三、营业利润（亏损以“-”号填列）	9,952.60	41,427.82	32,411.57	32,181.52
加：营业外收入	118.93	1,559.25	1,322.41	1,120.47
其中：非流动资产处置利得		2.91	48.80	-
减：营业外支出	7.36	233.16	124.37	139.95
其中：非流动资产处置损失	5.69	141.80	70.76	93.19
四、利润总额（亏损总额以“-”号填列）	10,064.17	42,753.91	33,609.61	33,162.04
减：所得税费用	1,578.17	6,691.47	5,492.58	4,855.56
五、净利润（净亏损以“-”号填列）	8,486.00	36,062.43	28,117.03	28,306.48
归属于母公司所有者的净利润	7,454.00	33,442.01	27,566.69	28,998.29
少数股东损益	1,032.01	2,620.42	550.34	-691.81

资料来源：公司 2015 年、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表

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
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	57,865.59	430,264.18	446,463.49	463,008.36
收到的税费返还	239.90	463.81	526.45	103.13
收到其他与经营活动有关的现金	670.51	7,168.24	6,315.50	7,960.89
经营活动现金流入小计	58,776.00	437,896.23	453,305.45	471,072.38
购买商品、接受劳务支付的现金	49,835.00	245,030.28	279,906.93	328,226.97
支付给职工以及为职工支付的现金	13,668.97	49,745.84	47,849.17	45,086.98
支付的各项税费	5,622.62	23,642.72	24,842.14	21,476.62
支付其他与经营活动有关的现金	16,431.89	56,137.15	47,693.62	47,647.46
经营活动现金流出小计	85,558.48	374,555.99	400,291.86	442,438.03
经营活动产生的现金流量净额	-26,782.48	63,340.25	53,013.59	28,634.36
二、投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	-	8,918.70	-	6,315.69
取得投资收益收到的现金	21.37	747.35	2,484.97	2,382.21
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	2.68	58.95	59.73	85.71
收到其他与投资活动有关的现金	51,750.70	1,240.30	20,010.00	-
投资活动现金流入小计	51,774.75	10,965.31	22,554.70	8,783.61
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4,328.89	20,000.59	34,285.15	39,278.98
投资支付的现金	-	-	665.56	-
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	90,000.00	130,000.00	-	20,010.00
投资活动现金流出小计	94,328.89	150,000.59	34,950.71	65,170.73
投资活动产生的现金流量净额	-42,554.14	-139,035.28	-12,396.01	-56,387.13
三、筹资活动产生的现金流量：				
取得借款收到的现金	5,485.42	11,008.87	27,650.00	14,500.00
收到其他与筹资活动有关的现金	-	3,000.00	-	7,700.00
发行债券收到的现金	-	118,920.00	-	-
筹资活动现金流入小计	5,485.42	132,928.87	27,650.00	22,200.00
偿还债务支付的现金	2,952.03	11,513.25	26,650.00	19,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	4,355.35	9,851.33	10,477.54	8,283.00

支付其他与筹资活动有关的现金	-	-	-	24,030.04
筹资活动现金流出小计	7,307.38	21,364.58	37,127.54	51,313.05
筹资活动产生的现金流量净额	-1,821.96	111,564.29	-9,477.54	-29,113.05
四、汇率变动对现金的影响	22.00	367.79	-281.00	157.74
五、现金及现金等价物净增加额	-71,136.58	36,237.04	30,859.03	-56,708.08
加：期初现金及现金等价物余额	106,565.07	70,328.02	39,468.99	96,177.07
六、期末现金及现金等价物余额	35,428.49	106,565.07	70,328.02	39,468.10

资料来源：公司 2015 年、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表

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：	36,062.43	28,117.03	28,306.48
加：资产减值准备	866.37	432.94	558.72
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	14,669.44	13,720.51	11,927.39
无形资产摊销	3,024.45	2,478.55	1,956.38
长期待摊费用摊销	328.50	316.50	318.27
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	138.89	21.96	61.75
财务费用	3,689.17	879.70	1,364.31
投资损失	-17,072.53	-3,636.42	-11,245.59
递延所得税资产减少	-472.99	268.72	-824.46
递延所得税负债增加			92.63
存货的减少（增加以“—”号填列）	12,510.69	8,236.51	-29,872.54
经营性应收项目的减少（增加以“—”号填列）	6,584.52	10,610.08	-2,038.87
经营性应付项目的增加（减少以“—”号填列）	3,011.32	-8,432.48	28,029.87
经营活动产生的现金流量净额	63,340.25	53,013.59	28,634.36

资料来源：公司 2015 年、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	34.74%	29.38%	25.91%	23.95%
期间费用率	25.52%	22.44%	18.71%	18.32%
总资产回报率	-	8.91%	7.95%	8.63%
收现比	0.74	1.08	1.05	1.15
负债与所有者权益比率	61.81%	63.25%	30.83%	34.96%
资产负债率	38.20%	38.74%	23.57%	25.91%
流动比率	3.12	3.03	1.91	1.94
速动比率	2.54	2.51	1.21	1.21
EBITDA（万元）	-	64,465.47	51,004.87	48,728.39
EBITDA 利息保障倍数	-	17.47	57.98	35.72
有息债务/EBITDA	-	1.96	0.10	0.24

资料来源：公司 2015 年、2016 年审计报告及未经审计的 2017 年一季度财务报表，鹏元整理

附录五 截至2017年3月31日纳入合并范围的子公司（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	主营业务
成都华罗生物科技有限公司	90.60%	5,734.54	饲料产品生产加工
湖北中牧安达药业有限公司	80.00%	6,125.00	兽药生产销售
南通中牧饲料贸易有限公司	70.00%	200.00	饲料产品生产加工销售
乾元浩生物股份有限公司	52.92%	12,774.00	兽用生物制品
内蒙古中牧生物药业有限公司	100.00%	6,000.00	兽药、饲料添加剂
中牧泰州生物有限公司	60.00%	20,000.00	畜牧产品生产销售
兰州中亚药械厂	100.00%	200.00	兽药
中牧农业连锁发展有限公司	100.00%	5,000.00	兽药生产、贸易
中牧南京动物药业有限公司	100.00%	1,500.00	兽药生产
中牧智合（北京）生物技术有限公司	60.00%	1,000.00	研发
山东胜利生物工程有限公司	55.00%	20,000.00	兽药生产销售

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	应收账款周转天数 (天)	$180 \times (\text{期初应收账款} + \text{期末应收账款}) / \text{营业收入}$
	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)	$180 \times (\text{期初应付账款} + \text{期末应付账款}) / \text{营业成本}$
	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
	流动资产周转天数 (天)	$180 \times (\text{期初流动资产合计} + \text{期末流动资产合计}) / \text{营业收入}$
	固定资产周转天数 (天)	$180 \times (\text{期初固定资产} + \text{期末固定资产}) / \text{营业收入}$
	总资产周转天数 (天)	$180 \times (\text{期初资产总计} + \text{期末资产总计}) / \text{营业收入}$
盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
资本结构及财务安全性	资产负债率	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
	流动比率	流动资产合计 / 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	应付债券
	短期有息债务	短期借款 + 应付票据
	有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务
	EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$

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。