



江西正邦科技股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券信用评级报告

大公报 D【2017】482 号

品种一公司债券信用等级：**AAA**
品种二公司债券信用等级：**AA**
主体信用等级：**AA**
评级展望：**稳定**

发债主体：江西正邦科技股份有限公司
发行规模：本次债券发行总额不超过 17 亿元（含 17 亿元），品种一发行规模不超过 10 亿元（含 10 亿元），品种二发行规模不超过 7 亿元（含 7 亿元）

债券期限：不超过 5 年（含 5 年）
偿还方式：每年付息一次，到期一次还本
发行目的：补充流动资金、偿还银行贷款
品种一担保方式：连带责任保证
担保单位：深圳市高新投集团有限公司
担保单位信用等级：AAA

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2017.9	2016	2015	2014
总资产	159.90	122.59	97.64	82.05
所有者权益	66.99	62.19	35.52	27.61
营业收入	147.29	189.20	164.16	169.63
利润总额	4.43	10.71	3.68	1.24
经营性净现金流	2.02	16.91	7.35	5.63
资产负债率 (%)	58.11	49.27	63.62	66.35
债务资本比率 (%)	48.39	38.18	55.66	57.82
毛利率 (%)	12.34	13.79	9.28	6.50
总资产报酬率 (%)	3.81	10.19	5.79	3.90
净资产收益率 (%)	6.34	16.70	9.46	3.33
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	1.21	9.33	3.34	2.48
经营性净现金流/总负债 (%)	2.64	27.60	12.61	11.33

注：2014 年数据为 2015 年审计报告追溯调整数据；
2017 年 9 月财务数据未经审计。

评级小组负责人：王晶晶
评级小组成员：周雪莲
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传真：010-84583355
Email：rating@dagongcredit.com

王晶晶
刘臻臻
周雪莲
刘臻臻

评级观点

江西正邦科技股份有限公司（以下简称“正邦科技”或“公司”）主要从事饲料、生猪、兽药及农药的生产与销售等业务。评级结果反映了饲料和养殖行业整合速度加快，大型企业经营优势更为显著，公司的一体化产业链结构有利于形成协同效应，公司饲料和养殖业务经营规模较大，业务区域分布较广以及公司股权融资渠道较为通畅等优势；同时也反映了原材料价格波动使饲料企业面临一定成本控制压力，食品安全和动物疫情等突发事件使公司面临市场波动风险，生猪市场价格的波动对养殖业务盈利能力影响较大，公司存在一定短期偿债压力以及未来仍将保持很大的融资需求等不利因素。深圳市高新投集团有限公司（以下简称“深圳高新投”）为本次债券品种一提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，具有很强的增信作用。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券品种一到期不能偿付的风险极小，品种二到期不能偿付的风险很小。

预计未来 1~2 年，随着公司养殖业务规模的扩大，公司收入水平将保持增长。综合来看，大公对正邦科技的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 饲料和养殖行业整合提升速度加快，大型企业在采购和经营等方面的优势将更为显著；
- 公司已构建一体化产业链结构，有利于形成协同效应，提高盈利能力；
- 公司饲料和养殖业务经营规模较大，且业务区域分布较广，能有效分散局部市场需求波动引起的风险；
- 公司作为上市公司，股权融资渠道较为畅通，2014 年以来已完成多次股权增发，有利于其资本实力的提升；
- 深圳高新投为本次债券品种一提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，具有很强的增信作用。



主要风险/挑战

- 原材料价格的波动使饲料企业始终面临一定的成本控制压力；
- 饲料和养殖行业的需求受食品安全和动物疫情等突发事件影响较大，公司面临市场行情波动的风险；
- 养殖业务盈利能力受生猪市场价格波动影响较大，未来存在一定不确定性；
- 公司有息债务到期期限主要分布在一年以内，存在一定的集中偿付压力；
- 公司在建项目数量较多，投资规模较大，未来仍将保持很大的融资需求。

大公国际资信评估有限公司
二〇一七年十一月八日

大公信用评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、大公及其评级分析师、评审人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。本评级报告所依据的评级方法在大公官网（www.dagongcredit.com）公开披露。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至本次债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

发债主体

公司的前身为成立于 1996 年 9 月的江西大和实业有限公司(以下简称“大和实业”),发起人为江西省樟树市大桥四特酒基二厂、江西省临川市华泰饲料厂和自然人刘道君(加拿大国籍),注册资本 1,000 万元,公司性质为中外合作经营企业;同年 11 月,大和实业更名为江西正邦实业有限公司(以下简称“正邦实业”)。2001 年 1 月,江西正邦投资有限公司(2003 年更名为江西正邦集团有限公司,以下简称“江西正邦”)出资 650 万元购买正邦实业 65%的股权,成为正邦实业的控股股东。2003 年 1 月,正邦实业公司性质变更为中外合资经营企业。后经过多次股权变更和增资扩股,2004 年 3 月,经国家商务部批复,正邦实业变更为现名,公司注册资本为 5,630 万元,发起人为江西正邦、自然人刘道君、华大企业有限公司、江西永惠化工有限公司和武汉新华扬生物有限责任公司,分别持有公司 60.73%、22.12%、9.50%、6.65%和 1.00%的股权,同年 6 月,控股股东江西正邦更名为正邦集团有限公司(以下简称“正邦集团”)。2007 年 8 月 17 日,公司在深圳证券交易所挂牌上市,股票简称“正邦科技”,股票代码 002157,并公开发行人民币普通股 1,900 万股,募集资金净额 19,289 万元,注册资本变更为 7,530 万元。

上市后,公司进行了多次增资扩股及股权变更,其中 2014 年,公司采取非公开发行股票的方式向江西永联农业控股有限公司(以下简称“江西永联”)发行 16,529 万股,使公司总股本增加至 59,635 万股;2015 年 12 月,公司向广东温氏投资有限公司(以下简称“温氏投资”)、华富基金管理有限公司(以下简称“华富基金”)等 6 名特定投资者非公开发行 6,576 万股股票,公司总股本增加至 67,072 万股。

2016 年 6 月 27 日,公司发布《关于控股股东正邦集团有限公司签订维持控股权协议的公告》,2016 年 1 月至 2016 年 6 月期间,由于公司 2015 年非公开发行的股票上市流通及实施股权激励计划,正邦集团持有公司的股权比例被稀释,此外,正邦集团 2015 年非公开发行可交换债¹于 2016 年 5 月进入换股期,其持有的公司股份被动减少,受以上综合因素影响,正邦集团持有公司股权比例下降至 23.95%,成为公司的第二大股东,江西永联持有公司 16,529 万股股份,占总股本的 24.61%,成为公司第一大股东。为确保正邦集团对公司实现直接控制,维持其控股股东的地位,江西永联同意按照正邦集团的指示行使其作为股东对上市公司享有的表决权。双方签订了《正邦集团有限公司和江西永联农业控股有限公司关于江西正邦科技股份有限公司之维持控股权协议》(以下简称“控股权协议”),控股权协议约定的协议期限为自双方签署之日起生效,除非双方书面约定提前终止,否则只要正邦

¹ 正邦集团于 2015 年 11 月 25 日非公开发行 7.6 亿元 2 年期可交换债券,换股期为 2016 年 5 月 26 日至 2016 年 7 月 21 日,该债券已于 2016 年 7 月 22 日摘牌并完成全额转股。



集团仍持有公司的股票，则控股权协议应自协议生效之日起十年内无限制地持续有效；经书面通知江西永联，正邦集团可以随时解除本协议，但江西永联在任何情况均无权终止或解除控股权协议。控股权协议签署后，公司实际控制人不变。2016年8月，公司通过资本公积转增股本134,298万股，公司总股本变更为201,446万股。2016年12月，公司向现代种业发展基金有限公司（以下简称“现代种业”）、北信瑞丰基金管理有限公司（以下简称“瑞丰基金”）等7名特定投资者非公开发行27,629万股，公司总股本变更为229,076万股；此外，公司还多次向员工授予股票期权与限制性股票。

2017年6月13日至2017年9月6日，公司控股股东正邦集团及公司董事长程凡贵分别以自有资金通过竞价交易的方式增持公司股份，增持后正邦集团持有公司18.83%的股权，程凡贵持有公司0.13%的股权。2017年9月7日，江西永联与正邦集团签订《股份转让协议》，江西永联通过协议转让的方式将其直接持有的公司无限售流通股2,700万股转让给正邦集团，转让价格1.56亿元。截至2017年9月末，股份过户登记手续已办理完成，公司注册资本为233,365万元，江西永联持有公司20.09%的股权，正邦集团持有公司19.88%的股权，分别为公司第一大及第二大股东，在控股权协议的作用下，正邦集团为公司控股股东；林印孙通过分别持有江西永联97.20%的股权和正邦集团97.20%的股权为江西永联和正邦集团的实际控制人，因此为公司的实际控制人。

公司主要从事饲料、生猪、兽药及农药的生产与销售，并为养殖户和种植户提供产品、养殖技术服务、植保技术服务等综合服务。截至2017年9月末，公司共有一级子公司48家。截至2017年9月末，正邦集团累计质押所持公司股份2,700万股，占公司总股本的1.16%，占其所持公司股份的5.82%。

发债情况

债券概况

本次债券是正邦科技面向合格投资者公开发行的公司债券，发行总额不超过17亿元（含17亿元）人民币，分为两个品种，品种一发行规模不超过10亿元（含10亿元），品种二发行规模不超过7亿元（含7亿元），发行期限不超过5年（含5年）。本次债券面值为100元，按面值平价发行。本次债券采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本次债券品种一由深圳高新投提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，品种二无担保。

募集资金用途

本次债券募集资金拟用于补充流动资金、偿还银行贷款。



宏观经济和政策环境

2014年以来我国经济增长速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，产业结构更趋优化；短期内我国经济下行压力仍较大，但随着“十三五”规划和供给侧结构性改革的持续推进，我国经济仍具有保持中高速增长潜力

近年来，受固定资产投资和房地产投资增速降低、传统产业产能过剩严重及实体经济运营成本提高增长乏力等因素影响，我国经济增长速有所回落，从高速增长转向中高速增长。2014~2016年，我国GDP同比增长速度分别为7.3%、6.9%和6.7%，经济增速有所回落。

2016年，我国经济整体表现为稳中趋缓、稳中有进、稳中有忧，产业结构持续优化，主要经济指标仍处于合理区间。2016年，我国实现国内生产总值744,127亿元，同比增长6.7%，增速同比下降0.2个百分点。根据国家统计局初步核算数据，2017年上半年，我国实现国内生产总值381,490亿元，同比增长6.9%，增速同比上升0.2个百分点。分产业看，第一产业增加值21,987亿元，比上年增长3.5%；第二产业增加值152,987亿元，比上年增长6.4%；第三产业增加值206,516亿元，比上年增长7.7%，占国内生产总值的比重为54.13%，高于第二产业14.0个百分点，产业结构更趋优化。经济景气度方面，2017年7月，中国制造业PMI终值为51.4%，较上月回落0.3个百分点，仍位于临界点之上。总的来看，2014年以来，国民经济增速有所回落，但主要经济指标仍处于合理区间，运行较为平稳，结构调整在加快推进，保持稳中有进的态势，产业结构更趋优化。

从国际形势来看，2017年以来，世界经济整体有所复苏，世界银行于2017年6月将2017年世界经济增长预期由2.4%上调至2.7%，但全球经济仍面临下行风险，处在危机后的深度调整之中。在宏观经济方面，美、欧、日等发达经济体总需求不足和长期增长率不高现象并存，新兴市场经济体总体增长率下滑趋势难以得到有效遏制；在金融市场方面，发达经济体政府债务负担有所好转，但新兴市场经济体和发展中经济体政府债务负担未见改观，此外，全球非金融企业债务水平进一步升高，成为全球金融市场中新的风险点。2016年11月9日，特朗普当选美国总统，其团队所主张的医疗、贸易、金融、外交等方面政策，预示美国战略收缩力度将加大，继英国脱欧之后，美国大选结果将增加全球经济的不可预见性和波动性。美联储于2017年6月14日再次将联邦基金利率目标区间上调25个基点到1.0%至1.25%的水平，美元走强的同时大宗商品价格不可避免地承受更大的压力，同时加大了诸多国家货币汇率的贬值压力。整体而言，2017年以来，世界经济有所复苏，但仍存在一定的不稳定性 and 不确定性。

2014年以来，央行延续之前稳健的货币政策基调，更加注重松紧适度，适度预调微调。2015年内多次降息、降准，有效压低了短期流



动性价格及社会融资成本。国务院通过出台文件扩大社保基金的投资范围向市场补充流动性，改善社会融资结构，同时颁布促进互联网金融、电子商务、小微企业发展的优惠政策，不断改善企业经营所面临的融资难问题。2015年11月3日，国家发布“十三五”规划建议稿，建议稿提出了创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念，这五大发展理念将是“十三五”乃至更长时期我国发展思路、发展方向、发展着力点的集中体现。2016年，央行在继续稳健货币政策的基础上，加强对供给侧结构性改革中的总需求管理，为结构性改革营造中性适度的货币金融环境，促进经济科学发展和可持续发展。2017年3月，两会于北京召开，会议要求贯彻稳中求进工作总基调，坚持以推进供给侧结构性改革为主线，适度扩大总需求，依靠创新推动新旧动能转换和结构优化升级，全面深化改革，预计在稳增长的基调下改革将成为2017年经济工作的一大重点。

总的来看，我国经济正处在调结构、转方式的关键阶段，国内经济下行的压力仍然较大。同时，我国工业化和城镇化仍处在一个加快发展的过程之中，“十三五”规划建议稿将创新置于最核心地位，新老产业交替时期，以“互联网+”为代表的新型产业是大势所趋，新型产业将会与工业化和城镇化高度融合，创造出新的经济增长动力。供给侧结构性改革将持续化解过剩产能和房产库存，促进基础设施和房地产行业的有效投资。从长期来看，我国经济仍具有保持中高速增长潜力。

行业及区域经济环境

● 饲料

我国饲料行业步入稳定成长期，饲料产量逐年递增，但增速有所放缓，饲料行业整合提升速度有所加快

饲料行业是连接种植业与养殖业的中间行业，其发展水平是衡量一国农牧业综合实力的重要指标之一，饲料发展间接促进了我国肉、蛋、奶和水产品产量和质量，对提高人民生活水平发挥了不可替代的作用。

1980~1991年是我国饲料业的起步阶段，该阶段我国饲料产量快速增长，年均增长速度11%。全国饲料产量从1980年的100万吨增长到1991年的3,579万吨，十年间增长了30余倍；1991至2000年间，饲料产业继续保持快速增长，2000年末我国饲料总产量已近7,500万吨，较1991年翻了一倍，年均复合增长率8.57%；2000年后，我国饲料产业开始步入稳定成长期，饲料总产量平稳增长，增速有所放缓，饲料产品的科技含量逐步加大。2014~2016年全国饲料总产量继续逐年增长，分别为1.97亿吨、2.00亿吨和2.91亿吨；其中2015年，全国饲料总产量突破2亿吨大关，位居世界第一。



随着人民生活水平的不断提高、城镇化进程的加快，动物性产品的需求呈增长趋势，饲料行业仍将具有一定的市场潜力；但经过了前期的高速发展，饲料行业高利润、高增长的时期已经结束，行业整合提升、优胜劣汰的速度将有所加快，2013~2015年末，全国获得饲料生产许可证的企业数量分别为10,858家、10,113家和7,061家，2016年末饲料企业数量约6,000家左右；根据国家“十三五”规划，饲料企业的数量将进一步减少到3,000家，行业集中度的提高将促使各饲料企业向规模化、现代化、专业化、规范化的方向发展。同时，大型饲料企业依托雄厚的资金实力，在采购成本和规模化经营等方面的优势将更为显著，通过向产业链上下游的延伸，使企业有效减少了产业链上各环节交易产生的成本，获利和抗风险能力进一步提高。

饲料的主要原材料玉米、豆粕价格波动较大，给饲料生产企业带来一定的成本控制压力；饲料行业的需求受养殖业的景气度及食品安全、动物疫情等突发事件影响较大，企业经营面临市场行情波动风险

饲料的主要原材料为玉米和豆粕，约占饲料原料成本80%左右，其中玉米用量占60%左右，豆粕用量占20%左右。

2014年至2017年9月末，全国玉米现货均价整体呈下跌趋势，其中2014年，受国家政策主导玉米市场供求和价格影响，国内玉米价格大起大落。2015年，玉米价格大幅下滑，部分地区价格已跌至2,000元/吨以下。2016年，国内玉米现货价格自年初持续下跌，3月国家发展改革委宣布东北三省和内蒙古自治区将玉米临时收储政策调整为“市场化收购”加“补贴”的新机制使玉米价格大幅下落，四月底玉米“最后一次”临时收购结束后，收购总量超过1.2亿吨，从5月开始玉米现货价格逐步止跌并步入上行通道，三季度和四季度随着新玉米上市，玉米价格再次进入下行趋势。2017年3月起玉米价格略有上扬。豆粕价格方面，2014~2015年，国内豆粕现货均价整体呈震荡下跌趋势。2016年，受全球大豆产量及库存预测不稳，国际大豆价格炒作强烈影响，国内豆粕现货价格从5月开始大幅上涨，7月之后价格有所震荡，整体较年初呈增长趋势。2017年初，受国际市场大豆供应增加等因素影响，国内豆粕价格有所回落，2017年6月末以来，国内豆粕价格有所回升，并保持小幅波动。原材料价格的波动给饲料生产企业带来较大的成本控制压力。

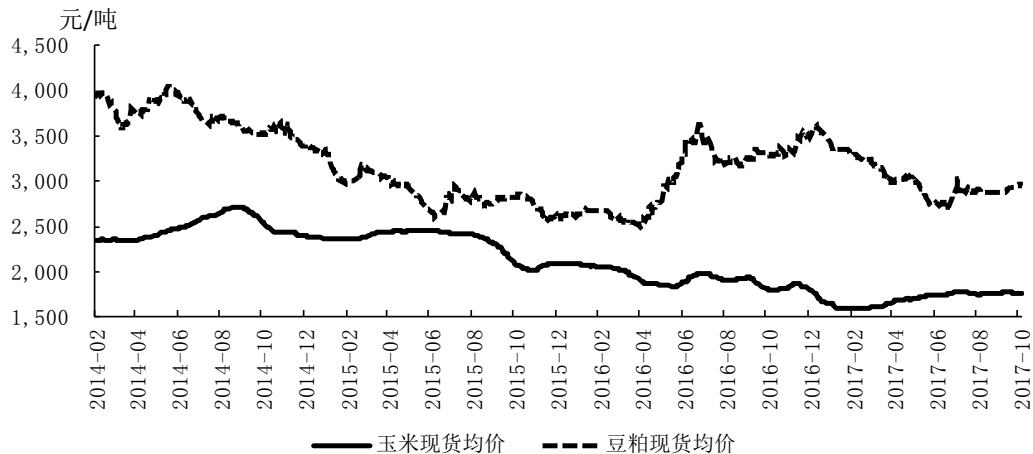


图1 2014年至2017年10月玉米、豆粕全国现货均价走势

数据来源：Wind 资讯

作为饲料业最主要的下游行业，养殖业的景气程度直接影响着饲料行业的需求。2014年以来，受“猪周期”及养殖环保和用地政策影响，生猪养殖去落后产能效果明显，生猪养殖规模的下滑使猪饲料市场的需求随之下降。长期以来，以散户养殖为主的养殖模式决定了我国养殖行业受猪、禽价格波动影响，具有明显的周期性特征。此外，受动物疫情、食品安全等突发事件的影响，生猪与禽类养殖企业经营面临市场行情波动风险，饲料行业作为养殖业上游，经营也会面临不确定性。以生猪养殖为例，生猪存栏数直接决定了猪饲料产量增速。国内生猪产业产量及销量呈现出波动变化规律，猪饲料产量和消费量也将受到影响。

国家政策的支撑和行业的日趋规范促进饲料行业集中度的进一步提高，有利于大中型饲料企业的发展

2013年1月31日，中共中央国务院发布《关于加快发展现代农业进一步增强农村发展活力的若干意见》，鼓励大型农牧企业在产业链发展、良种繁育、“公司+农户”模式创新等方面进一步发展，国家质检总局发布《饲料标签》已于2014年7月1日开始实施，旨在规范饲料行业生产经营秩序、提高产品质量和安全水平。2014年1月13日中华人民共和国农业部颁布《饲料质量安全管理规范》制定了从原料采购到产品销售的全程质量安全控制规范措施，政策的支撑和行业的规范有利于行业龙头通过兼并和新建生产线扩大产能产量，最终导致行业集中度将进一步提高，有利于大中型饲料企业的发展。2016年农业部发布的国家畜牧业补贴政策中，国家实行52项落实发展新理念，加快农业现代化，促进农民持续增收政策措施，其中涉及“粮改饲”支持政策及动物防疫补助政策。

● 养殖

我国是世界最大的猪肉生产国和消费国，但养殖市场以中小养殖散户为主要参与者，市场集中度和产业化程度较低；2014年以来，存栏量和出栏量的持续下滑使生猪供求呈现短缺局面

我国的人口数量和饮食习惯决定了我国庞大的猪肉消费市场。近年来，我国猪肉年产量占全球猪肉产量的比例始终保持在50%左右，已成为世界最大的猪肉生产国和消费国。

但长期以来，我国生猪养殖行业市场较为分散，中小养殖散户为市场的主要参与者导致了我国生猪饲养体系产业化程度低、市场集中度不高的局面。同时，受到技术、资金等条件的制约，不同规模的养殖企业在猪价波动时的应对策略也不尽相同，散户作为生猪养殖的重要主体，具有进入或退出的成本低、信息获取不对称、技术落后及资金实力弱等特点，在实际操作中通常表现为猪价高涨时高价补充产能，猪价低迷时恐慌性出栏，从而造成生猪市场短时间内产生供需失衡，使猪肉价格产生波动。

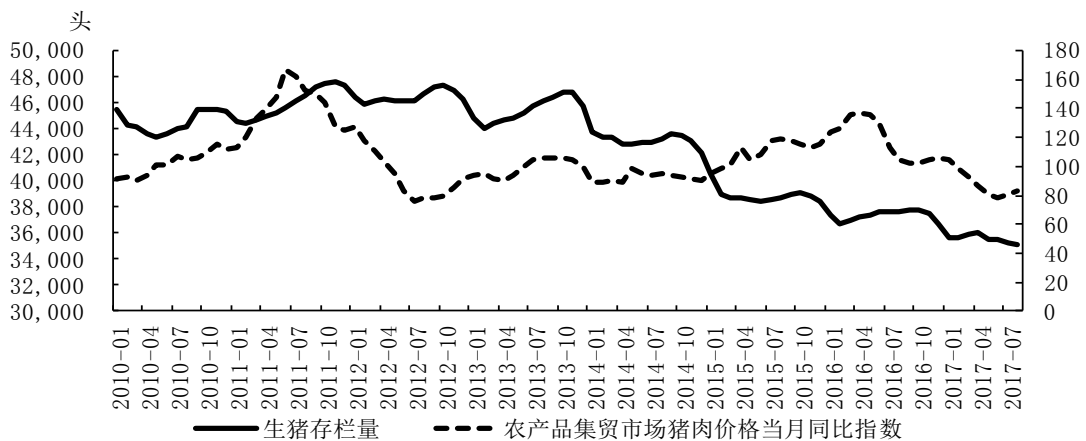


图2 2010年至2017年8月我国生猪存栏量情况及农产品集贸市场猪肉价格当月同比指数

数据来源：Wind 资讯

2012年起，受饲料原材料价格波动及生猪价格低迷等影响，生猪养殖户利润偏低，倒逼中小散户退出市场或延缓规模扩增计划，此外，环保管控、用地审批趋严等政策问题也对中小散户的养殖意愿起到负面影响，致使我国能繁母猪存栏量产能大幅下降。2014年，全国猪肉产量5,671万吨，同比增长3.2%；年末生猪存栏量46,583万头，同比下降1.7%；生猪出栏量73,510万头，同比增长2.7%；2015~2016年，我国猪肉产量分别为5,487万吨和5,299万吨，同比分别下降3.3%和3.4%；年末生猪存栏量分别为45,113万头和43,504万头，同比下降3.2%和3.6%；生猪出栏量分别为70,825万头和68,502万头，同比分别下降3.7%和3.8%，存栏量和出栏量的连续下滑使生猪供求呈现短缺局面。自2013年7月以来，我国能繁母猪存栏量连续29个月下行，



截至 2016 年 1 月，我国能繁母猪存栏量 3,783 万头，处于 2009 年以来的最低水平。截至 2017 年 8 月末，我国能繁母猪存栏量仍处于下降趋势，由于能繁母猪补栏到增加商品猪供应一般需要 13 个月左右，且养殖预期和生产存在时滞性，因而生猪价格的“猪周期”一般为 3~4 年，预计 2017 年生猪供给仍将呈短缺状态。猪肉价格方面，根据全国农产品集贸市场猪肉价格指数，2012 年中旬至 2014 年末，猪肉价格相对较为平稳，2015 年起，受生猪存栏量降低等因素影响，猪肉价格步入上升通道，并于 2016 年上半年创造近年来价格最高点，2016 年下半年以来，进口猪肉市场的扩大对国内生猪市场价格产生一定冲击，导致生猪价格有所下降。

政府鼓励生猪标准化养殖、生猪良种饲养以及养殖环节无害化处理；环保管控和用地审批政策趋严将加快中小养殖散户的退出，加速养猪行业的区域整合，有利于规模化大型养殖企业的发展

中央政府通过各项补贴鼓励生猪标准化养殖、生猪良种饲养以及养殖环节无害化处理。为加快生猪品种改良，提高生猪良种化水平，财政部、农业部印发了《生猪良种补贴资金管理暂行办法》，由中央财政设立专项资金，对供精单位给予一定的补贴。2007 年开始，国家支持在全国范围内建立能繁母猪重大病害、自然灾害、意外事故等保险制度，财政部印发了《能繁母猪保险保费补贴管理暂行办法》，财政部门按照保费的一定比例，为投保的养猪户提供直接补贴。2013 年 3 月 1 日起施行的《农业保险条例》规定，在地方财政至少补贴 30%的基础上，中央财政育肥猪保险保费补贴比例由之前的 10%提高至中西部地区 50%、东部地区 40%；为促进生猪生产持续健康发展，有效防控重大动物疫病，国务院办公厅出台了《关于促进生猪生产平稳健康持续发展、防止市场供应和价格大幅波动的通知》，对标准化规模养殖场养殖环节病死猪无害化处理费用给予每头 80 元的补助。

同时，养殖环保管控和用地审批政策趋严将进一步迫使中小养殖散户的退出，加速了养猪行业的区域整合，有利于规模化大型养殖企业的发展。2014 年颁布的新《环境保护法》，进一步要求从事畜禽养殖的单位对畜禽粪便、尸体和污水等废弃物进行科学处置，防止污染环境。2015 年 1 月，随着新修订《环境保护法》的实施，浙江、福建以及重庆等沿江沿海领域政府均设立禁养区和限养区，对于处于禁养区中的猪场采取强制关停和拆除；4 月，国务院印发《水污染防治行动计划》，其中《畜禽养殖污染防治管理办法》规定，禁止保护区、人口集中区及其它划定禁养区区域内建设畜禽养殖场；11 月，《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》出台，长江中下游地区猪场清拆活动进程进一步加快，福建地区 2015 年关停猪场 3 万家，减少生猪出栏近 400 万头。2016 年 11 月，国务院发布《“十三五”生态环境保护规划的通知》，要求各地区应在 2017 年底之前依法关闭或搬迁禁养区的畜禽养殖场和养殖专业户。此外，2017 年一号文件指出要



优化南方水网地区生猪养殖区域布局，引导产能向环境容量大的地区和玉米主产区转移。农业部规划，到 2020 年南方水网地区年出栏 500 头以上规模猪场要达到 70%以上，未来环保政策或愈趋严格，预计南方地区大部分小型养殖场和散养户在未来将永久性退出，而一些拥有技术、资金实力的大型养殖企业将侵吞其所空出的市场份额。但是未来环保监管要求进一步提高将使养殖行业环保费用增长，可能对行业的经营业绩和利润水平产生一定影响。

动物疫病对于养殖业的危害较大，对养殖户经济利益造成损失，造成供给失衡；饲料原材料价格下滑使养殖企业成本压力得到缓解

动物疫病对于养殖业的危害较大，不仅是对养殖户经济利益造成损失，同时也会在一定时间内影响到人们的消费习惯，造成供给失衡。20 世纪八十年代之前，我国主要生猪疫病仅 15 种，防治难度较低，随着国外品种不断引进，大量新病毒迅速产生，造成混合感染，对生猪的供应造成重大影响。目前国内对生猪养殖影响较大的疫病主要有猪瘟、蓝耳病、口蹄疫等，这些疫病防治难度较大，死亡率高。重大疫病爆发对生猪存栏和市场供需影响较大，在生猪存栏不足的时候，疫病爆发会导致供给进一步减少，推高猪价继续上涨；在生猪存栏过剩时期，疫病爆发会导致养殖户恐慌性出栏，造成短时间生猪供应急剧过剩，猪价加速下跌。自 2006 年以来，我国已经爆发 8 次较为严重的生猪疫情，对猪价稳定运行产生了严重的干扰，其中 2009~2010 年爆发的全国性疫病是目前影响程度最深、范围最广的一次，疫病种类包括口蹄疫、蓝耳病、流行性腹泻等六种，母猪、仔猪、商品猪等都相继受到疫病影响，直接导致 2011 年全国生猪供应出现巨大缺口，猪价出现暴涨。总体来看，疫病会加大猪价的波动程度，偶发性因素严重时会影响到“猪周期”的运行。

生猪养殖的成本主要由仔猪成本和饲料成本构成。仔猪价格直接影响散户的补栏意愿；饲料中，玉米主要提供能量需求，占饲料成本的 60%左右，豆粕作为动物生长过程中蛋白质摄取的主要来源，约占饲料成本的 20%，因此生猪养殖成本受玉米和豆粕等原材料价格的影响颇大。近年，饲料主要原材料价格有所下滑，养殖企业成本压力得到缓解，为其扩大产能、提高出栏提供一定支撑。

江西省与多个最具活力的经济圈相毗邻，陆、河交通运输便利，地区生产总值增长较快；江西省是生猪养殖大省之一，省内设立多个生猪生产重点县，有利于生猪养殖规模化和区域化发展

江西省与中国最具经济活力的长三角、珠三角、闽中南经济圈相毗邻，被纳入泛珠三角经济圈，陆、河交通运输便利，拥有紧连粤闽浙、深延港澳台的区位优势。2014~2016 年及 2017 年 1~9 月，江西省地区生产总值快速增长，分别为 15,708.6 亿元、16,723.8 亿元、18,364.4 亿元和 14,725.1 亿元，同比分别增长 9.7%、9.1%、9.0%和 9.0%，增速高于全国平均增速约 2 个百分点。2015 年以来，南昌市入



选“一带一路”重要节点城市，给南昌乃至江西带来重大发展机遇，有利于江西省参与东部和西部的区域经济合作，加强江西与东部、西部地区产业对接，促进投资贸易和科技、教育、文化、旅游等多领域合作；根据《江西省新型城镇化规划（2014~2020年）》，江西省将以鄱阳湖生态经济区为依托，以沿沪昆线和京九线为主轴，聚集优势产业，提高规模效应，着力培育和发展以南昌市为核心的南昌都市区，加快发展九江都市区、赣州都市区，构筑“一群两带三区四组团”为主骨架的省域城镇体系，较好的区域经济环境给企业的发展提供了一定的有利条件。

江西省是生猪养殖大省之一，大力推行“猪沼果”生态养殖模式，通过将猪粪在沼气池发酵，产生沼气用于生产、生活用能，发酵后的猪粪成为有机化肥用于附近的果园、蔬菜等，实现了农业资源的高效利用并优化了生态环境建设；此外，受益于地理位置，江西为沪、港地区的主要生猪供应地。省内“一片两线生猪生产基地”即赣中优势片和浙赣铁路沿线、京九铁路沿线共设有20个生猪生产重点县，有利于生猪养殖规模化、区域化发展，年出栏生猪约占全省的50%左右；2016年，省内生猪年出栏500头以上规模养殖场占比65%。2014~2016年，全省生猪出栏量分别为3,325.7万头、3,242.5万头、3,101.1万头，其中2014年同比增长3.0%，2015~2016年同比分别下降2.5%和4.3%；生猪出栏量分别占全国的7.1%、4.6%、4.5%；生猪存栏量分别为1,943.0万头、1,890.0万头和1,814.3万头，同比分别下降1.3%、2.6%和4.2%。2014~2016年，全省猪肉产量分别为247.56万吨、253.5万吨和258.7万吨，逐年下降。同时，江西生猪产业使用的玉米、豆粕等原料主要依靠外省调入，超过40%的生猪销往省外市场，省内养猪业与省外市场依存度较高。

综合来看，江西省与多个最为活跃的经济圈相毗邻，陆、河交通运输便利地区生产总值增长较快，为区域内企业的发展提供了一定的有力条件。省内设立多个生猪生产重点县，有利于生猪养殖规模化及区域化发展，省内养猪业于省外市场依存度较高。

经营与竞争

公司已构建饲料养殖一体化产业链结构，有利于形成协同效应，提高盈利和抗风险能力；2014~2016年，公司收入有所波动，但受益于养殖业务销量和售价齐增，公司毛利润及毛利率逐年增长；2017年1~9月，公司收入同比有所增长，但受育肥猪售价下降影响，毛利率同比有所降低

公司主要从事饲料、生猪养殖、兽药及农药的生产与销售业务，并逐渐发展了养殖技术服务、植保技术服务等综合服务。公司已构建“饲料—兽药—种猪繁育—商品猪养殖”的一体化产业链结构，有利于形成协同效应，提高公司的盈利和抗风险能力，其中饲料和养殖业

务为公司收入和利润的主要来源，兽药和农药业务在收入及利润中占比较小，公司其他业务主要包括原料贸易、肉制品销售和种植业务等。2014~2016年，受饲料业务原材料价格波动等因素影响，饲料产品售价随之波动导致公司营业收入有所波动，但毛利润和毛利率逐年增长。

表 1 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 1~9 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	147.29	100.00	189.20	100.00	164.16	100.00	169.63	100.00
饲料	106.05	72.00	145.16	76.72	130.96	79.78	142.59	84.06
养殖	32.96	22.38	33.77	17.85	21.12	12.87	15.61	9.20
兽药	1.56	1.06	1.46	0.77	1.10	0.67	1.07	0.63
农药	3.83	2.60	4.35	2.30	4.96	3.02	4.64	2.74
其他	2.89	1.97	4.45	2.35	6.02	3.67	5.71	3.37
毛利润	18.18	100.00	26.08	100.00	15.23	100.00	11.03	100.00
饲料	11.61	63.86	10.61	40.67	10.34	67.85	8.24	74.69
养殖	4.52	24.87	12.92	49.52	2.72	17.88	0.33	2.99
兽药	0.69	3.81	0.77	2.95	0.64	4.22	0.59	5.39
农药	1.21	6.67	1.53	5.87	1.64	10.77	1.46	13.19
其他	0.14	0.78	0.25	0.99	-0.12	-0.72	0.42	3.73
毛利率	12.34		13.79		9.28		6.50	
饲料	10.95		7.31		7.89		5.78	
养殖	13.72		38.25		12.90		2.12	
兽药	44.58		52.63		58.22		55.47	
农药	31.72		35.22		33.10		31.35	
其他	4.89		5.62		-1.99		7.36	

数据来源：根据公司提供资料整理

分业务板块来看，2014~2016年，公司饲料业务收入有所波动，其中2015年，饲料业务收入同比降低8.16%，主要是饲料原材料价格下降导致产品售价下降所致，但受益于成本下降幅度大于产品售价下降幅度，饲料业务毛利润同比增长25.49%，毛利率同比增长2.11个百分点；2016年，饲料业务收入同比增长10.84%，主要是下游养猪行业景气度回升，猪饲料销售价格和销量均有所增长所致，但由于公司禽饲料销售给予部分下游客户一定的价格优惠，饲料业务毛利润仅略有增长，毛利率同比降低0.58个百分点。

2014~2016年，公司养殖业务收入逐年增长，其中2015年，随着育肥猪出栏量和销售均价的增长，养殖业务收入同比增长35.30%，同时，受益于原材料成本的下降，养殖业务毛利润同比增加2.39亿元，毛利率同比增长10.78个百分点；2016年，公司育肥猪出栏量的增加和销售均价的持续高位使养殖业务收入同比增长59.90%，此外，公司



养殖规模的持续扩大使单位成本有所下降，养殖业务毛利润同比增长 375.00%，毛利率同比大幅增加 25.35 个百分点。

2014~2016 年，公司兽药业务收入逐年增长，其中 2016 年，兽药业务收入同比增长 32.73%，主要是公司新增兽药疫苗销售业务所致，兽药业务毛利率有所波动但始终保持在 50%以上；农药业务收入有所波动，其中 2016 年，农药业务收入同比降低 12.30%，主要是公司取消了部分低利润农药产品的销售所致，农药业务毛利率逐年增长，且始终保持在较高水平。

2014~2016 年，公司其他业务收入有所波动，但占比始终较小，2016 年，其他业务收入同比降低 26.08%，主要是其他业务中的原料贸易业务量降低，收入同比减少所致；其他业务毛利率有所波动，其中 2015 年为-1.99%，出现亏损，主要是 2015 年玉米、豆粕价格呈下降趋势，公司饲料业务采购原材料的同时也从事少量原料贸易业务，为避免较大的存货跌价损失，将储备的原材料以低于成本价进行销售所致；2016 年，其他业务毛利率扭亏，同比提高 7.61 个百分点，主要是公司加快原料贸易业务的原材料周转，避免了存货跌价损失，经营状况好转所致。

2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 147.29 亿元，同比增长 6.06%，其中饲料业务收入 106.05 亿元，同比略微降低，主要是禽饲料销售量降低所致；养殖业务收入 32.96 亿元，同比增长 24.52%，主要是生猪销量增长所致；公司毛利润为 18.18 亿元，同比降低 16.11%，其中养殖业务毛利润同比降低 54.57%，主要是育肥猪售价下降所致；毛利率为 12.34%，同比降低 3.26 个百分点，其中养殖业务毛利率同比降低 23.87 个百分点。

综合来看，公司已构建“饲料—兽药—种猪繁育—商品猪养殖”一体化产业链结构，有利于形成协同效应，提高盈利和抗风险能力。预计未来 1~2 年，公司饲料板块将稳定发展，养殖业务规模将继续扩大。

● 饲料生产和销售

饲料业务是公司的传统业务，猪饲料是饲料业务收入和利润的主要来源；2014 年以来，饲料业务收入及毛利率均有所波动

饲料业务是公司的传统业务，主要的饲料产品包括猪饲料、禽饲料、水产料和反刍料等，其中猪饲料是饲料业务收入和利润的主要来源。

2014~2016 年，饲料业务收入和毛利率均有所波动。2015 年，受饲料原材料价格下跌影响，饲料产品整体价格下滑，猪饲料收入同比下降 14.48%，禽饲料收入受销量增长影响同比小幅增长 2.24%，其他饲料收入同比小幅下降；但受益于猪、禽饲料产品售价下降幅度小于原材料价格下降幅度，猪饲料、禽饲料毛利率同比分别增长 3.63 和

0.52个百分点，其他饲料毛利率同比变化不大。2016年，受益于下游生猪养殖业市场景气度回升影响，猪饲料收入同比增长13.17%，但由于原材料价格上涨使毛利率同比降低0.96个百分点；禽饲料收入同比增长4.01%，主要是公司调整禽料营销策略，给予下游客户一定价格优惠，使销量有所增长所致，但同时售价的优惠使禽饲料毛利率同比降低0.66个百分点；其他饲料收入及毛利润同比均有所增长。

表2 2014~2016年及2017年1~9月公司饲料业务收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年1~9月		2016年		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	106.05	100.00	145.16	100.00	130.96	100.00	142.59	100.00
猪饲料	62.14	58.60	83.35	57.42	73.65	56.24	86.12	60.40
禽饲料	35.58	33.55	52.19	35.95	50.18	38.32	49.08	34.42
其他饲料	8.33	7.85	9.62	6.63	7.13	5.44	7.38	5.18
毛利润	11.61	100.00	10.61	100.00	10.34	100.00	8.24	100.00
猪饲料	8.88	76.45	7.99	75.31	7.77	75.15	5.95	72.21
禽饲料	2.01	17.27	1.87	17.62	2.13	20.60	1.83	22.21
其他饲料	0.73	6.28	0.76	7.16	0.45	4.35	0.47	5.70
毛利率	10.95		7.31		7.89		5.78	
猪饲料	14.28		9.58		10.54		6.91	
禽饲料	5.64		3.58		4.24		3.72	
其他饲料	8.75		7.86		6.25		6.31	

数据来源：根据公司提供的资料整理

2017年1~9月，公司饲料业务收入为106.05亿元，同比略微降低，其中，猪饲料收入同比增长9.81%，禽饲料收入同比降低15.37%；饲料毛利润为11.61亿元，同比增长17.27%，由于原材料价格同比下降以及饲料产品售价的提高，饲料业务毛利率同比增长1.63个百分点。

公司重视技术研发，获得多项专利技术；公司被认定为“农业产业化国家重点龙头企业”，多项饲料产品拥有较高的品牌知名度

公司长期从事畜、禽、水产饲料的研究开发，先后与中国农业大学、国家农业生物技术重点实验室等10多个科研院校建立了技术合作关系，与中国农业大学合作承担了国家“948”育种项目“双肌臀大白猪”的引进和推广；与江西农业大学共同承担了国家农业科技成果转化项目“抗仔猪断奶前腹泻种猪配套系培育与示范”；与四川凯路威公司合作承担了一千万头猪肉制品安全可溯源信息化系统建设，探索建立食品安全监管、追溯、召回、市场准入和退出制度，建立农产品和食品生产经营质量安全诚信体系；同时，公司还建立了企业博士后工作站，公司技术研发中心被江西省经委认定为“省级企业技术中心”。截至2017年9月末，公司拥有专利57项，其中发明专利28项，实用新型专利15项，外观设计专利14项；共拥有“正邦”、“广联”等5



个饲料品牌，涉及猪、禽、鱼等饲料产品。

公司多项饲料产品拥有较高的品牌知名度，其中“仔猪代乳饲料”、“仔猪预混合饲料”等五个产品被江西省科学技术厅认定为“高新技术产品”，“正邦牌”猪饲料被认定为“中国名牌产品”，“正邦”牌饲料被认定为“江西省名牌产品”，“正邦”牌商标被认定为“江西省著名商标”。经农业部、国家发改委、国家财政部等八部委联合审定，公司被认定为“农业产业化国家重点龙头企业”，还先后被江西省科学技术厅认定为“高新技术企业”、被国家发改委认定为“现代农业高新技术产业化工程示范企业”。

饲料业务采用“统一管理、分散经营”的商业运作模式，节约了运输和销售等成本；随着新建厂区逐步建成投产，饲料产能及产量均逐年增长

饲料生产由于受下游市场分散和销售半径的限制，公司采取以公司总部为核心、统一管理为主导，在全国各重点销售区域以分公司、控股子公司等形式设立分支机构，贴近市场从事饲料的生产，即“统一管理、分散经营”的商业运作模式，从而降低了运输、采购、销售和技术服务成本。截至 2017 年 9 月末，公司已在全国近 20 个省建立了 83 家饲料子公司，9 家饲料分公司和 126 个养殖公司。

饲料生产设备方面，公司主要采用国际技术水平领先的瑞士布勒和牧羊工艺及成套设备，耗能较低和精度性能较好，保障了公司饲料生产低残留、低故障和高效率。饲料生产过程从投料、粉碎、配料、混料、制粒、膨化到最终包装全过程均有中控全屏系统全程监控，生产全流程可查可控，增加了产品品质的稳定性。此外，公司厂区车间已基本实现生产流程机械化，降低了劳动强度，提高了生产效率。

表 3 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月饲料产能、产量及产能利用率情况

项目	2017 年 1~9 月	2016 年	2015 年	2014 年
产能（万吨/年）	728	728	683	678
产量（万吨）	434	582	528	489
产能利用率（%）	79.53 ²	79.95	77.31	72.12

数据来源：根据公司提供资料整理

公司饲料生产主要为以销定产，饲料从成品到出场时间不超过 3 天。公司的产能为设计产能，即在特定饲料品种标准状态下满负荷运转所发挥的生产能力，但由于饲料品种和规格较多，更换需要停机，设备无法满负荷运行，对产能利用率有一定影响。2014~2016 年，随着部分新建厂区逐步建成投产，公司饲料产能及产量均逐年增长，2016 年，漳州饲料、预混料一期工程年产 42 万吨生产线及重庆大鲸年产 3 万吨饲料生产线投产，公司饲料产能提升至 728 万吨/年；同期，公司

² 公司 2017 年 1~9 月饲料产量为 434 万吨，年化产量=434× $\frac{4}{3}$ =579 万吨。



产能利用率有所波动。2017年1~9月，公司饲料产量434万吨，同比略微增长；产能利用率为79.53%，同比增长0.78个百分点。

公司采用集中采购模式，与多个规模型供应商形成战略合作关系，有利于原材料供应的稳定性；上游供应商在账款支付上给予公司一定的账期优惠，有利于减轻公司的资金压力

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70%左右，棉粕和鱼粉占生产成本的10%左右，因此玉米和豆粕的价格将决定公司饲料和养殖成本的高低。受国内玉米临时收储政策取消、豆粕产能过剩、国际价格炒作波及国内豆粕价格波动等因素影响，2014~2016年，公司玉米采购价格逐年降低，豆粕采购价格有所波动；主要原材料采购量随产量的增长逐年增加；2017年1~9月，公司玉米采购量及采购价格同比均变化不大；豆粕采购量同比增长13.94%，采购均价同比降低3.58%；棉粕采购量同比变化不大，由于棉粕主要用于水产饲料的生产，而水产饲料主要集中于四季度生产，因此棉粕前三季度采购量较小，采购价格同比降低10.53%。

为降低采购成本，公司采用“集中采购”模式，公司饲料事业部设立采购中心及采购决策委员会，负责每天对原材料行情的集中研判及采购数量、库存数量、采购价位等采购决策的集中制定；采购中心下设南方、西南及北方三大片区的采购分部，在接收采购中心的采购计划后，负责片区范围内相关分、子公司的原材料采购，采购部及三大片区采购分部由公司采购总监垂直管理。公司“集中采购”量占总采购量的90%以上。

表4 2014~2016年及2017年1~9月公司主要原料采购情况

原料	项目	2017年1~9月	2016年	2015年	2014年
玉米	采购量（万吨）	204.32	289.09	260.41	240.02
	采购均价（元/吨）	1,940.21	1,954.95	2,351.14	2,584.05
	采购金额（万元）	396,424	565,157	612,261	620,225
豆粕	采购量（万吨）	135.32	174.68	147.75	125.47
	采购均价（元/吨）	2,922.32	3,093.81	2,907.17	3,791.05
	采购金额（万元）	395,448	540,427	429,534	475,663
棉粕	采购量（万吨）	40.02	93.16	79.15	58.72
	采购均价（元/吨）	2,698.42	3,397.14	2,486.80	2,843.87
	采购金额（万元）	107,991	316,478	196,830	166,992

资料来源：根据公司提供资料整理

供应商的选择上，公司每年对供应商进行评估，通过信誉度对供应商进行选择。此外，公司与多个规模型供应商形成长期合作关系，有利于原材料的品质及供应的稳定性。公司在各采购点、运输码头以及生产地都设立了专门的品控人员，做到从质量源头对原材料严格把



关。公司采购以向供应商采购为主，向农户直接收储为辅，2014~2016年，公司主要原材料合计向前五大供应商采购额占总采购量的 1.91%、1.16%和 4.91%，由于公司饲料生产区域较为分散，为了降低运输和人力等费用，公司采购的供应商集中度较低，但始终受公司采购中心及采购决策委员会统一管理。

上游供应商在账款支付上给予公司一定账期优惠，有利于减轻公司资金压力。与公司长期合作的上游大型供应商长年给予公司合计 5.00 亿元左右的信用额度。结算方式上，公司原材料采购到货后先支付 80%货款，收到发票后结算剩余 20%货款。公司玉米原料向贸易商采购的账期在 15 天左右；豆粕、棉粕、赖氨酸和蛋氨酸等原料账期为 7 天左右，其它添加剂和包装材料账期为 30 天。物流运输方面，公司实行每 3~6 个月对承运商进行公开招标，通过价格公开透明方式，引进竞争机制；另外，公司采用铁路运输、江海联运船和短途汽车运输相结合的方式，实现物流成本最优化选择。

公司业务区域分布较广，能有效分散局部市场需求波动引起的风险，北方片区销售额占比最大；2014 年以来，公司猪饲料产销规模较大，且销量逐年增长

公司饲料产销规模较大，2014~2016 年，公司分别对外销售饲料 461.00 万吨、483.04 万吨和 537.01 万吨，销量逐年增长。在销售模式方面，由于饲料行业的下游客户主要为养殖户，分布较为分散，且规模较小，因此公司饲料销售客户以具备技术服务优势的经销商为主，直销为辅，可有效降低销售费用；截至 2017 年 9 月末，公司饲料业务经销商数量达 4 万家左右，其中专销商占比 40%以上。同时，公司不断完善和深化猪场托管模式，融合饲料、兽药、种猪、仔猪业务板块产品供应，为规模猪场提供全套养殖技术服务支持及猪场托管，提升客户粘性。

表 5 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司主要饲料产品销售情况（单位：万吨、元/吨）

原料	项目	2017 年 1~9 月	2016 年	2015 年	2014 年
猪饲料	销售量	186.58	247.06	228.80	220.32
	销售均价	3,330.55	3,373.83	3,219.07	3,909.08
禽料	销售量	149.86	258.56	231.02	220.02
	销售均价	2,374.37	2,018.46	2,172.15	2,230.84
其他饲料	销售量	27.90	31.39	23.21	20.87
	销售均价	2,984.30	3,063.79	3,071.13	3,537.95

资料来源：根据公司提供资料整理

销售回款方面，公司主要采取现金、银行转账及 POS 机当天结算方式，对于部分信用好的客户，公司给予不超过年购买额 5%的信用赊销额度，授信期限不超过一年，滚动循环使用，客户开具发票后，会计在客户授信额度内办理欠款手续。2014~2016 年，受益于下游养殖



市场景气度提高及公司饲料产能提升，公司猪饲料、禽料和其他饲料对外销售量均逐年增长，但受原材料价格及公司营销策略等因素影响，猪饲料销售均价有所波动，禽饲料及其他饲料价格均逐年下滑；公司猪饲料除对外销售外，还对公司内部养殖业务进行自供。2017年1~9月，公司猪饲料销售量同比增长8.12%，销售均价同比增长1.56%；禽料销售量同比降低23.63%，销售均价同比增长10.83%。

公司收入可按区域划分为南方、北方和西南三大片区，业务在全国19个省级行政单位布局，业务区域分布较广，能有效分散局部市场需求波动引起的风险。在饲料销售半径内，营销网络已下沉至各乡镇销售网点，布局原则为“60公里无死角、100公里村村有、300公里见得到”。2014~2016年，公司北方片区销售额始终占比最大，主要是山东和东北地区在饲料销售和养殖业务中均占比较大；南方片区销售额次之，其中养殖业务在江西省内占比较大；西南片区销售额占公司总销售额比例最小，但占比小幅增长；2017年1~9月，公司南方片区销售额占总销售额比重有所提升，主要是南方地区“公司+农户”模式生猪出栏量增长所致。公司市场覆盖度较高，有利于降低区域集中风险。

表6 2014~2016年及2017年1~9月公司主要销售区域情况³（单位：亿元、%）

销售区域 ⁴	2017年1~9月		2016年		2015年		2014年	
	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
南方片区	49.37	33.52	54.50	28.80	43.95	26.77	47.73	28.14
北方片区	79.89	54.24	102.98	54.43	95.52	58.19	98.25	57.92
西南片区	17.40	11.81	31.26	16.52	24.11	14.69	23.66	13.95
其他	0.63	0.43	0.46	0.24	0.58	0.35	-	-
合计	147.29	100.00	189.20	100.00	164.16	100.00	169.63	100.00

资料来源：根据公司提供资料整理

● 养殖

公司的养殖业务主要由子公司江西正邦养殖有限公司（以下简称“正邦养殖”）、黑龙江正邦农牧有限公司和加美（北京）育种科技有限公司（以下简称“加美育种”）经营。由于公司2017年继续扩大养殖规模，在建工程较多，2017年9月末，养殖业务主要子公司资产规模较2016年末均有所增长；2017年1~9月，“公司+农户”模式的推行使正邦养殖的收入同比增长68.56%，但由于新增的自建猪场投产，在建工程转入固定资产，折旧增加，正邦养殖毛利率同比降低21.58个百分点至7.82%，同时管理费用同比增长1.23亿元，其净利润出现亏损。

³ 包含公司所有业务板块。

⁴ 南方片区主要包括江西省、湖南省、广东省、江苏省、浙江省、安徽省和湖北省；北方片区主要包括北京市、河南省、黑龙江省、山东省、吉林省、辽宁省、陕西省和新疆维吾尔自治区；西南片区主要包括广西省、贵州省、四川省和云南省。

表 7 2016 年及 2017 年 1~9 月公司养殖业务主要子公司基本情况（单位：亿元、%）

子公司	期间	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
江西正邦养殖有限公司	2017 年 1~9 月	82.07	74.87	35.32	-0.15	4.15
	2016 年	45.79	60.88	25.56	4.88	7.42
黑龙江正邦农牧有限公司	2017 年 1~9 月	33.07	80.49	11.24	0.65	7.37
	2016 年	23.70	81.41	7.98	1.75	7.17
加美（北京）育种科技有限公司	2017 年 1~9 月	30.45	56.09	10.23	1.14	-2.36
	2016 年	26.05	53.05	9.42	2.32	2.68

数据来源：根据公司提供资料整理

公司形成了完整的生猪养殖产业链，养殖技术获得行业认可；公司重视猪场的环保建设和疫情防疫工作，生态化养殖模式适应行业未来发展趋势

养殖业务是公司“饲料—兽药—种猪繁育—商品猪养殖”一体化产业链结构中的重要业务板块之一，包括生猪养殖和少数商品禽的养殖，其中生猪养殖收入占公司养殖业务收入的 95% 左右。

公司致力于发展规模化养殖猪场，通过对核心猪场、扩繁场和商品场三级猪场的构建，形成了“育种—繁育—养殖”完整的生猪养殖产业链，有利于降低养殖成本。核心猪场从国外引进世界先进的长白猪、大白猪和杜洛克猪等原种猪，扩繁场继续配种后形成“杜长大”三元杂交商品猪，其具有生长快、饲料利用率高、瘦肉率高、经济效益明显等特点。猪场设施方面，近年来公司对新建猪场全部采取了全自动化养殖模式，可实现自动通风、供热、喂料、排粪，并对猪场水、电、料、环境等进行全自动监视和控制，实时获取设备和环境的状态和信息，及时对各项数据进行存储和处理，降低了养殖过程对人力的依赖程度，有利于养殖安全和质量的提高。目前公司已获得“中国肉类食品行业强势企业”、“国家生猪核心育种场”、“第一届全国养猪行业百强优秀企业”等荣誉，养殖技术获得行业认可。

公司重视猪场环保建设，一方面，猪场建设严格按照畜禽良种化、养殖设施化、生产规范化、防疫制度化、粪污无害化等“五化”标准进行投资规划，并组建了专业环保公司，为公司及客户提供猪场环保方案设计、环保投入筹划、环保设备采购与安装等服务，提升了公司环保处理水平，降低了环保成本；另一方面，公司积极发展“种养结合”规模化生态养殖模式，通过在规模猪场及周边荒地发展“猪—沼—林”、“猪—沼—果”等绿色循环经济，将生猪排泄物通过发酵等工艺进行处理，制成生态有机肥，发展配套种植业，适应行业未来发展趋势。

在疫情防疫方面，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严格的流程管控体系，每个猪场均配备有专业兽



医团队；养殖场的建设远离人口密集区，采用为全封闭式管理，所有人员和物资的进入都要经过数道消毒处理，降低疫病发生的风险。公司通过饲料和种猪的部分自供，减少外部生产物资的流入，一定程度上降低了病菌流入的风险。截至2017年9月末，公司尚未发生过重大疫情。

公司饲料和兽药实现部分自供，确保了原材料的品质安全，有利于养殖业务的原材料成本控制

公司养殖业务的成本主要有饲料、疫苗和规定的兽药等。其中，公司自有饲料场对临近养殖区的猪场进行饲料内供，部分距离饲料生产地较远的养殖区域需向其他饲料供应商购另行购买饲料。随着公司养殖规模的扩大，2014~2016年，养殖饲料对外采购量逐年增长。疫苗和兽药⁵主要是通过公开招标的方式进行采购，2014~2016年，疫苗和兽药的采购金额均逐年增长，其中养殖使用的疫苗全部需要对外采购，而得益于公司产业链一体化的发展，兽药亦实现了部分自供。公司饲料和兽药的部分自供不仅确保了原材料的品质安全，还有利于养殖业务的原材料成本控制。2017年1~9月，由于公司养殖规模的扩大，养殖业务采购的饲料、疫苗和兽药金额同比分别增长71.15%、68.55%和88.70%。

表8 2014~2016年及2017年1~9月公司养殖业原材料对外采购金额情况（单位：万元）

原料	2017年1~9月	2016年	2015年	2014年
饲料	174,121	129,018	106,200	78,950
疫苗	10,347	6,648	5,712	5,439
兽药	17,459	11,161	10,006	6,224

数据来源：根据公司提供资料整理

公司养殖模式和生猪产品较为多样，可一定程度上分散市场风险；“公司+农户”模式可减少公司对固定资产的投资，但若猪价倒挂可能使公司面临一定损失

公司生猪养殖主要有“自繁自养”、“繁殖场”、“育肥场”和“公司+农户”模式，出栏生猪产品涵盖种猪、仔猪和肥猪，养殖模式和产品较为多样，可一定程度上分散市场风险。“繁殖场”模式中，公司需自建猪场、引种、配种至母猪分娩仔猪，主要上市产品为种猪、保育仔猪和断奶仔猪。“自繁自养”模式即在繁殖场模式的基础上，对出生的仔猪进行哺乳、保育、生长和育肥至肥猪出栏的全阶段饲养管理模式，上市产品为肥猪。2014~2016年，公司“自繁自养”和“繁殖场”为公司生猪养殖的主要模式，但合计出栏量在总出栏量中占比逐年下降。“育肥场”模式即直接调入仔猪育肥至肥猪的养殖场模式。

“公司+农户”模式是公司与合作养殖户合作养殖、分工协作的新型业务模

⁵ 疫苗和兽药针对不同养殖品种所对应的药剂计量标准不一致，因此无法统计采购量。



式，由公司统一提供猪苗、饲料、兽药、技术服务以及回收销售。公司认为规模化家庭农场将是未来生猪规模养殖的主要群体，因此 2016 年以来利用自身品牌、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的快速增长。“公司+农户”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，提高农户的养殖规模和养殖水平。未来“公司+农户”将成为公司养殖业务的主要模式，但是该模式对养殖户的资金投入要求较高，且养殖户对安全防疫和成本控制等问题的把控能力参差不齐，此外，当市场生猪价格低于公司与养殖户约定的回收价格时，猪价倒挂可能使得公司面临一定的损失。

表 9 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司生猪产能及产量情况

项目	2017 年 1~9 月	2016 年	2015 年	2014 年
产能（万头/年）	397	362	312	227
产量（万头）	306.58	266.19	193.03	176.93
产能利用率（%）	103.02 ⁶	73.53	61.87	77.94

数据来源：根据公司提供资料整理

生猪养殖的产能计算方法为所有能繁母猪每年的产仔总数。2014~2016 年，公司生猪产能和产量逐年提高，其中 2015 年，扶余自繁自养一场、梅塘猪场、牟桥猪场、巴彦猪场相继投产，新增养殖产能 85 万头；2016 年，澧田三期、扶余自繁自养三场、海丰父母代种猪场投产，共新增养殖产能 50 万头，使公司养殖产能增加至 362 万头/年。同期，公司产能利用率水平一般且有所波动，主要是公司近年来新建猪场较多，新猪场建成后，按照设计产能增加产能，但从引种至实际产能释放需要 1~2 年的时间，公司产能尚未完全释放。2017 年 1~9 月，公司年化产能为 397 万头/年，较 2016 年增长 35 万头，主要是湖南茶场猪场、湖南汾市猪场和湖北寒塘猪场分别新增产能 10 万头、20 万头和 5 万头，此外，由于公司前期新建猪场产能得到释放，公司生猪产量大幅增加。预计 2018 年，公司的江西游城猪场 10 万头生猪项目、江西古县渡猪场 20 万头生猪项目、林西 60 万头生猪项目以及肇源 30 万头生猪项目将逐渐投产。

公司生猪销售规模较大，且生猪出栏量逐年增长，但生猪养殖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

公司生猪销售规模较大，且生猪出栏量逐年增长。2014~2016 年，公司生猪出栏量分别为 145.95 万头、157.94 万头和 226.45 万头，逐年增长。其中 2015 年，在猪价行情回暖情况下，公司基于对育肥猪价格的预判，提前调整了产品结构，减少了种猪、仔猪对外的出栏量，

⁶ 该产能利用率为年化产能利用率。



使育肥猪的出栏量提升至 113.35 万头，同比增长 36.65%；同期，公司种猪、仔猪和育肥猪的销售均价同比分别增长 9.15%、22.86%和 24.20%。2016 年，种猪的出栏量继续下降，主要是公司猪场投产，种猪大多内部使用，未进行对外销售；同期，由于仔猪价格上涨幅度大于育肥猪价格，公司因此加大仔猪的对外销售，销量同比增长约 80 万头，育肥猪的出栏量下降 10.35 万头；同期，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同比分别增长 37.93%、64.83%和 33.76%。

表 10 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司养殖业务情况

品种	项目	2017 年 1~9 月	2016 年	2015 年	2014 年
种猪	期末存栏量（头）	334,883	177,626	144,098	112,446
	出栏量（头）	13,948	37,096	55,681	115,131
	销售均价（元/头）	3,449.04	2,628.94	1,906.06	1,746.34
仔猪	期末存栏量（头）	445,540	397,940	401,812	348,254
	出栏量（头）	155,889	1,197,448	390,202	514,875
	销售均价（元/头）	691.03	872.19	529.16	430.69
育肥猪	期末存栏量（头）	2,299,072	663,864	470,164	436,882
	出栏量（头）	1,847,440	1,029,967	1,133,530	829,484
	销售均价（元/斤）	7.25	9.00	7.56	6.39
商品禽	期末存栏量（只）	-	-	509,872	538,747
	出栏量（只）	-	7,841,600	8,111,700	8,680,000
	销售均价（元/只）	-	5.44	7.52	7.77

资料来源：根据公司提供资料整理

2017 年 1~9 月，种猪销售均价同比增长 30.96%，仔猪和育肥猪价格同比分别降低 24.70%和 21.71%；由于公司推广的“公司+农户”模式使育肥猪出栏量大幅增加，公司产品销售结构发生了变化，因此育肥猪存栏量和出栏量同比分别增加 182.19 万头和 111.01 万头，同时，种猪和仔猪出栏量同比均大幅降低，主要是公司新建猪场逐渐投产，以及“公司+农户”模式下，种猪和仔猪大多内部使用，未进行对外销售。未来随着公司重心向生猪养殖的倾斜，生猪总体存栏量有望提升，养殖业务收入有望进一步提高。但是养殖业务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。

公司的种猪和仔猪除自供外，还销售给其他养殖农户，近年来随着公司养殖规模扩大，种猪自供比例增加，对外销售数量逐年减少；商品猪的下游客户主要为屠宰场及经销商。生猪出栏全部以银行转账和 POS 机付款方式结算，公司不向客户提供赊销额度。

公司商品禽养殖业务的经营主体为正邦养殖，近年来由于禽业价格竞争激烈，公司市场占有率较低，该业务出现亏损。由于公司主要



从事生猪养殖，因此 2016 年 12 月，正邦养殖将其权属下商品禽养殖相关的土地使用权、存货及生产性生物性资产等一并转让予江西庆龙农牧科技有限公司，资产转让价格约 1,739 万元，已达到上市销售条件的 4,200 只商品禽并未转让，该部分商品禽已于 2017 年一季度销售完毕。

● 兽药及农药

公司兽药和农药业务对公司收入和利润形成一定补充，有利于公司养殖产业链的延伸

公司兽药和农药业务的经营主体分别为江西新世纪民星动物保健品有限公司和江西正邦生物化工有限责任公司(以下简称“正邦生化”)。

表 11 2016 年及 2017 年 1~9 月公司兽药及农药业务主要子公司基本情况 (单位: 亿元、%)

子公司	期间	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
江西新世纪民星动物保健品有限公司	2017 年 1~9 月	1.22	26.81	1.56	0.29	0.10
	2016 年	1.15	48.16	1.53	0.28	0.74
江西正邦生物化工有限责任公司	2017 年 1~9 月	7.81	34.10	3.83	0.35	-0.92
	2016 年	7.61	36.94	4.59	0.73	0.34

数据来源: 根据公司提供资料整理

公司兽药业务主要以猪、禽用兽药为主，有利于公司养殖产业链的延伸，2014~2016 年，公司兽药业务收入逐年增长，对收入和利润的贡献比例始终较小，毛利率有所波动，但始终保持在 50%以上；2017 年 1~9 月，兽药业务收入为 1.56 亿元，同比增长 44.44%，主要是兽药销量增长所致，毛利率为 44.58%，同比降低 5.62 个百分点，主要是兽药售价同比下降所致。预计未来 1~2 年，随着生猪养殖业景气度的提高，兽药需求量将有所提高，兽药销售仍具有一定增长空间。

兽药业务主要通过一级代理商进行分销，同时成立大客户部，面向规模猪场直销。公司充分利用自身在动物疾病服务方面优势，组建了技术服务营销团队，为高端客户提供养殖场疾病防控服务及个性化的产品定制。

公司农药业务产品以除草剂、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。产品从原来以水稻大田为主向蔬菜、瓜果经济作物转变。2014~2016 年，公司农药业务收入有所波动，对公司收入和利润形成一定补充，且毛利率保持在较高水平；2017 年 1~9 月，农药业务收入为 3.83 亿元，同比增长 10.37%，毛利率为 31.72%，同比略有提高。

农药业务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”模式和“种植基地直销”模式作为有益补充。公司积极推动“产品+服务”模式，为种植



大户提供产品套餐和植保服务,2016年,公司开展“无人机飞防植保”运营模式,通过无人机为农户喷洒农药,该模式较传统人工喷洒方式一方面提高了工作效率,对药量控制更为精准,还避免了农药喷洒过程中对人体产生的伤害。2014~2016年,公司农药业务产、销量均有所波动,其中2016年各类农药产品产量和销量分别为1.02万吨和1.21万吨。

综合来看,公司兽药和农药业务对公司收入和利润形成一定补充,有利于公司养殖产业链的延伸。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

截至2017年9月末,公司注册资本为233,365万元,正邦集团为公司的控股股东,林印孙为公司实际控制人。公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和《深圳证券交易所股票上市规则》等有关法律、法规的要求,完善公司治理制度,积极履行信息披露义务,持续规范公司治理结构。公司建立了由股东大会、董事会、监事会、经理层组成的治理结构体系,股东大会是公司最高权力机构,董事会根据章程及股东大会的决议履行职责,公司董事会由5名董事组成,设董事长1人;监事会由3名监事组成,其中职工代表监事1名,监事会对董事会、高级管理人员履行监督职能,经理层根据董事会的决议具体负责公司的日常经营。总体来看,公司建立了较为完善的法人治理结构和内部组织架构,内部控制体系较为完善。

战略与管理

公司坚持向产业链一体化竞争战略升级,将主营业务由单一饲料主业向集饲料原料贸易、饲料生产与销售、兽药研发生产与销售、生猪育种及自繁自养等业务转型升级,并在饲料、兽药、生猪养殖业务领域形成明显规模效应和技术优势。在生猪养殖规模方面,未来公司将主要通过三种方式继续推动生猪养殖规模的扩大:第一,通过新建养殖场项目的产能释放,保持生猪出栏量的稳定增长;第二,在具有资源优势 and 产业链上下游优势的区域,并购具有一定规模的优质猪场;第三,利用自身品牌、人才、技术等产业链资源优势,与家庭农场的发展需求相结合,在养殖优势区域推行“公司+农户”发展策略,实现公司肥猪出栏量快速增长。

在养殖服务方面,公司将继续深化养殖综合服务业务模式,组建养殖技术服务团队,为中小规模生猪养殖场提供行业信息服务、生产管理、环保解决方案等养殖综合服务;同时,协助中小型养殖场解决养殖过程中面临的猪场设计、设备选购、种猪引种及生产物资购买、生产管理落后、科学喂养和疫病防控水平较低、生猪流通效率低等困难,提高中小型生猪养殖场现代化管理水平、降低生产成本、增



强食品安全保障。通过提供养殖综合服务，构建与客户更紧密的长期合作关系，带动饲料、兽药、种猪、仔猪等产品的协同销售。

在科研技术方面，公司将继续加强科研资金投入，强化在饲料、育种和兽药、农药研发力量，提高产品的安全性、高效性，在猪场建设方面寻求更现代化、更节能和更高效的建设和饲养模式，提供公司的核心竞争力，打造现代化高科技农业企业。

为规范管理，公司设立了采购部、发展部、技术部、市场企划部、人力资源部、财务部、证券部、审计部和法律事务部。公司实行垂直化管理，集团总部向各子公司派驻高级管理人员，进行集团化统一管理。为适应管理需要，公司建立了一套较完整的内部管理制度，包括预算制度、财务管理制度、重大投融资决策制度、内部审计制度等，为公司健康发展奠定了良好基础。

在监管处罚方面，深圳证券交易所于2014年7月31日，发布《关于对江西正邦科技股份有限公司及相关当事人给予通报批评处分的决定》，由于公司2013年度实际净利润与披露的业绩预告、业绩快报差异较大且盈亏性质发生变化，但公司未及时、准确披露业绩修正公告，因此交易所对公司及公司时任董事长周健、总经理程凡贵、财务总监周定贵、董事会秘书孙军给予通报批评的处分。

抗风险能力

饲料和养殖行业整合提升速度有所加快，大型企业在采购和经营等方面的优势将更为显著。公司饲料和养殖业务经营规模较大，在同行业内均名列前茅。“饲料—兽药—种猪繁育—商品猪养殖”的一体化产业链结构，有利于形成协同效应，提高公司的盈利能力。公司重视技术研发，获得多项专利技术，作为“农业产业化国家重点龙头企业”，多项饲料配方和产品质量位居行业优质水平。近年来，随着新建养殖场的投产，公司生猪养殖产能及产量逐年增长。但同时，原材料价格的波动使公司始终面临一定的成本控制压力；饲料和养殖行业的需求受食品安全和动物疫情等突发事件影响较大，公司面临市场行情波动的风险。综合来看，公司具有很强的抗风险能力。

财务分析

公司提供了2014~2016年和2017年1~9月财务报表。大华会计师事务所(特殊普通合伙)对公司2014~2016年财务报表分别进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计报告。2015年6月公司分别从关联方正邦发展(香港)有限公司⁷(以下简称“正邦发展”)和非关联方先达控股有限公司收购了正邦生化75%和25%的股权，共支付现金62,093万元。根据此次收购交易对手方正邦发展的承诺：正邦生化在2015~2017年实现的经审计合并报表中，在扣除非经常性损益后的归属于母公司

⁷ 正邦发展及正邦生化的实际控制人均为林印孙，本次交易构成关联交易。



所有者的净利润累计不得低于16,500万元,否则交易对手方将按照《盈利补偿协议》的规定进行补偿;由于公司实际控制人林印孙亦为正邦发展的实际控制人,本次交易构成关联交易,因此就正邦发展的上述补偿义务,承担连带赔偿责任;2015~2016年,正邦生化已实现扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润11,694万元。由于上述收购事项,公司2015年审计报告对2014年的财务数据进行了追溯重述,本报告2014年数据采用2015年审计报告年初数,2015年公司纳入合并范围的子公司同比新增36家,减少13家;2016年,公司纳入合并范围的子公司同比新增27家,减少9家。公司2017年1~9月财务报表未经审计。

资产质量

2014年以来,公司资产逐年增长,始终以非流动资产为主;应收账款周转效率和存货周转效率持续下降

2014~2016年末,公司总资产规模逐年增长,2016年末公司总资产122.59亿元,同比增长25.56%,主要是货币资金、存货及在建工程等科目的增长所致;2017年9月末,公司总资产159.90亿元,较2016年末增长30.44%。公司资产结构以非流动资产为主,占总资产比重保持在60%左右。

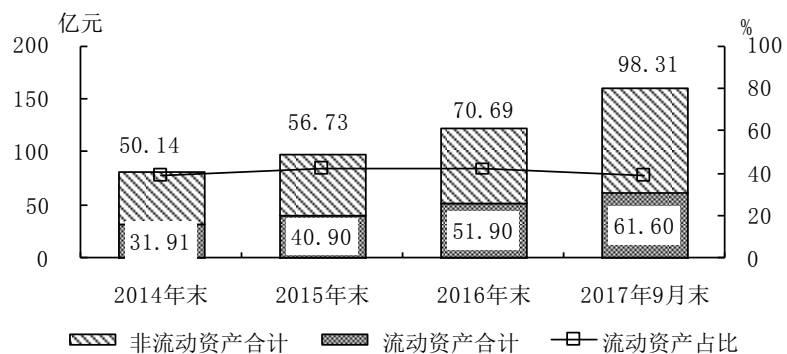


图3 2014~2016年末及2017年9月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由货币资金、存货和应收账款等构成。2014~2016年末,公司货币资金逐年增长,主要为银行存款,其中2015年末为15.27亿元,同比增加9.88亿元,主要是公司2015年非公开发行普通股,募集资金11.38亿元资金到位及新增银行贷款所致;2016年末为22.03亿元,同比增长44.23%,主要是公司2016年定向增发普通股,募集资金16.61亿元资金到位所致,其中受限货币资金0.88亿元,占货币资金的3.99%,主要为银行承兑汇票、信用证及贷款保证金;公司存货有所波动,2015年末为15.05亿元,同比降低7.02%,2016年末为20.75亿元,同比增长37.87%,一方面由于公司为预防玉米等原材料价格上升,提前增加了原材料库存,此外,豆粕价格的增长使原

材料价值有所增长，存货中原材料、库存商品及消耗性生物资产分别占比 40.76%、16.84%和 38.60%。

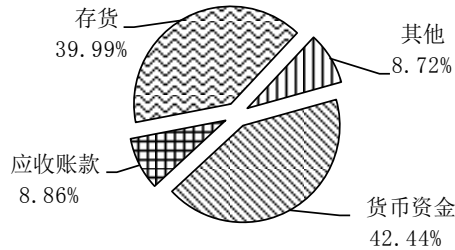


图 4 2016 年末公司流动资产构成情况

2014~2016 年末，公司应收账款逐年增长，2015 年末为 4.33 亿元，同比增长 31.97%，主要是正邦生化纳入合并报表范围后增加应收账款 1.35 亿元所致，另外，公司为促进饲料销售，将部分优质客户的回款期由半年延长至一年；2016 年末为 4.60 亿元，同比增长 6.18%，其中账龄在一年以内的占比为 81.78%，共计提坏账准备 0.23 亿元，应收账款前五大客户占比 13.16%，由于公司下游客户较为分散且数量较多，应收账款集中度较低。

2014~2016 年末，公司其他应收款逐年减少，以关联方往来款为主，2015 年末为 3.07 亿元，同比降低 6.48%；2016 年末为 1.95 亿元，同比降低 36.49%，主要是公司加大力度清收往来款项所致，共计提坏账准备 0.82 亿元，期末账龄在一年以上的占比为 61.69%，按欠款方归集的其他应收款前五大客户占比 35.87%。同期，公司预付款项逐年降低，主要为期末未结算的工程款和业务款，2015 年末为 2.72 亿元，同比降低 11.38%；2016 年末为 2.06 亿元，同比降低 24.29%，主要是原材料价格降低，公司支付给供应商的预付款降低所致。

表 12 2016 年末公司其他应收款余额前五名情况（单位：万元、%）

单位名称	款项性质	期末余额	年限	占期末余额合计数比例	计提坏账准备比例 ⁸
客户一	往来款	3,626	1~4 年	13.06	100.00
客户二	往来款	2,399	1~4 年	8.64	19.73
客户三	往来款	1,557	1~4 年	5.61	25.16
客户四	往来款	1,289	1~2 年	4.64	6.00
客户五	往来款	1,088	1~2 年	3.92	5.45
合计	-	9,959	-	35.87	-

数据来源：根据公司提供资料整理

⁸ 客户一原为公司下属子公司，后因公司转让剥离客户一，该笔往来款项未能收回，公司对该笔款项全部计提坏账准备；公司对其他客户产生的其他应收款根据账龄按比例计提坏账准备。



2017年9月末，公司货币资金为15.34亿元，较2016年末降低30.35%，主要是公司加大了对各养猪场工程的资金投入所致，其中受限货币资金1.18亿元；存货34.73亿元，较2016年末增长67.34%，主要是公司扩大生猪养殖规模使消耗性生物资产增长所致；应收账款为6.14亿元，较2016年末增长33.55%，主要是饲料销售业务增长导致应收饲料销售款项增多；其他应收款2.56亿元，较2016年末增长30.86%，主要由于“公司+农户”养殖业务扩展，经营备用金借款增长所致，备用金回收期限一般在3个月以内；公司流动资产其他主要科目较2016年末变化不大。

公司非流动资产主要有固定资产、在建工程和生产性生物资产等构成。2014~2016年末，公司固定资产逐年增长，主要是随着公司业务发展，生产所需的设备逐年增长以及部分建设完工的猪场转入固定资产所致，其中2015年末为44.52亿元，同比增长40.16%；2016年末为49.19亿元，同比增长10.47%；公司在建工程有所波动，2015年末为3.28亿元，同比降低67.07%，主要是部分在建项目完工转入固定资产所致；2016年末为8.99亿元，同比增加5.71亿元，主要是公司加大了山东、黑龙江等地的猪场建设投入所致；公司生产性生物资产主要是用于繁殖的生猪和禽类，随着公司养殖规模的不断扩大，生产性生物资产2015年末为2.54亿元，同比增长17.82%；2016年末为5.04亿元，同比增长98.72%，其中种猪占比98.31%；公司无形资产逐年增长，2015年末为2.82亿元，同比增长16.66%，主要是公司购置及新纳入合并范围的土地使用权增长所致；2016年末为2.93亿元，同比略有增长。

2017年9月末，公司在建工程为27.04亿元，较2016年末增加18.05亿元，主要是公司继续加大对在建猪场项目的投资所致；生产性生物资产为10.38亿元，较2016年末增长5.34亿元，主要是种猪养殖规模扩大所致；长期股权投资为2.93亿元，较2016年末增加1.67亿元，主要是公司下属子公司江西正邦畜牧发展有限公司向南昌绿色兴农投资中心(有限合伙)投资1.44亿元所致；长期待摊费用2.33亿元，较2016年末增长36.37%，主要是公司新建厂房及土地租赁增加所致；非流动资产其他主要科目较2016年末变化不大。

2014~2016年及2017年1~9月，公司应收账款周转天数分别为6.37天、8.35天、8.49天和9.84天，受饲料业务延长部分客户的回款期限等因素影响，公司应收账款周转效率有所放缓；同期，公司存货周转天数分别为33.39天、37.76天、39.52天和58.02天，存货周转效率逐年降低，主要是公司养殖业务规模扩大使消耗性生物资产规模增加所致。

截至2017年9月末，公司受限资产总额为2.57亿元，占总资产比重为1.61%，与净资产比例3.83%，其中受限的货币资金为1.18亿元，主要为银行承兑汇票保证金及信用证保证金；受限固定资产0.59亿元，主要为通过融资租赁形成的固定资产以及用于抵押贷款的固定



资产；用于抵押贷款的无形资产 0.79 亿元，公司受限资产规模不大。此外，正邦集团累计质押所持公司股份 2,700 万股，占公司总股本的 1.16%，占其所持公司股份的 5.82%。

总体来看，2014 年以来，公司资产规模逐年增长，其中非流动资产占比较高；账期一年以上的其他应收款占比较高，对公司资金形成一定占用；公司应收账款和存货周转效率持续下降。

资本结构

2014 年以来，公司负债规模有所波动，2017 年 9 月末，负债规模大幅增长，且有息债务规模较 2016 年末增幅较大，到期期限主要集中在一年以内，存在一定集中偿付压力

2014~2016 年末及 2017 年 9 月末，公司总负债有所波动，分别为 54.44 亿元、62.12 亿元、60.40 亿元和 92.92 亿元，其中 2017 年 9 月末，总负债较 2016 年末大幅增长 53.84%；负债结构上以流动负债为主，截至 2017 年 9 月末，流动负债占比 64.00%。

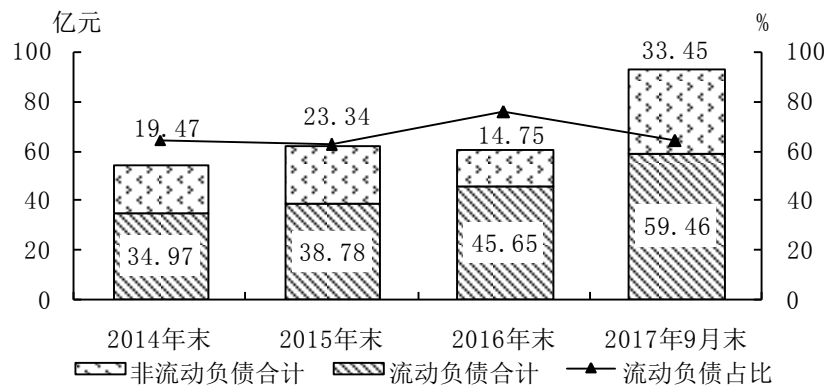


图 5 2014~2016 年末及 2017 年 9 月末公司负债构成情况

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、一年内到期的非流动负债和其他应付款等构成。2014~2016 年末，公司短期借款逐年增加，2016 年末为 16.39 亿元，同比增长 39.88%，主要是公司增加银行借款补充流动资金所致，其中保证借款占比 92.92%；公司应付账款有所波动，2015 年为 9.59 亿元，同比降低 9.18%，2016 年末为 13.02 亿元，同比增长 35.73%，主要是应付材料采购款同比增加 3.32 亿元所致；公司一年内到期的非流动负债逐年增长，2015 年末为 4.47 亿元，同比增长 94.52%，2016 年末为 5.65 亿元，同比增长 26.32%，均由于一年内到期的长期借款同比大幅增长所致；公司应付票据逐年减少，2016 年末为 2.18 亿元，同比降低 61.05%，主要是银行承兑汇票同比减少 0.55 亿元所致；公司预收款项逐年增长，2016 年末为 1.88 亿元，同比增长 36.76%，主要是公司预收货款增长所致；公司其他应付款逐年增长，2016 年末为 4.72 亿元，同比增长 18.42%，主要是应付的保证金及押金增长所致，其中账龄超过 1 年的重要其他应付款 903 万元。

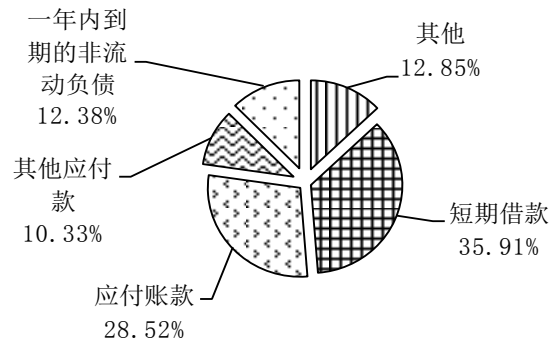


图 6 2016 年末公司流动负债构成

2017 年 9 月末，公司短期借款为 25.00 亿元，较 2016 年末增长 52.47%，主要是公司增加银行借款用于补充流动资金所致；应付账款为 16.28 亿元，较 2016 年末增长 24.99%，主要是应付材料款增长所致；其他应付款为 9.65 亿元，较 2016 年末增加 4.93 亿元，主要是随着“公司+农户”模式推广，公司收取的农户保证金增长所致；应付票据为 5.10 亿元，较 2016 年末增加 2.92 亿元，主要是公司增加票据结算方式所致；其他主要流动负债科目较 2016 年末变化不大。

2014~2016 年末，公司非流动负债有所波动，主要由长期借款和应付债券等构成；公司长期借款有所波动，2015 年末为 15.60 亿元，同比增长 22.50%，2016 年末为 12.36 亿元，同比降低 20.80%，其中保证借款和信用借款分别为 11.96 亿元和 0.39 亿元；公司应付债券有所波动，全部为公司于 2013 年 3 月发行的 5.50 亿元公司债券“12 正邦债”，2015 年为 5.46 亿元，同比略有增长，2016 年末为 1.16 亿元，同比降低 78.69%，主要是公司回购了 4.33 亿元“12 正邦债”所致。

2017 年 9 月末，公司长期借款为 30.53 亿元，其中保证借款和信用借款分别为 30.13 亿元和 0.39 亿元，较 2016 年末增加 18.17 亿元，主要是公司用于投资在建项目的长期借款增加所致；长期应付款为 1.20 亿元，同比增长 79.10%，主要是正邦养殖新增与“浙江浙银金融租赁股份有限公司”的租赁业务 0.90 亿元所致；其他主要非流动负债科目较 2016 年末均变化不大。

2014~2016 年末，公司有息债务规模及占总负债比重均有所波动，其中 2016 年末，短期有息债务同比增长 14.20 个百分点；长期有息债务规模同比降低 37.79%，主要是长期借款和应付债券同比分别减少 3.24 亿元和 4.30 亿元所致；长期有息债务的大幅减少及短期有息债务的增长使短期有息债务占总债务比重提升至 63.06%，同比增长 14.20 个百分点。2017 年 9 月末，公司总有息债务规模较 2016 年末大幅增长 63.50%，其中，长期有息债务较 2016 年末增加 18.52 亿元，主要是长期借款的增长所致；短期有息债务较 2016 年末增长 24.24%，短期有息债务中短期借款及应付票据分别占比 83.07%和 16.93%。

表 13 2014~2016 年末及 2017 年 9 月末公司有息债务及其构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年 9 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
短期有息债务	30.09	24.22	21.79	18.88
长期有息债务	32.71	14.19	22.81	18.96
总有息债务	62.80	38.41	44.59	37.84
短期有息债务占总债务比重	47.92	63.06	48.86	49.90
总有息债务占总负债的比重	67.59	63.60	71.79	69.50

资料来源：根据公司提供资料整理

从债务期限结构分布来看，截至 2017 年 9 月末，公司有息债务到期期限主要集中在一年以内，长期有息债务主要集中在 1~2 年进行偿付，存在一定集中偿付压力。

表 14 截至 2017 年 9 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	(4, 5]年	>5 年	合计
金额	30.09	13.93	7.17	8.78	1.66	1.16	62.80
占比	47.92	22.18	11.41	13.99	2.65	1.85	100.00

资料来源：根据公司提供资料整理

2014~2016 年末，公司所有者权益逐年增长，分别为 27.61 亿元、35.52 亿元和 62.19 亿元，主要为股本及资本公积增长所致；公司股本逐年增长，2015 年末为 6.72 亿元，同比增加 0.76 亿元，主要是向激励对象授予限制性股票以及向温氏投资、华富基金、招商财富资产管理有限公司、华泰柏瑞基金管理有限公司、申万菱信基金管理有限公司、天安财产保险股份有限公司 6 名特定投资者定向增发股票所致；2016 年末，公司股本为 22.91 亿元，同比增加 16.19 亿元，主要是公司通过资本公积转增股本以及向现代种业、瑞丰基金、广西铁路发展投资基金（有限合伙）、信诚基金管理有限公司、九泰基金管理有限公司、平安大华基金有限公司、财通基金管理有限公司 7 名特定投资者定向增发股票所致；资本公积逐年增长，分别为 11.89 亿元、17.44 亿元和 18.04 亿元，主要是资本溢价和其他资本公积的增长所致；盈余公积逐年增长，分别为 0.47 亿元、0.76 亿元和 1.38 亿元，主要是公司每年提取法定盈余公积所致；未分配利润分别为 4.31 亿元、7.07 亿元和 16.24 亿元，占所有者权益比重逐年增长。

2017 年 9 月末，公司所有者权益为 66.99 亿元，较 2016 年末小幅增长，其中，股本为 23.34 亿元，较 2016 年末增长 1.87%，一方面是公司于 2017 年 7 月 8 日回购了 2015 年授予的股权奖励限制性股票投资款项，共计 91.20 万元，使公司股本从 22.91 亿元减少至 22.90 亿元，另一方面是 2017 年 7 月 17 日，公司收到 2017 年股权激励投资款合计 1.03 亿元，其中 0.44 亿元计入股本、0.59 亿元计入资本公积所致；资本公积为 18.92 亿元，较 2016 年末增长 4.89%；盈余公积较 2016 年末未发生变化；未分配利润为 19.17 亿元，较 2016 年末增长 18.08%；

少数股东权益为 4.63 亿元，较 2016 年末增长 12.91%。

表 15 2014~2016 年末及 2017 年 9 月末公司部分偿债能力指标（单位：倍、%）

项目	2017 年 9 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
流动比率	1.04	1.14	1.05	0.91
速动比率	0.45	0.68	0.67	0.45
资产负债率	58.11	49.27	63.62	66.35
债务资本比率	48.39	38.18	55.66	57.82
长期资产适合率	102.17	108.84	103.74	93.89

2014~2016 年末，公司流动比率和速动比率均逐年增长，但流动资产对流动负债的保障程度一般；受益于公司多次的增资扩股，资产负债率逐年降低；公司债务资本比率逐年降低，长期偿债能力有所提高；长期资产适合率逐年略有增长。2017 年 9 月末，公司流动比率和速动比率较 2016 年末均有所下滑；资产负债率较 2016 年末增长 8.84 个百分点；债务资本比率和长期资产适合率分别为 48.39% 和 102.17%。

截至 2017 年 9 月末，公司无对外担保事项。

综上所述，2014 年以来，公司负债规模有所波动，主要为流动负债；2017 年 9 月末，公司有息债务规模较 2016 年末增幅较大，且有息债务主要集中在一年以内，存在一定的集中偿付压力。预计未来 1~2 年，随着公司继续扩大养殖经营规模，资金需求将进一步提升，公司负债规模将继续增长。

盈利能力

2014~2016 年，公司营业收入有所波动，总资产报酬率、净资产收益率等盈利指标逐年增长；公司期间费用率逐年上升，期间费用控制能力有待加强；2017 年 1~9 月，公司盈利水平同比有所下降

2014~2016 年，公司营业收入有所波动，2015 年为 164.16 亿元，同比略有下滑，主要是饲料产品销售价格下降所致；2016 年，受益于饲料业务销量的增长及生猪出栏量的增加，公司营业收入同比增长 15.25%。同期，公司毛利率逐年增长，其中 2016 年毛利率同比增长 4.51 个百分点，主要是生猪销售均价增长所致。

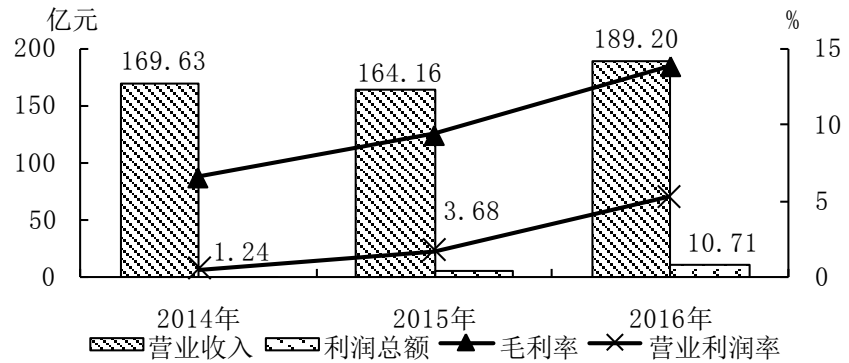


图7 2014~2016年公司收入和盈利情况

2014~2016年，由于公司经营规模不断扩大，且业务区域较为分散，销售人员及管理人员人数及薪酬均有所提高，致使期间费用中销售费用和管理费用始终占比较高；公司期间费用率逐年增长，期间费用控制能力有待加强。

表16 2014~2016年及2017年1~9月公司期间费用情况（单位：万元、%）

期间费用	2017年1~9月	2016年	2015年	2014年
销售费用	59,996	67,978	55,557	48,734
管理费用	60,705	69,354	51,285	41,773
财务费用	17,901	20,412	19,760	19,514
期间费用	138,602	157,745	126,602	110,021
期间费用/营业收入	9.41	8.34	7.71	6.49

2014~2016年，公司投资收益分别为1.14亿元、0.47亿元和0.59亿元，主要为按权益法核算的投资收益及处置子公司所获得的收益；资产减值损失0.76亿元，主要是对应收账款和其他应收款计提的坏账损失，占比71.05%；公司营业利润逐年增长，分别为0.79亿元、2.81亿元和9.99亿元；利润总额分别为1.24亿元、3.68亿元和10.71亿元；所得税费用分别为0.32亿元、0.32亿元和0.33亿元，由于公司为高新技术企业，公司下属多个子公司的经营主业为西部大开发战略中《西部地区鼓励类产业》，因此公司本部及多个下属子公司均按15%税率缴纳企业所得税，同时，正邦养殖和加美育种等多个畜牧饲养类子公司均免征企业所得税；同期，公司净利润分别为0.92亿元、3.36亿元和10.38亿元，利润总额与净利润均逐年增长。2014~2016年，公司总资产报酬率分别为3.90%、5.79%和10.19%；净资产收益率分别为3.33%、9.46%和16.70%；总资产报酬率和净资产收益率逐年增长。

2017年1~9月，公司实现营业收入147.29亿元，同比增长6.06%；实现毛利润18.18亿元，同比降低16.11%；毛利率为12.34%，同比降低3.26个百分点，主要是育肥猪售价下降所致；期间费用率为9.41%，同比增长0.67个百分点，其中销售费用同比增长18.44%，主要是公司



经营规模扩大，销售费用随之增长；管理费用同比增长 11.16%，主要是工资福利的增长所致；财务费用同比增长 11.26%，主要是公司有息债务规模同比扩大所致；受毛利润降低及期间费用增长的影响，公司分别实现营业利润、利润总额和净利润 4.39 亿元、4.43 亿元和 4.25 亿元，同比分别降低 50.75%、53.20%和 54.38%；总资产报酬率为 3.81%，净资产收益率为 6.34%。

预计未来 1~2 年，随着公司养殖规模的扩大，生猪出栏量将继续提高，公司收入规模将有所增长。

现金流

2014~2016 年，公司经营性现金流始终表现为净流入且规模逐年增长，对债务及利息的保障能力较好；投资性现金流净流出规模逐年增长，在建项目数量较多，投资规模较大，未来仍将保持很大的融资需求

2014~2016 年，公司经营性净现金流始终表现为净流入且规模逐年增长，2016 年，公司经营性净现金流为 16.91 亿元，净流入同比增加 9.56 亿元，主要是公司饲料和养殖销售收入增长所致；公司投资性净现金流净流出规模逐年增长，2016 年为 -20.66 亿元，净流出规模同比增加 6.44 亿元，主要是公司猪场建设投资增加所致；公司筹资性净现金流有所波动，始终为净流入，2016 年为 11.81 亿元，净流入规模同比减少 5.40 亿元，主要是公司回购于 2013 年 3 月发行的公司债券“12 正邦债”及偿还部分银行借款所致。

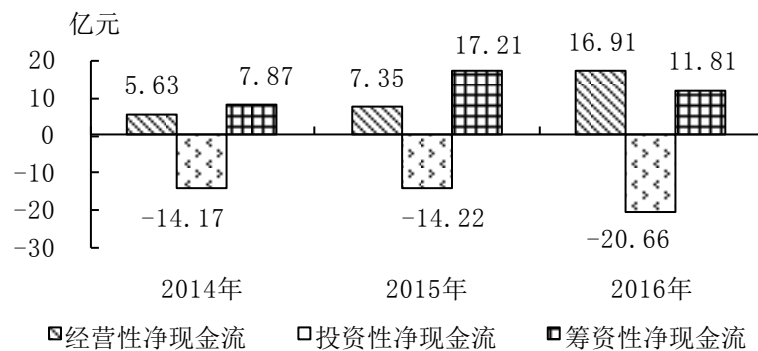


图 8 2014~2016 年公司现金流情况

2017 年 1~9 月，公司经营性净现金流为 2.02 亿元，净流入规模同比减少 3.59 亿元，主要是公司经营规模扩大，采购规模、业务往来款及员工工资随之增长所致；投资性净现金流为 -25.70 亿元，净流出规模同比增加 17.83 亿元，主要是公司加大猪场建设投资所致；筹资性净现金流为 17.88 亿元，同比由净流出转为净流入，主要是借款收到的现金同比增加 20.73 亿元所致。

表 17 2014~2016 年及 2017 年 1~9 月公司部分偿债指标

偿债指标	2017 年 1~9 月	2016 年	2015 年	2014 年
经营性净现金流/流动负债 (%)	3.84	40.05	19.93	24.69
经营性净现金流/总负债 (%)	2.64	27.60	12.61	11.33
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	1.21	9.33	3.34	2.48
EBIT 利息保障倍数 (倍)	3.66	6.90	2.57	1.41
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	9.73	4.45	2.90

2014~2016 年及 2017 年 1~9 月,公司现金回笼率分别为 98.98%、111.47%、100.72%和 98.95%, 现金流获取能力略有波动。2014~2016 年,公司经营性净现金流对债务和利息的保障能力较好;EBIT 及 EBITDA 对利息的保障能力逐年提升。2017 年 1~9 月,经营性净现金流对债务和利息的保障程度同比有所下降。

公司通过多次股权融资募集资金,为饲料及养殖等项目的建设提供了有力支持,其中,2015 年 12 月,公司通过非公开发行股票共募集资金总额 11.38 亿元,其中 7.98 亿元用于生猪养殖和新建饲料厂,2016 年 12 月,公司非公开发行股票募集资金总额 16.85 亿元,其中 14.35 亿元用于建设养殖技术服务站和生猪养殖场;截至 2017 年 9 月末,公司共有 28 个主要在建项目,主要是在建饲料生产线及猪场项目,预计投资总额 125.46 亿元,已累计投资 34.58 亿元,2017 年 10~12 月、2018 年及 2019 年分别预计投资 20.12 亿元、45.59 亿元和 25.17 亿元。公司在建项目数量较多,投资额较大,未来仍将保持很大的融资需求。

综合来看,受公司生猪养殖所需的投资规模较大等因素影响,预计公司未来仍将保持很大的外部融资需求。

偿债能力

公司作为上市公司,股权融资渠道较为畅通,2014 年以来已完成多次股权增发,有利于其资本实力的提升

随着公司饲料及养殖业务规模的不断扩张,公司资产规模逐年增长,截至 2017 年 9 月末,公司非受限货币资金 14.16 亿元,占流动资产的比重较大。2014~2016 年末,公司负债及有息债务规模均有所波动,受益于公司多次增资扩股,资产负债率逐年降低;截至 2017 年 9 月末,公司总负债 92.92 亿元,资产负债率 58.11%,总有息债务 62.80 亿元。2014~2016 年,受饲料业务原材料价格波动等因素影响,公司营业收入有所波动,毛利润和毛利率均逐年增长;总资产报酬率和净资产收益率逐年增长,公司盈利能力较好;经营性净现金流对债务及利息的保障程度较好,EBIT 及 EBITDA 对利息的保障能力逐年提升;但 2017 年 1~9 月,受公司加大对猪场的建设投资影响,公司经营性净现金流对债务及利息的保障程度同比有所降低,公司在建项目投资额度较大,预计未来仍有很大的融资需求。从外部流动性支持来看,公司与多家银行保持良好合作关系;此外,公司为上市公司,股权融资渠



道较为畅通，其中 2014 年，公司采取非公开发行股票的方式向江西永联农业控股有限公司（以下简称“江西永联”）发行 16,529 万股，使公司总股本增加至 59,635 万股，共募集资金净额 9.85 亿元；2015 年 12 月，公司向温氏投资、华富基金等 6 名特定投资者非公开发行 6,576 万股股票，公司总股本增加至 67,072 万股，共募集资金总额 11.38 亿元；2016 年 12 月，公司向现代种业、瑞丰基金等 7 名特定投资者非公开发行 27,629 万股，公司总股本变更为 229,076 万股，共募集资金总额 16.85 亿元；公司已完成多次股权增发有利于其资本实力的提升。总体来看，公司的偿债能力很强。

债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至 2017 年 10 月 10 日，公司本部未曾发生过信贷违约事件。截至本报告出具日，公司仅于 2013 年在债券市场公开发行 5.50 亿元公司债券“12 正邦债”，并于 2016 年回购了 4.33 亿元，到期利息均已按时支付，尚未到还本日。

担保分析

深圳高新投对本次债券品种一提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保，具有很强的增信作用

深圳高新投成立于 1994 年 12 月，是经深圳市人民政府批准，由深圳市投资管理公司（现深圳市投资控股有限公司）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性试验中心和深圳市生产力促进中心投资设立，初始注册资本为 1.00 亿元。经过多次股权转让和增资，截至 2012 年 5 月末，深圳高新投注册资本增加至 22.00 亿元。2015 年，深圳高新投为发展国有企业公司制改革，引进深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）⁹、恒大企业集团有限公司和深圳市海能达投资有限公司 3 家战略投资者以落实混合所有制改革，同时新增注册资本 13.39 亿元。截至 2017 年 9 月末，深圳高新投注册资本和实收资本均为 48.52 亿元，前五大股东分别为深圳市投资控股有限公司、深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）、深圳市财政金融服务中心、恒大集团有限公司和深圳市远致投资有限公司，持股比例分别为 35.69%、20.00%、14.94%、14.26%和 11.04%，其余股东持股比例均未超过 10.00%。深圳市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“深圳市国资委”）、深圳市财政委员会和深圳市经济贸易和信息化委员会间接对深圳高新投持股比例合计为 62.17%，深圳高新投实际控制人为深圳市国资委。截至 2017 年 9 月末，深圳高新投共有 7 家分公司，25 个办事处，以及 7 家全资或控股子公司。

⁹ 深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）的合伙期限自 2014 年 12 月 24 日起至 2019 年 12 月 24 日止。



随着业务的不断拓展，深圳高新投营业收入规模持续增长，其中非融资担保业务收入和资金管理业务收入是营业收入的主要构成部分。深圳高新投通过新业务品种的开发和全国营销网络的搭建，在非融资性担保领域形成一定竞争优势，推动以工程担保为主的非融资性担保业务持续较快增长；深圳高新投积极引入外部战略投资者，加入深圳市再担保体系，有利于增强深圳高新投的业务拓展能力和风险抵御能力。深圳高新投积极发展与深圳地区各商业银行的业务联系，合作渠道的扩宽为业务的持续发展提供了重要保障。截至2017年9月末，深圳高新投已与23家银行签订授信协议，合计获得银行授信额度791.80亿元，尚余额度548.59亿元，在同行业中处于较高水平。

2014~2016年末和2017年9月末，深圳高新投的总资产分别为48.68亿元、82.02亿元、78.99亿元和114.67亿元，有所波动；负债规模分别为14.12亿元、18.06亿元、13.39亿元和45.16亿元；担保赔偿准备分别为1.66亿元、2.16亿元、2.61亿元和2.77亿元，金额逐年增加，在负债总额中的占比分别为11.78%、11.95%、19.47%和6.13%；净资产分别为34.56亿元、63.96亿元、65.60亿元和69.51亿元。2014~2016年和2017年1~9月，深圳高新投实现净利润4.87亿元、6.07亿元、7.09亿元和7.38亿元；2014~2016年，担保责任放大比例分别为10.67倍、8.18倍和17.83倍，其中融资性担保责任放大比例为1.73倍、1.10倍和1.45倍，远低于融资性担保放大比例不得超过净资产10倍的监管规定，担保业务存在较大的发展空间。

深圳高新投对本次债券品种一提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保，具有很强的增信作用。

结论

近年来饲料和养殖行业整合提升速度有所加快，行业集中度将进一步提高，大型企业在采购和经营等方面的优势更为显著。公司饲料和养殖业务经营规模较大，在同行业内均名列前茅。公司已形成“饲料—兽药—种猪繁育—商品猪养殖”的一体化产业链结构，有利于形成协同效应，提高公司的盈利能力。公司技术研发能力较强，获得多项专利技术，作为“农业产业化国家重点龙头企业”，多项饲料配方和产品质量位居行业优质水平。2014~2016年，随着经营规模的扩大，公司利润水平逐年增长；2017年1~9月，受毛利润下降及期间费用增长的影响，公司盈利水平有所下降。但同时，原材料价格的波动使饲料企业始终面临一定的成本控制压力；饲料和养殖行业的需求受食品安全和动物疫情等突发事件影响较大，公司面临市场行情波动的风险。另外，深圳高新投对本次债券品种一提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，具有很强的增信作用。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券品种一到期不能偿付的风险极小，品种二到期不能偿付的风险很小。预计未来1~2年，



随着公司养殖业务规模的扩大，公司收入水平将保持增长。因此，大公对正邦科技的评级展望为稳定。

跟踪评级安排

自评级报告出具之日起，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）将对江西正邦科技股份有限公司（以下简称“发债主体”）进行持续跟踪评级。持续跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

跟踪评级期间，大公将持续关注发债主体外部经营环境的变化、影响其经营或财务状况的重大事项以及发债主体履行债务的情况等因素，并出具跟踪评级报告，动态地反映发债主体的信用状况。

跟踪评级安排包括以下内容：

1) 跟踪评级时间安排

定期跟踪评级：大公将在本次债券存续期内，在每年发债主体发布年度报告后两个月内出具一次定期跟踪评级报告。

不定期跟踪评级：大公将在发生影响评级报告结论的重大事项后及时进行跟踪评级，在跟踪评级分析结束后下1个工作日向监管部门报告，并发布评级结果。

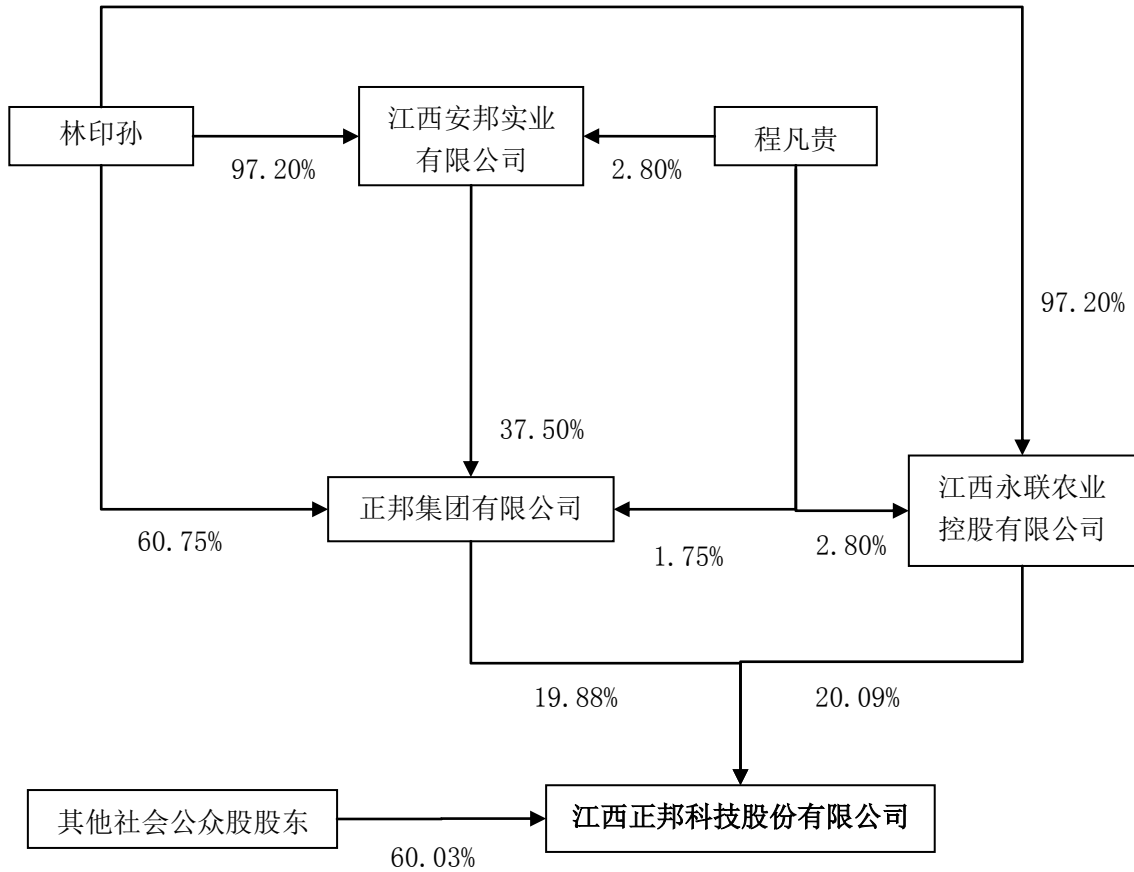
2) 跟踪评级程序安排

跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

大公的定期和不定期跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

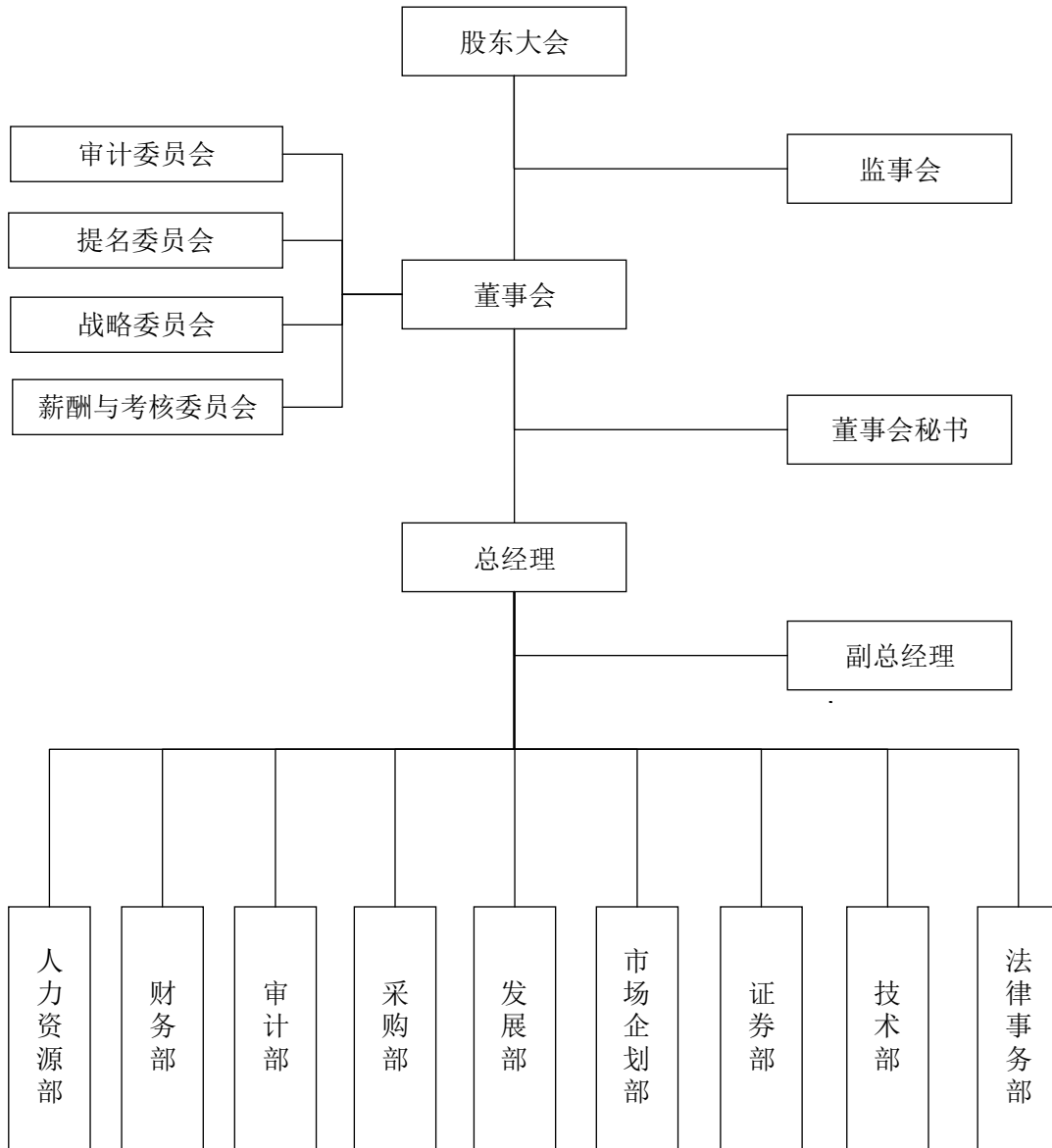
3) 如发债主体不能及时提供跟踪评级所需资料，大公将根据有关的公开信息资料进行分析并调整信用等级，或宣布前次评级报告所公布的信用等级失效直至发债主体提供所需评级资料。

附件 1 截至 2017 年 9 月末江西正邦科技股份有限公司股权结构图





附件 2 截至 2017 年 9 月末江西正邦科技股份有限公司组织结构图



附件 3 截至 2017 年 9 月末江西正邦科技股份有限公司主要在建项目情况

单位：万元

项目名称	项目总投资	累计投资	未来预计资金投入		
			2017 年 9~12 月	2018 年	2019 年
江西正邦科技股份有限公司饲料生产线扩建	205	179	26	-	-
北京中农智邦生物科技有限公司浓缩料生产线改造	57	42	14	-	-
贵阳正邦畜牧有限公司饲料扩建生产线	800	727	73	-	-
河南广联畜禽有限公司猪舍、仓库、晾粪台建设	300	265	35	-	-
湖北正嘉畜牧投资有限公司猪场建设	15,000	6,718	2,000	6,282	-
黑龙江正邦农牧有限公司猪场建设	198,633	81,659	31,917	85,058	-
山东天普阳光生物科技有限公司猪场建设	1,600	1,587	13	-	-
山东万事兴农牧集团有限公司饲料生产线扩建	3,000	117	2,883	-	-
山东和康源集团有限公司饲料生产线扩建	30	24	6	-	-
四川彭山正邦饲料有限公司饲料生产线扩建	4,550	4,530	20	-	-
广西广联饲料有限公司饲料生产线扩建	2,500	1,450	1,050	-	-
加美（北京）育种科技有限公司养殖工程新建及改造项目	247,125	101,565	47,506	98,054	-
江西正邦养殖有限公司养殖工程新建及改造项目	616,201	83,103	100,666	232,432	200,000
江西正邦生物科技有限公司饲料生产线建设	2,500	99	2,401	-	-
江门市得宝集团有限公司饲料生产线扩建	2,500	1,321	1,179	-	-
漳州正邦农牧科技有限公司饲料生产线扩建	6,459	6,459	-	-	-
吉安市正邦畜禽有限公司零星饲料生产线工程	2	2	-	-	-
昆明新好农科技有限公司饲料生产线扩建	2,800	128	2,112	560	-
广西牧标农业科技有限公司饲料生产线扩建	4,600	3,487	1,113	-	-
湖南正邦立成饲料有限公司饲料生产线扩建	600	419	181	-	-

资料来源：根据公司提供资料整理

附件 3 截至 2017 年 9 月末江西正邦科技股份有限公司 主要在建项目情况（续表 1）

单位：万元

项目名称	项目总 投资	累计 投资	未来预计资金投入		
			2017 年 9~12 月	2018 年	2019 年
江西正农通网络科技有限公司饲料生产线建设	2,500	2,485	15	-	-
四川金川农饲料有限公司饲料生产线建设	78	78	-	-	-
江西汇和化工有限公司新建农药基地	102,000	19,864	3,000	27,405	51,731
驻马店正邦生物饲料有限公司饲料厂房建设	700	649	38	9	4
漳州正邦农牧科技有限公司饲料厂房建设	7,809	7,809	-	-	-
云南广联畜禽有限公司饲料厂房建设	2,000	1,063	937	-	-
江西畜牧发展有限公司猪场建设项目	30,000	19,889	4,000	6,111	-
香港贸易有限公司饲料生产线扩建	50	38	12	-	-
合计	1,254,599	345,756	201,197	455,911	251,735

资料来源：根据公司提供资料整理

附件 4 江西正邦科技股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年份	2017年9月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年 (追溯调整)
资产类				
货币资金	153,420	220,265	152,718	53,947
应收票据	809	610	358	3,013
应收账款	61,399	45,975	43,299	32,810
其他应收款	25,554	19,528	30,749	32,881
预付款项	21,611	20,616	27,232	30,728
存货	347,315	207,550	150,544	161,909
流动资产合计	615,985	519,038	409,043	319,083
长期股权投资	29,327	12,572	8,676	8,741
固定资产	514,825	491,876	445,259	317,679
在建工程	270,441	89,879	32,813	99,515
无形资产	30,176	29,322	28,156	24,136
商誉	3,848	3,848	6,019	5,907
非流动资产合计	983,051	706,856	567,309	501,410
总资产	1,599,037	1,225,895	976,352	820,493
占资产总额比 (%)				
货币资金	9.59	17.97	15.64	6.57
应收票据	0.05	0.05	0.04	0.37
应收账款	3.84	3.75	4.43	4.00
其他应收款	1.60	1.59	3.15	4.01
预付款项	1.35	1.68	2.79	3.75
存货	21.72	16.93	15.42	19.73
流动资产合计	38.52	42.34	41.90	38.89
长期股权投资	1.83	1.03	0.89	1.07
固定资产	32.20	40.12	45.60	38.72
在建工程	16.91	7.33	3.36	12.13
无形资产	1.89	2.39	2.88	2.94
商誉	0.24	0.31	0.62	0.72
非流动资产合计	61.48	57.66	58.10	61.11

附件 4 江西正邦科技股份有限公司主要财务指标（续表 1）

单位：万元

年份	2017年9月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年 (追溯调整)
负债类				
短期借款	249,964	163,940	117,197	104,616
应付票据	50,955	21,779	55,917	61,192
应付账款	162,771	130,222	95,942	105,641
预收款项	16,046	18,771	13,726	9,903
应付职工薪酬	14,396	12,018	8,722	6,870
其他应付款	96,490	47,173	39,835	29,669
应交税费	2,317	4,090	7,014	3,632
流动负债合计	594,638	456,533	387,827	349,701
长期借款	305,283	123,558	156,001	127,345
应付债券	11,671	11,645	54,634	54,481
非流动负债合计	334,548	147,451	233,351	194,716
负债合计	929,186	603,983	621,178	544,417
占负债总额比 (%)				
短期借款	26.90	27.14	18.87	19.22
应付票据	5.48	3.61	9.00	11.24
应付账款	17.52	21.56	15.45	19.40
预收款项	1.73	3.11	2.21	1.82
应付职工薪酬	1.55	1.99	1.40	1.26
其他应付款	10.38	7.81	6.41	5.45
应交税费	0.25	0.68	1.13	0.67
流动负债合计	64.00	75.59	62.43	64.23
长期借款	32.85	20.46	25.11	23.39
应付债券	1.26	1.93	8.80	10.01
非流动负债合计	36.00	24.41	37.57	35.77
权益类				
实收资本（股本）	233,366	229,076	67,206	59,635
资本公积	189,208	180,393	174,370	118,899
盈余公积	13,820	13,820	7,603	4,731
未分配利润	191,733	162,370	70,709	43,137
归属于母公司所有者权益	623,555	580,909	313,124	226,402
少数股东权益	46,296	41,002	42,049	49,674
所有者权益合计	669,851	621,911	355,173	276,076

附件 4 江西正邦科技股份有限公司主要财务指标（续表 2）

单位：万元

年份	2017年9月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年 (追溯调整)
损益类				
营业收入	1,472,882	1,892,014	1,641,627	1,696,296
营业成本	1,291,082	1,631,191	1,489,282	1,585,964
营业税金及附加	1,074	1,458	291	231
销售费用	59,996	67,978	55,557	48,734
管理费用	60,705	69,354	51,285	41,773
财务费用	17,901	20,412	19,760	19,514
营业利润	43,927	99,946	28,119	7,932
利润总额	44,288	107,117	36,806	12,358
所得税费用	1,818	3,288	3,217	3,165
净利润	42,470	103,828	33,590	9,193
归属于母公司所有者的净利润	40,817	104,596	31,143	8,074
占营业收入比 (%)				
营业成本	87.66	86.21	90.72	93.50
营业税金及附加	0.07	0.08	0.02	0.01
销售费用	4.07	3.59	3.38	2.87
管理费用	4.12	3.67	3.12	2.46
财务费用	1.22	1.08	1.20	1.15
营业利润	2.98	5.28	1.71	0.47
利润总额	3.01	5.66	2.24	0.73
所得税费用	0.12	0.17	0.20	0.19
净利润	2.88	5.49	2.05	0.54
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	20,204	169,095	73,497	56,301
投资活动产生的现金流量净额	-257,001	-206,555	-142,240	-141,677
筹资活动产生的现金流量净额	178,767	118,057	172,116	78,654
财务指标				
EBIT	60,943	124,973	56,559	31,965
EBITDA	-	176,369	97,921	65,844
总有息债务	628,014	384,146	445,913	378,393

附件 4 江西正邦科技股份有限公司主要财务指标（续表 3）

年份	2017 年 9 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年 (追溯调整)
财务指标				
毛利率 (%)	12.34	13.79	9.28	6.50
营业利润率 (%)	2.98	5.28	1.71	0.47
总资产报酬率 (%)	3.81	10.19	5.79	3.90
净资产收益率 (%)	6.34	16.70	9.46	3.33
资产负债率 (%)	58.11	49.27	63.62	66.35
债务资本比率 (%)	48.39	38.18	55.66	57.82
长期资产适合率 (%)	102.17	108.84	103.74	93.89
流动比率 (倍)	1.04	1.14	1.05	0.91
速动比率 (倍)	0.45	0.68	0.67	0.45
保守速动比率 (倍)	0.26	0.48	0.39	0.16
存货周转天数 (天)	58.02	39.52	37.76	21.90
应收账款周转天数 (天)	9.84	8.49	8.35	6.37
经营性净现金流/流动负债 (%)	3.84	40.05	19.93	24.69
经营性净现金流/总负债 (%)	2.64	27.60	12.61	17.26
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	1.21	9.33	3.34	2.48
EBIT 利息保障倍数 (倍)	3.66	6.90	2.57	1.41
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	9.73	4.45	2.90
现金比率 (%)	25.80	48.25	39.38	15.43
现金回笼率 (%)	98.95	100.72	111.47	98.98
担保比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00

附件 5 深圳市高新投集团有限公司主要财务数据和指标

单位：万元

年份	2017年9月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
资产类				
货币资金	107,493	103,828	207,365	112,926
发放贷款及垫款	916,555	571,277	499,967	303,215
买入返售金融资产	-	1,500	1,000	3,000
存出再担保保证金	16,302	14,702	12,931	10,916
应收代偿款	22,677	24,264	19,646	10,571
流动资产合计	1072,949	720,391	742,014	138,544
可供出售金融资产	55,446	50,425	61,440	27,863
固定资产	11,615	12,204	12,708	13,219
递延所得税资产	5,583	5,583	2,893	2,841
非流动资产合计	73746	69,460	78,226	348,277
资产总计	1,146,695	789,851	820,240	486,821
负债类				
预收款项	1,179	1,162	1,680	1,717
应付职工薪酬	2,138	7,514	5,266	3,415
应交税费	14,706	16,849	15,087	12,779
应付股利	1,129	1,024	10,721	433
其他应付款	4,439	4,608	3,452	3,619
短期责任准备金	3,894	3,894	3,701	3,624
担保赔偿准备	27,666	26,066	21,585	16,637
流动负债合计	365,143	62,290	62,358	43,385
专项应付款	86,000	70,000	111,000	93,350
递延所得税负债	51	1,183	6,724	3,533
非流动负债合计	451,621	71,611	118,259	97,811
负债合计	451,621	133,901	180,617	141,196
权益类				
实收资本	485,211	485,211	353,870	220,000
资本公积	277	277	131,617	277
盈余公积	24,670	24,670	18,913	13,318
未分配利润	485,211	135,230	108,041	94,425
所有者权益合计	695,074	655,949	639,624	345,624



附件 5 深圳市高新投集团有限公司主要财务数据和指标（续表 1）

单位：万元

年份	2017 年 9 月 (未经审计)	2016 年	2015 年	2014 年
损益类				
营业总收入	117,326	110,064	93,402	81,843
其中：营业收入	117,326	110,064	93,402	81,843
营业总成本	20,650	32,095	27,985	25,518
其中：营业成本	14,636	26,348	20,568	17,346
营业税金及附加	1,095	2,268	5,167	4,529
管理费用	-	3,139	3,426	3,493
财务费用	2,217	-1,107	-1,356	-761
资产减值损失	2,981	1,447	180	912
投资收益	8,492	17,187	16,193	8,606
营业利润	96,674	95,213	81,610	64,930
利润总额	96,742	95,239	81,651	65,928
所得税费用	22,959	24,358	20,989	17,179
净利润	73,782	70,881	60,662	48,749
现金流量类				
经营活动产生的现金流量净额	-264,123	-61,635	-153,853	8,630
投资活动产生的现金流量净额	1,137	5,698	14,180	7,862
筹资活动产生的现金流量净额	268,962	-47,659	234,063	-25,993
现金及现金等价物净增加额	3,665	-103,537	94,439	-9,498
期末现金及现金等价物余额	107,493	103,828	207,365	112,926
担保业务				
担保责任余额	-	1,169.78	522.92	368.93
担保责任放大比例（倍）	-	17.83	8.18	10.67
融资性担保责任放大比例（倍）	-	1.45	1.10	1.73
风险管理				
担保风险准备金	-	3.31	2.86	2.36
准备金拨备率	-	3.92	4.67	4.11
当期担保代偿率	-	0.26	0.24	0.32
累计担保代偿率	-	0.12	0.10	0.06
盈利能力				
总资产收益率	7.62	8.80	9.28	10.36
净资产收益率	10.92	10.94	12.31	14.67

注：2017 年 1~9 月财务数据未经年化



附件 6

各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = (1 - 营业成本/营业总收入) × 100%
2. 营业利润率 (%) = 营业利润/营业总收入 × 100%
3. 总资产报酬率 (%) = EBIT/年末资产总额 × 100%
4. 净资产收益率 (%) = 净利润/年末净资产 × 100%
5. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
6. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
7. 资产负债率 (%) = 负债总额/资产总额 × 100%
8. 长期资产适合率 (%) = (所有者权益 + 非流动负债) / 非流动资产 × 100%
9. 债务资本比率 (%) = 总有息债务/资本化总额 × 100%
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 资本化总额 = 总有息债务 + 所有者权益
14. 流动比率 = 流动资产/流动负债
15. 速动比率 = (流动资产 - 存货) / 流动负债
16. 保守速动比率 = (货币资金 + 应收票据 + 交易性金融资产) / 流动负债
17. 现金比率 (%) = (货币资金 + 交易性金融资产) / 流动负债 × 100%
18. 存货周转天数¹⁰ = 360 / (营业成本/年初末平均存货)
19. 应收账款周转天数¹¹ = 360 / (营业总收入/年初末平均应收账款)
20. 现金回笼率 (%) = 销售商品及提供劳务收到的现金/营业总收入 × 100%
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = EBIT/利息支出 = EBIT / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)

¹⁰ 前三季度取 270 天。

¹¹ 前三季度取 270 天。



22. EBITDA 利息保障倍数（倍）= EBITDA/利息支出= EBITDA /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
23. 经营性净现金流利息保障倍数（倍）=经营性现金流量净额/利息支出= 经营性现金流量净额 /（计入财务费用的利息支出+资本化利息）
24. 担保比率（%）=担保余额/所有者权益×100%
25. 经营性净现金流/流动负债（%）=经营性现金流量净额/[（期初流动负债+期末流动负债）/2]×100%
26. 经营性净现金流/总负债（%）=经营性现金流量净额/[（期初负债总额+期末负债总额）/2]×100%
27. 担保放大比例=担保余额/净资产
28. 担保责任放大比例=担保责任余额/净资产
29. 融资性担保责任放大比例=（融资性直保业务责任余额+再担保责任余额）/净资产



附件 7 公司债券及主体信用等级符号和定义

大公公司债券及主体信用等级符号和定义相同。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。

B 级：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 级：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 级：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 级：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。

大公评级展望定义：

正面：存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。

稳定：信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。

负面：存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。