



深圳市金新农科技股份有限公司 2017 年度 公开发行可转换公司债券信用评级报告

大公报 D【2017】731 号

可转换公司债券信用等级：**AA-**
主体信用等级：**AA-**
评级展望：**稳定**

发债主体：深圳市金新农科技股份有限公司
发行规模：不超过人民币 6.60 亿元（含 6.60 亿元）

债券期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

发行目的：项目建设

主要财务数据和指标 (人民币亿元)

项目	2017.6	2016	2015	2014
总资产	35.81	31.08	21.13	9.98
所有者权益	19.87	19.56	16.56	8.29
营业收入	14.89	27.63	25.05	19.88
利润总额	1.02	1.91	1.33	0.81
经营性净现金流	0.31	-0.49	2.86	-0.10
资产负债率 (%)	44.56	42.61	32.22	16.91
债务资本比率 (%)	33.77	28.61	16.33	1.01
毛利率 (%)	20.09	15.04	14.03	14.17
总资产报酬率 (%)	3.62	6.36	6.05	8.19
净资产收益率 (%)	4.84	8.91	6.19	7.55
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	1.13	-1.87	18.98	21.40
经营性净现金流/总负债 (%)	2.03	-4.35	59.75	-5.39

注：2017 年 6 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：于清如
联系电话：010-51087768
客服电话：4008-84-4008
传 真：010-84583355

Email : rating@dagongcredit.com

王晶晶
何海涛
于清如

评级观点

深圳市金新农科技股份有限公司（以下简称“金新农”或“公司”）主要从事猪饲料的生产与销售等业务。评级结果反映了饲料和养殖产业的结构调整加快，规模化企业的竞争优势愈发明显，公司多元化业务有利于抵御单一市场风险，教槽料产品在行业内有一定知名度，收入和利润逐年增长等优势；同时也反映了原材料价格波动及动物疫情等突发事件使公司面临一定的成本控制压力和经营风险，有息债务集中偿付压力较大，经营性净现金流对债务和利息的保障能力不稳定及面临较大资金支出压力等不利因素。综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。

预计未来 1~2 年，公司主营业务收入将保持增长。综合来看，大公对金新农的评级展望为稳定。

主要优势/机遇

- 随着饲料加工和养殖产业结构调整速度加快，规模化、规范化企业的竞争优势愈发明显；
- 公司业务种类较为多元，有利于抵御单一市场波动的风险；
- 公司重视饲料产品技术研发，是教槽料领域的先进企业，生产的教槽料产品在行业内有一定知名度；
- 2014~2016 年，公司经营规模逐年扩大，收入和利润逐年增长。

主要风险/挑战

- 饲料和养殖行业受原材料价格波动、环保政策及动物疫情等突发性事件影响较大，公司面临一定的成本控制压力和经营风险；
- 2014~2016 年末，公司资产负债率和有息债务逐年大幅增长，且以短期为主，集中偿付压力较大；
- 公司经营性净现金流波动较大，对债务和利息的保障能力不稳定；
- 公司在建项目较多，未来存在较大的资金支出压力。

大公国际资信评估有限公司
二〇一七年八月二十五日

大公保留对本次债券信用状况跟踪评估并公布信用等级变化之权利



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

公司前身为成立于1999年11月的深圳市金新农饲料有限公司(以下简称“金新农饲料”)。2008年5月,经金新农饲料股东会会议决议,金新农饲料整体变更为股份制有限公司,金新农饲料以其截至2008年4月30日审计账面净资产7,282.13万元人民币中7,000.00万元折为股本,剩余282.13万元计入资本公积,同时,金新农饲料更名为深圳市金新农饲料股份有限公司(以下简称“金新农股份”)。2011年2月,金新农股份首次向社会公众发行股票募集资金,在深圳证券交易所挂牌上市,股票代码为002548.SZ。首次公开发行完成后,金新农股份股本增至9,400万股,其中深圳市成农投资有限公司¹(以下简称“深圳市成农投资”)持有其67,162,410股,占公司总股本的71.45%,为金新农股份控股股东,陈俊海、王坚能、杨华林、关明阳、郭立新、王军、刘超七人合计持有深圳市成农投资64.72%的股份,并已于2010年1月28日签署了《一致行动协议》,为公司的实际控制人。后金新农股份分别于2012年4月17日和2014年9月1日向全体股东每10股以资本公积金转增5股和每10股以资本公积金转增12股,致使实收资本增加至3.10亿元;于2015年12月非公开发行0.73亿股股票购买资产并募集配套资金,共募集资金3.25亿元,其中0.36亿元增加股本,2.89亿元增加资本公积。2016年10月,金新农股份通过了《关于变更公司名称的议案》,金新农股份变更为现名。截至2017年6月30日,公司实收资本为人民币38,084.28万元,新疆成农远大股权投资有限合伙企业(以下简称“成农投资”)持有公司40.95%的股份,为控股股东,原实际控制人陈俊海、王坚能、杨华林、关明阳、郭立新、王军、刘超七人已于2014年2月18日共同协商决定解除《一致行动人协议》,协议解除解除后,公司单个直接持股股东及间接持股股东持有权益的比例均未超过公司股本总额的30%,且公司所有股东之间不存在一致行动的情形或将导致产生一致行动的情形,亦未通过协议、公司章程或者其他安排产生一致行动的情形;因此,公司任何股东均无法单独通过实际支配公司股份表决权决定金新农董事会半数以上成员选任,无法通过实际支配的股份单独决定公司重大事项,故公司不存在实际控制人。截至2017年8月14日,公司控股股东成农投资已累计质押其所持有公司97,220,000股股票,占其所持有公司股份的62.33%,占公司总股本的25.53%。

经中国证监会核准,公司于2015年11月27日向蔡长兴、蔡亚玲和深圳市众富盈邦投资管理中心(有限合伙)(以下简称“众富盈邦”)共计发行37,078,260股股票购买其三方合计持有深圳市盈华讯方通信

¹ 2008年11月,成农饲料公司名称变更为深圳市成农投资有限公司。2013年5月,深圳市成农投资有限公司名称变更为新疆成农远大股权投资有限公司。2013年7月,新疆成农远大股权投资有限公司名称变更为新疆成农远大股权投资有限合伙企业。

技术有限公司（以下简称“盈华讯方”）80%的股份，同时公开发行35,895,459股新股募集本次发行股份购买资产的配套资金。对于本次收购，公司与蔡长兴、蔡亚玲及众富盈邦于2015年5月21日签订了《深圳市金新农饲料股份有限公司发行股份及支付现金购买资产之业绩补偿协议》，蔡长兴、蔡亚玲及众富盈邦合伙企业作为业绩补偿承诺方承诺盈华讯方2015年度、2016年度和2017年度经审计的扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的承诺净利润分别不低于4,100万元、5,000万元和6,000万元。2015年及2016年，盈华讯方实现经审计的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者净利润分别为3,482.97万元和4,919.38万元，未完成其业绩承诺。公司已于分别于2016年7月26日和2017年6月9日完成回购注销业绩补偿股份2,330,947股和304,568股。

2016年8月16日，公司发起设立深圳市金新农东进产业投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“东进投资”），东进投资以8,700万元完成对福建一春农业发展有限公司（以下简称“福建一春”）60%股权的收购，取得其控制权。公司分别于2016年5月和12月，以19,376.67万元和33,400.70万元取得武汉天种畜牧有限责任公司（以下简称“武汉天种”）32.28%和47.72%的股权，武汉天种成为公司控股子公司，并于2016年12月31日纳入公司合并报表范围。

公司主要从事猪饲料的生产与销售，兼营生猪养殖、动物保健、原料贸易及电信增值服务等业务，旗下拥有“成农”和“天种”等知名品牌。截至2017年6月末，公司纳入合并范围的子公司为66家，其中全资子公司共24家。

发债情况

债券概况

本次债券是金新农面向持有中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司证券账户的自然人、法人、证券投资基金、符合法律规定的其他投资者等（国家法律、法规禁止者除外）公开发行的可转换公司债券，发行金额不超过人民币6.60亿元（含6.60亿元），发行期限为6年。可转换债券面值100元，按面值发行。本次债券的票面年利率水平及每一年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本次可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。本次债券无担保。



表 1 本次可转换公司债券基本条款	
债券品种	可转换公司债券
发行规模	不超过人民币 6.60 亿元（含 6.60 亿元）
债券期限	本次发行的可转换公司债券的期限为自发行之日起 6 年。
债券利率	本次发行的 A 股可转换公司债券票面年利率水平及每一年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定，在发行完成前如遇银行存款利率调整，则股东大会授权董事会对票面利率作相应调整。
转股期限	本次发行的可转换公司债券转股期自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。
初始转股价格的确定方法	本次发行的可转换公司债券的初始转股价格不低于募集说明书公布日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格由股东大会授权董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐人及主承销商协商确定。若在上述二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前的交易日的交易价按经过相应除权、除息调整后的价格计算。
转股价格的调整方法及计算公式	<p>在本次发行之后，当公司因派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因可转换公司债券转股增加的股本）、配股以及派送现金股利等情况使公司股份发生变化时，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：</p> <p>送股或转增股本：$P_1 = P_0 / (1+n)$；</p> <p>增发新股或配股：$P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k)$；</p> <p>两项同时进行：$P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k)$；</p> <p>派息：$P_1 = P_0 - D$；</p> <p>上述三项同时进行：$P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k)$。</p> <p>其中：$P_1$ 为调整后的转股价格，P_0 为调整前转股价，n 为送股或转增股本率，k 为增发新股或配股率，A 为增发新股价或配股价，D 为每股派送现金股利。</p> <p>当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登转股价格调整公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股时间（如需）。当转股价格调整日为本次可转换公司债券持有人转股申请日或之后，转换股票登记日之前，则该持有人的转股申请按公司调整后的转股价格执行。当公司可能发生股份回购、合并、分立或任何其他情形使公司股份类别、数量和/或股东权益发生变化从而可能影响本次可转换公司债券持有人的债权利益或转股衍生权益时，公司将视具体情况按照公平、公正、公允的原则以及充分保护本次可转换公司债券持有人权益的原则调整转股价格。有关转股价格调整内容及操作办法将依据当时国家有关法律法规及证券监管部门的相关规定来制订。</p>
转股价格向下修正条款	1) 修正权限及修正幅度：在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表



续表 1 本次可转换公司债券基本条款

转股价格向下修正条款	<p>决时，持有公司本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一交易日公司股票交易均价较高者。同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。</p> <p>2) 修正程序：如公司决定向下修正转股价格，公司将在中国证监会指定的上市公司信息披露媒体上刊登股东大会决议公告，公告修正幅度和股权登记日及暂停转股时间等。从股权登记日后的第一个交易日（即转股价格修正日）开始恢复转股申请并执行修正后的转股价格。若转股价格修正日为转股申请日或之后，转换股份登记日之前，该类转股申请应按修正后的转股价格执行。</p>
到期赎回条款	<p>本次发行的可转换公司债券到期后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。</p>
有条件赎回条款	<p>1) 在本可转换公司债券转股期内，如果本公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），经相关监管部门批准（如需），公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。若在前述三十个交易日内发生过因除权、除息等引起公司转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。</p> <p>2) 在本可转换公司债券转股期内，当本次发行的可转换公司债券未转股的票面余额不足 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部未转股的债券。</p>
有条件回售条款	<p>在本可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票收盘价连续三十个交易日低于当期转股价格的 70% 时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加当期应计利息回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续 30 个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。最后两个计息年度可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。</p>
附加回售条款	<p>若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。可</p>



续表 1 本次可转换公司债券基本条款

附加回售条款	转换公司债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权，不能再行使附加回售权。
--------	---

数据来源：根据公司提供资料整理

募集资金用途

本次债券拟募集资金不超过人民币 6.60 亿元（含 6.60 亿元），分别投资于“铁力市金新农生态农牧有限公司生猪养殖一期项目”和“铁力金新农年产 24 万吨猪饲料项目”。募集资金用途具体情况如下所示：

表 2 募投项目信息及募集资金用途情况（单位：万元）

序号	项目名称	项目备案及环评情况	投资总额	募集资金拟投入金额
1	铁力市金新农生态农牧有限公司生猪养殖一期项目	(伊环建审【2017】5号) (伊环建审【2017】6号) (伊环建审【2017】18号) (铁发改备案【2016】043号)	79,354.29	61,000.00
2	铁力金新农年产 24 万吨猪饲料项目	(铁环建审【2017】20号) (铁发改备案【2017】038号)	10,562.16	5,000.00
合计		-	89,916.45	66,000.00

数据来源：根据公司提供资料整理

铁力市金新农生态农牧有限公司生猪养殖一期项目和铁力金新农年产 24 万吨猪饲料项目均由公司全资子公司铁力市金新农生态农牧有限公司负责实施。铁力市金新农生态农牧有限公司生猪养殖一期项目拟于黑龙江省铁力林业局下属的春光林场、东升林场和农业局下属的半拉山良种场进行建设，预计项目总投资额 79,354.29 万元，本次募集资金拟投入额为 61,000.00 万元，其铺底流动资金为 10,000.00 万元，预计投资回收期为 7 年（不含建设期）。项目达产后，预计实现年出栏生猪 41 万头。铁力金新农年产 24 万吨猪饲料项目为上述生猪养殖的配套项目，项目拟投资 10,562.16 万元用于引进目前先进的生产设备和工艺，增强公司在铁力地区生猪养殖饲料的配套自供能力，其中募集资金拟投入 5,000.00 万元，铺底流动资金规模为 1,000.00 万元，预计投资回收期为 7.01 年（不含建设期）。



宏观经济和政策环境

2014年以来我国经济增长有所回落，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；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，有利于规模化饲料企业的发展

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的提高，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，为饲料行业提供发展空间；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、优胜劣汰的速度将有所加快。2012~2014 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，2015 年末已降至 6,000 家左右，根据国家十三五规划，预计到十三五末期，企业的数量将进一步减少到 3,000 家左右，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。

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，政策的支持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，其中涉及的“粮改饲”政策拟引导农民种植全株青贮玉米，在适合种优质牧草的地区推广牧草，将单纯的粮仓变为“粮仓+奶罐+肉库”，将粮食、经济作物的二元结构调整调整为粮食、经济、饲料作物的三元结构。

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~2017 年 3 月末，全国玉米现货均价整体呈波动下跌趋势，其中 2014 年，受国家政策主导玉米市场供求和价格影响，国内玉米价格波动较大。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，4 月底玉米“最后一次”临时收购结束后，收购总量超过 1.2 亿万吨，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月后玉米价格略有上扬。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，但整体仍高于2016年价格水平。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。

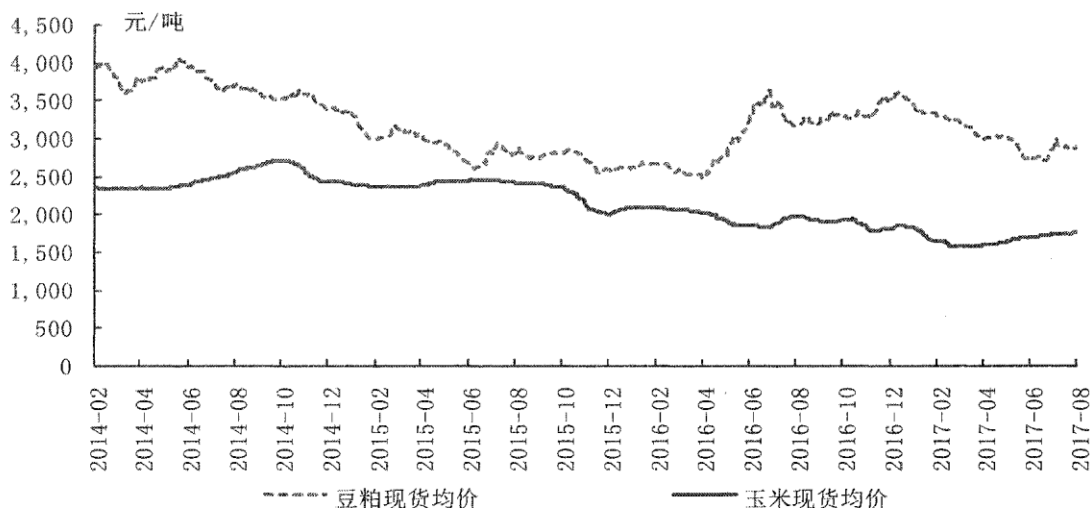


图1 2014年1月至2017年8月玉米、豆粕全国现货均价走势

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。

● 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。

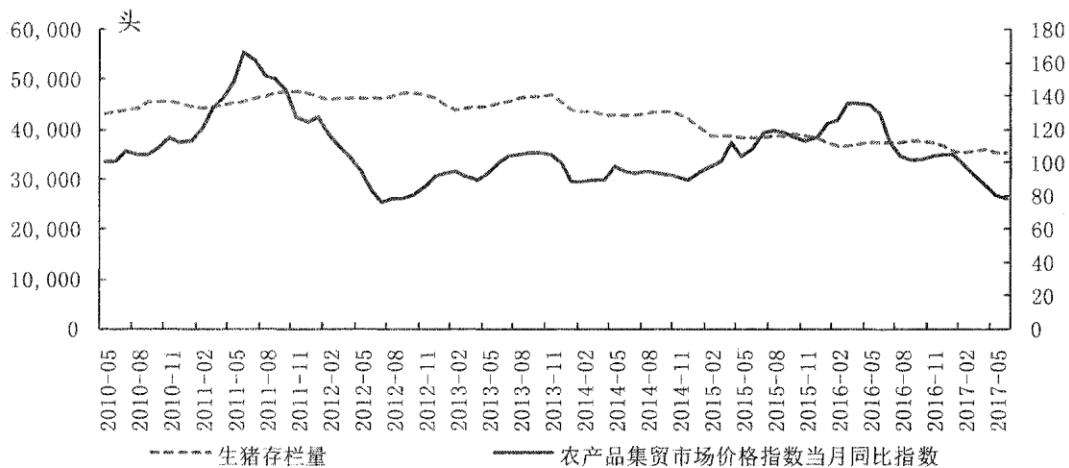


图2 2010年5月至2017年5月我国生猪存栏量情况及农产品集贸市场猪肉价格当月同比指数

数据来源：Wind 资讯

2012年以来，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大幅下降，生猪产能受其影响亦大幅降低。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，我国能繁母猪存栏量连续29个月下行，截至2016年1月末，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6月末，我国能繁母猪存栏仍处于下降趋势，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，2017年上半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，猪肉价格持续低迷，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，猪饲料主要原材料玉米、豆粕价格均有所下降，同时进口猪肉市场的扩大对国内生猪市场价格亦产生一定冲击，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严重损失，养殖企业面临一定的经营风险；饲料原材料价格波动对生猪价格变化影响较大

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严重损失，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，同时也会给养殖企业带来一定的经营风险。

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。近年来，饲料主要原材料价格波动较大，生猪价格受其影响价格变化亦呈现较大的波动性。

广东省地处经济发达的珠三角地区，陆、河交通运输便利，地区生产总值位居全国前列；广东省是饲料销售和生猪养殖大省，在国家加强推动环境保护等政策的推动下，行业发展逐渐向专业化、规模化方向转变

广东省地处中国经济发达的珠三角地区，是国内生产总值最高的省份，具有很强的市场消费能力，同时拥有便利的海陆和陆路运输条件，区位优势明显。2014~2016 年，广东省生产总值保持排在全国各省之首，分别为 6.78 万亿元、7.28 万亿元和 7.95 万亿元，同比增速分别为 7.8%、8.0%和 7.5%，增速均高于全国平均水平。

2003 年以来，广东省饲料产量稳居全国第一，其产量约占全国饲料总产量的 12%。2014~2016 年，广东省饲料产量分别为 2,423 万吨、2,573 万吨和 2,676 万吨，其中配合饲料产量占总产量的比例较稳定，每年维持在在 95%以上，浓缩饲料和添加剂预混料产量占比相对较小。



2013年以来，随着新希望六和股份有限公司和北京大北农集团科技股份有限公司的逐渐进入，广东地区饲料市场竞争愈加激烈，行业利润空间将受到一定挤压。

同时，广东省亦是我国生猪养殖大省之一，2014年以来受国家宏观政策和生猪养殖产业结构不断调整影响，全省生猪产业发展速度有所放缓。2014~2016年，全省生猪出栏量分别为3,790.8万头、3,663.4万头、3,531.9万头，生猪出栏量分别占全国出栏总量的7.1%、4.6%、4.5%，其中2015年和2016年，生猪出栏量同比分别下降3.4%和3.6%；生猪存栏量分别为2,130.1万头、2,135.9万头和2,076.1万头，其中2015年同比上升0.3%，2016年同比下降2.8%。从猪肉产量来看，2014~2016年，广东省猪肉产量分别为282.6万吨、274.2万吨和264.4万吨，2015年和2016年同比均小幅下降。同时，2014年以来，全省能繁母猪存栏量持续3年下降，生猪产能恢复有所缓慢。

在国家不断推进供给侧改革的大背景下，生猪养殖行业结构也在不断的调整。2015年12月，广东省公布《广东省水污染防治行动计划实施方案》，要求在2017年底前，依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场和养殖专业户，珠三角区域需提前1年完成。随着禁养区内的生猪养殖场逐渐搬迁或关闭，肉猪和能繁母猪的存栏量短期内明显减少，生猪供应受到一定影响，在一定程度上抑制了生猪养殖业的发展速度。但随着产业结构化的不断调整，生猪养殖专业化、规模化程度将大幅度提高，养猪散户逐渐在资金、养猪技术及猪饲料采购上显现出较大劣势，将从生猪养殖中退出。资金雄厚、饲料及管理技术较高的规模养殖场逐渐成为生猪市场养殖发展的主要趋势。

综合来看，广东省处于全国经济发达的珠三角地区，海陆和陆路交通便利，人均消费水平持续位列全国前列，为区域内企业的发展提供了有力条件。随着国家环保政策的颁布与实施，生猪产业结构逐渐优化，规模化、专业化大型企业逐渐拥有健康的发展空间。

经营与竞争

公司业务种类较为多元，有利于抵御单一市场波动的风险；饲料业务是收入和毛利润的主要来源；2014~2016年，公司收入和毛利润保持增长，但毛利率小幅波动；2017年1~6月，公司畜牧养殖业务规模大幅度扩张，收入和毛利润同比大幅度提高

公司主要从事饲料的生产与销售，兼营畜牧养殖、动物保健、原料贸易及电信增值服务等业务，其中饲料加工业务是公司收入和毛利润的主要来源。公司业务种类较为多样，有利于抵御单一市场波动的风险。2014~2016年，公司营业收入和毛利润保持增长，毛利率有所波动；2017年1~6月，公司畜牧养殖业务规模大幅扩张，对营业收入和毛利润的贡献均大幅提高，其中对毛利润的贡献度同比大幅上升至42.71%，与饲料加工业务共同成为毛利润的主要来源。其他业务主要



包括生猪养殖托管业务等。

表3 2014~2016年及2017年1~6月公司营业收入及毛利润构成情况(单位:亿元、%)

项目	2017年1~6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	14.89	100.00	27.63	100.00	25.05	100.00	19.88	100.00
饲料加工	10.54	70.79	23.57	85.29	19.37	77.31	19.59	98.55
畜牧养殖	3.14	21.12	0.71	2.56	0.24	0.97	0.11	0.55
动物保健	0.58	3.91	0.83	3.02	0.15	0.61	-	-
电信增值服务	0.34	2.25	0.74	2.67	-	-	-	-
原料贸易	0.26	1.72	1.70	6.15	5.29	21.11	0.10	0.52
其他	0.03	0.20	0.09	0.31	-	-	0.08	0.04
毛利润	2.99	100.00	4.16	100.00	3.51	100.00	2.82	100.00
饲料加工	1.10	36.61	2.78	66.96	3.06	87.02	2.76	97.87
畜牧养殖	1.28	42.71	0.02	0.48	-0.03	-0.94	-0.01	-0.29
动物保健	0.30	9.94	0.42	10.18	0.07	1.92	-	-
电信增值服务	0.32	11.16	0.74	17.72	-	-	-	-
原料贸易	-0.02	-0.68	0.14	3.31	0.42	11.99	0.004	0.35
其他	0.01	0.26	0.06	1.35	-	-	0.06	2.13
毛利率		20.09		15.04		14.03		14.17
饲料加工		10.39		11.81		15.79		14.07
畜牧养殖		40.63		2.82		-13.63		-7.47
动物保健		51.09		50.68		43.97		-
电信增值服务		99.51		99.95		-		-
原料贸易		-7.92		8.09		7.97		3.70
其他		26.58		64.81		-		56.18

数据来源:根据公司提供资料整理

分业务板块来看,2014~2016年,公司饲料加工业务收入、毛利润及毛利率均有所波动,其中2015年,饲料业务收入同比小幅下降1.12%,主要是饲料产品售价下降所致,但受益于原材料成本下降幅度较大影响,饲料业务毛利率同比提高1.72个百分点,致使毛利润同比增长10.87%;2016年,饲料业务收入同比增长21.68%,主要是公司受益于下游生猪养殖业市场景气度回升及公司营销策略转变影响,公司下半年采取“让利抢量”的销售政策,毛利率同比降低3.98个百分点,致使毛利润同比下降9.15%。

2014~2016年,公司畜牧养殖业务收入逐年增长,其中2015年和2016年,同比分别增加0.13亿元和0.47亿元,但规模很小,对收入和毛利润的贡献很低;2014年及2015年畜牧养殖业务毛利率为负,主要是2014年生猪价格低迷,2015年部分猪场停工清场,在营猪场收益无法覆盖其生产及固定摊销成本;2016年生猪均价同比增幅较大,畜



牧养殖业务毛利率有所上升，毛利润实现扭亏。2014~2016年，公司原料贸易业务收入和毛利润均大幅波动，其中2015年同比分别增加5.11亿元和0.35亿元，主要是公司合理预测了原材料价格走势，扩大贸易业务规模所致，2016年，原料贸易板块收入规模大幅缩减，主要是公司原材料销量大幅缩减所致。

2015年及2016年，公司业务经营范围分别新增动物保健和电信增值服务业务，其收入规模均很小，但毛利率水平均较高。2016年，动物保健业务收入同比增加0.68亿元，毛利润同比增加0.35亿元，对毛利润的贡献提高8.26个百分点至10.18%，一方面由于公司于2015年10月将武汉华扬动物药业有限责任公司（以下简称“华扬药业”）收购并表，2015年动物保健板块收入只包含华扬药业10~12月收入，另一方面是动物保健业务规模有所扩张；2015年末，公司完成对盈华讯方的收购，新增电信增值业务，由于该业务固定资产投入很低且人力需求较少，故成本很低，2016年，毛利率为99.95%，毛利润为0.74亿元，对毛利润的贡献度为17.72%。

2017年1~6月，公司营业收入为14.89亿元，同比增长27.18%，主要是饲料加工和畜牧养殖业务大幅扩大经营规模，其中畜牧养殖业务收入为3.14亿元，同比增加3.14亿元，主要由于公司合并范围增加武汉天种和福建一春所致；毛利率同比提高2.35个百分点，其中畜牧养殖业务毛利率大幅提高，主要由于收购企业的种猪和仔猪销售毛利率较高且占生猪销售总量比重较大，原料贸易业务毛利率同比转为负值，主要是公司为打开原材料贸易平台，降低价格加大推广力度，导致成本价格倒挂；受收入及毛利率同比增长影响，毛利润同比大幅增长43.88%。

综合来看，公司主营饲料的生产和销售业务，预计未来1~2年，随着公司畜牧养殖业务规模的扩大，公司营业收入有望保持增长。

● 饲料加工

公司饲料加工业务的主要产品为猪饲料，配合料是饲料加工业务收入和毛利润的主要来源；2014~2016年，公司饲料业务收入及毛利率均有所波动

饲料的生产和销售业务是公司的核心业务，2014~2016年，公司饲料加工业务收入占营业收入的比重维持在77%以上。公司饲料加工的主要生产产品为猪用饲料，包括猪用配合料、猪用浓缩料、猪用预混料等，其中配合料和浓缩料是饲料加工业务收入和毛利润的主要来源。其他饲料主要包括鸡饲料、鱼饲料等产品。

2014~2016年，公司饲料加工业务收入、毛利润及毛利率均有所波动。其中2015年，受玉米、豆粕等主要饲料原材料价格降幅较大影响，公司浓缩料、预混料和其他饲料价格同比均有所下降，导致收入同比分别下降24.52%、16.50%和41.84%，但猪用配合料收入同比增长



10.58%，主要是其价格下降，下游客户以配合料代替部分预混料及浓缩料，销量大幅上升所致；同期，由于玉米、豆粕等原材料价格下降幅度相对于饲料价格下降幅度更大，配合料、预混料毛利率同比分别增加 1.92 和 19.74 个百分点，但浓缩料毛利率同比下降 13.08 个百分点，主要是浓缩料市场竞争加剧，其利润空间整体有所收窄。2016 年，下游养猪市场景气度有所回升导致饲料产品价格有所上涨，公司配合料和浓缩料收入同比分别增长 22.81% 和 35.77%，但受豆粕等原材料价格上涨影响，其毛利率同比分别下降 2.71 个百分点和 9.35 个百分点；其他饲料收入及毛利润同比均变化不大。

表 4 2014~2016 年及 2017 年 1~6 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 1~6 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	10.54	100.00	23.57	100.00	19.37	100.00	19.59	100.00
配合料	8.53	80.91	18.36	77.90	14.95	77.22	13.52	69.01
其中：教槽料	1.11	10.52	2.73	11.58	2.36	12.18	2.17	11.09
浓缩料	1.33	12.66	3.72	15.79	2.74	14.12	3.63	18.55
其中：教槽料	0.07	0.65	0.41	1.74	0.42	2.16	0.38	1.94
预混料	0.34	3.23	0.69	2.94	0.86	4.42	1.03	5.23
其他饲料	0.34	3.20	0.80	3.37	0.82	4.25	1.41	7.21
毛利润	1.10	100.00	2.78	100.00	3.06	100.00	2.76	100.00
配合料	0.76	69.06	1.83	65.88	1.90	62.09	1.46	52.86
其中：教槽料	0.21	19.18	0.51	18.55	0.52	16.99	0.45	16.38
浓缩料	0.19	17.65	0.56	20.08	0.67	21.78	0.79	28.62
其中：教槽料	0.01	0.99	0.09	3.27	0.11	3.58	0.08	2.92
预混料	0.10	8.86	0.26	9.31	0.34	11.23	0.38	13.92
其他饲料	0.05	4.43	0.13	4.73	0.13	4.90	0.13	4.60
毛利率		10.39		11.81		15.79		14.07
配合料		8.87		9.99		12.70		10.78
其中：教槽料		18.94		18.91		22.03		20.78
浓缩料		14.49		15.01		24.36		21.72
其中：教槽料		15.90		22.17		26.19		21.16
预混料		28.49		37.46		40.16		37.44
其他饲料		14.40		16.58		18.22		8.97

数据来源：根据公司提供的资料整理

2017 年 1~6 月，公司饲料业务收入为 10.54 亿元，同比下降 1.09%，其中配合料、预混料同比分别增长 3.54% 和 2.86%，浓缩料同比下降 18.69%；受饲料价格下滑及公司下游大型养殖户占比增加，其利润空间较窄影响，饲料加工业务毛利率同比下降 4.31 个百分点，各细分饲料业务毛利率均有所下降。



公司重视饲料产品的技术研发，是教槽料生产领域的先进企业，生产的教槽料产品在行业内有一定知名度；产业研究院的设立有助于饲料和生猪养殖产业的持续发展

公司下属子公司中有 5 家国家级高新技术企业，整体研发水平较好，研发方面主要为饲料产品与生猪育种的研究开发。公司经过 15 年的饲料研究与开发，已经获得猪的各个生长阶段对不同能量源（玉米、油脂等）、不同蛋白源（鱼粉、豆粕等）和不同糖源（乳清粉、乳糖等）的营养需求及消化吸收效率等数据，建立起了属于公司自有的《猪的营养需求数据库》和《主要原料营养利用数据库》。饲料原料的利用数据库对饲料产品的良好质量和性能有很强的保障作用。2016 年以来，公司开始向饲料业务产业链下游生猪养殖延伸，为整合研发资源，不断适应公司产业结构的调整，公司成立了金新农产业研究院，通过对组织架构的重新调整建立了生物饲料、生猪育种、生物医药等新技术支撑平台和创业孵化平台，有助于饲料和生猪养殖产业的持续发展。公司申请并获批了深圳市博士后创新实践基地，通过不断引进动物营养学、畜牧兽医学硕士、博士等技术人才，来保证公司饲料产品及生猪育种的核心技术优势。截至 2016 年末，公司研发人员数量达到 102 人，先后承担各类政府科技项目 10 余项，申请及授权专利共 58 项，1 个院士工作站、1 个省级企业技术中心和 3 家国家级种猪核心育种场。2014~2016 年，公司研发支出分别为 4,126.05 万元、3,039.79 万元和 4,807.48 万元。

公司针对猪的各个不同生长阶段研发与其相匹配的饲料产品，以满足多样的市场化需求，其中由公司经过多年研发的教槽料已逐渐成为公司的核心饲料产品，旗下拥有“成农”、“远大”等饲料品牌，在区域内享有一定的信誉度和品牌知名度。公司先后研发了“早期断奶仔猪料”、“一种仔猪代乳饲料”、“超早期断奶仔猪料”等一系列教槽料产品，在行业内具有一定的品牌影响力。公司教槽料产品毛利率较高，能够对公司饲料业务板块的盈利提供一定支撑。2014~2016 年，公司教槽料产品收入分别为 2.55 亿元、2.78 亿元和 3.14 亿元，毛利率分别为 19.11%、22.66%和 19.61%，处于饲料行业较高水平。

公司采取“本部统一指导，子公司分散经营”的生产模式，有利于公司根据当地市场实际需求组织生产，提高产品生产效益；2014 年以来，公司主要饲料产品的产量逐年提高

公司饲料加工业务采取“本部统一指导，子公司分散经营”的生产模式，子公司在本部的统一指导下，在贴近下游市场的区域，根据市场实际需求自行组织生产，本部在品质控制、技术工艺等方面给予子公司技术支持。该种生产模式一方面有利于子公司根据实地需要自行组织生产经营，合理配置产品结构满足当地市场需求，提高产品生产效益，另一方面由于各地分公司及控股子公司靠近用户市场，运输费用会有所降低，有利于增强公司的盈利能力。截至 2016 年末，公



司已在东北、华东、华南和华中 11 个省市建立了 14 个饲料生产基地，合计设计产能为 147 万吨/年。随着沈阳、长春等新建厂区逐步建成投产，2015 年公司饲料产能有所增加。2014~2016 年，公司饲料产量逐年增长，但产能利用率有所波动且处于较低水平，其中 2015 年同比下降 10.07 个百分点，主要是当期投产生产线增加导致产能增幅较大，2016 年同比提高 13.33 个百分点，主要是市场开发力度增大，公司饲料产品销量增加相应提高产量所致；公司产销率均在 94%以上，维持在较高水平。2017 年 1~6 月，公司饲料产量 36.57 万吨，同比增长 10.15%；产能利用率为 49.76%，同比提高 5.05 个百分点。

表 5 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月饲料产能、产量及销量等情况

项目	2017 年 1~6 月	2016 年	2015 年	2014 年
产能（万吨/年）	147.00	147.00	147.00	113.00
产量（万吨）	36.57	73.88	54.28	53.11
产能利用率（%）	49.76 ²	50.26	36.93	47.00
销量（万吨）	34.56	73.18	54.58	50.35
产销率（%）	94.50	99.05	100.55	94.80

数据来源：根据公司提供资料整理

公司对饲料产品主要原料采用采购集中管理模式，对供应商选择要求严格，能够有效保障原材料品质和质量

公司饲料加工所采购的原材料主要包括玉米、豆粕、鱼粉以及氨基酸等添加剂，其中玉米和豆粕合计占生产总成本的 70%左右。受国内玉米临时收储政策取消和国际玉米、大豆等产品价格炒作等因素影响，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；玉米和豆粕采购量随饲料产量的增长逐年增加，其中 2016 年同比增长 68.38%和 33.79%，增幅较大；2017 年 1~6 月，公司玉米和豆粕采购量及采购价格同比均有所下降。

表 6 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司主要原料采购情况

原料	项目	2017 年 1~6 月	2016 年	2015 年	2014 年
玉米	采购量（万吨）	15.33	39.08	23.21	22.72
	采购均价（万元/吨）	1,768	1,961	2,285	2,453
	采购金额（万元）	27,101	76,630	53,045	55,736
豆粕	采购量（万吨）	6.43	17.54	13.11	12.34
	采购均价（万元/吨）	2,916	3,146	2,867	3,715
	采购金额（万元）	18,759	55,176	37,584	45,842

资料来源：根据公司提供资料整理

公司对饲料主要原材料采购采取集中管理模式，原材料采购工作由公司下设的采购中心统一集中管理。公司下设分公司或控股子公司

² 2017 年 1~6 月产能利用率已年化。



根据原材料库存、区域内市场价格及运输费用等综合情况按月度或季度统一向采购中心发出采购计划，然后由采购中心上报采购委员会审核，采购委员通过对饲料行情进行调研、考察及分析做出最后的采购决策。

供应商选择方面，公司有统一审定的供应商采购目录，并设有评审部门对供应商的行业信誉、产品质量及供应能力等信息进行综合收集及跟踪，对供应商目录做出及时更新。供应商经过评审部门的统一确认后可以进入公司的供应商目录。严格的供应商选择制度能够为公司原材料产品品质和质量提供较好的保障。对于玉米、大豆等主要原材料，公司以向当地大型经销商和炼油厂采购为主，向农户直接采购为辅，其中前者占采购总量的比重维持在 80%以上，但受生产区域分散及运输费用等因素影响，采购集中度相对较低，2014~2016 年，公司主要原材料合计向前五大供应商采购额分别占总采购额的 12.49%、10.54%和 10.86%。公司采购原料一般保持 7 天左右的库存，对于与公司长期合作的供应商，公司可以和供应商签订长期的合作协议以保证原材料供应的稳定性。

公司饲料产品下游销售主要采用直销模式，有利于为客户及时提供合适的饲料产品，增加客户黏性；公司饲料业务区域分部较广，有利于抵御局部市场变化产生的不利影响

从销售方式来看，公司饲料产品的销售主要分为通过经销商和直接向下游养殖户销售两种方式，其中直销占比为 65%。随着我国养猪业结构不断调整，不同规模的猪场对于猪饲料种类以及生猪养殖服务的需求亦有所变化，养猪规模呈现一定的两级分化。公司按照养猪规模将下游养殖客户划分为“金猪”、“金牛”和“金象”（生猪养殖 300 头以下养殖户为“金猪”客户，300~500 头为“金牛”，500 头以上为“金象”客户）三类客户，截至 2017 年 6 月末，公司“金猪”、“金牛”和“金象”客户占比分别约为 38%、19%和 43%。随着散户及小型养殖户的逐渐退出，公司将主要定位于养殖规模较大的“金象”类客户。公司采取的直销模式有利于及时得到下游客户的反馈信息，根据下游客户特点，通过对其所处地理位置、生猪生长周期情况、猪的营养状况进行综合考察，公司能够更及时、准确的制定出适合其生猪生长速度和保证生猪质量的特定产品，与客户形成长期的合作关系，增加公司与客户之间的黏性。对于下游养殖户较为分散、销售渠道相对不成熟的区域，公司子公司或分公司主要通过经销商的模式销售，其占销售总额的比重约为 35%。

2014~2016 年，随着公司在沈阳和长春饲料生产线的竣工投产及 2015 年下半年以来下游养殖市场景气度提升，公司对外销售饲料总量逐年增长，其中配合料销量逐年增幅较大，2015 年及 2016 年同比分别增长 17.42%和 37.62%；预混料逐年小幅下降，主要是公司以预混料采购为主的下游小型养殖客户减少所致；浓缩料有所波动，其中 2015 年



同比下降 18.91%，主要是一方面饲料市场市场竞争加剧，公司销量受到一定挤压，另一方面配合料价格下降，部分下游养殖户以配合料取代浓缩料，2016 年同比增长 38.45%，主要是公司为扩大市场让利销售所致。价格方面，2014~2016 年及 2017 年 1~6 月，受玉米等主要原材料玉米价格持续下降及销售政策影响，配合料、预混料和浓缩料销售均价均逐年下降，但其他饲料产品价格有所波动。

表 7 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司主要饲料产品销售情况（单位：万吨、元/吨）

项目	项目	2017 年 1~6 月	2016 年	2015 年	2014 年
配合料	销售量	30.00	61.56	44.90	38.24
	销售均价	2,843.95	2,982.13	3,330.52	3,535.14
预混料	销售量	0.71	1.82	1.84	1.98
	销售均价	4,815.12	3,787.88	4,649.76	5,177.94
浓缩料	销售量	2.60	6.91	4.89	6.03
	销售均价	5,141.35	5,385.71	5,590.89	6,028.22
其他饲料	销售量	1.25	2.89	2.95	4.10
	销售均价	2,690.43	2,747.21	2,791.80	3,443.47

资料来源：根据公司提供资料整理

在销售结算方式上，公司给予规模较大的战略合作“金象”客户或与公司有长期合作关系战略经销商一定的账期，其他销售客户均采取现款结算方式。公司对赊销客户严格控制账期和赊销额度，对配合料下游客户的账期最长不超过 30 天；对浓缩料和预混料账期最长 45 天；对经销商账期最长 30 天，且最大额度不超过 200 万元；对直销客户的赊销金额根据合作时间和猪场规模最高不超过 1,000 万元。

表 8 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司饲料板块主要销售区域及收入占比情况（单位：亿元、%）

销售区域	2017 年 1~6 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
华南片区	4.36	41.35	8.67	36.78	8.66	44.72	7.22	36.86
华中片区	3.24	30.69	5.27	22.38	2.02	10.44	1.83	9.35
东北片区	1.35	12.78	4.57	19.41	4.09	21.12	4.98	25.43
华东片区	0.64	6.08	3.21	13.61	3.28	16.95	4.16	21.21
西南片区	0.80	7.59	1.56	6.60	1.14	5.90	1.03	5.27
华北片区	0.07	0.70	0.17	0.73	0.13	0.67	0.26	1.30
西北片区	0.08	0.80	0.11	0.49	0.04	0.20	0.11	0.58
合计	10.54	100.00	23.57	100.00	19.37	100.00	19.59	100.00

资料来源：根据公司提供资料整理

从销售区域来看，公司饲料产品销售区域主要划分为华南、华中和东北等七大片区，其中 2016 年销售额占比超过 10% 的区域有 4 个，2014~2016 年，公司华南、华中、华东和东北四大片区合计销售额占



销售总额的比重维持在 90%以上，其中华南片区的销售额占比维持在 36%以上整体看，公司饲料业务区域分部较广，有利于抵御局部市场变化产生的不利影响。

● 畜牧养殖

公司分别于 2016 年 8 月 1 日和 12 月 31 日完成对福建一春和武汉天种的收购，公司 2016 年营业收入中只包括福建一春 8~12 月收入，不包含武汉天种 2016 年收入数据。公司的养殖业务经营主体由子公司福建一春和武汉天种经营。2017 年 1~6 月，福建一春净利润同比大幅增加，主要是受环保措施影响，部分毛利率较高的种猪和仔猪提前出栏所致。

表 9 2016 年及 2017 年 1~6 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
武汉天种	2017 年 1~6 月	7.77	21.00	2.36	0.62	0.39
	2016 年	6.89	16.24	4.24	1.15	1.14
福建一春	2017 年 1~6 月	1.68	5.00	0.77	0.21	-0.15
	2016 年	1.58	20.15	1.50	0.25	1.09

数据来源：根据公司提供资料整理

公司畜牧养殖业务主要为生猪养殖，受并购完成影响，2016 年以来，公司生猪产能、产量及产能利用率大幅提高

公司畜牧养殖业务主要为生猪养殖，2014~2015 年，公司生猪养殖规模较小，2016 年，公司完成对武汉天种和福建一春的收购，生猪养殖规模大幅扩张，收入和毛利润大幅提升。公司旗下的“天种”牌种猪是以外来种猪为基础、经过 47 年育种实践自主选育而成的国家核心种猪品种，具有适应性强、繁殖性能好、成活率高、肉质好等特点，在业内享有较高的声誉和认可度，其综合指数评分已连续 15 年被国家种猪测定中心评为首位。公司旗下的“一春”牌种猪具有产仔数多、健康程度高的特点，已经发展成为国内重要的种猪供应品牌。截至 2017 年 6 月末，公司在湖北、湖南、福建、哈尔滨、河南等地投资建设了超过 20 个种猪养殖基地，生产母猪近 3 万余头，拥有生猪年产能 39.74 万头，每年可生产优良种猪超过 10 万头。



表 10 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司生猪产能及产量情况

项目	2017 年 1~6 月	2016 年 ³	2015 年	2014 年
产能 (万头/年)	39.74	36.72	3.83	1.97
产量 (万头)	21.63	38.37	1.96	0.83
产能利用率 (%)	108.84 ⁴	104.48	51.28	42.00

数据来源: 根据公司提供资料整理

2014 年以来, 公司生猪产能、产量及产能利用率逐年增长, 2014~2015 年, 公司生猪养殖业务规模相对较小, 生猪出栏量很小, 分别为 0.83 万头和 1.96 万头; 2015 年末, 受环保等政策影响, 公司主要养殖场期末清场, 无期末存栏量; 2016 年以来, 公司依托武汉天种和福建一春在生猪育种方面的优势地位, 生猪产能和产量大幅提高, 生猪品种新增种猪和仔猪, 且育肥猪出栏量大幅增加, 2016 年及 2017 年 1~6 月分别实现种猪出栏量 0.35 万头和 5.90 万头, 仔猪出栏量分别为 0.44 万头和 7.79 万头, 育肥猪出栏量分别为 2.48 万头和 6.22 万头。

表 11 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司养殖业务情况

品种	项目	2017 年 1~6 月	2016 年	2015 年	2014 年
种猪	期末存栏量 (头)	30,089	6,889	-	-
	出栏量 (头)	58,958	3,460	-	-
	销售均价 (元/头)	2,141	3,290	-	-
仔猪	期末存栏量 (头)	37,763	11,191	-	-
	出栏量 (头)	77,935	4,404	-	-
	销售均价 (元/头)	739	720	-	-
育肥猪	期末存栏量 (头)	30,755	18,559	-	3,878
	出栏量 (头)	62,200	24,791	19,646	8,290
	销售均价 (元/斤)	7.96	9.15	5.73	4.03

资料来源: 根据公司提供资料整理

在生猪养殖模式方面, 公司以“自繁自养”模式为主, 其生猪产品主要包括种猪、仔猪和育肥猪。公司负责自建猪场、引种、配种、母猪分娩、哺乳、育肥和出栏的全阶段生猪饲养, 并对各个阶段建立了标准化的生产管理模式, 如各阶段饲养天数、分娩和生产育肥操作规程等均有标准的养殖手册。“自繁自养”的养殖模式有利于公司知晓生猪品种的养殖周期及品种特性, 适时调整猪群结构, 制定出栏计划; 同时, 也有助于避免与其它猪场疫情发生交叉感染, 有利于保证猪场的稳定生产。

生猪销售方面, 公司依托集团市场部并配合各分公司及子公司内部销售人员协调进行, 除将部分种猪销售给集团内部猪场外, 其余主要部分销售给外部养殖户; 主要将仔猪销售给散养户及部分规模化猪

³ 公司 2016 年产能及产量为合并武汉天种后数值。

⁴ 2017 年 1~6 月产能利用率已年化。

场；将育肥猪直接销售给周边大型屠宰企业及经销商。

表 12 截至 2017 年 6 月末公司主要在建生猪养殖基地情况（单位：万头/年）

养殖基地	预计产能	主要生猪种类	预计投产时间
南平金新农出栏百万头生态养殖项目	50	商品猪	2019 年
福建一春生态养殖小区仔猪供应基地项目	20	仔猪	2018 年
始兴县优百特生态科技有限公司年存栏 3 万头种猪扩繁项目	8	长大二元杂种猪、二元商品猪	2017 年 9 月
合计	78	-	-

资料来源：根据公司提供资料整理

为加快公司生猪养殖业务发展，公司加快规模生猪养殖项目建设力度。截至 2017 年 6 月末，公司生猪养殖项目有 3 个，其中南平金新农出栏百万头生态养殖项目、福建一春生态养殖小区仔猪供应基地项目均位于福建的南平市，始兴县优百特生态科技有限公司年存栏 3 万头种猪扩繁项目位于广东韶关市。公司主要在建生猪养殖项目计划总投资 7.31 亿元，已投资 0.66 亿元，未来需投资 6.65 亿元，有一定的资本支出压力。预计生猪养殖项目达产后，生猪年产能增加 78 万头。同时，公司于 2016 年 10 月黑龙江省铁力市人民政府《关于“生猪生态养殖产业项目”协议书》，拟在铁力市建设年生猪年出栏量 40 万头的生猪生态养殖产业一期项目，目前该项目处于前期准备阶段。

● 动物保健及其他业务板块

公司分别于 2015 年 8 月和 12 月，通过收购华扬药业和盈华讯方开始涉入动物保健和电信运营增值服务行业。2017 年 1~6 月，华扬药业营业收入和净利润同比均大幅增加，主要是主要是公司当期生物水质改良剂及饲料添加剂等产品价格同比增幅较大且销量有所增长所致。

表 13 2016 年及 2017 年 1~6 月公司动物保健和电信运营增值业务主体基本情况（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
华扬药业	2017 年 1~6 月	1.21	14.95	0.58	0.16	0.03
	2016 年	0.99	11.65	0.83	0.18	0.02
盈华讯方	2017 年 1~6 月	2.06	42.00	0.34	0.21	-0.05
	2016 年	2.18	35.01	0.74	0.48	0.09

数据来源：根据公司提供资料整理

公司动物保健业务主要包括兽药、饲料添加剂和生物水质改良剂等产品的生产和销售，对完善生猪养殖产业链布局有一定的支撑作用

公司是华中地区知名兽药企业之一，拥有集兽药研发、生产、销售、技术服务于一体的产业链，其生产产品覆盖了兽药、饲料添加剂和生物水质改良剂等多个领域，主要针对于畜禽养殖户和水产养殖户。其中兽



药类产品主要包括化学药品、中药和外用药，主要用于预防和治疗细菌性疾病、增强机体抵抗力及养殖消毒；功能性饲料添加剂主要包括预混料添加剂及微生态添加剂，主要用于调节促生长、增强抵抗力及增加泌乳等机体机能和调节肠道和水质、菌群环境等。

公司主要通过对上年度各兽药产品销售数量、增长速度等情况综合分析来预测本年度销售情况并组织生产。其下游销售模式主要分为办事处代理和规模终端直销两种，其中办事处主要针对区域中小型养殖户及二级分销商，规模终端直销主要针对规模化养殖企业。近年来，受生猪养殖结构调整，规模化养殖户增加影响，公司规模化直销比例有所增加。

公司重视医疗保健板块技术和产品研发，于 2006 年在国内率先成立了药物研究所，进行动物保健产品研发及提供技术服务，并于 2010 年完成了技术中心的扩建，新建成六条生产线及所生产的九种兽药剂型均通过了国家农业部兽药 GMP 认证。截至 2017 年 6 月末，公司动物保健板块已经拥有近 50 人的研发团队，已完成新工艺、新产品改造近 200 余项，申报专利 10 项，已获批 2 项，成果鉴定 3 项。同时，公司长期与中国科学院、华中农业大学等全国知名科研院所合作，有利于实现产学研合作的模式，加强公司在该领域的科研实力。

从公司的长期战略布局来看，动物保健行业处于养殖业产业链的上游，对生猪养殖行业中多种疾病进行预防和治疗，为公司内部及下游养殖客户提供更全方位的保健服务，进一步完善公司生猪养殖完整产业链布局，实现公司长期战略发展规划有一定的支撑作用。

电信运营商计费能力服务业务为公司电信运营增值业务的核心业务，随着移动支付平台的迅速发展，公司电信运营增值服务业务受到一定冲击

公司电信运营增值服务板块主要包括运营商计费能力服务、基于数字商品的网络商城和第三方支付等业务，其中运营商计费能力服务业务为其核心业务，2016 年其收入占该业务板块收入的 90%以上。公司电信运营计费能力服务业务主要是利用中国移动通信集团公司、中国电信集团公司和中国联合网络通信集团有限公司三大运营商的计费能力为下游数字娱乐和数字文化型互联网企业站点提供小额计费服务。终端手机及宽带用户可以通过短信、语音及 WAP 等方式完成数字娱乐型互联网等小额付费。公司通过平台建设、提供技术接口服务及结算服务等中间服务获取利润。同时，公司结合已有的运营商和网站合作资源，面向企业和个人提供 V 币、手机话费、流量、游戏点卡等数字产品资源服务。数字商品业务采用净额法确认收入，收入确认金额为业务发生时点的应收款项减去应结转的已支付给代理商款项的净额。2016 年，电话、宽带等终端用户通过盈华讯方完成小额支付超过 516 万次，支付总额约 25,752 万元，净额法确认收入为 0.74 亿元。由于电信增值服务业务投资运营成本较低，公司该板块毛利率较高，盈利能力较强。但近年来，随着支付宝、微信等移动电子支付平台的迅



速发展，公司的电信运营增值业务面临到一定的市场冲击。

公司原料贸易业务主要产品为玉米、大豆等饲料原材料，其业务经营稳定性较差，收入水平波动较大

公司原材料贸易业务主要是依靠公司饲料加工业务平台，通过对饲料加工的主要原材料玉米、大豆等从上游采购，然后向下游销售，以赚取中间利差获取利润。同时，由于玉米、大豆等产品价格波动较大，公司也积极开展了套期保值业务，通过期货合约更早的锁定买入价格，降低因市场因素造成的价格波动损失，使得公司的采购成本的到一定的控制。2014~2016年，公司原材料贸易业务销售量分别为0.36万吨、26.43万吨和10.31万吨，获得收入分别为0.18亿元、5.29亿元和1.70亿元，其经营稳定性较差，收入水平波动较大。

公司治理与管理

产权状况与公司治理

截至2017年6月末，公司注册资本为38,084万元，成农投资为公司的控股股东，公司无实际控制人。公司按照《公司法》、《证券法》、《上市公司股东大会规则》、《公司章程》、《股东大会议事规则》等相关法律、法规的要求，完善法人治理结构完善公司治理制度，积极履行信息披露义务，规范公司治理结构。

公司建立了由股东大会、董事会及下设专门委员会、监事会和高级管理人员组成的较为完善的法人治理结构体系；股东大会是公司最高权力机构，公司的经营策略、投资计划及任命董事会成员等事项均需经过股东大会决议通过；董事会是公司的日常经营决策机构，向股东大会负责；公司董事会由7名董事组成，设董事长1名，独立董事3名；监事会由3名监事组成，主要负责对公司董事、高级管理人员的日常经营决策行为履行监督职能；公司高级管理人员由董事会聘任，主要根据董事会经营决策全面负责公司的日常经营管理活动。总体来看，公司建立了较为完善的法人治理结构和公司治理结构，组织结构较为健全。

战略与管理

2014年以来，公司通过非同一控制下企业合并和投资设立子公司，规模快速扩张，管理压力增大

公司主营业务为饲料生产与销售，在饲料加工方面，公司将建立与市场、采购联动的研发机制，进一步紧贴市场，向市场提供有竞争力的产品；继续坚持饲料生产与销售相分离的运营理念，通过不断建立和完善团队绩效机制考核与激励营销团队。通过不断提高自动化、流程化，降低生产成本、节能降耗，提高饲料生产人均劳效。在生猪养殖方面，公司将发挥已有的市场、人才、技术方面的优势大力推进



南、北生猪养殖项目的建设，力争通过 2~3 年的产业布局，形成在南（福建南平）、北（黑龙江铁力）、中（湖北）地区的局部地域规模优势，年产能超过 100 万头。

公司未来将围绕规模化生猪养殖不断向产业链两端延伸，提高公司在产业链各个节点的服务能力，建立起以客户为核心，集产品、服务、疾病诊断、猪场管理、技术推广为一体的全方位生猪养殖综合性服务平台，为养殖户提供饲料、种猪、动物保健、养猪知识培训、猪病在线诊断等养猪相关的供应链服务，以及养猪行情、生猪供求信息等资讯，提升公司对于终端规模化猪场客户的综合服务能力，提升服务效率，增加与下游养殖客户黏性。

为规范管理，公司设立了采购部、生产部、营销部、研究开发部、人力资源部、计划财务部、审计部。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、采购制度、销售制度、内部审计制度等，为公司健康发展奠定了良好基础。2014 年以来，公司通过统一控制下企业合并和投资设立子公司规模快速扩张，同时，新增动物保健和电信运营增值服务等业务，畜牧养殖业务投资较大，区域跨度增加，内部管理难度增加，如何建立更加有效的投资决策体系，进一步完善内部控制体系，引进和培养人才将成为公司面临的重要问题。如果公司在快速发展过程中，不能妥善、有效地解决高速成长带来的管理风险，将对公司生产经营造成不利影响。

抗风险能力

随着饲料加工和养殖产业结构调整速度逐渐加快，规模化、规范化企业的竞争优势愈发明显。公司重视饲料产品的技术研发，是教槽料生产领域的先进企业，生产的教槽料在行业内享有一定的品牌知名度。随着公司在生猪养殖行业投入的增加，规模大幅扩张，生猪养殖产量和产能大幅提高。动物保健业务的涉入对公司生猪养殖产业链布局有一定的支撑作用。2014 年以来，饲料行业原材料价格的波动较大，饲料生产企业面临一定的成本控制压力；同时，饲料和养殖行业需求受环保政策和动物疫情等突发事件影响较大，公司面临一定的经营风险。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 年及 2017 年 1~6 月财务报表。众环海华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2014~2015 年财务报表分别进行了审计，立信会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2016 年财务报表进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2017 年 1~6 月财务报表未经审计。2015 年，公司纳入合并范围的子公司在新增 12 家，减少 4 家。2016 年，公司纳入合并范围的子公司为 63 家，



在 2015 年基础上增加 35 家。

资产质量

2014~2016 年末，受经营规模迅速扩张影响，公司总资产逐年大幅增长，以非流动资产为主；公司并购产生的商誉数额较大，且逐年增长；应收账款周转效率逐年下降

2014~2016 年末，公司处于迅速扩张阶段，总资产逐年大幅增长，其中 2015 年末同比增加 14.46 亿元，2016 年末同比增长 39.48%，其中非流动资产占比逐年增加，成为总资产的主要组成部分。2017 年 6 月末，公司总资产为 35.84 亿元，较 2016 年末略有上升，其中非流动资产占比 64.09%。

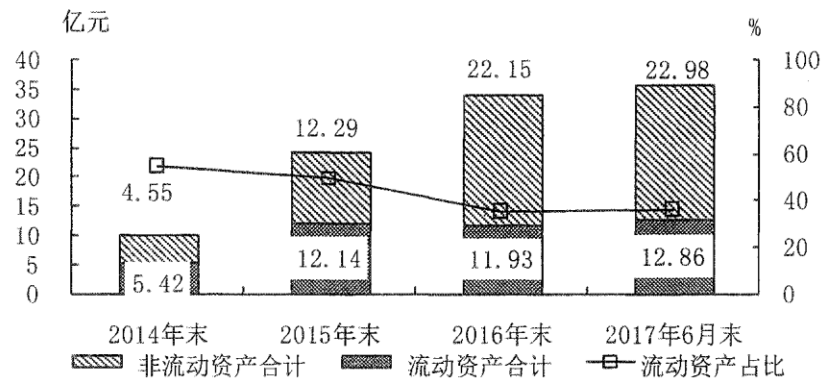


图 3 2014~2016 年末及 2017 年 6 月末公司资产构成情况

公司流动资产主要由存货、货币资金、应收账款和其他应收款等构成。2014~2016 年末，公司存货逐年增长，分别为 1.48 亿元、1.51 亿元和 4.19 亿元，主要为原材料、消耗性生物资产及库存商品等，其中 2015 年末同比增长 1.78%，2016 年末同比增加 2.68 亿元，主要是公司合并范围增加及春节饲料原材料备货期提前所致；货币资金波动较大，主要为银行存款和其他货币资金，其中 2015 年末为 7.74 亿元，同比增加 6.14 亿元，主要是公司经营规模扩大货款回收增多和收到第一期员工持股计划募集资金所致；2016 年末为 4.03 亿元，同比减少 47.89%，主要是公司期末增加原材料备货所致，其中银行存款和其他货币资金分别为 3.62 亿元和 0.41 亿元，受限货币资金为 0.13 亿元，包括银行借款保证金 0.01 亿元和公司子公司盈华讯方与广州华多网络科技有限公司合同纠纷而被法院冻结资金 0.12 亿元。

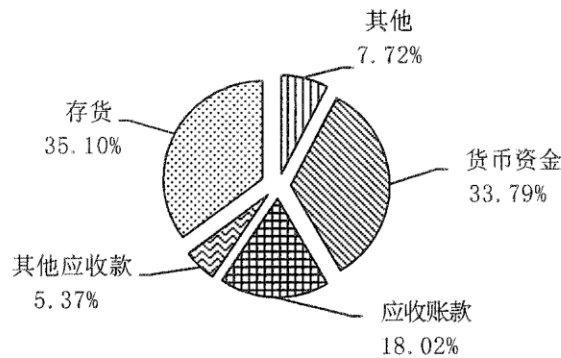


图4 2016年末公司流动资产构成情况

2014~2016年末,公司应收账款逐年增长,主要为应收销售款,其中2015年末及2016年末分别为1.74亿元和2.15亿元,同比分别增长29.67%和23.53%,主要是公司合并范围逐年增加,经营规模逐年扩大所致,2016年末按照账龄分析法计提坏账准备的应收账款中账龄在1年以内占比为87.41%,按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款合计0.72亿元,占应收账款账面余额的30.17%,应收账款已累计计提坏账准备0.22亿元;其他应收款有所波动,主要为往来款及保证金,其中2015年末为0.08亿元,同比减少13.61%,2016年为0.64亿元,同比增加0.56亿元,主要是公司当期收购的福建一春与余贞祺和南平市延顺置业有限公司往来款金额较大所致,按账龄分析法计提坏账准备的其他应收款中1年以内占比为88.69%,其他应收款累计计提坏账准备0.08亿元。

表14 2017年6月末公司其他应收款前五名情况(单位:亿元、%)

单位名称	账龄	金额	占比	款项性质
余贞祺 ⁵	1年以内	0.17	36.77	往来款
国家粮食局粮食交易协调中心	1~2年以内	0.03	7.11	保证金
杭州萧山红垦养殖有限公司	1年以内	0.03	5.40	保证金
福建省南平市聚成资信担保有限公司	3~5年以内	0.02	4.32	保证金
浏阳市清泉畜禽养殖专业合作社	1年以内	0.02	3.57	往来款
合计	-	0.27	57.17	-

资料来源:根据公司提供资料整理

2017年6月末,公司存货为2.74亿元,较2016年末下降34.66%,主要是年末备货对外销售所致;货币资金为5.39亿元,较2016年末增长33.64%,主要是销售回款及借款增加所致;应收账款为3.65亿元,较2016年末增长69.79%,主要是公司畜牧养殖业务规模扩大及为持续开拓市场销售信用政策放宽,下游赊销比例增幅较大所致;其他应收

⁵ 余贞祺持有公司子公司福建一春40%股份,该笔款项在公司完成对福建一春收购前发生。



款为 0.39 亿元，较 2016 年末下降 38.77%，主要是收回余贞祺和南平市延顺置业有限公司往来款所致；其余主要流动资产科目较 2016 年末变化不大。

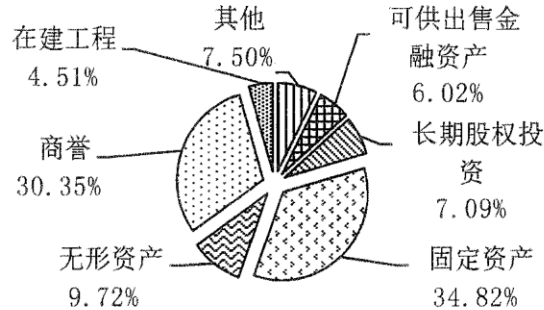


图 5 2016 年末公司非流动资产构成情况

公司非流动资产主要由固定资产、商誉、无形资产、长期股权投资、可供出售金融资产和在建工程等构成。2014~2016 年末，公司经营规模逐渐扩大，固定资产和在建工程逐年增长，固定资产分别为 2.35 亿元、2.99 亿元和 7.71 亿元，2016 年末同比大幅增加 4.72 亿元，主要是合并范围增加，同时公司总部办公室及研发中心、沈阳成农厂房及生产线等项目完工由在建工程转入固定资产所致。公司在建工程分别为 0.48 亿元、0.96 亿元和 1.00 亿元，逐年增长，主要是项目工程建设投入逐年增加所致。

2014~2016 年末，公司商誉分别为 0.13 亿元、5.29 亿元和 6.72 亿元，逐年增长，其中 2015 年末同比增加 5.16 亿元，主要是公司当期收购盈华讯方和华扬药业分别形成商誉 4.50 亿元和 0.63 亿元，2016 年末同比增长 27.08%，主要为公司当期收购武汉天种和福建一春分别形成商誉 1.17 亿元和 0.26 亿元；无形资产分别为 0.65 亿元、0.92 亿元和 2.15 亿元，主要为土地使用权、专利权和软件著作权等，逐年增长，主要是公司通过企业合并导致土地使用权和软件著作权增加所致；2015~2016 年末，长期股权投资分别为 1.03 亿元和 1.57 亿元，其中 2015 年末新增 1.03 亿元，主要为公司对联营企业河南省新大牧业有限公司（以下简称“新大牧业”）和深圳市前海易诚贸易有限公司的新增投资，2016 年末同比增长 52.83%，主要为对新大牧业的投资当期确认的投资收益增加；可供出售金融资产分别为 0.57 亿元、0.72 亿元和 1.33 亿元，主要为按成本计量的公司对外股权投资，其中 2015 年末同比增长 27.01%，2016 年末同比增长 84.98%，主要是公司对佳和农牧股份有限公司等追加投资及新增对芜湖九派金新农产业股权投资基金（有限合伙）、赣州市东进农牧有限公司及惠州东进农牧股份有限公司等股权投资所致。

2017 年 6 月末，公司长期股权投资为 1.93 亿元，较 2016 年末增长 22.91%；在建工程为 1.65 亿元，较 2016 年末增长 65.06%，主要是对在建项目投入增加所致；其余主要非流动资产较 2016 年末变化不大。

从资产运营效率来看，2014~2016年，公司存货周转天数分别为33.86天、24.95天和43.67天，周转效率略有波动；应收账款周转天数分别为17.07天、22.15天和25.35天，周转效率逐年下降。公司对下游经销商及直销农户回款进行管理，应收账款回款周期相对较短，但随经营规模大幅增加，公司应收账款信用政策有所放松。2017年1~6月，公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为47.94天和32.64天。

截至2017年6月末，公司受限资产为3.66亿元，占总资产比重的10.20%，占净资产比重的18.40%，其中包括以公允价值计量公司所持有华扬药业51.00%的股份和武汉天种32.28%的股份共计3.52亿元，用于对公司银行借款提供质押担保；受限的货币资金为0.13亿元。

2014~2016年末，公司经营规模迅速扩张，资产总额快速增长，应收账款周转效率逐年下降。预计未来1~2年，随着经营规模进一步扩张，资产总额有望保持增长。

资本结构

2014~2016年末，公司负债规模逐年大幅增长，以流动负债为主，资产负债率逐年上升；公司有息债务逐年大幅增长，以短期有息债务为主，存在有一定的集中偿债压力

2014~2016年末，随着经营规模的迅速扩张，公司融资需求逐渐扩大，负债规模逐年大幅增长，以流动负债为主，占总负债比重维持在78%以上。2017年6月末，公司总负债为15.97亿元，较2016年末上升9.99%，其中流动负债占比80.69%。

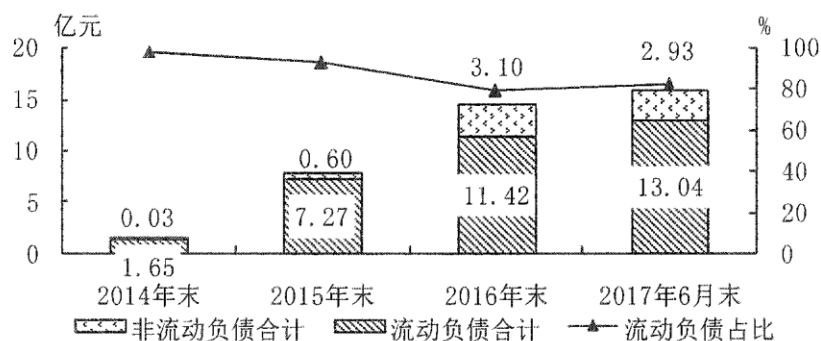


图6 2014~2016年末及2017年6月末公司负债构成情况

公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成。2014~2016年末，随经营规模的持续扩大，合并范围的逐年增加，公司融资规模逐年增大，短期借款分别为0.00亿元、2.80亿元和5.95亿元，逐年增长，其中信用借款占比维持在90%以上。同期，公司应付账款分别为0.93亿元、2.07亿元和2.84亿元，逐年增长，主要是公司经营规模扩大且合并范围增加所致。

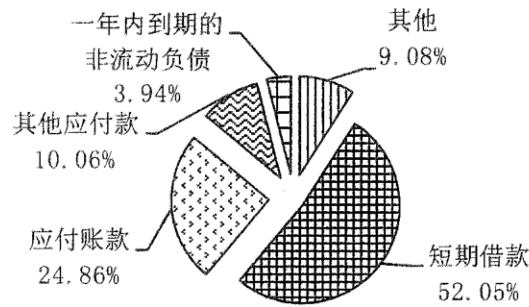


图7 2016年末公司流动负债构成情况

2014~2016年末,其他应付款分别为0.21亿元、1.62亿元和1.15亿元,有所波动,主要为应付保证金、对关联公司的应付款项及应付股权转让款,其中2015年末同比增加1.41亿元,主要是公司收购盈华讯方等导致新增应付股权转让款及对关联方应付款项增加所致,2016年末同比下降28.89%,主要是公司支付部分股权转让款所致。2016年末,公司新增一年内到期的非流动负债0.45亿元,为一年内到期的长期借款。

2017年6月末,公司短期借款9.00亿元,较2016年末增长51.39%;公司应付账款为1.96亿元,较2016年末下降31.14%,主要是公司支付供应商货款增加所致;其他应付款为0.54亿元,较2016年末下降53.18%,主要是公司支付期末应付股权转让款余额所致;其余主要流动负债较2016年末变化不大。

公司非流动负债主要由长期借款、其他非流动负债和递延收益构成。2014~2016年末,长期借款分别为0.00亿元、0.30亿元和1.39亿元,以抵押、质押和担保借款为主,2016年末,公司长期借款同比增加1.09亿元,其中抵押借款和质押借款分别为0.58亿元和0.81亿元。同期,公司递延收益分别为0.03亿元、0.23亿元和0.31亿元,主要为政府补助和盈华讯方递延确认的信息费收入,逐年增长。2016年末公司新增其他非流动负债1.35亿元,为应付永赢资产管理有限公司的投资款项⁶。

2017年6月末,公司长期借款为0.51亿元,较2016年末下降63.44%,主要是公司子公司武汉天种提前偿还部分借款所致;其他非流动负债为2.10亿元,较2016年末增长55.56%,主要是公司应付永赢资产管理有限公司的投资款增加所致;其余主要非流动负债较2016年末变化不大。

2014~2016年末,随公司规模迅速扩大,融资需求不断增大,公司总有息债务逐年大幅增长,以短期为主。

⁶ 2016年6月,公司与永赢资产管理有限公司(以下简称“永盈资管”)、惠州东进农牧股份有限公司、子公司深圳市新金农投资有限公司签订的合伙协议,共同设立深圳市新金农东进产业投资合伙企业(有限合伙),永盈资管作为优先级有限合伙人出资1.35亿元,公司作为其他非流动负债核算。



表 15 2014~2016 年末及 2017 年 6 月末公司有息债务及其占总负债比重情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年 6 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
短期有息债务	9.62	6.45	2.93	0.08
长期有息债务	0.51	1.39	0.30	0.00
总有息债务	10.13	7.84	3.23	0.08
总有息债务占总负债比重	63.44	44.43	37.26	5.02

数据来源: 根据公司提供资料整理

截至 2017 年 6 月末, 公司总有息债务为 10.13 亿元, 总有息债务占总负债比重为 63.44%, 总有息债务中短期借款为 9.62 亿元, 占总息债务的 94.99%, 长期债务全部在 1~2 年内到期, 占总息债务的 5.01%。从短期有息债务的期限结构来看, 公司一年内到期有息债务结构中 46.38%和 33.19%分别于 2017 年第四季度和 2018 年第二季度到期, 有一定的短期集中偿付压力。

表 16 截至 2017 年 6 月末公司未来一年有息债务期限结构 (单位: 亿元、%)

项目	短期借款	一年内到期的非流动负债	应付票据	小计	占比
2017 年第三季度	0.65	0.22	-	0.87	9.04
2017 年第四季度	4.16	0.30	-	4.46	46.39
2018 年第一季度	0.99	-	0.10	1.09	11.38
2018 年第二季度	3.20	-	-	3.20	33.19
合计	9.00	0.52	0.10	9.62	100.00

数据来源: 根据公司提供资料整理

2014~2016 年末及 2017 年 6 月末, 公司所有者权益分别为 8.29 亿、16.56 亿元、19.56 亿元和 19.87 亿元, 逐年增长, 其中股本分别为 3.10 亿元、3.83 亿元、3.81 亿元和 3.81 亿元, 2015 年末股本同比增加 0.72 亿元, 主要是公司发行 0.37 亿股股票购买相关资产及非公开发行 0.36 亿股股票募集配套资金所致, 2016 年末同比减少 0.02 亿元, 主要是盈华讯方 2015 年度未达承诺净利润, 公司 2016 年 7 月完成向交易方回购并注销补偿股份 0.02 亿股; 资本公积分别为 3.03 亿元、8.96 亿元、8.99 亿元和 8.99 亿元, 逐年增长, 主要为公司发行股票, 形成股本溢价所致; 盈余公积分别为 0.25 亿元、0.31 亿元、0.49 亿元和 0.49 亿元, 公司按净利润 10%计提法定盈余公积金; 未分配利润分别为 1.72 亿元、2.38 亿元、3.22 亿元和 3.28 亿元, 随着净利润增加而增长; 少数股东权益分别为 0.19 亿元、1.08 亿元、3.05 亿元和 3.30 亿元, 逐年增大。



表 17 2014~2016 年末及 2017 年 6 月末公司部分偿债能力指标 (单位: 倍、%)

各项指标	2017 年 6 月末	2016 年末	2015 年末	2014 年末
流动比率	0.99	1.04	1.67	3.28
速动比率	0.78	0.68	1.46	2.38
长期资产适合率	99.21	102.32	139.56	182.74
债务资本比率	33.77	28.61	16.33	1.01
资产负债率	44.56	42.61	32.22	16.91

2014~2016 年末,受经营规模迅速扩张影响,公司资产迅速增长、融资需求不断增加,短期融资规模逐年增长,流动比率、速动比率及长期资本对长期资产的覆盖程度均逐年下降,资产负债率逐年上升。2017 年 6 月末,公司流动比率和速动比率较 2015 年末均变化不大,资产负债率继续上升。

表 18 截至 2017 年 6 月末公司对外担保情况 (单位: 亿元)

被担保企业	企业性质	担保方式	担保总额	担保期限 ¹	反担保方式
佳和农牧股份有限公司	民营	保证	0.15	2016.08~2017.08	质押
			0.20	2016.07~2017.07	
吴川市燕来农牧有限公司	民营	保证	0.10	2016.12~2017.12	抵押
			0.10	2017.01~2018.01	
			0.10	2017.02~2018.02	
河南省诸美种猪育种集团有限公司	民营	保证	0.13	2017.06~2018.06	质押
			0.10	2016.11~2017.11	
			0.10	2017.04~2018.04	
下游经销商及养殖户	民营	保证	0.10	2016.09~2018.03	否
合计	-	-	1.08	-	-

数据来源: 根据公司提供资料整理

截至 2017 年 6 月末,公司对外担保共计 1.08 亿元,担保比率为 5.42%。公司所担保对象均为参股下游生猪养殖企业或者个体养殖户,其中佳和农牧股份有限公司为新三板上市公司。

表 19 被担保企业 2016 年财务情况 (单位: 亿元、%)

被保企业	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
佳和农牧股份有限公司	9.94	29.94	9.96	2.71	0.12
河南省诸美种猪育种集团有限公司	3.08	43.24	1.26	0.23	0.02

数据来源: 根据公司提供资料整理

总体来看,2014~2016 年末,公司负债总额逐年大幅增加,资产负债率持续增长,总有息债务中短期有息债务占比较大,公司面临一定

¹ 公司对佳和农牧股份有限公司于 2017 年 7 月和 8 月到期的担保均已到期偿还。



的短期集中偿债压力。

盈利能力

2014~2016年，随着公司业务规模的扩张及业务种类的增加，营业收入和净利润逐年增长；公司期间费用逐年增长，存在一定的费用控制压力

2014~2016年，随着公司各饲料生产线产能释放、畜牧养殖业务规模的扩张及经营范围的增加，公司饲料加工及畜牧养殖产销量逐年扩大，收入逐年增长，毛利率小幅波动。

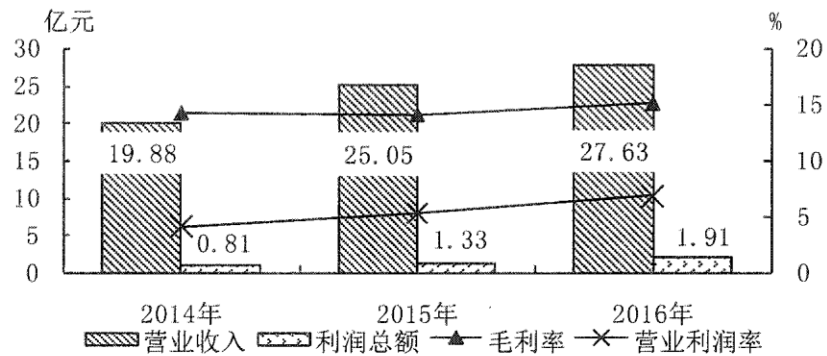


图 8 2014~2016 年公司营业收入及盈利情况

2014~2016年，公司期间费用逐年增长，其占营业收入的比重有所波动。2014~2016年，公司销售费用分别为 0.92 亿元、0.96 亿元和 1.22 亿元，主要由职工薪酬、差旅费和运输费用等构成，其中 2016 年同比增加 27.28%，主要是销售人员薪酬和会务费增加所致；管理费用逐年增长，其中 2015 年和 2016 年同比分别增长 17.79% 和 45.02%，主要是公司经营规模扩大，研发费用增加及管理体系升级所致；财务费用随有息债务增加逐年增长，2015 年和 2016 年同比分别增加 0.14 亿元和 0.12 亿元。2016 年，期间费用率同比提高 2.57 个百分点，公司具有一定的费用控制压力。

表 20 2014~2016 年及 2017 年 1~6 月公司期间费用情况(单位: 亿元、%)

项目	2017 年 1~6 月	2016 年	2015 年	2014 年
销售费用	0.67	1.22	0.96	0.92
管理费用	1.17	1.83	1.26	1.07
财务费用	0.26	0.24	0.12	-0.02
期间费用	2.10	3.29	2.34	1.97
期间费用/营业收入	14.07	11.91	9.34	9.90

2014~2016年，公司投资收益分别为 0.00 亿元、0.20 亿元和 1.14 亿元，逐年增长，其中 2016 年同比增加 0.94 亿元，主要包括公司对



新大牧业和武汉天种⁸投资以权益法核算的投资收益 0.63 亿元和 0.32 亿元；营业利润逐年增长，分别为 0.80 亿元、1.32 亿元和 1.89 亿元；同期，公司营业外收入分别为 0.03 亿元、0.07 亿元和 0.08 亿元，主要为政府补助；利润总额分别为 0.81 亿元、1.33 亿元和 1.91 亿元；所得税费用分别为 0.19 亿元、0.25 亿元和 0.16 亿元；净利润分别为 0.63 亿元、1.08 亿元和 1.74 亿元，逐年增长。公司总资产报酬率分别为 8.19%、6.05%和 6.36%，净资产收益率分别为 7.55%、6.49%和 8.91%，均有所波动。

2017 年 1~6 月，公司营业收入为 14.89 亿元，同比增长 27.18%，主要是公司饲料业务经营规模扩大和畜牧养殖业务合并范围增加所致；毛利率为 20.09%，同比提升 2.35 个百分点；期间费用为 2.10 亿元，同比增长 42.00%，期间费用率为 14.07%，同比提高 1.47 个百分点；投资收益为 0.20 亿元，同比下降 58.53%，主要是公司将联营企业武汉天种纳入合并范围导致联营企业投资收益大幅减少所致；营业利润为 0.99 亿元，同比下降 2.88%；营业外收入为 0.12 亿元，同比增加 0.09 亿元；净利润为 1.02 亿元，同比增长 2.39%。公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.62%和 4.84%。

2014 年以来，随着经营规模的逐渐扩大，公司收入及利润持续增长。2016 年以来，公司期间费用及期间费用率增幅较大，公司存在一定的成本控制压力。

现金流

2014 年以来，公司经营性净现金流波动较大，对利息和债务的保障能力不稳定；公司在建项目较多，未来存在一定资本支出压力

2014~2016 年，公司经营性净现金流波动较大，其中 2015 年为 2.86 亿元，同比由净流出转为净流入，现金流获取能力大幅增强，主要是公司当期收入大幅提高且回款情况较好所致，2016 年为-0.49 亿元，同比转为净流出，主要是购买原材料等支付的现金同比大幅增加、且年末备货导致存货大幅增加及职工薪酬支付增加等所致；投资性现金流净流出额逐年增加，主要为公司经营规模逐年持续扩大，固定资产类及股权类投资持续增加所致；筹资性净现金流有所波动，其中 2015 年同比由净流出转为净流入，主要是公司于 2015 年完成非公开发行募集资金及借款增加所致，2016 年末净流入额同比下降 26.16%，主要是当期借款减少所致。同期，公司现金回笼率分别为 96.04%、103.48%和 99.69%。

⁸ 公司于 2016 年 12 月 31 日将武汉天种纳入合并报表范围，其利润以投资收益核算。

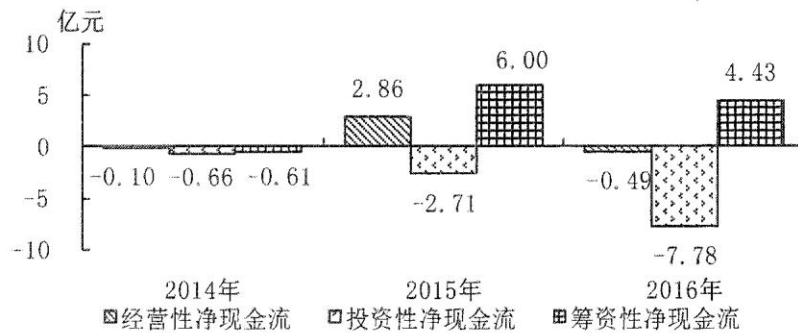


图9 2014~2016年公司现金流情况

2017年1~6月，公司经营性净现金流为0.31亿元，同比转为净流入，主要是公司收购的武汉天种和福建一春当期利润增加且回款较好；投资性净现金流为-1.05亿元，净流出额同比下降71.13%，公司投资有所减少；筹资性净现金流为2.10亿元，同比增长30.69%，主要是借款增加所致。同期，公司现金回笼率为92.20%。

表21 2014~2016年及2017年1~6月部分偿债指标(单位：%、倍)

项目	2017年1~6月	2016年	2015年	2014年
经营性现金净流/流动负债	2.53	-5.21	63.98	-5.49
经营性现金净流/总负债	2.03	-4.35	59.75	-5.39
经营现金流利息保障倍数	1.13	-1.87	18.98	-21.40
EBIT利息保障倍数	4.75	8.31	9.83	181.66
EBITDA利息保障倍数	-	9.99	11.74	232.76

2014年以来，公司经营性净现金流波动较大，对负债及利息的保障程度不稳定。2014~2016年，由于公司负债规模逐年大幅增长使得利息支出逐年大幅增长，EBIT和EBITDA对利息保障程度增强逐年减弱，但整体看，保障能力较好。

截至2016年6月末，公司主要在建工程预计投资总额为17.92亿元，已累计投资1.35亿元，未来需投资16.41亿元，未来有一定的融资需求。预计未来1~2年，随着主要项目投入增加，公司有较大的资本支出压力。



表 22 截至 2017 年 6 月末公司主要在建情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	项目起止年限	累计投资	未来计划投入		
				2017 年 7~12 月	2018 年	2019 年
铁力市金新农生态农牧有限公司生猪养殖一期项目	7.94	2016~2019	0.14	1.00	3.45	3.35
南平金新农出栏百万头生态养殖项目	3.50	2017~2019	0.11	0.39	1.50	1.50
安徽金新农厂房及生产线	2.50	2014~2019	0.46	0.84	0.70	0.50
福建一春生态养殖小区仔猪供应基地项目	1.50	2016~2018	0.04	0.10	1.36	-
始兴优百特厂房	2.31	2015~2019	0.51	0.35	0.75	0.70
漯河天种沼气工程	0.09	2016~2017	0.05	0.04	-	-
湖北金新农发酵饲料生产线设备	0.08	2016~2017	0.04	0.04	-	-
合计	17.92	-	1.35	2.72	7.64	6.05

资料来源：根据公司提供资料整理

偿债能力

2014 年以来，公司经营规模迅速扩张，总资产逐年大幅增长，以非流动资产为主。截至 2017 年 6 月末，公司负债总额为 15.97 亿元，资产负债率为 44.56%，其中有息债务 10.13 亿元，占总负债比重为 63.44%，债务结构主要集中在一年内到期，公司有一定的短期偿债压力。2014~2016 年，随着产品销量逐年增加，公司营业收入逐年增长。随着公司下游养殖业务规模的扩大，未来收入有望保持增长。2014 年以来，公司经营性净现金流波动较大，对负债保障程度不稳定；EBIT 和 EBITDA 对利息及债务保障程度逐渐下降，但整体处于较好水平；公司在建项目较多，未来存在一定的资金支出压力。截至 2017 年 6 月末，公司与多家银行保持合作关系，授信额度较为充足，拥有一定的融资空间。作为上市公司，公司直接融资渠道较为畅通。本次可转换债券发行额度为 6.60 亿元，规模较大，若未实现转股，则公司未来将面临很大的债务集中偿付风险。综合来看，公司偿债能力很强。

债务履约情况

根据公司提供的由中国人民银行征信中心出具的《企业信用信息报告》，截至 2017 年 6 月 29 日，公司本部未发生信贷违约事件。截至本报告出具日，公司未在公开市场中发行过债务融资工具。



结论

随着饲料加工和养殖产业结构调整速度逐渐加快，规模化、规范化企业的经营优势愈发明显。公司业务种类较为多元，有利于低于单一市场波动风险。公司重视饲料产品的技术研发，是教槽料生产领域的先进企业，生产的教槽料在行业内享有一定的品牌知名度。2014~2016年，公司饲料加工业务规模持续增长，饲料产销量逐年升高。随着公司在生猪养殖行业投入的增加，生猪养殖规模逐渐扩张，产量和产能大幅提高，畜牧养殖业务收入和毛利润将大幅提高。动物保健业务的涉入对公司生猪养殖产业链布局有一定的支撑作用。但同时，饲料行业原材料价格的波动使公司具有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，公司面临一定的经营风险。公司在建项目较多，未来有一定的资金支出压力。

综合分析，公司偿还债务的能力很强，本次债券到期不能偿付的风险很小。预计未来1~2年，随着公司畜牧养殖项目的投产，公司经营规模有望保持增长。因此，大公对金新农的评级展望为稳定。

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”）将对深圳市金新农科技股份有限公司（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

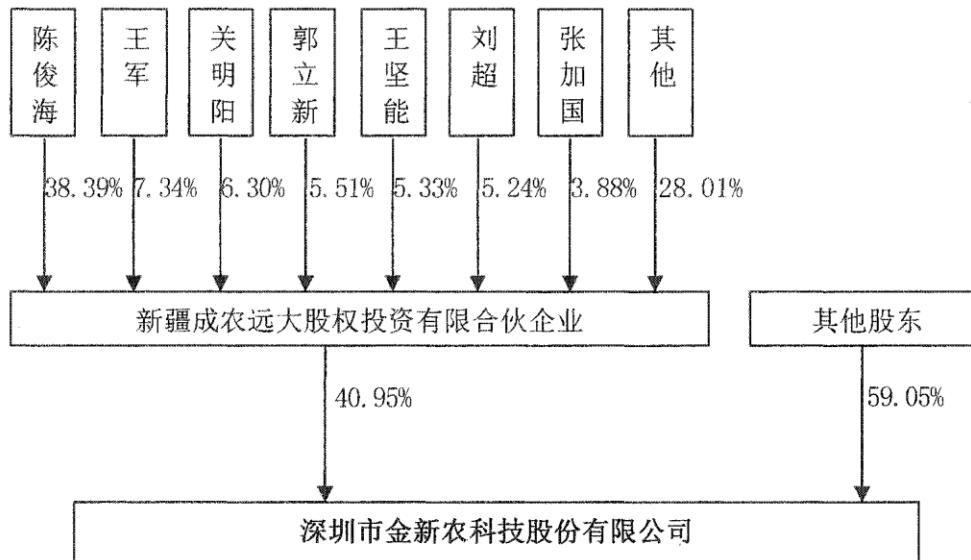
跟踪评级将按照收集评级所需资料、现场访谈、评级分析、评审委员会审核、出具评级报告、公告等程序进行。

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。

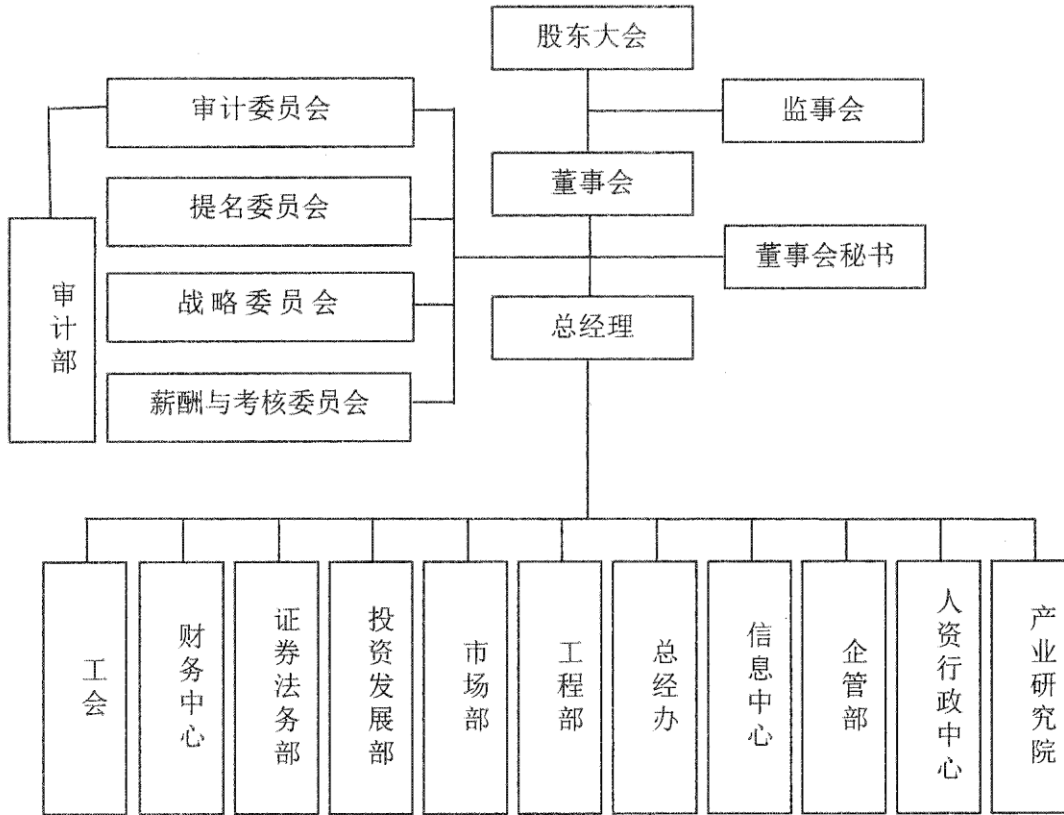


附件 1 截至 2017 年 6 月末深圳市金新农科技股份有限公司股权结构图





附件2 截至2017年6月末深圳市金新农科技股份有限公司组织结构图





附件 3

深圳市金新农科技股份有限公司主要财务指标

单位：万元

年份	2017年6月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
资产类				
货币资金	53,890	40,324	77,383	15,945
应收票据	33	280	1,607	695
应收账款	36,505	21,500	17,404	13,422
其他应收款	3,927	6,414	828	959
预付款项	6,314	4,841	3,097	3,412
存货	27,368	41,887	15,056	14,793
流动资产合计	128,560	119,342	121,390	54,225
长期股权投资	19,298	15,700	10,273	0
固定资产	74,860	77,103	29,860	23,511
在建工程	16,486	9,988	9,597	4,776
无形资产	21,047	21,522	9,181	6,507
商誉	67,207	67,207	52,886	1,319
非流动资产合计	229,843	221,459	122,948	45,547
总资产	358,403	340,802	244,338	99,772
占资产总额比 (%)				
货币资金	15.04	11.83	31.67	15.98
应收票据	0.01	0.08	0.66	0.70
应收账款	10.19	6.31	7.12	13.45
其他应收款	1.10	1.88	0.34	0.96
预付款项	1.76	1.42	1.27	3.42
存货	7.64	12.29	6.16	14.83
流动资产合计	35.87	35.02	49.68	54.35
长期股权投资	5.38	4.61	4.20	0.00
固定资产	20.89	22.62	12.22	23.56
在建工程	4.60	2.93	3.93	4.79
无形资产	5.87	6.32	3.76	6.52
商誉	18.75	19.72	21.64	1.32
非流动资产合计	64.13	64.98	50.32	45.65



附件 3 深圳市金新农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6月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
负债类				
短期借款	90,000	59,450	28,000	0
应付票据	1,000	568	1,337	849
应付账款	19,554	28,397	20,742	9,260
预收款项	4,085	2,537	1,857	1,612
应付职工薪酬	2,692	4,399	2,810	2,155
其他应付款	5,380	11,491	16,159	2,053
一年内到期的非流动负债	5,250	4,500	0	0
流动负债合计	130,368	114,214	72,749	16,540
长期借款	5,072	13,872	2,984	0
其他非流动负债	21,000	13,500	0	0
非流动负债合计	29,348	30,998	5,986	333
负债合计	159,716	145,212	78,734	16,873
占负债总额比 (%)				
短期借款	56.35	40.94	35.56	0.00
应付票据	0.63	0.39	1.70	5.03
应付账款	12.24	19.56	26.34	54.88
预收款项	2.56	1.75	2.36	9.55
应付职工薪酬	1.69	3.03	3.57	12.77
其他应付款	3.37	7.91	20.52	12.17
一年内到期的非流动负债	3.29	3.10	0.00	0.00
流动负债合计	81.62	78.65	92.40	98.03
长期借款	3.18	9.55	3.79	0.00
其他非流动负债	13.15	9.30	0.00	0.00
非流动负债合计	18.38	21.35	7.60	1.97
权益类				
实收资本(股本)	38,084	38,084	38,317	31,020
资本公积	89,892	89,887	89,629	30,329
盈余公积	4,885	4,885	3,116	2,470
未分配利润	32,828	32,191	23,790	17,184
归属于母公司所有者权益	165,650	165,047	154,853	81,002
少数股东权益	32,998	30,543	10,751	1,897
所有者权益合计	198,687	195,590	165,603	82,899

附件 3 深圳市金新农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6月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
损益类				
营业收入	148,944	276,286	250,485	198,783
营业成本	119,015	234,731	215,339	170,615
销售费用	6,665	12,218	9,599	9,193
管理费用	11,674	18,272	12,600	10,697
财务费用	2,621	2,415	1,188	-208
投资收益	2,129	11,391	2,022	86
营业利润	9,876	18,861	13,191	8,005
利润总额	10,239	19,071	13,289	8,130
所得税费用	623	1,644	2,538	1,870
净利润	9,616	17,426	10,751	6,259
归属于母公司所有者的净利润	6,345	15,882	10,355	6,102
占营业收入比 (%)				
营业成本	79.91	84.96	85.97	85.83
销售费用	4.47	4.42	3.83	4.62
管理费用	7.84	6.61	5.03	5.38
财务费用	1.76	0.87	0.47	-0.10
投资收益	1.43	4.12	0.81	0.04
营业利润	6.63	6.83	5.27	4.03
利润总额	6.87	6.90	5.31	4.09
所得税费用	0.42	0.60	1.01	0.94
净利润	6.46	6.31	4.29	3.15
现金流类				
经营活动产生的现金流量净额	3,092	-4,867	28,563	-963
投资活动产生的现金流量净额	-10,537	-77,793	-27,096	-6,628
筹资活动产生的现金流量净额	21,011	44,285	59,972	-6,060
财务指标				
EBIT	12,969	21,680	14,794	8,175
EBITDA	-	26,053	17,664	10,474
总有息债务	101,322	78,390	32,320	849



附件 3 深圳市金新农科技股份有限公司主要财务指标 (续表 3)

年份	2017年6月 (未经审计)	2016年	2015年	2014年
财务指标				
毛利率 (%)	20.09	15.04	14.03	14.17
营业利润率 (%)	6.63	6.83	5.27	4.03
总资产报酬率 (%)	3.62	6.36	6.05	8.19
净资产收益率 (%)	4.84	8.91	6.49	7.55
资产负债率 (%)	44.56	42.61	32.22	16.91
债务资本比率 (%)	33.77	28.61	16.33	1.01
长期资产适合率 (%)	99.21	102.32	139.56	182.74
流动比率 (倍)	0.99	1.04	1.67	3.28
速动比率 (倍)	0.78	0.68	1.46	2.38
保守速动比率 (倍)	0.41	0.36	1.09	1.01
存货周转天数 (天)	52.37	43.67	24.95	33.86
应收账款周转天数 (天)	35.05	25.35	22.15	17.07
经营性净现金流/流动负债 (%)	2.53	-5.21	63.98	-5.49
经营性净现金流/总负债 (%)	2.03	-4.35	59.75	-5.39
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	1.13	-1.87	18.98	-21.40
EBIT 利息保障倍数 (倍)	4.75	8.31	9.83	181.66
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	9.99	11.74	232.76
现金比率 (%)	41.34	35.39	107.24	96.40
现金回笼率 (%)	92.20	99.69	103.48	96.04
担保比率 (%)	5.42	4.67	11.20	17.37



附件 4

各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. 营业利润率 (%) = $\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
3. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
4. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
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 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
8. 长期资产适合率 (%) = $(\text{所有者权益} + \text{非流动负债}) / \text{非流动资产} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / \text{资本化总额} \times 100\%$
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 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
15. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
16. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
17. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
18. 存货周转天数⁹ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
19. 应收账款周转天数¹⁰ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
20. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
21. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

⁹ 半年度取 180 天。

¹⁰ 半年度取 180 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%



附件 5

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。



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD.

信用等级通知书

大公报 D【2017】731 号

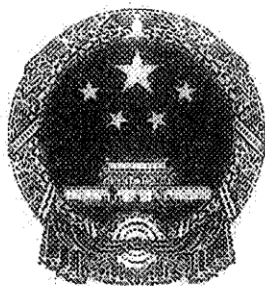
深圳市金新农科技股份有限公司：

受贵公司委托，我公司对贵公司拟于 2017 年发行的不超过 6.6 亿（含 6.6 亿）元人民币 6 年期公司债券的信用状况进行了评估，确定 2017 年公司债券信用等级为 AA-，深圳市金新农科技股份有限公司的主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定。在该债券存续期内，我公司保留对其信用状况跟踪评估并公布信用级别变化之权利。

大公国际资信评估有限公司

二〇一七年八月二十五日





营业执照

(副本) (4-1)

统一社会信用代码 911101051000158757

名称 称 大公国际资信评估有限公司

类型 其他有限责任公司

住所 北京市朝阳区霄云路26号鹏润大厦 A座2901

法定代表人 关建中 任职 深圳市金新农科技股份有限公司 2017年度

注册资本 5000万元 公开发行可转换公司债券信用评级报告

成立日期 1994年03月10日

营业期限 1994年03月10日 至 2044年03月09日

经营范围 企业信用度及有价证券等级评估；向国内外申请贷款及担保信用度评估；项目可行性研究及可行性研究报告编制与评估；证券市场资信评级业务；股份制改组企业方案设计、财务咨询服务；信用管理咨询服务；经济管理咨询服务及人员培训。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。）



在线扫码获取详细信息

登记机关



2015年 1月 18日

提示：每年1月1日至6月30日通过企业信用信息公示系统报送上一年度年度报告并公示。



第一条 根据《中华人民共和国保险法》第一百零五条的有关规定，经国务院批准，保险公司可以投资企业债券。为保证保险公司资金运用的流动性、安全性、盈利性，特制定本办法。

第二条 本办法所称企业债券是指经国家主管部门批准发行，且经监管部门认可的信用评级机构评级在AA级以上的企业债券。

目前中国保监会认可的信用评级机构为中诚信国际信用评级有限公司、大公国际资信评估有限公司。其他评级公司须另行认可。

第三条 保险公司依本办法买卖企业债券，自主经营、自担风险、自负盈亏。

第四条 企业债券应由各保险公司总公司或保险资产管理公司统一买卖，保险公司分支机构不得买卖企业债券。

第五条 保险公司投资企业债券实行比例控制的办法。保险公司购买的各种企业债券余额按成本价格计算不得超过本公司上月末总资产的20%。

保险公司同一期单品种企业债券持有量不得超过该期单品种企业债券发行额的15%或保险公司上月末总资产的2%，两者以低者为准。

第六条 保险公司在沪、深证券交易所、全国银行间债券市场买卖债券，应当遵守相关法律、法规及业务规则。

第七条 保险公司经批准开办的投资连结保险可以设立投资企业债券比例最高为该账户总资产100%的投资账户，万能寿险可以设立投资企业债券比例最高为该账户总资产80%的投资账户。投资账户的设立、合并、撤销、变更应符合我会的有关规定。

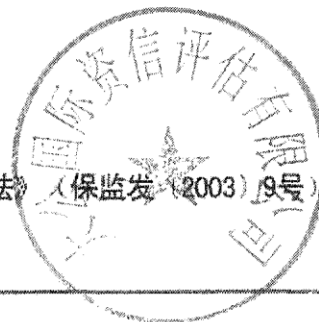
分红保险或其他独立核算的保险产品，投资企业债券的比例不得超过本产品上月末总资产的20%。

第八条 保险公司未按本办法规定买卖企业债券的，中国保监会可依据《中华人民共和国保险法》及有关法律、法规予以行政处罚。

第九条 外国保险公司分公司适用本办法。

第十条 本办法由中国保监会负责解释，修订亦同。

第十一条 本办法自发布之日起施行。《保险公司购买中央企业债券管理办法》（保监发〔2003〕9号）同时废止。





中华人民共和国
证券市场资信评级业务许可证

公司名称：大公国际资信评估有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：关建中

注册地址：北京市朝阳区霄云路26号鹏润大厦B座20层B2001

编号：ZPJ007



中国证券监督管理委员会(公章)

2008年2月26日



中国人民银行文件

银发[1997]547号

关于中国诚信证券评估有限公司等机构 从事企业债券信用评级业务资格的通知

中国人民银行各省、自治区、直辖市分行，深圳经济特区分行：

为了加强企业债券资信评级工作，总行初步确定以下机构的企业债券资信评级资格：中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限责任公司、深圳市资信评估公司、云南资信评估事务所、长城资信评估有限公司、上海远东资信评估公司、上海新世纪投资服务公司、辽宁省资信评估公司、福建省资信评级委员会。有关事项如下：

一、除中国人民银行总行认可具有企业债券资信评级

- 1 -



资格的机构外,其他机构所进行的企业债券信用评级人民银行不予承认。

二、企业债券发行前,必须经人民银行总行认可的企业债券信用评级机构进行信用评级。

三、取得企业债券资信评级资格的评级机构可以在全国范围内从事企业债券信用评级。任何地区和部门不得阻挠其开展工作。

四、总行将另行制定包括企业债券在内的证券评级业务的管理办法。

以上通知,请严格遵照执行。



主题词:金融市场管理 企业债券 评级资格 通知

抄 送:中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限责任公司
内部发送:办公厅、非银行司、银行司、稽核局、条法司

打 字:刘 焱 校 对:卢志城 谢金荣
中国人民银行办公厅

一九九七年十二月十七日印发

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



于清如, 证件号码:211202199003310026, 于2010年10月24日参加证券投资基金考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



2010101303791305

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



于清如, 证件号码:211202199003310026, 于2010年12月05日参加证券市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.net.cn信息



2010121302139601

SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



何海涛, 证件号码:130825199010230717, 于2016年11月20日参加金融市场基础知识考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.gov.cn信息

20161111000052257960110000



SAC 证券业从业人员资格考试
成绩合格证



何海涛, 证件号码:130825199010230717, 于2016年11月20日参加证券市场基本法律法规考试, 成绩合格

*上述信息应与中国证券业协会网站www.sac.gov.cn信息

20161111000050911980110000



中国证券业执业证书

执业注册记录



证书取得日期 2016-10-11

证书有效截止日期 2018-12-31

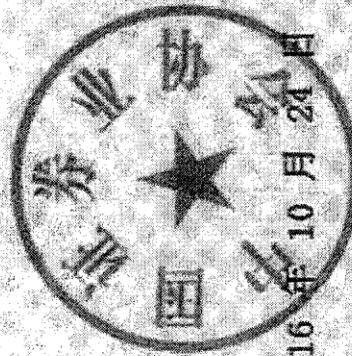
姓名: 王晶晶

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 大公国际资信评估有限公司

编号: K0020216100001



2016年10月24日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期, 从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。