

中牧实业股份有限公司

2016 年公开发行公司债券(第一期) 2018 年跟踪信用评级报告



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

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

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

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

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

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【570】号 01

债券简称：16 中牧 01
债券剩余规模：12 亿元
债券到期日期：2021 年
02 月 26 日
债券偿还方式：单利按
年计息，到期一次还本，
附存续期第 3 年末公司
上调票面利率选择权及
投资者回售选择权

分析师

姓名：
张晓辉 林心平

电话：
0755-82871027

邮箱：
zhangxh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

中牧实业股份有限公司 2016 年公开发行公司债券 (第一期) 2018 年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA+	AA+
发行主体长期信用等级	AA+	AA+
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2018 年 06 月 11 日	2017 年 05 月 26 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对中牧实业股份有限公司（以下简称“中牧股份”或“公司”，股票代码：600195.SH）及其 2016 年 02 月 26 日公开发行的公司债券（第一期）（以下简称“本期债券”）的 2018 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA+，发行主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司主要产品市场占有率仍然较高，竞争优势明显，投资收益对盈利贡献较大，整体盈利能力有所增强，且资产负债率水平不高；同时我们也关注到，国家取消猪瘟和高致病性猪蓝耳病强制免疫后使得公司政府招采产品收入出现一定幅度下降，喹乙醇生产禁令会对兽药板块产生一定不利影响，以及公司面临一定资金支出压力等风险因素。

正面：

- 公司主要产品市场占有率仍然较高，竞争优势明显。2017 年公司生物制品板块猪瘟类疫苗、乙脑疫苗等产品市场占有率均位居首位；兽药板块喹烯酮预混剂、乙酰甲喹及喹乙醇原料药市场占有率均达到 40%以上，均排名第一；复合维生素产品市场占有率为 18%，仍位居国内第二位。
- 公司投资收益对盈利贡献较大，整体盈利能力有所增强。2017 年公司营业利润为 4.91 亿元，同比增长 18.52%，其中投资收益为 2.90 亿元，占营业利润的 59.11%；公司投资收益主要是持有（减持）厦门金达威集团股份有限公司（以下简称“金达威”）股票、银行理财产品获得的收益，截至 2017 年末，公司持有金达威股权为 13,269.11 万股，持股比例为 21.52%。

- **公司资产负债率水平不高，短期偿债压力较小。**截至 2018 年 3 月末，公司资产负债率为 35.63%，负债水平较低；有息债务为 13.30 亿元，大部分为本期债券，短期有息债务较少，短期偿债压力较小。

关注：

- **2017 年国家取消猪瘟和高致病性猪蓝耳病强制免疫后使得公司政府招采产品收入出现一定幅度下降。**2017 年国家取消猪瘟和高致病性猪蓝耳病强制免疫使得猪瘟疫苗和猪蓝耳病疫苗销量均出现下降，受此影响，当年公司政府招采产品实现销售收入 7.27 亿元，同比下降 18.50%。
- **喹乙醇生产禁令会对兽药板块产生一定不利影响。**2018 年 1 月农业部发布公告，自 2018 年 5 月 1 日起禁止生产喹乙醇，考虑到 2017 年公司喹乙醇销售收入 1.01 亿元，占兽药收入的 11.91%，上述禁令会对公司兽药板块收入产生一定不利影响。
- **公司在建及拟建项目面临一定资金支出压力。**由于《兽用疫苗生产企业生物安全三级防护标准》等文件的出台，公司需对生物制品板块的兰州厂、保山厂、乾元浩郑州厂进行三级防护标准改造，计划总投资 11.57 亿元；2018 年 3 月末兽药板块在建项目尚需投资 2.03 亿元，上述两者合计 13.60 亿元，公司面临一定资金支出压力。
- **公司存货存在一定的跌价风险。**2017 年末存货账面价值达到 6.53 亿元，占总资产的 10.40%，并已计提跌价准备 0.34 亿元；考虑到存货中部分产品为有效期较短的疫苗，需关注其跌价风险。

主要财务指标：

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	633,712.37	628,293.16	603,068.11	439,036.14
归属于母公司所有者权益合计（万元）	379,803.43	368,038.62	335,757.33	303,719.05
有息债务（万元）	132,989.30	131,360.42	126,593.67	5,003.22
资产负债率	35.63%	37.07%	38.74%	23.57%
流动比率	3.45	3.20	3.03	1.91
速动比率	2.81	2.60	2.51	1.21
营业收入（万元）	93,945.16	406,972.93	397,387.04	423,418.99
投资收益（万元）	7,366.94	29,021.39	17,072.53	3,636.42
营业利润（万元）	15,442.62	49,100.34	41,427.82	32,411.57
利润总额（万元）	15,515.53	49,461.42	42,753.91	33,609.61
综合毛利率	31.84%	28.19%	29.38%	25.91%
总资产回报率	-	8.75%	8.91%	7.95%

EBITDA（万元）	-	72,216.73	64,465.47	51,004.87
EBITDA 利息保障倍数	-	16.37	17.47	57.98
经营活动现金流净额（万元）	-19,498.02	20,249.64	63,340.25	53,013.59

资料来源：公司 2015~2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2016年2月26日发行5年期12亿元公司债券，募集资金用于补充公司流动资金，优化公司资本结构。截至2018年4月30日，公司已用部分暂时闲置的本期债券募集资金购买理财产品。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、主营业务均未发生变更。2017年公司控股股东中国牧工商集团有限公司（原名“中国牧工商（集团）总公司”，2017年12月变更为现名）通过集中竞价方式减持公司股票859.60万股，减持后，持股比例变更为49.91%。截至2018年3月31日，公司注册资本仍为42,980.00万元，控股股东仍为中国牧工商集团有限公司，实际控制人仍为国务院国有资产监督管理委员会，公司股权结构图见附录六。2017年公司减少一家纳入合并报表范围子公司，即中牧泰州生物有限公司（以下简称“中牧泰州”）。

表1 2017年公司合并范围内子公司变动情况（单位：万元）

子公司名称	注册资本	主营业务	丧失控制权时间	备注
中牧泰州生物有限公司	20,000.00	畜牧产品生产销售	2017年8月	处置

注：2017年8月，公司以1.20亿元处置中牧泰州60%股权，2016年中牧泰州营业收入55.34万元。

资料来源：公司2017年年报

截至2017年12月31日，公司资产总额为62.83亿元，归属于母公司的所有者权益为36.80亿元，资产负债率为37.07%；2017年度，公司实现营业收入40.70亿元，利润总额4.95亿元，经营活动现金净流入2.02亿元。

截至2018年3月31日，公司资产总额为63.37亿元，归属于母公司的所有者权益为37.98亿元，资产负债率为35.63%；2018年1-3月，公司实现营业收入9.39亿元，利润总额1.55亿元，经营活动现金净流出1.95亿元。

三、运营环境

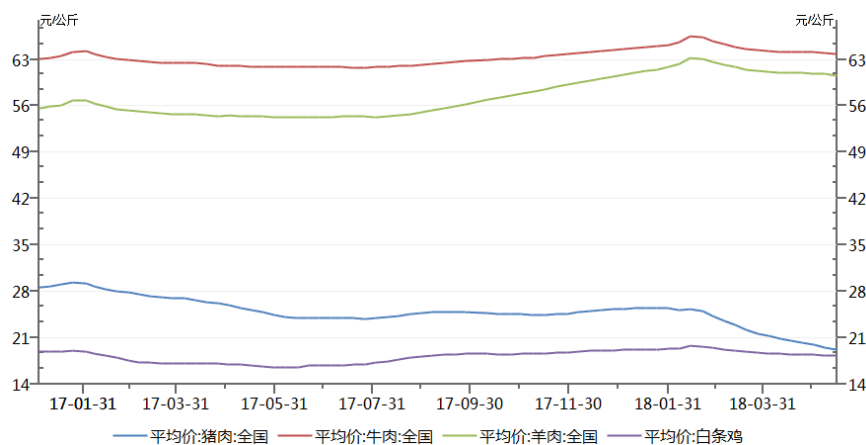
2017年我国主要肉类产量保持增长，畜牧业经营规模较为稳定，有利于生物制品、兽药和饲料行业的发展

生物制品、兽药及饲料的市场需求主要派生于畜牧业的发展。2017年以来受猪肉价格下跌等因素的影响，全国畜牧业总产值有所下降；当年我国畜牧业总产值为30,285.04亿元，

同比下降4.47%；2018年一季度我国畜牧业累计总产值为7,329.21亿元，同比下降2.57%。

从主要畜禽产品价格来看，受居民消费季节性的影响，2017年猪肉、牛肉、羊肉等主要畜禽产品价格呈先跌后涨的态势。具体来看，牛肉和羊肉价格相对较高，波动幅度较小；白条鸡价格较低，整体较为稳定；猪肉价格呈波动下跌态势，特别是2018年一季度以来，猪肉价格下滑较快。

图1 2017年-2018年5月我国主要畜禽产品价格走势



资料来源: Wind, 鹏元整理

2017年我国主要肉类产量均有所增长，当年全国猪牛羊禽肉产量8,431万吨，同比增长0.8%，其中猪肉、牛肉、羊肉、禽肉产量分别同比增长0.8%、1.3%、1.8%、0.5%；除猪肉外，其他肉类产量增速较2016年均有所下降。2017年我国猪肉产量5,340万吨，增速较上年提升4.2个百分点，2017年末全国生猪存栏43,325万头，同比下降0.4%；生猪出栏68,861万头，同比增长0.5%。整体来看，2017年我国主要肉类产量保持增长，畜牧业经营规模较为稳定，有利于生物制品、兽药和饲料行业的发展。

表2 2016-2017年我国主要畜禽产品产量情况（单位：万吨）

项目	2017 年		2016 年	
	产量	增长率	产量	增长率
猪牛羊禽肉	8,431	0.8%	8,363	-1.1%
猪肉	5,340	0.8%	5,299	-3.4%
牛肉	726	1.3%	717	2.4%
羊肉	468	1.8%	459	4.2%
禽肉	1,897	0.5%	1,888	3.4%
禽蛋	3,070	-0.8%	3,095	3.2%

资料来源: 2016-2017年国民经济和社会发展统计公报, 鹏元整理

2017年国家禁控化药的力度有所增加，兽药原材料和终端价格普遍上涨，兽药监管力

度进一步增强，行业整体稳定向好发展

近年我国兽药行业稳定向好发展，根据中国产业信息网的数据，2016年我国兽药行业市场容量465亿元，其中化药333亿元（包括化学制剂药181亿元、原材药108亿元以及中兽药43亿元），同比增长9%；生药131亿元（包括强制免疫类生药85亿元以及非强制免疫生药46亿元），同比增长22%。

目前我国兽药中化学制剂药规模最大，但随着大众对兽药产品的滥用以及药物残留问题的担忧，国家禁控化药的力度有所增加。2017年6月农业部制定了《全国遏制动物源细菌耐药行动计划（2017—2020年）》，提出推动促生长用抗菌药物逐步退出，强化兽用抗菌药物监督管理，争取到2020年实现凭兽医处方销售兽用抗菌药物的比例达到50%，人兽共用抗菌药物或易产生交叉耐药性的抗菌药物作为动物促生长剂逐步退出。2018年1月农业部发布第2638号公告，停止在食品动物中使用喹乙醇、氨苯胂酸、洛克沙肿等3种兽药，自2018年5月1号起停止生产喹乙醇、氨苯胂酸、洛克沙肿等3种兽药的原料药及各种制剂，相关企业的兽药产品批准文号同时注销。

2017年11月，环保部、食药监总局等联合发布《关于做好京津冀及周边地区医药企业2017-2018年采暖季错峰生产的通知》，制定原料药采暖季错峰生产具体措施，明确停产品种、停产时限、停产方式等内容，严格按照要求实施停产。随后环保部等10部委联合北京等6省(市)政府下发《京津冀及周边地区2017~2018年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，特别强调涉及原料药生产的医药企业，如果违反排放工序原则上将实施停产。受“环保风暴”影响，2017年底兽药行业多种主要原料、包材价格持续大幅上涨，下游企业也随之提价，终端兽药价格普遍上涨。

2017年以来我国兽药监管力度继续增强。2017年4月农业部印发《2017年全国农资打假专项治理行动实施方案》，规定重点查处制售假劣兽药和违禁药物、改变产品组方滥加抗菌药物、中兽药添加化学药物等行为。2017年10月修订后的新版《饲料卫生标准》发布，全面规定了各类有毒有害污染物在饲料原料、饲料产品中的限量值。2017年12月农业部修订了《饲料添加剂安全使用规范》，将抗氧化剂等类别中重要品种纳入管理范围，饲料添加剂由原《规范》涉及的4类73个品种扩大到目前的8类120个品种。整体来看，行政管理部门出重拳强化兽药饲料等畜牧业投入品生产、经营和使用环节的监督管理促使兽药产业升级，兽药GSP认证的全面推广很大程度净化了兽药经销市场，加速兽药流通、经营与使用环节向更规范方向发展，养殖企业对兽药的选购更加挑剔。

2017年起猪瘟和高致病性猪蓝耳病退出强制免疫会对以政府采购疫苗收入为主的企业产生较大影响；三级防护标准的出台有利于提升兽用疫苗生产企业生物安全防护水平，

但也使企业面临升级改造等现实资金投入问题

2016年7月21日农业部、财政部发布《关于调整完善动物疫病防控支持政策的通知》，规定从2017年1月1日起，国家继续对口蹄疫、高致病性禽流感和小反刍兽疫实施强制免疫和强制扑杀；对猪瘟和高致病性猪蓝耳病暂不实施国家强制免疫政策。2017年3月农业部制定了《国家高致病性猪蓝耳病防治指导意见（2017-2020年）》、《国家猪瘟防治指导意见（2017-2020年）》，规定各地要根据流行状况和风险评估结果，及时制定实施本辖区的免疫方案，并做好免疫效果评价，必要时可将高致病性猪蓝耳病、猪瘟纳入本省（区、市）强制免疫病种补助范围。2018年1月农业部印发了《2018年国家动物疫病强制免疫计划》，继续对口蹄疫、高致病性禽流感、小反刍兽疫、布鲁氏菌病、包虫病实行强制免疫，对猪瘟和高致病性猪蓝耳病按照国家防治指导意见执行。

猪瘟和高致病性猪蓝耳病退出强制免疫后，猪瘟疫苗和猪蓝耳病疫苗销售方式由政府采购和市场销售结合转变为完全市场销售，上述产品的市场竞争会更加激烈，廉价、低质的疫苗将逐渐被淘汰。对疫苗生产企业而言，则需投入大量研发人员以及设备、采用更先进的生产工艺与新技术研制高品质疫苗，并带来终端产品价格的整体上涨，中国动物疫苗行业市场竞争逐步由“同质比价”格局进入“提质提价”的模式。整体来看，猪瘟和高致病性猪蓝耳病退出强制免疫会对以政府采购疫苗收入为主的企业产生较大影响，但对于研发能力、产品竞争力较强的疫苗生产企业也意味着市场拓展的机会。

2016年11月农业部发布了《口蹄疫、高致病性禽流感疫苗生产企业设置规划》，提出口蹄疫、高致病性禽流感疫苗生产企业，涉及口蹄疫、禽流感活病毒操作的生产区域、质检室、检验用动物房、污物（水）处理设施以及防护措施等应符合生物安全三级防护要求。2017年9月农业部发布了《兽用疫苗生产企业生物安全三级防护标准》（第2573号），从防护区、缓冲间、核心工作区、定向气流、高效空气过滤器、高效过滤排风装置等方面对兽用疫苗生产企业的生物安全管理提出了更加严格的标准。三级防护标准的出台有利于提升兽用疫苗生产企业生物安全防护水平，促进动物疫苗行业进入升级转型期，但也使企业面临升级改造等现实资金投入问题。

2017年我国饲料产量有所下降，环保限产和部分原材料的涨价带动饲料价格有所上涨

受蛋禽、肉禽以及反刍饲料产量下降的影响，2017年我国饲料产量为28,466万吨，同比下降2.02%，但仍超过2.5亿吨，连续7年位居世界第一；从构成来看，我国饲料以配合饲料为主，混合饲料规模相对较小。考虑到我国畜牧业经营较为稳定，未来饲料行业或将保持稳定发展。

表3 2014-2017年我国饲料产量（单位：万吨）

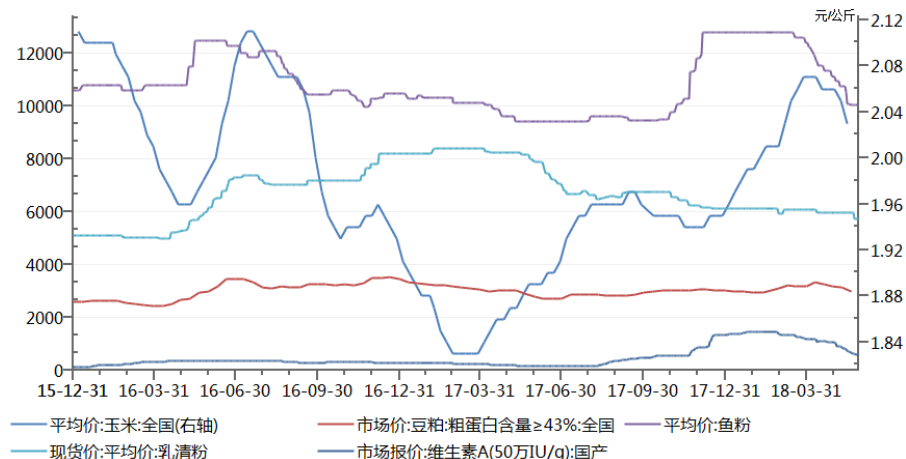
项目	2017年	2016年	2015年	2014年
饲料	28,466	29,052	27,775	27,238
配合饲料	-	16,350	15,608	15,287
混合饲料	-	6,397	6,512	6,504

注：标“-”数据未取得。

资料来源：Wind，鹏元整理

从饲料产品主要原材料价格来看，2017年以来豆粕、乳清粉等原材料价格相对平稳，玉米受种植面积减少等因素的影响价格出现触底反弹，维生素类饲料添加剂价格从2017年年中开始持续上涨，鱼粉价格在2017年底出现周期性上涨。整体来看，2017年环保限产使得饲料供给有所减少，同时部分饲料原料价格出现较大幅度的上涨，进而带动预混料、全价料等饲料价格的上涨。

图2 2016-2018年5月饲料产品主要原材料价格趋势（单位：元/吨）



资料来源：Wind，鹏元整理

四、经营与竞争

跟踪期内，公司主营业务收入仍来源于生物制品、贸易、饲料及兽药业务。2017年公司实现主营业务收入404,805.80万元，同比增长2.52%，主要系饲料及兽药收入增加所致。从构成来看，2017年公司生物制品、贸易、饲料、兽药分别占主营业务收入的28.99%、25.82%、24.28%、20.91%，收入构成较为多样。分板块来看，2017年公司饲料和兽药收入分别同比增长22.71%、13.80%，但生物制品和贸易收入分别下降9.96%、5.00%，主要是受政府取消猪瘟和高致病性猪蓝耳病强制免疫以及公司主动压缩贸易规模所致。

从毛利率来看，2017年公司主营业务毛利率为28.11%，较2016年下降1.24个百分点，主要系生物制品以及贸易业务毛利率下降所致。2017年公司生物制品业务毛利率为

52.01%，较上年略有下降但依然维持在较高水平；饲料和兽药业务较为稳定，毛利率波动较小，贸易业务毛利率依然维持在较低水平。2018年1-3月，公司实现主营业务收入9.32亿元，同比增长19.83%，主要系贸易及兽药收入有所增长所致；当期主营业务毛利率为31.58%，主要是生物制品业务毛利率有所提升所致。

表4 2016-2017年及2018年1-3月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018年1-3月		2017年		2016年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
生物制品	31,986.70	59.35%	117,373.30	52.01%	130,362.50	54.04%
贸易	16,711.10	3.62%	104,517.52	3.06%	110,018.94	3.64%
饲料	22,683.41	13.09%	98,277.75	21.80%	80,091.72	22.38%
兽药	21,792.46	31.49%	84,637.24	33.21%	74,376.74	31.59%
合计	93,173.68	31.58%	404,805.80	28.11%	394,849.90	29.35%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年国家取消猪瘟和高致病性猪蓝耳病强制免疫后使得公司政府招采产品收入出现一定幅度下降，但生物制品板块主要产品市场占有率仍然较高，优势明显

生物制品业务主要由公司及子公司乾元浩生物股份有限公司生产运营。跟踪期内，公司生物制品生产基地和产能未发生变化。截至2018年3月末，公司共有7个生物制品生产基地，产品涵盖禽苗、畜苗、禽流感苗、口蹄疫类疫苗抗原、猪用疫苗、其他各类常规兽用疫苗及其他疫苗产品等。

表5 截至2018年3月末公司生物制品生产基地及年产能情况

生产基地	产品种类	GMP认证	产能
乾元浩南京生物药厂	禽苗、畜苗	通过	活疫苗：78.5亿羽份/头份 灭活苗：1.5亿毫升
乾元浩郑州生物药厂	禽流感苗及常规禽苗	通过	灭活苗：24亿毫升
乾元浩北京生物药厂	禽苗	通过	活疫苗：40亿羽份
中牧股份兰州生物药厂	口蹄疫灭活疫苗抗原 其他牛羊类疫苗	通过	15亿毫升、头份 3.84亿头份/毫升
中牧股份保山生物药厂	口蹄疫类疫苗抗原	通过	6亿毫升
中牧股份江西生物药厂	畜苗	通过	6.2亿头份
中牧股份成都药械厂	猪用疫苗	通过	5.9亿头份

注：兰州厂家禽苗灭活苗车间（技改）项目（一期、二期）为技术更新改造，不涉及产能变动，现已基本完工。

资料来源：公司提供，鹏元整理

由于国家取消猪瘟和高致病性猪蓝耳病强制免疫，2017年起公司疫苗产品中口蹄疫、高致病性禽流感两类强制免疫疫苗为政府招采产品，猪瘟疫苗和猪蓝耳病疫苗转为政府招采和市场化销售并举，当年公司猪瘟疫苗和猪蓝耳病疫苗中政府招采比例分别为31.31%、

79.47%。政府招采产品采购单位为各省市动物疫病防控部门，每年招标，货款一年结算一次，年底或第二年年初付款，各省付款时间不同；其余市场化常规疫苗产品销售渠道有经销商和直接面对终端客户两类，终端客户主要为中等规模以上客户，中小客户主要通过经销商渠道，货款结算方面，公司根据客户信用及资质提供不同账期，一般为2-6个月。

2017年公司生物制品板块实现销售收入11.74亿元，同比下降9.96%，其中政府招采产品实现销售收入7.27亿元，占比61.93%，同比下降18.50%；市场化常规疫苗销售收入为4.46亿元，同比增长8.25%。政府招采产品规模虽有所缩减但仍占据主导地位；市场化疫苗销售占比进一步增长。

从主要产品来看，2017年公司口蹄疫疫苗产销率依然保持在较高水平，同时新生产工艺的采用使得高端口蹄疫疫苗品质得到提升，口蹄疫疫苗单价随之上升，但政府招采规模下降使得口蹄疫疫苗销量有所下降，当年公司口蹄疫疫苗销售均价同比增长13.78%，销售收入同比增长2.38%。2017年公司禽流感疫苗产销率依然较高，当年由于前期疫苗毒株更换不及时使得公司市场份额有所下降，当年公司禽流感疫苗销售量同比下降17.49%，销售收入同比下降16.09%。2017年国家取消猪瘟和高致病性猪蓝耳病强制免疫使得猪瘟疫苗和猪蓝耳病疫苗销量均出现下降，但猪瘟疫苗由于竞争激烈出现单价下降，猪蓝耳病疫苗随着品质的提升单价有所上涨，当年公司猪瘟疫苗和猪蓝耳病疫苗销量分别同比下降17.20%、74.79%，销售收入分别同比下降31.21%、64.97%。2018年1-3月，公司各个疫苗产品受年初产品备货及发货时间差影响产销率均有所下降。

表6 2016-2017年及2018年1-3月公司生物制品板块主要产品产销情况

产品	项目	2018年1-3月	2017年	2016年
口蹄疫疫苗	产量（万毫升）	30,513.39	77,456.05	90,014.00
	销量（万毫升）	27,909.91	85,926.70	95,498.87
	销售收入（万元）	18,095.51	58,194.99	56,844.46
	产销率	91.47%	110.94%	106.09%
	产品售价（元/万毫升）	6,483.54	6,772.63	5,952.37
禽流感疫苗	产量（万毫升）	51,999.28	139,840.80	162,317.37
	销量（万毫升）	43,608.85	132,582.40	160,687.02
	销售收入（万元）	5,946.68	22,935.72	27,332.47
	产销率	83.86%	94.81%	99.00%
	产品售价（元/万毫升）	1,363.64	1,729.92	1,700.98
猪蓝耳病疫苗	产量（万头份）	875.26	4,305.89	16,380.25
	销量（万头份）	618.81	4,322.60	17,147.20
	销售收入（万元）	678.02	4,279.26	12,215.11

猪瘟疫苗	产销率	70.70%	100.39%	104.68%
	产品售价（元/万头份）	10,956.82	9,899.74	7,123.68
	产量（万头份）	13,074.26	65,626.68	72,193.00
	销量（万头份）	10,622.41	63,065.62	76,164.77
	销售收入（万元）	1,441.67	6,984.72	10,153.66
	产销率	81.25%	96.10%	105.50%
	产品售价（元/万头份）	1,357.20	1,107.53	1,333.12

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司主要疫苗产品市场份额占比较大，产品竞争力较强。2017年公司禽流感疫苗和口蹄疫疫苗政府招采市场占有率有所下降，但口蹄疫疫苗政府招采市场占有率依然排名第一；猪瘟类疫苗、乙脑疫苗市场占有率均出现不同程度的提升，排名第一。

表7 2016-2017年及2018年1-3月公司生物制品板块主要产品市场占有率情况

产品	2018年1-3月		2017年		2016年	
	市场占有率	排名	市场占有率	排名	市场占有率	排名
禽流感疫苗	24.00%	1	17.54%	2	22.00%	1
CVI988	20.00%	2	20.00%	2	20.00%	1
口蹄疫疫苗	22.00%	1	22.00%	1	23.00%	1
猪瘟类疫苗	21.00%	1	28.00%	1	26.00%	1
乙脑疫苗	34.00%	1	37.00%	1	24.00%	1

注：市场占有率是公司根据竞争对手销售数据、市场容量等估算得出，禽流感疫苗和口蹄疫疫苗市场占有率为政府招采市场占有率。

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2018年3月末，公司生物制品板块在建项目为兰州生物药厂的家畜灭活苗车间（技改）项目（一期、二期），该项目现已基本完工。由于《口蹄疫、高致病性禽流感疫苗生产企业设置规划》、《兽用疫苗生产企业生物安全三级防护标准》的出台，公司需对兰州厂、保山厂、乾元浩郑州厂进行三级防护标准改造，预计总投资需11.57亿元，尚需投资较多，公司面临一定的资金投入压力。

表8 截至2018年3月末公司生物制品板块拟建项目情况（单位：亿元）

生产基地	项目名称	新增产能	计划总投资	建设工期
中牧股份兰州生物药厂	生物安全三级防护改造	暂无	10.00	2018-2022年
中牧股份保山生物药厂	生物安全三级防护改造	不涉及	1.17	2018-2020年
乾元浩郑州生物药厂	生物安全三级防护改造	不涉及	0.40	2018-2020年

注：由于中牧股份兰州生物药厂原生产基地土地用途变更，公司拟新选址建厂。

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年公司饲料板块收入规模显著增长，多维饲料市场占有率仍然较高

公司自营饲料产品主要包括复合维生素和预混料。跟踪期内，公司饲料板块整体产能

未发生变化，暂无在建及拟建饲料生产基地。截至2018年3月末，公司共有北京、天津、南通、长春、新乡和武汉六个生产基地，主要生产复合维生素、预混料、浓缩全价料等产品。

表9 截至2018年3月末公司饲料板块生产基地及年产能情况

生产基地	生产线名称	产品种类	产能
北京	北京华罗多维生产线	畜禽/水产/反刍类饲料添加剂	8,000 吨
天津	天津华罗预混料生产线	畜禽等预混料	单班 2 万吨/年
	天津华罗载体生产线	玉米粉、蛋白粉	单班 0.25 万吨/年
南通	南通华罗预混料生产线	畜禽等预混料	单班 1 万吨/年
长春	长春华罗预混料生产线	畜禽、水产预混料	3 万吨
	长春华罗浓缩全价料生产线	畜禽浓缩全价	5 万吨
新乡	新乡华罗预混料生产线	预混料	2 万吨
	新乡华罗配合料生产线	配合料浓缩料	5 万吨
武汉	武汉华罗预混料生产线	预混料	2 万吨
	武汉华罗浓缩料生产线	浓缩料	5 万吨

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司复合维生素品牌“华罗”是中国驰名商标，凭借在饲料行业内较高的品牌知名度及良好的产品质量，公司复合维生素产品市场占有率较高，2017年及2018年1-3月均为18%，位居国内第二位。公司预混料生产规模相对不大，市场占有率较低。

表10 2016-2017年及2018年1-3月公司饲料板块主要产品市场占有率情况

产品	2018 年 1-3 月		2017 年		2016 年	
	市场占有率	排名	市场占有率	排名	市场占有率	排名
复合维生素	18.00%	2	18.00%	2	18.00%	2
预混料	2.00%	9	1.90%	9	2.00%	9

注：市场占有率是公司根据竞争对手销售数据、市场容量等估算得出。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司饲料客户主要分为经销商和终端客户两类，且终端客户逐渐增多。2017年随着销售网络布局的拓展，公司饲料销量有所增加，饲料销售收入达到98,277.75万元，同比增长22.71%，但饲料业务毛利率略有下降。分产品来看，2017年公司复合维生素销量同比增长17.07%，产销率维持在较高水平且有所提升，受原材料单向维生素价格上涨的影响，复合维生素价格同比上涨12.18%，进而使得复合维生素销售收入同比增长31.33%。2017年公司预混料销量同比增长7.03%，玉米、饲料添加剂等原材料价格的上涨带动预混料价格同比增长1.18%，使得预混料销售收入同比增长8.30%。2018年1-3月，单向维生素价格的大幅上涨使得复合维生素价格出现较大幅度上涨，并带动预混料价格的提升，但原材料价格的上涨不能完全向下游传导，使得饲料业务毛利率出现下滑。整体来看，公司饲料业务规模

不断扩大，且复合维生素市场占有率较高，但仍面临原材料价格波动的风险。

表11 2016-2017年及2018年1-3月公司饲料板块主要产品产销量情况

产品	项目	2018年1-3月	2017年	2016年
复合维生素	产量（吨）	1,091.53	7,125.01	7,146.63
	销量（吨）	1,210.90	7,623.42	6,511.96
	销售收入（万元）	17,943.69	57,491.01	43,775.66
	产销率	110.94%	107.00%	91.12%
	产品售价（元/吨）	148,184.75	75,413.68	67,223.48
预混料	产量（吨）	7,195.46	79,610.58	70,484.00
	销量（吨）	6,181.59	76,539.63	71,509.30
	销售收入（万元）	3,023.56	33,252.95	30,704.90
	产销率	85.91%	96.14%	101.45%
	产品售价（元/吨）	4,891.23	4,344.54	4,293.83

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年公司兽药板块规模不断扩大，盈利能力增强，但部分产品市场占有率有所下降，同时需关注喹乙醇禁令对兽药板块产生的不利影响

兽药业务主要由公司及子公司湖北中牧安达药业有限公司、内蒙古中牧生物药业有限公司、中牧南京动物药业有限公司和山东胜利生物工程有限公司运营。跟踪期内，公司兽药板块生产基地和产能均未发生变化，截至2018年3月末，公司共有5个兽药生产基地，产品主要包括泰妙菌素、恩拉霉素、泰万菌素、黄霉素、喹烯酮、喹乙醇等。

表12 截至2018年3月末公司兽药生产基地及产能情况

生产基地	主要产品种类	GMP 认证	设计产能
胜利生物	泰妙菌素、恩拉霉素、那西肽、黄霉素	是	产值最高可达 3 亿元
中牧安达	氟苯尼考、喹乙醇、乙酰甲喹、地美硝唑	是	产值最高可达 2 亿元
中牧黄冈厂	喹烯酮、氟尔康、喹乙醇、酒石酸泰万菌素	是	产值最高可达 1.7 亿元
南京药业	氟欣泰、优复欣	是	产值最高可达 1.2 亿元
内蒙中牧	黄霉素、酒石酸泰万菌素、莫能菌素	是	产值最高可达 1.7 亿元

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司兽药客户主要分为经销商和终端客户两类，与生物制品板块一样，终端客户主要为中等规模以上客户，中小客户主要通过经销商渠道销售。2017年公司兽药板块实现收入84,637.24万元，同比增长13.80%；毛利率为33.21%，同比上升1.62个百分点，主要系毛利率较高的酒石酸泰万菌素等产品收入占比提升所致。从兽药板块主要产品销售情况来看，2017年除喹乙醇和氟苯尼考外其他主要产品销量和销售收入均有所增长，其中酒石酸泰万菌素、80%泰妙、恩拉霉素和氟欣泰销量分别同比增长116.70%、46.31%、46.14%和35.90%，销售收入分别同比增长65.64%、48.37%、21.47%、29.44%，是公司兽药收入增长的主要

来源。2017年受央视3·15晚会曝光喹乙醇滥用事件的影响，当年公司喹乙醇销售量出现一定幅度的下降。2018年1月农业部发布公告，自2018年5月1日起禁止生产¹喹乙醇，考虑到2017年公司喹乙醇销售收入1.01亿元，占兽药收入的11.91%，上述禁令会对公司兽药板块收入产生一定不利影响。

表13 2016-2018年3月公司兽药板块主要产品销售情况（单位：吨、万元/吨、万元）

产品	2018年1-3月			2017年			2016年		
	销售量	销售均价	销售收入	销售量	销售均价	销售收入	销售量	销售均价	销售收入
泰妙菌素	145.78	27.32	3,983.09	722.05	24.78	17,892.45	644.64	25.62	16,518.16
喹乙醇	812.83	2.74	2,230.84	3,779.58	2.67	10,080.82	4,092.00	2.48	10,149.00
80%泰妙	43.22	27.24	1,177.51	289.52	26.26	7,605.55	197.88	25.90	5,126.01
恩拉霉素	581.75	2.10	1,223.14	3,543.58	2.05	7,279.35	2,424.83	2.47	5,992.96
酒石酸泰万菌素	47.19	51.99	2,453.49	121.35	48.84	5,926.60	56.00	63.89	3,578.00
氟苯尼考	27.64	45.64	1,261.31	161.71	35.75	5,781.89	154.94	37.46	5,831.00
氟欣泰	215.51	13.63	2,936.66	402.66	13.26	5,337.78	296.29	13.92	4,123.77

资料来源：公司提供，鹏元整理

从市场占有率来看，2017年公司主要兽药产品市场份额排名均保持前列，产品竞争力较强；其中喹乙醇原料药、乙酰甲喹、黄霉素市场占有率继续上升，且均排名第一，但喹烯酮预混剂、牧乐星系类产品市场占有率下降较多，牧乐星系类产品市场占有率排名由第一降至第二。2018年1-3月，除黄霉素外，其他产品市场占有率均有所下降。

表14 2016-2017年及2018年1-3月公司兽药板块主要产品市场占有率情况

产品	2018年1-3月		2017年		2016年	
	市场占有率	排名	市场占有率	排名	市场占有率	排名
喹烯酮预混剂	29%	1	44%	1	60%	1
牧乐星系类产品	22%	2	35%	2	65%	1
喹乙醇原料药	28%	2	80%	1	67%	1
乙酰甲喹	27%	2	44%	1	33%	2
黄霉素	55%	1	55%	1	45%	1

注：市场占有率是公司根据竞争对手销售数据、市场容量等估算得出。

资料来源：公司提供，鹏元整理

截至2018年3月末，公司兽药板块在建项目包括中牧安达新厂工程项目、胜利生物103车间项目、胜利生物提取合成车间VOC治理及污水生化系统升级改造项目等，计划总投资2.30亿元，尚需投资2.03亿元。预计随着在建项目的逐渐投产，公司兽药板块产能将有所扩大。

¹ 2018年年4月30日前生产的喹乙醇，可在2019年4月30日前流通使用。

表15 截至2018年3月末公司兽药板块在建项目情况（单位：万元）

生产基地	项目名称	新增产能情况	计划总投资金额	已投资金额	目前状态
中牧安达	中牧安达新厂工程项目	总设计产能为6,710吨/年	15,786.35	1,788.17	在建
胜利生物	胜利生物103车间项目	总设计产能为2,839吨/年	5,315.90	39.37	在建
胜利生物	胜利生物提取合成车间VOC治理及污水生化系统升级改造项目	-	1,382.64	480.36	在建
南京药业	南药注射剂车间改造项目	注射剂500万支/年	499.48	327.91	在建
合计			22,984.37	2,635.81	-

资料来源：公司提供，鹏元整理

贸易收入是公司收入的主要来源之一，但该业务毛利率水平较低

贸易业务主要由子公司中牧农业连锁发展有限公司运营。贸易品种主要是玉米及玉米副产品、豆粕、鱼粉、赖氨酸、乳清粉等饲料原料。公司主要从丹东老东北农牧有限公司等上游客户采购原料，然后销售给国内大型饲料生产厂和规模养殖场等下游客户。贸易结算方面，公司与不同供应商和客户的结算方式会有所不同。2017年公司以客户资信评价为基础开展贸易活动，稳步拓展贸易品种和渠道，同时严控贸易经营风险，贸易规模整体有所下降，当年公司实现贸易收入104,517.52万元，同比下降5.00%。

从贸易品种来看，2017年玉米及玉米副产品、鱼粉、赖氨酸、燕麦草等贸易量均有所提升，而豆粕、乳清粉、单向维生素贸易量出现不同程度下降，主要系公司根据市场情况主动调整贸易品种结构所致。由于饲料原料市场规模较大，价格较为透明，公司主要贸易品种采购均价和销售均价差距较小，贸易业务毛利率依然维持在较低水平。

表16 2016-2017年及2018年1-3月公司主要贸易品种情况（单位：吨、万元/吨）

产品名称	2018年1-3月			2017年			2016年		
	贸易量	采购均价	销售均价	贸易量	采购均价	销售均价	贸易量	采购均价	销售均价
玉米及玉米副产品	22,183.75	0.18	0.18	110,680.62	0.17	0.17	95,474.93	0.15	0.15
豆粕	2,716.62	0.35	0.36	60,953.26	0.27	0.28	70,281.82	0.25	0.25
鱼粉	4,200.26	1.15	1.21	35,315.62	0.96	1.00	30,245.93	1.08	1.14
赖氨酸	4,526.13	0.50	0.50	33,090.58	0.46	0.47	25,105.75	0.45	0.47
燕麦草	1,305.75	0.17	0.20	12,394.87	0.21	0.22	7,422.20	0.24	0.25
蛋氨酸	1,044.93	1.62	1.60	5,228.01	1.67	1.78	5,900.13	2.14	2.20
乳清粉	533.20	0.46	0.50	2,832.71	0.57	0.60	4,619.65	0.35	0.46
其他氨基酸	2,149.00	0.82	0.83	1,010.03	0.92	0.97	904.35	0.95	0.98
单向维生素	22.00	10.04	16.05	315.78	3.47	3.82	971.78	3.64	3.85

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司科研实力较强，2017年研发投入较多，为公司发展提供技术支持

公司科研能力较强，2017年末公司拥有农业部重点实验室1个（兽用生物制品与化学药品）、北京市工程技术中心1个，建有博士后流动站分站。2017年公司共引进新产品4个，获得新兽药证书6个，申请专利受理27件，获得专利授权13件；获得口蹄疫抗原大规模培养技术、口蹄疫抗原浓缩纯化技术、黄霉素工艺技术水平提升等5项新工艺；实施北京市重大科技专项1项，执行863计划专项1项，“十二五”国家科技计划专项1项，国家重点研发计划专项1项，反向遗传、悬浮培养、抗原浓缩纯化等技术平台建设也取得明显进步。

公司继续注重研发投入，2017年研发投入为17,798.41万元，占营业收入比例4.37%，研发投入同比下降23.21%，主要系公司精简了研发项目数量同时严控费用支出所致。总体来看，公司研发投入占比较为合理，能够为公司持续发展和参与市场竞争提供技术支持。

表17 2016-2017年及2018年1-3月公司研发投入情况

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
研发投入金额（万元）	2,255.41	17,798.41	23,178.63
研发投入占营业收入比例	2.40%	4.37%	5.83%

资料来源：公司提供，鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2016年、2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2017年公司减少一家纳入合并报表范围子公司即中牧泰州，2018年一季度公司纳入合并报表范围子公司无变动。

资产结构与质量

2017年公司资产规模略有增加，但需关注存货的跌价风险

随着利润的积累，公司资产规模稳定增长，2017年末为62.83亿元，同比增长4.18%。从结构来看，公司资产以流动资产为主，2017年末流动资产占比为55.19%，较上年末上升0.30个百分点。2018年3月末，公司资产规模保持增长且继续以流动资产为主。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、存货及其他流动资产构成。货币资金主要为银行存款，2017年末为4.96亿元，受购买理财产品的影响同比下降53.50%。应收账款系应收客户款项，2017年末应收账款账面余额3.15亿元，已计提坏账准备0.82亿元，按账龄

分析法计提坏账准备的应收账款合计3.01亿元，其中未逾期1.71亿元，其余逾期的1.30亿元账龄在1年以内的占比为18.58%；2018年3月末由于季节性结算的影响应收账款大幅增长。存货主要是玉米及副产品、单向维生素、毒株苗等原材料，疫苗、复合维生素、兽药制剂等库存商品以及在产品；随着生产备货的增加，公司存货规模有所增加，2017年末账面价值达到6.53亿元，并已计提坏账准备0.34亿元；考虑到存货中部分产品为有效期较短的疫苗，需关注其跌价风险。其他流动资产主要是银行保本理财产品，2017年末为17.76亿元，当年公司因持有银行保本理财产品获得投资收益6,520.97万元。

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产、在建工程及无形资产构成。长期股权投资主要是公司持有联营金达威（账面价值5.33亿元）、南京梅里亚动物保健有限公司（账面价值0.55亿元）的股权，2017年公司减持金达威股票889.01万股，产生投资收益1.16亿元，当年因持有金达威股票确认投资收益1.05亿元，2017末公司持有金达威股权为13,269.11万股，持股比例为21.52%。公司固定资产主要是厂房、机器设备等，2017年随着折旧的增加固定资产有所减少。公司无形资产主要为土地使用权、专利权和非专利技术，2017年由于原兰州中亚药械厂改制评估增值以及非专利技术增加使得无形资产有所增加。

总体来看，2017年公司资产规模略有增长，流动资金较为充足，但存货规模仍然相对较大，需关注其跌价风险。

表18 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	33,152.34	5.23%	49,550.70	7.89%	106,565.07	17.67%
应收账款	45,368.50	7.16%	23,284.20	3.71%	18,760.88	3.11%
存货	64,567.85	10.19%	65,329.70	10.40%	56,352.24	9.34%
其他流动资产	170,280.73	26.87%	178,228.75	28.37%	130,854.10	21.70%
流动资产合计	348,729.69	55.03%	346,745.71	55.19%	331,019.97	54.89%
长期股权投资	65,678.32	10.36%	58,888.68	9.37%	54,758.98	9.08%
固定资产	144,003.13	22.72%	146,736.10	23.35%	150,548.13	24.96%
无形资产	50,104.96	7.91%	51,165.16	8.14%	45,282.88	7.51%
非流动资产合计	284,982.67	44.97%	281,547.46	44.81%	272,048.13	45.11%
资产总计	633,712.37	100.00%	628,293.16	100.00%	603,068.11	100.00%

资料来源：公司2016年、2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

资产运营效率

2017年公司净营业周期缩短，但资产周转率有所下降

2017年随着政府招采疫苗采购单位由省级向市级下沉，公司应收账款账期增长使得应

收账款周转天数略有增加。但在饲料等业务规模增长的情况下，2017年末公司存货规模较2016年期初数依然有所下降，存货周转水平相应提升，存货周转天数较2016年下降5.73天，同时应付账款周转天数保持稳定，上述因素的综合作用使得公司净营业周期有所缩短。从资产周转水平来看，2017年由于生产备货以及应收账款的增加公司流动资产规模有所增加，流动资产周转天数有所延长；同时固定资产规模依然较大，周转率有所下降；上述因素的综合作用使得公司资产周转水平整体下降。

表19 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017 年	2016 年
应收账款周转天数	18.60	17.41
存货周转天数	74.95	80.68
应付账款周转天数	30.87	30.46
净营业周期	62.68	67.62
流动资产周转天数	299.77	235.49
固定资产周转天数	131.49	126.56
总资产周转天数	544.62	472.03

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2017年投资收益对公司盈利贡献较大，整体盈利能力增强，但综合毛利率的下降使扣除投资收益的营业利润较上年有所下降

公司营业收入主要来自于生物制品、贸易、饲料及兽药业务。2017年由于饲料和兽药板块收入的增长，当年公司实现营业收入40.70亿元，同比增长2.41%。从毛利率来看，由于生物制品以及贸易业务毛利率均有所下降，2017年公司综合毛利率为28.19%，较上年下降1.19个百分点，但毛利率水平依然尚可。2017年公司期间费用率为21.72%，较上年略有下降但依然较高，主要是公司疫苗、兽药等产品市场推广花费较高所致。

2017年公司营业利润为4.91亿元，同比增长18.52%，其中投资收益为2.90亿元，占营业利润的59.11%；公司投资收益主要是持有长期股权投资、银行理财产品获得的收益，2017年公司减持金达威股票产生投资收益1.16亿元，持有金达威股票确认投资收益1.05亿元，持有银行保本理财产品取得投资收益0.65亿元。综合来看，2017年公司投资收益对盈利贡献较大，整体盈利能力有所增强，但综合毛利率的下降使得扣除非经常性损益的营业利润同比下降17.56%。2018年1-3月，公司实现营业收入9.39亿元，同比增长20.22%，主要系贸易及兽药收入有所增长所致；综合毛利率为31.84%，较2017年增加3.65个百分点。

表20 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
营业收入	93,945.16	406,972.93	397,387.04
投资收益	7,366.94	29,021.39	17,072.53
营业利润	15,442.62	49,100.34	41,427.82
利润总额	15,515.53	49,461.42	42,753.91
净利润	13,259.59	42,559.27	36,062.43
综合毛利率	31.84%	28.19%	29.38%
期间费用率	22.40%	21.72%	22.44%
总资产回报率	-	8.75%	8.91%

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

现金流

2017年公司经营活动现金表现尚可，但净流入有所下降，且面临一定资金支出压力

2017年公司收现比为1.07，较上年略有下降但表现依然尚可；当年公司FFO为4.06亿元，现金生成能力尚可但较上年有所下滑。2017年公司生产备货增加使得存货资金占用增加，加之政府招采疫苗采购单位的下沉使得应收账款规模增加，当年公司营运资本增加2.03亿元，上述因素的综合作用使得公司经营活动现金净流入2.02亿元，较上年减少4.31亿元，经营活动现金流表现尚可。

公司投资活动现金流以银行理财产品的购买和到期收回为主，当年公司净购入银行理财产品较多使得投资活动现金净流出5.09亿元。筹资活动方面，2017年公司偿还了部分债务，同时发放2016年现金股利等使得筹资活动现金净流出2.60亿元。考虑到截至2018年3月末，公司在建及拟建项目尚需投资合计13.60亿元，公司面临一定资金支出压力。

表21 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
收现比	0.80	1.07	1.08
净利润	13,259.59	42,559.27	36,062.43
非付现费用	-	21,475.71	18,888.76
非经营损益	-	-23,437.96	-13,717.46
FFO	-	40,597.02	41,233.73
营运资本变化	-	-20,347.36	22,106.53
其中：存货减少（减：增加）	-	-10,830.02	12,510.69
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-15,668.04	6,584.52
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	6,150.70	3,011.32
经营活动产生的现金流量净额	-19,498.02	20,249.64	63,340.25

投资活动产生的现金流量净额	5,726.92	-50,904.44	-139,035.28
筹资活动产生的现金流量净额	-2,439.83	-25,968.37	111,564.29
现金及现金等价物净增加额	-16,398.36	-57,014.37	36,237.04

资料来源：公司 2016 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

资本结构与财务安全性

2017年公司资产负债率有所下降，负债水平较低，短期偿债压力较小

随着部分债务的偿还，公司负债规模略有下降，2017年末为23.29亿元，同比下降0.31%；同时随着利润的积累，公司所有者权益有所增长，2017年末达到39.54亿元，同比增长7.02%，公司产权比率降至58.92%，所有者权益对负债的覆盖程度较好。2018年3月末，公司负债总额进一步下降，所有者权益保持增长，产权比率进一步下降。

表22 公司负债和所有者权益变动情况

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
负债总额	225,819.62	232,934.29	233,652.31
所有者权益	407,892.75	395,358.87	369,415.80
产权比率	55.36%	58.92%	63.25%

资料来源：公司2016年、2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

公司负债主要由短期借款、应付账款、预收款项、应付职工薪酬、其他应付款以及应付债券构成。短期借款均为信用借款，应付账款主要系应付金达威、住友化学(上海)有限公司等供应商的货款，2017年末随着生产备货的增加应付账款规模略有增加。预收款项主要系客户提前预定产品交付的款项，应付职工薪酬主要为短期薪酬。其他应付款主要是往来款和借款，2017年末及2018年3月末借款金额均为0.69亿元。应付债券即本期债券。截至2018年3月末，公司有息债务为13.30亿元，大部分为本期债券，短期有息债务较少，公司短期偿债压力较小。

表23 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6,693.50	2.96%	5,116.81	2.20%	7,505.33	3.21%
应付账款	22,816.23	10.10%	26,193.46	11.24%	23,918.86	10.24%
预收款项	15,511.57	6.87%	18,080.70	7.76%	16,339.52	6.99%
应付职工薪酬	16,302.33	7.22%	13,920.94	5.98%	13,294.83	5.69%
其他应付款	34,551.34	15.30%	36,244.66	15.56%	40,821.24	17.47%
流动负债合计	101,021.30	44.74%	108,202.17	46.45%	109,376.63	46.81%
应付债券	119,349.31	52.85%	119,297.12	51.21%	119,088.34	50.97%
非流动负债合计	124,798.33	55.26%	124,732.12	53.55%	124,275.68	53.19%

负债合计	225,819.62	100.00%	232,934.29	100.00%	233,652.31	100.00%
其中：有息债务	132,989.30	58.89%	131,360.42	56.39%	126,593.67	54.18%

资料来源：公司2016年、2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

从主要偿债指标来看，2018年3月末公司资产负债率为35.63%，较2016年末下降3.11个百分点，负债水平维持在较低水平。2017年末流动比率和速动比率分别为3.20和2.60，同比均有所增长，短期偿债能力有所增强。2017年公司盈利能力的提升导致EBITDA有所增加，但本期债券付息的增加使得EBITDA利息保障倍数有所下降，但覆盖程度依然较高。

表24 公司偿债能力指标

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
资产负债率	35.63%	37.07%	38.74%
流动比率	3.45	3.20	3.03
速动比率	2.81	2.60	2.51
EBITDA（万元）	-	72,216.73	64,465.47
EBITDA 利息保障倍数	-	16.37	17.47
有息债务/EBITDA	-	1.82	1.96

资料来源：公司2016年、2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，鹏元整理

六、评级结论

跟踪期内，公司主要产品市场占有率仍然较高，竞争优势明显；投资收益对盈利贡献较大，整体盈利能力有所增强，并且公司资产负债率水平不高，短期偿债压力较小。同时我们也关注到，2017年国家取消猪瘟和高致病性猪蓝耳病强制免疫后使得公司政府招采产品收入出现一定幅度下降，喹乙醇生产禁令会对兽药板块产生一定不利影响，公司在建及拟建项目面临一定资金支出压力，同时公司存货存在一定的跌价风险等风险因素。

基于以上分析，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA+，维持本期债券信用等级为AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
货币资金	33,152.34	49,550.70	106,565.07	70,328.02
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.87	0.87	0.87	0.87
应收票据	1,603.99	3,541.88	1,841.29	2,747.60
应收账款	45,368.50	23,284.20	18,760.88	19,666.20
预付款项	23,893.40	18,016.08	9,381.76	18,720.38
其他应收款	9,862.02	8,793.53	7,263.78	6,635.43
存货	64,567.85	65,329.70	56,352.24	69,424.77
其他流动资产	170,280.73	178,228.75	130,854.10	1,345.75
流动资产合计	348,729.69	346,745.71	331,019.97	188,869.02
可供出售金融资产	3,449.50	3,457.97	3,411.20	3,434.78
长期股权投资	65,678.32	58,888.68	54,758.98	41,727.38
投资性房地产	19.11	19.50	21.04	22.59
固定资产	144,003.13	146,736.10	150,548.13	128,864.72
固定资产清理	0.43	0.00	0.00	0.00
在建工程	4,533.43	4,006.56	5,657.68	27,122.45
无形资产	50,104.96	51,165.16	45,282.88	37,898.43
开发支出	6,300.67	6,300.67	4,934.45	3,916.85
长期待摊费用	1,112.10	1,191.81	1,221.56	1,440.71
递延所得税资产	6,217.02	6,217.02	6,212.20	5,739.20
其他非流动资产	3,564.00	3,564.00	0.00	0.00
非流动资产合计	284,982.67	281,547.46	272,048.13	250,167.12
资产总计	633,712.37	628,293.16	603,068.11	439,036.14
短期借款	6,693.50	5,116.81	7,505.33	3,396.58
应付票据	0.00	0.00	0.00	1,606.64
应付账款	22,816.23	26,193.46	23,918.86	23,573.95
预收款项	15,511.57	18,080.70	16,339.52	19,468.29
应付职工薪酬	16,302.33	13,920.94	13,294.83	12,361.02
应交税费	4,376.39	5,040.67	3,531.84	2,192.15
应付利息	315.00	3,150.00	3,193.82	0.00
应付股利	454.93	454.93	771.18	724.82
其他应付款	34,551.34	36,244.66	40,821.24	35,692.94
流动负债合计	101,021.30	108,202.17	109,376.63	99,016.39
应付债券	119,349.31	119,297.12	119,088.34	0.00
专项应付款	2,450.60	2,429.60	3,129.70	2,493.50

递延所得税负债	1,185.28	1,185.28	92.63	92.63
递延收益-非流动负债	1,813.13	1,820.12	1,965.01	1,859.28
非流动负债合计	124,798.33	124,732.12	124,275.68	4,445.41
负债合计	225,819.62	232,934.29	233,652.31	103,461.80
实收资本(或股本)	42,980.00	42,980.00	42,980.00	42,980.00
资本公积金	100,604.90	100,604.90	97,500.94	91,407.76
其它综合收益	-473.24	252.47	943.43	145.21
专项储备	0.00	0.00	18.82	0.00
盈余公积金	23,760.94	23,760.94	23,760.94	23,760.94
未分配利润	212,930.83	200,440.31	170,553.20	145,425.15
归属于母公司所有者权益合计	379,803.43	368,038.62	335,757.33	303,719.05
少数股东权益	28,089.31	27,320.25	33,658.46	31,855.29
所有者权益合计	407,892.75	395,358.87	369,415.80	335,574.35
负债和所有者权益合计	633,712.37	628,293.16	603,068.11	439,036.14

资料来源：公司 2015 年、2016 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年	2015 年
一、营业总收入	93,945.16	406,972.93	397,387.04	423,418.99
营业收入	93,945.16	406,972.93	397,387.04	423,418.99
二、营业总成本	85,892.30	386,986.28	373,031.76	394,643.85
营业成本	64,031.58	292,242.16	280,621.50	313,705.30
税金及附加	814.72	3,216.14	2,376.47	1,267.79
销售费用	11,050.36	46,654.45	48,639.23	43,199.94
管理费用	8,751.38	37,753.91	37,453.82	35,329.71
财务费用	1,244.26	3,986.58	3,074.38	708.16
资产减值损失	0.00	3,133.05	866.37	432.94
投资收益	7,366.94	29,021.39	17,072.53	3,636.42
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	7,304.89	10,832.84	7,950.04	3,359.32
资产处置收益	-1.72	-82.94	0.00	0.00
其他收益	24.54	175.23	0.00	0.00
三、营业利润	15,442.62	49,100.34	41,427.82	32,411.57
加：营业外收入	76.61	560.99	1,559.25	1,322.41
减：营业外支出	3.71	199.90	233.16	124.37
其中：非流动资产处置净损失	0.00	0.00	141.80	70.76
四、利润总额	15,515.53	49,461.42	42,753.91	33,609.61
减：所得税	2,255.94	6,902.15	6,691.47	5,492.58
五、净利润	13,259.59	42,559.27	36,062.43	28,117.03
持续经营净利润	13,259.59	42,559.27	0.00	0.00
少数股东损益	769.06	2,571.87	2,620.42	550.34
归属于母公司所有者的净利润	12,490.53	39,987.41	33,442.01	27,566.69

资料来源：公司 2015 年、2016 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年	2015 年
销售商品、提供劳务收到的现金	75,050.88	436,183.19	430,264.18	446,463.49
收到的税费返还	9.52	513.41	463.81	526.45
收到其他与经营活动有关的现金	1,646.61	9,701.49	7,168.24	6,315.50
经营活动现金流入小计	76,707.00	446,398.09	437,896.23	453,305.45
购买商品、接受劳务支付的现金	66,399.21	300,733.13	245,030.28	279,906.93
支付给职工以及为职工支付的现金	14,899.74	54,768.48	49,745.84	47,849.17
支付的各项税费	5,289.33	17,851.15	23,642.72	24,842.14
支付其他与经营活动有关的现金	9,616.74	52,795.70	56,137.15	47,693.62
经营活动现金流出小计	96,205.02	426,148.45	374,555.99	400,291.86
经营活动产生的现金流量净额	-19,498.02	20,249.64	63,340.25	53,013.59
收回投资收到的现金	0.00	13,777.50	8,918.70	0.00
取得投资收益收到的现金	0.00	2,852.99	747.35	2,484.97
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	350.00	72.49	58.95	59.73
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	0.00	-2,172.97	0.00	0.00
收到其他与投资活动有关的现金	7,665.77	319,312.23	1,240.30	20,010.00
投资活动现金流入小计	8,015.77	333,842.24	10,965.31	22,554.70
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,086.86	24,746.68	20,000.59	34,285.15
投资支付的现金	202.00	0.00	0.00	665.56
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	360,000.00	130,000.00	0.00
投资活动现金流出小计	2,288.86	384,746.68	150,000.59	34,950.71
投资活动产生的现金流量净额	5,726.92	-50,904.44	-139,035.28	-12,396.01
取得借款收到的现金	2,782.82	9,156.85	11,008.87	27,650.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	3,000.00	0.00
发行债券收到的现金	0.00	0.00	118,920.00	0.00
筹资活动现金流入小计	2,782.82	9,156.85	132,928.87	27,650.00
偿还债务支付的现金	1,417.92	13,413.36	11,513.25	26,650.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	3,804.73	15,711.87	9,851.33	10,477.54
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	0.00	825.50	0.00	0.00
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	6,000.00	0.00	0.00
筹资活动现金流出小计	5,222.65	35,125.22	21,364.58	37,127.54
筹资活动产生的现金流量净额	-2,439.83	-25,968.37	111,564.29	-9,477.54

汇率变动对现金的影响	-187.43	-391.21	367.79	-281.00
现金及现金等价物净增加额	-16,398.36	-57,014.37	36,237.04	30,859.03

资料来源：公司 2015 年、2016 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	42,559.27	36,062.43	28,117.03
加：资产减值准备	3,133.05	866.37	432.94
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	14,126.79	14,669.44	13,720.51
无形资产摊销	3,905.93	3,024.45	2,478.55
长期待摊费用摊销	309.94	328.50	316.50
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	82.94	138.89	21.96
财务费用	4,412.65	3,689.17	879.70
投资损失	-29,021.39	-17,072.53	-3,636.42
递延所得税资产减少	-4.82	-472.99	268.72
递延所得税负债增加	1,092.66	0.00	0.00
存货的减少	-10,830.02	12,510.69	8,236.51
经营性应收项目的减少	-15,668.04	6,584.52	10,610.08
经营性应付项目的增加	6,150.70	3,011.32	-8,432.48
经营活动产生的现金流量净额	20,249.64	63,340.25	53,013.59

资料来源：公司 2015 年、2016 年、2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
综合毛利率	31.84%	28.19%	29.38%	25.91%
期间费用率	22.40%	21.72%	22.44%	18.71%
总资产回报率	-	8.75%	8.91%	7.95%
收现比	0.80	1.07	1.08	1.05
产权比率	55.36%	58.92%	63.25%	30.83%
资产负债率	35.63%	37.07%	38.74%	23.57%
流动比率	3.45	3.20	3.03	1.91
速动比率	2.81	2.60	2.51	1.21
EBITDA（万元）	-	72,216.73	64,465.47	51,004.87
EBITDA 利息保障倍数	-	16.37	17.47	57.98
有息债务/EBITDA	-	1.82	1.96	0.10
非付现费用（万元）	-	21,475.71	18,888.76	16,948.50
非经营损益（万元）	-	-23,437.96	-13,717.46	-2,466.04
FFO（万元）	-	40,597.02	41,233.73	42,599.49
营运资本变化（万元）	-	-20,347.36	22,106.53	10,414.11
有息债务（万元）	132,989.30	131,360.42	126,593.67	5,003.22

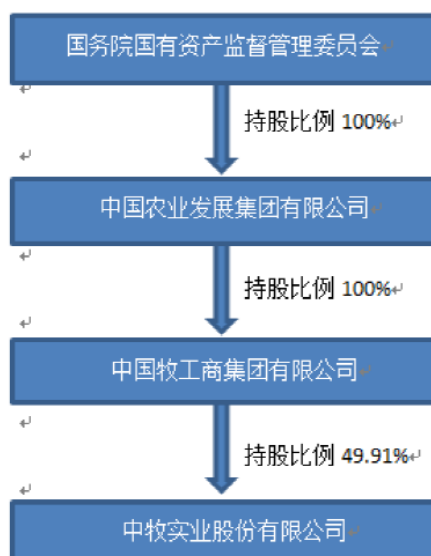
资料来源：公司 2015 年、2016 年、2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

附录五 截至2017年底纳入合并范围的子公司（单位：万元）

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

资料来源：公司提供

附录六 截至2017年底公司股权结构图



资料来源：公司2017年年报

附录七 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付债券 + 其他应付款中借款
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益

附录八 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。