

# 信用等级通知书

东方金诚债评字 [2019]468 号

---

江西正邦科技股份有限公司：

受贵公司委托，东方金诚国际信用评估有限公司对贵公司的信用状况进行了综合分析，评定贵公司主体信用等级为 AA，评级展望为稳定；同时对贵公司拟发行的“江西正邦科技股份有限公司 2019 年公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析，评定本期债券的信用等级为 AA。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年七月二日



# 信用等级公告

东方金诚债评字 [2019]468 号

东方金诚国际信用评估有限公司通过对江西正邦科技股份有限公司和其拟发行的“江西正邦科技股份有限公司2019年公开发行可转换公司债券”信用状况进行综合分析和评估，确定江西正邦科技股份有限公司主体信用等级为AA，评级展望为稳定，债券信用等级为AA。

特此公告。

东方金诚国际信用评估有限公司

二零一九年七月二日



## 信用评级报告声明

- 除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与江西正邦科技股份有限公司构成委托关系外，东方金诚、评级人员与江西正邦科技股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。
- 东方金诚与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本次评级及后续跟踪评级适用《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法》，该信用评级方法发布于 <http://www.dfratings.com>。
- 本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由江西正邦科技股份有限公司提供，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对其真实性及完整性提供了保证。
- 本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受江西正邦科技股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响。
- 本信用评级报告仅用于为投资人和发行人等相关方提供第三方意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资人应审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。
- 江西正邦科技股份有限公司 2019 年公开发行可转换公司债券信用等级自发行日至到期兑付日有效；同时东方金诚将在评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。
- 本信用评级报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。



东方金诚国际信用评估有限公司

2019 年 7 月 2 日

# 江西正邦科技股份有限公司 2019年公开发行可转换公司债券评级报告

报告编号：东方金诚债评字【2019】468号

## 评级结果

主体信用等级：AA  
评级展望：稳定  
本期债券信用等级：AA

## 债券概况

发行金额：不超过 16.00 亿元（含 16.00 亿元）  
债券期限：6 年  
偿还方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转换公司债券本金和最后一年利息  
募集资金用途：繁殖场项目建设和偿还银行贷款

## 评级时间

2019 年 7 月 2 日

## 评级小组负责人

高君子



## 评级小组成员

刘琦



邮箱：

dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街 3 号兆泰国际中心 C 座 12 层 100600

## 评级观点

东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）通过对江西正邦科技股份有限公司（以下简称“正邦科技”或“公司”）经营环境、业务运营、企业管理以及财务状况的综合分析，认为公司是江西省规模最大的农业企业之一，饲料及养殖业务产业链较为完整，具有很强的综合竞争实力；公司饲料产能及产量逐年增加，生产规模位居国内前列，受益于产品结构调整，饲料业务获利能力增强；公司生猪养殖规模位居国内前列，近年来产能和出栏量快速增加，生猪养殖所需仔猪和饲料主要来自于内部供给，具有一定的成本优势；近年来公司农药业务毛利率水平较高，对公司收入和利润形成一定补充。

同时，东方金诚也关注到养殖行业周期性较强，易受疫情影响，2017年以来受生猪价格持续下跌影响，公司养殖业务获利能力大幅下降，整体盈利能力持续下行；饲料业务主要原材料价格波动较大，对公司带来一定的成本控制压力；近年公司受到过环保处罚及发生过安全生产事故，随着环保政策的趋严，公司面临较大的环保压力；公司在建项目未来投资规模较大，面临一定的资金压力；公司有息债务显著增长且规模较大，债务结构以短期有息债务为主，流动比率和速动比率持续下行，流动性水平有所降低。

综合考虑，东方金诚评定正邦科技主体信用等级为AA，评级展望为稳定，基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券的信用等级为AA。

## 评级结果

主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本期债券信用等级：AA

## 债券概况

发行金额：不超过 16.00 亿元（含 16.00 亿元）

债券期限：6 年

偿还方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转换公司债券本金和最后一年利息

募集资金用途：繁殖场项目建设和偿还银行贷款

## 评级时间

2019 年 7 月 2 日

## 评级小组负责人

高君子



## 评级小组成员

刘琦



邮箱：

dfjc-gs@coamc.com.cn

电话：010-62299800

传真：010-62299803

地址：北京市朝阳区朝外西街 3

号兆泰国际中心 C 座 12

层 100600

## 主要数据和指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	122.59	166.16	213.26	213.50
所有者权益（亿元）	62.19	67.02	68.19	64.29
全部债务（亿元）	38.23	67.27	102.06	107.85
营业总收入（亿元）	189.20	206.15	221.13	51.94
利润总额（亿元）	10.71	5.88	2.03	-4.05
EBITDA（亿元）	17.64	14.17	14.32	-
营业利润率（%）	13.71	11.50	10.09	2.16
净资产收益率（%）	16.70	8.30	2.82	-
资产负债率（%）	49.27	59.67	68.02	69.89
全部债务资本化比率（%）	38.07	50.09	59.95	62.65
流动比率（%）	113.69	80.33	71.47	66.52
全部债务/EBITDA（倍）	2.17	4.75	7.13	-
EBITDA 利息倍数（倍）	9.73	5.97	3.01	-
EBITDA/本期发债额度（倍）	1.10	0.89	0.89	-

注：1、表中数据来源于 2016 年~2018 年经审计的公司合并财务报告及 2019 年 1~3 月未经审计的公司合并财务报表。2、本期发债额度按 16.00 亿元计算。

## 优势

- 公司是江西省规模最大的农业企业之一，饲料及养殖业务产业链较为完整，具有很强的综合竞争实力；
- 公司饲料产能及产量逐年增加，生产规模位居国内前列，受益于产品结构调整，饲料业务获利能力增强；
- 公司生猪养殖规模位居国内前列，近年来产能和出栏量快速增加，生猪养殖所需仔猪和饲料主要来自于内部供给，具有一定的成本优势；
- 近年来公司农药业务毛利率水平较高，对公司收入和利润形成一定补充。

## 关注

- 养殖行业周期性较强，易受疫情影响，2017 年以来受生猪价格持续下跌影响，公司养殖业务获利能力大幅下降，整体盈利能力持续下行；
- 饲料业务主要原材料价格波动较大，对公司带来一定的成本控制压力；
- 近年公司受到过环保处罚及发生过安全生产事故，随着环保政策的趋严，公司面临较大的环保压力；
- 公司在建项目未来投资规模较大，面临一定的资金压力；
- 公司有息债务显著增长且规模较大，债务结构以短期有息债务为主，流动比率和速动比率持续下行，流动性水平有所降低。

## 主体概况

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、兽药及农药等的生产与销售，控股股东为正邦集团有限公司（以下简称“正邦集团”），实际控制人为自然人林印孙。

公司前身为成立于 1996 年 9 月的江西大和实业有限公司（以下简称“大和实业”），由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）发起设立，初始注册资本 1000 万元。2001 年 1 月，江西正邦投资有限公司（2004 年 6 月更名为正邦集团）出资 650 万元购买公司 65% 的股权，成为公司的控股股东。2004 年 3 月，经商务部商资批【2004】374 号文批复，公司变更为股份公司，并更为现名，其中正邦集团对其持股比例为 60.731%。2007 年 8 月，公司在深圳中小板上市，公开发行人民币普通股 1900 万股，募集资金净额 1.93 亿元，注册资本变更为 7530 万元，股票代码“002157.SZ”。

后经多次增资及股权转让，截至 2019 年 3 月末，公司总股本 23.71 亿股，正邦集团和江西永联农业控股有限公司（以下简称“江西永联”）对其持股比例均为 19.77%。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，同时正邦集团与江西永联签订了一致行动人协议，江西永联按照正邦集团的指示行使其作为股东对正邦科技享有的表决权，确保正邦集团对上市公司正邦科技直接控制。公司实际控制人为林印孙。

正邦科技是国家农业产业化重点龙头企业，是江西省重要的农业企业之一，形成了“种猪育种-饲料-兽药-商品猪养殖”的一体化产业链。公司饲料产品以全价料为主，“正邦”和“领袖”牌在行业内具有一定的知名度，2018 年公司饲料销量在饲料行业上市公司中位列第四位。公司拥有江西最大的商品猪养殖基地，2018 年公司以 553.99 万头的出栏量位列同行业上市公司第三位。

截至 2019 年 3 月末，正邦科技（合并）资产总额 213.50 亿元，所有者权益 64.29 亿元，资产负债率 69.89%。2018 年及 2019 年 1~3 月，公司实现营业收入分别为 221.13 亿元和 51.94 亿元，利润总额分别为 2.03 亿元和 -4.05 亿元。

## 本期债券概况及募集资金用途

### 本期债券概况

公司拟发行“江西正邦科技股份有限公司 2019 年公开发行可转换公司债券”（以下简称“本期债券”或“可转换公司债券”），发行总额不超过 16.00 亿元，期限为 6 年，本期债券每年付息一次，到期归还所有未转股的可转换公司债券本金和最后一年利息。本期债券及未来转换的 A 股股票将在深圳证券交易所交易流通。

### 本期债券转股基本条款

转股期限方面，本期债券的换股期为自发行结束之日满 6 个月后的第一个交易日起至到期日止。

本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该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

对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算)和前一个交易日公司 A 股股票交易均价,具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构(主承销商)协商确定。

### 本期债券转股价格向下修正条款

在本期债券存续期间,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 85%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。

### 赎回条款

#### 1、到期赎回条款

在本期债券期满后五个交易日内,公司将赎回全部未转股的可转换公司债券,具体赎回价格由公司股东大会授权公司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。

#### 2、有条件赎回条款

在本期债券转股期内,当下述两种情形的任意一种出现时,公司董事会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:

- 1) 在本期债券转股期内,如果公司 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格不低于当期转股价格的 130% (含 130%)。
- 2) 当本期债券未转股余额不足 3000 万元时。

### 回售条款

#### 1、有条件回售条款

本期债券最后两个计息年度,如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时,本期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的价格回售给公司。

#### 2、附加回售条款

若本期债券募集资金运用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,且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以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转换公司债券的权利。在上述情形下,可转换公司债券持有人可以在回售申报期内进行回售,在回售申报期内不实施回售的,不应再行使附加回售权。

### 募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过人民币 16.00 亿元(含 16.00 亿元),扣除发行费用后全部用于繁殖场项目建设和偿还银行借款。详细情况见下表:

表 1：本期债券募集资金用途

单位：万元

序号	项目	达产新增产能	总投资额	拟投入募集资金
1	潘集正邦存栏 16000 头母猪的繁殖场“种养结合”基地建设项目	1.60 万头存栏母猪	28234.25	22431.31
2	广西正邦隆安县振义生态养殖繁育基地项目	1.60 万头存栏母猪	32840.00	26327.50
3	广安前锋龙滩许家 7PS 种养结合产业园	1.40 万头存栏母猪	25000.00	19861.79
4	上思正邦思阳镇母猪养殖场“种养结合”基地建设项目	6600 头存栏母猪	13000.00	10421.97
5	南华正邦循环农业生态园项目	1.60 万头存栏母猪	28000.00	22245.20
6	武定正邦循环农业生态园建设项目（一期）	7500 头存栏母猪	12858.00	10215.31
7	正邦高老庄（河南）现代农业有限公司年繁育 70 万头仔猪基地建设项目（一期）	1.40 万头存栏母猪	24683.06	19788.16
9	达州大竹文星龙门 7PS 繁殖场项目	1.40 万头存栏母猪	25000.00	19861.79
10	偿还银行贷款	-	8846.97	8846.97
<b>合计</b>		<b>10.41 万头存栏母猪</b>	<b>198462.28</b>	<b>160000.00</b>

资料来源：本期债券募集说明书，东方金诚整理

本期债券募集资金主要用于建设繁殖场，扩大母猪存栏量，具体建设工程包括繁殖舍、公猪舍、后备隔离舍以及环保设施等配套基础设施，项目建设期均为两年，预计项目全部建成后，可以增加 10.41 万头存栏母猪，将进一步扩大公司经营规模，优化公司业务结构，完善公司产业链，进一步提升公司持续经营能力和盈利能力。

## 宏观经济和政策环境

### 宏观经济

2019 年一季度宏观经济运行好于预期，GDP 增速与上季持平；随着积极因素逐渐增多，预计二季度 GDP 增速将稳中有升，上半年经济下行压力趋于缓解

今年宏观经济开局好于市场普遍预期。据初步核算，1~3 月国内生产总值为 213433 亿元，同比增长 6.4%，增速与上季持平，结束了此前的“三连降”，主要原因是当季货物贸易顺差同比扩大，净出口对经济增长的拉动力增强，抵消了投资和消费拉动力下滑的影响。值得注意的是，随着逆周期政策效果显现，中美贸易谈判进展良好带动市场预期改善，3 月投资和消费同步回暖，经济运行的积极因素正在逐渐增多。

工业生产边际改善，企业利润下降。1~3 月规模以上工业增加值同比增长 6.5%，增速较上年全年加快 0.3 个百分点。其中，3 月工业增加值同比增长 8.5%，



较2月当月同比增速3.4%大幅反弹，这一方面受春节错期影响，同时也与当月制造业PMI重回扩张区间相印证，表明制造业景气边际改善，逆周期政策带动效果较为明显。受PPI涨幅收窄影响，今年1~2月工业企业利润同比下降14.0%，结束此前两年高增，但后期增值税下调或将缓解企业利润下行压力。

固定资产投资增速整体回升。1~3月固定资产投资同比增长6.3%，增速较上年全年加快0.4个百分点。具体来看，基建补短板力度加大带动基建投资增速小幅上升，1~3月同比增长4.4%，增速较上年全年加快0.6个百分点。在前期新开工高增速支撑下，1~3月房屋施工面积增速加快，推动同期房地产投资同比增速较上年全年加快2.3个百分点至11.8%。最后，因利润增速下滑、外需前景走弱影响企业投资信心，1~3月制造业投资同比增长4.6%，增速较上年全年下滑4.9个百分点。

商品消费整体偏弱，企稳反弹迹象已现。1~3月社会消费品零售总额同比增长8.3%，增速不及上年全年的9.0%，汽车、石油制品和房地产相关商品零售额增速低于上年是主要拖累。不过，从边际走势来看，1~2月社零增速企稳，3月已有明显回升，背后推动因素包括当月CPI上行，个税减免带动居民可支配收入增速反弹，以及市场信心修复带动车市回暖。1~3月CPI累计同比上涨1.8%，涨幅低于上年全年的2.1%；因猪肉、鲜菜等食品价格大涨，3月CPI同比增速加快至2.3%。

净出口对经济增长的拉动力增强。以人民币计价，1~3月我国出口额同比增长6.7%，进口额增长0.3%，增速分别较上年全年下滑0.4和12.6个百分点。由于进口增速下行幅度更大，一季度我国对外贸易顺差较上年同期扩大75.2%，带动净出口对GDP增长的拉动率反弹至1.5%，较上季度提高1.0个百分点。

东方金诚预计，二季度基建领域补短板、减税降费等积极财政政策效应将持续显现，叠加市场预期改善推动商品房销售回暖、汽车销量增速反弹，以及对外贸易顺差仍将延续等因素，预计二季度GDP增速将持平于6.4%，不排除小幅反弹至6.5%的可能，这意味着上半年经济下行压力趋于缓解。

## 政策环境

### M2和社融存量增速触底反弹，“宽信用”效果显现，货币政策宽松步伐或将有所放缓

社会融资规模大幅多增，货币供应量增速见底回升。1~3月新增社融累计81800亿，同比多增23249亿，主要原因是表内信贷大幅增长以及表外融资恢复正增长，表明“宽信用”效果进一步显现。此外，1~3月新增企业债券融资及地方政府专项债也明显多于上年同期，体现债市回暖及地方政府专项债发行节奏加快带来的影响。在社融同比多增带动下，3月底社融存量同比增速加快至10.7%，较上年末提高0.9个百分点。3月末，广义货币(M2)余额同比增长8.6%，增速较上年末提高0.5个百分点，主要原因是一季度流向实体经济的贷款大幅增加，以及财政支出力度加大带动财政存款同比多减。3月末，狭义货币(M1)余额同比增长4.6%，增速较上年末提高3.1个百分点，表明实体经济活跃程度有所提升。

货币政策宽松步伐或将边际放缓。一季度各项金融数据均有明显改善，表明前期各类支持实体经济融资政策的叠加效应正在体现。考虑到伴随中美贸易谈判取得

积极进展，市场信心持续恢复，宏观经济下行压力有所缓和，金融数据反弹或促使监管层放缓货币政策边际宽松步伐，二季度降准有可能延后，降息预期也有所降温，而定向支持民营、小微企业融资政策还将发力。

### 减税带动财政收入增速走低，财政支出力度加大，更加积极的财政政策将在减税降费和扩大支出两端持续发力

1~3月财政收入累计同比增长6.2%，增速较上年同期下滑7.4个百分点，体现各项减税政策及PPI涨幅收窄等因素的综合影响。其中，税收收入同比增长5.4%，增速较上年同期下滑11.9个百分点；非税收入同比增长11.8%，增速较上年同期高出19.3个百分点，或与央企利润上缴幅度增大有关。1~3月财政支出累计同比增长15.0%，增速高于上年同期的10.9%，基建相关支出整体加速。

2019年政府工作报告明确将实施更大规模的减税，全年减税降费规模将达到约2万亿，高于2018年的1.3万亿。4月起，伴随新一轮增值税减税的实施，财政收入增长将面临更大的下行压力。支出方面，2019年基建补短板需求增大，二季度基建相关支出力度有可能进一步上升，而科技、教育、社保和就业等民生类支出也将保持较快增长，财政支出将保持较高强度。总体上看，今年财政政策在稳定宏观经济运行中的作用将更加突出。

## 行业及区域经济环境

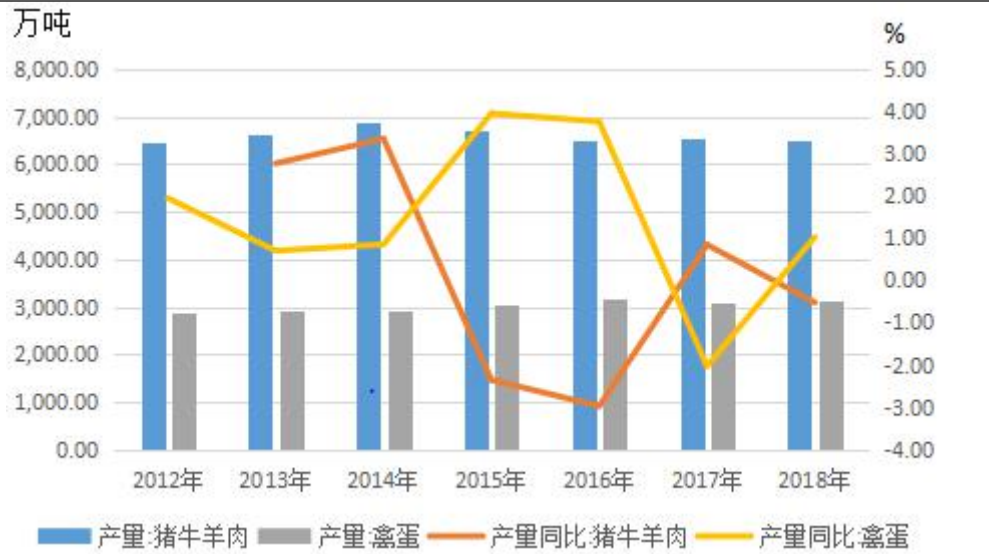
公司主要从事饲料加工和生猪养殖业务，分别属于饲料加工行业和养殖行业。

### 饲料加工行业

饲料需求受养殖行业影响较大，近年主要畜产品产量略有下降，随着生猪养殖行业景气度回暖，规模化大型养殖企业补栏意愿增加，预计2019年生猪出栏量将有所增加，饲料需求将有所回升

饲料加工行业是畜牧业和水产养殖业发展的物质基础，是农业产业链中重要环节，受畜牧业景气度影响较大。近年来，我国主要畜产品产量略有下降，2016年~2018年，我国猪牛羊禽肉产品平均复合增长率为-0.13%，其中猪牛羊肉和禽蛋产量平均复合增长率分别为0.16%和-0.52%。2018年全年猪牛羊肉产量6523.00万吨，受生猪养殖景气度下降，生猪出栏量下降影响，同比下降0.53%；禽蛋产量3128.00万吨，同比增长1.02%。随着生猪养殖行业景气度回暖，规模化大型养殖企业补栏意愿增加，预计2019年生猪出栏量将有所增加，同时得益于下游养殖行业规模化程度不断提升，饲料需求将有所回升。

图 1：2012 年以来我国猪牛羊肉和禽蛋产量情况



数据来源：wind, 东方金诚整理

近年国内饲料总产量逐年下降，但 2019 年以来降幅有所收窄，同时饲料加工行业集中度较低，竞争较激烈

近年国内饲料总产量逐年下降，2016 年~2018 年，我国饲料总产量平均复合增长率为-8.71%。2018 年我国饲料总产量 2.42 亿吨，同比下降 14.94%，主要受生猪养殖行业景气度下行，生猪存栏量下降影响。2019 年 1~4 月，饲料产量 7362.80 万吨，同比下降 5.86%，受生猪养殖行业景气度回暖，规模化大型养殖场补栏意愿增加，饲料产量降幅收窄 9 个百分点。

图 2：2012 年以来我国饲料产量情况



数据来源：wind, 东方金诚整理

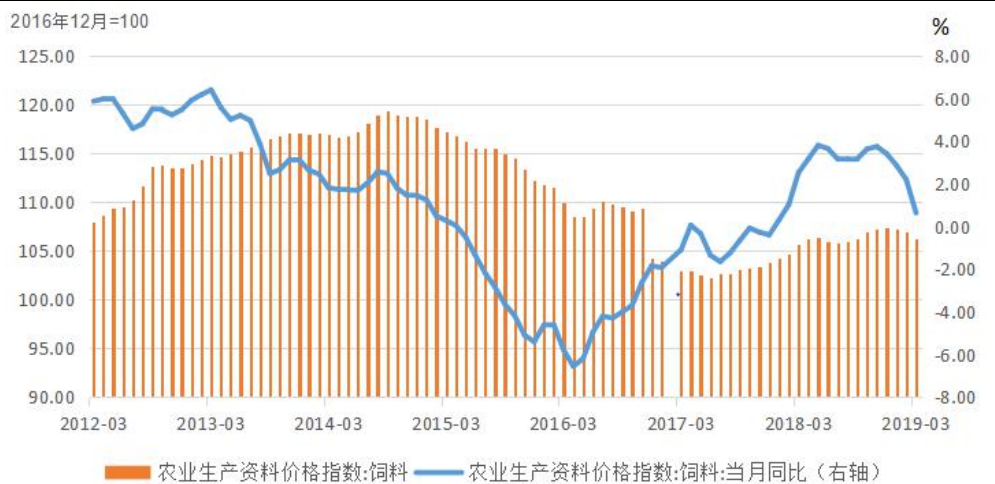
从饲料品种来看，受我国居民饮食以猪肉、鸡鸭肉及蛋类为主的习惯影响，我国饲料品种以猪饲料、肉禽饲料和蛋禽饲料为主，水产饲料和反刍动物饲料等其他饲料占比较低。从饲料配比来看，我国饲料以配合饲料（又称全价料）为主，附加值较高的浓缩饲料和添加剂预混合饲料占比较低。2018 年配合饲料产量占总产量比重为 55.79%。

我国饲料行业生产企业众多，行业集中度总体偏低，竞争较激烈。从2012年开始，受宏观经济、终端消费及农产品价格等因素影响，大型饲料企业向养殖、屠宰、加工等环节延伸产业链，小企业加快退出，饲料行业呈现出企业集团化和兼联合趋势，但行业生产格局仍较分散。2018年我国饲料加工企业为12536家，其中，10万吨规模以上厂家数量达656家，有8家单厂产量超过50万吨。全国有4家企业集团年产量超过1000万吨，较2017年增加2家，合计产量4760万吨，占全国产量比重为21%。地区分布方面，呈现明显的区域性特征，我国饲料行业生产区域主要集中在华东地区、华中地区和华南地区，其2018年合计产量占全国比重的71.3%。

### 饲料产品原材料价格波动较大，对饲料生产企业带来一定的成本控制压力

饲料价格受大宗原材料影响较大，饲料价格与大宗原材料价格整体保持同步走势。2016年3月~2018年12月，受玉米、豆粕等大宗原材料价格变化影响，我国饲料生产资料价格指数同比增速上涨，2019年以来受原材料豆粕价格下降影响，该指数有所下降。

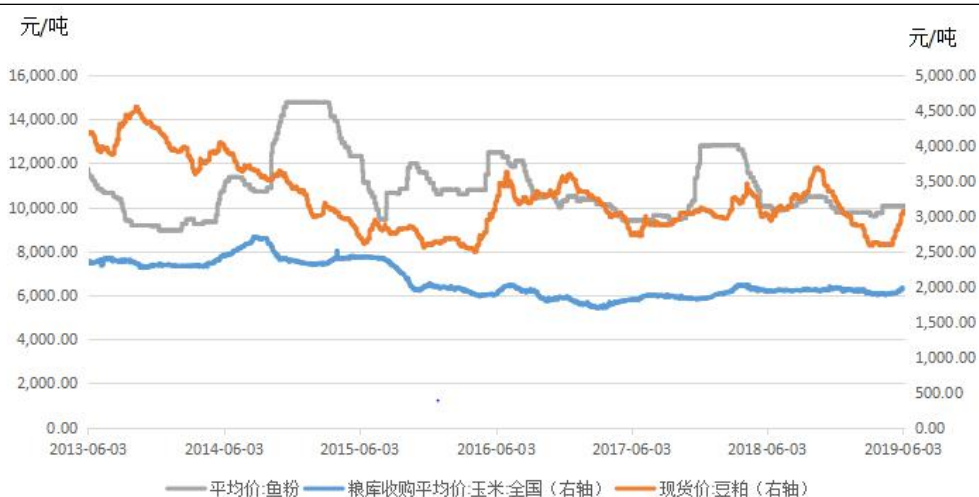
图3：2012年~2019年3月饲料生产资料价格指数情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

饲料生产所需大宗原材料中，占比较大的主要为玉米、豆粕、鱼粉、小麦及菜粕等。2016年3月，东北三省和内蒙古自治区取消临储政策，同时调整为“市场化收购+补贴”的新机制，玉米价格迅速下降至2017年5月的1472元/吨，而后开始上涨，2018年4月以来整体较平稳。我国高端鱼粉主要来自秘鲁，秘鲁占我国进口鱼粉比例在50%左右，鱼粉价格波动较大，2018年6月以来基本平稳，在3000元/吨左右。豆粕价格波动较大，2016年6月~2017年5月，价格震荡下行，2017年6月~2018年10月震荡上行，而后开始回落。2019年5月，因中美贸易摩擦加大，中国对从美国进口的大豆加征关税，由于大豆是中美贸易中最大宗的商品，中国每年从美国进口的大豆在3000万吨左右，加征关税后，中国从美国进口的大豆数量大幅下降，导致国内大豆供应趋紧，预计未来中国饲用豆粕价格将面临上涨压力，畜牧业面临较大的成本压力。

图 4：2013 年以来玉米、豆粕和鱼粉等价格



资料来源：Wind，东方金诚整理

2018 年，全国饲料工业总产值 8872 亿元，同比增长 5.7%；总营业收入 8689 亿元，同比增长 6.0%。其中，饲料产品产值 7869 亿元、营业收入 7753 亿元。2018 年饲料产量下降，但受原材料豆粕价格上涨影响，饲料价格上涨，使得饲料产品产值和收入同比分别增长 5.8%和 6.2%。

### 生猪养殖行业

**受消费结构改变影响，2015 年以来我国猪肉消费量逐年下降，但降幅逐步收窄**

我国肉类消费中，以猪肉消费为主。近年来，我国猪肉消费量有所波动，2012~2014 年国内猪肉消费量逐年增加。随着我国居民可支配收入逐年增长，居民的生活水平不断提高，居民对肉类的消费结构也在发生变化，对猪肉的需求量有所减弱。2015 年，猪肉需求开始出现下滑，但 2016 年以来降幅有所收窄。预计未来，随着消费结构的改变，我国猪肉消费总量继续下降，但降幅进一步收窄，趋于稳定。

图 5：2012 年以来国内猪肉消费量变化情况



资料来源：Wind，东方金诚整理

养殖行业周期性较强，易受市场、原材料价格波动和疫情影响，近年来生猪

### 存栏量和能繁母猪存栏量均处于低位，预计行业在较长时间内供给不足，产能进一步向大型养殖企业集中

我国生猪存栏量自 2017 年以来持续下降，能繁母猪存栏量自 2016 年 4 月继续下降，在 2018 年 3 月出现反弹，而后继续下降，作为生猪存栏量的先行指标，能繁母猪存栏水平决定 10~12 个月后的生猪供应量。2018 年，我国猪肉生猪存栏 42817 万头，同比下降 3%；生猪出栏 69382 万头，同比下降 1.2%。2018 年生猪存栏量和能繁母猪存栏量均处于下降趋势。2019 年 5 月，中国农业农村部披露 4 月份生猪存栏信息显示，2019 年 4 月生猪存栏量环比下降 2.9%，同比下降 20.8%。我国能繁母猪存栏量环比下降 2.5%，同比下降了 22.3%。生猪存栏量下降一定程度上是因为中小养殖户出清压栏生猪，不再扩大养殖规模。生猪存栏量和能繁母猪存栏量均处于历史低位。虽然国家出台一系列促进产能恢复的政策，但疫情的不确定性导致现阶段中小规模养殖企业及散户补栏意愿不足，预计行业产能将会进一步向大型养殖企业集中，行业或在较长时间内供给不足。

养殖行业进入门槛较低，从事养殖的企业和个体数量较多，以农户和小型养殖企业为主的养殖模式决定了我国养殖行业易受猪肉价格波动影响，具有一定的周期性特征。病疫是畜牧业发展的重要影响因素，近几年，疫情多发，不但令许多养殖企业和养殖户损失惨重，也极大改变了猪价周期与价格走势。近年环保政策趋严使得小型养殖厂产能逐步退出，2018 年 8 月以来，非洲猪瘟疫情扩散使得养殖企业防疫成本上升，产能去化加剧，但具有规模优势、市场优势及多元化生产布局的大型养殖企业补栏意愿较强，进一步扩大产能。预计规模化大型养殖企业有望在竞争中进一步做大做强。

### 受非洲猪瘟疫情爆发影响，猪周期启动延后，2018 年以来猪价先涨后降，预计未来受行业供给不足影响，猪价上涨，养殖企业盈利情况将有所改善，需关注非洲猪瘟疫情带来的不确定性影响

生猪价格受周期性影响，波动较大。自 2016 年 6 月以来，生猪价格震荡下行至 2018 年 5 月的 10.01 元/千克，而后开始上行。后受 2018 年 8 月非洲猪瘟疫情，活猪禁止跨区域运输影响，猪价开始下降。2019 年以来，受非洲猪瘟疫情造成的产能出清严重，供给不足影响，猪价开始波动上涨。目前生猪存栏量和能繁母猪量均处于历史低位，且受非洲猪瘟疫情影响，中小养殖户补栏意愿不足，行业供给不足，预计猪价将持续上涨。

实践中常用生猪价格与玉米价格的比率，即“猪粮比”来衡量养殖业的盈利情况。猪粮比越高，说明养殖利润越好，反之则越差。按照相关规定，当猪粮比达到 6 时，生猪养殖基本处于盈亏平衡点。2015 年 3 月~2017 年 1 月，22 省市猪粮比价逐步提升，生猪养殖行业盈利能力有所改善。自 2017 年 2 月~2018 年 5 月，猪粮比价逐步下降。受猪价震荡上涨影响，2018 年 6 月以来震荡上行。预计未来一年受行业供给不足猪价上涨影响，养殖企业盈利情况将有所改善，需关注非洲猪瘟疫情带来的不确定性影响。

图 6：22 省市平均猪价及猪粮比价情况



数据来源：wind, 东方金诚整理

## 业务运营

公司是江西省规模最大的农业企业之一，饲料和养殖产业链较为完整，具有很强的综合竞争实力；营业收入和毛利润主要来源于饲料和养殖业务，近年来营业收入逐年增加，但毛利润和毛利率逐年下降

正邦科技是国家农业产业化重点龙头企业，是江西省规模最大的农业企业之一，已形成“种猪育种-饲料-兽药-商品猪养殖”的一体化产业链，综合竞争实力较强。

公司营业收入主要来源于饲料和养殖业务，近年来收入逐年增加。2016 年~2018 年，公司实现营业收入分别为 189.20 亿元、206.15 亿元和 221.13 亿元；其中，饲料业务收入占营业收入的比例逐年有所下降，分别为 76.72%、68.10%和 60.05%，养殖业务收入占营业收入的比例逐年上升，分别为 17.85%、26.74%和 34.49%；农药、兽药、原料贸易和其他业务<sup>1</sup>收入和占比均较小。

表 2：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司营业收入构成情况<sup>2</sup>

单位：亿元、%

业务类别	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
饲料	145.16	76.72	140.39	68.10	132.79	60.05	28.06	54.02
养殖	33.77	17.85	55.13	26.74	76.26	34.49	20.90	40.25
农药	4.35	2.30	4.55	2.20	5.87	2.66	1.64	3.17
兽药	1.46	0.77	2.19	1.06	2.48	1.12	0.62	1.19
原料贸易	2.52	1.33	2.24	1.09	2.05	0.93	0.29	0.56
其他	1.94	1.02	1.65	0.80	1.67	0.76	0.42	0.82
合计	189.20	100.00	206.15	100.00	221.13	100.00	51.94	100.00

资料来源：公司提供，东方金诚整理

<sup>1</sup> 其他主要为公司种植的小麦，对外销售形成。

<sup>2</sup> 因四舍五入，部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上存在差异。

2016年~2018年，公司毛利润分别为26.08亿元、23.97亿元和22.63亿元，毛利润逐年下降主要系生猪价格持续下行使得养殖业务毛利润下降较多所致。同期，公司饲料业务毛利率逐年上升，但受养殖业务和兽药业务毛利率下降较多影响，公司综合毛利率逐年下降，分别为13.79%、11.63%和10.23%。

表3：2016年~2018年及2019年1~3月公司毛利润及毛利率情况

单位：亿元、%

业务类别	2016年		2017年		2018年		2019年1~3月	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
饲料	10.61	7.31	13.01	9.27	13.42	10.11	2.80	9.96
养殖	12.92	38.25	7.94	14.41	6.05	7.93	-2.45	-11.73
农药	1.53	35.22	1.49	32.78	2.10	35.79	0.62	37.64
兽药	0.77	52.63	0.97	44.06	0.69	27.90	0.16	26.18
原料贸易	-0.02	-0.73	0.10	4.30	0.04	1.82	0.01	2.20
其他	0.28	14.23	0.46	27.63	0.31	18.57	0.05	12.51
<b>合计</b>	<b>26.08</b>	<b>13.79</b>	<b>23.97</b>	<b>11.63</b>	<b>22.63</b>	<b>10.23</b>	<b>1.18</b>	<b>2.28</b>

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2019年1~3月，公司分别实现营业收入51.94亿元，毛利润1.18亿元，毛利率2.28%。2019年一季度，公司毛利率大幅下降主要原因是猪价较低以及非洲猪瘟疫情导致成本提升。

### 饲料业务

公司饲料产品主要包括猪饲料、禽饲料、水产料和反刍料等，其中猪饲料是饲料业务收入和毛利润的主要来源，2016年~2018及2019年1~3月，公司猪饲料收入占饲料业务收入的比例分别为57.42%、62.39%、69.82%和73.88%。近年来，虽然公司饲料业务收入逐年下降，但受产品结构调整，毛利率较高的猪饲料收入和占比均逐年增加影响，饲料业务毛利润和毛利率均逐年增加。

表4：2016年~2018年及2019年1~3月公司饲料业务收入毛利润构成情况<sup>3</sup>

单位：亿元、%

业务类别	2016年		2017年		2018年		2019年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
猪饲料	83.35	57.42	87.59	62.39	92.71	69.82	20.73	73.88
禽饲料	52.19	35.95	44.29	31.55	31.93	24.04	6.55	23.33
其他饲料	9.62	6.63	8.50	6.06	8.15	6.14	0.78	2.78
<b>合计</b>	<b>145.16</b>	<b>100.00</b>	<b>140.39</b>	<b>100.00</b>	<b>132.79</b>	<b>100.00</b>	<b>28.06</b>	<b>100.00</b>

业务类别	2016年		2017年		2018年		2019年1~3月	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
猪饲料	7.99	9.58	10.48	11.96	11.42	12.31	2.40	11.59
禽饲料	1.87	3.58	1.75	3.95	1.33	4.15	0.32	4.94
其他饲料	0.76	7.86	0.79	9.27	0.69	8.48	0.07	8.84

<sup>3</sup> 因四舍五入，部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上存在差异。



合计	10.61	7.31	13.01	9.27	13.42	10.11	2.80	9.96
----	-------	------	-------	------	-------	-------	------	------

资料来源：公司提供，东方金诚整理

近年公司饲料产能逐年增长，生产规模位居国内前列，同时受益于公司饲料内部需求增长，饲料产量逐年增加

公司饲料业务的运营主体为公司本部及下属子公司，从产品结构来看，以全价料<sup>4</sup>为主，预混料和浓缩料为辅，公司拥有“正邦牌”和“广联牌”等5个饲料品牌，在行业内具有一定的知名度。2018年，正邦科技饲料销量479.59万吨，在饲料行业上市公司中位列第四。

表5：2018年国内饲料行业部分上市公司经营数据

公司简称	饲料销量（万吨）	营业收入（亿元）	利润总额	饲料类型
新希望六和	1704.00	690.63	29.91	禽料和猪料为主
海大集团	1070.00	421.57	17.66	水产饲料与畜禽饲料为主
唐人神	481.01	154.06	2.66	猪料和禽料为主
正邦科技	479.59	221.13	2.03	猪料和禽料为主
大北农	459.75	193.02	6.56	猪料为主
禾丰牧业	235.21	157.51	6.92	水产饲料与畜禽饲料为主

资料来源：公开资料，东方金诚整理

近年来，公司逐步扩大饲料产能，2016年~2018年，公司饲料总产能分别为728.00万吨、775.00万吨和830.80万吨。2017年，公司东营泊头分公司、东营新户分公司等新建饲料生产线共计47万吨/年产能投产，饲料产能提升至775.00万吨/年。2018年，受扶余正邦和邳州正邦等饲料厂相继投产影响，产能大幅增加。

公司饲料生产仍主要为以销定产，受益于公司养殖业务存栏量增加，内部需求增加，产量逐年增加，分别为582.25万吨、583.32万吨和651.46万吨；同期，产能利用率分别为79.98%、75.27%和78.41%，2017年产能利用率下降主要系当期新增产能为年底投产，新增产能尚未释放所致。

表6：2016年~2018年及2019年1~3月公司饲料产销情况

单位：万吨、%

指标	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月 <sup>5</sup>
产能	728.00	775.00	830.80	830.80
产量	582.25	583.32	651.46	160.68
对外销售	537.01	479.36	479.59	101.12
内部销售	45.24	103.96	171.87	59.56
产能利用率	79.98	75.27	78.41	77.36

资料来源：公司提供，东方金诚整理

<sup>4</sup> 从产品技术含量和附加值来看，预混料高于浓缩料，浓缩料高于全价料。

<sup>5</sup> 产能已年化处理。

**公司饲料产品以全价料为主，近年来公司饲料对外销量整体有所下降，销售均价有所波动**

公司饲料业务销售模式有经销商模式、猪场直销模式和猪场托管模式，以经销商模式为主。其中，经销商模式是在数千家现有经销商中，重点扶持和发展具有一定技术服务能力的大中型经销商，为终端客户提供饲喂技术指导，提升公司产品知名度。直销模式是公司向规模化养殖户提供深度养殖技术服务，并直接提供饲料产品供给，减少中间环节，降低交易成本。猪场托管模式是指公司与规模猪场签订托管协议，依托公司动物营养技术和猪场经营管理体系，对客户猪场进行全托管或部分经营指标托管，托管猪场全程使用公司饲料和兽药产品，再根据托管协议，按约定的猪场经营指标完成情况进行利益分配。

销售区域分为南方片区、北方片区和西南片区，其中，南方片区和北方片区销售收入占比较高，2018年占比分别为32.02%和45.99%。公司营销网络以全国27个省市自治区直辖市为中心，在销售半径内下沉至各乡镇，终端客户主要是广大养殖户，比较分散，结算方式上款到发货为主，少部分大客户会有一定账期。

公司饲料以全价料为主，2016年~2018年及2019年1~3月，全价料收入占饲料业务收入比重分别为86.88%、87.39%、86.49%和87.66%；浓缩料占比分别为9.95%、9.46%、10.07%和9.64%。近年来受下游养殖行业存栏量和出栏量下降影响，饲料销量逐年下降，饲料销售均价有所波动。

**表 7：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司主要饲料销量情况<sup>6</sup>**

单位：万吨

指标	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
预混料	7.60	7.29	7.69	1.28
浓缩料	32.51	28.91	29.80	6.15
全价料	486.21	434.25	433.54	91.89
合计	526.32	470.44	471.03	99.32

资料来源：公司提供，东方金诚整理

**公司饲料成本中玉米、豆粕占比较高，近年来采购价格波动较大，对公司带来一定的成本控制压力，受益于产品结构调整，减少毛利率低的禽饲料销售，饲料业务获利能力增强**

公司饲料生产所需原材料包括玉米、豆粕、小麦、鱼粉、菜粕、麦麸、酶制剂、氨基酸、乳清粉等，其中玉米、豆粕占比70%左右。2017年以来，公司主要原材料采购价格有所波动。近期中美贸易摩擦加大，中国从美国进口的大豆数量大幅下降，导致国内大豆供应趋紧，预计未来中国饲用豆粕价格将面临上涨压力，从而公司面临较大的成本上涨压力。

受公司调整产品结构，减少毛利率低的禽饲料销售规模，公司饲料业务销售收入逐年下降，但饲料业务毛利润和毛利率增加，饲料业务获利能力增加。2016年~2018年，公司饲料业务毛利润分别为10.61亿元、13.01亿元和13.42亿元，毛利率分别为7.31%、9.27%和10.11%。

<sup>6</sup> 不包含内销部分和其他饲料。

表8：2016年~2018年及2019年1~3月公司饲料主要原材料采购及均价情况

单位：万吨、元/吨

项目	2016年		2017年		2018年		2019年1~3月	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
玉米	289.09	1954.95	275.62	1987.21	350.87	2165.14	73.98	1982.00
豆粕	174.68	3093.81	179.43	2980.03	159.40	3312.54	33.61	2774.25
棉粕	93.16	3397.14	73.32	2750.42	52.97	2924.28	11.17	2686.80
合计	556.93	2553.39	528.37	2430.27	563.24	2561.25	118.76	2272.50

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司原材料采购主要采用“集中采购”模式，供应商多为贸易公司及粮油公司等，公司与供应商保持长期合作关系。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，公司原材料供应商较分散，集中度较低。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。

### 养殖业务

#### 公司生猪养殖规模位居国内前列，近年来产能和出栏量快速扩大

公司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（以下简称“黑龙江正邦”）和加美（北京）育种科技有限公司（以下简称“加美育种”）经营，产品包括种猪、仔猪、商品肥猪、家禽等，以商品肥猪为主。2016年公司将禽业剥离，不再饲养禽类。2018年正邦科技以553.99万头的出栏量位列生猪养殖行业上市公司第三位。

表9：2018年国内生猪养殖行业部分上市公司经营数据

公司简称	出栏量（万头）	营业收入（亿元）	利润总额（亿元）
温氏股份	2229.72	572.36	42.84
牧原股份	1101.20	133.88	5.26
正邦科技	553.99	221.13	2.03
雏鹰农牧	226.98	35.56	-41.38
天邦股份	216.97	45.19	-5.49

资料来源：公开资料，东方金诚整理

近年来，公司持续加快养殖业务发展，在江西、湖北、山东、广东、河南、吉林、黑龙江、辽宁和内蒙古等地建立了大型养殖基地，产能和出栏量快速扩大（详见下表）。截至2019年3月末，公司已建成种猪场22个，其中8个核心育种场（含3个国家级生猪核心育种场），3个纯种扩繁场，商品猪场108个（含在建商品猪场23个）。

表10：2016~2018年及2019年1~3月公司养殖业务产能情况

单位：万头

指标	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月 <sup>7</sup>
产能	362.00	455.00	886.00	886.00
出栏量	226.45	342.25	553.99	169.94

资料来源：公司提供，东方金诚整理

<sup>7</sup> 2019年一季度，产能已年化处理。

公司生猪养殖业务的主要经营模式有自繁自养模式和“公司+农户”合作养殖模式。自繁自养模式是指以自营方式，管理和经营猪场，该模式主要有自建繁殖场或全程自繁自养场两种，繁殖场的主要产品是仔猪，全程自繁自养场的主要产品是商品肥猪。“公司+农户”模式是一种轻资产扩张模式，即在公司的繁殖场周围一定区域内，发展合作养殖农户，公司为农户提供仔猪、饲料、兽药、全程养殖技术指导 and 管控，负责生猪销售，承担肥猪销售的市场风险，合作农户负责育肥阶段猪场的建设投资、生猪育肥饲养工作。该模式核心是公司对外委托加工生产，有助于公司生猪养殖业务以轻资产模式快速度扩张。

**公司生猪养殖所需仔猪和饲料主要来自于内部供给，具有一定的成本优势；公司受到过环保处罚及发生过安全生产事故，随着环保政策的趋严，公司面临较大的环保压力**

公司通过规模化养殖和科学统筹管理降低养殖成本。公司引进“加系纯种核心种猪”，自己培育种猪，自繁自养，对养殖用药和护理进行统一采购，仔猪和生猪养殖所需饲料主要为内部供给，有效地降低了养殖成本。

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，采用全封闭式管理。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。为应对非洲猪瘟疫情，公司加强自建饲料厂、自建猪场、合作养户猪场在生物安全防控的软硬件投入、全面提升防控等级，防疫成本有所增加。截至 2019 年 3 月末，公司尚未发生过重大疫情。

安全环保方面，近年来，子公司发生多起环保事件，受到行政处罚，公司已按照相关要求整改。2018 年 11 月，下属子公司肇东正邦养殖有限公司红光分公司福水猪场发生火灾事故，烧毁分娩舍 1 栋，烧死母猪 474 头及仔猪 1800 头，导致 4 名员工身故。本次火灾事故造成直接固定资产、生猪资产、员工抚恤金等损失，扣除保险赔付金额后的经济损失净额约 400 万元。事故发生后，公司积极组织员工和家属的安置工作，不存在法律纠纷。针对本次事故，2019 年 1 月，绥化市应急管理局对公司下达了绥应急罚[2019]监二-01 号处罚通知书，处以人民币 80 万元的罚款。

根据公司公告，公司的相关环保处罚已经整改完毕，不属于重大违法行为，该火灾事故不属于重大安全事故。公司及子公司除肇东正邦以外，不存在其他因安全生产受到罚款以上行政处罚的情形，公司及子公司，不存在因为食品安全受到行政处罚的情形。

**2017 年以来受生猪价格持续下降影响，公司养殖业务毛利率大幅下降；预计随着猪周期的启动，2019 年养殖业务获利能力将有望改善，但需关注非洲猪瘟疫情带来的不确定性影响**

公司养殖业务包括商品猪、仔猪和种猪的养殖和销售，以商品猪为主。2016 年以来仔猪的出栏量有所波动，销售价格逐年下降；种猪的出栏量逐年增加，销售均价有所波动；商品猪出栏量大幅增加，销售价格逐年下降。2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，受益于商品猪出栏量的大幅增加，养殖业务收入逐年增加，分别为 33.77 亿元、55.13 亿元、76.26 亿元和 20.90 亿元；但受猪价持续下跌幅度较大影响，

毛利润和毛利率逐年下降,毛利润分别为 12.92 亿元、7.94 亿元、6.05 亿元和-2.45 亿元;毛利率分别为 38.25%、14.41%、7.93%和-11.73%。2019 年 1~3 月,受猪价下跌叠加非洲猪瘟疫情使得防疫成本上升影响,养殖业务毛利润为负。2019 年 3 月,全国猪价已经开始上涨,3 月份的出栏均价达到 14.54 元/公斤,非洲猪瘟导致产能大幅去化,猪周期已经启动,随着猪价的上涨叠加公司出栏量的增加,预计 2019 年公司养殖业务获利能力将有望改善,需关注非洲猪瘟疫情带来的不确定性影响。

**公司在建项目主要为扩大母猪存栏量,随着在建项目投产,公司生猪出栏量预计进一步增加,新增产能投产后或会面临行业周期性波动风险,在建项目投资金额较大,面临一定的资金压力**

截至 2019 年 3 月末,除本期债券募投项目外,公司重点在建项目全部为繁殖猪场,项目预计总投资约为 11.21 亿元,已投资 91.63 万元,尚需投资 11.20 亿元,预计投产后新增 7.90 万头母猪存栏产能;资金来源主要为自筹及非公开发行股票募集资金,该申请于 2019 年 6 月 18 日收到中国证券监督管理委员会出具的《关于核准江西正邦科技股份有限公司非公开发行股票的批复》(证监许可[2019]1021 号)书面核准文件。公司在建项目后续投资额较大,未来将面临一定的资金压力。

截至 2019 年 3 月末,公司养殖业务产能 886.00 万头,公司重点在建项目投产后预计将新增 7.90 万头母猪存栏,本期债券募投项目投产后预计将新增产能 10.41 万头母猪存栏。预计随着项目的投产,公司生猪出栏量将进一步增加,新增产能投产后或会面临行业周期性波动风险。由于繁育母猪到生猪出栏一般需要 13 个月,新增生猪产能预计在 3 年后增加,投产后或会面临行业的周期性波动风险。

表 11: 截至 2019 年 3 月末公司重点在建项目投资计划

单位: 万元、%

项目名称	预计新增产能	建设期	总投资	已投资额	投资进度	募集资金拟投入	后续投入	资金来源
烈山区古饶谷山村正邦	1.60 万头母猪	2 年	28223.26	31.70	0.11	22422.58	28191.56	募集资金+自筹
虞城正邦猪场	1.60 万头母猪	2 年	28026.14	28.23	0.10	22114.02	27997.91	募集资金+自筹
喀喇沁旗正邦农牧猪场	1.50 万头母猪	2 年	31350.05	20.98	0.07	-	31329.07	自筹
来宾正邦五乡山猪场	1.60 万头母猪	2 年	24484.74	10.72	0.04	-	24474.02	自筹
<b>合计</b>	<b>7.90 万头母猪</b>	-	<b>112084.19</b>	<b>91.63</b>	<b>0.08</b>	<b>44536.60</b>	<b>111992.56</b>	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

## 农药

近年来公司农药业务收入有所波动逐年增加,毛利率水平较高,对公司收入和利润形成一定补充

公司农药业务由子公司江西正邦作物保护有限公司运营,产品以除草剂、杀虫剂、杀菌剂为主。农药业务涵盖农药制剂和原药生产,其中原药生产拥有全国领先

的万吨级三唑磷生产基地。截至 2018 年末，江西正邦作物保护有限公司农药制剂年产能 2.50 万吨。

近三年，公司农药业务收入有所波动，分别为 4.35 亿元、4.55 亿元和 5.87 亿元，毛利润分别为 1.53 亿元、1.49 亿元和 2.10 亿元，毛利率分别为 35.22%、32.78%和 35.79%，毛利率水平较高，对公司收入和利润形成一定补充。

## 企业管理

### 产权结构

截至 2019 年 3 月末，公司股本 23.71 亿股，正邦集团和江西永联对其持股比例均为 19.77%。正邦集团与江西永联实际控制人均为林印孙，并签订了一致行动人协议，江西永联按照正邦集团的指示行使其作为股东对正邦科技享有的表决权，确保正邦集团对上市公司正邦科技直接控制。正邦科技实际控制人为林印孙。

截至 2019 年 7 月 2 日，正邦集团及其一致行动人江西永联、林印孙先生、程凡贵先生及林峰先生合计持有公司股份 9.46 亿股，占公司总股本 39.87%，共累计质押 3.01 亿股，占公司总股本的 12.71%，占正邦集团及其一致行动人所持公司股份的 31.86%。

### 法人治理与管理水平

股东大会是公司的权利机构，决定公司的经营方针和投资计划。公司设董事会，对股东大会负责，董事会由 5 名董事组成，设董事长 1 人，董事会执行股东大会的决议。公司设监事会，由 3 名监事组成，设监事会主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。监事会负责检查公司的财务情况，对公司董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督等。公司设经理 1 名，设副总经理若干名，由董事会聘任或解聘。经理主持公司生产经营管理工作，组织实施董事会决议。

为适应管理需要，公司建立了募集资金管理制度、对外投资管理办法、委托理财管理制度和信息披露管理制度等。

### 战略规划

公司以构建产业链一体化竞争战略为导向，聚焦并做大做强猪用饲料和生猪养殖两大产业，发挥规模优势，提升核心竞争力，完成公司业务规模和产业升级的发展。

饲料业务方面，公司依托现有产业链在动物营养、疾病防控、猪场管理等方面的技术优势，组建养殖技术服务团队，提高规模猪场现代化管理水平、降低生产成本、增强食品安全保障。通过提供养殖综合服务，带动饲料、兽药、种猪、仔猪等产品的协同销售。未来，公司将继续深化养殖综合服务业务模式，做精做深猪场托管业务合作形态，推动公司饲料业务做强做大。

生猪养殖业务方面，要继续以扩大规模为首要任务，做好生物安全防控和提升育种水平。通过加快生猪养殖场建设，寻找并购生猪养殖场的机会，积极推进“公司+农户”的轻资产合作养殖发展模式扩大生猪养殖规模。

## 财务分析

### 财务概况

公司提供了 2016 年~2018 年合并财务报告和 2019 年 1~3 月合并财务报表。大华会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2016 年~2018 年财务数据进行了审计,且均出具了标准无保留意见的审计报告;2019 年 1~3 月财务报表未经审计。2016 年~2018 年数据为审计报告期末数。

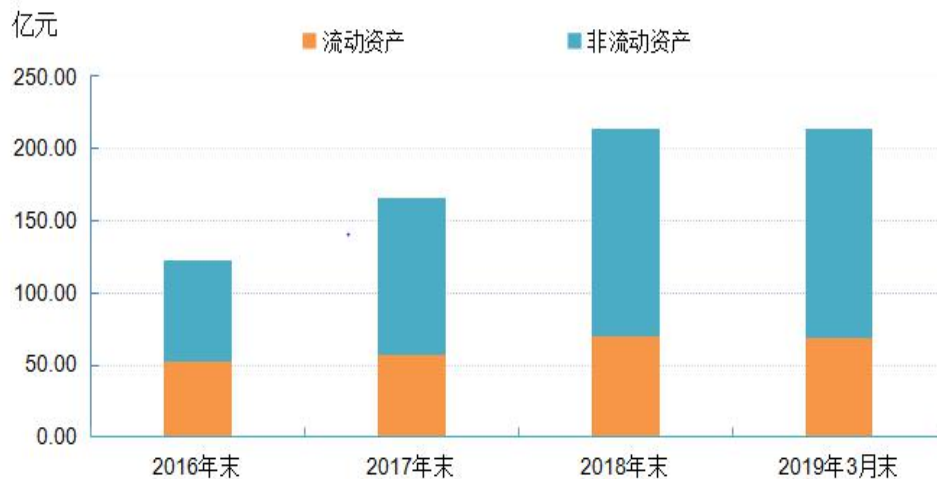
截至 2018 年末,公司纳入财务报告合并范围一级子公司 30 家(附件三)。

### 资产构成与资产质量

**随着公司大力发展生猪养殖业务,公司资产规模快速扩大,资产中以猪场为主的固定资产和商品猪为主的存货占比较高,资产流动性较弱**

近年来公司资产总额快速增加,2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末,公司资产总额分别为 122.59 亿元、166.16 亿元、213.26 亿元和 213.50 亿元,其中非流动资产占比分别为 57.66%、65.45%、67.23%和 67.57%,公司资产构成以非流动资产为主,且占比逐年提升。

图 7: 2016 年~2018 年及 2019 年 3 月末公司资产构成

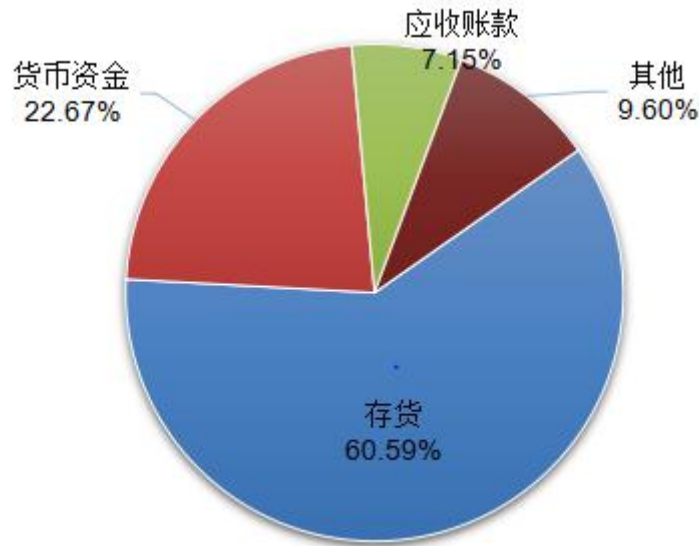


资料来源:公司提供,东方金诚整理

#### 1. 流动资产

2016 年~2018 年末,公司流动资产分别为 51.90 亿元、57.40 亿元和 69.88 亿元,截至 2018 年末,公司流动资产主要由存货、货币资金和应收账款构成,占比分别为 60.59%、22.67%和 7.15%,合计占流动资产比重为 90.40%。2019 年 3 月末,公司流动资产为 69.24 亿元,相比上年末下降 0.91%。

图 8：2018 年末公司流动资产构成



资料来源：公司提供，东方金诚整理

近年公司存货持续增加，2016 年~2018 年末，公司存货账面价值分别为 20.75 亿元、33.29 亿元和 42.34 亿元，逐年增加主要是消耗性生物资产商品猪存栏量增加所致。同期，存货周转次数分别为 9.11 次、6.74 次和 5.25 次，随着商品猪存栏量增加，存货周转次数有所下降。2018 年末，存货主要由消耗性生物资产、原材料和库存商品等构成，其中消耗性生物资产 30.63 亿元、原材料 7.70 亿元、库存商品 3.22 亿元。2019 年 3 月末，公司存货为 41.68 亿元，相比上年末下降 1.55%。

2016 年~2018 年末，公司货币资金分别为 22.03 亿元、14.08 亿元和 15.84 亿元，其中 2017 年末公司货币资金同比下降 36.09%，主要是由于公司养殖业务规模扩大以及在建猪场项目的投资，对资金需求较大所致。2018 年末，货币资金主要为银行存款和其他货币资金，分别为 11.42 亿元和 4.40 亿元，公司使用受到限制的货币资金 4.40 亿元，主要是银行承兑汇票保证金和定期存单。2019 年 3 月末，公司货币资金为 14.63 亿元，相比上年末下降 7.60%。

公司应收账款主要为应收货款，2016 年~2018 年末，公司应收账款账面价值分别为 4.60 亿元、3.86 亿元和 5.00 亿元；同期公司应收账款周转次数分别为 42.39 次、48.73 次和 49.92 次，受收入规模的增加影响，周转次数有所增加。2018 年末，公司账龄在一年以内的应收账款占比为 69.16%；公司共计提坏账准备 0.63 亿元，计提比例 11.25%；按欠款方归集的期末余额前五名应收账款占比 12.77%。2019 年 3 月末，公司应收账款为 5.94 亿元，相比上年末增加 18.91%。

## 2. 非流动资产

2016 年~2018 年末，公司非流动资产分别为 70.69 亿元、108.75 亿元和 143.38 亿元，截至 2018 年末，公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和生产性生物资产构成，占比分别为 64.42%、21.43%和 7.73%，合计占非流动资产比重为 93.58%。2019 年 3 月末，公司非流动资产为 144.26 亿元，相比上年末增加 0.61%。

公司固定资产主要为房屋及建筑物和机器设备，2016 年~2018 年末分别为 49.19 亿元、66.63 亿元和 92.36 亿元，逐年增加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由在建工程转入固定资产所致。2018年末，公司通过融资租赁租入的固定资产 3.78 亿元。2019 年 3 月末，公司固定资产为 91.07 亿元，相比上年末下降 1.40%。

公司在建工程主要为在建的养殖场，2016 年~2018 年末，公司在建工程分别为 8.99 亿元、22.26 亿元和 30.73 亿元，大幅增加主要是由于公司加大对猪场建设的投入规模所致。2019 年 3 月末，公司在建工程为 34.27 亿元，相比上年末增加 11.51%。

公司生产性生物资产主要为种猪，2016 年~2018 年末，公司生产性生物资产分别为 5.04 亿元、9.80 亿元和 11.09 亿元，逐年增加主要是公司扩大种猪场规模，种猪存栏量增加所致。2019 年 3 月末，公司生产性生物资产为 10.09 亿元，相比上年末下降 9.02%。

从资产受限情况来看，截至 2019 年 3 月末公司受限资产规模为 5.37 亿元，占资产总额的比重为 2.52%。

### 资本结构

**受益于公司向激励对象授予限制性股票以及经营积累，公司所有者权益逐年增加**

2016 年~2018 年末，公司所有者权益分别为 62.19 亿元、67.02 亿元和 68.19 亿元，截至 2018 年末，公司所有者权益主要由实收资本、未分配利润、资本公积和少数股东权益构成，占比分别为 34.66%、30.48%、29.40%和 5.00%，合计占所有者权益比重为 99.55%。2019 年 3 月末，公司所有者权益为 64.29 亿元，相比上年末下降 5.73%。

2016 年~2018 年末，公司实收资本分别为 22.91 亿元、23.34 亿元和 23.64 亿元，逐年增加主要系公司向激励对象授予限制性股票所致。2019 年 3 月末，公司实收资本为 23.64 亿元，与上年末持平。2016 年~2018 年末，受益于经营积累，公司未分配利润逐年增加，分别为 16.24 亿元、20.09 亿元和 20.79 亿元。2019 年 3 月末，公司未分配利润为 16.65 亿元，相比上年末下降 19.93%，主要系一季度公司经营亏损所致。2016 年~2018 年末，公司资本公积分别为 18.04 亿元、19.36 亿元和 20.05 亿元，2017 年增加主要系公司向激励对象授予限制性股票、计提限制性股票期权摊销费用以及收购部分少数股东权益所致；2018 年资本公积增加主要系公司向激励对象授予限制性股票和计提限制性股票期权摊销费用所致。2019 年 3 月末，公司资本公积为 20.17 亿元，相比上年末增加 0.60%。

**公司有息债务显著增长且规模较大，债务负担有所提高，债务结构以短期有息债务为主，短期集中偿付压力较大**

2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司负债总额分别为 60.40 亿元、99.14 亿元、145.06 亿元和 149.21 亿元，其中流动负债占比分别为 75.59%、72.08%、67.40%和 69.75%，公司负债构成以流动负债为主。

#### 1. 流动负债

2016 年~2018 年末，公司流动负债分别为 45.65 亿元、71.46 亿元和 97.77

亿元，截至 2018 年末，公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款、应付票据和一年内到期的非流动负债构成，占比分别为 37.78%、17.06%、16.09%、13.80%和 9.81%，合计占流动负债比重为 94.53%。2019 年 3 月末，公司流动负债为 104.08 亿元，相比上年末增加 6.45%。

2016 年~2018 年末，公司短期借款逐年增加，分别为 16.39 亿元、25.87 亿元和 36.94 亿元。2018 年末短期借款中保证借款 33.74 亿元、信用借款 1.81 亿元、抵押借款 1.39 亿元，短期借款以用于饲料业务原材料采购为主。2019 年 3 月末，公司短期借款为 38.87 亿元，相比上年末增加 5.24%。

公司应付账款主要为应付货款，近年来逐年增加，2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司应付账款分别为 13.02 亿元、15.26 亿元、16.68 亿元和 14.34 亿元。

公司其他应付款主要为养殖业务“公司+农户”经营模式下农户交付的押金及保证金，2016 年~2018 年末，公司其他应付款逐年增加，分别为 4.72 亿元、11.65 亿元和 15.73 亿元。2019 年 3 月末，公司其他应付款为 16.05 亿元，相比上年末增加 2.02%

公司应付票据主要为银行承兑汇票，2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末，公司应付票据分别为 2.18 亿元、3.70 亿元和 13.49 亿元和 15.15 亿元，逐年增加主要系以票据结算的原材料采购款增加所致。

## 2. 非流动负债

2016 年~2018 年末，公司非流动负债分别为 14.75 亿元、27.68 亿元和 47.29 亿元，截至 2018 年末，公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、其他非流动负债和长期应付款构成，占比分别为 70.73%、11.14%、9.52%和 7.29%，合计占非流动负债比重为 98.67%。2019 年 3 月末，公司非流动负债为 45.13 亿元，相比上年末下降 4.56%。

近年来，受公司在建项目投资规模扩大影响，公司长期借款逐年增加，2016 年~2018 年末，公司长期借款分别为 12.36 亿元、20.87 亿元和 33.45 亿元。2018 年末，公司长期借款全部为保证借款，主要用于投资在建项目。2019 年 3 月末，公司长期借款为 29.83 亿元，相比上年末下降 10.81%。

2016 年~2018 年末，公司应付债券分别为 1.16 亿元、5.26 亿元和 5.27 亿元，2017 年末，公司应付债券同比增加 351.80%，主要是 2017 年 11 月公司发行规模 5.30 亿元的公司债“17 正邦 01”所致。2019 年 3 月末，公司应付债券为 5.27 亿元。

2016 年~2017 年末，公司无其他非流动负债，2018 年新增其他非流动负债 4.50 亿元。公司其他非流动负债为正邦科技全资子公司江西正邦畜牧发展有限公司认缴出资 3.60 亿元（截至 2018 年末，实际出资额 1.44 亿元）参与设立了南昌绿色兴农投资中心（有限合伙）（以下简称“绿色兴农”），并作为该基金的劣后级合伙人。合并层面增加的负债总额为将绿色兴农的优先级合伙人金元证券股份有限公司和江西省发展升级引导基金的权益 4.50 亿元认定为负债处理。2019 年 3 月末，公司其他非流动负债为 4.50 亿元，与上年末持平。

## 3. 有息债务

2016年~2018年末及2019年3月末，公司全部有息债务分别为38.23亿元、67.27亿元、102.06亿元和107.85亿元，债务规模持续增加；其中短期有息债务占比分别为63.37%、59.77%、58.80%和63.10%，债务结构以短期有息债务为主；公司资产负债率分别为49.27%、59.67%、68.02%和69.89%；公司全部债务资本化比率分别为38.07%、50.09%、59.95%和62.65%，均持续提升。

表 12：2016 年~2018 年末及 2019 年 3 月末公司债务情况

单位：亿元、%

项目	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末
资产负债率	49.27	59.67	68.02	69.89
短期有息债务	24.22	40.21	60.01	68.05
长期有息债务	14.00	27.06	42.05	39.80
全部债务	38.23	67.27	102.06	107.85
长期债务资本化比率	18.38	28.77	38.14	38.24
全部债务资本化比率	38.07	50.09	59.95	62.65

资料来源：公司提供，东方金诚整理

以2019年3月末债务为基础，公司将于2019年、2020年、2021年和2022年分别偿还68.05亿元、22.86亿元、6.19亿元和8.53亿元，短期内存在一定的集中偿还压力。

#### 4. 对外担保

截至2018年末，公司无对外担保。

#### 盈利能力

受益于生猪出栏量逐年增加，公司营业收入逐年增长，但受制于生猪价格持续下降，公司盈利能力持续下滑

受益于养殖业务生猪出栏量逐年增加，2016年~2018年，公司营业收入逐年增加，分别为189.20亿元、206.15亿元和221.13亿元；同期，营业利润率分别为13.71%、11.50%和10.09%，主营获利能力持续下降。

图 9：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司收入和盈利情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

随着收入规模的扩大及有息债务规模的扩大，公司期间费用逐年增加，2016

年~2018年，分别为15.77亿元、17.83亿元和19.56亿元，占营业收入比重分别为8.34%、8.65%和8.85%。

表 13：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司期间费用情况

单位：亿元、%

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
销售费用	6.80	6.68	7.36	1.60
管理费用	6.94	9.21	6.83	1.36
财务费用	2.04	1.94	3.29	1.22
研发费用	-	-	2.09	0.56
期间费用合计	15.77	17.83	19.56	4.75
期间费用占营业收入的比重	8.34	8.65	8.85	9.14

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2016年~2018年，公司投资收益分别为0.59亿元、0.17亿元和-0.11亿元；同期，营业外收入分别为1.55亿元、0.36亿元和0.63亿元。

近年来受生猪价格持续下降影响，公司盈利能力持续下降，2016年~2018年，公司利润总额分别为10.71亿元、5.88亿元和2.03亿元；净利润分别为10.38亿元、5.57亿元和1.93亿元；同期，公司总资本收益率分别为12.12%、5.52%和2.98%，净资产收益率分别为16.70%、8.30%和2.82%。

2019年1~3月，公司营业收入为51.94亿元，营业利润率为2.16%。受生猪价格处于低位叠加非洲猪瘟疫情使得防疫成本上升影响，2019年一季度，公司利润总额出现亏损，为-4.05亿元。

## 现金流

近年公司经营活动现金持续净流入，收入获现能力较好，受猪场建设投资规模增加影响，公司投资活动现金流持续净流出，对外部融资存在一定依赖

受益于公司收入规模扩大，2016年~2018年，公司经营活动现金流入逐年增加，分别为214.76亿元、220.63亿元和238.27亿元；同期，经营活动现金流出分别为197.85亿元、211.51亿元和224.97亿元；经营活动产生的现金流量净额分别为16.91亿元、9.12亿元和13.31亿元。同期，公司现金收入比分别为100.72%、99.24%和99.83%，收入获现能力较好。

2016年~2018年，公司投资活动现金流入分别为0.67亿元、1.05亿元和0.07亿元；同期，投资活动现金流出分别为21.32亿元、42.85亿元和31.55亿元，主要用于投资建设养殖场；投资活动产生的现金流量净额持续净流出，分别为-20.66亿元、-41.80亿元和-31.48亿元。

2016年~2018年，公司筹资活动现金流入分别为44.74亿元、57.46亿元和70.97亿元，主要为银行借款；同期，筹资活动现金流出分别为32.94亿元、32.79亿元和54.50亿元，主要用于偿还债务及利息；筹资活动产生的现金流量净额分别为11.81亿元、24.67亿元和16.48亿元，公司对外部融资存在一定依赖。

图 10：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司现金流情况



资料来源：公司提供，东方金诚整理

2019 年 1~3 月，公司经营活动净现金流-1.97 亿元，投资活动净现金流-3.95 亿元，筹资活动净现金流 4.36 亿元。

### 偿债能力

2016 年~2018 年，公司流动比率分别为 113.69%、80.33%和 71.47%，速动比率分别为 68.23%、33.75%和 28.17%；受业务结构调整的影响，公司流动比率和速动比率持续下降，流动性水平有所降低。2016 年~2018 年，经营现金流动负债比率分别为 37.04%、12.76%和 13.61%。2019 年 3 月末，公司货币资金 14.63 亿元，其中未受限货币资金 9.87 亿元，短期有息债务 68.05 亿元，公司账面货币资金不能完全覆盖短期有息债务。截至 2019 年 3 月末，公司已获银行授信 136.19 亿元，尚未使用授信 43.56 亿元。

2016 年~2018 年，公司 EBITDA 分别为 17.64 亿元、14.17 亿元和 14.32 亿元；同期，EBITDA 利息倍数分别为 9.73 倍、5.97 倍和 3.01 倍；全部债务/EBITDA 倍数分别为 2.17 倍、4.75 倍和 7.13 倍。

表 14：2016 年~2018 年及 2019 年 1~3 月公司偿债能力主要指标

单位：%、倍

指标名称	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月
流动比率	113.69	80.33	71.47	66.52
速动比率	68.23	33.75	28.17	26.48
经营现金流动负债比	37.04	12.76	13.61	-
EBITDA 利息倍数	9.73	5.97	3.01	-
全部债务/EBITDA	2.17	4.75	7.13	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

### 过往债务履约情况

根据公司提供的、由中国人民银行征信管理中心出具的《企业信用报告》，截至 2019 年 6 月 3 日，公司本部不存在不良信用记录。“12 正邦债”已到期兑付，“17 正邦 01”尚未到本金偿付日，到期利息已按时兑付。

## 本期债券偿债能力

本期债券拟募集资金总额不超过16.00亿元（含16.00亿元），拟扣除发行费用后用于繁殖场项目建设和补充流动资金。本期债券发行金额若按16.00亿元计算，为公司2019年3月末全部债务和负债总额的14.84%和10.72%，若发行成功，对公司现有资本结构影响较大。

本期债券在发行后满6个月即可转换成公司A股股票，若本期债券持有人全部选择转股，则本期债券将全部转换成公司股本，公司仅需负担转股前利息。若本期债券持有人全部持有到期不转股，则公司对本期债券的还本付息压力较大。

截至2019年3月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为69.89%和62.65%，以公司2019年3月末的财务数据为基础，如不考虑其他因素，本期债券发行后，若发行金额按16.00亿元计算，公司负债总额将上升至165.21亿元，资产负债率将上升至71.99%，全部债务资本化比率将上升至65.83%，债务负担增加。

以公司2018年末的财务数据为基础，如不考虑其他因素，公司EBITDA、经营活动现金流入、经营性净现金流和筹资活动前现金流量净额对本期中期票据的保护倍数分别为0.89倍、14.89倍、0.83倍和-1.14倍，经营活动现金流入量对本期债券保障程度较好。

表15：本期债券偿债能力指标

偿债指标	2016年	2017年	2018年
EBITDA/本期发债额度(倍)	1.10	0.89	0.89
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	13.42	13.79	14.89
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.06	0.57	0.83
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	-0.23	-2.04	-1.14

资料来源：公司提供资料，东方金诚整理

若本期债券持有人全部持有到期不转股，则本期债券发行期限为6年。以2019年3月末公司有息债务为基础，在本期债券存续期内，假设“17正邦01”于2020年11月全额回售，公司长期债务将在2020年集中兑付22.86亿元，如本期债券以最大金额发行，且持有人均持有到期，公司将在2021年、2022年和2025年分别偿还6.19亿元、8.53亿元和16.15亿元，存在一定的集中偿还风险。

表16：本期债券存续期内公司长期债务偿还期限结构

单位：亿元

债务到期时间	本期债券本金偿还金额	应付债券本金到期偿还额	银行长期借款到期偿还金额	应付融资租赁款到期本金偿还额	小计
2020年	-	5.30	17.56	-	22.86
2021年	-	-	6.19	-	6.19
2022年	-	-	3.89	4.64	8.53
2023年	-	-	1.58	-	1.58
2024年	-	-	0.46	0.05	0.51
2025年	16.00	-	0.15	-	16.15
合计	16.00	5.30	29.83	4.69	55.82

资料来源：公司提供，东方金诚整理

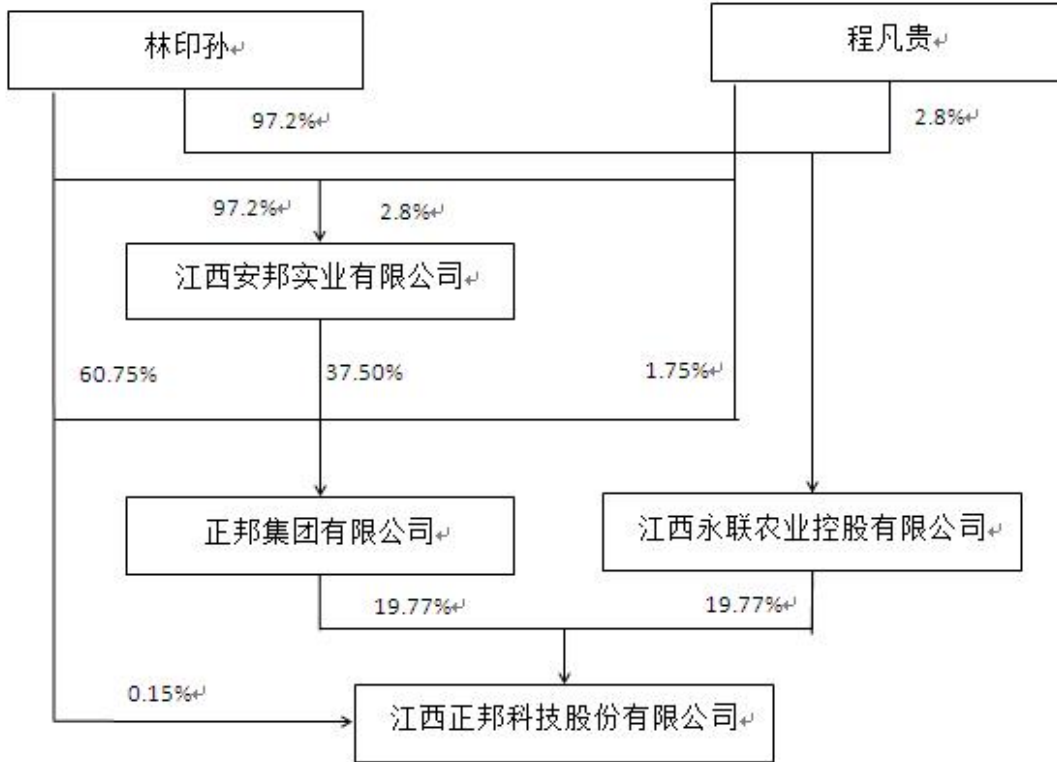
## 抗风险能力及结论

公司是江西省规模最大的农业企业之一，饲料及养殖业务产业链较为完整，具有很强的综合竞争实力；公司饲料产能及产量逐年增加，生产规模位居国内前列，受益于产品结构调整，饲料业务获利能力增强；公司生猪养殖规模位居国内前列，近年来产能和出栏量快速增加，生猪养殖所需仔猪和饲料主要来自于内部供给，具有一定的成本优势；近年来公司农药业务毛利率水平较高，对公司收入和利润形成一定补充。

同时，东方金诚也关注到养殖行业周期性较强，易受疫情影响，2017年以来受生猪价格持续下跌影响，公司养殖业务获利能力大幅下降，整体盈利能力持续下行；饲料业务主要原材料价格波动较大，对公司带来一定的成本控制压力；近年公司受到过环保处罚及发生过安全生产事故，随着环保政策的趋严，公司面临较大的环保压力；公司在建项目未来投资规模较大，面临一定的资金压力；公司有息债务显著增长且规模较大，债务结构以短期有息债务为主，流动比率和速动比率持续下行，流动性水平有所降低。

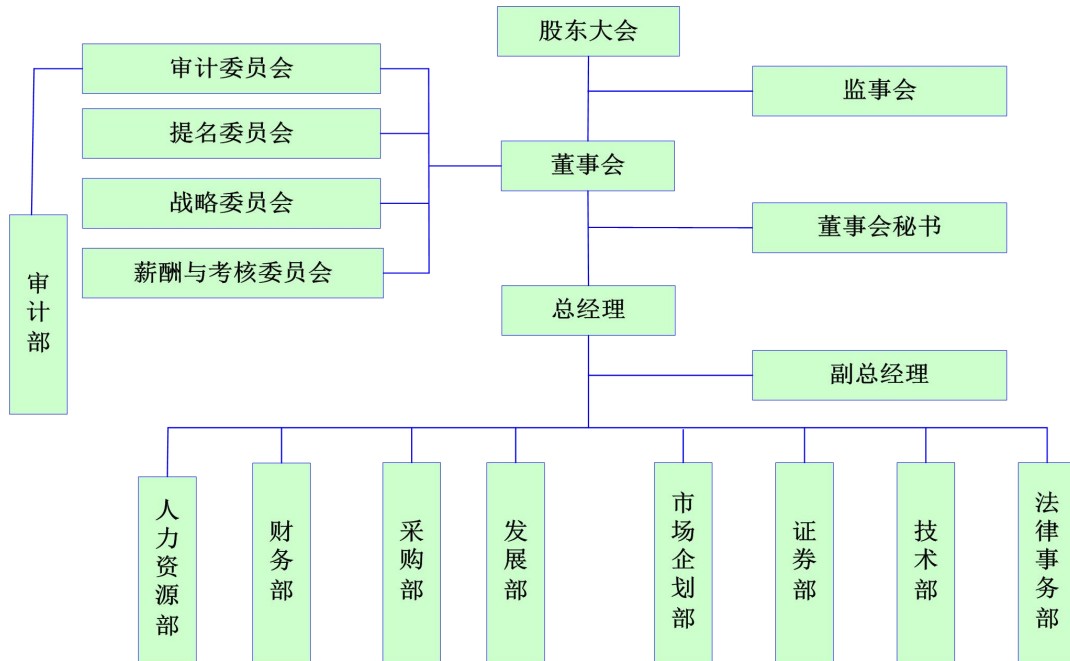
综合考虑，东方金诚评定正邦科技主体信用等级 AA，评级展望为稳定。基于对公司主体长期信用以及本期债券偿还能力的评估，东方金诚评定本期债券信用等级 AA。

附件一：截至 2019 年 3 月末公司股权结构图





附件二：截至 2019 年 3 月末公司组织架构图



附件三：截至 2018 年末公司纳入合并范围一级子公司情况

单位：万元、%

序号	公司	注册资本	持股比例	经营范围
1	湖南临武正邦养殖有限公司	32200.00	99.66	生猪养殖、销售； 饲料生产销售
2	江西正邦畜牧发展有限公司	20000.00	100.00	生猪养殖、销售
3	林西正邦农牧有限公司	11600.00	99.98	生猪养殖、销售
4	唐山正邦生态农牧有限公司	19902.84	99.86	生猪养殖、销售； 饲料生产销售
5	肇东正邦养殖有限公司	21900.00	100.00	生猪养殖、销售； 饲料销售
6	肇源正邦养殖有限公司	27455.55	100.00	生猪养殖、销售
7	广西牧标农业科技有限公司	4000.00	51.00	饲料生产、销售
8	翁牛特旗正邦农牧有限公司	19902.84	99.86	农作物种植、生猪 养殖
9	河南广联农牧集团有限公司	4000.00	51.00	饲料生产、销售
10	黑龙江正邦农牧有限公司	30100.00	100.00	生猪养殖、销售
11	湖北正嘉畜牧投资有限公司	16000.00	100.00	生猪养殖、销售
12	加美（北京）育种科技有限公司	50000.00	100.00	生猪养殖、销售
13	江门市得宝集团有限公司	8362.52	49.50	饲料生产、销售
14	江西新世纪民星动物保健品有限公司	2437.00	84.00	兽药生产、销售
15	江西正邦生物科技有限公司	8000.00	100.00	饲料生产、销售
16	江西正邦养殖有限公司	66000.00	98.56	生猪养殖、销售
17	山东和康源集团有限公司	4000.00	50.00	饲料生产、销售
18	山东正邦生态农业发展有限公司	2000.00	100.00	生猪养殖、销售
19	山东天普阳光生物科技有限公司	1500.00	51.00	饲料生产、销售
20	四川金川农饲料有限公司	2000.00	100.00	饲料生产、销售
21	四川彭山正邦饲料有限公司	1000.00	100.00	饲料生产、销售
22	云南大鲸科技有限公司	3976.00	88.50	饲料生产、销售
23	云南广联畜禽有限公司	1196.08	51.00	饲料生产、销售
24	漳州正邦农牧科技有限公司	12459.27	100.00	饲料生产、销售
25	香港正源贸易有限公司	-	100.00	贸易
26	江西正农通网络科技有限公司	20000.00	95.00	饲料、兽药销售、 生猪养殖及销售； 农牧技术推广服 务；养殖技术咨询
27	江西正邦作物保护有限公司	20000.00	100.00	农药生产、销售

28	正邦（香港）贸易有限公司	1.2 亿美元	100.00	贸易
29	临武正邦饲料有限公司	1000.00	100.00	饲料生产、销售
30	江西正联贸易有限公司	1000.00	100.00	贸易

资料来源：公司提供，东方金诚整理

附件四：公司合并资产负债表

单位：万元

项目名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末 (未经审计)
流动资产：				
货币资金	220265.35	140769.55	158375.52	146345.22
应收票据	610.10	622.60	880.98	486.15
应收账款	45974.99	38630.38	49965.33	59415.82
预付款项	20616.27	20907.57	23548.64	26622.89
应收股利	768.52	-	-	-
其它应收款	19527.98	34081.69	32977.65	30150.88
存货	207549.91	332885.03	423357.22	416779.50
其他流动资产	3725.26	6141.80	9648.94	12588.76
流动资产合计	519038.39	574038.62	698754.29	692389.24
非流动资产：				
可供出售金融资产	2834.89	3034.89	2696.89	-
其他权益工具投资	-	-	-	2696.89
长期股权投资	12571.77	14491.20	13275.86	13275.86
固定资产	491875.69	666345.51	923605.97	910653.32
在建工程	89879.25	222584.76	307308.99	342681.21
生产性生物资产	50382.85	97966.17	110873.83	100872.73
无形资产	29322.17	31746.80	34567.68	34890.09
商誉	3848.23	3848.23	3848.23	3848.23
长期待摊费用	17054.50	25684.83	27854.77	27310.17
递延所得税资产	655.60	594.67	1290.43	1290.43
其他非流动资产	8431.46	21238.51	8485.63	5101.86
非流动资产合计	706856.41	1087535.58	1433808.28	1442620.78
资产总计	1225894.79	1661574.19	2132562.57	2135010.02

附件四：公司合并资产负债表(续表)

单位：万元

项目名称	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 3 月末 (未经审计)
流动负债：				
短期借款	163940.00	258749.10	369356.52	388709.04
应付票据	21778.83	37027.61	134891.92	151521.49
应付账款	130222.23	152579.30	166848.66	143414.77
预收款项	18771.45	17983.79	31082.58	39248.66
应付职工薪酬	12017.82	20541.92	17930.17	13008.25
应交税费	4090.11	3261.56	2725.97	2091.74
应付利息	707.26	1201.03	1304.27	1748.25
应付股利	1146.63	456.34	427.43	294.25
其他应付款	47173.47	116472.33	157306.99	160489.59
一年内到期的非流动负债	56513.53	106313.71	95868.64	140313.77
其他流动负债	171.44	-	-	-
流动负债合计	456532.76	714586.69	977743.15	1040839.82
非流动负债：				
长期借款	123557.50	208670.00	334469.38	298322.08
应付债券	11645.01	52611.80	52684.26	52706.25
长期应付款	6710.73	9841.12	34450.44	48438.49
递延收益	5527.77	5686.80	6263.15	6829.92
递延所得税负债	9.67	8.90	8.12	8.12
其他非流动负债	-	-	45000.00	45000.00
非流动负债合计	147450.67	276818.62	472875.35	451304.86
负债合计	603983.43	991405.31	1450618.50	1492144.68
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本	229075.72	233365.52	236387.08	236387.08
资本公积	180393.28	193600.49	200505.21	201715.72
减：库存股	4749.95	12703.90	14019.93	14019.93
盈余公积	13820.11	16394.65	17100.91	17100.91
未分配利润	162370.14	200916.47	207884.13	166461.58
归属母公司所有者权益合计	580909.30	631573.23	647857.41	607645.35
少数股东权益	41002.07	38595.65	34086.66	35219.99
股东权益合计	621911.37	670168.88	681944.06	642865.34
负债与股东权益合计	1225894.79	1661574.19	2132562.57	2135010.02

附件五：公司合并利润表

单位：万元

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月 (未经审计)
一、营业总收入	1892014.48	2061492.23	2211298.39	519396.02
其中：营业收入	1892014.48	2061492.23	2211298.39	519396.02
减：营业成本	1631190.80	1821838.53	1985098.29	507567.38
营业税金及附加	1458.06	2523.16	2990.03	587.77
销售费用	67977.98	66805.09	73604.75	16028.28
管理费用	69354.33	92120.76	68263.31	13609.29
研发费用	-	-	20856.23	5640.12
财务费用	20412.30	19391.48	32902.28	12208.67
资产减值损失	7581.83	2920.34	2788.76	-
加：投资收益	5906.70	1652.22	-1111.56	-42.00
其中：对联营企业和 合营企业的投资收益	4524.35	1919.43	-1215.34	-
资产处置收益	-	843.37	-96.32	-13.78
其他收益	-	2681.71	2194.83	999.71
二、营业利润	99945.87	61070.18	25781.69	-35301.56
加：营业外收入	15505.36	3567.03	6347.02	2070.08
减：营业外支出	8334.52	5788.32	11809.54	7302.51
其中：非流动资产 处置损失	6307.06	-	-	-
三、利润总额	107116.71	58848.89	20319.17	-40533.99
减：所得税	3288.35	3197.91	1064.36	505.24
四、净利润	103828.36	55650.98	19254.81	-41039.23
归属于母公司所有者的净利润	104595.56	52574.65	19342.34	-41422.56
少数股东损益	-767.20	3076.33	-87.53	383.33

附件六：公司合并现金流量表

单位：万元

项目名称	2016年	2017年	2018年	2019年1~3月 (未经审计)
<b>一、经营活动产生的现金流量</b>				
销售商品、提供劳务收到的现金	1905672.1	2045882.8	2207647.7	519004.67
收到税费返还	150.46	88.70	-	-
收到的其他与经营活动有关的现金	241745.82	160331.46	175095.14	160917.15
经营活动现金流入小计	2147568.3	2206302.9	2382742.8	679921.82
购买商品、接受劳务支付的现金	1569971.8	1774883.9	1894540.7	509725.12
支付给职工以及为职工支付的现金	107809.54	135990.84	153521.79	43727.27
支付的各项税费	9435.25	7800.98	9114.92	1676.20
支付的其他与经营活动有关的现金	291257.26	196448.07	192491.97	144512.16
经营活动现金流出小计	1978473.8	2115123.8	2249669.3	699640.75
<b>经营活动产生的现金流量净额</b>	169094.50	91179.16	133073.49	-19718.93
<b>二、投资活动产生的现金流量</b>				
收回投资所收到的现金	116.88	-	-	458.00
取得投资收益所收到的现金	966.10	628.12	-	-
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收到的现金净额	2298.19	3412.17	470.58	416.79
处置子公司及其他营业单位所收到的现金净额	2391.32	5929.18	195.38	-
收到的其他与投资活动有关的现金	909.04	577.72	-	-
投资活动现金流入小计	6681.54	10547.18	665.96	874.79
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	210918.73	412779.48	315497.21	40383.67
投资所支付的现金	2273.51	14600.00	-	-
取得子公司及其他营业单位所支付的现金净额	-	1140.00	-	-
支付的其他与投资有关的现金	44.45	0.50	-	-
投资活动现金流出小计	213236.69	428519.97	315497.21	40383.67
<b>投资活动产生的现金流量净额</b>	-206555.1	-417972.7	-314831.2	-39508.88
<b>三、筹资活动产生的现金流</b>				
吸收投资所收到的现金	169201.59	14534.79	8371.92	-
取得借款所收到的现金	254210.00	489959.10	661948.02	211700.84
发行债券收到的现金	-	53000.00	-	-
收到的其他与筹资活动有关的现金	24022.56	17115.36	39410.22	29000.00
筹资活动现金流入小计	447434.15	574609.26	709730.16	240700.84
偿还债务所支付的现金	273353.88	271262.50	434469.56	183654.28
分配股利、利润或偿付利息所支付的现金	30653.48	36304.66	56862.20	10344.50
支付其他与筹资活动有关的现金	25369.62	20359.50	53635.75	3069.67
筹资活动现金流出小计	329376.98	327926.66	544967.51	197068.45
<b>筹资活动产生的现金流量净额</b>	118057.16	246682.59	164762.66	43632.39
<b>四、汇率变动对现金的影响额</b>	14.57	20.38	-34.54	-15.19
<b>五、现金和现金等价物净增加额</b>	80611.08	-80090.66	-17029.66	-15610.61

附件七：公司主要财务指标

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1~3 月 (未经审计)
<b>盈利能力</b>				
营业利润率 (%)	13.71	11.50	10.09	2.16
总资本收益率 (%)	12.12	5.52	2.98	-
净资产收益率 (%)	16.70	8.30	2.82	-
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	49.27	59.67	68.02	69.89
长期债务资本化比率 (%)	18.38	28.77	38.14	38.24
全部债务资本化比率 (%)	38.07	50.09	59.95	62.65
流动比率 (%)	113.69	80.33	71.47	66.52
速动比率 (%)	68.23	33.75	28.17	26.48
经营现金流动负债比 (%)	37.04	12.76	13.61	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.73	5.97	3.01	-
全部债务/EBITDA (倍)	2.17	4.75	7.13	-
筹资前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.10	-0.49	-0.18	-
筹资前现金流量净额利息保护倍数 (倍)	-2.07	-13.77	-3.82	-
<b>经营效率</b>				
销售债权周转次数 (次)	41.93	48.03	49.09	-
存货周转次数 (次)	9.11	6.74	5.25	-
总资产周转次数 (次)	1.72	1.43	1.17	-
现金收入比 (%)	100.72	99.24	99.83	99.92
<b>增长指标</b>				
资产总额年平均增长率 (%)	-	35.54	31.89	-
净资产总额年平均增长率 (%)	-	7.76	4.72	-
营业收入年平均增长率 (%)	-	8.96	8.11	-
利润总额年平均增长率 (%)	-	-45.06	-56.45	-
<b>本期债券偿债能力</b>				
EBITDA/本期发债额度 (倍)	1.10	0.89	0.89	-
经营活动现金流入量偿债倍数 (倍)	13.42	13.79	14.89	-
经营活动现金流量净额偿债倍数 (倍)	1.06	0.57	0.83	-
筹资活动前现金流量净额偿债倍数 (倍)	-0.23	-2.04	-1.14	-



附件八：主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
<b>盈利指标</b>	
毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{营业税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资本收益率	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期有息债务} + \text{短期有息债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
利润现金比率	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{利润总额} \times 100\%$
<b>偿债能力指标</b>	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期有息债务} + \text{短期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期有息债务} / (\text{长期有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
债务保护倍数	$(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{全部债务}$
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{全部债务}$
期内长期债务偿还能力	$\text{期内}(\text{净利润} + \text{固定资产折旧} + \text{摊销}) / \text{期内应偿还的长期有息债务本金}$
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
筹资活动前现金流量净额利息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{利息支出}$
筹资活动前现金流量净额本息保护倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / (\text{当年利息支出} + \text{当年应偿还的全部债务本金})$
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转次数	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转次数	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
<b>增长指标</b>	
资产总额年平均增长率	(1) 2年数据：增长率= (本期-上期) / 上期 × 100% (2) n年数据：增长率=【(本期/前n年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1】× 100%
净资产年平均增长率	
营业收入年平均增长率	
利润总额年平均增长率	
<b>本期债券偿债能力</b>	
EBITDA/本期发债额度	$\text{EBITDA} / \text{本期发债额度}$
经营活动现金流入量偿债倍数	$\text{经营活动产生的现金流入量} / \text{本期债券到期偿还额}$
经营活动现金流量净额偿债倍数	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{本期债券到期偿还额}$
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	$\text{筹资活动前现金流量净额} / \text{本期债券到期偿还额}$

注：长期有息债务=长期借款+应付债券+其他长期有息债务

短期有息债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期有息债务

全部债务=长期有息债务+短期有息债务

EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+摊销

利息支出=利息费用+资本化利息支出

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

## 附件九：企业主体及长期债券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。

## 关于江西正邦科技股份有限公司 2019年公开发行可转换公司债券跟踪评级安排

根据监管部门有关规定和东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）的评级业务管理制度，东方金诚将在“江西正邦科技股份有限公司 2019年公开发行可转换公司债券”的存续期内密切关注江西正邦科技股份有限公司的经营管理状况、财务状况、可续期公司债券的特殊发行事项等可能影响信用质量的重大事项，实施定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

定期跟踪评级每年进行一次，在江西正邦科技股份有限公司公布年报后的两个月内出具定期跟踪评级报告；不定期跟踪评级在东方金诚认为可能存在对受评主体或债券信用质量产生重大影响的事项时启动，并在启动日后 10 个工作日内出具不定期跟踪评级报告。

跟踪评级期间，东方金诚将向江西正邦科技股份有限公司发送跟踪评级联络函并在必要时实施现场尽职调查，江西正邦科技股份有限公司应按照联络函所附资料清单及时提供财务报告等跟踪评级资料。如江西正邦科技股份有限公司未能提供相关资料导致跟踪评级无法进行时，东方金诚将有权宣布信用等级暂时失效或终止评级。

东方金诚出具的跟踪评级报告将按照《证券市场资信评级机构证券评级业务实施细则》等相关规定，同时在交易所网站、东方金诚网站 (<http://www.dfratings.com>) 和监管部门指定的其他媒体上予以公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在其他交易场所、媒体或其他场合公开披露的时间。东方金诚还将根据监管要求向相关部门报送。

东方金诚国际信用评估有限公司  
2019年7月2日

