

跟踪评级公告

联合〔2020〕1888号

唐人神集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对唐人神集团股份有限公司主体长期信用状况和公开发行的可转换公司债券进行跟踪评级，确定：

唐人神集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

唐人神集团股份有限公司公开发行的可转换公司债券“唐人转债”信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

唐人神集团股份有限公司

可转换公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债券信用等级

债券简称	债券余额	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
唐人转债	12.43 亿元	AA	AA	2019/6/18

本次跟踪评级时间：2020 年 6 月 23 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	60.31	65.31	72.81	87.56
所有者权益（亿元）	39.20	39.53	38.00	42.57
长期债务（亿元）	1.73	3.68	2.52	11.93
全部债务（亿元）	7.80	11.80	20.18	29.77
营业总收入（亿元）	137.35	154.22	153.55	36.01
净利润（亿元）	3.86	1.95	2.88	2.47
EBITDA（亿元）	6.92	5.35	6.86	--
经营性净现金流（亿元）	4.22	5.63	5.42	1.69
营业利润率（%）	10.19	8.21	9.40	14.34
净资产收益率（%）	11.19	4.95	7.43	11.62
资产负债率（%）	35.00	39.48	47.81	51.38
全部债务资本化比率（%）	16.60	23.00	34.68	41.15
流动比率（倍）	1.20	1.15	0.87	1.25
EBITDA 全部债务比（倍）	0.89	0.45	0.34	--
EBITDA 利息倍数（倍）	16.21	10.74	10.02	--
EBITDA/待偿本金合计	0.56	0.43	0.55	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

2019 年，受非洲猪瘟的影响，下游饲料需求有所下降，唐人神集团股份有限公司（以下简称“公司”或“唐人神”）饲料业务收入和毛利率均有所下降；由于牲猪价格大幅上涨，公司牲猪养殖业务和肉制品业务收入大幅增长；公司牲猪养殖业务毛利率水平大幅提升，盈利能力有所改善，带动公司净利润大幅增长。同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司主营业务易受养殖行业景气度变化影响、债务规模增长较快、整体资产质量一般、对外担保规模较大以及在建及拟投资项目投资规模较大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着新建猪场和饲料产线的逐步投产，公司牲猪业务和饲料加工规模将进一步扩大，公司全产业链布局进一步完善，公司综合竞争力有望提高。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”；同时维持“唐人转债”的债项信用等级 AA。

优势

1. **产业协同效应提高。**2019 年，公司继续构建牲猪全产业链经营模式，饲料、养猪、肉品三大业务板块间形成产业链协同效应，有助于公司综合竞争实力的提高。

2. **公司牲猪养殖板块业绩表现大幅改善。**2019 年，由于全国牲猪价格大幅增长，公司牲猪销售量同比增长 23.31%；牲猪养殖业务实现销售收入同比增长 47.08%，毛利率大幅上升 33.58 个百分点至 36.45%。

3. **屠宰产能释放，肉类板块收入大幅增长。**2019 年，公司屠宰产能释放，生鲜产品销量增加，肉类收入增长 72.96%。

关注

1. **公司易受养殖行业景气度变化影响。**公司所处行业周期性较强，养殖行业景气度变化对公司业绩影响较大，且猪瘟等疫病易影响其经营稳定性。

2. **原材料价格波动较大。**原材料占公司饲料业务的生产成本比例较高，玉米、豆粕等原材料价格波动性较大，不利于公司生产成本控制。

3. **债务规模增长较快。**截至 2019 年末，全部债务 20.18 亿元，较年初增长 70.96%。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务 29.77 亿元，较年初增长 47.51%。

4. **整体资产质量一般。**截至 2019 年末，公司货币资金受限比例为 28.65%；存货占流动资产比重为 44.86%，对营运资金存在一定占用；商誉规模较大，若被收购单位经营业绩不及预期，公司将面临商誉减值风险。

5. **在建及拟投资项目规模较大，存在较大的资金支出压力。**截至 2019 年末，公司在建项目尚需投资 3.74 亿元；另外，公司拟投资规模为 79.30 亿元，存在较大的资金支出压力。

6. **对外担保比例较高。**截至 2019 年末，公司对外担保余额 5.24 亿元，占公司净资产的 13.78%，存在一定代偿风险。

分析师

李 彤 登记编号（R0040218110005）

崔濛骁 登记编号（R0040219050004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合信用评级有限公司

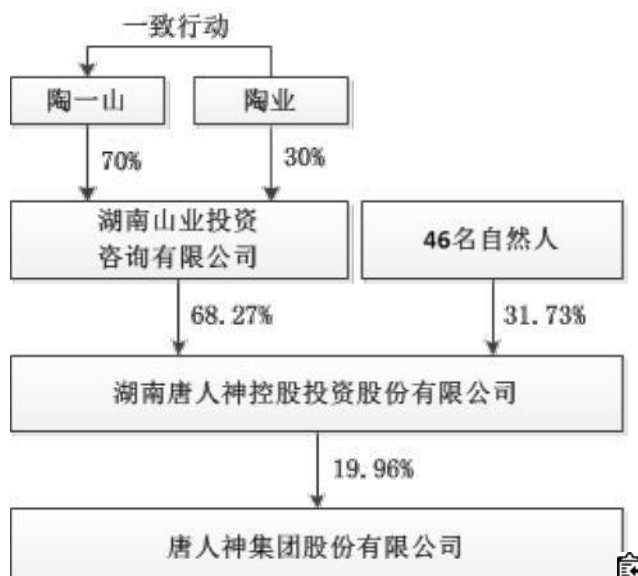
一、主体概况

唐人神集团股份有限公司（以下简称“公司”或“唐人神”）的前身为由株洲市饲料厂和注册于香港的大生行饲料有限公司合资设立的湖南湘大实业有限公司，成立于1992年9月，初始注册资本4,120.00万元。2004年，公司更名为唐人神集团股份有限公司，后经多次股权转让及增资，截至2008年4月，公司注册资本增加至10,300.00万元。2011年3月，经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）批准，公司首次向社会公众发行人民币普通股3,500.00万股，在深圳证券交易所上市（股票简称：唐人神，股票代码：002567.SZ），股本总额为13,800.00万股。

经多次增发股票和公积金转增股本，截至2020年3月末，公司总股本为83,657.08万元，其中湖南唐人神控股投资股份有限公司（以下简称“唐人神控股”）持股比例为19.96%，为公司控股股东；自然人陶一山先生为公司实际控制人。

截至2020年3月末，唐人神控股累计质押公司股份8,510.90万股，占其所持有公司股份的50.97%，占公司股份总数的10.17%。

图1 截至2020年3月末公司股权结构图



资料来源：公司报告

2019年，公司经营范围未发生重大变化；组织结构方面，2019年，公司成立了养殖事业部替代了原种苗事业部，养殖事业部、饲料事业部和肉类事业部并列作为公司的三大事业部。截至2019年末，公司纳入合并范围内子公司126家，拥有在职员工9,754人。

截至2019年末，公司合并资产总额72.81亿元，负债合计34.81亿元，所有者权益38.00亿元，其中归属于母公司所有者权益33.26亿元。2019年，公司实现营业收入153.43亿元，净利润2.88亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润2.02亿元；经营活动产生的现金流量净额5.42亿元，现金及现金等价物净增加额-0.75亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额87.56亿元，负债合计44.99亿元，所有者权益42.57亿元，其中归属于母公司所有者权益38.27亿元。2020年1—3月，公司实现营业收入36.00亿元，净利润2.47亿元，其中归属于母公司所有者的净利润2.13亿元；经营活动产生的现金流量净额1.69亿元，现金及现金等价物净增加额11.95亿元。

公司注册地址：湖南省株洲市国家高新技术产业开发区栗雨工业园；法定代表人：陶一山。

二、债券发行及募集资金使用情况

根据中国证券监督管理委员会证监许可〔2019〕2560号文核准，公司获准发行124,280.00万元的可转换公司债券。

公司于2019年12月30日发行“2019年唐人神集团股份有限公司可转换公司债券”，并于2020年1月22日起在深圳证券交易所挂牌交易，债券简称“唐人转债”，债券代码“128092.SZ”。“唐人转债”发行金额为124,280.00亿元，期限为6年，付息方式为每年付息一次，其中，第一年至第六年的票面利率分别为0.40%、0.60%、1.00%、1.50%、1.80%和2.00%；“唐人转债”转股期自2020年7月6日至2025年12月30日止。截至2020年3月末，“唐人转债”尚未进入转股期。

“唐人转债”募集资金扣除发行费用后共募集121,797.96万元。截至2020年3月末，“唐人转债”募集资金按照《募集说明书》约定的募集资金使用安排使用，已投入64,978.20万元，投资情况如下表所示：

表1 2020年3月末“唐人转债”募投资金累计投入情况（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	拟投入募集资金	截至2020年3月末投入资金
一	新建养殖项目			
1	湖南花垣县年出栏30万头瘦肉型苗猪、10万头湘西黑猪苗猪养殖项目	21,000.00	12,000.00	8,241.17
2	河南南乐县年出栏30万头良种苗猪养殖项目	15,000.00	9,000.00	8,977.53
3	甘肃天水市存栏3,600头基础母猪核心原种场项目	15,000.00	10,000.00	6,232.81
二	新建饲料生产项目			
4	湖北武汉市年产15万吨特种水产膨化料项目	20,000.00	15,500.00	6,882.88
5	广东清远市年产24万吨核心添加剂项目	20,000.00	12,000.00	47.35
6	广西钦州市年产24万吨饲料生产项目	12,500.00	8,000.00	5,364.13
7	湖南株洲县年产24万吨核心添加剂项目	20,000.00	12,000.00	1,172.02
三	新建中央厨房项目			
8	湖南株洲市现代食品加工中央厨房项目	30,000.00	15,000.00	21.35
四	其他项目			
9	补充流动资金	30,780.00	30,780.00	28,038.96
	合计	184,280.00	124,280.00	64,978.20

资料来源：公司提供

三、行业分析

公司主要从事饲料加工、牲猪养殖、肉品加工等业务，目前收入和利润来源主要为饲料加工。

1. 饲料行业概况

2019年，我国工业饲料产量小幅下降；上游原材料价格的下降有利于行业成本控制，而下游牲猪养殖存栏量的下降也直接抑制了猪饲料的需求；从饲料结构来看，猪饲料产量下降，禽饲料等产量增加。未来，牲猪促生产政策的逐步落实有利于饲料产量的提升。

饲料是指在合理喂养条件下能对畜禽、水产动物等提供营养物质、调控生理机制、改善动物产

品品质，且不产生有毒有害作用的物质。按照产品配方及养殖户使用方法分类，饲料可分为预混合饲料、浓缩饲料和配合饲料。按照饲养对象分类，饲料可分为禽畜饲料、水产饲料及其他饲料。

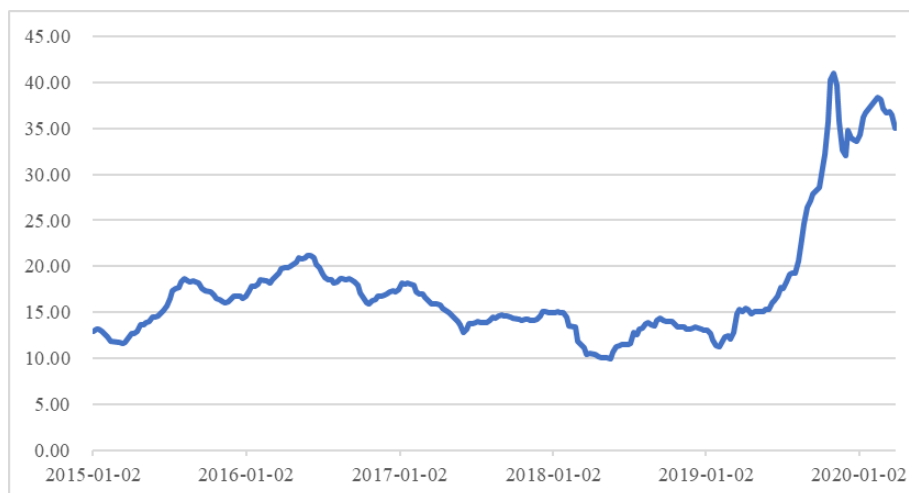
2019年，全国工业饲料总产量2.29亿吨，同比下降3.70%。分品种看，猪饲料产量7,663.20万吨，同比下降26.60%；蛋禽饲料产量3,116.60万吨，同比增长9.60%；肉禽饲料产量8,464.80万吨，同比增长21.00%；水产饲料产量2,202.90万吨，同比增长0.30%。2019年，猪饲料产量占比从上年度的43.90%下降到33.50%，禽饲料产量占比从上年的41.40%上升到50.60%。

从上游情况看，饲料行业的主要原材料为玉米和豆粕。2019年，我国22省市玉米平均价格在1,900.00元/吨至2,040.00元/吨之间波动，全年平均价格在1,980.00元/吨左右，相比上年变化不大；2019年，全国22省市豆粕平均价格在3,031.84元/吨左右，同比下降8.13%。

从下游情况来看，饲料行业的下游主要是牲猪养殖业，自2018年10月非洲猪瘟爆发以来，全国牲猪存栏量大幅减少，据国家统计局发布的相关数据，2019年牲猪出栏54,419.00万头，同比下降21.60%；2019年牲猪存栏31,041.00万头，同比下降27.50%；2019年猪肉产量4,255.00万吨，同比下降21.30%。

2019年第一季度，牲猪销售价格呈现低迷的状态；第二季度开始，市场供需形势发生变化，牲猪价格开始恢复性上涨；第三季度，供需缺口进一步加大，牲猪价格出现加速上涨；第四季度，牲猪价格创下历史高点后有所回落，但仍维持在高位。2019年12月，全国牲猪平均价格33.28元/公斤，与上年同期相比上涨138.57%。

图2 近年来我国22省市牲猪平均价格（单位：元/公斤）



资料来源：Wind

政策方面，2019年9月10日，国务院办公厅印发《关于稳定牲猪生产促进转型升级的意见》指出要稳定牲猪生产，加快生产恢复，加快构建现代养殖体系，完善动物疫病防控体系等，促进猪肉供应保障能力持续增强，自给率保持在95.00%左右。到2022年，牲猪产业转型升级取得重要进展，养殖规模化率达到58.00%左右，规模养猪场（户）粪污综合利用率达到78.00%以上。到2025年，产业素质明显提升，养殖规模化率达到65.00%以上，规模养猪场（户）粪污综合利用率达到85.00%以上。

非洲猪瘟防控方面，2020年4月，农业农村部发布《农业农村部办公厅关于开展打击牲猪私屠滥宰违法行为专项行动的通知》，明确检测环节和严格结果处置，增强屠宰企业的自检能力，打击牲猪私屠滥宰，致力于将非瘟控制在可控范围内。

牲猪贸易方面，2020年4月1日，农业农村部发布《农业农村部关于集中开展违法违规调运牲猪行为专项整治的通知》。为有效控制非洲猪瘟疫情跨区域传播风险，严厉打击违法违规行为，保障牲猪规范有序调运，促进牲猪生产加快恢复起到了重要作用。

2. 行业关注

(1) 原材料价格波动风险

饲料产品的成本主要是原料成本，玉米、豆粕等主要原材料的价格极易受气候变化、国际粮情和国家农业政策的影响而发生波动，进而加大了饲料行业成本控制难度。

(2) 养殖业市场波动风险

饲料加工行业处于养殖业的上游，养殖业易随牲猪价格、国内外消费市场及动物重大疫病而波动。一方面，养殖业中重要子行业牲猪养殖业，仍然存在着“多、散、小”的特点，猪价周期性波动对经营者的负面影响仍将长期存在；另一方面，食品安全和疫情是养殖业发展的重要影响因素，近几年，“禽流感”“猪流感”“蓝耳病”“非洲猪瘟”等事件频发，对养殖企业冲击较大。养殖行业产品价格、销售量的波动，将直接传导至饲料行业。

四、公司管理

2019年，公司部分管理人员发生变动，相关人员变动对公司经营未产生重大不利影响；公司管理制度连续，管理运作正常。

2019年，公司原董事黄锡源先生因任期满而离任；原监事黄国民先生因任期满而离任；原监事龙秋华先生因身体原因离任；原监事丁智芳先生因任期满而离任；原财务总监郭拥华女士因达到法定退休年龄，申请辞去公司财务总监职务。

经股东、董事会、监事会推荐、股东大会选举，公司聘任曾若冰先生为公司董事；聘任龙伟华先生、黄锡源先生为公司监事；聘任杨志先生为公司财务总监。

表2 2019年公司管理人员变动情况表

姓名	担任的职务	类型	变动日期
黄锡源	董事	任期满离任	2019年7月9日
黄国民	监事	任期满离任	2019年7月9日
龙秋华	监事	离任	2019年12月11日
丁智芳	监事	任期满离任	2019年7月9日
郭拥华	财务总监	退休离任	2019年11月5日
龙伟华	监事	新任	2019年12月30日
黄锡源	监事	新任	2019年7月9日
曾若冰	董事	新任	2019年7月9日
杨志	财务总监	新任	2019年11月12日

资料来源：公司年报

2019年，公司管理制度未发生重大变化。

五、经营分析

1. 经营概况

2019年,受到非洲猪瘟的持续影响,猪肉供给紧张,公司的饲料业务收入减少;牲猪价格上涨,牲猪养殖业务收入大幅增加,盈利能力有所改善,拉动公司净利润大幅增加。

2019年,公司主营业务范围无变化,仍包括饲料生产、牲猪养殖、肉类和少量动物保健业务。2019年,公司主营业务收入占营业收入比重为99.92%,公司主营业务十分突出。2019年,公司实现营业收入153.43亿元,较上年下降0.41%,主要系饲料收入减少所致。2019年,公司净利润2.88亿元,较上年增长47.78%,主要系2019年全国猪肉价格上升,公司牲猪养殖板块盈利能力改善所致。

表3 2017—2019年公司主营业务收入及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
饲料	125.63	91.55	9.55	142.86	92.73	8.32	135.51	88.32	7.74
肉类	6.00	4.37	14.73	5.64	3.66	13.65	9.76	6.36	12.10
牲猪养殖	5.49	4.00	23.52	5.46	3.54	2.87	8.03	5.23	36.45
动物保健	0.11	0.08	58.09	0.10	0.06	50.32	0.13	0.09	53.21
合计	137.23	100.00	10.38	154.06	100.00	8.34	153.43	100.00	9.56

资料来源:公司提供

从收入构成来看,2019年,全国的牲猪存栏量、出栏量和猪肉产量均大幅下降,受到下游需求下降的影响,公司的饲料业务收入同比下降5.15%至135.51亿元;受到非洲猪瘟的持续影响,牲猪市场供应紧张,牲猪价格大幅上涨,公司的屠宰产能快速释放,公司肉类业务实现收入9.76亿元,牲猪养殖业务实现收入8.03亿元,同比分别增长72.96%和47.08%;公司动物保健业务实现收入0.13亿元,对收入贡献较小。

从毛利率来看,2019年,公司饲料业务的毛利率为7.74%,较2018年下降了0.58个百分点,主要系毛利相对较高的猪料收入占比下降所致;牲猪业务毛利率大幅上升33.58个百分点至36.45%,主要系牲猪价格上涨所致;肉类业务毛利率下降1.55个百分点,主要系肉类收入中毛利率低的屠宰收入增长,拉低了肉类毛利率所致;动物保健业务毛利率变化不大。受以上因素综合影响,2019年,公司综合毛利率上升1.22个百分点至9.56%。

2020年1—3月,公司实现营业收入36.00亿元,较上年同期增长7.30%;实现净利润2.47亿元,较上年同期增加2.36亿元,主要系牲猪销售价格大幅上升所致。

2. 饲料业务

饲料业务为公司第一大业务板块,公司饲料产品以猪料、禽料为主,水产料为辅,主要产品包括猪料(猪用预混料、猪用浓缩料、猪用配合料)、禽料(禽用配合饲料、禽用预混料)、水产料(普通水产料、特种水产料)。公司以品牌区隔思路开发市场,形成了“骆驼”“比利美英伟”“和美”和“湘大”四大品牌,分别用于规模猪场、家庭农场、家禽养殖和水产养殖;饲料产品针对猪、禽、水产不同生长阶段以及不同用户、不同层次的营养需求而设计、配制。

(1) 采购

2019年,受猪料销量减少、禽料销售增加的影响,公司玉米采购量增加,豆粕采购量下降;受

市场行情影响，豆粕采购价格大幅下降，玉米采购价格略有下降，有利于公司生产成本控制；公司采购集中度较低。

2019年，公司饲料板块的采购模式未发生变化。公司饲料业务板块采取母公司集中采购与子公司分散采购相结合的方式。对于大宗原料，公司利用大规模集中采购的优势，与规模供应商形成战略合作，有利于保证原材料的稳定供应和价格优惠。其他原材料由公司采购部向各子公司总裁和采购部授权，由各子公司自行采购；目前公司仅对供应本地化程度比较高的原料实行分散采购。

原料采购成本是公司饲料成本的主要部分，占比在 95.00%左右，主要包括玉米、豆粕、小麦、菜粕、鱼粉和添加剂等。

2019年，公司玉米采购量为 232.95 万吨，同比增长 4.82%，主要系禽料中玉米比例高，禽料销售增长导致玉米采购量增加所致；公司豆粕采购量为 70.60 万吨，同比下降 8.42%，主要系猪料销售量减少所致；采购均价方面，由于玉米和豆粕属于大宗商品，公司原料采购价格主要取决于相关的大宗商品市场行情，2019年，公司玉米平均采购均价为 1,969.04 元/吨，价格略有下降，豆粕平均采购价格为 2,852.93 元/吨，同比下降 14.79%。

表 4 2017—2019 年公司饲料板块主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨、%）

原材料	项目	2017 年	2018 年	2019 年
玉米	采购数量	233.10	222.23	232.95
	采购均价	1,819.19	1,989.98	1,969.04
	采购占比	35.62	35.42	41.76
豆粕	采购数量	80.43	77.09	70.60
	采购均价	3,128.31	3,348.29	2,852.93
	采购占比	21.13	20.67	18.34

资料来源：公司提供

从采购集中度来看，2019年，公司对前五大供应商采购占比合计为 6.69%，公司采购集中度较低。

采购结算方面，公司仍主要采用银行转账方式对供应商付款，账期一般在 14 天左右。

（2）生产

2019年，公司饲料产能有所扩大；受下游需求减少的影响，饲料的总产量减少，产能利用率有所下降。

公司饲料产品分为猪料、禽料和水产料三大类。2019年，猪料、禽类和水产料产量占比分别为 33.15%、61.19%和 5.66%，以猪料和禽料为主，猪料占比降低，禽料占比提高。

2019年，公司饲料的产销模式未发生变化。公司以母公司为核心，在全国各主要畜禽生产区建立子公司，贴近当地市场从事畜禽鱼饲料的生产与销售。预混料作为生产浓缩料和配合料的核心料，由母公司组织集中生产，一部分作为饲料原料销售给子公司用来生产浓缩料、配合料，一部分向外部销售。

2019年，公司钦州湘大项目和茶陵湘大项目投产，二者产能总计 48.00 万吨，2019年公司饲料总产能为 1,341.50 万吨。2019年，公司饲料总产量为 468.14 万吨，较上年减少 5.41%，主要系下游需求减少所致。

产能利用率方面，饲料企业生产线的设计产能一般按三班、连续生产确定，因饲料产品规格较多，同一产线在切换产品过程中停机换料、更换模具的过程对实际可利用产能的折算有较大影响，设计产能与实际产能普遍存在一定差异。2019年，公司产能利用率为 34.90%，产能利用率有所下降，

主要系猪料产量下降所致。

表 5 2017—2019 年公司饲料板块主要产品生产情况（单位：万吨/年、万吨、%）

年份	产能	产量	产能利用率
2017 年	1,230.15	481.46	39.14
2018 年	1,293.50	494.90	38.26
2019 年	1,341.50	468.14	34.90

资料来源：公司提供

（3）销售

2019 年，公司的饲料销售量小幅减少，销售结构变化较大；各品种饲料产品售价均有不同程度提高；直销模式占比有所提高，客户集中度较低。

2019 年，公司的销售模式未发生变化。公司饲料板块的销售部门设在各区域子公司，母公司饲料事业部之下设有市场部负责全国范围内市场的协调、管理；各子公司在饲料事业部统一管理下，负责销售半径内指定市场的开发与维护。

2019 年，公司三大类饲料总销量为 467.63 万吨，同比下降 2.78%，其中禽料增幅较大，水产料增幅较小，猪料销量下降。公司在保证安全库存的前提下采取“以销定产”的经营模式，各类产品产销率均保持在 99.00% 以上。

销售价格方面，2019 年，公司猪料销售均价为 2,984.12 元/吨，同比增长 4.16%，主要系公司在原材料阶段性上涨的阶段提高了猪料销售价格所致；禽料价格为 2,543.81 元/吨，同比增长 7.53%；水产料价格为 3,383.23 元/吨，同比增长 2.36%。

表 6 2017—2019 年公司饲料板块主要产品销售均价（单位：元/吨）

产品	2017 年	2018 年	2019 年
猪料	2,824.67	2,864.92	2,984.12
禽料	2,234.10	2,365.69	2,543.81
水产料	3,191.31	3,305.18	3,383.23

资料来源：公司提供

2019 年，公司饲料业务实现销售收入 135.51 亿元，同比下降 5.15%；2019 年饲料销售收入中猪料和禽料占比分别为 34.29% 和 53.93%，其余为水产料和其他。

公司下游最终客户为养殖经营者，根据客户规模的不同，公司采取经销与直销相结合的方式销售。随着下游牲猪养殖行业的集中度逐步提升，公司两种销售模式下的销量结构有所变化，直销金额占比有所提高，经销商销售金额占比有所下降。

表 7 2017—2019 年公司饲料板块销售渠道情况（单位：家、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
经销商数量	11,345.00	10,592.00	10,458.00
经销商销售金额占比	71.28	68.12	63.40

资料来源：公司提供

为解决下游部分客户融资困难的问题，公司设立的专业担保公司为客户提供融资担保服务。公司依托信息化管理平台积累的养殖数据和饲料交易数据，挑选优质客户提供担保；管理上，要求客户专款专用，由公司担保所得融资款仅用于购买公司产品；公司定期派出人员到场检查下游客户经营情况及财务状况，及时掌握客户的信用风险变化情况。

从销售集中度来看,2019年,公司对前五大客户销售额为17.22亿元,占饲料销售额的12.71%,公司客户集中度较低。

在销售款项结算方面,2019年,公司仍主要采取现款现货和提前付款的政策。从销售区域看,公司饲料产品主要分布于我国猪、禽养殖集中区域,主要分布在山东省、华中、华北和西南地区,公司营业收入来源分布较广,区域集中度一般。

3. 其他业务

(1) 牲猪养殖业务

公司继续重视对牲猪养殖业务的投入,2019年牲猪销量有明显增长,叠加猪价上涨的影响,2019年公司牲猪养殖业务收入和毛利率大幅增长。

2019年,公司牲猪养殖业务经营模式仍以自繁自养为主。根据经济、防疫、环保等条件综合考虑,公司建构了“1+3”牲猪自繁自养发展模式,对外销售以商品猪为主,兼有少量种猪;所销售商品猪包括育肥猪和仔猪,种猪包括原种母猪、二元母猪等。

截至2019年末,公司从事养殖业务的子公司包括湖南龙华农牧发展有限公司、湖南美神育种有限公司、河北美神种猪育种有限公司等20余家。

采购方面,公司牲猪养殖业务需采购物品主要包括疫苗、兽药、物资、仪器设备等,主要依托公司EAS采购平台进行,通过统一采购模式,节约采购成本、保证采购质量。

生产方面,公司将牲猪工艺流程分为后备、空怀配种、怀孕、哺乳、保育、生长育肥等阶段,对各阶段饲养天数、空栏消毒天数、需要栏舍数量等都做出明确规定;公司对每个环节、每项操作都制定了统一的流程制度。2019年,公司牲猪养殖板块平均MSY¹和料肉比均处于行业较高水平。

销售方面,公司部分牲猪对集团内肉类子公司销售。2019年,公司牲猪养殖子公司对集团内肉类子公司的牲猪销售金额占其牲猪销售总额的比例为29.20%,销售价格参照市场价格确定;对外销售方面,公司在各养殖子公司建立了销售团队,并建立了销售专线对销售价格、质量标准等进行统一协调。随着猪场规模的扩大,公司近年来减少了种猪的对外销售,目前对外销售以育肥商品猪为主。公司牲猪养殖板块销售一般采用现款现货的方式结算,种猪销售中对部分客户采取预收货款的方式。

2019年,公司牲猪销售量为83.93万头,同比增长23.31%,主要系养殖产能释放所致。其中,为了留种,公司减少了种猪的销量,公司仔猪销量大幅增加。

2019年,公司持续布局牲猪养殖业务,公司的牲猪销量增加,叠加牲猪价格上涨的因素,公司牲猪养殖业务实现收入8.03亿元,同比增长47.08%,其中仔猪和育肥商品猪销售对收入增长的贡献最大。2019年,非洲猪瘟对牲猪养殖业务的影响持续,牲猪供应紧张,牲猪价格大幅上涨,公司牲猪养殖业务的盈利能力好转,毛利率提高至36.45%,较上年提高33.58个百分点。

(2) 肉类业务

2019年,公司屠宰产能释放,生鲜产品销售增加,肉类收入增长,对公司经营形成了一定的补充;由于生鲜产品毛利率低于肉制品,拉低了毛利率。

公司肉类业务主要由湖南唐人神肉制品有限公司(以下简称“湖南唐人神”)和上海唐人神肉制品有限公司(以下简称“上海唐人神”)实施;肉类产品目前主要包括生鲜肉、中式香肠、腌腊肉制品、肉类软罐头制品、酱卤肉制品、高温火腿肠和低温肉制品,未来产品开发计划主要围绕“中式香肠、休闲肉品、品牌生鲜肉”三大方向进行。

¹ 每头母猪每年提供的出栏肥猪头数。

2019年，公司的采购模式未发生明显变化。公司肉类板块屠宰所需牲猪部分来自内部采购，采购价格参照市场价格确定。

2019年，公司的肉制品生产模式未发生变化。公司立足于长、株、潭地区，在株洲建立了牲猪屠宰和肉品深加工基地，专注于湖南特色中式肉品的研究、开发与加工；为应对本地消费结构的升级，近年来在原有生产线的基础上增设了西式肉品生产线，主要面向湖南本省及周边市场；上海唐人神作为公司在沿海地区的重要布局，开发了西式低温产品，以适应沿海发达地区消费趋势的快速发展。同时，以长株潭区域为试点，搭建生鲜冷链体系，打通养猪、屠宰、生鲜环节，加大生鲜推广力度和销售区域。

2019年，公司肉品销售模式未发生变化。销售模式主要有直销、经销两种，其中直销销售包括月台销售和大客户销售。月台销售模式中，由客户到公司库房自行提货，主要客户是当地猪肉经营户、餐饮企业等，客户群体比较固定，以现款现货为主，公司发货后即确认销售收入；大客户销售模式下，公司与所开发长期大客户直接签订购销合同，价格随行就市。经销销售主要包括商超、品牌连锁和经销商销售等，销售回款期一般不超过一个月；除此之外，公司还采取经销商销售的方式，与经销商签订经销合同，约定销售区域、销售价格及货款结算方式；公司与经销商销货采取现款现货的方式，发出商品即确认收入。

2019年，公司肉制品销售量为4.83万吨，同比增长24.02%，主要系肉类中生鲜产品销售量增加所致；实现肉制品销售收入9.76亿元，同比增长72.96%，高于销量增幅，主要系屠宰销售收入增长所致；毛利率为12.10%，同比下降1.55个百分点，主要系毛利低的生鲜产品收入占比上升所致。

4. 在建项目

公司各在建项目有助于公司扩大现有饲料生产和牲猪养殖规模，增强综合竞争实力；同时公司也面临一定资金支出压力。若未来牲猪养殖行业景气度下降，公司在建项目存在无法达到预期收益的风险。

截至2019年末，公司在建项目较多，主要为养殖项目和饲料项目。其中湖北水产为水产饲料项目，其余五个项目均为牲猪养殖项目未来尚需较大投入的在建项目中，拟投金额为3.74亿元，公司面临一定资金支出压力。

表8 截至2019年末公司重要在建项目情况（单位：万元、%）

项目	计划投资金额	已投资金额	投资进度	剩余投资金额
邯郸美神项目	31,521.29	28,369.16	90.00	3,152.13
湘西美神项目	21,000.00	8,575.66	40.84	12,424.34
南乐美神项目	15,000.00	13,366.33	89.11	1,633.67
龙华农牧项目	32,399.80	25,919.84	80.00	6,479.96
湖北水产项目	20,000.00	8,717.29	43.59	11,282.71
甘肃美神项目	15,000.00	12,608.52	84.06	2,391.48
合计	134,921.09	97,556.80	--	37,364.29

资料来源：公司提供

5. 经营关注

（1）行业普遍毛利率水平较低

我国饲料行业企业众多、产品质量和服务能力参差不齐、技术水平与生产规模差异明显等因素导致行业竞争激烈，行业利润水平普遍较低。随着行业内整合加速，淘汰落后产能的步伐加快，行

业竞争可能会进一步加强，公司可能会面临较大的行业竞争压力，进一步挤占毛利空间。

(2) 主要原材料价格上涨风险

饲料的原料主要有玉米、小麦、豆粕、菜粕、棉粕、鱼粉、各种维生素及矿物质等。受天气、市场经济、中美贸易战等不确定因素影响，如果上述原料发生供应不足或价格持续上升的情形，将对产品的生产成本、销售价格、毛利率带来直接的影响，将影响公司饲料产业的生产经营。

(3) 牲猪价格波动风险

我国猪肉价格波动较大，具有明显的周期特征。牲猪价格对公司饲料业务的下游需求影响很大，更直接影响牲猪养殖业务的收入和利润水平。一旦牲猪价格持续下跌，养殖户的牲猪存栏量和饲养积极性下降，对公司经营业绩将产生较大不利影响。

(4) 业务扩张过快风险

公司通过借贷资金扩大饲料业务规模并发展牲猪养殖业务，在全国范围内新建生产基地、并购企业，若公司未来业绩不达预期，将产生较大的资金周转和流动性压力。

(5) 牲猪养殖业务易受疫病影响

牲猪养殖过程中发生的疫病主要有非洲猪瘟、蓝耳病、猪瘟、猪呼吸道病、猪流行性腹泻、猪圆环病毒等。特别是非洲猪瘟在全国扩散，目前没有有效疫苗控制，牲猪养殖过程中如出现重大疫情将对公司的养殖产业产生较大压力，增加生产成本，影响公司的饲料销量增长。

6. 重大事项

公司拟投资项目投资规模大，公司外部融资压力较大。

公司于 2020 年 5 月 22 日收到深圳证券交易所中小板公司管理部下发的《关于对唐人神集团股份有限公司的关注函》（中小板关注函〔2020〕第 319 号，以下简称“关注函”），关注内容主要涉及以下方面：公司在 2020 年 4 月 27 日至 5 月 21 日期间签订 8 份总金额 79.30 亿元的框架协议、投资合作协议，上述投资的资金来源和投资计划进展情况，以上投资的可行性分析及风险评估情况，是否会使公司发生流动性风险及财务风险；公司募投资金的实施主体及募投项目名称变更说明，公司以借款形式实施募投项目的原因，借款利率、期限以及到期后安排等方面。

公司已于 2020 年 4 月 26 日发布《唐人神集团股份有限公司关于对深圳证券交易所关注函的回复公告》（公告编号 2020-095），对相关问题进行了回复。

公司披露的 8 份框架协议、投资合作协议主要涉及饲料、牲猪养殖、屠宰等方面，总计投入 79.30 亿元，根据公司的初步规划，在未来主要通过中长期贷款 19.00 亿元（占 24.00%）、自有资金 15.90 亿元（占 20.00%）以及自筹资金 44.40 亿元（占 56.00%）完成项目的投资；自筹资金中，15.00 亿元通过资本性融资获取，29.40 亿元通过产业基金融资获取。从拟投项目的投资进展计划来看，未来 1~2 年内，公司面临较大的资金支出压力和外部融资需求。

7. 未来发展

公司发展目标明确，经营战略与当前主业关联度高，有一定可行性。

2020 年，公司围绕“健康养殖、生物饲料、品牌肉品”三大产业，对饲料、牲猪养殖和肉类三大事业部分别确立了发展目标及经营战略。公司整体确立了“做全球最卓越的农牧食品全产业链企业”的发展目标，坚持牲猪全产业链的经营战略。

公司将同丹麦优秀育种企业合作，引进 3,600.00 头丹系种猪，加快甘肃天水原种场等建设扩大种猪规模，确保实现公司 1,000.00 万头的牲猪出栏目标。同时，公司利用生态的方式整合最优秀的

种猪资源，打造领先的肉质选育体系，新建猪场 PSY 可达 28.00 头以上。加快在湖南、河北、河南、甘肃、内蒙、广西、广东、云南、四川、山东等区域做好选址、建设工作，同时配套建设 10 个配套饲料厂、屠宰加工等，打造 10 个年出栏 100.00 万头养殖示范县。2020 年末计划实现母猪存栏 16.00 万头，争取 2020 年计划实现牲猪出栏 130.00—150.00 万头，2022 年计划实现牲猪产能 500.00 万头。全面推进肉品产业发展，加快中央厨房及“小风唐”餐饮品牌投资建设；公司依托龙华农牧 50.00 万头牲猪育肥基地，以长株潭区域为试点，搭建生鲜冷链体系，打通养猪、屠宰、生鲜环节，加大生鲜推广力度和销售区域。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 年度财务报表已经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。公司 2020 年一季度财务数据未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的最新企业会计准则编制。

合并范围方面，2019 年公司新设立子公司 14 家，注销子公司 1 家，转让子公司 1 家；截至 2019 年末，公司纳入合并范围子公司共 126 家。2020 年 1—3 月，公司新设立子公司 6 家；截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并范围子公司共 132 家。由于引起合并范围变动的企业规模较小且多为新设立子公司，同时公司主营业务未发生变化，会计政策连续，公司财务数据可比性仍属较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 72.81 亿元，负债合计 34.81 亿元，所有者权益 38.00 亿元，其中归属于母公司所有者权益 33.26 亿元。2019 年，公司实现营业收入 153.43 亿元，净利润 2.88 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 2.02 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.42 亿元，现金及现金等价物净增加额-0.75 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 87.56 亿元，负债合计 44.99 亿元，所有者权益 42.57 亿元，其中归属于母公司所有者权益 38.27 亿元。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 36.00 亿元，净利润 2.47 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 2.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.69 亿元，现金及现金等价物净增加额 11.95 亿元。

2. 资产质量

截至 2019 年末，公司资产总额有所增长，仍以非流动资产为主。流动资产中货币资金受限比例较高，存货对运营资金形成一定占用；非流动资产以固定资产为主，商誉存在一定减值风险。公司整体资产质量一般。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 72.81 亿元，较年初增长 11.49%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占 37.58%，非流动资产占 62.42%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司流动资产 27.36 亿元，较年初增长 10.84%，主要系存货和货币资金增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 27.14%）、应收账款（占 6.79%）、预付款项（占 6.75%）、其他应收款（占 7.59%）和存货（占 44.86%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金 7.43 亿元，较年初增长 16.95%；货币资金中有 2.13 亿元受限资金，受限比例为 28.65%，主要为票据保证金、信用证保证金等，受限比例较高。

截至 2019 年末，公司应收账款 1.86 亿元，较年初增长 3.97%，变化不大。应收账款余额按账龄

披露的共计 2.30 亿元，其中账龄在 1 年以内（含 1 年）的为 1.59 亿元，占比为 68.91%，1 年以上应收账款的共 0.71 亿元，占比为 31.09%；公司应收账款的账龄较长，主要系子公司深圳比利美英伟营养饲料有限公司存在逾期的应收款项所致；公司累计计提坏账准备 0.45 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 0.32 亿元，占比为 13.83%，集中度较低。

截至 2019 年末，公司预付款项 1.85 亿元，较年初增长 29.38%，主要系公司肉类事业部增加备货及部分养殖板块子公司增加预付工程款所致。

截至 2019 年末，公司其他应收款 2.08 亿元，较年初下降 3.32%，变化不大。公司其他应收款主要为应收保证金及备用金、应收非关联方款项及应收代位追偿款等。

截至 2019 年末，公司存货 12.27 亿元，较年初增长 10.94%，主要系原材料增加所致。存货主要由原材料（占 57.67%）、库存商品（占 10.95%）和消耗性生物资产（占 29.64%）构成，累计计提跌价准备 0.01 亿元。

截至 2019 年末，公司非流动资产 45.45 亿元，较年初增长 11.88%，公司非流动资产主要由固定资产（占 55.52%）、在建工程（占 10.40%）、无形资产（占 10.52%）及商誉（占 11.48%）构成。

截至 2019 年末，公司固定资产 25.23 亿元，较年初增长 13.59%，主要系邯郸美神项目、南乐美神项目、龙华农牧项目部分转固所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占 68.34%）和机器设备（占 26.12%）构成，累计计提折旧 13.75 亿元；固定资产成新率 64.96%，成新率一般。

截至 2019 年末，公司在建工程 4.73 亿元，较年初增长 55.39%，主要系公司增加项目投资所致，主要包括邯郸美神项目、湘西美神项目、南乐美神项目、龙华农牧项目、湖北水产项目和甘肃美神项目。

截至 2019 年末，公司无形资产 4.78 亿元，较年初增长 2.69%，变化不大。公司无形资产主要由土地使用权（占 99.34%）构成。

截至 2019 年末，公司商誉 5.22 亿元，较年初下降 10.49%，主要系对子公司深圳比利美英伟营养饲料有限公司计提了 0.61 亿元的商誉减值准备所致；公司商誉主要为溢价并购山东和美集团有限公司、湖南龙华农牧发展有限公司和深圳比利美英伟营养饲料有限公司等公司所致，若子公司经营业绩不及预期，公司将面临商誉减值风险。

截至 2019 年末，公司受限资产合计 4.71 亿元，占资产总额的 6.47%，受限比例较低。

表9 截至2019年末公司受限资产情况（单位：万元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	21,271.50	信用证、期货、担保及履约保证金
固定资产	6,511.26	抵押用于借款
无形资产	5,717.32	抵押用于借款
其他流动资产	13,597.74	保证金
合计	47,097.82	--

资料来源：公司提供

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 87.56 亿元，较年初增长 20.26%，主要系公司可转换债券募集资金到位所致。其中，流动资产占 46.13%，非流动资产占 53.87%，流动资产占比有所上升，资产结构趋于均衡。

3. 负债及所有者权益

(1) 负债

截至 2019 年末，公司负债规模大幅增长，以流动负债为主；债务规模增长较快，但债务负担处于合理水平。

截至 2019 年末，公司负债总额 34.81 亿元，较年初增长 35.01%，主要系短期借款及一年内到期的非流动负债增加所致。其中，流动负债占 90.65%，非流动负债占 9.35%。公司负债以流动负债为主，负债结构有待调整。

截至 2019 年末，公司流动负债 31.55 亿元，较年初增长 47.41%，主要系短期借款及一年内到期的非流动负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 47.82%）、应付账款（占 18.85%）、其他应付款（占 15.43%）和一年内到期的非流动负债（占 8.15%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款 15.09 亿元，较年初增长 96.52%，主要项目建设资金需求增长所致。公司短期借款主要由质押借款（占 17.70%）、抵押借款（占 7.08%）、保证借款（占 4.90%）和信用借款（占 70.32%）构成。

截至 2019 年末，公司应付账款 5.95 亿元，较年初增长 3.08%，主要系应付原料款增加所致。应付账款账龄以 1 年期以内为主。

截至 2019 年末，公司其他应付款（合计）4.87 亿元，较年初增长 0.60%，较年初变化不大。其他应付款主要由往来款（占 35.57%）以及收取的押金、保证金（占 35.97%）构成。

截至 2019 年末，公司一年内到期的非流动负债 2.57 亿元，较年初增长 475.82%，主要系一年内到期的长期借款增加所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债 3.26 亿元，较年初下降 25.63%，主要系长期借款减少所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 77.40%）、递延收益（占 12.27%）和非流动负债差额（占 7.37%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款 2.52 亿元，较年初下降 31.52%，主要系部分长期借款存续期限不足一年，转入流动负债所致；长期借款主要由抵押借款（占比 26.03%）、质押借款（占 54.76%）和信用借款（占 19.21%）构成。从期限分布看，2021 年到期的为 0.96 亿元（占 38.10%），2022 年到期的为 0.64 亿元（占 25.40%），2023 及以后到期的为 0.92 亿元（占 36.51%），长期借款集中偿付压力较小。

截至 2019 年末，公司递延收益 0.40 亿元，较年初增长 8.78%，主要系公司的大型沼气综合利用工程、淮安市清江浦区高科技生物饲料生产线建设项目收到政府补贴所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债差额 0.24 亿元，较年初 7.37%，主要系保险合同保证金增加所致。

截至 2019 年末，公司全部债务 20.18 亿元，较年初增长 70.96%，主要系短期债务大幅增加所致。其中，短期债务占 87.51%，长期债务占 12.49%，以短期债务为主。短期债务 17.66 亿元，较年初增长 117.38%，主要系短期借款及一年内到期的非流动负债增加所致。长期债务 2.52 亿元，较年初下降 31.52%，主要系部分长期借款转至流动负债所致。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 47.81%、34.68%和 6.22%，较年初分别上升 8.33 个百分点、上升 11.69 个百分点和下降 2.30 个百分点。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 44.99 亿元，较年初增长 29.24%，主要系公司可转换债券发行成功，应付债券增加所致。其中，流动负债占 71.83%，非流动负债占 28.17%。仍以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2020 年 3 月末,公司全部债务 29.77 亿元,较年初增长 47.51%,主要系应付债券增加所致。其中,短期债务 17.83 亿元(占 59.91%),较年初增长 0.98%,较年初变化不大;长期债务 11.93 亿元(占 40.09%),较年初增长 373.51%,主要系应付债券增加所致。截至 2020 年 3 月末,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 51.38%、41.15%和 21.89%,较年初分别上升 3.57 个百分点、6.46 个百分点和 15.67 个百分点。

(2) 所有者权益

截至 2019 年末,公司所有者权益略有下降,以股本和资本公积为主,权益结构稳定性较强。

截至 2019 年末,公司所有者权益合计 38.00 亿元,较年初下降 3.86%,主要系资本公积减少所致。其中,归属于母公司所有者权益占比为 87.52%,少数股东权益占比为 12.48%。归属于母公司所有者权益(33.26 亿元)中,股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 25.16%、41.43%、0.29%和 25.27%。公司所有者权益结构稳定性较强。

截至 2020 年 3 月末,公司所有者权益合计 42.57 亿元,较年初增长 12.03%,主要系公司发行可转换债券导致其他权益工具增加所致。其中,归属于母公司所有者权益占比为 89.90%,少数股东权益占比为 10.10%。归属于母公司所有者权益 38.27 亿元中,股本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 21.86%、7.56%、36.00%、0.24%和 27.52%。公司所有者权益结构稳定性较强。

4. 盈利能力

2019 年,公司营业收入比较稳定,受生猪价格上涨影响,公司生猪板块盈利情况大幅改善,净利润增长明显,盈利能力有所提高。2020 年一季度,受益于养殖行业的高景气度,公司收入规模有所增长,净利润同比大幅增长。

2019 年,公司实现营业收入 153.43 亿元,较上年下降 0.41%;营业成本为 138.76 亿元,较上年下降 1.73%。公司营业收入下降幅度低于营业成本,主要系毛利率相对较低的饲料收入占比下降,生猪养殖收入占比上升且生猪售价大幅上涨所致。受上述因素影响,2019 年,公司净利润 2.88 亿元,较上年增长 47.78%。

从期间费用看,2019 年,公司期间费用总额为 10.51 亿元,较上年增长 15.84%,主要系管理费用和研发费用增加所致。从构成看,公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 38.27%、43.69%、15.59%和 2.46%。其中,销售费用为 4.02 亿元,较上年下降 2.43%,变化不大;管理费用为 4.59 亿元,较上年增长 21.58%,主要系公司管理规模扩大,员工薪酬增加所致;研发费用为 1.64 亿元,较上年增长 76.82%,主要系公司增加研发投入所致;财务费用为 0.26 亿元,较上年增长 4.13%,主要系借款规模增加、利息支出增加所致。2019 年,公司费用收入比为 6.84%,较上年上升 0.96 个百分点,考虑到公司综合毛利率低的特点,期间费用对公司利润已构成一定侵蚀,公司费用控制有待加强。

2019 年,公司实现投资收益 0.12 亿元,较上年下降 28.79%,主要系权益法核算的长期股权投资收益减少所致,投资收益占营业利润比重为 3.50%,对营业利润影响不大。2019 年,公司实现营业外收入 0.15 亿元,较上年增长 0.11 亿元,主要系公司收到龙秋华、龙伟华的业绩补偿款所致,营业外收入占利润总额比重为 4.67%,对利润影响不大。2019 年,公司实现营业外支出 0.41 亿元,较上年增长 58.25%,主要系非流动资产损毁报废损失所致,营业外支出占利润总额比重为 12.47%,对利润影响不大。

2019 年,公司营业利润率为 9.40%,较上年上升 1.19 个百分点,变化不大。公司总资本收益率、

总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.14%、5.46% 和 7.43%，较上年分别上升 1.46 个百分点、0.67 个百分点和 2.48 个百分点。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 36.00 亿元，较上年同期增长 7.30%；实现净利润 2.47 亿元，较上年同期增加 2.36 亿元，主要系生猪销售价格大幅上升所致。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动现金继续呈净流入状态，收入实现质量尚可；但固定资产投资等资本性投入规模较大，经营活动现金净流入不能满足投资活动的需要，公司对外部融资仍有一定依赖。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 157.18 亿元，较上年下降 1.01%，变化不大；经营活动现金流出 151.76 亿元，较上年下降 0.91%，变化不大。综上，2019 年，公司经营活动现金净流入 5.42 亿元，较上年下降 3.68%。2019 年，公司现金收入比为 100.66%，较上年上升 0.62 个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 1.48 亿元，较上年增长 12.99%，主要系公司处置固定资产所致；投资活动现金流出 8.91 亿元，较上年增长 17.75%，主要系购置固定资产、无形资产投入增加所致。综上，2019 年，公司投资活动现金净流出 7.43 亿元，较上年增长 18.75%。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 25.58 亿元，较上年增长 97.82%，主要系取得短期借款收到的资金增加所致；筹资活动现金流出 24.32 亿元，较上年增长 108.47%，主要系偿还债务支付的资金所致。综上，2019 年，公司筹资活动现金净流入 1.26 亿元，较上年下降 0.40%，较上年变化不大。

2020 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 1.69 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 -2.68 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 12.52 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，因债务规模扩大，公司长短期偿债能力指标均有所下降。但考虑到公司区域行业地位突出、过往债务履约情况良好、融资渠道较为通畅等因素，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.15 倍和 0.64 倍下降至 0.87 倍和 0.48 倍，主要系公司短期债务大幅增长、公司流动资产占比下降所致，流动资产对流动负债的保障程度有所降低。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 0.78 倍下降至 0.42 倍，现金类资产对短期债务的保障程度有所下降。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 6.86 亿元，较上年增长 28.21%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 39.47%）、摊销（占 5.55%）、计入财务费用的利息支出（占 6.98%）和利润总额（占 48.00%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 11.26 倍下降至 10.02 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.45 倍下降至 0.34 倍，EBITDA 对全部债务本金和利息的覆盖程度仍较高。

截至 2019 年末，公司获得银行授信总额合计 49.07 亿元，其中未使用额度 28.70 亿元。公司间接融资渠道通畅。同时，公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2019 年末，公司共有 1 项重大诉讼，涉案金额 720.00 万元。该案件原告为唐人神，被告为上海新杨企业发展有限公司（以下简称“上海新杨”）、上海湘大新杨兽药有限公司（以下简称“湘大公司”）。2001 年，上海新杨饲料工业有限公司（以下简称“新杨饲料”）与上海新杨签订《股权转让协议书》，由新杨饲料将其 18.00% 股权转让给上海新杨，并办理了工商变更登记，上海新杨的

股权比例由此在工商登记中显示为 28.00%。同日，新杨饲料与上海新杨签订协议约定，新杨饲料将回购湘大公司 18.00% 的股份。2005 年新杨饲料与唐人神签订《股权转让协议》将湘大公司 18.00% 的股权转让给唐人神，由于涉及新杨饲料与上海新杨对湘大公司 18.00% 股权归属权的纠纷，唐人神收购的 18.00% 股权未能办理工商变更。因此，2018 年 5 月 9 日，唐人神向上海市普陀区人民法院提起诉讼，要求上海新杨、湘大公司确认湘大公司 18.00% 股权属于唐人神，并配合办理工商登记；2019 年 8 月 29 日，上海市普陀区人民法院一审判决驳回了唐人神的全部诉讼请求。2019 年 12 月 4 日，二审法院上海市第二中级人民法院裁定，撤销一审判决，发回一审法院重审。目前案件进入重审阶段，不会形成公司的预计负债。

截至 2019 年末，公司对外担保余额 5.24 亿元，占公司净资产的 13.78%，主要系子公司湖南大农融资担保有限公司对下游养殖户和经销商的借款担保，公司对外担保比率较高，面临一定的代偿风险。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（统一社会信用代码：914300006166100187），截至 2020 年 5 月 28 日，公司未结清贷款中无关注及不良类贷款；已还清债务中曾出现 14 笔关注类贷款和 1 笔欠息，均已于 2013 年 7 月之前结清。

7. 公司本部财务概况

截至 2019 年末，公司本部资产主要为其他应收款和长期股权投资，货币资金较少，债务水平处于合理水平，权益结构稳定性强。2019 年，公司本部收入规模较小，利润主要来自投资收益，经营活动现金呈净流入状态。

截至 2019 年末，公司本部资产总额 59.36 亿元，较年初增长 16.80%，主要系应收关联方往来款增加、对子公司的投资增加所致。其中，流动资产 25.94 亿元（占 43.71%），非流动资产 33.42 亿元（占 56.29%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 91.00%）构成，其中账期在 1 年以内的其他应收款占比为 57.50%，主要为非关联方往来款；前五大其他应收款占比为 41.93%，公司本部其他应收款账期较长，集中度较高。非流动资产主要由长期股权投资（占 91.41%）和固定资产（占 5.13%）构成。截至 2019 年末，公司本部货币资金为 0.93 亿元。

截至 2019 年末，公司本部所有者权益为 34.90 亿元，较年初增长 4.24%。其中，股本为 8.37 亿元（占 23.97%）、资本公积 15.81 亿元（占 45.30%）、未分配利润合计 8.11 亿元（占 23.25%）、盈余公积合计 2.98 亿元（占 8.55%），所有者权益稳定性强。

截至 2019 年末，公司本部负债总额 24.46 亿元，较年初增长 41.05%。其中，流动负债 23.28 亿元（占比 95.16%），非流动负债 1.18 亿元（占比 4.84%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 48.46%）、其他应付款（占 34.93%）以及一年内到期的非流动负债（占 10.62%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 96.28%）构成。截至 2019 年末，公司本部资产负债率为 41.21%，较年初上升 7.08 个百分点。

2019 年，公司本部营业收入为 12.55 亿元，同比下降 13.61%，净利润为 2.25 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流量净额为 0.55 亿元；投资活动现金流量净额为 -5.13 亿元；筹资活动现金流量净额为 4.21 亿元。

七、本次可转换公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2019 年末，公司现金类资产为 7.49 亿元，为“唐人转债”待偿余额（12.43

亿元)的 0.60 倍,公司现金类资产对“唐人转债”的覆盖程度尚可;截至 2019 年末,公司净资产为 38.00 亿元,为“唐人转债”待偿余额(12.43 亿元)的 3.06 倍,公司净资产对“唐人转债”按期偿付的保障作用较强。

从盈利情况来看,2019 年,公司 EBITDA 为 6.86 亿元,为“唐人转债”待偿余额(12.43 亿元)的 0.55 倍,公司 EBITDA 对“唐人转债”的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看,2019 年,公司经营活动产生的现金流入为 157.18 亿元,为“唐人转债”待偿余额(12.43 亿元)的 12.65 倍,公司经营活动产生的现金流入对“唐人转债”的覆盖程度较高。

综合上述情况,并考虑到公司在行业地位、经营规模、技术水平等方面的优势,联合评级认为,公司对“唐人转债”的偿还能力很强。

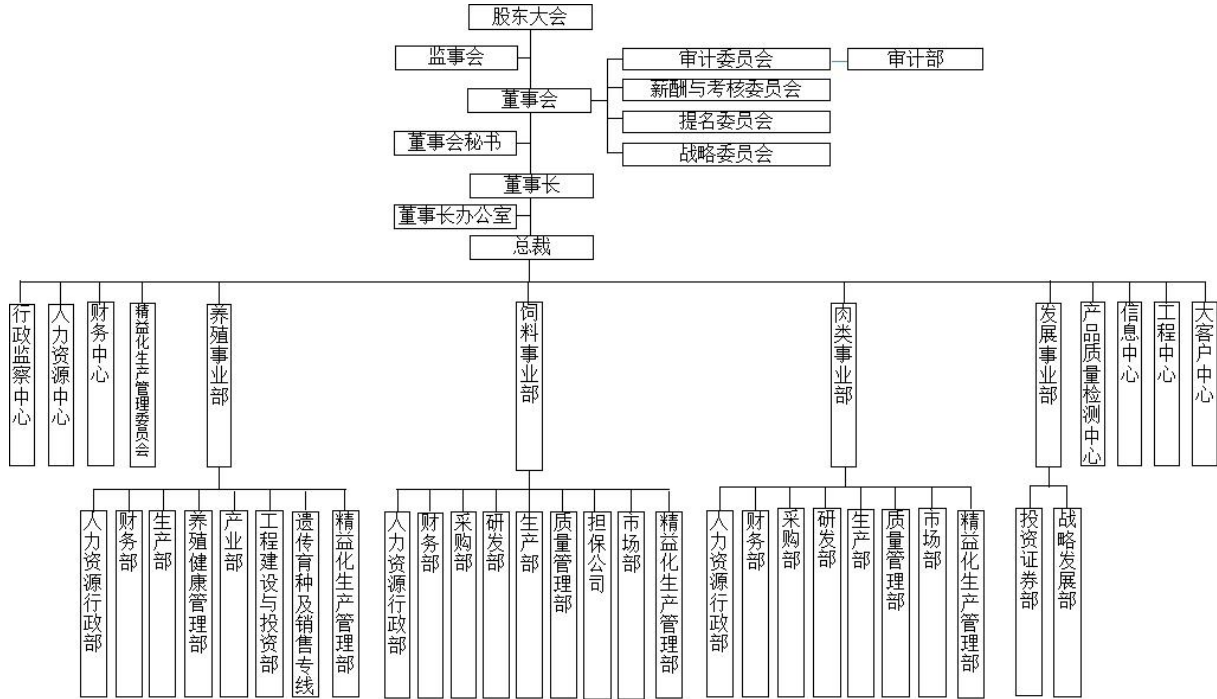
八、综合评价

2019 年,受非洲猪瘟的影响,下游饲料需求有所下降,公司饲料业务收入和毛利率均有所下降;由于牲猪价格大幅上涨,公司牲猪养殖业务和肉制品业务收入大幅增长;公司牲猪养殖业务毛利率水平大幅提升,盈利能力有所改善,带动公司净利润大幅增长。同时联合评级也关注到公司主营业务易受养殖行业景气度变化影响、债务规模增长较快、整体资产质量一般、对外担保规模较大以及在建及拟投资项目投资规模较大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来,随着新建猪场和饲料产线的逐步投产,公司牲猪业务和饲料加工规模将进一步扩大,公司全产业链布局进一步完善,公司综合竞争力有望提高。

综上,联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AA,评级展望为“稳定”;同时维持“唐人转债”的债项信用等级 AA。

附件 1 唐人神集团股份有限公司 组织结构图



附件 2 唐人神集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	60.31	65.31	72.81	87.56
所有者权益 (亿元)	39.20	39.53	38.00	42.57
短期债务 (亿元)	6.08	8.12	17.66	17.83
长期债务 (亿元)	1.73	3.68	2.52	11.93
全部债务 (亿元)	7.80	11.80	20.18	29.77
营业总收入 (亿元)	137.35	154.22	153.55	36.01
营业收入 (亿元)	137.23	154.06	153.43	36.00
净利润 (亿元)	3.86	1.95	2.88	2.47
EBITDA (亿元)	6.92	5.35	6.86	--
经营性净现金流 (亿元)	4.22	5.63	5.42	1.69
应收账款周转次数 (次)	72.57	72.00	68.61	--
存货周转次数 (次)	12.34	12.54	11.67	--
总资产周转次数 (次)	2.55	2.46	2.22	0.45
现金收入比率 (%)	100.56	100.04	100.66	99.50
总资本收益率 (%)	10.35	4.68	6.14	--
总资产报酬率 (%)	9.13	4.79	5.46	--
净资产收益率 (%)	11.16	4.95	7.43	11.62
营业利润率 (%)	10.19	8.21	9.40	14.34
费用收入比 (%)	6.77	5.88	6.84	7.33
资产负债率 (%)	35.00	39.48	47.81	51.38
全部债务资本化比率 (%)	16.60	23.00	34.68	41.15
长期债务资本化比率 (%)	4.22	8.52	6.22	21.89
EBITDA 利息倍数 (倍)	16.21	11.26	10.02	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.89	0.45	0.34	--
流动比率 (倍)	1.20	1.15	0.87	1.25
速动比率 (倍)	0.61	0.64	0.48	0.84
现金短期债务比 (倍)	0.91	0.78	0.42	1.04
经营现金流动负债比率 (%)	22.54	26.29	17.18	5.24
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.56	0.43	0.55	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；2. 公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用+研发费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债
 全部债务=长期债务+短期债务
 EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

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，违约风险较高；

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。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。