

福建傲农生物科技集团股份有限公司

2020 年公开发行可转换 公司债券信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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
人员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员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。

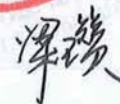
本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购
买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI 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：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

福建傲农生物科技集团股份有限公司 2020 年公开发行可转换公司债券信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2020】第 Z
【960】号 01

分析师

姓名：

蒋申 钟继鑫

蒋申 钟继鑫

电话：

0755-82872532

邮箱：

jiangsh@cspengyuan.com

评级日期：

2020 年 9 月 29 日

本次评级采用中证鹏元资信评估股份有限公司公司债券评级方法，该评级方法已披露于中证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份有限公司

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.cspengyuan.com

本期债券信用等级：AA

发行主体长期信用等级：AA

发行规模：不超过 10 亿元

评级展望：稳定

债券期限：6 年

债券偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对福建傲农生物科技集团股份有限公司（以下简称“傲农生物”或“公司”，股票代码：603363.SH）本次拟公开发行总额不超过 10 亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的评级结果为 AA，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。该等级的评定是考虑到公司加快下游产业链布局，能在一定程度上抵御行业波动带来的风险，公司融资渠道较为畅通，资本实力明显增强；同时中证鹏元也关注到，生猪养殖业务外部环境波动大，饲料业务主要原材料价格波动大，对公司带来一定的成本控制压力，公司经营管控能力面临一定的挑战，面临较大的资本性支出压力、短期偿债压力和对外担保风险等风险因素。

正面：

- 公司加快下游产业链布局，生猪养殖业务规模快速扩大，能一定程度上抵御行业波动带来的经营风险。近年来公司生猪存栏量大幅增长，2017-2019 年均复合增长率为 61.29%，2020 年 6 月末，公司生猪存栏量达 50.95 万头（含经产母猪 8.14 万头）；2018 年饲料板块营业利润有效抵消了生猪养殖板块的亏损，2019 年和 2020 上半年的生猪养殖业务营业利润有效抵消了饲料板块的亏损，下游产业链的延伸一定程度上抵御了行业波动带来的经营性风险。
- 公司融资渠道较为畅通，受益于 2020 年上半年非公开发行股票等股权融资，资本实力明显增强。受益于非公开发行股票和 IPO 募集资金、自身经营积累等，近年来公司净资产规模逐年增加，2020 年 6 月末净资产为 34.31 亿元，较 2017 年末大幅增长 2.55 倍。

关注：

- **生猪养殖业务面临的外部环境波动大。**一方面，生猪养殖行业属于明显周期性行业，随着公司生猪养殖规模的扩大，公司面临的周期性风险加大，此外，公司在建产能规模较大，在建产能释放时猪价具有不确定性，给经营效益带来了不确定性；另一方面，疫病是生猪养殖行业经营过程中面临的主要风险，一旦发生严重疫情，养殖业将遭受重大损失，2018年8月以来爆发的非洲猪瘟对生猪养殖行业造成重大冲击。
- **饲料业务主要原材料价格波动大，对公司带来一定的成本控制压力。**近年来玉米、豆粕和鱼粉等原材料在饲料板块的生产成本中的占比在90%以上，如果原料价格大幅上涨，且公司不能有效地将成本传导给下游客户，将对公司未来经营业绩产生不利影响。受此影响，公司饲料业务毛利率由2017年的18.61%下降至2020年上半年的7.14%，饲料分部在2019年和2020年上半年均出现亏损。
- **公司的经营管控能力面临一定的挑战。**公司下属子公司地域分布较分散、数量较多且快速增加，并表子公司由2017年末的89家大幅增加至2020年6月末194家；部分子公司受到环保、税务等处罚，2017-2019年支付的罚款及滞纳金合计82.87万元，随着公司饲料和养殖业务规模扩大，对其防疫、环保管控、财务管理、经营管理和相关制度执行力等经营管控能力提出了一定的挑战。
- **面临较大的资本性支出压力。**公司在建猪场数量较多，投资规模较大，截至2020年6月末，公司在建猪场数量较多，总投资规模较大，资本性支出压力较大。
- **面临较大的短期偿债压力。**近年来公司主要通过加杠杆的方式扩大生猪养殖规模，有息债务快速增加，且债务资金短借长投，2017-2019年均复合增长率为45.55%，2020年6月末较2019年末进一步增长39.93%至23.80亿元，资产负债率为56.99%，短期债务集中度为84.86%，短期现金债务比为0.40，偿债压力较大。
- **面临较大的对外担保风险。**近年来公司为下游的养殖户和经销商等提供担保支持，截至2020年6月末，公司对外担保余额为3.24亿元，占同期末净资产的9.45%，其中1,560.50万元已逾期，公司面临较大的对外担保风险。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年6月	2019年	2018年	2017年
总资产	797,812.38	492,166.79	330,502.95	253,808.36
归属于母公司所有者权益	254,075.50	82,804.42	81,377.24	80,846.90
有息债务	237,968.03	170,060.50	128,479.12	80,270.26
资产负债率	56.99%	73.92%	69.47%	61.96%
流动比率	0.66	0.45	0.62	0.96
速动比率	0.44	0.27	0.40	0.64
营业收入	408,822.80	578,808.01	576,189.19	490,266.01
营业利润	50,503.02	7,806.75	2,158.95	14,891.83
净利润	55,542.50	10,035.60	1,024.25	12,207.67
综合毛利率	22.06%	12.74%	13.70%	18.86%
总资产回报率	-	4.10%	3.03%	8.77%
EBITDA	73,059.35	34,536.05	20,547.54	26,683.37
EBITDA 利息保障倍数	10.20	3.73	2.96	6.96
经营活动现金流净额	-13,431.65	39,415.92	2,726.12	2,677.59

资料来源：公司 2017-2019 年及 2020 年半年度审计报告，中证鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为福建傲农生物科技有限公司（以下简称“傲农有限”），成立于2011年4月26日在福建省漳州市注册成立，由吴有材、吴庚连两位自然人共同以货币出资设立，初始注册资本为1,000万元。

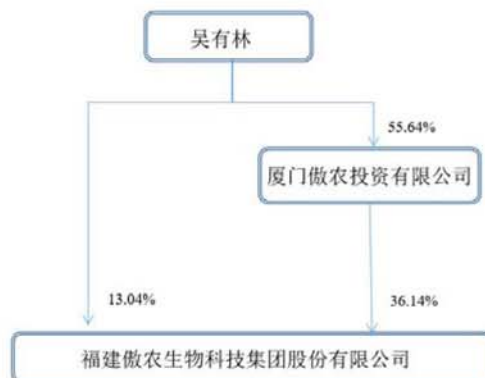
2011年7月，傲农有限召开临时股东会，同意股东吴有材将其持有傲农有限90%股权以原始出资额转让给吴有林，股东吴庚连放弃优先购买权，傲农有限控股股东变更为吴有林。

2015年7月16日，公司召开临时股东会，审议通过以傲农有限经审计的截至2015年5月31日的账面净资产21,724.58万元作为出资，按照1:0.92的比例折股，折为股份公司总股本20,000万股，由各股东按原各自出资比例持有，其余净资产1,724.58万元计入资本公积。2015年8月18日，公司召开创立大会，同意傲农有限整体变更为股份有限公司。

2017年9月14日，经中国证券监督管理委员会证监许可[2017]1599号文核准，公司首次公开发行人民币普通股6,000万股，发行价格为4.79元/股，经上海证券交易所自律监管决定书[2017]344号文批准上市，股票简称为“傲农生物”，股票代码为603363.SH。

公司经多次增资、股权激励和2020年上半年的非公开发行股票等事项，截至2020年6月末，公司注册资本为4.36亿元¹，实收资本为5.20亿元，第一大股东为厦门傲农投资有限公司（以下简称“傲农投资”），持有公司股权36.14%，吴有林直接持有公司股权13.04%、傲农投资55.64%股权，其直接和间接合计控制公司49.18%的股份表决权，为公司实际控制人，具体股权结构图如图1所示。

图1 截至2020年6月末公司产权及控制关系



资料来源：公司提供

¹ 截至2020年6月30日，公司暂未完成上半年非公开发行股票和股权激励等事项的注册资本变更工商登记。

截至2020年6月30日，傲农投资和吴有林处于质押状态的股份分别为9,330.04万股和4,763.13万股，分别占其所持公司股份总数的49.65%和70.27%，占公司总股本的17.94%和9.16%，公司前十大股东明细如表1所示。

表1 截至2020年6月末公司前十大股东明细（单位：万股、%）

序号	股东名称	股份数量	股权比例
1	厦门傲农投资有限公司	18,792	36.14
2	吴有林	6,778	13.04
3	北信瑞丰基金-西藏信托-云鼎10号单一资金信托-北信瑞丰基金百瑞118号单一资产管理计划	1,885	3.63
4	南方资本-华能信托·悦盈15号单一资金信托-南方资本-傲农单一资产管理计划	1,631	3.14
5	全国社保基金四零一组合	700	1.35
6	黄祖尧	629	1.21
7	中国建设银行股份有限公司-银华同力精选混合型证券投资基金	600	1.15
8	厦门恒创丰投资合伙企业(有限合伙)	547	1.05
9	厦门恒信裕投资合伙企业(有限合伙)	509	0.98
10	严寒	493	0.95
	合计	32,565	62.63

资料来源：公司提供

公司主要从事饲料生产及销售和生猪养殖业务，根据我国农业农村部发布的《2019年全国农产品加工业100强企业名单公示》，公司位列92名。截至2020年6月末，纳入公司合并报表范围内的子公司共有194家，其中通过设立或投资等方式取得的子公司141家，非同一控制下企业合并取得的子公司53家。

二、本期债券概况

债券名称：福建傲农生物科技集团股份有限公司2020年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过人民币10亿元；

债券期限：6年；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息；

转股期限：自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止；

初始转股价格：本期债券初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司A股股票交易均价（若在该20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1个交易日公

公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会或其授权人士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；

转股价格的向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 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表决；上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施，股东大会进行表决时，持有本期债券的股东应当回避，修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前 1 个交易日均价之间的较高者；若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算；

债券赎回条款：在本期债券期满 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会或其授权人士根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定；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，如果公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 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 3,000 万元时；

债券回售条款：在本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价的 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面值加上当期应计利息的价格回售给公司，若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本期债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算，如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续 30 个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。最后两个计息年度本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使回售权；若公司本期债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售的权利，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价格回售给公司，持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的

附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权；

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。具体优先配售数量由股东大会授权董事会在发行前根据市场情况确定，并在本次可转换公司债券的发行公告中予以披露。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额为不超过10亿元，资金投向明细如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	募集资金占项目总投资比例
长春傲新农牧发展有限公司农安一万头母猪场项目	23,500.00	15,000.00	63.83%
滨州傲农现代农业开发有限公司滨州傲农种猪繁育基地项目	20,500.00	13,300.00	64.88%
泰和县富民生态养殖科技有限公司生猪生态循环养殖小区项目（一期）	17,600.00	14,200.00	80.68%
广西柯新源原种猪有限责任公司（宁武项目）	12,000.00	8,000.00	66.67%
吉水县傲诚农牧有限公司生猪生态循环养殖小区	16,000.00	12,500.00	78.13%
傲华畜牧 10,000 头商品母猪生态化养殖基地	18,000.00	7,000.00	38.89%
偿还银行贷款	-	30,000.00	-
合计	107,600.00	100,000.00	-

资料来源：公司提供

（一）项目基本情况

本期募投项目共分为6个子项目，由下属6家子公司具体实施，其中子公司广西柯新源原种猪有限责任公司具有1个国家级核心育种场，具体如下表所示。6个子项目建设期均为12个月，猪场分为商品母猪场、核心育种场和扩繁场等，设计的母猪存栏量为48,750头，项目投资合计10.76亿元。

表3 本期债券募投项目简要情况介绍（单位：头）

实施主体	建设地点	猪场规划类型及设计存栏			
		项目名称	猪场类型	母猪存栏	育肥存栏
长春傲新农牧发展有限公司	吉林长春	长春傲新农牧发展有限公司农安一万头母猪场项目	商品母猪场（带保育）	10,000	0
滨州傲农现代农业开发有限公司	山东滨州	滨州傲农现代农业开发有限公司滨州傲农种猪繁育基地项目	商品母猪场（带扩繁）	11,250	0
泰和县富民生态养殖科技有限公司	江西吉安	泰和县富民生态养殖科技有限公司生猪生态循环养殖小区项目（一期）	商品母猪场	10,000	0

广西柯新源原种猪有限责任公司	广西南宁	广西柯新源原种猪有限责任公司（宁武项目）	核心场	2,500	0
吉水县傲诚农牧有限公司	江西吉安	吉水县傲诚农牧有限公司生猪生态循环养殖小区	扩繁场	5,000	20,000
漳州傲华畜牧有限公司	福建漳州	傲华畜牧 10,000 头商品母猪生态化养殖基地	商品母猪场	10,000	0

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）项目审批情况

本期债券募投项目取得的批复或备案文件如下表所示：

表4 本期债券募投项目获得的相关部门的文件

项目名称	发改文件		环评文件	
	项目代码/文号	出具时间	文号	出具时间
傲华畜牧 10,000 头商品母猪生态化养殖基地	闽发改备【2020】E040057 号	2020-4-2	浦环审【2020】36 号	2020-9-16
泰和县富民生态养殖科技有限公司生猪生态循环养殖小区项目（一期）	泰发改字【2020】260 号	2020-8-12	吉市环评字【2020】82 号	2020-8-20
吉水县傲诚农牧有限公司生猪生态循环养殖小区	2020-360822-03-03-020693	2020-7-6	吉市环评字【2020】108 号	2020-9-24
滨州傲农现代农业开发有限公司滨州傲农种猪繁育基地项目	2020-371603-03-03-005957	2020-2-22	沾审建环书【2020】1 号	2020-4-3
长春傲新农牧发展有限公司农安一万头母猪场项目	2020-220122-03-03-010882	2020-7-20	农环审【2018】92 号	2018-8-6
广西柯新源原种猪有限责任公司（宁武项目）	2019-450122-03-03-040915	2019-11-19	南审环建【2020】63 号	2020-6-19

注：标“-”表示未获得到相关信息。

资料来源：公司提供、公开资料，中证鹏元整理

（三）项目投资进度及经济效益

本期债券募投项目的固定资金投入和流动资金投入两部分，其中固定资产投资包括土建工程、设备投资和种猪引种等，募投项目计划总投资合计10.76亿元，截至2020年6月末，已投资0.67亿元，其中广西柯新源原种猪有限责任公司（宁武项目）等项目暂未开工。

表5 截至 2020 年 6 月末本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	已投资
长春傲新农牧发展有限公司农安一万头母猪场项目	23,500.00	4,186.00
滨州傲农现代农业开发有限公司滨州傲农种猪繁育基地项目	20,500.00	2,378.28
泰和县富民生态养殖科技有限公司生猪生态循环养殖小区项目（一期）	17,600.00	151.96
广西柯新源原种猪有限责任公司（宁武项目）	12,000.00	0.00
吉水县傲诚农牧有限公司生猪生态循环养殖小区	16,000.00	0.00
傲华畜牧 10,000 头商品母猪生态化养殖基地	18,000.00	0.00

合计	107,600.00	6,716.24
----	------------	----------

资料来源：公司提供

（四）项目经济效益

根据公司提供的《福建傲农生物科技集团股份有限公司公开发行可转换公司债券募集资金使用可行性分析报告》，募投项目均自12个月的建设期满后开始投产，投产第1年达到设计生产能力的40%，第2年达到设计生产能力的80%，第3年达到设计生产能力的100%，投产年营业收入合计8.20亿元、利润总额1.90亿元，具体财务评价指标如下表所示。但考虑到受资金到位等因素影响，募投项目能否如期完工存在不确定性，若完工后下游生猪价格大幅下降，募投项目存在收益不达预期的风险。

表6 本期债券募投项目具体财务评价指标（单位：万元、年）

项目名称	营业收入	利润总额	内部收益率	投资回收期
长春傲新农牧发展有限公司农安一万头母猪场项目	18,160.00	3,998.95	19.35%	6.24
滨州傲农现代农业开发有限公司滨州傲农种猪繁育基地项目	14,650.88	3,279.38	19.94%	6.22
泰和县富民生态养殖科技有限公司生猪生态循环养殖小区项目（一期）	11,910.00	2,649.11	17.92%	6.56
广西柯新源原种猪有限责任公司（宁武项目）	10,108.90	2,601.00	20.87%	6.15
吉水县傲诚农牧有限公司生猪生态循环养殖小区	15,285.15	4,333.04	24.02%	5.42
傲华畜牧 10,000 头商品母猪生态化养殖基地	11,910.00	2,115.39	14.31%	7.64
合计	82,024.93	18,976.87	-	-

注：（1）上表中的营业收入和利润总额为达产年的数据；（2）内部收益率和投资回收期为税后数据；（3）投资回收期含建设期。

资料来源：公司提供

四、运营环境

近年来饲料行业产量增速较低，并在 2019 年出现负增长

饲料是经工业化加工、制作的供动物食用的产品，是能提供动物所需营养素，促进动物生长、生产和健康，且在合理使用下安全、有效的可饲物质。饲料行业处于养殖产业链的上游，是连接种植业和养殖业的枢纽。

根据品种划分，饲料可分为猪饲料、水产料、禽饲料、反刍料和其他饲料等，其中猪饲料和禽饲料产量合计占比在 80%以上。根据营养成分和使用比例划分，可分为预混合饲料、浓缩饲料和配合饲料，其中配合料产量占比在 90%以上，具体如下表所示。

表7 主要饲料产品及其定义

类别	简要说明
预混料	多种饲料添加剂与载体或稀释剂按一定比例配制的混合物，主要用于配制浓缩饲料和配合饲料，不能直接用于饲喂动物
浓缩料	在预混合饲料的基础上添加豆粕、鱼粉等蛋白原料和矿物质原料而制成的混合物，用于小型养殖场和农户自配料使用，也不能直接用于饲喂动物
配合料	配合饲料是在浓缩饲料的基础上添加玉米等能量原料而制成的饲料，直接饲喂动物

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

根据公开数据显示，近年来饲料行业增速略显乏力，其中 2019 年饲料产量 22,885.4 万吨，同比下降 3.70%，主要原因是非洲猪瘟导致生猪存栏量减少进而使得猪饲料产量同比大幅下降 26.6%。

图2 近年来我国饲料产量增速较低，2019 年负增长



资料来源：公开资料、中国饲料工业协会，中证鹏元整理

主要原材料玉米价格近年来有所上涨，豆粕价格波动较大，2020 年上游主要原材料的价格上升给饲料企业带来一定的成本控制压力

我国饲料行业的原材料占比在 90%以上，故原材料价格波动是导致饲料价格波动的主要原因，此外，下游养殖业景气度也对价格造成一定影响。饲料行业的上游原材料主要为玉米和豆粕等。

2016 年国家开始取消玉米临储收购，改为市场化收购定价，并由政府在成本端对农户进行补贴，国内玉米价格由此前的政策定价改为市场化定价。2017 年以来，随着玉米供给侧改革去库存的持续推进，库销比逐年下降，玉米库销比由 2017 年的 84.94%逐年下降至 2019 年的 47.44%，高库存得以逐步去化，玉米市场价格重心上移，但受制于前期高库存，涨幅有限。2020 年以来，随着下游的生猪存栏量快速恢复，玉米需求大幅回升，玉米现货均价由 2019 年 12 月 31 日的 1,918.56 元/吨上涨至 2020 年 8 月 14 日的 2,354.48 元/吨，幅度达 22.72%，考虑到需求端生猪存栏的恢复、玉米深加工企业补库的刚需和库销比的持续走低，预计下半年玉米需求有望继续好转，玉米价格将维持高位，甚至有望走

高。

图3 2017年以来玉米价格逐步上升，豆粕价格波动性较大



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

从豆粕价格来看，豆粕是大豆提取豆油后的一种副产品，豆粕的供需结构由大豆的供需结构决定。我国大豆主要来源于进口，受海外市场影响较大，巴西、美国 and 阿根廷是大豆的前三大进口国家，2019年上述三个国家的进口占比分别为65.16%、19.14%和9.93%。2018-2019年受中美贸易摩擦出现反复影响，豆粕价格波动较大。2020年初COVID-19疫情导致豆粕生产延缓和运输受阻等，短期内豆粕供应量下降使得豆粕价格上涨，随着豆粕供应紧张局面缓解，豆粕价格回落。2020年我国豆粕价格走势将受到中美贸易摩擦、新冠疫情、供需关系等多因素影响，价格将整体上行。

饲料行业竞争较为激烈，行业集中度较低，向下游养殖业延伸有利于拓展饲料企业收入来源

饲料行业呈现如下特点：进入壁垒低、行业集中度低、同质化情况较为严重、竞争较为激烈等。近年来随着在非洲猪瘟疫情的影响下，下游的中小养殖散户逐步退出，大型养殖企业市场份额在逐步扩大，行业集中度加速提升，未来行业竞争趋势将呈马太效应。在非瘟等因素的影响下，饲料行业加快调整产业结构和产业链延伸，部分产能转为生产自用、部分以商品饲料为主的企业加大向下游养殖业发展力度。

目前猪饲料生产企业有新希望、正邦科技和唐人神等，水产料主要有海大集团和通威股份等。2019年，年产百万吨以上规模饲料企业集团31家，在全国饲料总产量中的占比为50.5%，其中年产量超过1,000万吨为新希望和海大集团等3家集团公司。

表8 2019年饲料行业主要上市公司基本数据概况（单位：万吨、亿元、%）

公司	饲料业务经营指标			财务数据（合并口径）					
	产量	收入	毛利率	资产	净资产	营业收入	归母净利润	经营活动现金流	销售净利率
新希望	1,870	424.31	8.10	642.18	326.5	820.51	50.42	44.37	7.53
海大集团	1,259	448.71	10.64	188.54	97.42	476.13	16.49	32.47	3.76
正邦科技	592	117.64	9.73	308.32	99.75	245.18	16.47	39.24	6.91
唐人神	468	135.51	7.74	72.81	38	153.43	2.02	5.42	1.88
大北农	379	132.59	19.59	189.04	114.63	165.78	5.13	17.87	3.75
禾丰牧业	264	77.85	12.52	91.5	64.99	177.92	11.99	11.12	8.42
傲农生物	144	46.99	10.5	49.22	12.84	57.88	0.29	3.94	1.73
天康生物	131	29.31	14.33	111.54	51.65	74.76	6.44	3.07	7.92
金新农	60	13.90	14.3	41.57	20.5	24	1.41	2.17	7.55
天马科技	44	24.26	12.69	27.26	14	24.28	0.57	7.46	3.12
正虹科技	32	7.77	3.1	6.79	5.59	11.23	0.09	0.92	1.37

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

2018年四季度以来我国生猪供应量持续下降，在高养殖利润刺激下，业内补栏意愿强烈，能繁母猪存栏量在2019年10月触底回升，2020年生猪存栏量缓慢恢复，受制于低供应量，全年猪价重心上移，有利于扩大养殖行业利润

我国肉类消费中，以猪肉消费为主，我国也是全球的生猪生产和消费大国，生猪存栏量、出栏量以及猪肉产量均居世界第一。供给方面，非洲猪瘟将大部分产能较落后的养殖企业淘汰出局，生猪供应缺口被明显放大。自2018年10月发生非洲猪瘟事件以来，生猪养殖行业加速产能去化，能繁母猪存栏量持续下降。在2019年7月之后国内一些疫情较轻的地区如山西、陕西等加快复养进程、国家出台扶持养殖措施和在高养殖利润驱使下，养殖行业补栏意愿强烈等因素的影响下，能繁母猪存栏量自2019年10月以来触底回升，后期将处于回升阶段。

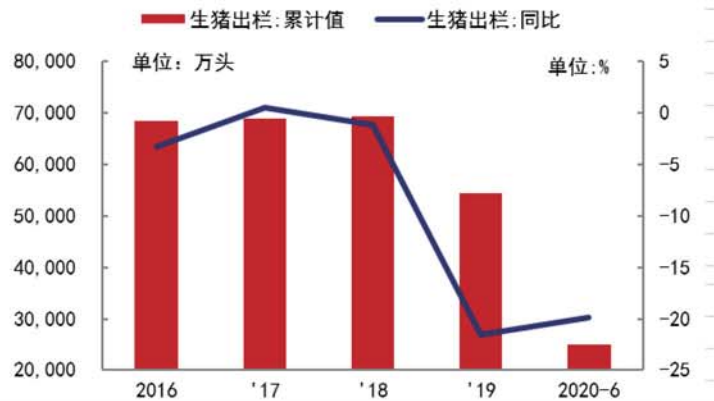
图4 2018年四季度以来我国能繁母猪持续下降，2019年10月触底回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

同样受非洲猪瘟的影响，我国生猪出栏量自 2018 年四季度开始持续下降，2019 年出栏量为 5.44 亿头，下降幅度达 21.60%。2020 年上半年受疫情影响，出栏量低位继续下降 19.90%。

图5 2018 年四季度以来我国生猪出栏量持续减少



资料来源：Wind，中证鹏元整理

2018 年年中至今，我国正处于第四轮猪周期，自 2018 年 12 月起，能繁母猪和生猪存栏数均开始加速下滑，猪价也开始大幅反弹。2019 年下半年生猪价格步入加速上涨渠道，主要原因是非瘟导致生猪出栏量大幅减少。2020 年生猪价格走势呈深 V 型，猪肉价格下跌主要是疫情影响，餐饮消费显著减少，自 7 月份以来，随着企业全面复工复产，餐饮服务逐渐恢复，与餐饮相关的猪肉需求有所扩大，另一方面是 7 月份南方汛情对生猪的生产和调运产生不利影响，导致猪肉价格涨幅过大。但从供给情况看，生猪生产供给处于紧平衡，价格高位运行会持续一段时间，预计 2020 年猪价重心上移，有利于养殖户扩大盈利空间。

图6 2018 年四季度以来猪价持续上涨



资料来源：Wind，中证鹏元整理

目前我国生猪养殖行业以散户为主导，规模化养殖程度不高，市场集中度较低。近年来生猪价格持续走低，叠加非瘟对养殖户的防疫水平提出了更高的要求等因素的影响，倒逼中小散户退出养殖，产业链较为完整的大型生猪养殖企业逐步扩大市场份额，同时高养殖利润也吸引了较多的上游饲料企业产业链加速延伸至下游的养殖业。从养殖规模看，目前行业中大型生猪养殖企业有温氏股份、牧原股份和正邦科技等，其中温氏股份和牧原股份分别是“公司+农户”和自繁自养模式下的行业龙头企业。

表9 2019年生猪养殖行业主要上市公司基本数据概况（单位：万头、亿元、%）

公司	生猪养殖			财务数据（合并口径）					
	出栏量	收入	毛利率	总资产	资产负债率	营业收入	归母净利润	经营活动现金流	销售净利率
温氏股份	1,852	418.12	28.84	655.79	28.90	731.20	139.67	183.03	19.75
牧原股份	1,025	196.27	37.05	528.87	40.04	202.21	61.14	99.89	31.34
正邦科技	578	113.82	11.89	308.32	67.65	245.18	16.47	39.24	6.91
新希望	355	74.87	38.53	642.18	49.16	820.51	50.42	44.37	7.53
天邦股份	244	44.44	20.65	75.34	61.53	60.07	1.00	5.32	1.66
傲农生物	66	8.82	25.41	49.22	73.92	57.88	0.29	3.94	1.73

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司根据自身经营特点建立了较为合理的组织架构，各部门间职责分工较为清晰，但下属子公司数量众多，且地域分布较分散，近年来公司收到多起环保和税务罚款，对公司防疫、环保管控、财务管理、经营管理和相关制度执行力等经营管控能力提出了一定的挑战

1、公司治理

公司根据《公司法》、《证券法》及相关法律法规的要求，建立了股东大会、董事会、监事会。公司制订了《公司章程》、《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》等规章制度，在此基础上形成了符合现行法律、法规的公司治理结构。

股东大会是公司最高权力机构，决定公司的经营方针、投资计划、重大交易事项、公司资本变动、选举和更换董事、非由职工代表担任的监事等重大事项。2017-2019年公司累计召开年度股东大会3次，临时股东大会17次，会议的筹备、召开及决议均按照《股东大会议事规则》进行，并邀请见证律师进行现场见证并出具法律意见书。

董事会是公司常设决策机构，对股东大会负责，决定公司的经营计划和投资方案。公司董事会由9名董事组成，设董事长1名，独立董事3名。董事会人员组成专业结构合理，

包括饲料和生猪养殖行业、财务和法律等方面的专家，具备履行职务所需的知识、技能和素质。

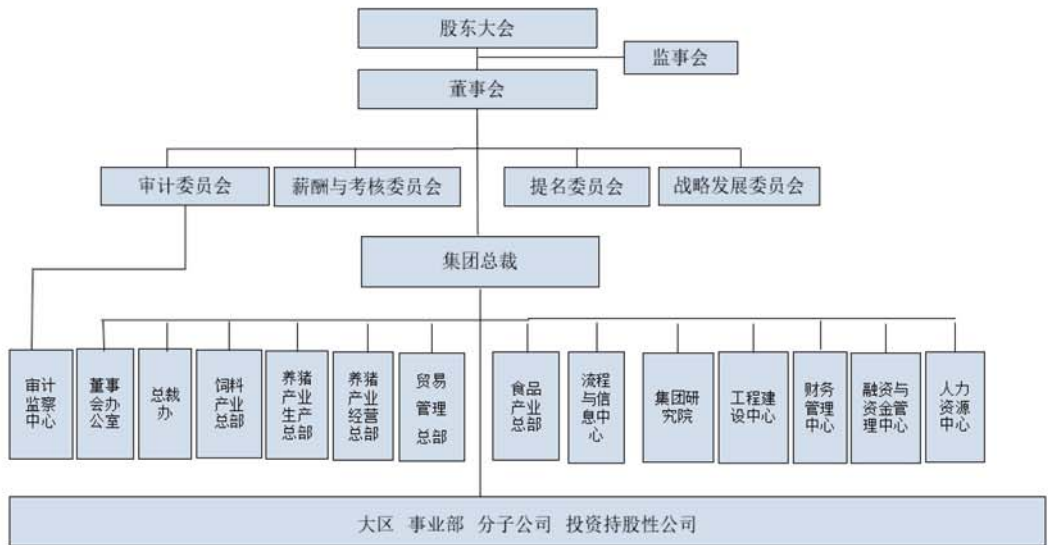
公司监事会有监事5人，其中2人为职工监事，监事会设主席1人。监事会职责包括：对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见，检查公司财务，对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督和提议召开临时股东大会等。

近年公司股东大会、董事会、监事会及董事会各专门委员会能依据相关工作程序，履行职责、实施权利，进行表决或发表相应意见。公司能够按照有关法律法规和公司章程的规定召开股东大会、董事会和监事会会议，并按规定流程进行公告披露。

2、公司管理

根据行业特点和经营管理需要，公司采取了“事业部+分子公司”的运营模式，设有多个专业中心和部门对各分子公司进行专业管理和技术支持，截至2020年6月末，公司组织架构图如图7所示。因饲料产品和生猪销售经济半径小，业务的地理分散度高，公司下属生产经营企业数量众多，随着公司饲料和养殖业务规模扩大，对公司在防疫、环保、管理能力和相关制度执行力等经营管控能力提出了一定的挑战。

图7 截至2020年6月末公司组织架构图



资料来源：公司提供

经过多年的运营管理，公司已建立一套较完整的内部管理制度，覆盖了财务、采购、生产和销售等各个环节。

在对子公司的财务管理上，子公司与公司本部实行统一的会计制度，由公司本部财务

部对子公司的会计核算和财务管理实施指导、监督，但是近年来部分子公司存在因未按期申报纳税、未按规定保存、报送开具发票的数据等情况而被罚款，财务管理能力有待提升。

安全生产方面，两家子公司因万合猪场沼液外泻、一期项目尚未对配套建设的环境保护设施进行验收均于2019年被处以罚款20万元。除上述处罚外，其他部分子公司也涉及一定数额的环保处罚，公司环保管理能力有待加强。2017-2019年公司支付的罚款及滞纳金合计82.87万元。

六、经营与竞争

公司实行“饲料+养猪”双主业发展战略，营业收入来源主要为饲料和生猪养殖，近年来饲料和饲养行业收入占比在93%以上。公司营业收入2017-2019年持续增加，年均复合增长率为8.66%，其中2019年营业收入增速较低，主要原因是非瘟导致生猪存栏量下降使得饲料的下游需求下降，从而引起饲料板块收入大幅下降。2020年1-6月，公司营业收入同比大幅增长50.80%，主要原因是生猪养殖板块收入大幅增长。此外，公司开展了饲料相关的原料贸易业务和兽药的研发、生产和销售，近年来公司贸易业务收入规模逐年增加，动保收入逐年下降，但整体收入规模较小。

毛利率方面，2017-2019年公司综合毛利率逐年下降，主要原因是饲料板块毛利率逐年下降，2020年上半年综合毛利率大幅上升至22.06%，主要原因是猪价大幅上涨，带生猪养殖业务毛利率和收入大幅增加。

表10 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

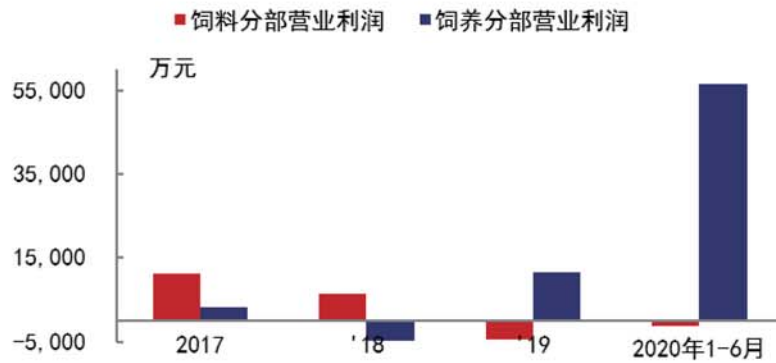
项目	2020年1-6月		2019年		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
主营业务收入	408,545.36	22.05%	578,152.48	12.70%	575,964.21	13.67%	490,182.39	18.84%
其中：饲料行业	255,575.25	7.14%	469,900.81	10.50%	532,985.04	14.61%	457,388.07	18.61%
饲养行业	126,381.13	56.00%	88,185.37	25.41%	28,848.16	-3.90%	23,498.27	22.64%
贸易	25,000.60	2.17%	17,758.63	2.42%	11,386.99	3.72%	6,146.32	3.35%
动保	1,041.52	40.34%	1,859.31	47.60%	2,325.59	52.77%	2,897.53	57.90%
营业收入合计	408,822.80	22.06%	578,808.01	12.74%	576,189.19	13.70%	490,266.01	18.86%

资料来源：公司2017-2019年、2020年半年度审计报告，中证鹏元整理

分具体分部来看，2017-2019年饲料分部营业利润规模逐年下降，2019-2020年6月已处于亏损状态，近年来生猪养殖板块营业利润波动性很大。从产业链看，2018年饲料板块利润有效抵消了生猪养殖板块的亏损；受益于猪周期的上行阶段且养猪规模的快速扩大，2019年以来养殖板块营业利润大幅增加，且有效抵消了饲料板块的亏损，下游产业链的延

伸一定程度上抵御了行业波动带来的经营性风险。

图8 近年来饲料板块盈利能力逐年下降，2019-2020年1-6月处于亏损状态



资料来源：2017-2019年及2020年上半年审计报告，中证鹏元整理

（一）饲料板块

公司饲料产能逐年增加，产量存在一定的波动性，由于下游生猪养殖需求下降，2019年饲料产量大幅下降，且降幅高于全国平均水平，产能利用率逐年下降，存在一定的产能消化风险

公司于2011年以猪饲料起步创业，目前饲料产品包括猪料、禽料、水产料、反刍料等品类，产品种类较为丰富。猪饲料产品方面，涵盖从乳猪料、保育料、育肥料、母猪料、公猪料等各阶段生猪饲喂产品。

截至2019年末，公司共有42个饲料生产基地，主要分布在福建、江西、湖北、湖南、广东和江苏等地区。公司生产模式主要为按订单需求生产，根据销售部门提供的订单需求情况，按照区域、品种制定生产计划，提前安排原料采购和生产加工。根据饲料类型的不同，公司在安排生产时采取统一生产和属地生产相结合的模式。

近年来公司通过IPO募投项目和其他自建项目等方式加大饲料产能投入，产能规模逐年增加，2017-2019年均复合增长率为25.62%，其中2018年新增产能主要为猪料产能，2019年主要为禽料水产料等，主要原因是下游的生猪存栏大幅下降导致猪料需求减少，公司加大禽料等产品的投产力度，以抵御猪料销量下滑带来的冲击。

产量方面，2017-2019年饲料产量存在一定的波动性，2018年产量大幅增加主要原因是加大市场推广力度带来的销量增加；2019年产量大幅下降，主要原因是非瘟导致的生猪存栏量大幅减少使得下游需求减少，猪料产量大幅下降33.93%，为规避风险，公司加大了水产料和禽料等投产力度，但由于前期禽料等其他饲料规模较小，短期内难以扭转饲料板块的整体下滑趋势，全年产量降幅仍达到13.83%，高于同期全国饲料产量降幅3.70%。

产能利用率方面，2017-2019年公司产能利用率呈逐年下降趋势，存在一定的产能消化风险。

表11 2017-2020年6月公司饲料产能及产量情况（单位：吨/年、吨）

产品	项目	2020年1-6月	2019年	2018年	2017年
猪料	年产能	1,555,488	2,685,760	2,524,771	1,995,312
	产量	465,922	1,037,892	1,570,836	1,365,973
	产能利用率	29.95%	38.64%	62.22%	68.46%
其他饲料	年产能	441,056	597,696	203,456	85,536
	产量	332,131	397,216	94,572	52,336
	产能利用率	75.30%	66.46%	46.48%	61.19%
合计	年产能	1,996,544	3,283,456	2,728,227	2,080,848
	产量	798,053	1,435,108	1,665,407	1,418,309
	产能利用率	39.97%	43.71%	61.04%	68.16%

资料来源：公司提供

玉米豆粕等原材料价格波动大，给公司带来了一定的成本控制压力，此外，产能利用率逐年下降一定程度上拖累了毛利率；2020年上半年主要原材料价格重心上移，叠加产能利用率继续下降，使得饲料板块成本端承压

目前，公司采取“以总部采购中心集中采购为主、各区域子公司采购为辅”的采购模式。集中采购是指公司总部采购中心根据对主要原材料供应状况和行情走势分析预测，结合各生产基地汇集的需求信息，统一制定相应采购计划，与上游供应商统一谈判，签订采购合同，其中玉米、豆粕/大豆、鱼粉等大宗原材料及进口原材料主要通过集中采购完成，即主要由公司总部采购中心统一进行采购，再调配到各区域子公司。玉米主要采购自东北地区，豆粕主要是从生产基地附近豆油压榨厂就近采购；鱼粉的主要来源地为南美秘鲁，主要由国内贸易商代理进口。区域采购是指各地子公司针对当地有优势的地方区域性原料，根据自身的采购需求信息，分析制定地方采购计划，向当地供应商独立采购。结算方式主要为先货后款，玉米与豆粕等主要原材料账期不等。

2017-2019年前五大采购总额占比分别为22.36%、26.56%和15.13%，虽呈一定的波动性，但集中度不高，考虑到上游种植业行业集中度较低，且玉米豆粕等主要为大宗商品，公司的生产持续性较有保障。

成本控制方面，近年来玉米、豆粕和鱼粉等原材料在饲料板块的生产成本中的占比在90%以上，其价格变动对公司成本控制影响较大，且与饲料产品的单位生产成本呈正相关。如果玉米豆粕等主要原料价格大幅上涨，且公司不能有效地将成本传导给下游客户，将可能对公司未来经营业绩产生不利影响。此外，受饲料板块产能利用率逐年下降的影响，公

司单位制造费用由2017年的130.49元/吨上升至2019年的209.41元/吨，一定程度上拖累了公司饲料板块毛利率。

表12 2017-2019年公司生产成本构成情况（单位：万元、%）

项目	2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	361,963.28	92.33	440,582.69	93.95	362,544.82	95.14
人工成本	9,243.07	2.36	9,900.85	2.11	5,877.31	1.54
折旧摊销	6,409.54	1.64	4,512.69	0.96	3,327.26	0.87
能源	7,469.96	1.91	7,398.96	1.58	5,246.38	1.38
其他制造费用	6,929.44	1.77	6,575.23	1.40	4,056.93	1.06
合计	392,015.30	100.00	468,970.41	100.00	381,052.70	100.00

资料来源：公司2017-2019年年报，中证鹏元整理

从具体采购品种看，主要原材料玉米和豆粕的采购金额在原材料采购总额中的占比大致为40%和26%。主要原材料采购价随行就市，2018年玉米和豆粕采购单价较2017年分别增长8.41%和5.58%，较大程度上拉低了当年饲料产品毛利率，2019年玉米采购价格较为稳定，而2020年上半年主要原材料价格重心上移，叠加产能利用率继续下降，使得各饲料产品毛利率有所下降。

表13 近年来公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2020年1-6月	2019年	2018年	2017年
玉米	采购数量（吨）	394,298.85	700,466.70	873,551.84	730,667.32
	单价（元/吨）	2,111.01	2,062.76	2,042.35	1,883.86
	金额（万元）	83,236.70	144,489.44	178,410.08	137,647.72
豆粕	采购数量（吨）	148,336.29	265,887.95	338,166.39	311,712.48
	单价（元/吨）	3,049.83	3,015.15	3,305.35	3,130.61
	金额（万元）	45,240.03	80,169.32	111,775.85	97,585.06
鱼粉	采购数量（吨）	7,425.08	12,526.55	12,849.74	15,488.52
	单价（元/吨）	10,504.93	10,294.40	12,028.02	11,122.42
	金额（万元）	7,800.00	12,895.33	15,455.69	17,226.99

资料来源：公司提供

近年来饲料板块收入存在一定的波动性，毛利率逐年下降，且部分客户资质较弱，导致坏账风险高于同行，随着公司生猪养殖规模扩大，饲料和生猪板块产生了一定的协同作用，此外下游生猪存栏量的增加将有望拉动饲料销量增长

公司饲料业务市场布局覆盖全国31个省、市、自治区，实行以“总部原则指导、各区域子公司根据市场情况掌握销售策略”的销售管理模式。下游客户包括规模较小的家庭养殖户和规模较大的养殖场，根据客户类型的不同，公司主要采取“经销+直销”的方式进

行销售。对于规模较大的生猪养殖场，公司主要采取直销的方式进行销售；对于规模较小的家庭散养户，公司主要通过经销商采用经销模式进行销售。在结算方式，对于直销客户，公司通常给予实力强、信誉好、资金状况较好的直销客户一定赊销额度；对于经销商，根据不同的饲料产品提供不同的结算方式和账期。

近年来公司经销收入占比虽有所波动，但整体保持在50%以上，受非洲猪瘟影响，一方面公司下游的养殖场淘汰数量较多，另一方面部分直销客户调整为经销商铺货，公司直销收入占比自2018年以来开始下降。

表14 近年来公司直销和经销收入毛利率情况（单位：万元）

产品	项目	2020年1-6月	2019年	2018年	2017年
直销	收入	90,252.87	196,018.84	241,802.68	174,610.94
	占比	35.31%	41.71%	45.37%	38.18%
	毛利率	9.57%	13.25%	17.88%	22.78%
经销	收入	165,322.38	273,881.97	291,182.37	282,777.13
	占比	64.69%	58.29%	54.63%	61.82%
	毛利率	5.81%	8.54%	11.90%	16.03%
收入合计		255,575.25	469,900.81	532,985.04	457,388.07

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司饲料板块下游客户为养殖户，客户较为分散，2017-2019年前五大客户集中度分别为2.36%、5.99%和6.73%。在产品定价方面，针对代工客户，主要采取配方成本+固定加工费的定价方式，其他客户主要采取市场化定价，毛利相对更高，但部分客户资质较弱，导致应收账款坏账风险高于同行。

公司采取以销定产模式，产销率处于较好水平，猪料和禽料等各饲料产品的产销率维持在100%上下。公司的饲料销售分为内销和外销两部分，内销方面，随着公司生猪养殖规模扩大，饲料内销数量和占比逐年增加，由2017年的2.39%上升至2020年上半年的13.39%，有利于缓解产能利用率下滑趋势，生猪养殖与饲料板块形成了一定的协同作用。外销方面，受下游生猪出栏量和存栏量影响，2017-2019年猪料外销量存在较大的波动性。销售价格方面，近年来猪料平均售价相对较为稳定，其他饲料销售均价逐年增加。

表15 近年来公司饲料产品产销、收入、毛利率情况

产品	项目	2020年1-6月	2019年	2018年	2017年
猪料	产量（吨）	465,922	1,037,892	1,570,836	1,365,973
	外购（吨）	13,921	34,490	13,479	7,644
	内销（吨）	106,486	120,151	65,184	33,712
	外销（吨）	375,813	956,909	1,518,647	1,334,388
	产销率	100.53%	100.45%	99.97%	99.60%
	均价（元/吨）	3,342.88	3,248.85	3,338.57	3,333.20

	收入（万元）	125,629.80	310,885.45	507,010.84	444,777.99
	毛利率	12.39%	14.61%	15.02%	18.91%
其他饲料	产量（吨）	332,131	397,216	94,572	52,336
	外购（吨）	147,458	215,154	6,318	38
	内销（吨）	262	235	0	0
	外销（吨）	476,125	603,091	99,387	52,317
	产销率	99.04%	97.72%	98.41%	99.89%
	均价（元/吨）	2,729.23	2,636.67	2,613.43	2,410.31
	收入（万元）	129,945.45	159,015.37	25,974.21	12,610.09
	毛利率	2.07%	2.47%	6.75%	7.93%
合计	产量（吨）	798,053	1,435,108	1,665,407	1,418,309
	外购（吨）	161,379	249,644	19,797	7,682
	内销（吨）	106,748	120,386	65,184	33,712
	外销（吨）	851,938	1,560,000	1,618,035	1,386,705
	产销率	99.91%	99.70%	99.88%	99.61%
	收入（万元）	255,575.25	469,900.82	532,985.05	457,388.08
	毛利率	7.14%	10.50%	14.61%	18.61%

注：产销率=（外销+内销-外购）/产量×100%。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

综合影响下，2017-2019年公司饲料收入存在一定的波动性，受非洲猪瘟带来的下游生猪养殖需求锐减，导致2019年饲料收入较2018年下降11.84%，随着下游生猪存栏量的增加，行业产能逐步恢复，公司猪料销量有望恢复，拉动饲料业务增长。随着禽料等饲料销量大幅增加，有望成为公司饲料板块收入新的增长点，在水产料的带动下，2020年上半年饲料收入25.56亿元，较上年同期增长11.13%。

毛利率方面，引起饲料板块毛利率逐年下降的因素较多，具体来看，2018年原材料价格上涨使得单位生产成本大幅增加引起当年饲料产品毛利率有所下降，2019年低毛利率的水产料等其他饲料销量大幅增加拉低了饲料板块毛利率，此外，产能利用率的逐年下降导致单位制造费用逐年上升。2020年上半年产品结构继续调整，低毛利率的禽料等其他饲料销量占比大幅增加，饲料板块毛利率进一步下降至7.14%。

（二）饲养板块

公司加快下游产业链布局，生猪养殖业务规模虽小但扩张速度很快，能在一定程度上抵御行业波动带来的经营风险；在建猪场规模较大，未来出栏量将继续增加，预计短期内业绩将继续向好，但同时存在较大的资本性支出压力，且在建产能释放时猪价的不确定性给经营效益带来了不确定性

公司于2014年开始涉足养猪业务，目前公司生猪养殖业务中包含了曾祖代纯种猪、祖

代纯种猪、父母代二元种猪和商品代三元猪等产业链一体化业务。自2019年以来公司加快养殖业务发展，在江西、福建和湖北等地自建或收购大型养殖基地，截至2020年6月末，公司产能主要位于江西、福建、湖北、广东、浙江、江苏、广西、陕西、山东、贵州、四川、云南和河北等地，主要分布在南方消费区域，截至2020年8月28日，公司自有和租赁的已建成猪场合计69个，具体如下表所示。

表16 截至2020年8月28日公司自有和租赁猪场数量（单位：个）

项目	2020年8月28日
核心育种场	2
扩繁育种场	5
商品母猪场	49
商品育肥场及后备培育场	12
公猪站	1
合计	69

注：上表不包括“公司+农户”模式下的猪场数据。
 资料来源：公司提供

在生猪养殖方面，公司采取“自繁自养”和“公司+农户”相结合的模式。自繁自养模式是指养殖企业集中进行种猪的育种和扩繁、猪苗的培育、生猪育肥等全部生产过程，公司+农户是一种以温氏股份为典型代表的轻资产扩张模式。在比较有优势的市场，公司采用自建、租赁育肥小区自主育肥，在其他市场选择“公司+农场（农户）”模式，近年来公司生猪养殖业务仍以自繁自养为主，通过自建、收购和租赁方式获取猪舍。近年来公司生猪存栏量大幅增长，2017-2019年均复合增长率为61.29%，2020年6月末，公司生猪存栏量较2019年末进一步增长70.55%至50.95万头，其中经产母猪存栏量2017-2019年均复合增长率为51.22%，较2019年末进一步增长102.06%至8.14万头。

表17 公司生猪存栏情况（单位：头）

项目	2020年6月末	2019年	2018年	2017年
总存栏量	509,537	298,768	214,118	114,849
其中：经产母猪	81,363	40,267	23,253	17,608
后备母猪	82,167	58,490	5,540	2,729
商品猪	184,808	116,473	75,433	23,541
哺乳小猪	99,011	46,688	46,915	28,302
仔猪（保育猪）	60,044	35,681	62,553	42,325
种公猪	2,144	1,169	424	344

资料来源：公司提供

近年来公司养猪规模逐年扩大，截至2020年6月末，公司在建猪场共有32个（含本期债券6个募投项目和2020年非公开发行业股票的5个募投项目），猪场类型包括扩繁场、商品

母猪场、后备母猪场、商品育肥场和公猪站等，计划母猪存栏量达15.80万头、后备母猪存栏量达3.60万头、育肥猪存栏量71.00万头、公猪存栏量1,500头，其中总投资在1亿元以上有19个在建项目。在建猪场计划总投资为35.36亿元，已投资5.08亿元，叠加猪场完工后的引种和流动资金需求，公司面临较大的资本性支出压力。

受益于生猪出栏量的大幅增加，近年来公司养猪收入大幅增长，2017-2019年均复合增长率为93.72%，2020年上半年同比增长2.63倍至12.64亿元。作为周期性行业，近年来生猪养殖行业毛利率和利润波动性很大，2018年上半年生猪市场价格处于猪周期底部，下半年非洲猪瘟养殖户恐慌性抛售，生猪价格仍处于低位，全年生猪平均价较2017年下降14.30%至13.80元/公斤，受此影响，2018年公司养猪业务毛利率为-3.90%，饲养分部处于亏损状态。随着猪周期进入上行阶段，公司养猪毛利率大幅提升，2019年回升至25.41%，2020年1-6月仔猪价格高位增长，公司出栏量以小猪为主，使得生猪养殖毛利率继续大幅上升至56.00%。随着能繁母猪存栏量的逐年增加，叠加较大规模的在建猪场建设，未来公司生猪出栏量将继续增加，短期内生猪养殖收入将继续向好。

2017-2019年，公司生猪养殖成本中，原材料采购成本在62%以上，其中饲料成本占比在54%-60%之间，主要由养殖场周边的饲料子公司提供；兽药疫苗占比由2017年的10.94%下降至2019年的6.73%，主要由公司总部采购中心集中采购，具体成本构成如下表所示。

表18 2017-2019年公司生猪养殖业务成本构成（单位：万元、%）

项目	2019年		2018年		2017年	
	采购金额	占比	采购金额	占比	采购金额	占比
饲料	33,031.30	55.62	20,412.30	59.62	10,797.16	54.47
疫苗及兽药	3,995.43	6.73	3,041.03	8.88	2,167.91	10.94
人工成本	5,665.81	9.54	3,236.42	9.45	2,164.26	10.92
折旧	5,186.06	8.73	3,692.80	10.79	2,379.92	12.01
委托养殖费用	3,078.81	5.18	410.11	1.20	0.00	0.00
能源	1,433.31	2.41	1,035.87	3.03	478.15	2.41
其它制造费用	6,992.80	11.78	2,409.61	7.04	1,836.18	9.26
生产成本合计	59,383.52	100.00	34,238.13	100.00	19,823.58	100.00

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

从出栏端看，公司出栏的主要品种为仔猪、育肥猪和种猪，近年来公司出栏的第一大品种为仔猪，出栏量占比在58%以上；种猪主要用于自繁自养，近年来对外销售数量和收入均逐年下降，出栏量占比由2017年的13.61%下降至2020年上半年的0.80%。从销售对象看，公司养殖业务的客户分为生猪经销商和终端养殖户两大类，其中仔猪主要销售给规模较大的养殖场（企业）或家庭养殖户，育肥猪主要销售给生猪经销商，种猪则主要销售给

规模较大的养殖场。在结算方式上，根据行业惯例，绝大部分为现款现货。

表19 公司生猪养殖出栏情况（单位：头、万元）

项目	2020年1-6月		2019年		2018年		2017年	
	出栏量	收入	出栏量	收入	出栏量	收入	出栏量	收入
种猪	3,573	2,167.51	22,578	6,247.78	23,838	4,005.61	29,739	6,886.84
商品猪	440,972	124,113.67	636,804	81,937.58	393,049	24,842.55	188,811	16,611.44
其中：育肥猪	121,679	52,321.51	213,359	44,510.35	94,162	11,212.39	54,664	7,915.31
仔猪	293,112	64,432.56	405,452	33,115.67	289,040	12,174.19	128,771	7,738.80
合计	444,545	126,281.18	659,382	88,185.37	416,887	28,848.16	218,550	23,498.27

资料来源：公司提供

总体来看，公司生猪养殖目前处于初步发展阶段，规模较小但扩张速度很快，主要通过收购、自建猪舍等途径扩大养殖业务，可以一定程度上抵御行业波动风险。一方面，养殖业务的大幅扩张带来了生猪养殖收入大幅增加，而另一方面，收购生猪养殖子公司等事项使得商誉大幅增加，由2017年末的账面价值1,515.48万元大幅增加至2020年6月末的1.43亿元，且预计2020年底商誉账面价值将继续大幅增加，同时收购子公司和自建猪舍属于长期资产投入，而资金主要来源于短期有息债务，债务资金的短借长投给公司带来了流动性风险。根据公司股权激励计划，2020-2022年公司业绩考核目标为年生猪出栏量分别不低于150/300/600万头，未来公司饲养业务存在大幅扩张可能。但同时在建猪场有较大的资金需求，给公司带来了较大的资本性支出压力。从在建猪场到生猪产能释放还有一段时间，生猪产能释放时，猪价具有不确定性，从而给经营效益带来了不确定性。同时，随着养殖规模扩大，防疫、环保等方面也对公司的管控能力提出了更大的挑战。

近年公司股权融资规模较大，资本实力大幅增强，助力双主业发展

公司上市以来股权融资规模较大，筹资净额合计17.52亿元，资本实力大幅提升，具体如下表所示。

表20 公司上市以来主要的股权融资情况（单位：万元、万股）

类别	时间	筹资净额	股本数量	资金用途
IPO	2017年9月	23,016.50	6,000.00	3个饲料厂，1个养猪场
股权激励	2018年2月	3,958.50	669.00	-
股权激励	2019年2月	4,877.65	1,005.70	-
2020年上半年非公开发行股票	2020年5月	136,542.44	7,558.46	9个养猪场，2个饲料厂和偿还银行贷款4.10亿元
股权激励	2020年5月	7,400.00	1,000.00	-
股权激励	2020年6月	148.00	20.00	-
小计	-	175,943.09	16,253.16	-

注：上表未考虑股份回购、注销等情况。

资料来源：公司资料

公司IPO募投项目带来了84万吨²的饲料产能，截至2019年末均已投产，提升了公司饲料产能。受非洲猪瘟等因素影响，上述84万吨饲料项目产能利用率明显低于行业平均水平，饲料板块的募投项目效益均未达预期。吉安现代农业冠朝8,400头商品母猪场项目的预计可带来存栏规模8,400头的母猪，截至2020年6月末，该猪场已有6,661头配种母猪，累计效益已达预期。

表21 截至2020年6月末公司IPO项目投资规模及效益情况（单位：万元、万吨）

IPO募投项目	计划总投资	已投资	产能	累计产能利用率	累计效益
南昌傲农年产36万吨饲料项目	7,660.00	7,663.14	36	16.91%	32.45
四川傲农年产24万吨饲料项目	3,916.50	3,948.07	24	14.58%	-227.38
辽宁傲农年产24万吨饲料项目	3,940.00	3,940.93	24	20.61%	-543.69
吉安现代农业冠朝8,400头商品母猪场项目	7,500.00	7,586.76	-	36.67%	6,503.58
合计	23,016.50	23,138.90	-	-	5,764.96

资料来源：公开资料

公司2020年上半年非公开发行股票的募投项目主要用于饲料和生猪养殖板块，计划总投资合计13.64亿元，预计可带来存栏规模为4.19万头的母猪、3.50万头的育肥猪和23万吨的饲料产能，随着定增的募投项目完工，生猪养殖板块将进一步扩大，有助于公司“饲料+养殖”双主业发展。截至2020年6月末，2020年上半年非公开发行股票的募投项目基本还在建设中，预期效益实现情况有待观察。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017-2018年审计报告及经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019年审计报告和2020年半年度审计报告，报告均采用新会计准则编制。近三年合并报表范围变化情况如下表所示。

表22 近年来公司合并报表范围变化情况

² IPO的募投项目产能与公司生产口径的产能有所差异。

项目	2020年6月	2019年	2018年	2017年
并表的子公司数量	194	150	106	89
其中：当期增加家数	45	46	30	23
当期减少家数	1	2	13	1

资料来源：公司提供

资产结构与质量

近年来公司资产规模大幅增加，资产质量尚可

近年来公司资产规模大幅增加，2017-2019年均复合增长率为39.25%，主要原因有IPO募集资金到位、有息债务、往来款负债和少数股东权益增加等，2020年上半年受益于公司非公开发行股票募集资金到位，6月末总资产较年初增长62.10%至79.78亿元。近年来以固定资产和在建工程等非流动资产为主，占比保持在53%以上，符合公司生产经营特点。

流动资产方面，公司货币资金主要为银行存款，受益于2020年上半年非公开发行股票募集资金到位，2020年6月末货币资金大幅增长至7.92亿元，其中受限资金为0.84亿元，主要为保证金存款。

公司应收账款主要来自饲料与兽药业务，近年来账面价值存在一定的波动性，2017-2018年应收账款增加主要原因是下游猪价低迷，下游客户资金趋紧，适当延长了下游客户账期，2019年应收账款略有下降，主要原因是年底公司加大应收账款催收力度。一方面，公司水产料于2020年上半年投放，另一方面下游禽料市场价格低迷，公司延长了下游账期，使得6月末应收账款账面价值较年初大幅增长27.70%至5.46亿元。公司应收账款集中度不高，但应收账款账龄近年来有所延长，1年以上的应收账款余额占比由2017年的12.08%上升至2019年末的30.37%。2019年末计提坏账准备余额0.65亿元，计提比例达13.16%，较2018年末大幅增加，主要原因是部分下游客户损失重大，应收账款坏账风险有所上升，2020年6月末坏账准备计提比例进一步上升至15.52%，需关注应收账款坏账风险。

公司预付账款主要为预付原料款和租赁款，自2018年以来持续大幅增加，主要原因是公司加大猪舍的租赁规模，预付的租赁款增加，2020年6月末为2.45亿元。

公司存货主要为原材料、消耗性生物资产和库存商品等组成，近年来存货账面价值持续较快增加，2020年6月末进一步大幅增长至9.23亿元，主要系公司生猪养殖规模扩大所致。从存货构成来看，公司原材料主要是玉米、豆粕和鱼粉等，且原材料保质期长于饲料产品保质期，公司会保持一定的原材料用于保障饲料生产的及时性，2020年6月末原材料账面价值为3.59亿元，占同期末存货账面价值的38.93%；消耗性生物资产为公司的仔猪、育成猪、育肥猪等，得益于公司生猪养殖扩大，近年来账面价值大幅增加，2019年末账面

价值为2.11亿元，占同期末存货的35.19%；2020年上半年，公司放养规模快速增加，外购的小猪规模大幅增加，6月末账面价值进一步增长99.62%至4.21亿元；库存商品主要为饲料，2020年末账面价值为1.08亿元，占同期末存货账面价值的11.73%。

表23 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年6月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	79,176.45	9.92%	25,499.01	5.18%	17,086.06	5.17%	22,894.23	9.02%
应收账款	54,551.14	6.84%	42,717.65	8.68%	48,207.77	14.59%	34,204.67	13.48%
预付款项	24,507.56	3.07%	8,131.49	1.65%	3,014.33	0.91%	5,610.55	2.21%
存货	92,252.48	11.56%	59,927.04	12.18%	43,315.87	13.11%	39,205.71	15.45%
流动资产合计	271,353.60	34.01%	151,425.54	30.77%	122,601.24	37.10%	117,686.91	46.37%
固定资产	254,545.75	31.91%	166,868.22	33.90%	120,986.06	36.61%	71,882.36	28.32%
在建工程	96,383.17	12.08%	71,819.51	14.59%	29,645.82	8.97%	23,261.42	9.16%
生产性生物资产	63,548.46	7.97%	25,324.21	5.15%	8,393.84	2.54%	5,926.62	2.34%
无形资产	25,216.58	3.16%	20,706.33	4.21%	17,694.76	5.35%	14,322.85	5.64%
长期待摊费用	23,773.00	2.98%	15,134.21	3.08%	10,563.47	3.20%	6,045.47	2.38%
其他非流动资产	25,302.24	3.17%	8,579.75	1.74%	3,229.99	0.98%	4,779.43	1.88%
非流动资产合计	526,458.78	65.99%	340,741.25	69.23%	207,901.71	62.90%	136,121.46	53.63%
资产总计	797,812.38	100.00%	492,166.79	100.00%	330,502.95	100.00%	253,808.36	100.00%

资料来源：公司2017-2019年及2020年半年度审计报告，中证鹏元整理

非流动资产方面，公司固定资产主要为房屋建筑物、机器设备和融资租入固定资产，近年来公司在全国范围内布局生产基地及建设养殖场，对厂房、设备的投入较大，近年来账面价值大幅增加，截至2020年6月末，账面价值1.83亿元固定资产已用于抵押借款，2.06亿元固定资产未办妥产权证。公司在建工程主要为猪场新建、改扩建项目和待安装设备等，同样受公司加大生猪养殖投入力度影响，近年来账面价值大幅增加。生产性生物资产主要为种猪，公司以自行培育为主、合并增加为辅的方式扩大能繁母猪和后备母猪规模，账面价值自2019年以来大幅增加，2020年6月末达6.35亿元。公司无形资产主要为土地资产，近年来账面价值持续增加，截至2020年6月末账面价值3,964.47万元的土地产权证书正在办理中，0.91亿元无形资产已用于抵押借款。长期待摊费用主要为猪场的租赁费、装修及改良支出，近年来账面价值逐年增加，2020年6月末账面价值为2.38亿元。公司其他非流动资产主要为预付投资款和工程款，2020年6月末账面价值为2.53亿元，其中预付投资款1.10亿元，为购买厦门银祥集团有限公司持有的厦门银祥肉业有限公司70%股权支付的第一期股权转让款，该股权收购完成后，公司将进入生猪屠宰加工领域。总的来看，近年来公司资产大幅增加，以固定资产、在建工程、生产性生物资产等生产相关资产和存货、应收账

款等经营相关资产为主，符合公司经营特点，2020年6月末受限资产合计3.98亿元，占总资产的4.99%，整体资产质量尚可。

资产运营效率

公司资产运营效率表现较好

2017-2019年应收账款周转天数逐年增加，主要原因是一方面下游的生猪养殖行业资金紧张，另一方面是为支持公司开拓禽料等其他料业务。存货周转天数呈波动性上升趋势，其中2019年存货周转天数上升较快，主要原因是年底育肥猪等消耗性生物资产大幅增加，但饲料板块收入下降导致营业收入微增。近年来公司应付账款周转天数呈波动性上升，对上游原材料供应商的资金占用能力有所增强。受上述因素的综合影响，2019年净营业周期转为负值，资产运营效率较好。

近年来公司加大生猪养殖扩张规模，但公司从种猪培育到生猪出栏实现收入至少需要14个月的时间，公司暂未完全进入生猪产能释放期，使得近年来固定资产、总资产周转效率均逐年下降。

表24 公司主要运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	28.28	25.75	22.30
存货周转天数	36.80	29.87	30.65
应付账款周转天数	73.04	45.81	46.62
净营业周期	-7.97	9.81	6.33
流动资产周转天数	85.22	75.07	72.64
固定资产周转天数	89.52	60.25	46.60
总资产周转天数	255.84	182.54	156.03

资料来源：公司2017-2019年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

公司饲料+养猪双产业形成产业链发展，2020年生猪价格处于高位，盈利大幅提升，但须关注未来猪周期变化以及猪疫情等外部因素对公司盈利的影响

随着公司大幅扩张养猪板块，目前“饲料+养猪”双产业已形成产业链发展，是营业收入的主要来源，2017-2019年公司营业收入逐年增加，2020年上半年，公司加大生猪出栏力度，同时受益于猪价上涨，生猪养殖收入同比增长2.63倍至12.64亿元，带动营业收入同比增长50.80%。综合毛利率方面，受饲料业务毛利率逐年下降的影响，2017-2019年综

合毛利率逐年下降，2020年上半年猪价大幅上涨，带动生猪养殖板块业务毛利率大幅上涨至56.00%，综合毛利率回升至22.06%。考虑到当前国内生猪存栏量缓慢恢复，猪价处于高位，预计2020年业绩向好。但养猪的周期性、猪价的波动性及非洲猪瘟等影响因素给公司的经营业绩带来一定的不确定。

受饲料板块部分客户资质较弱的影响，近年来公司应收款项确认了部分坏账减值损失，2017-2019年减值损失合计数占同期利润总额的比重分别为10.57%、168.73%和51.00%，占比高于行业平均值，规模较大减值损失一定程度上吞噬了利润规模。

综合影响下，公司近年来净利润规模波动性很大，2018年利润规模明显偏低的主要原因是毛利减少，2019年大幅增加主要得益于生猪养殖板块的毛利大幅增加及销售费用的大幅减少。2019年以来，公司净利润和归属于母公司所有者的净利润之间的差额逐渐走阔，主要原因是公司外购的猪场贡献了较大规模的利润。

表25 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年6月	2019年	2018年	2017年
营业收入	408,822.80	578,808.01	576,189.19	490,266.01
资产减值损失	0.00	-93.85	-3,354.36	-1,571.76
信用减值损失	-4,356.25	-3,870.56	0.00	0.00
营业利润	50,503.02	7,806.75	2,158.95	14,891.83
利润总额	52,548.43	7,774.12	1,988.05	14,876.24
净利润	55,542.50	10,035.60	1,024.25	12,207.67
归属于母公司所有者的净利润	33,791.57	2,915.57	3,012.57	10,811.89
综合毛利率	22.06%	12.74%	13.70%	18.86%
期间费用率	8.83%	10.65%	12.76%	15.59%
营业利润率	12.35%	1.35%	0.37%	3.04%
总资产回报率	-	4.10%	3.03%	8.77%
净资产收益率	-	8.76%	1.04%	15.66%
营业收入增长率	50.80%	0.45%	17.53%	-1.52%
净利润增长率	1,257.99%	879.80%	-91.61%	12.67%
归属于母公司所有者的净利润增长率	1,479.32%	-3.22%	-72.14%	18.32%

资料来源：公司2017-2019年及2020年半年度审计报告，中证鹏元整理

现金流

2017-2019年公司经营活动现金流表现尚可，在建项目后续资金需求较大，面临较大的融资需求

近年来公司收现比维持在1.0附近，主营业务整体回款情况尚可。从营运资本来看，

近年来存货规模的增加、经营性应收应付项目的增加对经营资金形成一定占用。受益于较大规模的非付现费用和非经营损益，2017-2019年经营活动现金均为净流入，净现比逐年改善，由2017年的0.22上升至2019年的3.93。2020年上半年，公司生猪放养规模增加，大幅增加的仔猪采购支出导致经营活动现金为净流出，但整体而言，公司经营活动现金流表现尚可。

近年来公司投资活动现金净流出规模逐年增加，主要是用于新建和改扩建猪场等，2017-2019年投资活动净流出合计18.40亿元，2020年上半年继续加大投入，投资活动现金净流出规模达14.02亿元。

为支持扩大生猪养殖规模的资金需求，近年来公司股权和债权融资方式并举，筹资活动力度较大，2017-2019年筹资活动现金合计净流入14.52亿元。2020年上半年非公开发行股票募集13.90亿元和大规模举债，使得同期筹资活动现金净流入20.47亿元。考虑到截至2020年6月末，公司在建猪场项目后续资金需求为30.28亿元，在建猪场完工后还有引种和流动资金需求，未来面临较大的资本性支出压力。

表26 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2020年1-6月	2019年	2018年	2017年
收现比	0.98	1.01	0.97	0.98
净利润	55,542.50	10,035.60	1,024.25	12,207.67
营运资本变化	-91,963.01	-473.69	-21,841.64	-22,497.03
其中：存货减少（减：增加）	-42,660.77	-25,726.48	-6,463.63	-10,500.67
经营性应收项目的减少（减：增加）	-27,120.48	-6,404.70	-18,951.63	-14,494.37
经营性应付项目的增加（减：减少）	-22,181.75	31,657.49	3,573.62	2,498.01
经营活动产生的现金流量净额	-13,431.65	39,415.92	2,726.12	2,677.59
投资活动产生的现金流量净额	-140,242.42	-72,715.48	-54,704.17	-56,552.61
筹资活动产生的现金流量净额	204,677.14	40,360.21	46,135.01	58,663.24
现金及现金等价物净增加额	51,009.26	7,074.76	-5,842.88	4,788.22
净现比	-0.24	3.93	2.66	0.22

资料来源：公司2017-2019年及2020年半年度审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

近年来公司有息债务规模大幅增加，主要为短期有息债务，面临较大的短期偿债压力。受益于非公开发行股票、IPO募集资金和自身经营积累等，近年来公司净资产规模逐年增加，2020年6月末净资产为34.31亿元，较2017年末大幅增长2.55倍。受债权融资规模和往来款负债增加的影响，近年来公司总负债也在大幅增加，2020年6月末为45.47亿元，较2017年末增长1.89倍。综合影响下，近年来公司产权比例呈一定波动性，2020年6月末

为132.50%，整体而言，净资产对总负债的保障程度较低。

表27 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年6月	2019年	2018年	2017年
负债总额	454,671.76	363,809.32	229,609.51	157,253.43
所有者权益	343,140.63	128,357.47	100,893.44	96,554.94
产权比率	132.50%	283.43%	227.58%	162.86%

资料来源：公司2017-2019年及2020年半年度审计报告，中证鹏元整理

近年来公司流动负债占比大幅上升，负债期限结构有所缩短。流动负债方面，公司短期借款近年来大幅增加，主要系养殖业务资金需求增加所致，截至2020年6月末，短期借款为18.54亿元，包括保证借款15.55亿元、抵押借款2.55亿元、信用借款0.30亿元和质押借款0.15亿元。公司应付账款主要为应付玉米、豆粕等原材料货款、工程款和设备款等，近年来应付账款逐年增加，主要是应付的养殖场建设工程款大幅增加，截至2020年6月末，公司应付账款为12.31亿元，其中货款6.81亿元、工程款4.03亿元。公司合同负债主要为客户预付的饲料货款和1年内到期的递延收益，因执行新会计准则，将预收货款调整至合同负债核算，截至2020年6月末，合同负债为1.47亿元。其他应付款主要为应付收购股权款、限制性股票回购义务、往来款和应付股利，近年来账面价值逐年增加，主要是应付收购股权款和限制性股票回购义务规模增加，截至2020年6月末为5.91亿元。截至2020年6月末，公司一年内到期的非流动负债为1.65亿元，主要为即将到期的银行借款和融资租赁款。

非流动负债方面，截至2020年6月末，公司长期借款为2.12亿元，由抵质押借款和保证借款构成，利率区间为3%-6.25%。长期应付款主要由融资租赁款和保理借款构成，截至2020年6月末，账面价值为1.48亿元。

表28 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年6月		2019年		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	185,418.58	40.78%	120,216.08	33.04%	92,506.78	40.29%	41,320.01	26.28%
应付账款	123,124.53	27.08%	132,355.60	36.38%	72,585.46	31.61%	53,964.60	34.32%
预收账款	0.00	0.00%	5,987.63	1.65%	2,537.34	1.11%	3,499.04	2.23%
合同负债	14,657.45	3.22%	0.00	0.00%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他应付款	59,148.31	13.01%	37,254.35	10.24%	12,909.22	5.62%	6,301.45	4.01%
一年内到期的非流动负债	16,518.60	3.63%	31,891.23	8.77%	10,362.09	4.51%	8,215.27	5.22%
流动负债合计	409,677.18	90.10%	338,221.63	92.97%	198,156.08	86.30%	122,751.33	78.06%
长期借款	21,200.00	4.66%	1,402.44	0.39%	21,200.00	9.23%	25,600.00	16.28%
长期应付款	14,830.84	3.26%	16,550.74	4.55%	4,410.24	1.92%	5,134.98	3.27%
非流动负债合计	44,994.58	9.90%	25,587.68	7.03%	31,453.42	13.70%	34,502.10	21.94%

负债合计	454,671.76	100.00%	363,809.32	100.00%	229,609.51	100.00%	157,253.43	100.00%
其中：有息债务	237,968.03	52.34%	170,060.50	46.74%	128,479.12	55.96%	80,270.26	51.05%

资料来源：公司 2017-2019 年及 2020 年半年度审计报告，中证鹏元整理

公司有息债务由短期借款、一年内到期的非流动负债、长期借款和长期应付款构成，近年来规模大幅增加，2017-2019 年均复合增长率为 45.55%，2020 年 6 月末进一步增长 39.93% 至 23.80 亿元，在总负债中的占比达到 52.34%，短期债务集中度 84.86%，现金短期债务比为 0.40，短期偿债压力较大。公司在养殖板块的投入属于长期资产构建，债务资金短借长投，可能会造成流动性压力。

2017-2019 年公司资产负债率逐年上升，主要原因是公司通过加杠杆的方式推动养殖业务规模扩张。2020 年上半年非公开发行股票募集资金 13.90 亿元，使得资产负债率大幅下降至 56.99%，但仍处于行业内较高水平。近年来公司流动比率和速动比率均低于 1.0，短期偿债能力较弱。虽近年来公司 EBITDA 利息保障倍数波动较大，但 2017-2019 年平均值 4.55，EBITDA 对利息的保障程度较好。

表 29 公司偿债能力指标

指标名称	2020 年 6 月	2019 年	2018 年	2017 年
资产负债率	56.99%	73.92%	69.47%	61.96%
流动比率	0.66	0.45	0.62	0.96
速动比率	0.44	0.27	0.40	0.64
EBITDA (万元)	73,059.35	34,536.05	20,547.54	26,683.37
EBITDA 利息保障倍数	10.20	3.73	2.96	6.96
有息债务/EBITDA	-	4.92	6.25	3.01
债务总额/EBITDA	-	10.53	11.17	5.89
经营性净现金流/流动负债	-	0.12	0.01	0.02
经营性净现金流/负债总额	-	0.11	0.01	0.02

资料来源：公司 2017-2019 年及 2020 年半年度审计报告，中证鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

本期债券偿债资金来源及其风险主要包括以下几个方面：

(1) 本期债券募投项目产生的收益。根据本期债券募投项目的可行性分析报告，预计项目投入运营后，达产投产年营业收入合计 8.20 亿元、利润总额 1.90 亿元，各子项目财务内部收益率（税后）在 14.31%-24.02% 之间，投资回收期（含建设期）在 5.42 年-7.64 年之间。考虑到募投项目进度受资金安排影响，能否如期完工存在不确定性，若完工后下游生猪价格大幅下降，募投项目存在收益不达预期的风险。

(2) 经营性业务方面，2017-2019 年营业收入分别为 49.03 亿元、57.62 亿元和 57.88 亿

元，净利润分别为1.22亿元、0.10亿元和1.00亿元，经营活动现金流分别净流入0.28亿元、0.27亿元和3.94亿元。公司加快下游产业链布局，能在一定程度上抵御行业波动带来的风险，资本实力大幅增强，可为本期债券偿付提供一定的保障。但我们也关注到生猪养殖业务外部环境波动大，公司饲料业务主要原材料价格波动大，对公司带来一定的成本控制压力，面临较大的资本性支出压力和短期偿债压力等风险因素。

(3) 公司也可通过其他途径筹集资金以确保本期债券本息的按时偿还。公司可通过在资本市场增发股票或银行借款等外部融资渠道筹集应急偿债资金。但同时也需关注因公司经营状况变化等原因导致外部融资困难的风险。

(4) 本期债券为可转换债券，本期债券转股期转股后无需还本付息，可视为偿债资金来源之一，但我们也关注到股价下跌等因素致使债券持有人不进行转股的可能。

九、其他事项分析

(一) 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日为2020年8月12日）、子公司井冈山市傲新华富育种有限公司（报告查询日为2020年7月7日）、子公司礼泉傲凯牧业有限公司（报告查询日为2020年7月8日）、子公司湖北三匹畜牧科技有限公司（报告查询日为2020年7月10日）和子公司佑康农业科技有限公司（报告查询日为2020年7月10日）不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

(二) 或有事项分析

一方面，公司依托猪OK平台积累的养殖数据和客户网积累的饲料交易数据为客户融资提供支持服务；另一方面，为加快推进养殖合作项目建设进度，公司为部分合作方就养殖场建设进行的融资提供担保。截至2020年6月末，公司对外担保余额为3.24亿元，占同期末净资产的9.45%，虽公司按照为担保金额的1.5%计提预计负债，但仍面临较大的对外担保风险，其中1,560.50万元已逾期，面临较大的代偿风险。

表30 截至2020年6月30日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否逾期	逾期金额	是否有反担保
------	------	-------	------	------	--------

养殖户及经销商	8,049.89	2022-11-21	是	448.08	是
曲阳县瑞达农业开发有限公司	8,000.00	2030-6-6	否	0.00	是
泰和县茂源生态养殖有限公司	5,000.00	2028-4-29	否	0.00	是
江西龙琴生态农业综合开发有限公司	3,500.00	2025-1-15	否	0.00	是
湖北浚祥建筑工程有限公司	2,500.00	2023-9-30	否	0.00	是
江苏加华种猪有限公司	2,227.24	2026-4-30	否	0.00	否
养殖户及经销商	1,558.38	2020-3-25	是	195.54	否
浙江博韦进出口有限公司	660.94	2017-8-1	是	660.94	否
养殖户及经销商	326.74	2021-4-17	否	0.00	是
金华浙商装饰系统工程有限公司	205.94	2017-7-24	是	205.94	否
养殖户及经销商	140.00	2020-12-18	否	0.00	是
养殖户及经销商	80.70	2021-5-5	否	0.00	否
蒋晓华	50.00	2016-9-15	是	50.00	否
养殖户及经销商	49.81	2020-8-29	否	0.00	否
养殖户及经销商	30.00	2020-9-19	否	0.00	是
养殖户及经销商	29.27	2021-5-5	否	0.00	是
养殖户及经销商	20.00	2020-7-19	否	0.00	否
养殖户及经销商	5.00	2020-10-27	否	0.00	否
合计	32,433.92	-	-	1,560.50	-

资料来源：公司提供

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2020年6月	2019年	2018年	2017年
货币资金	79,176.45	25,499.01	17,086.06	22,894.23
存货	92,252.48	59,927.04	43,315.87	39,205.71
固定资产（合计）	254,545.75	166,868.22	120,986.06	71,882.36
在建工程（合计）	96,383.17	71,819.51	29,645.82	23,261.42
生产性生物资产	63,548.46	25,324.21	8,393.84	5,926.62
资产总计	797,812.38	492,166.79	330,502.95	253,808.36
短期借款	185,418.58	120,216.08	92,506.78	41,320.01
应付账款	123,124.53	132,355.60	72,585.46	53,964.60
其他应付款（合计）	59,148.31	37,254.35	12,909.22	6,301.45
一年内到期的非流动负债	16,518.60	31,891.23	10,362.09	8,215.27
长期借款	21,200.00	1,402.44	21,200.00	25,600.00
长期应付款（合计）	14,830.84	16,550.74	4,410.24	5,134.98
负债合计	454,671.76	363,809.32	229,609.51	157,253.43
有息债务	237,968.03	170,060.50	128,479.12	80,270.26
归属于母公司所有者权益合计	254,075.50	82,804.42	81,377.24	80,846.90
所有者权益合计	343,140.63	128,357.47	100,893.44	96,554.94
营业收入	408,822.80	578,808.01	576,189.19	490,266.01
营业利润	50,503.02	7,806.75	2,158.95	14,891.83
净利润	55,542.50	10,035.60	1,024.25	12,207.67
经营活动产生的现金流量净额	-13,431.65	39,415.92	2,726.12	2,677.59
投资活动产生的现金流量净额	-140,242.42	-72,715.48	-54,704.17	-56,552.61
筹资活动产生的现金流量净额	204,677.14	40,360.21	46,135.01	58,663.24
财务指标	2020年6月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数（天）	-	28.28	25.75	22.30
存货周转天数（天）	-	36.80	29.87	30.65
应付账款周转天数（天）	-	73.04	45.81	46.62
净营业周期（天）	-	-7.97	9.81	6.33
流动资产周转天数（天）	-	85.22	75.07	72.64
固定资产周转天数（天）	-	89.52	60.25	46.60
总资产周转天数（天）	-	255.84	182.54	156.03
综合毛利率	22.06%	12.74%	13.70%	18.86%
期间费用率	8.83%	10.65%	12.76%	15.59%
营业利润率	12.35%	1.35%	0.37%	3.04%
总资产回报率	-	4.10%	3.03%	8.77%

净资产收益率	-	8.76%	1.04%	15.66%
营业收入增长率	50.80%	0.45%	17.53%	-1.52%
净利润增长率	1,257.99%	879.80%	-91.61%	12.67%
资产负债率	56.99%	73.92%	69.47%	61.96%
流动比率	0.66	0.45	0.62	0.96
速动比率	0.44	0.27	0.40	0.64
EBITDA (万元)	73,059.35	34,536.05	20,547.54	26,683.37
EBITDA 利息保障倍数	10.20	3.73	2.96	6.96
有息债务/EBITDA	-	4.92	6.25	3.01
债务总额/EBITDA	-	10.53	11.17	5.89
经营性净现金流/流动负债	-	0.12	0.01	0.02
经营性净现金流/负债总额	-	0.11	0.01	0.02

资料来源：公司 2017-2019 年及 2020 年半年度审计报告，中证鹏元整理

附录二 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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款账面价值} + \text{期末应收账款账面价值}) / 2] \}$
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
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 + 1年内到期的非流动负债 + 长期借款 + 长期应付款
净现比	经营活动产生的现金流量净额 / 净利润

附录三 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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名 称	中证鹏元资信评估股份有限公司
类 型	其他股份有限公司(非上市)
住 所	深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人	张剑文
成 立 日 期	1993年03月17日



重要提示

1. 商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2. 商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
3. 商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。

**此复印件仅供
傲农生物 使用
再复印无效**



登记机关



2018 年 11 月 08 日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级
法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼
编号：ZPJ 002



中国证券监督管理委员会(公章)

2018 年 12 月 21 日

此复印件仅供
傲农生物
再复印无效

中国证券业执业证书

执业注册记录



证书取得日期 2017-12-04

姓名：钟继鑫

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：中证鹏元资信评估股份有限公司

编号：R0030217120001

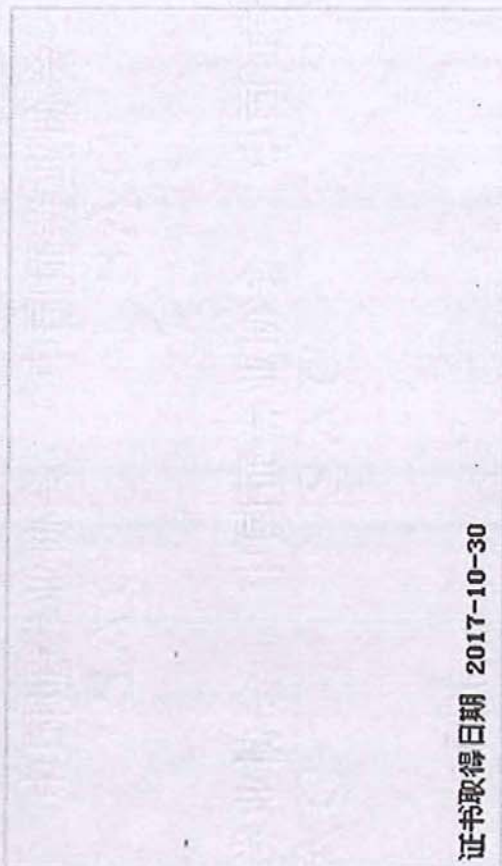


2019年01月16日

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

中国证券业执业证书

执业注册记录



证书取得日期 2017-10-30



姓名: 蒋申

性别: 女

执业岗位: 证券投资咨询业务(其他)

执业机构: 中证鹏元资信评估股份有限公司

编号: R0030217100006



2019年01月16日

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