

信用评级公告

联合〔2021〕3734号

联合资信评估股份有限公司通过对天康生物股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持天康生物股份有限公司主体长期信用等级为AA，“天康转债”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监:



二〇二一年六月二十一日

天康生物股份有限公司 公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果:

项目	本次评级级别	上次评级级别	评级展望
天康生物股份有限公司	AA	AA	稳定
天康转债	AA	AA	稳定

跟踪评级债项概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
天康转债	10.00 亿元	0.96 亿元	2023/12/22

注:上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券;债券余额数据截至 2021 年 3 月底

评级时间:2021 年 6 月 21 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.0.201907

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aa	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构	2	
偿债能力	2			
调整因素和理由				调整子级
--				--

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级,各级因子评价划分为 6 档,1 档最好,6 档最差;财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级,各级因子评价划分为 7 档,1 档最好,7 档最差;财务指标为近三年加权平均值;通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内,天康生物股份有限公司(以下简称“公司”或“天康生物”)在产业链进行一体化布局,整体生产经营状况良好,具有突出的区域行业地位,EBITDA 和经营活动现金流入量对存续期内债券保障程度很高。同时,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到饲料原材料价格波动较大、猪价有所回调、畜禽疫病多发、产能利用率处于较低水平、短期偿债压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司发行的可转换公司债券“天康转债”条款的设置皆有利于债券持有人转股。目前“天康转债”已进入转股期。

未来,随着生猪养殖行业景气度持续回升,公司养殖规模扩大以及在研兽药陆续上市,公司综合实力有望提升。

综合评估,联合资信确定公司主体长期信用等级为 AA,维持“天康转债”信用等级为 AA,评级展望为稳定。

优势

1. 公司综合竞争优势很强。公司控股股东为新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司,在区域行业内具有突出地位。公司在产业链的饲料、养殖、疫苗和加工环节具有一体化布局,各环节掌控力度较强。
2. 公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对存续期内债券保障程度很高。2020 年,公司 EBITDA 为存续期内债券余额的 25.97 倍,公司经营活动产生的现金流入量为存续期内债券余额的 130.63 倍。

关注

1. 原料价格波动较大,对公司生产成本的控制造成压力。2020 年,受中美贸易摩擦及输入性通货膨胀的影响,公司的主要原材料价格波动;伴随着大宗农产品的价格波动,公司成本控制承压。
2. 猪周期步入缓慢下行通道,未来公司具有一定的业绩波动风险。2021 年以来,生猪存栏量居高位、生猪价格下跌,未来若猪肉供给释放,或将对公司未来一段时间业绩产生影响。
3. 畜禽疫病多发风险。近年来,公司生猪养殖规模不断扩

分析师：蒲雅修

孙 菁

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

大，且在建项目建成后生猪养殖产能将大幅提升，已成为公司重要的业务板块。同时，饲料业务和兽药业务对畜禽养殖业的依赖度较大。一旦畜禽疫情爆发，可能给公司业绩带来不利影响。

4. **主要业务产能利用率处于较低水平。**2020年，公司饲料业务产能利用率为59.41%，兽药业务产能利用率为41.02%，产能利用率均有待提升；未来在建项目投产后，公司生猪产能将大幅提升，产能消化存在一定不确定性。
5. **短期偿债压力较大，债务结构有待调整。**截至2020年底，公司全部债务65.97亿元，较上年底增长40.53%，短期债务占比78.80%，短期偿债压力较大，债务结构有待优化。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产 (亿元)	20.50	19.46	19.78	18.89
资产总额 (亿元)	85.09	111.54	157.29	159.43
所有者权益 (亿元)	32.79	51.65	68.68	72.14
短期债务 (亿元)	26.80	31.08	51.98	44.63
长期债务 (亿元)	15.76	15.86	13.99	15.48
全部债务 (亿元)	42.56	46.94	65.97	60.11
营业收入 (亿元)	52.73	74.76	119.87	33.39
利润总额 (亿元)	3.34	5.90	18.08	3.26
EBITDA (亿元)	6.46	11.17	24.93	--
经营性净现金流 (亿元)	-11.78	3.07	-6.01	5.85
营业利润率 (%)	20.65	24.75	30.71	22.94
净资产收益率 (%)	9.18	11.47	26.00	--
资产负债率 (%)	61.47	53.70	56.34	54.75
全部债务资本化比率 (%)	56.49	47.61	48.99	45.45
流动比率 (%)	165.16	155.65	145.10	154.36
经营现金流动负债比 (%)	-33.23	7.14	-8.15	--
现金短期债务比 (倍)	0.76	0.63	0.38	0.42
全部债务/EBITDA (倍)	6.59	4.20	2.65	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.05	5.79	12.70	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额 (亿元)	57.47	65.41	67.76	80.35
所有者权益 (亿元)	26.29	37.15	37.71	42.65
全部债务 (亿元)	23.68	20.93	19.96	29.80
营业收入 (亿元)	7.91	6.05	8.09	0.06
利润总额 (亿元)	2.36	2.69	1.47	4.75
资产负债率 (%)	54.26	43.20	44.34	46.92
全部债务资本化比率 (%)	47.39	36.04	34.61	41.13
流动比率 (%)	234.48	302.43	250.31	237.33
经营现金流动负债比 (%)	-38.35	16.93	-4.50	--

注: 1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计

资料来源: 公司审计报告

评级历史:

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
天康转债	AA	AA	稳定	2020-06-19	蒲雅修 罗 峤	原联合信用评级有限公司 工商企业评级方法	阅读全文
天康转债	AA	AA	稳定	2017-07-24	高 鹏 杨 婷	原联合信用评级有限公司 工商企业评级方法	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由天康生物股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司



天康生物股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于天康生物股份有限公司（以下简称“公司”或“天康生物”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身是成立于 2000 年 12 月的新疆天康畜牧生物技术股份有限公司。2006 年 12 月 26 日，公司于深圳证券交易所上市（股票简称：天康生物；股票代码：002100.SZ）。截至 2014 年 4 月，天康生物注册资本 43415.90 万元，第一大股东为新疆天康控股（集团）有限公司（以下简称“天康控股”），持股比例为 33.75%。

2015 年 7 月 30 日，公司向新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司（以下简称“兵团国资公司”）、中新建招商股权投资有限公司（以下简称“中新建招商”）、新疆天邦投资有限公司（以下简称“天邦投资”）等三名发行对象发行股份 388102380 股，吸收合并天康控股，天康控股及其原持有的天康生物 293035860 股股份同时注销，新增股份于 2015 年 7 月 31 日在深圳证券交易所上市。2016 年 6 月 12 日，公司名称变更为现名。

从 2018 年开始，公司发行的可转换公司债券实现部分转股，截至 2021 年 3 月底，公司总股本为 10.75 亿股，公司控股股东和实际控制人为兵团国资公司，持股比例为 26.40%，不存在股权质押情况。

2020 年，公司经营范围和组织结构较上年无变化。截至 2021 年 3 月底，公司合并范围内拥有 16 家子公司。

截至 2020 年底，公司资产总额 157.29 亿元，所有者权益 68.68 亿元（含少数股东权益 6.34 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 119.87 亿元，利润总额 18.08 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 159.43 亿元，所有者权益 72.14 亿元（含少数股东权益 6.63 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 33.39 亿元，利润总额 3.26 亿元。

公司注册地址：新疆乌鲁木齐市高新区长春南路 528 号；法定代表人：杨焰。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月底，公司存续债券为“天康转债”，募集资金净额为 9.86 亿元，累计已使用 7.58 亿元，累计收到银行存款利息 0.18 亿元，尚未使用 2.45 亿元，累计变更用途的募集资金占募集资金总额的比例为 46.09%。截至 2020 年底，天康转债转股数量为 1.49 万股。跟踪期内，“天康转债”付息正常。

表 1 截至 2021 年 3 月底公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
天康转债	10.00	0.96	2017/12/22	6 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在

此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%¹，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%²，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、

财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2 2017—2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

¹ 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

² 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析

判断，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升,成为拉动经济的主引擎;投资拉动垫底;净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看,2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%,延续了上年逐季恢复的趋势,与疫情前水平的差距进一步缩小;消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎,疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正,但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元,同比增长 25.60%,两年平均增长 2.90%,与疫情前正常水平差距较大,固定资产投资仍处在修复过程中;资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱,疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红,贸易顺差 7592.90 亿元,较上年同期扩大 690.60%,净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势,达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强,经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳,生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度,全国居民消费价格指数(CPI)和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0,较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点,处于低位。2021 年一季度,全国工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比上涨 2.10%,呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格,带动 PPI 持续上行,加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末,社融存量同比增速为 12.30%,较上年末下降 1 个百分点,信用扩张放缓;2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元,虽同比少增 0.84 万亿元,但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值,反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看,信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素,企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面,截至 2021 年一季度末,M2 余额 227.65 万亿元,同比增长 9.40%,较上年末增速

(10.10%)有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元,同比增长 7.10%,较上年末增速(8.60%)也有所下降,说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正,收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元,同比增长 24.20%,是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元,占一般公共预算收入的 85.31%,同比增长 24.80%,同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动,反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元,同比增长 6.20%,其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域,债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元,缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄,可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元,同比增长 47.90%,主要是由于国有土地出让收入保持高速增长;政府性基金支出 1.73 万亿元,同比减少 12.20%,主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解,但依然存在结构性矛盾,居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和 5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响,加上年初局部性疫情的影响,失业率有所上升;而 3 月随着疫情形势好转,企业复工复产进度加快,用工需求增加,就业压力有所缓解。2021 年一季度,全国居民人均可支配收入 9730.00 元,扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%,延续了上年一季度以来逐季走高的趋势,且与消费支出增速的差值进一步缩小,居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调,要精准实施宏观政策,保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性,不急转弯,把握好时度效,固本

培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。**

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏；**随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；**固定资产投资修复过程仍将持续，**投资结构有望优化；**房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析

2020年，公司主营业务收入和利润主要源自于饲料、动物疫苗和生猪养殖业务，属于畜牧产业，较上年无变化。

1. 饲料行业

(1) 行业概况

我国饲料行业年产值近万亿，近三年年均复合增长3.60%。饲料产品以肉禽料、猪饲料和蛋禽料为主。饲料行业整体呈现一定的弱周期性。

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。

我国饲料行业起步于20世纪70年代，经跨越式发展，2011年我国饲料总产量跃居世界第一位。截至2020年底，我国饲料行业不仅形成了年产值近万亿的饲料工业体系，也已进入了行业生命周期的成熟期。根据2020年的情况来看，饲料总产量中，肉禽饲料约占38%，猪饲料约占32%，蛋禽饲料约占14%，水产、反刍等其他饲料占比均在10%以下。

2018—2020年，我国饲料工业产值分别为7869.00亿元、7097.70亿元和8445.90亿元，年均复合增长3.60%，其中2019年同比下降9.80%主要系上年养殖行业景气度低迷叠加非洲猪瘟冲击下，畜禽存栏数量减少所致。受畜禽养殖周期波动和动物性食品需求较稳定的综合影响，我国饲料行业整体呈现一定的弱周期性，其周期一般滞后于畜禽养殖周期半年到一年左右。

(2) 行业上下游情况

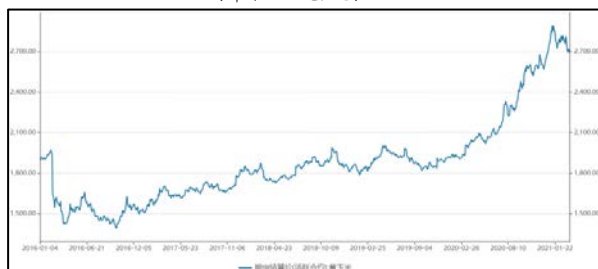
饲料行业上游

饲料行业的上游主要为玉米和豆粕等饲料原料。玉米主要来自国内种植，供给有保障，但近三年尤其是2020年以来价格迅速攀升，主要系生猪产能不断恢复玉米需求增加、种植面积小幅下降以及天气等原因所致。豆粕依赖国外进口，2020年价格涨幅较大，主要系2020年第四季度生猪产能恢复提振需求、拉尼娜等极端天气影响美洲大豆生产等因素所致。预计后续玉米和豆粕价格仍将维持高位。

饲料行业所需玉米主要来自国内，进口占比较小。我国每年玉米产量较为稳定，维持在

2.6 亿吨左右（其中 60%~70%用作饲料原料），但价格受农产品价格保护政策影响。2016 年，我国在主产区取消玉米临时收储政策（托底收购），玉米价格降至近年来的最低点。2017 年起，玉米价格走势进入价格和补贴分离的政策改革期，玉米市场化改革进一步深化，玉米市场价格重心上移。2018—2020 年底，我国黄玉米期货结算价（活跃合约）分别为 1864.00 元/吨、1911.00 元/吨和 2737.00 元/吨，其中 2020 年底较上年底增长 43.22%，主要系生猪产能不断恢复玉米需求增加、种植面积小幅下降以及天气等原因所致。2021 年第一季度，我国黄玉米期货结算价（活跃合约）基本维持在 2700 元/吨的高位。预计后续随着进口玉米增加、国产玉米轮作种植面积扩大，我国玉米价格中枢的上行态势将减缓，但仍将维持高位。

图 1 2016 年以来我国黄玉米期货结算价走势
(单位：元/吨)

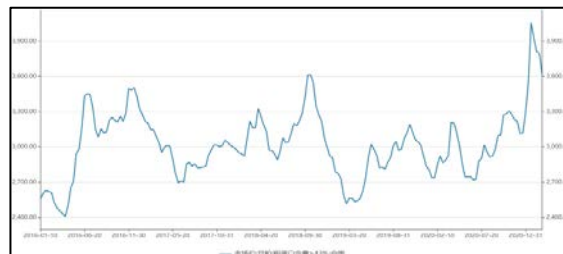


资料来源：Wind，联合资信整理

饲料行业所需豆粕的供需结构由国外进口大豆的供需结构决定。近年来我国大豆的进口依存度近 85%。从进口来源来看，我国每年需要 0.8~1 亿吨大豆，80%~90%的进口大豆来自巴西、美国 and 阿根廷，以巴西为主。近年来，巴西、美国 and 阿根廷三国大豆年度产量保持在 2 亿吨以上，对我国大豆需求形成供给保障，但大豆价格及后续豆粕价格受贸易摩擦、国际政治等因素的影响较大。2018—2020 年底，我国豆粕（粗蛋白含量≥43%）市场价有所上涨，分别为 2921.90 元/吨、2834.50 元/吨和 3291.80 元/吨，其中 2020 年底较上年底增长 12.66%，主要系 2020 年第四季度生猪产能恢复提振需求、拉尼娜等极端天气影响美洲大豆生产等因素所致。2021 年第一季度，受南美大豆产量基本确定影

响，我国豆粕（粗蛋白含量≥43%）市场价格呈现冲高回落态势。预计后续随着国内生猪、肉禽养殖持续恢复，豆粕的价格重心仍将维持高位，并存在进一步抬升的可能。

图 2 2016 年以来我国豆粕市场价走势
(单位：元/吨)



资料来源：Wind，联合资信整理

饲料行业下游

饲料行业下游为生猪和肉鸡养殖，详见本报告行业分析部分“2. 生猪养殖行业”。

(3) 行业竞争

饲料行业属于垄断竞争市场，市场集中度处于动态提升进程中。行业内企业竞争优势主要包括产品品质、服务能力、资金优势和研发能力等。

饲料行业下游客户主要为畜禽养殖户。改革开放以来，我国畜禽养殖整体呈现地域分散、家庭作业、规模较小和养殖品种繁多的特征，进而导致饲料行业对下游议价能力尚可，整体容量较稳定。但由于饲料产品有一定的同质度，饲料行业属于垄断竞争市场。2020 年，饲料行业市场集中度指标 CR3 不到 20%。随着我国饲料行业步入成熟期，行业内部竞争激烈化，行业内小微企业试图转型、龙头企业开展并购，市场集中度处于动态提升进程中。

猪饲料市场竞争格局方面，按照销量可以划分为三个梯队：其中第一梯队的代表企业是双胞胎(集团)股份有限公司和正邦集团有限公司等，猪饲料销量超过 600 万吨；第二梯队的代表企业是唐人神集团股份有限公司以及北京大北农科技集团股份有限公司，猪饲料销量在 200 万吨以上；第三梯队的代表企业是湖南正虹科技发展股份有限公司以及深圳市金新农科技股份有限公司等。

禽饲料市场竞争格局方面，第一梯队以新希望六和股份有限公司为代表，禽饲料销量超 1000 万吨；第二梯队以温氏食品集团股份有限公司为代表，禽饲料销量超 500 万吨；其余的企业可以归入第三梯队，代表企业为禾丰食品股份有限公司。

饲料企业的竞争优势主要包括产品品质、服务能力、资金优势和研发能力等。第一梯队企业无论是产品品质、品牌效应、资金实力还是资源整合能力等均处于市场竞争的优势地位；第二梯队一般由于产品品质较好、服务能力突出在一个或多个局部地区拥有非常高的市场认可度和品牌效应；第三梯队企业除发展空间有限等情形外，也有可能是处于快速成长期所致。

由于饲料产品存在运输半径、地域性等特

性，目前国内饲料龙头企业基本限于区域领先，很难做到在全国各个区域同时领先，这也为饲料行业的发展和新格局的产生提供了空间。

(4) 行业政策

国家政策支持饲料行业健康发展，行业政策环境良好。近年来针对饲料行业的政策主要集中在“禁抗”方面。

饲料行业具有涉及面广、关联度高、劳动技术密集、吸纳就业能力强等特点。近年来，中央一号文件多次聚焦“三农”领域，政府连续出台多项政策支持包括农副产品加工业在内的农业发展。具体到饲料行业，近年来的政策聚焦在“禁抗”方面，并已启动了退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂的相关行动。

表 3 近年来饲料行业最新相关政策

日期	政策文件	发文机关	内容
2017 年 6 月	《粮改饲工作实施方案》	农业部	促进青贮玉米、苜蓿、燕麦、甜高粱和豆类等饲料作物种植，收获加工后以青贮饲草料产品形式由牛羊等草食家畜就地转化。到 2020 年，全国优质饲草料种植面积发展到 2500 万亩以上。
2019 年 3 月	《关于征求<药物饲料添加剂退出计划（征求意见稿）>意见的函》	农业农村部	决定实施药物饲料添加剂退出计划，自 2020 年 1 月 1 日起，退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种；自 2020 年 7 月 1 日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂的商品饲料。
2019 年 7 月	中华人民共和国农业农村部公告第 194 号	农业农村部	自 2020 年 1 月 1 日起，退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种。自 2020 年 7 月 1 日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料。

资料来源：联合资信整理

(5) 行业关注

原材料价格波动风险。饲料产品的成本主要来自原料成本，而所需主要原料玉米、豆粕等的价格易受气候变化、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。

下游养殖业市场波动风险。饲料加工行业处于养殖业的上游，养殖业易随畜禽价格、国内外消费市场及动物重大疫病而波动。下游养殖行业产品价格、销售量的波动，将直接传导至饲料行业。

环保压力。饲料行业属于高污染行业，生产过程中除涉及废气和废渣外，还有粉尘排放、气味污染和噪声污染。需关注当前形势下，环境成本引致的运营成本增加。

(6) 未来发展

饲料需求有望整体保持小幅增长。

随着国内居民生活水平的提高以及城镇化进程的推进，人们对肉、蛋、奶等动物性食品需求将不断增加，并且对质量的要求也不断增强。饲料作为畜牧业发展的基础，其未来发展潜力巨大。2020 年，我国生猪出栏 5.27 亿头，存在供需缺口。随着生猪产能恢复进程，我国饲料下游需求有望整体保持小幅增长。

行业整合升级，集中度不断提高。

饲料行业市场竞争加剧，集中度有所提高。饲料行业在不断向集团化、规模化方向发展，未来经营规模小、技术落后、抗风险能力低的饲料加工企业将在激烈的市场竞争中被淘汰。饲料加工企业开始提高饲料、畜牧及食品加工产业关联度，推动了饲料加工行业的转型和提升。饲料加工企业不仅要依靠扩大产量和提高市场份额获得竞争

优势，同时要不断提高饲料生产科技水平，降低农产品等原料成本，研制和开发新产品。

下游养殖产业变化倒推饲料企业延伸产业链。近年来，由于养殖行业规模化提速，以家庭农场为代表的规模化养殖及大中型养殖企业逐步成为饲料的主要需求群体，下游养殖行业集中度的提升推动饲料行业集中度提升，导致饲料行业需求发生变化；此外，环保压力推动小企业退出市场，受此影响，饲料企业的发展路径发生调整，部分大型饲料企业向下游延伸，进行产业链整合，进入养殖行业，一些饲料企业则尝试OEM发展路径，为规模养殖企业提供专业饲料业务，坚持服务营销发展策略，以家庭农场和规模化猪场为重点客户群，以提供养殖综合技术服务为切入点，以实现饲料、兽药等产品的协同性为未来发展方向。

在细分领域存在渐进性创新的机会。尽管饲料行业整体进入成熟阶段，但在一些细分领域，仍然存在着渐进性创新的机会。如在产品上，以微生物发酵技术为核心的生物环保型饲料的发展，以及在各个品类上都存在的根据饲喂阶段越来越细分的料种。在生产上，由于物流变得更加高效便利，能够支撑更大范围的运输，也使得更大产能的单厂越来越多，通过更集中的规模化生产提升效率，同时也可以通过专业化车间或专业化生产线提升品质。

2. 生猪养殖行业

(1) 行业概况

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，我国生猪养殖集中度持续提升，但2020年底CR10仅12%，集中度仍比较低，导致生猪养殖行业具有较大的周期波动性。

我国生猪养殖古已有之，下游需求量与人民生活水平息息相关，并具有刚性。近年来，猪肉产量稳居各畜产品之首，无论是产量还是产值均占畜禽养殖行业的50%以上，总产值已接近2万亿。

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，我国生猪养殖结构不断优化，行业集中度持续提升，但生猪养殖行业集中度仍

比较低，截至2020年底，我国生猪养殖行业CR10仅12%，其中行业龙头牧原食品股份有限公司2020年实现出栏1811.5万头，市占率仅3.4%。因此目前我国肉猪养殖主体仍为散养农户，产能上下波动随意性强，导致生猪养殖行业具有较大的周期波动性。

(2) 生猪产能及产量分析

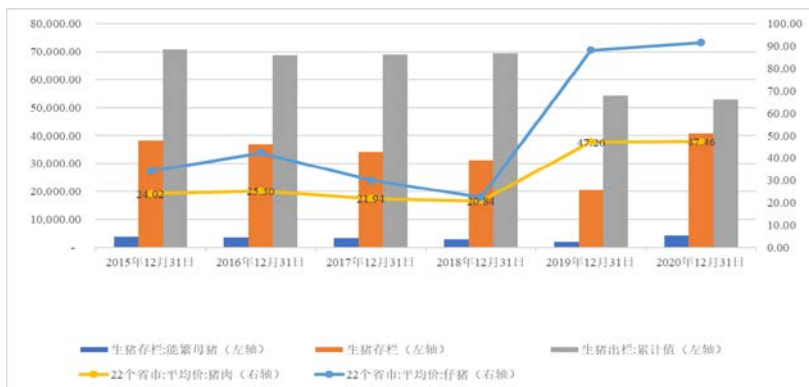
2018年，生猪养殖景气度低，非洲猪瘟爆发，我国生猪养户加速出栏、减少补栏。2019年，我国能繁母猪和生猪存栏见底后，生猪养殖景气度大幅提升。2020年，尽管得益于高景气度，生猪存栏有所增加，但非洲猪瘟叠加能繁母猪实际产能恢复不及预期等因素影响下，生猪出栏量仍处低位。

生猪养殖的基础产能指标为能繁母猪。根据中国政府网公布数据，2018—2020年，我国能繁母猪存栏量分别为2988万头、2045万头和4161万头，年均复合增长18.01%。其中，2019年较上年下降31.56%，主要系上年生猪养殖景气度低叠加非洲猪瘟、养户加速出栏减少补栏影响所致；2020年在行业高景气度带动下存栏数较上年大幅增长103.47%，已超2015—2017年间的平均水平。在高猪价的拉动下，2020年能繁母猪中的三元母猪占比较高，考虑到三元母猪繁殖能力下降20%~50%，折合后能繁母猪的实际产能恢复低于预期。

存栏生猪方面，根据中国政府网公布数据，2018—2020年底，我国生猪存栏量分别为3.11亿头、2.05亿头和4.07亿头，年均复合增长14.31%。其中，2019年底较2018年底下降34.16%，2020年底较2019年底增长52.10%。我国生猪存栏量于2019年见底。

出栏生猪方面，根据国家统计局公布数据，2018—2020年，我国生猪出栏头数持续下降，分别为6.94亿头、5.44亿头、5.27亿头，年均复合下降12.86%。其中，2019年同比下降21.57%，主要系能繁母猪存栏减少叠加非洲猪瘟影响所致；2020年同比下降3.15%，主要系非洲猪瘟影响、能繁母猪实际产能恢复不及预期、三元母猪留种以及二次育肥等因素影响所致。

图3 2015—2020年底我国生猪产能、价格及先行指标情况（单位：左轴-万头、右轴-元/千克）



资料来源：Wind，联合资信整理

（3）行业上下游及产品价格情况

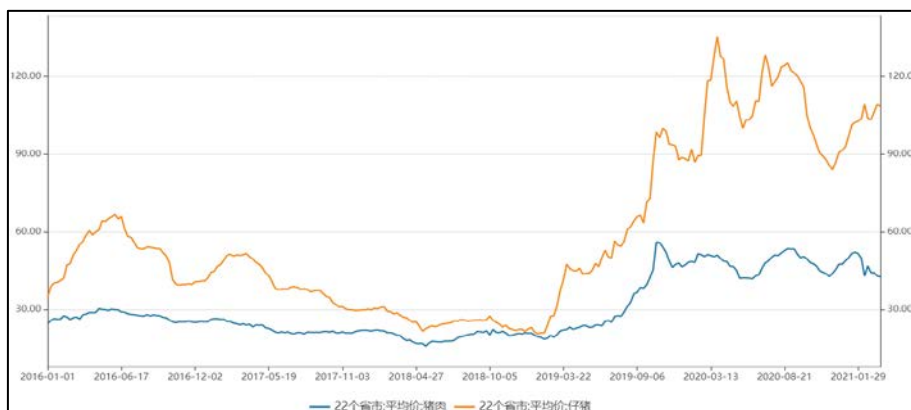
生猪养殖行业的上游为饲料行业，成熟稳健；下游为我国居民的刚性需求，供给基本决定了猪肉价格。2018—2020年，受供给不足影响，我国猪肉价格年均复合增长50.91%。2021年以来，猪肉平均价格仍保持在高位，但已呈现出慢速下行态势。如2021年之后生猪产能集中释放，将导致猪价无序下跌以出清，届时行业内企业将面临较大风险。

生猪养殖行业上游主要为饲料行业，详见本报告行业分析部分“1. 饲料行业”。下游主要是居民肉食消费需求。根据世界经合组织与联合国粮农组织（OECD-FAO）联合发布的2020年农业展望报告，我国对猪肉的人均年度消费量为24.37千克，而且在猪肉比价较低时存在对猪肉消费的明显偏好。因此，在我国饮食和烹饪体系下，猪肉消费为刚性需求，供给端基本决定了猪肉价格。

2018—2020年末，受生猪产能大幅波动影响，我国22个省市猪肉平均价大幅上涨，分别为20.84元/千克、47.20元/千克和47.46元/千克，年均复合增长50.91%。其中，由于2019年生猪出栏数量下降21.57%，2019年末猪肉平均价较上年末增长126.49%。

2021年以来，受①生猪存栏增加、种群密度加大；②能繁母猪中三元母猪占比较高；③年初非洲猪瘟野毒和疫苗毒扩散速度加快三方面因素影响，我国生猪养殖难度加大、供应紧张，猪肉平均价格仍保持在高位，先行指标仔猪价格也出现了反弹。预计2021年全年生猪/猪肉平均价格仍将高于非洲猪瘟前一般年份的平均价格，但已呈现出慢速下行态势。如2021年之后生猪产能集中释放，将引致猪价无序下跌以出清，届时行业内企业将面临猪价跌破成本价、盈利能力大幅下降、营运现金流紧张、再融资能力弱化等风险。

图4 2016年以来我国猪肉及仔猪价格情况（单位：元/千克）



资料来源：Wind，联合资信整理

（4）行业政策

近年来，我国畜牧养殖行业政策聚焦于养殖区划、环保指导和促进养殖产能恢复，为行业可持续发展营造了较好的政策环境。但需要关注随着生猪养殖产能逐步恢复，相关政策支持将不断减弱。

“生猪养殖北上”政策

2017年2月，农业部办公厅印发了《2017年畜牧业工作要点》（以下简称“《要点》”）的通知。根据《要点》规定，生猪养殖由北京、天津、上海、江苏、浙江、福建、广东、安徽、江西、湖北、湖南等限制发展的南方水网向潜力增长区东北的黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古以及西南的云南和贵州转移，在转移过程中出现的供应缺口将由禽类以及牛羊等肉类来补上，并选择几个典型县开展生猪种养结合循环发展试点。

2019年9月，生态环境部和农业农村部印发《关于进一步规范畜禽养殖禁养区划定和管理，促进生猪生产发展的通知》，指出除饮用水水源保护区，风景名胜区，自然保护区的核心区和缓冲区，城镇居民区、文化教育科学研究区等人口集中区域及法律法规规定的其他禁止养殖区域之外，不得划定禁养区。

环保类政策

2016年，我国环保政策密集出台，环保门槛持续提高。国务院陆续发布《土壤污染防治行动计划的通知》《水污染防治行动计划》《“十三五”生态环境保护规划》等政策，明确要合理确定畜禽养殖布局和规模，大力推进畜禽养殖污染防治；划定禁止建设畜禽规模养殖场（小区）区域，加强分区分类管理，推行绿色发展，把环保列入政府考核，禁养区划定全面展开。

2018年1月，农业部办公厅印发了《2018年畜牧业工作要点》，提出继续推进畜禽养殖废弃物资源化利用，全面实施粮改饲政策，推动规模化养殖水平，提升中小养殖户的生产经营水平。

促进养殖产能类政策

2019年12月，农业农村部印发《加快生猪生产恢复发展三年行动方案》，包括落实生猪规模化养殖场建设补助项目、加大农机购置补贴支持力度、保障养殖用地、加大金融保险支持、推进养殖项目环评“放管服”改革等。

2020年3月，国家发改委和农业农村部印发《关于支持民营企业发展生猪生产及相关产业的实施意见》，提出要从加大财政支持力度、完善金融保险支持政策、支持企业克服新冠肺炎疫情带来的特殊困难、保障合理用地需求等方面支持民营企业发展生猪生产。

2021年2月，我国发布《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》，即2021年中央一号文件，提出要深入推进农业供给侧结构性改革，平稳发展生猪产业。需要注意的是，随着生猪养殖产能逐步恢复，国家促进养殖产能类政策支持力度将不断减弱，信贷、财税和土地政策可能收紧。

（5）行业关注

原料端价格上行。生猪养殖过程发生的主要成本是饲料成本。上游饲料产品所需主要原料玉米、豆粕等的价格易受气候变化、国际粮情和国家农业政策的影响而发生波动，进而转嫁到养殖端。当玉米、豆粕价格上行时，养殖企业成本控制难度增加。

生猪价格波动。一般而言，猪周期最低点肯定会跌破行业平均成本线。如生猪价格长期跌破行业平均成本线，将会对行业内大部分企业的现金流和运营造成巨大影响。

非洲猪瘟等疫病。非洲猪瘟等疫病可能使企业生物性资产蒙受巨大损失，对企业产能和产品造成巨大影响。

重大食品安全事件。如瘦肉精等食品安全事件出现，特别是经过媒体曝光放大，将会对行业下游销售严重影响。

（6）未来发展

对于生猪养殖行业而言，本轮猪周期持续期较长，2021年起步入缓慢下行通道。对于猪企而言，可能面临上游成本压力，并进行产业

链延伸经营。

对于行业而言，2018—2019年开启的本轮猪周期不同以往，随着非洲猪瘟反复，散户复产困难，行业集中度CR10有望在未来2~3年内迅速提升至30%左右。时间方面，如不考虑通胀因素，本轮猪周期持续期会超过以往4年的规律，2021年起步入缓慢下行通道。

对于猪企而言，上游将面临农产品易涨难跌带来的成本压力；中间生产过程对环保和防疫的重视程度提升，也附加了相关成本；下游产品形式多元化，需针对“调猪向调肉转变”新增一定的屠宰产能或延伸产业链，也可采用生猪期货等金融工具控制风险。未来畜牧养殖企业有望通过兼并、合资、联营等多种方式，向养殖、种植、加工纵深发展；并衍生出电商与实体结合、互联网与产业融合、生产者与消费者直接对接等新业态。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年底，公司总股本为10.75亿股，公司控股股东和实际控制人为兵团国资公司，持股比例为26.41%，不存在股权质押情况。

2. 企业规模及竞争力

公司作为行业优势企业，在经营地域与技术水平等方面仍具有较强优势，综合竞争力仍较强。

公司主要经营地点为新疆，生物防控形势好，具备天然养殖优势。2018—2020年，公司累计获得国家新兽药证书5个，授权专利51项；公司拥有自主知识产权的猪瘟病毒E2亚单位基因工程灭活疫苗已于2018年上市。2020年，历时12年由公司和新疆畜牧科学院联合

研发的可以鉴别诊断的布氏菌病基因缺失活疫苗获得新兽药证书和国家生产批准文号；国家高等级生物安全三级实验室已完成建设并投入运行，在新型动物疫病疫苗研发方面具有条件保障和基础支撑。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行征信系统查询的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91650000722362767Q），截至2021年6月10日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入失信被执行人名单。

七、管理分析

2020年，公司核心管理团队较为稳定，主要管理制度连续，经营运作正常。

2020年1月，黄立海先生因工作原因辞去公司董事职务。公司其余高管、董事及监事无重大变动，主要管理制度连续，管理运作正常。

八、重大事项

2020年12月公告，公司拟发行股票数量不超过322,540,482股（含）（以截至2020年9月30日总股本的30%测算），发行股票的对象为符合中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）规定的证券投资基金管理公司、证券公司、信托公司、财务公司、保险机构投资者、合格境外机构投资者、境内法人以及其他合格投资者，发行对象不超过35名。募集资金总额不超过20.67亿元（含），扣除发行费用后拟投资于以下项目：

表4 非公开发行股票募集资金用途（单位：亿元）

序号	项目名称	拟投资总额	拟利用募集资金额
1	甘肃天康农牧科技有限公司42万头仔猪繁育及20万头生猪育肥建设项目	6.66	5.56
2	天康生物股份有限公司30万头仔猪繁育及20万头生猪育肥基地建设项目	5.23	4.30
3	甘肃天康农牧科技有限公司30万头仔猪繁育及20万头生猪育肥建设项目	5.82	4.84
4	补充流动资金	5.97	5.97

合计	23.68	20.67
----	-------	-------

资料来源：公司提供

若实际募集资金数额（扣除发行费用后）少于上述项目拟以募集资金投入金额，在最终确定的本次募集资金投资项目范围内，公司将根据实际募集资金数额，按照项目的轻重缓急等情况，调整并最终决定募集资金的具体投资项目、优先顺序及各项目的具体投资额，募集资金不足部分由公司自筹解决。本次非公开发行股票募集资金到位之前，公司将根据项目进度的实际情况以自筹资金先行投入，并在募集资金到位之后予以置换。2021年5月，非公开发行股票获得中国证监会核准批复。

九、经营分析

1. 经营概况

2020年，公司经营情况良好，收入和利润大幅增长；受猪周期影响，综合毛利率有所提高。

2020年，公司实现营业收入119.87亿元，较上年增长60.33%，主要系饲料板块业务规模扩大及生猪板块收入增加所致；利润总额18.08亿元，同比增长2.06倍。2020年，公司主营业务收入占营业收入的比重为99.78%，主营业务十分突出。

从收入构成来看，2020年，公司饲料收入同比增长43.81%，主要系新疆原有市场销售规模扩大及开拓陕甘宁区域市场所致，占主营业务收入的比重同比下降4.03个百分点；兽药收入同比增长52.43%，主要系全国生猪养殖规模扩大，疫苗招标价格提高所致，占主营业务收

入的比重同比下降0.37个百分点；屠宰加工及肉制品收入同比下降10.92%，主要系新冠肺炎防疫要求，公司停止屠宰外采生猪所致，占主营业务收入的比重同比下降6.92个百分点；农副产品加工收入同比增长38.34%，主要系市场需求增加，销售规模扩大所致，占主营业务收入的比重同比下降1.48个百分点；生猪养殖收入同比增长407.48%，主要系猪肉价格上涨所致，占主营业务收入的比重同比上升13.92个百分点；玉米收储业务收入同比增长57.44%，主要系价格上涨所致，占主营业务收入的比重同比下降0.30个百分点；其他主营业务收入同比增长25.65%，占主营业务收入的比重较小，影响不大。

从毛利率来看，2020年，公司饲料业务毛利率同比下降0.20个百分点，变化不大；兽药业务毛利率同比上升8.86个百分点，主要系疫苗招标价格提高所致；屠宰加工及肉制品业务毛利率同比上升17.34个百分点，主要系猪肉价格上涨所致；农副产品加工业务毛利率同比下降2.19个百分点，变化不大；生猪养殖业务毛利率同比上升24.91个百分点，主要系猪肉价格上涨所致；玉米收储业务毛利率同比上升2.21个百分点，变化不大；其他主营业务毛利率同比下降41.91个百分点，对公司盈利影响不大；综上，公司综合毛利率同比上升6.00个百分点。

2021年1—3月，公司实现营业收入33.39亿元，同比增加68.35%，主要系疫情受控，业务恢复正常运营所致；实现利润总额3.26亿元，同比下降1.47%。

表 5 2018—2020 年公司主营业务收入构成及毛利率情况

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
饲料	25.62	48.59	14.56	29.31	39.20	14.33	42.15	35.17	14.13
兽药	7.50	14.22	58.96	5.55	7.43	60.12	8.46	7.06	68.98
屠宰加工及肉制品	5.19	9.84	19.39	11.63	15.56	47.83	10.36	8.64	65.17

农副产品加工	8.55	16.21	12.14	8.06	10.78	10.82	11.15	9.30	8.63
生猪养殖	3.36	6.37	9.26	4.81	6.44	29.37	24.41	20.36	54.28
玉米收储业务	--	--	--	12.50	16.72	18.69	19.68	16.42	20.90
其他主营业务	2.00	3.79	7.26	2.69	3.60	61.49	3.38	2.82	19.58
合计	52.22	99.03	20.44	74.55	99.71	24.99	119.60	99.78	30.99

注：尾差系数数据四舍五入所致

资料来源：公司提供

1. 饲料业务

2020年，市场饲料需求增加，公司增加主要原材料采购量；产量较上年有较大幅度增加，但产能利用率仍有待提高；受益于猪料、禽料和反刍饲料增长，公司饲料销量有所提升，产销率维持在很高水平。

采购方面，2020年，随着公司业务规模的扩大，公司玉米和豆粕的采购量分别同比增长46.52%和39.29%；采购均价方面，2020年，公司玉米采购均价较上年增长17.45%，主要系输入性通胀所致；豆粕采购均价较上年变化不大。

表6 2018—2020年主要原材料采购情况

(单位：万吨、元/吨)

原材料	项目	2018年	2019年	2020年
玉米	采购数量	50.55	60.06	88.00
	采购均价	1843.50	1892.62	2222.88
豆粕	采购数量	13.75	14.89	20.74
	采购均价	3576.47	3268.43	3227.93

资料来源：公司提供

生产方面，从产能来看，2020年，饲料产能维持324.70万吨不变；产量为192.89万吨，同比增长47.33%；产能利用率方面，公司产能利用率为59.41%，较上年增加19.19个百分点，产能利用率有待提高。

销售方面，2020年，公司饲料销售量为190.99万吨，同比增长43.15%。其中，猪饲料84.10万吨，同比增长49.88%；禽用饲料59.95万吨，同比增长21.50%；水产饲料5.47万吨，同比增长10.06%；反刍饲料35.71万吨，同比增长81.09%。产销率方面，2020年公司饲料产销率为99.01%，较上年下降3.17个百分点，仍处于很高水平。

2. 兽药业务

2020年，公司兽药业务主要原材料采购价格均有所下降，血清与佐剂采购量有所背离，培养基采购金额有所下降；兽药产销量大幅增长，产能利用率较低，但产销率维持在很高水平。

从采购情况看，2020年，公司血清采购量较上年增长127.16%，主要系兽药疫苗销量增长所致；佐剂采购量较上年减少48.83%，主要系销售产品结构差异，所需佐剂减少所致。采购价格方面，2020年，公司血清采购均价较上年均变化不大，分别增长4.21%和0.92%。

从采购集中度来看，2020年，公司兽药业务原材料前五大供应商采购金额为0.83亿元，占兽药原材料采购金额的44.42%，集中度有所上升。公司所采购原材料非独家产品，因而对单一供应商依赖程度较低。

表7 2018—2020年疫苗主要原材料采购情况

(单位：万毫升、元/毫升、万元、吨、万元/吨)

原材料	项目	2018年	2019年	2020年
血清	采购数量	1739.89	703.00	1596.90
	采购均价	1.21	0.94	0.90
	采购金额	2118.44	663.01	1437.93
佐剂	采购数量	291.55	300.30	153.65
	采购均价	8.39	8.39	8.31
	采购金额	2446.87	2520.46	1277.25
培养基*	采购金额	3581.96	2316.44	2074.80

注：由于公司采购的培养基种类较多，根据配方的差异，采购数量存在升、公斤、克等多种单位，具体数量难以统计

资料来源：公司提供

生产方面，2020年，公司兽药疫苗产能较上年无变化；产量为137430.00万毫升，较上年增长67.16%，主要系销售规模扩大所致；产能利用率增加16.48个百分点至41.02%。

表8 2018—2020年公司兽药疫苗产能、产量及产能利用率情况
(单位：万毫升、元/万毫升、%)

项目	2018年	2019年	2020年
产能	335000.00	335000.00	335000.00
产量	137961.00	82215.54	137430.00
产能利用率	41.18	24.54	41.02

资料来源：公司提供

销售方面，2020年，公司兽药疫苗销量较上年增长30.62%，主要系市场需求增加所致；销售均价较上年增长20.18%，主要系集中采购价格增加所致。其中，口蹄疫疫苗销量75052.99万头份，同比增长22.35%；小反刍兽疫疫苗销量29836.65万头份，同比增长19.44%；猪蓝耳病疫苗销量1038.52万头份，同比下降19.67%；猪瘟疫苗销量2227.84万头份，同比增长208.05%；布病疫苗销量15752.03万头份，同比增长130.35%；其它疫苗销量4829.97万头份，同比增长42.70%。

表9 2018—2020年公司兽药疫苗销售情况
(单位：万毫升、元/万毫升、%)

项目	2018年	2019年	2020年
销量	124780.00	98562.05	128738.00
销售均价	5739.11	5632.92	6769.70
产销率	90.45	119.88	93.68

资料来源：公司提供

2020年，公司兽药业务前五大销售客户销售金额为1.86亿元，占当年兽药板块销售收入的21.37%，集中度一般。

3. 其他业务

(1) 生猪养殖及食品加工业务

2020年，公司仔猪对外销售数量和生猪出栏量均大幅增加；受疫情政策影响，屠宰和代宰数量有所下降；担保项目具有反担保措施，

风险敞口较小。

采购方面，公司采购渠道及采购政策较上年均未发生变化。养殖方面，2020年，公司共出栏生猪134.50万头，较上年增长59.61%，主要系公司2020年扩大养殖规模所致。

销售方面，2020年，公司种猪对外销售数量为6.49万头，较上年增长37.18倍，主要系公司基本完成留种需求，外销恢复所致；销售均价为5793.62元/头，较上年下降7.96%；仔猪对外销售数量为67.49万头，较上年增长1.27倍，主要系猪价上涨，市场需求增加所致；销售均价为1364.59元/头，较上年增长79.79%。

屠宰及食品加工方面，2020年，公司屠宰量为28.55万头，其中代宰数量为0.03万头；肉制品销售为3.63万吨。

公司控股的担保公司新疆天康融资担保有限公司和河南富桥投资担保有限公司为畜牧养殖产业链上的相关主体提供配套融资担保服务。截至2020年底，公司担保业务共有在保项目175个，在保金额为3.86亿元。两家公司对主要担保项目均要求担保方采取了相应反担保措施（如牲畜抵押、房产抵押、多户联保、担保人担保等）。

(2) 农副食品加工业务

2020年，公司毛油、粕类产销量变化不大。

2019—2020年，公司毛油产能均为6.62万吨，产量分别为6.28万吨和5.98万吨；销量分别为6.47万吨和6.05万吨；其中内销数量分别为0.12万吨和0.03万吨。2019—2020年，粕类产能均为25.00万吨，产量分别为21.89万吨和21.86万吨；销量分别为21.05万吨和21.54万吨；其中内销数量分别为3.43万吨和2.30万吨。

(3) 玉米收储业务

2020年，公司玉米收储业务收入规模大幅增长，对公司收入有一定贡献。

贸易冲突与争端加大了农产品等大宗商品价格波动的不确定性，为应对原材料价格波动风险，公司于2018年下半年开展了玉米收储业务。2020年，公司实现玉米收储业务收入19.68

亿元，毛利率 20.90%。

4. 在建项目

公司在建生猪养殖项目有助于扩大生猪养殖规模，增强综合竞争实力；同时公司在建项目尚需投资规模较大，考虑到一部分在建项目来源于募集资金，公司仍面临一定的资金支出压力。

截至 2020 年底，公司生猪养殖产业化建设项目拟投资 14.82 亿元，累计已投资金额 3.07 亿元，尚需投资 11.75 亿元。其中，生猪产业化建设项目具体包括新疆地区生猪产业化建设项目、河南地区生猪产业化建设项目和甘肃基地生猪产业化建设项目，项目建成后，公司生猪养殖产能将大幅增加。

表 10 截至 2020 年底，公司主要在建项目情况

(单位：亿元)

项目名称	总投资	累计已投资额	尚需投资	
生猪产业化建设项目	新疆基地	2.24	0.08	2.16
	河南基地	4.45	1.19	3.26
	甘肃基地	8.12	1.80	6.32
合计	14.82	3.07	11.75	

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2020 年，公司经营效率整体有所提升。

2020 年，公司销售债权周转次数由上年的 24.87 次增长至 37.31 次；存货周转次数由上年的 2.00 次下降至 1.81 次；总资产周转次数由上年的 0.76 次增长至 0.89 次。

6. 未来发展

公司发展战略明确，符合自身发展需要。

公司未来计划在核心业务方面实现如下整体发展战略：

动物疫苗方面，公司提前布局了基因工程疫苗的研发，并在行业内大型企业的规模效应及品牌效应的越发突显的情势下，在兽用疫苗行业进行并购整合，并通过制药业务 P3 实验室的投入使用进一步强化公司的品牌效应。

饲料方面，公司拟通过饲料业务向畜牧产业链上游延伸；推出多样化产品与服务以满足

不同阶段动物、不同养殖企业的需求；同时布局养殖产业链下游屠宰及食品加工环节，加强产业一体化经营的成本优势。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了 2020 年度财务报告，希格玛会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行了审计，并出具了标准的无保留意见的审计结论。公司提供的 2021 年一季度财务数据未经审计。

截至 2020 年底，公司合并范围内子公司共 16 家，较上年未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2020 年底，公司资产总额 157.29 亿元，所有者权益 68.68 亿元（含少数股东权益 6.34 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 119.87 亿元，利润总额 18.08 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 159.43 亿元，所有者权益 72.14 亿元（含少数股东权益 6.63 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 33.39 亿元，利润总额 3.26 亿元。

2. 资产质量

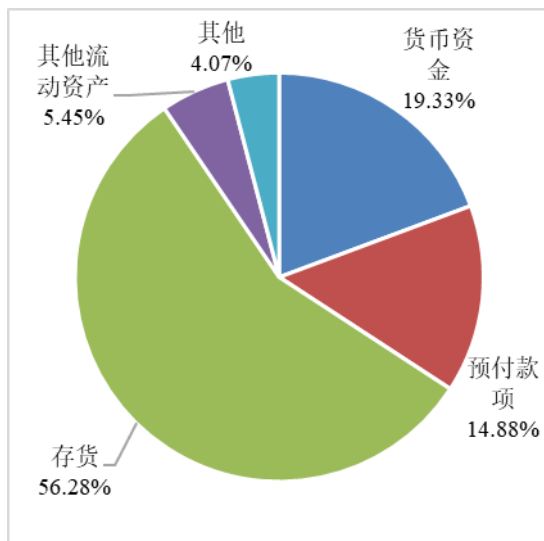
截至 2020 年底，公司资产规模有较大幅度增长，资产结构以流动资产为主。流动资产中存货和预付款项规模较大，对营运资金形成占用；非流动资产以固定资产为主，公司资产流动性一般。受限资产占比很低。

截至 2020 年底，公司资产总额 157.29 亿元，较上年底增长 41.01%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 68.01%，非流动资产占 31.99%。公司资产以流动资产为主，流动资产较上年底占比上升较快。

(1) 流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产 106.97 亿元，较上年底增长 59.79%，主要系存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 19.33%）、预付款项（占 14.88%）、存货（占 56.28%）和其他流动资产（占 5.45%）构成。

图5 截至2020年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

截至2020年底，公司货币资金20.67亿元，较上年底增长3.29%；货币资金主要由银行存款（占94.34%）、其他货币资金（占5.65%）构成。公司货币资金中受限资金为0.12亿元，占比很低。

截至2020年底，公司预付款项15.92亿元，较上年底增长136.41%，主要系油脂原材料拉运入库较上年有时间差及饲料业务因战略储备预付原材料款项增加所致。

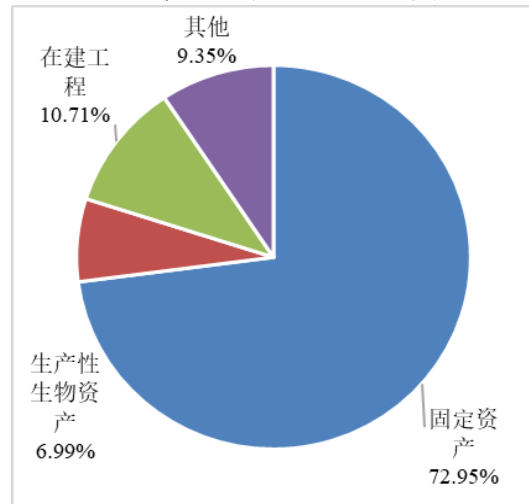
截至2020年底，公司存货60.20亿元，较上年底增长94.37%，主要系养殖业务、农产品业务扩大生产规模，导致消耗性生物资产及玉米收储量增加所致。存货主要由库存商品（占比61.08%）、消耗性生物资产（占18.50%）和原材料（占13.26%）构成，累计计提跌价准备51.31万元，计提比例为0.01%。

截至2020年底，公司其他流动资产5.82亿元，较上年底增长24.42%，主要系待抵扣增值税进项税增加所致。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产50.32亿元，较上年底增长12.83%，公司非流动资产主要由固定资产（占72.95%）、生产性生物资产（占6.99%）和在建工程（占10.71%）构成。

图6 截至2020年底公司非流动资产构成



资料来源：公司提供

截至2020年底，公司固定资产36.71亿元，较上年底增长14.17%，主要系芳草湖天康畜牧20万头育肥场、甘肃金昌天康繁育基地建设项目、汝南宏展畜牧建设项目等工程完工投产并转固所致。固定资产主要由房屋建筑物（占62.91%）和机器设备（占34.16%）构成，累计计提折旧15.89亿元；固定资产成新率78.42%，成新率尚可。

截至2020年底，公司生产性生物资产3.52亿元，较上年底增长77.67%，主要系养殖业务扩大生产规模，种猪存栏量增加所致。

截至2020年底，公司在建工程5.39亿元，较上年底下降12.50%，主要系部分建设项目转固所致。在建工程未计提减值准备。

截至2020年底，公司受限资产1.17亿元，全部为受限货币资金，主要系担保业务的担保保证金及投资保证金所致；受限资产占总资产比重为0.74%，受限比例很低。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至2020年底，公司所有者权益有所增长，但未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至2020年底，公司所有者权益合计68.68亿元，较上年底增长32.97%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为90.77%，少数股东权益占比为9.23%。归属

于母公司所有者权益62.33亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占17.25%、23.63%和55.37%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至2021年3月底，公司所有者权益合计72.14亿元，较上年底增长5.05%。其中，归属于母公司所有者权益占比为90.81%，少数股东权益占比为9.19%。归属于母公司所有者权益65.51亿元，实收资本、资本公积和未分配利润分别占16.41%、22.73%和57.28%。归属于母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

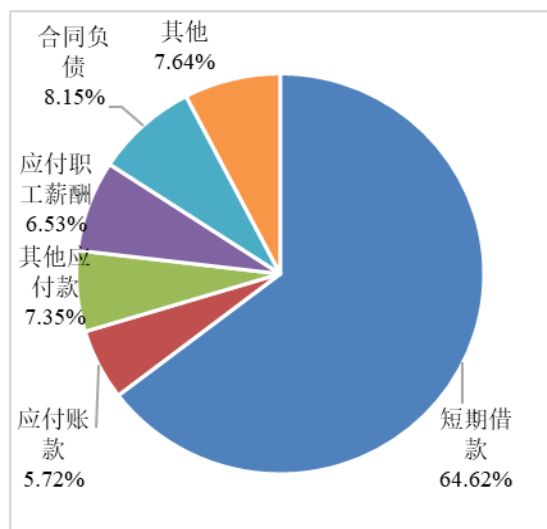
(2) 负债

截至2020年底，公司负债规模有所增长，仍以流动负债为主；有息债务以短期债务为主，期限结构有待改善。

截至2020年底，公司负债总额88.62亿元，较上年底增长47.95%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占83.19%，非流动负债占16.81%。公司负债以流动负债为主，流动负债占比上升较快。

截至2020年底，公司流动负债73.72亿元，较上年底增长71.40%，主要系短期借款增加所致。公司流动负债主要由短期借款(占64.62%)、应付账款(占5.72%)、应付职工薪酬(占6.53%)、其他应付款(占7.35%)和合同负债(占8.15%)构成。

图7 截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：公司提供

截至2020年底，公司短期借款47.63亿元，较上年底增长75.91%，主要系业务规模扩大，运营资金需求增加所致；短期借款由保证借款(占比91.68%)和信用借款(占比8.32%)构成。

截至2020年底，公司应付账款4.22亿元，较上年底增长68.14%，应付账款账龄以1年以内(占94.59%)为主。

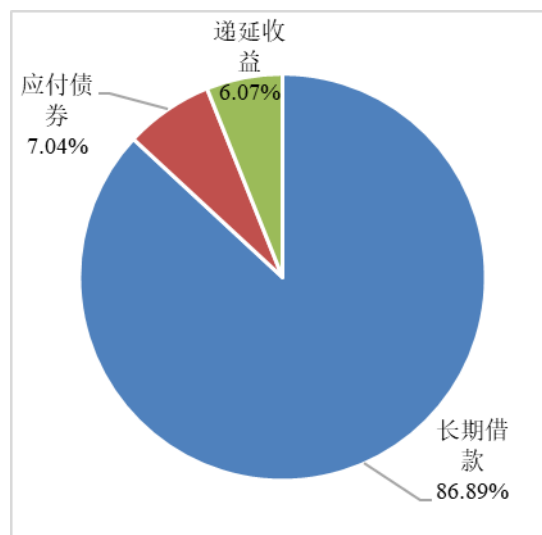
截至2020年底，公司应付职工薪酬4.81亿元，较上年底增长110.63%，主要系业务规模扩大，在职员工数量增加，薪酬水平提升所致。

截至2020年底，公司其他应付款5.42亿元，较上年底增长38.53%，主要系往来款增加所致。

截至2020年底，公司新增合同负债6.01亿元，主要系公司油脂及玉米收储业务采用预售的销售模式，由预收账款划入此科目所致。

截至2020年底，公司非流动负债14.90亿元，较上年底下降11.79%，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86.86%)、应付债券(占7.04%)和递延收益(占6.06%)构成。

图8 截至2020年底公司非流动负债构成



资料来源：公司提供

截至2020年底，公司长期借款12.94亿元，较上年底下降7.74%，主要系部分长期借款到期归还所致；长期借款主要由信用借款(占

90.80%)和保证借款(占9.20%)构成。从期限分布看,2022年到期的占90.80%,2024年及以后到期的占9.20%,其中,2022年长期借款到期规模较大,具有一定的集中偿付压力。

截至2020年底,公司应付债券1.05亿元,较上年底下降43.00%,主要系可转换债券转股所致。

截至2020年底,公司递延收益0.90亿元,较上年底下降11.21%,主要系政府补助减少所致。

截至2020年底,公司全部债务65.97亿元,较上年底增长40.53%,主要系短期借款增加所致。其中,短期债务占78.80%,长期债务占21.20%,以短期债务为主。短期债务51.98亿元,较上年底增长67.25%,主要系公司经营规模扩大,资金需求增加所致。长期债务13.99亿元,较上年底下降11.83%,主要系部分长期借款到期归还及可转债转股所致。截至2020年底,公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为56.34%和48.99%,较上年底分别提高2.64个百分点和1.38个百分点;长期债务资本化比率为16.92%,较上年底下降6.58个百分点。

表 11 截至 2020 年底公司全部债务期限结构

(单位:亿元、%)

项目	1 年以内	1~2 年	2~3 年	3 年以上	合计
短期借款	47.63	--	--	--	47.63
应付票据	1.08	--	--	--	1.08
一年内到期的非流动负债	3.27	--	--	--	3.27
长期借款	--	11.75	--	1.19	12.94
应付债券	--	--	--	1.03	1.03
合计	51.98	11.75	0.00	2.24	65.97
占比	78.80	17.81	0.00	3.39	100.00

资料来源:公司提供

截至2021年3月底,公司负债总额87.28亿元,较上年底下降1.51%,较上年底变化不大。其中,流动负债占78.34%,非流动负债占21.66%。公司以流动负债为主,负债结构较上年底变化不大。

截至2021年3月底,公司全部债务60.11亿元,较上年底下降8.88%。其中,短期债务44.63亿元(占74.25%),较上年底下降14.14%。长期债务15.48亿元(占25.75%),较上年底增长10.67%。截至2021年3月底,公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为54.75%和45.45%,较上年底分别下降1.59个百分点和3.54个百分点;长期债务资本化比率为17.67%,较上年底提高0.75个百分点。

4. 盈利能力

2020年,公司营业收入同比大幅增长,公司费用控制能力一般,主业盈利能力强。

2020年,受益于业务规模扩大,产品价格上升,公司实现营业收入119.87亿元,同比增长60.33%;实现利润总额18.08亿元,同比增长2.06倍。2020年,公司营业利润率为30.71%,同比提高5.95个百分点。

从期间费用看,2020年,公司期间费用总额为18.77亿元,同比增长46.30%,主要系管理费用增加所致。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36.99%、47.96%、5.54%和9.51%,以管理费用为主。其中,销售费用为6.94亿元,同比增长27.21%,主要系公司业务规模拓展,人员费用及技术服务费增加所致;管理费用为9.00亿元,同比增长88.45%,主要系公司规模扩大,人员费用增加,以及畜牧养殖业务受疫病影响导致其他费用增长所致;研发费用为1.04亿元,同比增长22.50%,主要系研发投入增加所致;财务费用为1.79亿元,同比增长2.23%。2020年,公司期间费用率³为15.66%,同比下降1.50个百分点,公司费用控制能力一般。

2020年,公司分别实现投资收益和其他收益0.30亿元和0.47亿元,分别占营业利润的比重为1.64%和2.58%,均对营业利润影响不大。2020年,公司实现营业外收入0.03亿元,同比增长18.88%,其占利润总额比重为0.16%,对利润影响不大。

³ 期间费用率=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营

业收入

从盈利指标来看，2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为14.72%和26.00%，同比分别提高6.75个百分点和14.53个百分点，公司主业盈利能力强。

2021年1—3月，公司实现营业收入33.39亿元，同比增长68.35%，主要系疫情控制情况较好，公司生产经营恢复正常所致；实现利润总额3.26亿元，同比下降1.47%。

5. 现金流分析

2020年，由于公司农产品收购量增加且收入跨期，公司经营活动现金由净流入转为净流出，净流入规模有所下降，收入实现质量尚可；因固定资产投资减少，投资活动现金净流出规模有所下降，筹资活动现金仍为净流入状态。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入125.41亿元，同比增长61.26%，主要系收入规模扩大所致；经营活动现金流出131.41亿元，同比增长75.93%，主要系本期农产品业务收购量较上年增加所致。2020年，公司经营活动现金净流出6.01亿元，由净流入转为净流出。综上，2020年，公司现金收入比为103.18%，同比下降0.12个百分点，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入4.09亿元，同比增长7.92%；投资活动现金流出12.16亿元，同比下降30.18%，主要系固定资产投资规模减少所致。综上，2020年，公司投资活动现金净流出8.06亿元，同比下降40.79%。

2020年，公司筹资活动前现金流为-14.07亿元，较上年净流出规模增加33.40%，仍存在融资需求。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入53.71亿元，同比增长27.64%，主要系贷款增加所致；筹资活动现金流出38.71亿元，同比增长18.21%。综上，2020年，公司筹资活动现金净流入15.00亿元，同比增长60.72%。

2021年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额为5.85亿元；投资活动产生的现金流量

净额为-2.20亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-5.83亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力指标表现较好。考虑到公司在政府支持、经营规模、股东背景、持续经营能力等方面的竞争优势，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的155.65%和83.64%分别下降至145.10%和63.44%，流动资产对流动负债的保障程度有所弱化。截至2020年底，公司经营现金流动负债比率为-8.15%，同比下降15.29个百分点。截至2020年底，公司现金短期债务比由上年底的0.63倍下降至0.38倍，现金类资产对短期债务的保障程度有所弱化。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2020年，公司EBITDA为24.93亿元，同比增长123.18%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占17.32%）、计入财务费用的利息支出（占7.87%）、利润总额（占72.50%）构成。2020年，公司EBITDA利息倍数由上年的5.79倍提高至12.70倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；公司全部债务/EBITDA由上年的4.20倍下降至2.65倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期债务偿债能力强。

截至2020年底，公司控股的天康融资担保公司共有在保项目103个，在保金额1.99亿元，共代偿逾期担保款项40笔，代偿余额0.51亿元；河南富桥投资担保有限公司共有在保项目72个，在保金额1.87亿元，共代偿逾期担保款项29笔，代偿余额0.35元。公司各担保项目均采取反担保措施，或有负债风险可控。

截至2020年底，公司已获授信总额为119.80亿元，已使用58.60亿元，未使用额度为61.20亿元，间接融资渠道畅通。公司为A股上市公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司资产以流动资产为主，负债以长期

借款为主，整体债务负担一般；所有者权益稳定性尚可。母公司偿债能力较强。

截至2020年底，母公司资产总额67.76亿元，较上年底增长3.60%。其中，流动资产41.47亿元（占比61.20%），非流动资产26.29亿元（占比38.80%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占24.10%）、应收账款（占5.03%）和其他应收款（占69.30%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占98.63%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为9.99亿元。

截至2020年底，母公司所有者权益为37.71亿元，较上年底增长1.51%，所有者权益稳定性尚可。其中，实收资本为10.75亿元（占28.51%）、资本公积合计15.10亿元（占40.03%）、未分配利润合计9.55亿元（占25.32%）、盈余公积合计2.27亿元（占6.03%）。

截至2020年底，母公司负债总额30.05亿元，较上年底增长6.35%。其中，流动负债16.57亿元（占比55.14%），非流动负债13.48亿元（占比44.86%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占23.93%）、其他应付款（合计）（占42.44%）、一年内到期的非流动负债（占19.31%）和应付职工薪酬（占13.95%）构成，非流动负债主要由长期借款（占87.16%）、应付债券（占7.78%）和递延收益（占5.03%）构成。截至2020年底，母公司全部债务为19.96亿元。截至2020年底，母公司资产负债率44.34%，全部债务资本化比率34.61%。

2020年，母公司营业收入为8.09亿元，利润总额为1.47亿元。

现金流方面，截至2020年底，公司母公司经营活动现金流由净流入转为净流出，为流出0.75亿元。母公司投资活动现金净流出0.24亿元。母公司筹资活动现金净流出2.21亿元。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至2020年底，公司存续债券的短期偿债压力很小。

从资产情况来看，截至2020年底，公司现金类资产为19.78亿元，为待偿债券本金余额（0.96

亿元）的20.60倍，公司现金类资产对待偿债券本金余额的覆盖程度很高；截至2020年底，公司净资产为68.68亿元，为待偿债券本金余额（0.96亿元）的71.54倍，公司净资产对待偿债券本金余额按期偿付的保障作用很强。

从盈利情况来看，2020年，公司EBITDA为24.93亿元，为待偿债券本金余额（0.96亿元）的25.97倍，公司EBITDA对待偿债券本金余额的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，2020年，公司经营活动产生的现金流入为125.41亿元，为待偿债券本金余额（0.96亿元）的130.63倍，公司经营活动产生的现金流入对待偿债券本金余额的覆盖程度很高。

表 12 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2020年
本年度剩余应到期债券金额	--
未来待偿债券本金峰值	0.96
现金类资产/本年度剩余应到期债券金额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	130.63
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	-625.89
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	25.97

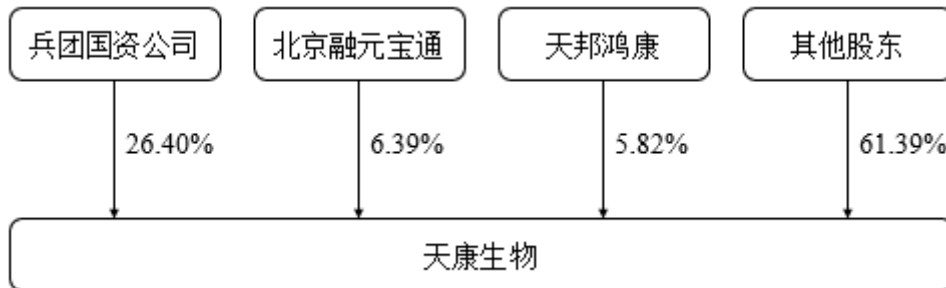
注：本年度剩余应到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额

资料来源：公司年报，联合资信整理

十一、结论

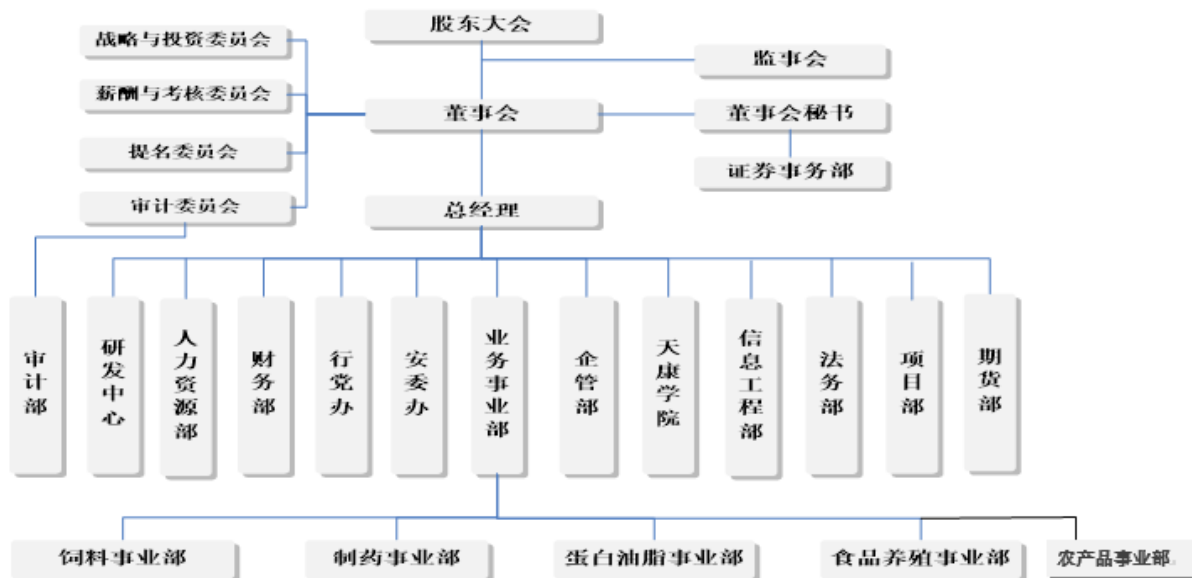
综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，维持“天康转债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底天康生物股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底天康生物股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年底天康生物股份有限公司 主要子公司情况

子公司名称	业务性质	持股比例 (%)	
		直接	间接
新疆天康饲料科技有限公司	饲料的生产、销售	100.00	--
新疆阿克苏天康植物蛋白有限公司	植物蛋白、粕及食用植物油生产、销售	100.00	--
新疆奎屯天康植物蛋白有限公司	植物蛋白、粕及食用植物油生产、销售	100.00	--
沈阳天康饲料有限公司	饲料的生产、销售	100.00	--
河南宏展实业有限公司	饲料的生产、销售	100.00	--
河南宏展畜牧科技有限公司	种畜繁育及相关产品的销售	100.00	--
新疆天康畜牧科技有限公司	种畜繁育及相关产品的销售	100.00	--
新疆天康融资担保有限公司	贷款担保	99.00	--
河南富桥投资担保有限公司	贷款担保	100.00	--
河南天康宏展农牧科技有限公司	生猪养殖、销售	70.00	--
新疆天康饲料有限公司	饲料生产、销售	100.00	--
沈阳天康瑞孚饲料科技有限公司	饲料生产、销售	50.00	--
新疆天康汇通农业有限公司	农副产品收购及销售	51.00	--
天康制药(苏州)有限公司	从事生物科技领域内的技术开发	100.00	--
河南天康宏展实业有限公司	饲料生产、销售	--	100.00
河南宏展生物科技有限公司	饲料添加剂生产、销售	--	100.00
汝南天康宏展农牧科技有限公司	生猪养殖、销售	--	100.00
喀什天康饲料科技有限公司	饲料的加工与销售	--	100.00
伊犁天康畜牧科技有限公司	饲料生产、销售	--	100.00
新疆丝路康检测技术服务有限责任公司	饲料生产、销售	--	100.00
乌鲁木齐天康贸易有限公司	饲料批发、销售	100.00	--
阿克苏天康畜牧有限责任公司	饲料生产、销售	--	100.00
新疆北泉天康饲料科技有限公司	饲料生产、销售	--	100.00
库尔勒天康饲料科技有限公司	饲料生产	--	100.00
新疆润康缘养殖有限公司	畜牧业	--	100.00
喀什天康育种有限公司	饲料的加工与销售	--	100.00
新疆天康原种猪育种有限公司	生猪育肥及销售、养殖技术服务	--	100.00
新疆天康食品有限责任公司	食品批发、销售	--	100.00
玛纳斯天康畜牧科技有限公司	仔猪、商品猪生产、销售	--	100.00
昌吉天康畜牧科技有限公司	农业技术推广服务；生物技术推广服务	--	100.00
新疆中盛天康畜牧科技有限公司	牲畜繁殖、销售；畜产品加工、销售	--	100.00
新疆青湖天康食品有限公司	农副食品加工业	--	100.00
甘肃天康农牧科技有限公司	仔猪、生猪育肥及销售；养殖技术咨询服务	--	100.00
新疆芳草湖天康畜牧科技有限公司	仔猪、生猪育肥及销售	--	100.00
新疆天康典当有限责任公司	货币金融服务	16.67	83.33
通辽市天康饲料有限公司	农副食品加工业	--	100.00
唐山天康饲料有限公司	农副食品加工业	--	100.00

信阳宏展实业有限公司	浓缩饲料生产、销售	--	100.00
郑州开创饲料有限公司	饲料生产销售	--	100.00
许昌宏展饲料有限公司	农副食品加工业	--	100.00
驻马店市宏展饲料有限公司	饲料生产、销售	--	100.00
商丘宏展饲料有限公司	农副食品加工业	--	100.00
武陟富海禽业有限公司	蛋鸡的养殖、销售；果树种植、销售。	--	82.02
汝州富桥禽业有限公司	畜牧业	--	51.00
河南华康农业科技有限公司	畜牧业	--	51.00
拜城县国合绿丰粮业有限公司	农副产品收购及销售	--	51.00
察布查尔锡伯自治县国合农业有限公司	农副产品收购及销售	--	51.00
伊宁县国合农业有限公司	农副产品收购及销售	--	51.00
新源县汇丰永盛粮业有限公司	农副产品收购及销售	--	52.00
可克达拉市天康汇通农业有限公司	农副产品收购及销售	--	100.00
新疆天康汇通物流服务有限公司	货物运输业务	--	100.00
新源县天康汇通农业有限公司	农副产品收购及销售	--	100.00
漯河天康民社农牧科技有限公司	生猪、种猪、农产品的销售	--	51.00
新县天康宏展农牧科技有限公司	猪的饲养,种猪繁育与销售	--	51.00
河南碧野康农业科技有限公司	畜禽养殖销售；农作物种植；养殖技术服务	--	100.00
汝南县天康宏展饲料科技有限公司	饲料生产、销售	--	100.00
宁夏常新农业发展有限公司	农副产品收购及销售	--	80.00
宁夏新常物流有限公司	货物运输业务	--	80.00
天康生物制药有限公司	兽药药品研发、生产、检测、销售	--	100.00
西安天康饲料有限公司	饲料生产、销售	--	100.00
永昌天康饲料有限公司	饲料生产、销售	--	100.00
新疆润康缘食品有限公司	鲜蛋零售、鲜肉零售、活禽销售、家禽饲养、种畜禽生产	--	100.00
陇南天康饲料有限公司	饲料生产、销售	--	100.00
新疆旭康养殖有限公司	猪养殖、销售	--	100.00
黑龙江天康瑞孚饲料有限公司	饲料生产、销售	--	100.00
新疆天康生猪遗传改良有限公司	种公猪及精液生产	--	100.00
阿拉尔市天康畜牧有限公司	牲畜饲养、销售	--	100.00
新疆天康鸿康畜牧有限公司	牲畜饲养、销售	--	51.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	20.50	19.46	19.78	18.89
资产总额 (亿元)	85.09	111.54	157.29	159.43
所有者权益 (亿元)	32.79	51.65	68.68	72.14
短期债务 (亿元)	26.80	31.08	51.98	44.63
长期债务 (亿元)	15.76	15.86	13.99	15.48
全部债务 (亿元)	42.56	46.94	65.97	60.11
营业收入 (亿元)	52.73	74.76	119.87	33.39
利润总额 (亿元)	3.34	5.90	18.08	3.26
EBITDA (亿元)	6.46	11.17	24.93	--
经营性净现金流 (亿元)	-11.78	3.07	-6.01	5.85
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	21.79	24.87	37.31	--
存货周转次数 (次)	2.45	2.00	1.81	--
总资产周转次数 (次)	0.73	0.76	0.89	--
现金收入比 (%)	100.32	103.30	103.18	103.62
营业利润率 (%)	20.65	24.75	30.71	22.94
总资本收益率 (%)	5.14	7.97	14.72	--
净资产收益率 (%)	9.18	11.47	26.00	--
长期债务资本化比率 (%)	32.47	23.50	16.92	17.67
全部债务资本化比率 (%)	56.49	47.61	48.99	45.45
资产负债率 (%)	61.47	53.70	56.34	54.75
流动比率 (%)	165.16	155.65	145.10	154.36
速动比率 (%)	94.62	83.64	63.44	66.52
经营现金流动负债比 (%)	-33.23	7.14	-8.15	--
现金短期债务比 (倍)	0.76	0.63	0.38	0.42
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.05	5.79	12.70	--
全部债务/EBITDA (倍)	6.59	4.20	2.65	--

注: 1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计

资料来源: 公司审计报告

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	13.47	13.20	9.99	9.07
资产总额 (亿元)	57.47	65.41	67.76	80.35
所有者权益 (亿元)	26.29	37.15	37.71	42.65
短期债务 (亿元)	7.92	6.00	7.17	15.47
长期债务 (亿元)	15.76	14.93	12.80	14.33
全部债务 (亿元)	23.68	20.93	19.96	29.80
营业收入 (亿元)	7.91	6.05	8.09	0.06
利润总额 (亿元)	2.36	2.69	1.47	4.75
EBITDA (亿元)	2.36	2.69	1.47	--
经营性净现金流 (亿元)	-5.60	2.12	-0.75	-9.69
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	5.31	3.37	4.00	--
存货周转次数 (次)	1.79	1.28	2.93	--
总资产周转次数 (次)	0.15	0.10	0.12	--
现金收入比 (%)	96.57	99.72	96.62	103.00
营业利润率 (%)	59.04	61.21	68.45	46.06
总资本收益率 (%)	4.27	4.80	2.35	--
净资产收益率 (%)	8.12	7.50	3.60	--
长期债务资本化比率 (%)	37.49	28.67	25.34	25.15
全部债务资本化比率 (%)	47.39	36.04	34.61	41.13
资产负债率 (%)	54.26	43.20	44.34	46.92
流动比率 (%)	234.48	302.43	250.31	237.33
速动比率 (%)	221.57	288.98	250.30	237.33
经营现金流动负债比 (%)	-38.35	16.93	-4.50	--
现金短期债务比 (倍)	1.70	2.20	1.39	0.59
EBITDA 利息倍数 (倍)	10.05	7.78	13.61	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

注: 1. 公司 2021 年一季度财务报表未经审计

资料来源: 公司审计报告

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=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

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。