

信用评级公告

联合〔2023〕4425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，维持“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：

二〇二三年六月二十八日

天康生物股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2023 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
天康生物股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
天康转债	AA	稳定	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	0.83 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；可转债债券余额为截至 2023 年 3 月末数据；截至报告出具日，“天康转债”转股价格为 7.18 元/股。

评级时间：2023 年 6 月 28 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	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V4.0.202208

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：

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
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		2
		指示评级		aa'
个体调整因素：股东支持		+1		
个体信用等级		aa		
外部支持调整因素：--		--		
评级结果		AA		

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”）在产业链进行一体化布局，整体生产经营状况良好，具有较强的综合竞争优势。2022 年，饲料业务与屠宰加工及肉制品业务拉动公司营业总收入增长，利润总额扭亏为盈，总资产规模保持增长。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司所处农牧行业上下游价格波动性较大、面临畜禽疫病风险及存货计提跌价准备金额较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

公司现金类资产、经营活动现金流量净额及 EBITDA 对“天康转债”的偿付能力很强。

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，联合资信确定维持公司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。

优势

1. 控股股东可为公司提供有力支持。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（以下简称“兵团国资公司”），区域行业内具有突出地位，在资金和生产经营方面给予公司及下属子公司一定支持。

2. 业务具有较强的综合竞争优势。公司在产业链的饲料、养殖、疫苗和屠宰加工环节具有一体化布局，各环节掌控力度较强。

3. 饲料与屠宰加工及肉制品业务收入增长，拉动公司营业总收入增长，利润总额扭亏为盈。2022 年，公司饲料业务收入增长 3.96 亿元，屠宰加工及肉制品业务收入增长 20.71 亿元；公司营业总收入 167.32 亿元，同比增长 6.27%；利润总额 2.36 亿元，实现扭亏为盈。

关注

1. 公司所处行业上下游价格易波动，且面临多种风险。公司所处行业上游原材料价格不稳定，下游畜、禽产品价格容易发生周期性波动，生产流通过程中还面临疫病、食品安全等风险。

分析师：刘哲 王煜彤

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

2. 因面临季节性采购问题，公司存在一定的资金周转压力。公司玉米收储业务对玉米于四季度进行采购加工，并于次年出售，存在季节性资金周转压力。

3. 因受猪价波动影响明显，公司存货计提跌价准备金额较大。截至2022年末，公司存货较上年末有所增长，存货中消耗性生物资产占22.46%，存货累计计提跌价准备1.46亿元，若猪价未来进一步下跌，公司仍存在进一步存货跌价风险。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
现金类资产(亿元)	20.95	34.32	39.83	39.07
资产总额(亿元)	157.29	171.85	193.61	203.75
所有者权益(亿元)	68.68	77.83	96.65	97.69
短期债务(亿元)	51.98	47.37	39.41	49.01
长期债务(亿元)	13.99	23.63	34.36	32.00
全部债务(亿元)	65.97	71.00	73.77	81.01
营业总收入(亿元)	119.87	157.44	167.32	38.91
利润总额(亿元)	18.08	-6.47	2.36	0.04
EBITDA(亿元)	24.93	3.04	12.05	/
经营性净现金流(亿元)	-6.01	15.33	3.28	-5.24
营业利润率(%)	30.71	9.52	10.27	8.51
净资产收益率(%)	26.00	-8.72	2.22	/
资产负债率(%)	56.34	54.71	50.08	52.05
全部债务资本化比率(%)	48.99	47.70	43.29	45.33
流动比率(%)	145.10	152.63	201.05	177.59
经营现金流负债比(%)	-8.15	22.04	5.31	/
现金短期债务比(倍)	0.40	0.72	1.01	0.80
EBITDA利息倍数(倍)	12.70	1.47	4.96	/
全部债务/EBITDA(倍)	2.65	23.37	6.12	/
公司本部(母公司)				
项目	2020年	2021年	2022年	2023年3月
资产总额(亿元)	67.76	101.22	117.27	/
所有者权益(亿元)	37.71	58.63	75.07	/
全部债务(亿元)	19.96	39.69	39.65	/
营业总收入(亿元)	8.09	0.28	0.01	/
利润总额(亿元)	1.47	4.91	16.39	/
资产负债率(%)	44.34	42.07	35.98	/
全部债务资本化比率(%)	34.61	40.37	34.56	/
流动比率(%)	250.31	329.50	797.27	/
经营现金流负债比(%)	-4.50	-89.89	-31.87	/

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 2. 2023年一季度数据未经审计, 相关财务指标未年化; 3. 本报告2020-2022年数据使用相应年度报告期末数据; 4. 2023年一季度公司本部报表未披露
资料来源: 联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

评级历史:

债项简称	债项等级	主体等级	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	2022/06/24	杨涵 孙菁	一般工商企业信用评级方法 V3.1.202204 一般工商企业主体信用评级模型 V3.1.202204	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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。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，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受天康生物股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。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。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

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 2023 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%。经过历次股权变动，截至 2023 年 3 月末，公司总股本为 13.55 亿股，公司控股股东和实际控制人为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”），持股比例为 21.29%，不存在股权质押情况。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化。截至 2022 年末，公司合并范围内子公司 92 家。

截至 2022 年末，公司合并资产总额 193.61 亿元，所有者权益 96.65 亿元（含少数股东权益 17.15 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 167.32 亿元，利润总额 2.36 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司合并资产总额 203.75 亿元，所有者权益 97.69 亿元（含少数股东权益 17.30 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 38.91 亿元，利润总额 0.04 亿元。

公司注册地址：新疆维吾尔自治区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 2023 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表。截至 2022 年末，公司累计使用募集资金 82717.70 万元，累计变更用途的募集资金占募集资金总额的比例为 46.09%，其中 2022 年投入募投项目金额为 3070.10 万元；募集资金专用账户累计收到银行存款利息 2398.40 万元，其中本年募集资金专用账户收到银行存款利息 350.06 万元。截至 2022 年末，募集资金余额为 18230.70 万元，存放于募集资金专户中。跟踪期内，“天康转债”付息正常。截至报告出具日，“天康转债”转股价格为 7.18 元/股。

表 1 截至 2023 年 3 月末公司存续债券概况

债券简称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
天康转债	10.00	0.83	2017/12/22	6 年

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济与政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居

民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》。

五、行业分析

1. 饲料行业

（1）行业概况

我国饲料行业年产值超万亿，饲料产品以肉禽料和猪饲料为主。饲料行业整体呈现一定的弱周期性。

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 2021 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。2022 年，中国饲料工业总产量 30223.4 万吨，同比增长 3.0%。分品种来看，猪饲料产量 13597.5 万吨，同比增长 4.0%；蛋禽饲料产量 3210.9 万吨，同比下降 0.6%；肉禽饲料产量 8925.4 万吨，同比增长 0.2%；反刍动物饲料产量 1616.8 万吨，同比增长 9.2%；水产饲料产量 2525.7 万吨，同比增长 10.2%；宠物饲料产量 123.7 万吨，同比增长 9.5%；其他饲料产量 223.3 万吨，同比下降 7.2%。

2022 年，中国饲料工业产值 13168.5 亿元，同比增长 7.6%。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、小麦和豆粕等饲料原料。2022 年，饲料原料和饲料价格波动上行，2023 年以来价格有所下降，整体仍处于较高水平。

饲料所需原材料包括玉米、豆粕、小麦、鱼粉等主料，以及氨基酸、维生素、矿物质微量元素等辅料，原材料成本占饲料生产成本的比重约 75~80%，饲料行业上游受小麦、玉米和豆粕价格的影响较大。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。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，我国每年需要 0.8~1 亿吨大豆，近年来我国大豆的进口依存度近 85%。从进口来源来看，80%~90% 的进口大豆来自巴西、美国 and 阿根廷，以巴西为主。

价格方面，2022 年以来，受国际局势等因素影响，豆粕价格快速上涨，于 3 月底达到峰值后一路回落至年中，并再度快速上涨至年底 11 月初，其后至 2023 年一季度持续下降；玉米和小麦价格在高位平缓波动。2022 年，受原料价格变动影响，饲料价格震荡上行，2023 年以来，价格有所下降，整体处于较高水平。

图 1 中国小麦、玉米和豆粕价格情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

图 2 中国生猪饲料和肉鸡饲料价格情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

饲料行业下游

2022 年, 饲料需求端呈现先降后升趋势。

饲料行业下游为禽畜养殖行业。2022 上半年, 受现金流偏紧、成本端大幅上涨等因素影响, 畜禽养殖户补栏积极性降至冰点, 叠加多个地区物流运输受阻等因素的影响, 饲料需求陷入低迷; 下半年, 宏观环境好转, 畜禽价格快速上涨, 养殖端盈利水平大幅改善, 规模养殖场率先扩产, 散养户陆续进场, 生猪养殖二次育肥及压栏等现象逐渐增多, 肉禽补栏积极性增强, 畜禽存栏回升拉动饲料需求增长, 饲料销量逐步恢复。

(3) 行业竞争

饲料行业属于垄断竞争市场, 市场集中度较高。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。2022 年, 年产 10 万吨以上的饲料厂 947 家, 同比减少 10 家, 产量占中国饲料总产量的 57.5%, 同比下降 2.8 个百分点; 年产百万吨以上规模饲料企业集团 36 家, 同比减少 3 家, 其产量占中国饲料总产量的 57.5%, 同比下降 2.2 个百分点。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, 市场集中度较高。

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。

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。

表 2 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
2020 年 9 月	《关于促进畜牧业高质量发展的意见》	国务院	健全饲草料供应体系, 推荐饲草料专业化生产, 加强饲草料加工、流通、配送体系建设。促进秸秆等非粮饲料资源高效利用, 建立健全饲料原料营养价值数据库。全面推广饲料精准配方和精细加工技术。加快生物饲料开发应用, 研发推广新型安全高效饲料添加剂调整优化饲料配方结构, 促进玉米、豆粕减量替代
2021 年 2 月	《关于全面推进乡村振兴加快农业现代化的意见》	国务院	鼓励发展青贮玉米等优质饲草饲料, 稳定大豆生产, 多措并举发展油菜、花生等油料作物; 健全产粮大县支持政策体系; 明确耕地利用优先序, 永久基本农田重点用于粮食特别是口粮生产, 一般耕地主要用于粮食和棉、油、糖、蔬菜等农产品及饲草饲料生产
2021 年 3 月	《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	国务院	丰富乡村经济业态, 推进农村一二三产业融合发展, 提高农产品加工业和农业生产性服务业发展水平
2021 年 11 月	《“十四五”推进农业农村现代化规划》	国务院	推进兽用抗菌药使用减量化, 规范饲料和饲料添加剂生产使用。全面实施秸秆综合利用行动, 健全秸秆收储运体系, 提升秸秆能源化、饲料化利用能力。适当扩大优势区玉米种植面积, 鼓励发展倾向玉米等优质饲草饲料
2022 年 2 月	《“十四五”全国饲草产业发展规划》	农业农村部	推广苜蓿与无芒雀麦混播、粮食作物与优质饲草轮作等种植模式, 推进农作物秸秆与优质饲草混贮, 提高秸秆饲料化利用率

资料来源: 联合资信整理

(5) 未来发展

饲料需求有望整体保持小幅增长。饲料作为畜牧业发展的基础，其未来发展潜力巨大。2022年中国生猪、肉牛、羊和家禽分别出栏7.00亿头、4840万头、33624万只和161.4亿只，截至2022年底生猪、肉牛、羊和家禽分别存栏4.53亿头、10216万头、32627万只和67.7亿只，中国饲料存在供需缺口，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。

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。受此影响，饲料企业的发展路径发生调整。

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。

2. 生猪养殖行业

(1) 行业概况

随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，中国生猪养殖集中度持续提升，但集中度仍比较低，导致其具有较大的周期波动性。

生猪养殖行业下游需求量与人民生活水平息息相关，并具有刚性。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，中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2022年底，中国生猪养殖行业CR10虽由上年的12.34%上升至20.4%，但整体处于较低水平。目前中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

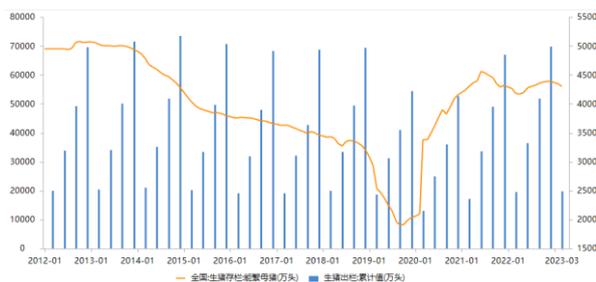
本轮猪周期自2018年开始，周期波动剧烈。2018年，生猪养殖景气度低，非洲猪瘟爆发，中国生猪养殖户加速出栏、减少补栏。2019年以来，中国能繁母猪和生猪存栏见底后，生猪养殖景气度大幅提升。2020年，尽管得益于高景气度、生猪存栏有所增加，但非洲猪瘟叠加能繁母猪实际产能恢复不及预期等因素影响下，生猪出栏量仍处低位。2021年以来，得益于前期高景气度补栏，生猪出栏量同比大幅增加。中国能繁母猪存栏量在2021年7月达到峰值后，开始逐步下降，2022年4月底已接近正常保有量区间。

生猪的供需错配形成猪价的周期波动，每轮猪周期持续时间约3~4年，在猪周期运行逻辑中，能繁母猪存栏量是先行指标，后备母猪仔培育为能繁母猪约需4个月，能繁母猪受孕分娩约需114天，仔猪育肥至出栏约需6个月。能繁母猪存栏量决定了未来10~12个月生猪出栏量，从而影响市场生猪供应。

上一轮猪周期为2014—2018年，除基本供需因素外，环保政策影响产能出清，规模化养殖后产肉效率的提升为本轮猪周期的极端情况埋下伏笔。本轮猪周期自2018年开始，受非洲猪瘟及保供措施快速扩张产能影响，本轮猪周期较之前几轮波动更为剧烈。根据农业农村部数据，2018—2022年底，中国能繁母猪存栏量分别为3205万头、2036万头、4161万头、4329万头和4390万头。其中2019年较上年年底下降主要系2018年生猪养殖景气度低叠加非洲猪瘟、养殖户加速出栏减少补栏影响所致。2020年底在行业高景气度带动下存栏数较上年年底大幅增长，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。2021 年以来，能繁母猪存栏量持续增加，截至 2021 年 6 月底，中国能繁母猪存栏量为 4564 万头，达到本轮周期峰值；截至 2021 年 7 月底，能繁母猪存栏量迎来连续增长 21 个月后的首次下降。2022 年一季度，随着猪价下行，农户养殖意愿减弱，能繁母猪存栏量有所下降，2022 年 4 月底降至全年底部 4177 万头；随着下半年猪价回升，农户补栏意愿增强，能繁母猪存栏量有所增长；截至 2022 年底，我国能繁母猪存栏量同比微增 0.70%。以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照，农业农村部设定全国能繁母猪正常保有量约为 4100 万头；截至 2022 年底，能繁母猪存栏量 4329 万头，约相当于正常保有量的 105.59%，2022 年全国能繁母猪存栏量略高于产能调控绿色合理区域（3895 万头~4305 万头）上限。

图 3 2012 年以来中国能繁母猪存栏（左轴）及生猪出栏（右轴）情况



资料来源：Choice，联合资信整理

出栏生猪方面，根据国家统计局公布数据，2018—2022 年，中国生猪出栏头数先降后升，分别为 6.94 亿头、5.44 亿头、5.27 亿头、6.71 亿头和 7.00 亿头。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。2021 年生猪出栏量同比大幅增加 27.37%，一方面受 2020 年底行业高景气度影响，能繁母猪存栏充裕；另一方面随着 2021 年以来猪价持续下降，市场上猪养殖户着手出清前期加速补栏形成的低效三元

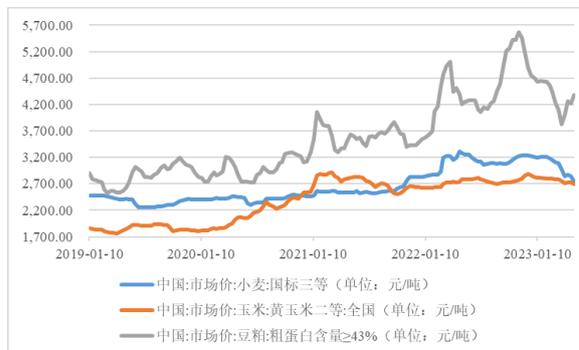
母猪。2022 年，生猪出栏量同比增长 4.27%，由于前期能繁母猪存栏量处于高位，出栏量继续增加，但增速有所下降。

（3）行业上下游及产品价格情况

生猪养殖行业上游为饲料行业，下游为中国居民的刚性需求，供给基本决定了猪肉价格。2019 年以来，持续攀升的粮食及饲料价格对生猪养殖企业产生较大升本控制压力。2018—2020 年，中国猪肉价格持续增长，2021 年以来，随着能繁母猪产能释放，猪价快速下跌，生猪养殖行业盈利能力大幅下滑。2022 年以来，受产能去化、消费等因素影响，猪肉价格出现反弹迹象。2023 年以来，猪价有所回落。

生猪养殖行业上游主要为饲料行业，下游主要是居民肉食消费需求。生猪养殖业的上游为农作物生产行业，饲料所需原材料包括玉米、豆粕、小麦、鱼粉等主料，以及氨基酸、维生素、矿物质微量元素等辅料，原材料成本占饲料生产成本的比重约 75~80%，养殖业上游受小麦、玉米和豆粕价格的影响较大。玉米、豆粕等原材料价格自 2019 年以来呈上升态势。2022 年以来，受国际局势等因素影响，豆粕价格快速上涨，于 3 月底达到峰值后一路回落至年中，并再度快速上涨至年底 11 月初，其后至 2023 年一季度持续下降；玉米和小麦价格在高位平缓波动。2022 年，受原料价格变动影响，饲料价格震荡上行，2023 年以来，价格有所下降，整体处于较高水平。

图 4 中国小麦、玉米、豆粕及饲料价格情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图 5 中国生猪饲料和肉鸡饲料价格情况



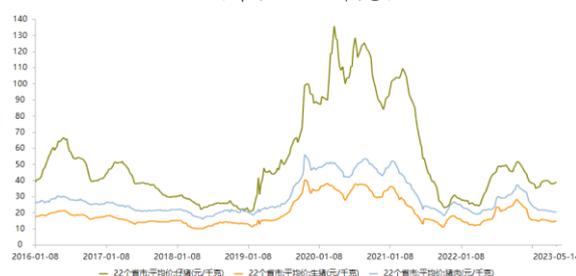
资料来源: Wind, 联合资信整理

根据国家统计局数据, 2020—2022 年, 中国人均猪肉消费量分别为 18.2 公斤、25.2 公斤和 26.9 千克, 同比分别下降 10.34%、增长 38.46% 和增长 6.70%, 在猪肉比价较低时存在对猪肉消费的明显偏好。按 14 亿人口进行计算, 全国居民家庭消费猪肉 3766 万吨, 折合生猪 4.76 亿头, 在 2022 年全国生猪出栏量中所占的比重约为 68%。就全国居民家庭猪肉消费量来看, 目前全国猪肉供应供大于求。此外, 在中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。

自 2018 年非洲猪瘟爆发以来, 中国生猪养殖户加速出栏、减少补栏, 生猪产能供给紧张, 猪肉价格高位运行。生猪养殖行业景气度提升拉动养殖户补栏热情高涨, 2020 年 11 月, 能繁母猪存栏量突破 4100 万头。受生猪存栏增加、种群密度加大, 能繁母猪中三元母猪占比较高, 非洲猪瘟野毒和疫苗毒扩散速度加快三方面因素影响, 中国生猪养殖难度加大、供应紧张, 2020 年底—2021 年初, 猪肉平均价格仍保持在高位。进入 2021 年后, 生猪产能开始集中释放, 生猪价格快速走低, 生猪养殖行业景气度大幅下降, 中国 22 省市生猪平均价格自 2021 年 1 月 8 日 36.34 元/公斤的高点震荡下跌, 6 月已跌破行业平均成本线 (约 16~19 元/公斤), 于 10 月 8 日下探至 10.78 元/公斤的年内低点。2021 年四季度—2022 一季度, 受冬季猪肉消费增加、节假日消费增加及运输受阻等因素影响, 猪价小幅回升, 整体仍在低位区间震荡; 2022 年二、三季度, 猪价开始缓慢上涨, 其中, 三季度

猪价维持较低水平平稳运行, 四季度受部分养殖户二次育肥、压栏及周期性因素的影响, 猪价快速上涨至 10 月底的年内高点, 22 个省市仔猪、生猪和猪肉平均价格分别为 51.76 元/千克、27.46 元/千克和 37.23 元/千克; 2022 年 11 月—2023 年 5 月, 由于前期猪价回升农户补栏意愿增强、能繁母猪高存栏量增加猪肉供给, 压栏及二次育肥肥猪出栏体重偏高, 以及节后需求下降等综合因素影响, 猪价有所回落。

图 6 2016 年以来中国仔猪、生猪及猪肉价格情况 (单位: 元/千克)



资料来源: Choice, 联合资信整理

(4) 行业政策

从政策上看, 2021 年以来, 随着中国生猪养殖产能快速增长, 国家出台相关政策, 以调控能繁母猪存栏量、推动生猪产能恢复常态。由于猪肉价格关乎民生, 国家政策可以加强国家对规模化猪场的产能监控, 提升行业集中度, 平缓猪价震荡, 减小猪周期波动幅度。

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, 中国发布《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。

2021 年 9 月 23 日, 农业农村部发布了《生

猪产能调控实施方案（暂行）》（以下简称“方案”）。方案指出，方案提出，能繁母猪是生猪生产的基础和市场供应的“总开关”，只要能繁母猪存栏量变动保持在合理区间，仔猪生产就有保障，生猪市场供应和猪肉价格就能保持相对稳定。“十四五”期间，以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在 4100 万头左右，最低保有量不低于 3700 万头。按照生猪产能调控要求，将能繁母猪存栏量变动划分为绿色、黄色和红色 3 个区域，采取相应的调控措施。

2022 年 2 月，《中共中央国务院关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》提出，要稳定生猪生产长效性支持政策，稳定基础产能，防止生产大起大落。

收储和放储方面，2022 年上半年由于生猪价格持续下跌，猪粮比价一度跌至 4.89:1，触发《完善政府猪肉储备调节机制做好猪肉市场保供稳价工作预案》中规定的过度下跌一级预警，为防止生猪价格过度下跌，提振市场信心，上半年中央共进行了十三批十六次中央冻猪肉收储通知，累计挂牌收储 51.80 万吨，但因流拍实际收储量仅为 10.14 万吨。2022 年下半年猪价快速上涨，为稳定生猪行情，国家于 9 月、10 月和 11 月多批次投放猪肉储备，计划放储量为 13.71 万吨，已全部成交。

此外，2022 年 7 月和 9 月，国家发展和改革委员会两次约谈中国畜牧业协会、肉类协会以及多家大型生猪养殖企业和屠宰企业，要求大型养殖企业带头保持正常出栏节奏、顺势出栏适重育肥生猪，不盲目压栏，提醒企业不得囤积居奇、哄抬价格，不得串通涨价；明确表示将适时采取储备调节、供需调节等有效措施，防范生猪价格过快上涨，并会同有关部门加强市场监管，严厉惩处捏造散布涨价信息、哄抬价格等违法违规行为，维护正常市场秩序，促进行业长期健康发展。

（5）未来发展

本轮猪周期于 2021 年初进入下行通道，生

猪养殖企业面临猪价下行和成本上涨双重压力。考虑到能繁母猪存栏量自 2021 年 7 月达到峰值后，能繁母猪存栏量高位震荡整理，于 2022 年 12 月出现下降，预计猪价仍将低位震荡徘徊至 2023 年底，此后有望迎来本轮猪周期拐点。叠加种猪及猪苗成本下降，生猪养殖企业亏损幅度收窄或有望实现盈利。本轮周期后，抗风险能力较弱的生猪养殖户将进一步出清，生猪养殖行业集中度有望提升，行业格局将有所优化。

上游原材料与成本方面，在目前全球范围内粮食作物种植成本整体提升的背景下，预计 2023 年玉米和豆粕等原料价格有一定回落，但下行空间有限。此外，非洲猪瘟等不确定性事件对生猪养殖企业在中间生产过程中的环境保障和猪瘟防范中的成本控制提出了挑战。

生猪产能和猪肉价格方面，2021 年 7 月底，中国能繁母猪存栏量达到本轮猪周期最高点，之后高位震荡整理；随着猪价下行、能繁母猪产能持续去化，于 2022 年 4 月出现低点；随着 2022 年三、四季度养殖企业盈利改善，农户母猪补栏积极性提高，能繁母猪存栏量于 12 月底迎来第二高点后开始下行。由于能繁母猪存栏指标领先于生猪存栏指标约 10~12 个月，预计 2023 年下半年供应节奏加快，全年生猪供应仍较为充足，随着较低猪价清退部分散户，预计于 2023 年底出现供给低点，叠加冬季双节需求增加，猪价届时有望迎来拐点，猪周期出现上行机会。考虑到 2022 年猪价低位运行，种猪与外购猪苗价格同比较低，预计 2023 年出栏生猪综合成本同比下降，生猪养殖企业亏损幅度收窄或有望实现盈利。

行业内企业运营与信用状况方面，在成本高企及猪肉价格低迷的双重背景下，行业内企业盈利能力受到了重大冲击，在猪价低位整理阶段，经营管理、成本控制和资金周转等能力相对较强的头部企业，在抵御猪周期波动影响方面会表现出更强的抗风险能力。

政策方面，2022 年以来，国家密集的收储行动和生猪产能调控方案的出台显示了国家在助推生猪产能常态化方面的激励和深入细化调

控监测。同时，对规模化猪场的产能监控和支持政策，有利于行业集中度提升，减小周期波动振幅。

行业发展方面，本轮猪下行周期进程中，生猪养殖企业面临亏损程度加深、盈利能力下降、营运现金流紧张和再融资能力弱化等风险；抗风险能力较弱的中小规模养殖户退出市场可能性加大，而具有成本优势的头部猪企度过周期底部的能力更强，并能在周期低谷储备产能、蓄力新周期的盈利增长；因此，生猪养殖行业集中度有望进一步提升，未来猪周期造成的行业波动纵深可以进一步平滑。此外，生猪养殖企业下游的产品形式呈多元化发展，“调猪向调肉转变”。生猪养殖企业可通过新增屠宰产能以及延伸产业链，或通过兼并、合资、联营等多种方式向食品初加工、深加工纵深发展，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。通过以上方式，有助于生猪养殖企业安全度过猪周期。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2023 年 3 月末，公司总股本为 13.55 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 21.29%，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，综合竞争力较强。

公司主要经营区域在新疆，生物疫病防控形势好，具备天然养殖优势。公司持续加大研发投入，提高科技创新能力，形成了丰富的产品和技术储备，公司研发中心是“国家级企业技术中心”。生物制药业务方面，公司在新疆、上海、江苏设立三大研发中心，连续3年每年产品研发与技术创新投入占生物制药业务销售收入的10%以上。截至2022年末，公司拥有研发人员400余人，取得21项国家新兽药证书、200余项（含子

公司）发明和实用新型专利。2020年，公司历时12年研制的布氏菌病基因缺失活疫苗上市；2021年，公司自主研发、自主生产的猪流行性腹泻灭活疫苗（XJ-DB2株）获得农业农村部核发的《新兽药注册证书》，对于预防猪流行性腹泻有很好的免疫效果。

公司投资超过 2 亿元的国家高等级生物安全三级实验室（P3）于 2020 年完成建设并投入使用，并于 2022 年 3 月通过中国合格评定国家认可委员会（CNAS）的评审，取得其授予的实验室认可证书和认可决定书。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行《企业信用报告》（统一社会信用代码：91650000722362767Q），截至 2023 年 5 月 30 日，公司本部已结清及未结清贷款中，均无不良/关注类信息记录，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司完成董事会和监事会的换届选举；管理制度连续，经营运作正常。

跟踪期内，公司完成了董事会和监事会的换届选举。公司董事、监事及高级管理人员变动情况详见下表。

表3 公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	变动情形	变动原因	变动时间
董海英	董事	选举	换届选举	2023/2/3
许衡	董事	选举	换届选举	2023/2/3
李刚	独立董事	选举	换届选举	2023/2/3
陈克峰	独立董事	选举	换届选举	2023/2/3
屈勇刚	独立董事	选举	换届选举	2023/2/3
张涛	监事会主席	选举	换届选举	2023/2/3
杜英杰	职工监事	选举	换届选举	2023/1/16

徐振华	董事	离任	到期离任	2023/2/3
杨立芳	独立董事	离任	到期离任	2023/2/3
边新俊	独立董事	离任	到期离任	2023/2/3
剡根强	独立董事	离任	到期离任	2023/2/3
李仁忠	监事会主席	离任	到期离任	2023/2/3
王潇	监事	离任	到期离任	2023/2/3
吴铭齐	副总经理	离任	工作变动	2023/2/9
王军	副总经理	离任	工作变动	2023/2/9
黄海滨	副总经理	离任	工作变动	2023/2/9
耿立新	董事	离任	到期离任	2023/2/3
郭运江	董事	离任	到期离任	2023/2/3

资料来源：公司年报

跟踪期内，公司各项管理制度未发生较大变化，经营运作正常。

表 4 公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2020 年			2021 年			2022 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 (%)	收入同比增长率 (%)
饲料	42.15	35.17	14.13	51.35	32.62	13.35	55.31	33.06	9.81	7.71
兽药	8.46	7.06	68.98	9.80	6.22	68.38	9.27	5.54	64.08	-5.41
屠宰加工及肉制品	10.36	8.64	65.17	17.34	11.01	3.85	38.05	22.74	9.23	119.46
农副产品加工	11.15	9.30	8.63	16.40	10.42	6.50	17.60	10.52	5.01	7.32
生猪养殖	24.41	20.36	54.28	17.61	11.18	-22.93	10.61	6.34	9.71	-39.73
玉米收储业务	19.68	16.42	20.90	38.31	24.33	8.63	29.75	17.78	0.69	-22.36
其他主营业务	3.38	2.82	19.58	6.16	3.91	7.75	6.41	3.83	6.51	4.03
其他业务	0.27	0.22	79.81	0.47	0.30	72.16	0.31	0.19	48.99	-34.50
合计	119.87	100.00	30.99	157.44	100.00	9.77	167.32	100.00	10.50	6.27

注：尾差系四舍五入所致

资料来源：公司提供

从收入构成来看，2022 年，公司饲料收入同比有所增长，主要系饲料价格上涨、新疆原有市场销售规模扩大及开拓陕甘宁区域市场所致；兽药收入同比有所下降；屠宰加工及肉制品收入同比大幅增长，主要系公司屠宰场投入使用，屠宰生猪量增加所致；农副产品加工收入同比有所增长，主要系市场需求增加，销售规模扩大所致；生猪养殖收入同比有所下降，主要系生猪对外销售数量下降所致；玉米收储业务收入同比有所下降，主要系销量减少所致；其他主营业务与其他业务收入占比较小，影响不大。

从毛利率来看，2022 年，公司综合毛利率同比变化不大。分板块看，兽药和农副产品加工业务毛利率同比变化不大；饲料业务毛利率同

八、经营分析

1. 经营概况

2022 年，受饲料与屠宰加工及肉制品业务收入增长拉动，公司营业总收入有所增长，公司综合毛利率同比变化不大；利润总额同比扭亏为盈。

2022 年，公司主营业务未发生变化，仍为饲料、兽药、屠宰加工及肉制品、农副产品加工、生猪养殖和玉米收储等业务。公司营业总收入及营业成本同比均有所增长，主要系业务规模扩大所致。2022 年，饲料价格震荡上行，猪肉价格有所反弹，公司利润总额扭亏为盈，实现利润总额 2.36 亿元。

比有所下降，主要系饲料原材料价格上涨所致；屠宰加工及肉制品与生猪养殖业务毛利率同比增长，主要系生猪价格有所反弹所致；玉米收储业务毛利率同比有所下降，主要系收储的玉米价格上升所致。

2023 年一季度，受益于饲料和油脂业务销量同比有所增长及生猪出栏量增加，公司实现营业总收入 38.91 亿元，同比增长 14.71%；实现利润总额 0.04 亿元。

2. 饲料业务

2022 年，饲料原材料采购价格同比上升，采购量基本稳定；产能较上年有所增加，产量保持相对稳定，产能利用率有待提高；公司饲

料销量维持稳定，产销率维持在很高水平。

采购方面，2022年，公司玉米和豆粕的采购量同比变化不大；采购均价方面，2022年，受粮食价格增长影响，公司玉米和豆粕采购均价较上年均有所增长。公司玉米采购一般采用现款现货的方式，其他原材料采用货到付款的方式赊购，一般账期在30天左右。

表5 饲料业务主要原材料采购情况
(单位: 万吨、元/吨)

原材料	项目	2020年	2021年	2022年
玉米	采购数量	88.00	87.48	91.39
	采购均价	2222.88	2568.94	2702.34
豆粕	采购数量	20.74	21.65	20.81
	采购均价	3227.93	3853.24	4872.23

资料来源: 公司提供

生产方面，从产能来看，2022年，公司饲料产能500.00万吨，同比增长39.28%，主要系企业为未来规划所做准备所致；产量为233.00万吨，同比下降0.83%；产能利用率方面，公司饲料业务产能利用率为46.60%，较上年下降18.85个百分点，产能利用率有待提高。

销售方面，2022年，公司饲料销售量为232.22万吨，同比增长0.42%。其中，猪饲料销量为128.14万吨，同比增长0.18%；禽用饲料销量为44.33万吨，同比下降3.21%；水产饲料销量为6.27万吨，同比增长19.66%；反刍饲料销量为46.74万吨，同比增长2.88%。产销率方面，2022年，公司饲料产销率为99.67%，仍处于很高水平。2022年，公司饲料销售均价为2381.87元/吨，同比增长7.27%。公司对于大部分客户采用先款后货的结算方式，对于少数信誉度高、经销潜力大的经销商经公司审批后，给予一定的信用期，并对其进行较为严格的应收账款催收管理。

3. 兽药业务

2022年，受下游需求减少影响，公司兽药产销量有所下降，产能利用率仍较低，但产销率有所增长。

从采购情况看，2022年，公司血清与佐剂

采购量较上年均有所下降。采购价格方面，2022年，公司血清采购均价同比增长13.54%，佐剂采购均价同比增长56.91%；培养基采购金额有所下降。

从采购集中度来看，2022年，公司兽药业务原材料前五大供应商采购金额为0.84亿元，占兽药原材料采购金额的51.46%，集中度较高。结算方面，公司原材料主要采用电汇的结算方式，一般在收到货后3~6个月之内付清。

表6 疫苗主要原材料采购情况

原材料	项目	单位	2020年	2021年	2022年
血清	采购数量	万毫升	1596.90	4592.93	2933.05
	采购均价	元/毫升	0.90	0.96	1.09
	采购金额	万元	1437.93	4409.21	3198.14
佐剂	采购数量	吨	153.65	485.80	170.00
	采购均价	万元/吨	8.31	8.10	12.71
	采购金额	万元	1277.25	3934.98	2161.00
培养基*	采购金额	万元	2074.80	6020.32	4058.00

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，2022年，公司兽药疫苗产能较上年无变化，产量较上年下降15.36%，产能利用率下降6.66个百分点至36.72%。

销售方面，2022年，受下游需求减少影响，全年动物疫苗销售量为130867.26万头份（毫升），同比下降0.29%。其中，口蹄疫疫苗销量73924.73万头份，同比下降2.33%；小反刍兽疫疫苗销量24921.96万头份，同比下降7.25%；猪蓝耳病疫苗销量1051.60万头份，同比增长14.95%；猪瘟E2疫苗销量2036.72万头份，同比下降23.38%；布病疫苗销量13543.62万头份，同比下降6.56%；其他疫苗销量15388.64万头份，同比增长44.83%。从客户集中度看，前五名客户销售额占兽药销售金额的14.85%，销售集中度较低，单一大客户依赖度低。

表 7 公司兽药疫苗产能、产量及产能利用率情况

项目	单位	2020 年	2021 年	2022 年
产能	万毫升	335000.00	335000.00	335000.00
产量	万毫升	137430.00	145338.00	123007.00
产能利用率	%	41.02	43.38	36.72
销量	万毫升	128738.00	131768.00	118523.00
销售均价	元/毫升	0.68	0.77	0.75
产销率	%	93.68	90.66	96.35

资料来源：公司提供

4. 其他业务

(1) 生猪养殖及食品加工业务

2022 年，公司生猪出栏量大幅增加，但种猪和仔猪对外销售数量大幅减少；屠宰和代宰数量大幅增加；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，2022 年，公司共出栏生猪 202.72 万头，较上年增长 26.44%，主要系公司扩大养殖规模所致。

养殖产能建设方面，公司于 2017 年发行可转债 10.00 亿元、2021 年定向增发募集资金 20.67 亿元用于向疆外扩大生猪养殖产能规模。目前，公司生猪产能主要位于新疆、河南和甘肃，每个区域内产业链较为完整，具有原种猪、三级繁育、育肥和饲料厂的配套建设基地，目前在新疆和河南的屠宰场已投入使用，屠宰产能均为 100 万头/年，甘肃屠宰场尚在规划中。截至 2022 年末，公司在新疆、河南、甘肃的生猪产能分别约为 100 万头、100 万头和 70 万头。

销售方面，2022 年，公司种猪对外销售数量为 0.17 万头，较上年大幅下降，主要系养殖规模扩大，留种需求增加所致；销售均价较上年有所下降；仔猪对外销售数量为 32.85 万头，较上年下降 11.95%，主要系市场需求低迷所致；销售均价较上年有所下降。

屠宰及食品加工方面，2022 年，公司生猪屠宰量为 171.00 万头，较上年大幅增长。其中代宰数量为 21.00 万头；肉制品销售为 16.00 万吨。

公司控股的担保公司新疆天康融资担保有

限公司（以下简称“天康担保”）和河南富桥投资担保有限公司（以下简称“富桥担保”）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 2022 年末，天康担保业务共有在保项目 93 个，在保金额为 2.22 亿元，共代偿逾期担保款项 34 笔，代偿余额 0.48 亿元；富桥担保在保项目 59 个，在保金额 0.78 亿元，共代偿逾期担保款项 57 笔，代偿余额 1.16 亿元。两家公司对主要担保项目均要求被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

2022 年，公司毛油、粕类产能及产销量均有所增长。

2021—2022 年，公司毛油产能分别为 3.20 万吨和 9.10 万吨，产量分别为 2.73 万吨和 6.17 万吨；销量分别为 2.70 万吨和 5.76 万吨。2021—2022 年，粕类产能分别为 12.00 万吨和 22.10 万吨，产量分别为 10.05 万吨和 19.49 万吨；销量分别为 9.37 万吨和 21.38 万吨。其中内销数量分别为 0.56 万吨和 0.91 万吨。

(3) 玉米收储业务

2022 年，公司玉米收储业务收入规模有所下降，但仍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，对玉米于四季度进行采购加工，并于次年出售，存在一定的资金周转压力。2022 年，因销量减少，公司玉米收储业务收入 29.75 亿元，同比有所下降。

5. 在建项目

2022 年，公司甘肃生猪产业化项目在建设中，建成后甘肃生猪产能将进一步增加；公司会根据疫苗研发生产项目进展控制投资节奏。

截至 2022 年末，公司主要在建项目拟投资 40.56 亿元，尚需投资 9.54 亿元，主要为苏州科技园项目和甘肃基地生猪产业化建设项目。苏州科技园项目为新建综合性制药基地，主要进

行疫苗的研发、生产制造，资金来源为自筹资金；该项目规划为分期建设，公司会根据项目进展控制投资节奏。甘肃基地生猪产业化项目

2023年预计完成30万头生猪产能建设，项目建成后，预计公司甘肃省生猪产能将达到100万头/年。

表8 截至2022年末公司主要在建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	预算数	工程进度	尚需投资
苏州科技园项目	9.55	28.78	6.80
甘肃天康农牧科技有限公司42万头现代化生猪繁育场、20万头现代化生猪育肥产业基地	5.56	83.17	0.94
永昌天康饲料有限公司年产57万吨饲料加工项目	1.07	95.44	0.05
水源镇柴家沟村2400头GGP核心场	1.00	86.28	0.14
宁夏吴忠年产30万吨饲料厂项目	0.91	83.03	0.15
肉类城乡冷链物流建设项目	0.90	49.05	0.46
阿克苏天康畜牧有限责任公司年产24万吨畜禽饲料生产线项目	0.70	94.98	0.04
FMD乳化分包装生产线升级改造	0.56	89.95	0.06
宁夏常新农业20万吨级粮食烘干仓储物流项目	0.53	90.13	0.05
活疫苗车间升级改造项目	0.47	93.97	0.03
其他	19.33	95.70	0.83
合计	40.56	/	9.54

注：1. 表中其他项目为多个较小的在建项目合并；2. 尾差系四舍五入所致
资料来源：公司年报，联合资信整理

6. 经营效率

2022年，公司经营效率较上年略有下降。

2022年，公司销售债权周转次数由上年的47.79次下降至45.13次；存货周转次数由上年的2.53次增长至2.66次；总资产周转次数由上年的0.96次下降至0.92次。

7. 未来发展

公司发展战略明确，符合自身发展需要。

公司未来计划围绕养殖业的关键环节，包括饲料饲养、良种繁育、动保以及养殖服务体系和金融服务体系支持。

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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022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，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2023年一季度财务数据未经审计。

2022年，公司新增1家子公司（收购），减少5家（注销）；截至2022年末，公司合并范围内子公司92家，公司新增与减少的子公司规模较小，财务数据可比性仍属较强。

截至2022年末，公司合并资产总额193.61亿元，所有者权益96.65亿元（含少数股东权益17.15亿元）；2022年，公司实现营业总收入167.32亿元，利润总额2.36亿元。

截至2023年3月末，公司合并资产总额203.75亿元，所有者权益97.69亿元（含少数股东权益17.30亿元）；2023年1-3月，公司实现营业总收入38.91亿元，利润总额0.04亿元。

2. 资产质量

截至2022年末，公司资产规模有所增长，以流动资产为主，资产受限比例很低。公司整体资产流动性较好，但存货存在一定跌价风险。

截至2022年末，公司合并资产总额较上年末有所增长，主要系流动资产增加所致。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

表9 公司资产主要构成

科目	2021 年末		2022 年末			2023 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	同比增长率 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动资产	106.18	61.79	124.12	64.11	16.90	129.90	63.76
货币资金	34.24	32.25	33.20	26.74	-3.05	38.91	29.95
交易性金融资产	0.00	0.00	6.50	5.24	--	0.00	0.00
预付款项	8.08	7.61	11.51	9.27	42.49	6.66	5.13
存货	52.32	49.27	60.39	48.66	15.43	67.84	52.22
非流动资产	65.67	38.21	69.49	35.89	5.81	73.84	36.24
固定资产	43.41	66.10	50.05	72.03	15.31	51.46	69.69
生产性生物资产	3.56	5.42	3.59	5.17	0.79	3.79	5.14
在建工程	8.95	13.62	5.54	7.97	-38.12	5.49	7.43
使用权资产	4.89	7.45	5.43	7.81	10.90	5.62	7.61
资产总额	171.85	100.00	193.61	100.00	12.66	203.75	100.00

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

(1) 流动资产

截至2022年末，公司流动资产较上年末有所增长，主要系存货及交易性金融资产增加所致。

截至2022年末，公司货币资金较上年末变化不大。货币资金中有1.19亿元受限资金，受限比例为3.57%，主要为因业务需要在银行存有的担保保证金及投资保证金。

截至2022年末，公司交易性金融资产较上年末有所增长，主要系子公司天康制药（苏州）有限公司使用闲置自有资金购买理财产品所致。

截至2022年末，公司预付款项较上年末有所增长，主要系玉米和棉籽采购增加所致。

截至2022年末，公司存货较上年末有所增长，主要系生猪养殖规模扩大，存栏量增加所致。按账面价值看，存货主要由库存商品（占56.94%）、原材料（占14.91%）和消耗性生物资产（占22.46%）构成，累计计提跌价准备1.46亿元，计提比例为2.36%。

(2) 非流动资产

截至2022年末，公司非流动资产较上年末

有所增长，主要系固定资产增加所致。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程和使用权资产构成。

截至2022年末，公司固定资产较上年末有所增长，主要系部分在建工程转固所致。固定资产主要由房屋建筑物（占64.99%）和机器设备（占32.23%）构成，累计计提折旧24.20亿元；固定资产成新率68.05%，成新率一般。

截至2022年末，公司生产性生物资产较上年末变化不大。

截至2022年末，公司在建工程较上年末有所下降，主要系部分在建工程转固所致。

截至2022年末，公司使用权资产较上年末有所增长，主要系租赁土地增加所致。

截至2022年末，除前述受限货币资金外，公司无其他所有权或使用权受限的资产。

截至2023年3月末，公司合并资产总额较上年末有所增长。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至2022年末,公司所有者权益规模较上年末有所增长,所有者权益结构稳定性一般。

截至2022年末,公司所有者权益96.65亿元,较上年末增长24.18%,主要系少数股东增资及债转股所致。其中,归属于母公司所有者权益占比为82.25%,少数股东权益占比为17.75%。在所有者权益中,实收资本、资本公积和未分配利润分别占14.01%、39.76%和23.85%。所有者权

益结构稳定性一般。

截至2023年3月末,公司所有者权益规模较上年末变化不大,所有者权益结构变化不大。

(2) 负债

截至2022年末,公司负债规模较上年末有所增长,以流动负债为主;有息债务规模有所增长,债务期限结构有所优化。

截至2022年末,公司负债总额较上年末有所增长。公司负债以流动负债为主,非流动负债占比上升较快。

表2 公司负债主要构成

科目	2021年末		2022年末			2023年3月末	
	金额(亿元)	占比(%)	金额(亿元)	占比(%)	同比增长率(%)	金额(亿元)	占比(%)
流动负债	69.56	73.99	61.74	63.67	-11.25	73.15	68.97
短期借款	40.05	57.58	32.14	52.06	-19.75	38.18	52.19
应付账款	4.65	6.69	6.27	10.15	34.74	5.21	7.12
其他应付款(合计)	6.01	8.64	6.96	11.27	15.77	9.89	13.52
一年内到期的非流动负债	7.31	10.51	7.27	11.77	-0.65	10.83	14.81
合同负债	6.79	9.76	4.74	7.67	-30.23	4.89	6.68
非流动负债	24.45	26.01	35.22	36.33	44.06	32.90	31.03
长期借款	19.64	80.33	31.33	88.95	59.52	28.78	87.47
租赁负债	3.05	12.46	3.03	8.59	-0.70	3.22	9.77
负债总额	94.01	100.00	96.96	100.00	3.13	106.05	100.00

资料来源:公司财务报告,联合资信整理

截至2022年末,公司流动负债较上年末有所下降,主要系短期借款减少所致;公司流动负债主要由短期借款、应付账款、其他应付款(合计)、一年内到期的非流动负债和合同负债构成。

截至2022年末,公司短期借款较上年末有所下降,主要系债务结构调整所致。短期借款主要由保证借款(占90.60%)和信用借款(占9.33%)构成。

截至2022年末,公司应付账款较上年末有所增长,主要系业务规模扩大所致。应付账款账龄以一年以内(占95.87%)为主。

截至2022年末,公司其他应付款(合计)较上年末有所增长,主要系往来款增加所致。

截至2022年末,公司一年内到期的非流动负债较上年末变化不大。一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款(占74.59%)、一

年内到期的应付债券(占11.34%)和一年内到期的租赁负债(占14.08%)构成。

截至2022年末,公司合同负债较上年末有所下降,主要系预收货款减少所致。

截至2022年末,公司非流动负债较上年末大幅增长,主要系长期借款增加所致。

截至2022年末,公司长期借款较上年末大幅增长,主要系调整债务结构,以及生猪存栏量有所上升,公司进行部分原材料储备导致资金需求增加所致;长期借款由信用借款(占71.24%)和保证借款(占28.76%)构成。

截至2022年末,公司租赁负债较上年末变化不大。

截至2023年3月末,公司负债总额较上年末有所增长,以流动负债为主,流动负债占比上升较快;负债结构较上年末变化不大。

截至 2022 年末，公司全部债务较上年末有所增长，主要系长期借款增加所致。债务结构方面，以短期债务为主，2022 年，公司进行债务结构调整，截至 2022 年末，公司短期债务较上年末有所下降，长期债务有所增长。从债务指标来看，截至 2022 年末，公司资产负债率与全部债务资本化比率较上年末有所下降，长期债务资本化比率较上年末有所提高。

截至 2023 年 3 月末，公司全部债务规模较上年末有所增长，债务结构较上年末变化不大。从债务指标来看，截至 2023 年 3 月末，公司资产负债率与全部债务资本化比率较上年末有所提高，长期债务资本化比率较上年末有所下降。

表 3 公司债务及相关指标情况
(单位: 亿元、%、百分点)

项目	2021 年	2022 年	2022 年同比增长率	2023 年 3 月末
短期债务	47.37	39.41	-16.80	49.01
长期债务	23.63	34.36	45.37	32.00
全部债务	71.00	73.77	3.89	81.01
短期债务占比	66.71	53.43	-13.29	60.50
资产负债率	54.71	50.08	-4.63	52.05
全部债务资本化比率	47.70	43.29	-4.42	45.33
长期债务资本化比率	23.29	26.22	2.93	24.67

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

截至 2023 年 3 月末，公司存续债券为“天康转债”，债券余额为 0.83 亿元，于 2023 年 12 月 22 日到期。

4. 盈利能力

2022 年，受饲料与屠宰加工及肉制品业务收入增长拉动，公司营业总收入同比有所增长，利润总额扭亏为盈，费用控制能力尚可；公司各盈利指标表现有所改善。2023 年一季度，公司营业总收入同比增长。

2022 年，公司实现营业总收入分析详见“经营分析”章节。

2022 年，公司费用总额为 13.41 亿元，同比下降 21.87%，主要系管理费用下降所致。从构成看，公司期间费用以销售费用与管理费用为主。2022 年，公司销售费用同比有所下降，主要

系业务招待费减少所致；管理费用同比大幅下降，主要系 2022 年度会计政策进行变更，消耗性生物资产的死亡成本由活体承担，将其计入营业成本后，资产报损大幅减少所致；研发费用同比大幅增长，主要系公司研发投入增加所致；财务费用略有增长。2022 年，公司期间费用率同比有所下降。

非经营性损益方面，2022 年，公司资产减值损失为 1.07 亿元，主要系公司按照企业会计准则的有关规定对存栏的消耗性生物资产计提了大额减值准备所致。

表 4 公司盈利能力变化情况

项目	2020 年	2021 年	2022 年
营业总收入 (亿元)	119.87	157.44	167.32
期间费用率 (%)	15.66	10.90	8.01
利润总额 (亿元)	18.08	-6.47	2.36
营业利润率 (%)	30.71	9.52	10.27
总资产收益率 (%)	14.72	-3.17	2.68
净资产收益率 (%)	26.00	-8.72	2.22

注: 期间费用率 = (管理费用 + 销售费用 + 研发费用 + 财务费用) / 营业总收入 * 100%

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面，2022 年，公司总资产收益率和净资产收益率由负转正，分别提高 5.86 个百分点和 10.93 个百分点，各盈利指标有所改善。

与所选公司比较，公司整体盈利水平处于行业中游水平。

表 5 2022 年同行业公司盈利情况对比

证券简称	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
新希望	6.64	-0.05	-4.65
大北农	13.06	2.47	0.52
北大荒	39.55	10.39	13.65
天康生物	10.50	2.41	3.99

注: Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据

资料来源: Wind

2023 年一季度，猪价高于上年同期水平，公司实现营业总收入 38.91 亿元，同比增长 14.71%；实现利润总额 0.04 亿元。

5. 现金流

2022 年，公司农产品收储量有所增长，经

营活动现金净流入规模大幅缩小；因公司新增结构性投资，投资活动现金净流出规模有所扩大；筹资活动现金净流入量略有增长。

从经营活动来看，2022年，公司经营活动现金流入量与流出量同比均有所增长，经营活动现金净流入3.28亿元，同比有所下降，主要系2022年农产品业务收购量较上年收购量增加所致。2022年，公司现金收入比同比略有下降，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2022年，公司投资活动现金流入量同比略有下降；投资活动现金流出量同比有所增长，主要系公司使用闲置自有资金购买理财产品所致。2022年，公司投资活动现金净流出规模有所扩大。

2022年，公司筹资活动前现金流量净额为-17.44亿元，净流出规模有所扩大。

从筹资活动来看，2022年，公司筹资活动现金流入量与流出量均有所下降。2022年，公司筹资活动现金净流入16.34亿元，同比增长1.87%，变化不大。

表6 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2021年	2022年	2022年同比增长率
经营活动现金流入小计	165.49	174.23	5.28
经营活动现金流出小计	150.16	170.95	13.84
经营活动现金流量净额	15.33	3.28	-78.60
投资活动现金流入小计	1.59	1.58	-0.67
投资活动现金流出小计	19.34	22.30	15.31
投资活动现金流量净额	-17.75	-20.72	--
筹资活动前现金流量净额	-2.42	-17.44	--
筹资活动现金流入小计	79.16	66.34	-16.19
筹资活动现金流出小计	63.13	50.01	-20.78
筹资活动现金流量净额	16.04	16.34	1.87
现金收入比	104.43	102.79	-1.64

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2023年1-3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-5.24亿元，投资活动现金流量净额为4.74亿元，筹资活动现金流量净额为6.51亿元。

6. 偿债指标

跟踪期内，公司短期偿债能力指标尚可，

长期偿债能力指标有所改善。公司间接融资渠道畅通，公司为A股上市公司，具备直接融资渠道。

表7 公司偿债能力指标

项目	项目	2021年	2022年
短期偿债能力	流动比率（%）	152.63	201.05
	速动比率（%）	77.42	103.23
	经营现金/流动负债（%）	22.04	5.31
	经营现金/短期债务（倍）	0.32	0.08
	现金短期债务比（倍）	0.72	1.01
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	3.04	12.05
	全部债务/EBITDA（倍）	23.37	6.12
	经营现金/全部债务（倍）	0.22	0.04
	EBITDA/利息支出（倍）	1.47	4.96
	经营现金/利息支出（倍）	7.41	1.35

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至2022年末，公司流动比率、速动比率与现金短期债务比有所提高；经营现金净额有所下降，对流动负债和短期债务的覆盖能力有所削弱。整体看，公司短期偿债能力表现尚可。

从长期偿债能力指标看，2022年，公司EBITDA与EBITDA/利息支出有所增长，全部债务/EBITDA有所下降；经营现金净额对全部债务和利息支出的覆盖能力有所削弱。整体看，公司长期偿债能力表现有所改善。

截至2022年末，公司无对合并范围外的担保。

截至2022年末，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2022年末，公司共计获得银行授信额度166.87亿元，已使用75.93亿元，剩余授信额度为90.94亿元。公司为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部（母公司）财务分析

公司本部主要履行管理职能，资产以流动资产为主，债务结构较好，整体债务负担一般；所有者权益稳定性较好。

截至2022年末，公司本部资产总额117.27亿元，较上年末增长15.86%。其中，流动资产88.47亿元（占75.44%），非流动资产28.80亿

元（占 24.56%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 18.14%）、其他应收款（合计）（占 81.86%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 99.02%）构成。截至 2022 年末，公司本部货币资金为 16.05 亿元。

截至 2022 年末，公司本部所有者权益为 75.07 亿元，较上年末增长 28.04%。在所有者权益中，实收资本为 13.54 亿元（占 18.04%）、资本公积合计 33.44 亿元（占 44.54%）、未分配利润合计 23.67 亿元（占 31.52%）、盈余公积合计 4.39 亿元（占 5.85%）。

截至 2022 年末，公司本部负债总额 42.20 亿元，较上年末下降 0.91%。其中，流动负债 11.10 亿元（占比 26.30%），非流动负债 31.10 亿元（占比 73.70%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 27.06%）、其他应付款（合计）（占 5.93%）、一年内到期的非流动负债（占 54.28%）、应付职工薪酬（占 12.26%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 98.45%）构成。公司本部 2022 年资产负债率为 35.98%，较 2021 年下降 6.09 个百分点。截至 2022 年末，公司本部全部债务 39.65 亿元。其中，短期债务占 22.77%、长期债务占 77.23%。截至 2022 年末，公司本部短期债务为 9.03 亿元。截至 2022 年末，公司本部全部债务资本化比率 34.56%，公司本部债务负担一般。

2022 年，公司本部营业总收入为 0.01 亿元，利润总额为 16.39 亿元。同期，公司本部投资收益为 17.27 亿元。

现金流方面，2022 年，公司本部经营活动现金流净额为-3.54 亿元，投资活动现金流净额-1.76 亿元，筹资活动现金流净额-1.21 亿元。

十、外部支持

公司控股股东为兵团国资公司，在区域内具有突出地位。

公司控股股东为兵团国资公司，在区域内具有突出地位，拥有一些兵团资源、资金优势。

根据公司 2022 年 10 月 11 日的《关于天康制药（苏州）有限公司混合所有制及员工持股改

革实施的进展公告》，公司子公司天康制药（苏州）有限公司（以下简称“天康制药”）以非公开协议增资的方式引入兵团国资公司作为天康制药新增国有资本股东，兵团国资公司增资后，持有天康制药 10.00% 股权，增资金额 2545.0145 万元。本次增资确保国有资本处于控股地位，满足公司控股子公司天康制药的发展需要。

此外，兵团国资公司自 2022 年 10 月 28 日起计划以自有资金增持公司股份，增持股份的金额不低于人民币 5000 万元且不超过人民币 10000 万元。

十一、债券偿还能力分析

截至 2022 年末，公司对存续债券的偿付能力很强。

截至 2023 年 3 月末，“天康转债”余额为 0.83 亿元，将于 2023 年 12 月 22 日到期。公司现金类资产、经营活动现金流量净额及 EBITDA 对“天康转债”的偿付能力很强。

“天康转债”设置了转股修正条款、有条件赎回等条款，有利于促进债券持有人转股。

表 16 截至 2022 年末公司存续债券保障情况

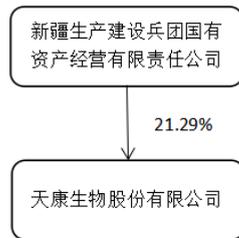
项目	2022 年
待偿债券余额（亿元）	0.84
现金类资产/待偿债券余额（倍）	47.20
经营活动现金流入量/待偿债券余额（倍）	206.45
经营活动现金流量净额/待偿债券余额（倍）	3.89
EBITDA/待偿债券余额（倍）	14.27

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

十二、结论

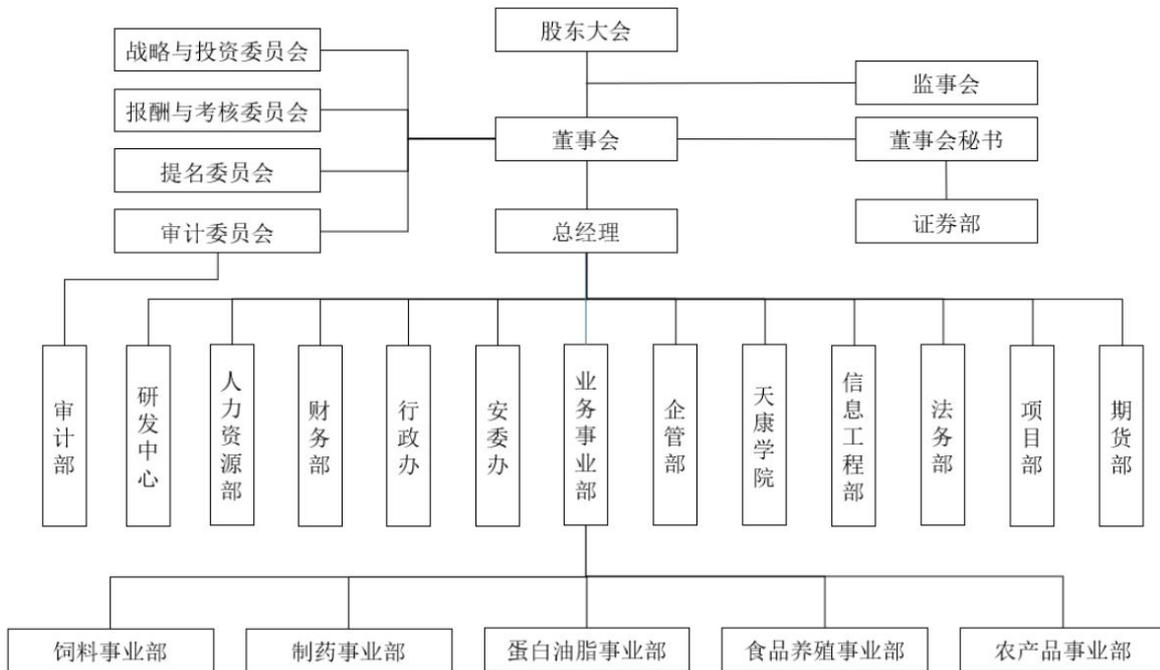
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“天康转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月末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 2023 年 3 月末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 2022 年末天康生物股份有限公司 主要子公司情况

企业名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
新疆阿克苏天康植物蛋白有限公司	新疆·阿克苏	新疆·阿克苏	植物蛋白、粕及食用植物油生产、销售	100.00	投资设立
新疆奎屯天康植物蛋白有限公司	新疆·奎屯	新疆·奎屯	植物蛋白、粕及食用植物油生产、销售	100.00	投资设立
沈阳天康饲料有限公司	辽宁·沈阳	辽宁·沈阳	饲料的生产、销售	100.00	投资设立
河南宏展实业有限公司	河南	河南·郑州	饲料的生产、销售	100.00	购买
河南宏展畜牧科技有限公司	河南	河南·信阳	种畜繁育及相关产品的销售	100.00	购买
新疆天康畜牧科技有限公司	新疆·昌吉	新疆·昌吉	种畜繁育及相关产品的销售	100.00	购买
新疆天康融资担保有限公司	新疆·乌鲁木齐	新疆·乌鲁木齐	贷款担保	99.00	购买
河南富桥投资担保有限公司	河南	河南·信阳	贷款担保	100.00	购买
河南天康宏展农牧科技有限公司	河南	河南·汝州	生猪养殖、销售	70.00	购买
新疆天康饲料有限公司	新疆·五家渠	新疆·五家渠	饲料生产、销售	100.00	投资设立
沈阳天康瑞孚饲料科技有限公司	沈阳	沈阳	饲料生产、销售	50.00	投资设立
新疆天康汇通农业有限公司	新疆	新疆·塔城	农副产品收购及销售	51.00	投资设立
天康制药股份有限公司	苏州	苏州	从事生物科技领域内的技术开发	58.94	投资设立

资料来源：公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	20.95	34.32	39.83	39.07
资产总额 (亿元)	157.29	171.85	193.61	203.75
所有者权益 (亿元)	68.68	77.83	96.65	97.69
短期债务 (亿元)	51.98	47.37	39.41	49.01
长期债务 (亿元)	13.99	23.63	34.36	32.00
全部债务 (亿元)	65.97	71.00	73.77	81.01
营业总收入 (亿元)	119.87	157.44	167.32	38.91
利润总额 (亿元)	18.08	-6.47	2.36	0.04
EBITDA (亿元)	24.93	3.04	12.05	--
经营性净现金流 (亿元)	-6.01	15.33	3.28	-5.24
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	37.31	47.79	45.13	/
存货周转次数 (次)	1.81	2.53	2.66	/
总资产周转次数 (次)	0.89	0.96	0.92	/
现金收入比 (%)	103.18	104.43	102.79	91.87
营业利润率 (%)	30.71	9.52	10.27	8.51
总资本收益率 (%)	14.72	-3.17	2.68	/
净资产收益率 (%)	26.00	-8.72	2.22	/
长期债务资本化比率 (%)	16.92	23.29	26.22	24.67
全部债务资本化比率 (%)	48.99	47.70	43.29	45.33
资产负债率 (%)	56.34	54.71	50.08	52.05
流动比率 (%)	145.10	152.63	201.05	177.59
速动比率 (%)	63.44	77.42	103.23	84.85
经营现金流动负债比 (%)	-8.15	22.04	5.31	/
现金短期债务比 (倍)	0.40	0.72	1.01	0.80
EBITDA 利息倍数 (倍)	12.70	1.47	4.96	/
全部债务/EBITDA (倍)	2.65	23.37	6.12	/

注: 1. 2023 年一季度数据未经审计, 相关财务指标未年化; 2. 本报告 2020 - 2022 年数据使用相应年度报告期末数据

资料来源: 联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2020 年	2021 年	2022 年
现金类资产 (亿元)	9.99	22.56	16.05
资产总额 (亿元)	67.76	101.22	117.27
所有者权益 (亿元)	37.71	58.63	75.07
短期债务 (亿元)	7.17	20.07	9.03
长期债务 (亿元)	12.80	19.62	30.62
全部债务 (亿元)	19.96	39.69	39.65
营业总收入 (亿元)	8.09	0.28	0.01
利润总额 (亿元)	1.47	4.91	16.39
EBITDA (亿元)	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	-0.75	-20.12	-3.54
财务指标			
销售债权周转次数 (次)	4.00	0.26	/
存货周转次数 (次)	2.93	238.83	/
总资产周转次数 (次)	0.12	0.00	0.00
现金收入比 (%)	96.62	8.78	457.15
营业利润率 (%)	68.45	51.46	-82.80
总资本收益率 (%)	3.95	6.32	15.46
净资产收益率 (%)	3.60	8.40	21.86
长期债务资本化比率 (%)	25.34	25.07	28.97
全部债务资本化比率 (%)	34.61	40.37	34.56
资产负债率 (%)	44.34	42.07	35.98
流动比率 (%)	250.31	329.50	797.27
速动比率 (%)	250.30	329.50	797.27
经营现金流流动负债比 (%)	-4.50	-89.89	-31.87
现金短期债务比 (倍)	1.39	1.12	1.78
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/

注: 1. 本报告 2020-2022 年数据使用相应年度报告期末数据; 2. 2023 年一季度母公司报表未披露

资料来源: 联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×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+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持