

江西正邦科技股份有限公司

2012 年公司债券 2016 年跟踪
信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
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发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本评级机构与评级人员已履行尽职调查义务，有充分理由采信出具评级报告所依据的数据、资料来源，从而保证评级结论的独立、客观、公正。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本评级报告观点仅为本评级机构对被评债券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。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。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，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。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债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
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：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号:

鹏信评【2016】跟踪第
【117】号 01

债券剩余规模:

11,688.63 万元

债券到期日期: 2018 年
03 月 07 日

债券偿还方式: 每年付
息一次, 到期一次还本,
附第 3 年末公司上调票
面利率选择权及投资者
回售选择权

分析师

姓名:
易美连 王一峰

电话:
0755-82872736

邮箱:
yiml@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法, 该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司
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.pyrating.cn

江西正邦科技股份有限公司 2012 年公司债券 2016 年跟踪信用评级报告

| | 本次跟踪评级结果 | 上次信用评级结果 |
|------------|-----------------|-----------------|
| 本期债券信用等级 | AA- | AA- |
| 发行主体长期信用等级 | AA- | AA- |
| 评级展望 | 稳定 | 负面 |
| 评级日期 | 2016 年 5 月 19 日 | 2015 年 5 月 28 日 |

评级结论:

鹏元资信评估有限公司 (以下简称“鹏元”) 对江西正邦科技股份有限公司 (以下简称“正邦科技”或“公司”) 及其 2013 年 03 月 07 日发行的 5.5 亿元公司债券 (以下简称“本期债券”) 的 2016 年度跟踪评级结果为: 本期债券信用等级维持为 AA-, 发行主体长期信用等级维持为 AA-, 评级展望调整为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内, 公司\\饲料业务盈利能力增强、养殖业务经营状况较好, 非公开发行股票成功改善了公司财务状况, 优化了资本结构; 同时我们也关注到公司主要业务产能利用率较低, 刚性债务压力大, 且长期借款及应付债券存在集中支付压力等风险因素。

正面:

- 跟踪期内, 公司饲料业务盈利能力增强。玉米、豆粕占公司饲料业务成本的比重达 50.00% 以上, 随着该等商品价格的逐步下降, 2014-2015 年度以及 2016 年 1-3 月公司饲料业务毛利率分别为 5.78%、7.89%、9.69%, 盈利能力逐步增强。
- 养殖业务经营状况较好。受原材料成本下降, 以及生猪养殖行业景气度的底部反弹促使仔猪、育肥猪等销售均价大幅提升等因素影响, 2015 年公司养殖业务实现营业收入 211,179.84 万元, 同比增长 35.31%, 毛利率由 2014 年的 2.12% 提升至 12.90%, 2016 年 1-3 月该业务毛利率进一步提升至 31.46%。
- 跟踪期内, 公司非公开发行股票成功, 改善了公司财务状况并优化了资本结构。2015 年公司通过非公开发行人民币股票募集资金 113,767.36 万元, 该年末归属于母公司所有者权益合计增加至 313,124.45 万元, 受益于此, 2015 年末公司资产负

债率由上年末的 66.89% 下降至 63.62%。

关注：

- **跟踪期内，公司饲料和生猪养殖业务产能利用率仍然较低，未来产能持续增加，产能消化风险将持续存在。**截至 2015 年末，公司养殖设计产能达到年约 312 万头，该产能相比 2015 年生猪出栏量 157.94 万头仍显过剩。另外，截至 2015 年末公司饲料单班产能为 683 万吨，2015 年全年产能利用率为 77.26%。截至 2015 年底，公司主要在建和拟建项目预计新增养殖产能 50 万头，新增饲料单班产能 42 万吨，另外，公司 2016 年计划通过非公开发行普通股进一步增加养殖产能 84.80 万头，后续若该等产能均能顺利落实，则公司面临的产能消化风险将持续存在。
- **公司刚性债务压力依然较大。**截至 2016 年 3 月末公司有息债务规模为 374,964.89 万元，较 2014 年末增长 23.55%，2015 年末公司息税折旧摊销前利润对有息债务的覆盖率仅为 0.25，刚性债务还本付息压力较大。
- **长期借款和应付债券的集中偿付压力。**从长期借款本金及利息的偿还计划以及本期债券剩余本金的偿还时间看，2018 年和 2019 年公司需偿还的长期借款本金、利息及本期债券剩余本金分别为 87,275.51 万元、65,420.25 万元，存在较大的集中偿付压力。

主要财务指标：

| 项目 | 2016 年 3 月 | 2015 年 | 2014 年 | 2013 年 |
|--------------------|------------|--------------|--------------|--------------|
| 资产总额 (万元) | 944,113.48 | 976,351.60 | 731,195.57 | 599,438.12 |
| 归属于母公司所有者权益合计 (万元) | 335,930.70 | 313,124.45 | 201,009.16 | 97,311.26 |
| 资产负债率 | 60.03% | 63.62% | 66.89% | 75.02% |
| 有息债务 (万元) | 374,964.89 | 388,082.55 | 303,495.95 | 286,677.67 |
| 流动比率 | 1.07 | 1.05 | 0.86 | 0.81 |
| 速动比率 | 0.60 | 0.67 | 0.36 | 0.38 |
| 营业收入 (万元) | 401,012.16 | 1,641,626.72 | 1,648,354.78 | 1,558,249.36 |
| 投资收益 (万元) | 835.23 | 4,742.04 | 11,450.44 | 591.86 |
| 营业利润 (万元) | 20,789.95 | 28,118.78 | 2,389.49 | -4,248.65 |
| 营业外收入 (万元) | 2,003.89 | 11,903.09 | 9,603.00 | 6,326.81 |

| | | | | |
|-------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| 利润总额（万元） | 22,367.91 | 36,806.31 | 6,666.09 | -999.05 |
| 综合毛利率 | 14.68% | 9.28% | 5.79% | 5.36% |
| 总资产回报率 | - | 6.62% | 3.77% | 2.73% |
| EBITDA（万元） | - | 97,921.44 | 57,691.23 | 39,587.43 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 4.42 | 2.69 | 2.35 |
| 经营活动产生的现金流量净额（万元） | 7,948.45 | 73,496.88 | 59,395.94 | -5,727.73 |

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告以及未经审计的 2016 年一季报，鹏元整理

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2012]1616”号文核准，公司于2013年03月07日发行5.5亿元公司债券，票面利率为5.69%。

本期债券期限为5年，于2018年03月07日到期，采用单利按年计算，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金一起支付。本期债券附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权。2016年3月7日本期债券已回售本金43,311.37万元，剩余本金11,688.63万元。截至2016年3月末，本期债券累计发生的还本付息情况如下表所示：

表1 截至2016年3月末本期债券累计发生的还本付息情况（单位：万元）

| 本息兑付日期 | 本金兑付/回售金额 | 利息支付 | 期末本金余额 |
|-----------|-----------|----------|-----------|
| 2014年3月7日 | 0.00 | 3,129.50 | 55,000.00 |
| 2015年3月9日 | 0.00 | 3,129.50 | 55,000.00 |
| 2016年3月7日 | 43,311.37 | 3,129.50 | 11,688.63 |

注：因2015年3月7日为法定节假日，故顺延至3月9日付息

资料来源：公司提供

本期债券募集资金截至2014年3月31日已全部用于偿还银行贷款及补充流动资金。

二、发行主体概况

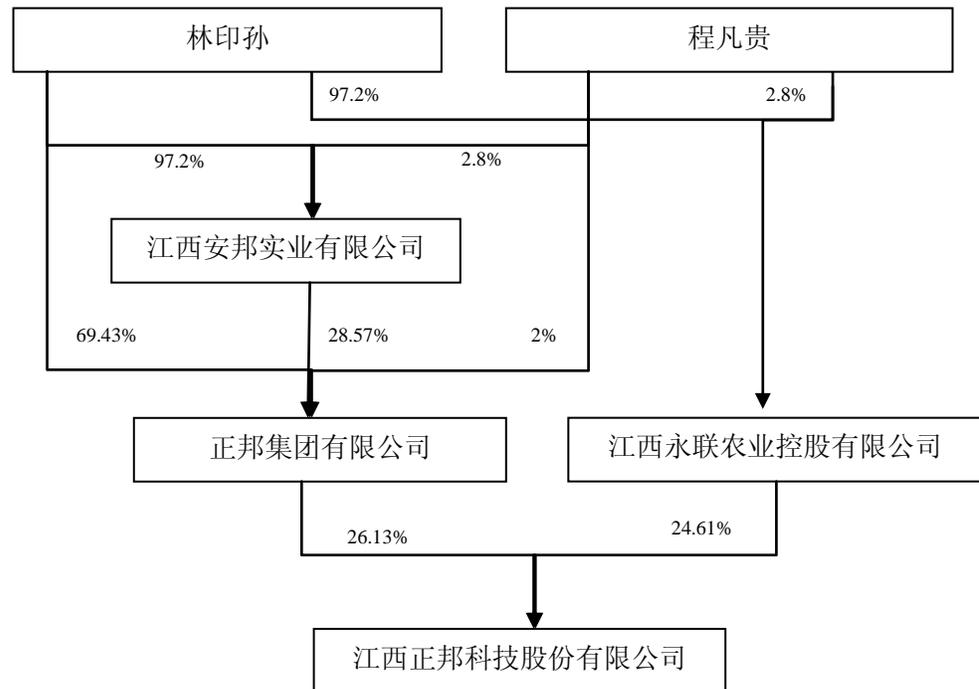
2015年公司共增加股本7,571.15万元，其中2015年7月公司向175名激励对象授予限制性股票共计861万股，授予价格为6.51元/股，增加股本人民币861.00万元。2015年12月22日根据中国证券监督管理委员会证监许可[2015]2827号文《关于核准江西正邦科技股份有限公司非公开发行股票的批复》的核准，公司向特定投资者非公开发行人民币普通股6,576.15万股，增加股本人民币6,576.15万元。另外2015年12月30日公司向34名激励对象授予限制性股票共计134万股，增加股本人民币134.00万元。但是2015年公司限制性股票激励计划首次授予的激励对象中有8人因个人原因离职，失去股权激励资格，公司对上述激励对象已获授但尚未解锁的限制性股票共37万股进行回购注销，已于2016年3月底完成回购注销事宜的相关手续，减少股本37.00万元，截至2016年3月31日公司注册资本和实收资本已变更为67,168.80万元。

跟踪期内，公司完成同一控制下正邦生化100%股权的收购工作，主营业务新增农药业务。但是为了更好地对公司收购正邦生化前后的经营和财务状况进行考察，2013年和2014年公司业务及财务数据我们仍采用的是非追溯调整前的数据，其中2013年财务数据用的是2014年报的期初数值或上一期数值。

跟踪期内，公司控股股东及实际控制人未发生变化，控股股东仍为正邦集团有限公司，

实际控制人仍为自然人林印孙先生，截至2016年3月末，公司产权及实际控制关系如下图所示。

图1 截至2016年3月末公司产权及实际控制关系



资料来源：公司提供

2015年纳入合并财务报表范围的主体与2014年相比，增加36家减少13家，主要企业的相关情况如附录五所示。

截至2016年03月31日，公司合并财务报表中的资产总额为944,113.48万元，归属于母公司的所有者权益为335,930.70万元，资产负债率为60.03%。2015年度，公司实现营业收入1,641,626.72万元，实现利润总额36,806.31万元，经营活动现金流净额为73,496.88万元。

三、运营环境

2015年受生猪存栏水平较低的影响，我国猪饲料产量下降，预计2016年随着生猪存栏量的回升，我国饲料需求将增加，饲料企业经营压力将有所缓解

猪饲料的产量与生猪存栏水平密切相关。近年受生猪价格持续走低的影响，数量众多的小规模养殖户陆续淘汰生猪养殖产能，使得生猪存栏量自2014年第三季度起持续下降。2015年猪价自3、4月上涨以后，生猪存栏量经历了一个先下降再上升的过程，但总体仍处于历史底部，据Wind资讯统计，截至2015年末，我国生猪存栏量为38,379万头，同比下降8.96%，其中能繁母猪存栏数为3,798万头，同比下降8.96%。

图 2 近年我国生猪存栏量



资料来源：Wind 资讯

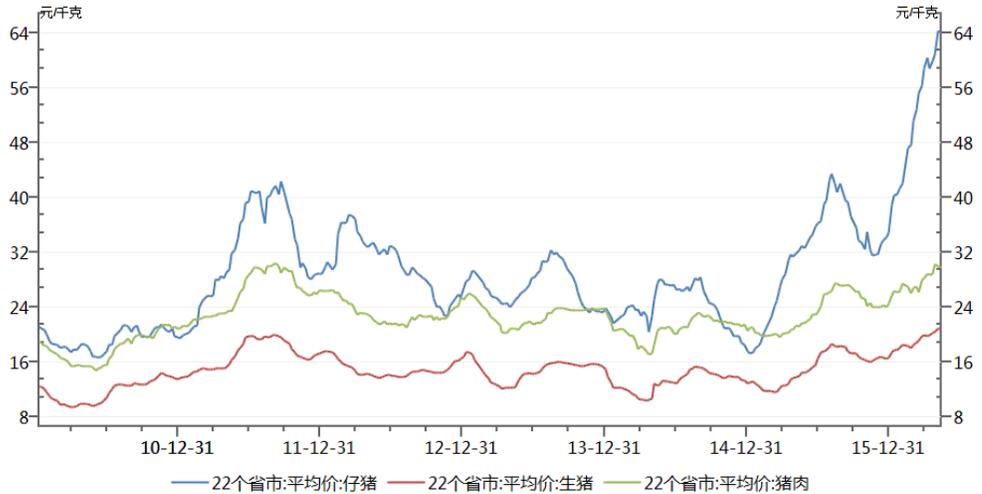
受生猪存栏量减少的影响，据中国饲料行业信息网统计，2015 年我国猪饲料产量为 8,350 万吨，同比下降 3.00%，生猪存栏量的下滑直接减少了猪饲料的生产和销售，使得以生产猪饲料为主的企业造成较大的经营压力，部分小型饲料企业因为竞争力薄弱相继倒闭，据卓创资讯统计，我国饲料企业数量由 2014 年的 7,000 家左右逐步减少至 2015 年末 6,000 家左右。但是我们也注意到，2016 年以来在我国生猪价格持续维持高位运行的情况下，农户补栏积极性提高，生猪存栏量有望持续增加，饲料需求也将扩大，饲料企业经营压力有望有所缓解。

2015 年在生猪价格上涨，以及主要原材料成本下降的情况下，我国生猪行业景气度回升

在经历了 2013 年和 2014 年肉猪市场的周期性行情低迷，中小养殖场由于资金压力被迫退出养猪行业，以及新《环保法》的施行没有达到环保要求的养殖场加速退出养殖业的背景下，2015 年国内生猪价格小幅下跌后触底大幅反弹，后小幅下调后震荡前行，整体走势可分为四个阶段：其中第一阶段为 1 月至 3 月中旬，受生猪大量集中出栏，且冬季养殖业疫情高发加速生猪出栏进程等多重因素影响，生猪价格持续下跌；第二阶段为 3 月下旬至 8 月中旬，由于国内生猪存栏量以及能繁母猪存栏量持续下降，猪源供应趋紧，同时夏季高温多雨，疫情高发，生猪外运以及收购难度不断增加，支撑国内生猪价格稳定上行，据 Wind 资讯统计，国内生猪价格自 3 月 20 日触底反弹至 8 月 11 日达到年内顶点（18.45 元/公斤），持续上涨接近 5 个月，累计上涨幅度巨大，达 55.17%；第三阶段自 8 月上旬开始至 11 月中旬，此阶段由于猪价较符合养殖户出栏预期，养殖户出栏有所增加，屠宰场完成收购任务后相继下调收购价格等因素影响，国内生猪价格整体承压弱势下行。第四阶段自 11 月份中旬开始，由于国内生猪整体存栏量依旧处于低位，而南北方相继进入肉制品制作时节，国内生猪价格触底小幅反弹，进入 12 月份，养殖户阶段性集中出栏致使国内生猪价格再次小幅下滑，养殖户出栏与屠宰场之间博弈

再次形成，国内生猪价格整体高位震荡前行。

图 3 近年来全国 22 个省市仔猪、生猪和猪肉平均价格走势



资料来源：Wind 资讯

生猪养殖行业的主要原材料成本为饲料成本，占比约 60%左右，而饲料成本 50.00%以上为玉米和豆粕的成本。据中泰证券研究所统计，我国玉米消费对外依存度不高，仅有 3%，基本实现自给自足。国内玉米价格不仅取决于产量和需求的相对变化，也受国家储备库收储和投放的调控影响。2015 年，玉米收储价格首次降低，幅度约 220-260 元/吨，各产区统一为 2,000 元/吨。收储价格下调后，玉米现货价格也快速下跌 15%至 2,000 元/吨左右。根据市场预期，2016 年临储收购价格将继续大幅下调，去库存政策将进一步加大玉米供应压力，玉米现货价格有进一步下降的风险。

图 4 近年来我国玉米现货价格（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

我国大豆消费对外依存度约 80%，高度依赖进口，国内豆粕价格基本与国际价格同步。近年全球大豆丰产使得大豆库销比始终处于较高水平，大豆价格从 2013 年中期开始不断走低。

目前由于美豆丰产已成定局、南美大豆播种情况良好，我们预期未来豆粕价格还会继续下跌。

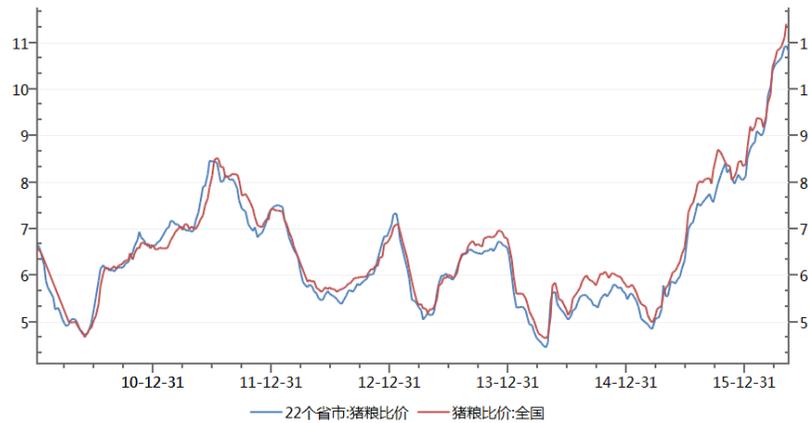
图 5 近年来我国豆粕现货价格（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

在生猪价格上涨，以及玉米、豆粕等主要原材料成本下降的带动下，自 2015 年 3 月以来，全国及 22 省市猪粮比价逐步提升，生猪养殖行业迎来新一波景气行情。

图 6 省市及全国猪粮比价



资料来源：Wind 资讯

四、经营与竞争

2015年由于正邦生化的合并，公司在原有主业的基础上新增农药业务，但受饲料及食品收入下降的影响，2015年公司实现了主营业务收入1,635,872.91万元，较2014年下降0.65%，其中饲料、养殖、农药三业务占主营业务收入的比重分别为80.06%、12.91%、3.03%。

分业务来看，2015年公司饲料业务因为原材料价格下降导致产品价格的整体下降销售收入有所下降，但受益于成本的下降幅度大于产品售价的下降幅度，毛利率提高2.11个百

分点；养殖业务随着育肥猪出栏量的大幅增加、销售均价的提升，以及原材料成本的下降，收入及毛利率较2014年均大幅提升；食品主要为肉制品的销售，2015年由于生猪行情较好，公司将生猪往下游进行加工的意愿不强，食品销售收入下降，但毛利率在原材料成本下降的带动下由2014年的4.59%提升至11.39%；兽药业务收入和毛利率基本与上年持平；原料贸易主要为玉米、豆粕的贸易业务，2015年该等品种商品现货价格呈下降趋势，为避免较大的存货跌价损失，公司将储备的该等原材料以低于成本价进行销售，毛利率表现亏损。

表 2 2014-2016 年 3 月公司主营业务收入构成及各业务毛利率情况（单位：万元）

| 项目 | 2016 年 1-3 月 | | 2015 年 | | 2014 年 | |
|-----------|-------------------|---------------|---------------------|---------------|---------------------|--------------|
| | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 | 收入 | 毛利率 |
| 饲料 | 296,644.36 | 9.69% | 1,309,623.83 | 7.89% | 1,425,893.04 | 5.78% |
| 养殖 | 80,236.45 | 31.46% | 211,179.84 | 12.90% | 156,071.00 | 2.12% |
| 食品 | 3,704.33 | 15.34% | 11,834.13 | 11.39% | 17,142.52 | 4.59% |
| 兽药 | 3,250.74 | 52.52% | 11,041.24 | 58.22% | 10,722.95 | 55.47% |
| 农药 | 10,092.81 | 27.72% | 49,562.67 | 33.10% | 0.00 | 0.00% |
| 原料贸易 | 6,756.37 | -6.54% | 40,849.54 | -8.71% | 34,844.69 | 5.05% |
| 其他 | 327.1 | 74.35% | 1,781.67 | -6.62% | 1,833.58 | -1.62% |
| 合计 | 401,012.16 | 14.68% | 1,635,872.91 | 10.18% | 1,646,507.79 | 5.72% |

资料来源：公司提供，鹏元整理

2015年公司饲料业务收入下降，盈利能力有所提升，养殖业务在生猪行情回暖的情况下，收入及盈利能力均大幅提升；截至2015年末公司饲料及养殖业务在建及拟建产能仍然较多，需关注相应的产能消化风险

2015年公司通过转让股份及注销公司的方式先后处置了嘉兴正邦饲料有限公司、郑州正邦双惠饲料有限公司、德阳立信饲料有限公司三家饲料生产企业的生产线，但江西正邦生物科技有限公司生产线的投产使饲料的单班产能由2014年的677.75万吨提升至683万吨。2015年受生猪存栏量减少影响，国内猪饲料需求减少。公司通过加大营销力度的方式克服了饲料需求下滑的不利影响，全年对外销售饲料483.04万吨，同比增长4.74%。但受主要原材料大豆、玉米等销售价格的下滑，公司饲料销售均价由2014年的3,091.68元/吨下降至2,711.21元/吨，受此影响，2015年公司饲料行业实现收入1,309,623.83万元，同比下降8.15%。但是由于饲料销售均价的下降幅度小于原材料价格的下降幅度，2015年公司饲料业务毛利率由2014年的5.78%提升至7.89%，与此同时，受此影响，2016年1-3月该业务毛利率进一步提高至9.69%，盈利能力提升明显。

表 3 2014-2016 年 3 月公司饲料产能、产量、销量和销售均价情况

| 项目 | 2016 年 1-3 月 | 2015 年 | 2014 年 |
|----|--------------|--------|--------|
|----|--------------|--------|--------|

| | | | |
|-----------|----------|----------|----------|
| 单班产能(万吨) | 683 | 683 | 677.75 |
| 产量(万吨) | 135.94 | 527.68 | 489.36 |
| 对外销售(万吨) | 123.77 | 483.04 | 461.20 |
| 内部消耗量(万吨) | 12.17 | 44.64 | 28.56 |
| 销售均价(元/吨) | 2,396.74 | 2,711.21 | 3,091.68 |

资料来源：公司提供

公司饲料生产采购的原材料主要为玉米、豆粕、棉粕和鱼粉等，其中玉米和豆粕占生产成本的比重超过50.00%，因此玉米和豆粕的价格将直接关系到公司原材料成本的高低，也将决定公司饲料和养殖成本的高低。从下表可以看出，2014年以来公司玉米及豆粕等采购价格均呈逐步下降趋势，有利于公司成本控制及盈利能力的提升。

表 4 2014-2016 年 3 月公司饲料业务主要原材料平均采购价格（单位：元/吨）

| 项目 | 2016 年 1-3 月 | 2015 年 | 2014 年 |
|----|--------------|----------|-----------|
| 玉米 | 2,085.13 | 2,351.14 | 2,584.06 |
| 豆粕 | 2,742.95 | 2,907.16 | 3,791.17 |
| 棉粕 | 2,133.17 | 2,486.73 | 2,843.85 |
| 鱼粉 | 9,400.27 | 9,620.21 | 10,870.36 |

资料来源：公司提供

养殖业务方面，2015年公司扶余自繁自养一场、梅塘猪场、牟桥猪场、巴彦猪场相继投产，新增养殖产能40万头，使公司养殖产能进一步增加至年约312万头。在猪价行情回暖情况下，公司基于对育肥猪价格的预判，提前调整了产品结构，减少了种猪、仔猪对外的出栏量，促使育肥猪的出栏量由2014年的82.95万头提升至113.35万头，同比增长36.65%。与此同时，由于生猪养殖行业景气度的底部反弹，公司种猪、仔猪、育肥猪的销售均价分别同比增长9.15%、22.86%、24.20%。受以上几种要素的叠加效应，2015年公司养殖业务实现营业收入211,179.84万元，同比增长35.31%。与此同时，在种猪、仔猪、育肥猪销售均价提升、饲料主要原材料成本下降，以及内部仔猪供应比例的增加（2015年仔猪的内部供应比例由2014年21.07%提升至2015年的33.15%）的影响下，养殖业务毛利率由2014年的2.12%提升至12.90%，2016年1-3月则进一步提高至31.46%。

表 5 2014-2016 年 3 月公司种猪、仔猪、育肥猪和商品禽出栏情况

| 产品 | 指标 | 2016 年 1-3 月 | 2015 年 | 2014 年 |
|-----|-----------|--------------|----------|----------|
| 种猪 | 出栏量(万头) | 1.23 | 5.59 | 11.51 |
| | 销售均价(元/头) | 2,310.50 | 1,906.06 | 1,746.34 |
| 仔猪 | 出栏量(万头) | 29.12 | 39.00 | 51.49 |
| | 销售均价(元/头) | 864.64 | 529.16 | 430.69 |
| 育肥猪 | 出栏量(万头) | 26.04 | 113.35 | 82.95 |

| | | | | |
|-----|-----------|----------|----------|----------|
| | 销售均价(元/头) | 1,968.29 | 1,587.24 | 1,278.00 |
| 商品禽 | 出栏量(万只) | 155 | 811 | 868.00 |
| | 销售均价(元/只) | 6.25 | 7.49 | 8.69 |

资料来源：公司提供

公司销售和采购较为分散，2015年前五大客户的销售占比和前五供应商的采购占比分别为3.16%、1.16%，与2014年相比变化不大。

表6 2014-2015年公司前五大客户及供应商销售和采购情况

| 项目 | 2015年 | 2014年 |
|-----------------------|-----------|-----------|
| 前五名客户合计销售金额（万元） | 51,914.30 | 42,894.34 |
| 前五名客户合计销售金额占年度营业收入比例 | 3.16% | 2.61% |
| 前五名供应商合计采购金额（万元） | 18,686.26 | 28,677.73 |
| 前五名供应商合计采购金额占年度采购总额比例 | 1.16% | 1.91% |

资料来源：公司提供

产能利用率及未来发展方面，截至2015年末，公司商品猪养殖产能达到约年312万头，期间梅塘猪场、扶余自繁自养一场、巴彦猪场、牟桥猪场相继投产，新增加产能40万头，该产能相比2015年生猪出栏量157.94万头仍显过剩。另外，截至2015年末公司饲料单班产能为683万吨，2015年全年产能利用率为77.26%，较2014年提升5.06个百分点。产能利用率不足一定程度上对公司盈利能力造成了一定影响，但在目前我国生猪养殖行业行情维持高位的情况下，富裕的产能也有利于公司短中期业绩的扩张。

表7 2015年公司相继投产的猪场情况

| 基地名称 | 总投资(万元) | 投产时间 | 养殖年产能（万头） |
|----------|-----------|----------|-----------|
| 巴彦猪场 | 3,300.00 | 2015年12月 | 3 |
| 牟桥猪场 | 7,515.00 | 2015年12月 | 10 |
| 梅塘猪场 | 5,500.00 | 2015年5月 | 7 |
| 扶余自繁自养一场 | 32,010.79 | 2015年7月 | 20 |

资料来源：公司提供

截至2015年底，公司主要在建和拟建的大型项目均为2014年和2015年非公开发行普通股的募投项目，预计总投资79,767.09万元，预计新增养殖产能50万头，新增饲料单班产能42万吨，另外，公司2016年计划通过非公开发行普通股进一步增加养殖产能84.80万头，后续若该等产能均能顺利落实，则公司面临的产能消化风险将持续存在。

表8 截至2015年末公司养殖及饲料行业在建和拟建的产能（单位：万元、万头、万吨）

| 基地名称 | 总投资 | 已投资 | 预计投产时间 | 新增产能 |
|------------|-----------|------|----------|------|
| 扶余猪场三场建设项目 | 32,677.79 | 0.00 | 2017年12月 | 20 |
| 海丰种猪场项目 | 30,002.18 | 0.00 | 2017年12月 | 20 |

| | | | | |
|--------------------|------------------|-------------|----------|----|
| 吉安澧田猪场建设项目 | 10,628.12 | 0.11 | 2017年12月 | 10 |
| 年产饲料、预混料60万吨（一期工程） | 6,459.27 | 0.03 | 2016年7月 | 42 |
| 合计 | 79,767.09 | 0.14 | - | - |

资料来源：公司提供

总之，2015年公司饲料业务因为原材料价格下降导致产品价格的整体下降销售收入有所下降，但盈利能增强；养殖业务在猪价行情回暖的有利因素下，产能进一步释放，且在饲料成本下降的背景下，收入和盈利能力均大幅提升。截至2015年底公司饲料及养殖在建及拟建产能仍然较多，需持续关注公司的产能消化风险。

随着营销体系的进一步完善，以及信用政策的放宽，2015年正邦生化收入和利润进一步增长

2015年6月公司以62,093.00万元现金从关联方正邦发展（香港）有限公司（以下简称“正邦发展（香港）”）、先达控股有限公司收购了正邦生化100%的股份。根据此次收购交易对手方承诺：正邦生化在2015年-2017年实现的经审计的合并报表的归属于母公司所有者的扣除非经常性损益后的净利润累计不低于16,500万元；若正邦生化2015-2017年经审计的合并报表口径的归属于母公司所有者的扣除非经常性损益后的净利润累计数低于承诺数，则交易对手方将按照《盈利补偿协议》的规定进行补偿。公司实际控制人林印孙先生作为交易对手方实际控制人，就交易对手的上述补偿义务，承担连带赔偿责任。

正邦生化成立于1997年3月，注册资本20,000万元，截至2015年底，正邦生化农药制剂年产能为13,300吨，主营农药制剂的研发、生产和销售及提供专业植保技术服务。正邦生化生产的农药制剂广泛用于防治农作物的病、虫、草害，按用途主要分为杀虫剂、杀菌剂、除草剂三类，2015年实现营业收入5.08亿元，销售规模在我国农药制剂行业排前十名。

正邦生化的农药业务主要采用经销商模式，即通过“区域总代理”和“地县级经销商”进行网络式销售，并以“零售商直供”模式和“种植基地直销”模式作为有益补充。公司目前正在积极推动“产品+服务”模式，为种植客户提供产品套餐和植保服务。此外，2015年正邦生化还尝试开拓东南亚市场，目前在缅甸设立的农药销售公司已正常运作。

随着营销体系的进一步完善，以及信用政策的放宽，2015年正邦生化实现营业收入50,789.67万元，同比增长5.94%，实现利润总额8,210.11万元，同比增长51.35%，实现经营净现金流22,874.55万元，同比增加25,969.73万元。其中利润总额的增长幅度大于营业收入的幅度主要原因包括：1) 营业利润率提升；2) 营业外收入较上年增长409.58万元。

表9 2014-2015年正邦生化主要财务指标（万元）

| 项目 | 2015年 | 2014年 |
|----|-------|-------|
|----|-------|-------|

| | | |
|---------------|-----------|-----------|
| 应收账款 | 13,522.49 | 11,382.50 |
| 存货 | 15,590.44 | 16,189.52 |
| 总资产 | 85,663.40 | 89,030.40 |
| 有息债务 | 13,600.00 | 12,000.00 |
| 负债总额 | 45,007.95 | 55,356.43 |
| 所有者权益 | 40,655.45 | 33,673.98 |
| 营业收入 | 50,789.67 | 47,941.44 |
| 营业利润 | 7,656.19 | 5,275.98 |
| 利润总额 | 8,210.11 | 5,424.70 |
| 营业外收入 | 585.24 | 175.66 |
| 综合毛利率 | 31.82% | 31.05% |
| 营业利润率 | 15.07% | 11.01% |
| 资产负债率 | 52.54% | 62.18% |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 22,874.55 | -3,095.18 |

资料来源：正邦生化 2015 年审计报告

2015年公司加速推进向“现代农业综合服务商”转型，但转型能否成功存在不确定性

2015年公司积极推进互联网战略的实施，推动公司向农资产品+技术服务+增值服务的“现代农业综合服务商”的战略升级。首先为顺应养殖发展趋势，实现兽药营销顺利转型，公司控股子公司江西新世纪民星动物保健品有限公司以自有资金1,000万元人民币，占有股权比例100%，设立江西小牧人电子商务有限公司。2015年公司借助该平台进行了线下招商、线上推广等营销活动，但推广效果不明显。其次，2015年7月公司新设立了江西正农通网络科技有限公司，该公司并于2015年7月以455万元受让苏清浦先生和蔡幼珍女士合计持有的北京华牧智远科技有限公司（以下简称“华牧智远”）70.00%股权，华牧智远成立于2005年1月，目前拥有并运营的中国养殖网是国内知名度较高的畜牧养殖类综合服务网络。采集自www.cnzz.com数据显示，截至2015年7月11日该网站注册用户92万以上，页面总点击量3800万以上，日均访问人数2万以上，供求信息50万条以上。不过该公司2015年经营仍表现亏损。2015年以来，公司在核心养殖区域建设养殖技术服务站，组织养殖技术服务团队，依托公司从事生猪养殖多年的经验积累，利用中国养殖网、邦养猪、邦农云、邦卖猪等互联网工具，为中小型生猪养殖场提供包括：行业信息服务、生产管理服务、环保解决方案等一站式服务方案，解决养殖场在生猪养殖过程中面临的困难，计划使公司由传统的营销驱动转变为服务驱动，通过提供服务推动公司饲料、种猪、仔猪、兽药等产品的协同销售。另外，2016年公司拟通过定向增发募集资金新增100家养殖技术服务站，以加快战略转型步伐。

总之，2015年公司加速推进向“现代农业综合服务商”转型，但能否成功存在不确定性。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014-2015年审计报告以及未经审计的2016年1季报。这些财务报告均采用新会计准则编制。2014年度，公司根据自2014年7月1日起施行的财政部新颁布或修订的《企业会计准则第2号-长期股权投资》执行了一系列会计准则。该项会计政策变更对公司财务报表的相关科目有一定影响，因此本报告中引用的2013年财务报表数据使用2014年年报的期初数值或上一期数值。

2015年纳入合并财务报表范围的主体与上年相比，增加36户减少13户，主要企业的相关情况如附录五所示。

资产结构与质量

2015年主要受益于非公开发行普通股募集资金的到位，公司资产规模增长较快，资产以存货、固定资产为主，且部分资产使用权受限，流动性一般

2015年末主要受益于非公开发行人民币普通股募集资金到位，公司资产规模大幅提升，达到976,351.60万元，较2014年末增长33.53%，与此同时，由于货币资金的增加，公司流动资产占总资产的比重由2014年末的34.51%提升至41.90%。

2015年末公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成，其中货币资金余额为15.27亿元，同比增长286.74%，主要原因为非公开发行普通股募集资金11.38亿元同时新增银行贷款。截至2015年末公司货币资金余额中有0.10亿元为票据保证金、信用证保证金、冻结资金，使用权受限。2015年末公司应收账款同比增长103.90%，主要原因为正邦生化纳入公司合并报表范围后增加应收账款13,522.49万元，另外为促进饲料销售公司相应延长了部分优质客户回款期。截至2015年末，公司应收账款账龄一年以上的占比40.85%，已按照相应的分类计提了坏账准备。预付款项主要为预付原材料款及工程款。其他应收款主要为关联方往来款，2015年末其占比达到82.04%，期末账龄一年以上的占比40.85%，对营运资金形成了较多的占用。存货余额较上一年末有所增加，系2015年生猪行情变好，公司增加消耗性生物资产（生猪）17,792.15万元。2015年末公司存货账面价值15.05亿元，其中原材料、库存商品、消耗性生物资产分别占比32.56%、16.70%、44.74%，期末有账面价值为1,000万元的资产已用于借款抵押。公司注重如玉米、豆粕等原材料的库存管理，一般情况下该等存货的周

转天数不超过15天，因此存货跌价风险不大。

公司非流动资产主要包括固定资产、在建工程、生产性生物资产和无形资产，以固定资产为主。2015年末，公司固定资产余额较上年末大幅增加，主要原因为公司饲料生产线、猪场续建、新建部分由在建工程转入固定资产以及新增外购资产增加。2015年末已有账面价值为6,568.16万元的固定资产已用于借款抵押。无形资产主要为土地使用权，2015年末其占无形资产账面价值的比重为92.06%，其中有账面价值为3,625.75万元的土地资产已用于借款抵押。

表 10 2014-2016 年 3 月公司主要资产构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2016 年 3 月 | | 2015 年 | | 2014 年 | |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 货币资金 | 91,900.94 | 9.73% | 152,718.10 | 15.64% | 39,488.83 | 5.40% |
| 应收账款 | 50,962.90 | 5.40% | 43,299.01 | 4.43% | 21,235.21 | 2.90% |
| 预付款项 | 26,526.36 | 2.81% | 27,231.52 | 2.79% | 23,788.09 | 3.25% |
| 其他应收款 | 31,432.15 | 3.33% | 30,749.11 | 3.15% | 15,550.44 | 2.13% |
| 存货 | 161,745.68 | 17.13% | 150,544.47 | 15.42% | 145,719.05 | 19.93% |
| 流动资产合计 | 367,536.07 | 38.93% | 409,042.67 | 41.90% | 252,357.83 | 34.51% |
| 固定资产 | 441,039.04 | 46.71% | 445,259.39 | 45.60% | 305,220.86 | 41.74% |
| 在建工程 | 40,606.64 | 4.30% | 32,812.92 | 3.36% | 94,049.14 | 12.86% |
| 无形资产 | 28,309.63 | 3.00% | 28,156.46 | 2.88% | 23,001.16 | 3.15% |
| 非流动资产合计 | 576,577.41 | 61.07% | 567,308.92 | 58.10% | 478,837.74 | 65.49% |
| 资产总计 | 944,113.48 | 100.00% | 976,351.60 | 100.00% | 731,195.57 | 100.00% |

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

资产运营效率

2015年公司资产运营效率有所下降，但营运资金压力有所缓解

2015年由于饲料及食品业务收入及成本的下降，公司营业收入和营业成本较上年均有所下滑，但应收账款和应收票据的合计数、存货、总资产的期末数均较上年末增加，受此影响，公司应收账款周期天数、存货周转天数、总资产周转天数较2014年分别增加1.81天、3.58天、41.93天，资产总体运营效率有所下降。

与此同时，2015年公司采用票据支付采购款进一步增加，应付账款余额下降，应付账款和应付票据的合计数增加，但营业成本下降，使得公司应付账款的周转天数由2014年的27.38天提升至33.67天。由于应付账款周转天数的增长幅度大于应收账款的周转天数的增长幅度，2015年公司净营业周期较上年减少0.91天，营运资金压力有所减缓。

表 11 2014-2015 年公司主要运营效率指标（单位：天）

| 项目 | 2015 年 | 2014 年 |
|----------|--------|--------|
| 应收账款周转天数 | 7.44 | 5.63 |
| 存货周转天数 | 35.81 | 32.23 |
| 应付账款周转天数 | 33.67 | 27.38 |
| 净营业周期 | 9.57 | 10.48 |
| 总资产周转天数 | 187.23 | 145.30 |

注：应收账款周转天数及应付账款周转天数分别考虑了应收票据和应付票据。
 资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2015年以来受益于生猪价格的提升，以及原材料成本的下降，公司盈利能力和盈利水平有所提升

虽然正邦生化的合并给公司带来了新的收入，但饲料业务承压销售价格下滑使得饲料销售收入大幅下降，与此同时由于育肥猪行情较好，公司将育肥猪往下游进行加工的意愿不强，食品销售收入下降，受以上因素共同影响，2015年公司实现营业收入1,635,872.91万元，同比下降0.65%。

由于玉米、豆粕采购价格下降幅度较大，饲料产品销售均价虽有所下滑但下滑幅度小于该等原材料采购价格的下降幅度，以及养殖业务各产品受益于行业景气度的回升销售均价均大幅提升，2015年公司综合毛利率较上年提升3.49个百分点，营业利润率也由上年的0.14%提升至1.17%。

由于盈利能力的提升，2015年公司实现营业利润28,118.78万元、利润总额36,806.31万元，分别是2014年11.77倍、5.52倍。非经营性损益方面，2015年由于公司坏账损失较多，公司资产减值损失仍高达2,075.42万元，对利润造成一定侵蚀。公司投资收益主要由处置长期股权投资形成，不具有持续性，2015年公司获得投资收益较上年大幅减少，主要为处置长期股权投资产生的投资收益由2014年的12,894.36万元减少至4,028.40万元。

另外公司相继处置了一些子公司获得了较多的固定资产处置利得，以及政府补助的增加，2015年公司获得营业外收入11,903.09万元，对利润水平形成了较好的补充作用。

2016年1季度，由于生猪养殖景气度的进一步提升以及正邦生化的合并，公司实现营业收入401,012.16万元，较上年同期增长12.36%，综合毛利率、营业利润率等盈利能力指标也进一步改善。

表 12 2014-2016 年 3 月公司主要盈利指标（单位：万元）

| 项目 | 2016 年 1-3 月 | 2015 年 | 2014 年 |
|----|--------------|--------|--------|
|----|--------------|--------|--------|

| | | | |
|--------|------------|--------------|--------------|
| 营业收入 | 401,012.16 | 1,641,626.72 | 1,648,354.78 |
| 投资收益 | 835.23 | 4742.04 | 11,450.44 |
| 营业利润 | 20,789.95 | 28,118.78 | 2,389.49 |
| 营业外收入 | 2,003.89 | 11,903.09 | 9,603.00 |
| 利润总额 | 22,367.91 | 36,806.31 | 6,666.09 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 2,075.42 | 3,257.13 |
| 投资收益 | 835.23 | 4,742.04 | 11,450.44 |
| 净利润 | 22,202.87 | 33,589.66 | 4,016.63 |
| 综合毛利率 | 14.68% | 9.28% | 5.79% |
| 期间费用率 | 9.68% | 7.71% | 6.13% |
| 营业利润率 | 5.18% | 1.71% | 0.14% |
| 总资产回报率 | - | 6.62% | 3.77% |

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

现金流

2015年公司经营净现金流进一步改善，非公开发行人民币普通股及银行借款为公司饲料及养殖业务扩张提供了较好的资金支持

2015年，受益于净利润水平的大幅增长，公司实现经营活动产生的现金流量净额73,496.88万元，较上年进一步改善。公司营运资本有所减少的主要原因为经营性应收项目的增加，增加原因主要包括正邦生化的合并，以及该年度饲料业务部分客户信用政策的放松使得应收账款增加，与此同时与关联方往来款的大幅增长使得其他应收款增长迅速。

2015年，公司继续建设一些养殖厂及饲料厂，投资支出规模较大，但非公开发行普通股募集资金的到位为该等投资提供了较好的资金支持，使得公司整体资金状况较为宽裕。

表 13 2014-2015 年公司主要现金流量指标（单位：万元）

| 项目 | 2015 年 | 2014 年 |
|----------------------|------------------|------------------|
| 净利润 | 33,589.66 | 4,016.63 |
| 营运资本变化 | -17,070.65 | 12,844.09 |
| 其中：存货减少（减：增加） | 14,593.23 | -15,700.43 |
| 经营性应收项目的减少（减：增加） | -60,432.44 | 11,849.61 |
| 经营性应付项目的增加（减：减少） | 28,768.56 | 16,694.91 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 73,496.88 | 59,395.94 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -142,239.70 | -140,311.69 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 172,115.51 | 75,919.66 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 103,238.27 | -4,995.91 |

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告，鹏元整理

资本结构与财务安全性

跟踪期内，非公开发行普通股使得公司资产负债率较上年有所下降，但有息债务仍处于较高水平，刚性债务压力大，且长期借款及本期债券存在集中偿付压力

跟踪期内，公司债务规模持续增加；负债中有息债务也进一步增加，2016年3月末公司负债余额达到566,737.35万元，较2014年末增长15.88%，其中有息债务规模为374,964.89万元，较2014年末增长23.55%。2015年12月22日，公司非公开发行65,761,479股，增加了人民币股本6,576.15万元，该项非公开发行普通股增加了权益资本，相应降低了债务杠杆，一定程度上提高了权益资本对债务的保障程度。

表 14 2014-2016 年 3 月公司资本结构情况（单位：万元）

| 指标名称 | 2016 年 3 月 | 2015 年 | 2014 年 |
|-------|------------|------------|------------|
| 负债总额 | 566,737.35 | 621,178.34 | 489,060.84 |
| 所有者权益 | 377,376.13 | 355,173.26 | 242,134.74 |
| 产权比率 | 150.18% | 174.89% | 201.98% |

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

截至 2016 年 3 月末，公司流动负债主要以短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款、一年内到期的非流动负债为主，其中短期借款及应付账款占比较高。跟踪期内，公司在原材料采购上增加了票据结算，应付票据余额增加，应付账款余额减少。公司应付账款主要是应付原材料款和工程款，2015 年末账龄 1 年以上的占比仅 1.00%。一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款，截至 2016 年 3 月末该部分款项已全部还清。

截至 2016 年 3 月末，公司非流动负债主要包括长期借款、应付债券和长期应付款，随着资金需求的逐步增加，跟踪期内，公司长期借款呈快速增长趋势，由 2014 年末的 12.73 亿元攀升至 2016 年 3 月末的 19.06 亿元，增长幅度达 49.66%。2016 年 3 月 7 日本期债券有部分赎回，所以期末余额下降较多。长期应付款为应付售后回租融资租赁款，2015 年末由于售后回租的标的资产的增加，该科目余额同比增长 124.58%。

表 15 2014-2016 年 3 月公司主要负债构成情况（单位：万元）

| 项目 | 2016 年 3 月 | | 2015 年 | | 2014 年 | |
|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|-------------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 短期借款 | 157,503.74 | 27.79% | 117,197.36 | 18.87% | 95,615.83 | 18.67% |
| 应付票据 | 32,675.65 | 5.77% | 55,916.74 | 9.00% | 26,019.26 | 5.08% |
| 应付账款 | 93,541.40 | 16.51% | 95,941.50 | 15.45% | 100,690.34 | 19.66% |
| 一年内到期的非流动负债 | 0.00 | 0.00% | 44,739.53 | 7.20% | 20,000.38 | 3.91% |
| 流动负债合计 | 343,391.94 | 60.59% | 387,827.42 | 62.43% | 294,344.67 | 57.48% |

| | | | | | | |
|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|-------------------|----------------|
| 长期借款 | 190,590.00 | 33.63% | 156,000.95 | 25.11% | 127,345.00 | 24.87% |
| 应付债券 | 11,360.61 | 2.00% | 54,634.16 | 8.80% | 54,481.42 | 10.64% |
| 长期应付款 | 16,385.16 | 2.89% | 17,423.79 | 2.80% | 7,758.54 | 1.52% |
| 非流动负债合计 | 223,345.41 | 39.41% | 233,350.92 | 37.57% | 194,716.17 | 39.81% |
| 负债合计 | 566,737.35 | 100.00% | 621,178.34 | 100.00% | 489,060.84 | 100.00% |
| 有息债务 | 374,964.89 | 66.16% | 388,082.55 | 62.48% | 303,495.95 | 62.06% |

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

从公司长期借款本金及利息的偿还计划看，2018年和2019年公司需偿还的长期借款本金及利息分别为75,586.88万元、65,420.25万元，另外本期债券剩余本金11,688.63万元也将于2018年3月兑付，存在较大的集中支付压力。

表16 截至2016年3月底公司长期借款本金及利息偿还计划表（单位：万元）

| 项目 | 长期借款偿还计划表 | | | | |
|-----------|------------------|------------------|------------------|------------------|---------------|
| | 2017年 | 2018年 | 2019年 | 2020年 | 2021年及以后 |
| 本金 | 42,045.00 | 71,987.50 | 62,305.00 | 13,302.50 | 950.00 |
| 利息 | 2,102.25 | 3,599.38 | 3,115.25 | 665.13 | 47.50 |
| 合计 | 44,147.25 | 75,586.88 | 65,420.25 | 13,967.63 | 997.50 |

资料来源：公司提供

截至2016年3月末，公司资产负债率由2014年末的66.89%下降至60.03%，一定程度上提高了公司的财务安全性，但总体仍处于较高水平。公司资产负债率的下降主要系2015非公开发行人民币股票募集了113,767.36万元，所有者权益增加所致。

跟踪期末，公司流动比率及速动比率受非公开发行普通股募集资金到位的影响有所改善，但仍然较低，流动资产、速动资产对流动负债的保障程度偏弱。从EBITDA利息保障倍数来看，2015年公司盈利增加提高了其对有息债务付息的保障程度，但2015年末公司息税折旧摊销前利润对有息债务的覆盖率仅为0.25，表明公司刚性债务压力依然较大。

表17 2014-2016年3月公司主要偿债能力指标

| 指标名称 | 2016年3月 | 2015年 | 2014年 |
|---------------|---------|-----------|-----------|
| 资产负债率 | 60.03% | 63.62% | 66.89% |
| 流动比率 | 1.07 | 1.05 | 0.86 |
| 速动比率 | 0.60 | 0.67 | 0.36 |
| EBITDA（万元） | - | 97,921.44 | 57,691.23 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 4.42 | 2.69 |
| EBITDA/有息债务 | - | 0.25 | 0.19 |

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年 1 季报，鹏元整理

六、评级结论

2015年度，公司饲料业务因为原材料价格下降导致产品价格下滑使得销售收入有所下降，但盈利能力提升；养殖业务在猪价行情回暖的有利因素下，产能进一步释放，且在饲料成本下降的背景下，收入和盈利能力均大幅提升。另外，2015年末公司通过非公开发行股票募集资金113,767.36万元，募集资金的到位改善了公司财务状况，优化了资本结构。与此同时，我们也注意到，2015年公司在饲料及生猪业务产能利用率不高情况下继续扩大产能，未来公司产能消化风险持续存在；跟踪期内，公司刚性债务持续增长，且2015年末息税折旧摊销前利润对有息债务的覆盖不足一倍，刚性债务压力较大，且长期借款本息和本期债券剩余本金2018年和2019年存在集中偿付压力。

基于以上情况，鹏元维持公司主体长期信用等级AA-和本期债券信用等级AA-，评级展望调整为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

| 项目 | 2016年3月 | 2015年 | 2014年 | 2013年 |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 货币资金 | 91,900.94 | 152,718.10 | 39,488.83 | 32,597.55 |
| 应收票据 | 178.25 | 357.63 | 2,920.00 | 182.86 |
| 应收账款 | 50,962.90 | 43,299.01 | 21,235.21 | 27,259.08 |
| 预付款项 | 26,526.36 | 27,231.52 | 23,788.09 | 37,971.69 |
| 应收股利 | 966.10 | 966.10 | 0.00 | 140.40 |
| 其他应收款 | 31,432.15 | 30,749.11 | 15,550.44 | 16,643.90 |
| 存货 | 161,745.68 | 150,544.47 | 145,719.05 | 132,304.43 |
| 其他流动资产 | 3,823.69 | 3,176.74 | 3,656.21 | 2,926.96 |
| 流动资产合计 | 367,536.07 | 409,042.67 | 252,357.83 | 250,026.88 |
| 可供出售金融资产 | 2,291.99 | 2,291.99 | 2,321.99 | 1,983.99 |
| 长期股权投资 | 9,510.77 | 8,675.54 | 8,740.52 | 4,455.52 |
| 固定资产 | 441,039.04 | 445,259.39 | 305,220.86 | 217,934.72 |
| 在建工程 | 40,606.64 | 32,812.92 | 94,049.14 | 69,240.11 |
| 工程物资 | 0.00 | 0.74 | 5.45 | 0.18 |
| 生产性生物资产 | 29,396.03 | 25,353.33 | 21,519.32 | 21,450.97 |
| 无形资产 | 28,309.63 | 28,156.46 | 23,001.16 | 15,469.68 |
| 商誉 | 6,019.09 | 6,019.09 | 5,906.70 | 2,058.47 |
| 长期待摊费用 | 14,258.69 | 13,593.95 | 13,762.29 | 15,000.87 |
| 递延所得税资产 | 999.16 | 999.16 | 524.29 | 671.05 |
| 其他非流动资产 | 4,146.35 | 4,146.35 | 3,786.03 | 1,145.68 |
| 非流动资产合计 | 576,577.41 | 567,308.92 | 478,837.74 | 349,411.24 |
| 资产总计 | 944,113.48 | 976,351.60 | 731,195.57 | 599,438.12 |
| 短期借款 | 157,503.74 | 117,197.36 | 95,615.83 | 130,060.00 |
| 应付票据 | 32,675.65 | 55,916.74 | 26,019.26 | 11,018.79 |
| 应付账款 | 93,541.40 | 95,941.50 | 100,690.34 | 98,504.67 |
| 预收款项 | 8,274.83 | 13,725.62 | 8,169.95 | 7,969.67 |
| 应付职工薪酬 | 8,918.27 | 8,722.25 | 6,546.22 | 5,722.23 |
| 应交税费 | 4,877.63 | 7,014.37 | 2,616.64 | 2,104.96 |
| 应付利息 | 336.48 | 2,845.94 | 2,884.09 | 2,763.84 |
| 应付股利 | 13.48 | 1,862.90 | 2,195.31 | 2,538.92 |
| 其他应付款 | 37,250.46 | 39,834.60 | 29,508.36 | 26,757.66 |
| 一年内到期的非流动负债 | 0.00 | 44,739.53 | 20,000.38 | 19,407.60 |
| 其他流动负债 | 0.00 | 26.62 | 98.29 | 35.71 |
| 流动负债合计 | 343,391.94 | 387,827.42 | 294,344.67 | 306,884.06 |

| | | | | |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 长期借款 | 190,590.00 | 156,000.95 | 127,345.00 | 80,010.00 |
| 应付债券 | 11,360.61 | 54,634.16 | 54,481.42 | 54,337.35 |
| 长期应付款 | 16,385.16 | 17,423.79 | 7,758.54 | 4,567.94 |
| 递延收益 | 4,839.49 | 5,121.87 | 4,961.06 | 3,740.38 |
| 递延所得税负债 | 170.15 | 170.15 | 170.15 | 170.15 |
| 非流动负债合计 | 223,345.41 | 233,350.92 | 194,716.17 | 142,825.82 |
| 负债合计 | 566,737.35 | 621,178.34 | 489,060.84 | 449,709.88 |
| 股本 | 67,168.80 | 67,205.80 | 59,634.66 | 43,105.66 |
| 资本公积 | 174,167.02 | 174,370.15 | 103,768.03 | 18,677.99 |
| 盈余公积 | 7,602.89 | 7,602.89 | 3,247.04 | 3,049.67 |
| 未分配利润 | 93,514.94 | 70,708.68 | 34,359.44 | 32,477.94 |
| 归属于母公司所有者权益合计 | 335,930.70 | 313,124.45 | 201,009.16 | 97,311.26 |
| 少数股东权益 | 41,445.42 | 42,048.81 | 41,125.58 | 52,416.98 |
| 所有者权益合计 | 377,376.13 | 355,173.26 | 242,134.74 | 149,728.24 |
| 负债和所有者权益总计 | 944,113.48 | 976,351.60 | 731,195.57 | 599,438.12 |

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季报

附录二 合并利润表（单位：万元）

| 项目 | 2016年1-3月 | 2015年 | 2014年 | 2013年 |
|----------------------------|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 一、营业总收入 | 401,012.16 | 1,641,626.72 | 1,648,354.78 | 1,558,249.36 |
| 其中：营业收入 | 401,012.16 | 1,641,626.72 | 1,648,354.78 | 1,558,249.36 |
| 二、营业总成本 | 381,057.45 | 1,618,249.98 | 1,657,415.72 | 1,563,089.87 |
| 其中：营业成本 | 342,129.37 | 1,489,281.84 | 1,552,906.10 | 1,474,676.01 |
| 营业税金及附加 | 94.92 | 290.86 | 139.90 | 116.91 |
| 销售费用 | 15,196.87 | 55,556.89 | 43,003.18 | 34,192.40 |
| 管理费用 | 16,994.85 | 51,284.67 | 39,811.35 | 37,243.79 |
| 财务费用 | 6,641.43 | 19,760.30 | 18,298.04 | 15,093.81 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 2,075.42 | 3,257.13 | 1,766.94 |
| 投资收益（损失以“-”号填列） | 835.23 | 4,742.04 | 11,450.44 | 591.86 |
| 三、营业利润（亏损以“-”号填列） | 20,789.95 | 28,118.78 | 2,389.49 | -4,248.65 |
| 加：营业外收入 | 2,003.89 | 11,903.09 | 9,603.00 | 6,326.81 |
| 减：营业外支出 | 425.92 | 3,215.56 | 5,326.41 | 3,077.21 |
| 四、利润总额（亏损总额以“-”号填列） | 22,367.91 | 36,806.31 | 6,666.09 | -999.05 |
| 减：所得税费用 | 165.05 | 3,216.65 | 2,649.46 | 2,134.12 |
| 五、净利润（净亏损以“-”号填列） | 22,202.87 | 33,589.66 | 4,016.63 | -3,133.16 |

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季报

附录三-1 合并现金流量表 (单位: 万元)

| 项目 | 2016年1-3月 | 2015年 | 2014年 | 2013年 |
|---------------------------|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 一、经营活动产生的现金流量: | | | | |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 400,389.86 | 1,829,984.79 | 1,640,967.82 | 1,559,206.72 |
| 收到的税费返还 | 0.00 | 89.30 | 0.00 | 4.29 |
| 收到其他与经营活动有关的现金 | 50,626.55 | 226,257.09 | 144,577.90 | 143,808.55 |
| 经营活动现金流入小计 | 451,016.41 | 2,056,331.18 | 1,785,545.72 | 1,703,019.56 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 359,159.86 | 1,616,148.15 | 1,491,431.92 | 1,462,441.73 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金 | 20,497.18 | 89,154.66 | 70,168.94 | 61,341.40 |
| 支付的各项税费 | 2,464.92 | 7,721.70 | 5,010.70 | 4,932.75 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 60,945.99 | 269,809.78 | 159,538.21 | 180,031.41 |
| 经营活动现金流出小计 | 443,067.95 | 1,982,834.30 | 1,726,149.78 | 1,708,747.29 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 7,948.45 | 73,496.88 | 59,395.94 | -5,727.73 |
| 二、投资活动产生的现金流量: | | | | |
| 收回投资收到的现金 | 0.00 | 62.00 | 823.00 | 66.60 |
| 取得投资收益收到的现金 | 0.00 | 0.00 | 195.35 | 82.35 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额 | 331.02 | 7,736.13 | 6,476.40 | 4,716.12 |
| 处置子公司及其他营业单位收到的现金净额 | 0.00 | 2,767.38 | 19,779.80 | 0.00 |
| 收到其他与投资活动有关的现金 | 0.00 | 1,425.47 | 0.00 | 0.00 |
| 投资活动现金流入小计 | 331.02 | 11,990.97 | 27,274.54 | 4,865.08 |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 | 17,083.70 | 94,096.31 | 146,665.43 | 122,776.43 |
| 投资支付的现金 | 0.00 | 207.50 | 3,314.00 | 4,261.00 |
| 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额 | 0.00 | 59,813.87 | 17,606.80 | 0.00 |
| 支付其他与投资活动有关的现金 | 240.13 | 112.99 | 0.00 | 0.00 |
| 投资活动现金流出小计 | 17,323.83 | 154,230.67 | 167,586.23 | 127,037.43 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -16,992.80 | -142,239.70 | -140,311.69 | -122,172.35 |
| 三、筹资活动产生的现金流量: | | | | |
| 吸收投资收到的现金 | 0.00 | 124,304.40 | 101,558.66 | 23,995.30 |
| 取得借款收到的现金 | 94,420.00 | 246,644.76 | 230,283.83 | 318,511.72 |
| 收到其他与筹资活动有关的现金 | 0.00 | 13,657.95 | 611.40 | 8,564.00 |
| 筹资活动现金流入小计 | 94,420.00 | 384,607.11 | 332,453.89 | 351,071.02 |
| 偿还债务支付的现金 | 105,377.81 | 179,289.25 | 216,628.00 | 221,140.00 |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的现金 | 6,603.26 | 21,978.89 | 27,662.84 | 17,526.26 |
| 其中: 子公司支付给少数股东的股利、利润 | 0.00 | 1,595.89 | 594.50 | 1,138.11 |
| 支付其他与筹资活动有关的现金 | 13,569.99 | 11,223.46 | 12,243.39 | 1,832.28 |
| 筹资活动现金流出小计 | 125,551.05 | 212,491.60 | 256,534.23 | 240,498.55 |

| | | | | |
|----------------|------------|------------|-----------|------------|
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -31,131.05 | 172,115.51 | 75,919.66 | 110,572.47 |
| 四、汇率变动对现金的影响 | 1,237.43 | -134.42 | 0.18 | 0.00 |
| 五、现金及现金等价物净增加额 | -38,937.97 | 103,238.27 | -4,995.91 | -17,327.61 |
| 期初现金及现金等价物余额 | 130,838.91 | 27,600.64 | 30,933.85 | 48,261.46 |
| 期末现金及现金等价物余额 | 91,900.94 | 130,838.91 | 25,937.94 | 30,933.85 |

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告及未经审计的 2016 年一季报

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

| 项目 | 2015年 | 2014年 | 2013年 |
|-------------------------|------------------|------------------|------------------|
| 净利润 | 33,589.66 | 4,016.63 | -3,133.16 |
| 加：资产减值准备 | 2,075.42 | 3,257.13 | 1,766.94 |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 | 37,735.67 | 28,787.95 | 21,166.99 |
| 无形资产摊销 | 873.65 | 587.74 | 427.05 |
| 长期待摊费用摊销 | 2,752.99 | 3,255.41 | 3,700.40 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 | -1,997.83 | -443.13 | -1,274.76 |
| 固定资产报废损失 | 10.15 | 0.00 | 96.14 |
| 财务费用 | 19,961.62 | 18,393.79 | 15,292.04 |
| 投资损失 | -4,742.04 | -11,450.44 | -591.86 |
| 递延所得税资产减少 | -183.85 | 146.76 | -245.08 |
| 存货的减少 | 14,593.23 | -15,700.43 | -41,071.42 |
| 经营性应收项目的减少 | -60,432.44 | 11,849.61 | -21,189.66 |
| 经营性应付项目的增加 | 28,768.56 | 16,694.91 | 19,328.66 |
| 其他 | 492.07 | 0.00 | 0.00 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 73,496.88 | 59,395.94 | -5,727.73 |

资料来源：公司2014-2015年审计报告

附录四 主要财务指标表

| 项目 | 2016年3月 | 2015年 | 2014年 | 2013年 |
|---------------|------------|------------|------------|------------|
| 资产负债率 | 60.03% | 63.62% | 66.89% | 75.02% |
| 流动比率 | 1.07 | 1.05 | 0.86 | 0.81 |
| 速动比率 | 0.60 | 0.67 | 0.36 | 0.38 |
| 综合毛利率 | 14.68% | 9.28% | 5.79% | 5.36% |
| 总资产回报率 | - | 6.62% | 3.77% | 2.73% |
| EBITDA (万元) | - | 97,921.44 | 57,691.23 | 39,587.43 |
| EBITDA 利息保障倍数 | - | 4.42 | 2.69 | 2.35 |
| 有息债务 (万元) | 374,964.89 | 388,082.55 | 303,495.95 | 286,677.67 |
| EBITDA/有息债务 | - | 0.25 | 0.19 | 0.14 |
| 应收账款周转天数 | - | 7.44 | 5.63 | 5.09 |
| 存货周转天数 | - | 35.81 | 32.23 | 28.97 |
| 应付账款周转天数 | - | 33.67 | 27.38 | 23.8 |
| 净营业周期 (天) | - | 9.57 | 10.48 | 10.26 |
| 总资产周转天数 | - | 187.23 | 145.3 | 120.72 |
| 期间费用率 | 9.68% | 7.71% | 6.13% | 5.55% |
| 营业利润率 | 5.18% | 1.71% | 0.14% | -0.27% |

资料来源：根据公司 2014-2015 年审计报告及 2016 年 1 季报，鹏元整理

附录五 2015 年公司合并范围新增及减少的主要子公司信息（单位：万元）

| 公司名称 | 注册资本 | 持股比例 | 主营业务 | 变更原因 |
|----------------|------------|--------|---|-----------|
| 江西正农通网络科技有限公司 | 20,000.00 | 95% | 计算机数据处理及储存服务等 | 投资设立 |
| 江苏正邦农友饲料有限公司 | 1,000.00 | 80% | 生物饲料、秸秆饲料的技术研究等 | 投资设立 |
| 盐城正邦农友饲料科技有限公司 | 100.00 | 80% | 饲料技术研发，饲料生产、销售，饲料原料销售。 | 投资设立 |
| 自贡金川农农牧科技有限公司 | 2,000.00 | 55% | 农牧技术研究、推广；饲料、饲料原料销售。 | 投资设立 |
| 重庆大鲸饲料有限公司 | 500.00 | 95% | 饲料生产和销售 | 投资设立 |
| 四川广联饲料有限公司 | 500.00 | 70% | 饲料销售及饲料原料销售 | 投资设立 |
| 黑龙江广联农牧有限公司 | 1,000.00 | 80% | 饲料生产和销售 | 投资设立 |
| 泰安丰隆正邦养殖有限公司 | 1,000.00 | 70% | 猪饲养、销售（不含种畜禽）。 | 投资设立 |
| 潜江汇联饲料有限公司 | 500.00 | 100% | 饲料生产、销售；粮食收购； | 投资设立 |
| 香港（贸易）有限公司 | 12,000 万美元 | 100% | 原料进出口贸易 | 投资设立 |
| 江西正邦生物化工有限责任公司 | 20,000.00 | 100% | 生产和销售农用高效广谱化学系列除草剂、杀虫剂、杀菌剂，研究和开发新产品，化肥销售。 | 同一控制下合并 |
| 嘉兴正邦饲料有限公司 | 1,000.00 | 51% | 生产、配合饲料及销售业务 | 转让持有的全部股权 |
| 郑州正邦双惠饲料有限公司 | 100.00 | 51% | 生产销售：浓缩饲料、添加剂预混合饲料 | 工商注销 |
| 漯河正邦世汇食品有限公司 | 500.00 | 61% | 食用农产品（生鲜肉）销售 | 转让持有的全部股权 |
| 会昌县正邦养殖有限公司 | 1,000.00 | 100% | 生猪的饲料与销售 | 工商注销 |
| 成都力信农牧科技有限责任公司 | 2,000.00 | 70% | 农牧科技技术服务和推广，生物技术研发与应用，畜牧业养殖技术推广服务，饲料销售。 | 转让持有的全部股权 |
| 德阳立信饲料有限公司 | 500.00 | 63% | 饲料的生产与销售 | 转让持有的全部股权 |
| 广东得宝食品有限公司 | 2,000.00 | 49.50% | 禽类屠宰、销售，生产、销售：食品、食用农产品，农副产品收购，饲料销售 | 转让持有的全部股权 |
| 常宁市得宝畜禽养殖有限公司 | 200.00 | 49.50% | 鸭、鱼养殖、销售。 | 转让持有的全部股权 |
| 佛山市汉恒箱包制造有限公司 | 711.23 | 49.50% | 生产，销售：箱包、帽、服装、玩具及配件 | 吸收合并 |
| 江西先瑞化工有限责任公司 | 6,000.00 | 100% | 化工产品销售（危险化学品除外） | 工商注销 |
| 佛山市三水区恒宝种禽有限公司 | 1.00 | 49.50% | 种畜禽生产经营 | 转让持有的全部股权 |

附录六-1 因收购正邦生化追溯调整后的合并资产负债表（单位：万元）

| 项目 | 2016年3月 | 2015年 | 2014年 | 2013年 |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 货币资金 | 91,900.94 | 152,718.10 | 53,947.12 | 38,540.37 |
| 应收票据 | 178.25 | 357.63 | 3,012.79 | 1,982.86 |
| 应收账款 | 50,962.90 | 43,299.01 | 32,810.47 | 31,754.30 |
| 预付款项 | 26,526.36 | 27,231.52 | 30,728.19 | 41,966.90 |
| 应收股利 | 966.10 | 966.10 | 0.00 | 140.40 |
| 其他应收款 | 31,432.15 | 30,749.11 | 32,881.25 | 17,001.68 |
| 存货 | 161,745.68 | 150,544.47 | 161,908.57 | 151,262.42 |
| 其他流动资产 | 3,823.69 | 3,176.74 | 3,794.50 | 3,768.85 |
| 流动资产合计 | 367,536.07 | 409,042.67 | 319,082.88 | 286,417.79 |
| 可供出售金融资产 | 2,291.99 | 2,291.99 | 2,321.99 | 1,983.99 |
| 长期股权投资 | 9,510.77 | 8,675.54 | 8,740.52 | 4,792.81 |
| 固定资产 | 441,039.04 | 445,259.39 | 317,678.83 | 230,571.59 |
| 在建工程 | 40,606.64 | 32,812.92 | 99,514.72 | 72,933.80 |
| 工程物资 | 0.00 | 0.74 | 5.45 | 0.18 |
| 生产性生物资产 | 29,396.03 | 25,353.33 | 21,519.32 | 21,450.97 |
| 无形资产 | 28,309.63 | 28,156.46 | 24,135.93 | 16,746.54 |
| 商誉 | 6,019.09 | 6,019.09 | 5,906.70 | 2,058.47 |
| 长期待摊费用 | 14,258.69 | 13,593.95 | 13,806.28 | 15,000.87 |
| 递延所得税资产 | 999.16 | 999.16 | 845.78 | 828.73 |
| 其他非流动资产 | 4,146.35 | 4,146.35 | 6,934.44 | 1,366.00 |
| 非流动资产合计 | 576,577.41 | 567,308.92 | 501,409.95 | 367,733.95 |
| 资产总计 | 944,113.48 | 976,351.60 | 820,492.83 | 654,151.74 |
| 短期借款 | 157,503.74 | 117,197.36 | 104,615.83 | 133,280.00 |
| 应付票据 | 32,675.65 | 55,916.74 | 61,191.89 | 21,330.54 |
| 应付账款 | 93,541.40 | 95,941.50 | 105,641.30 | 103,624.21 |
| 预收款项 | 8,274.83 | 13,725.62 | 9,902.76 | 9,407.67 |
| 应付职工薪酬 | 8,918.27 | 8,722.25 | 6,869.73 | 6,204.44 |
| 应交税金 | 4,877.63 | 7,014.37 | 3,632.11 | 2,719.25 |
| 应付利息 | 336.48 | 2,845.94 | 2,884.09 | 2,763.84 |
| 应付股利 | 13.48 | 1,862.90 | 2,195.31 | 2,538.92 |
| 其他应付款 | 37,250.46 | 39,834.60 | 29,669.41 | 27,520.60 |

| | | | | |
|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 一年内到期的非流动负债 | 0.00 | 44,739.53 | 23,000.38 | 20,407.60 |
| 其他流动负债 | 0.00 | 26.62 | 98.29 | 35.71 |
| 流动负债合计 | 343,391.94 | 387,827.42 | 349,701.10 | 329,832.79 |
| 长期借款 | 190,590.00 | 156,000.95 | 127,345.00 | 83,010.00 |
| 应付债券 | 11,360.61 | 54,634.16 | 54,481.42 | 54,337.35 |
| 长期应付款 | 16,385.16 | 17,423.79 | 7,758.54 | 4,567.94 |
| 递延收益 | 4,839.49 | 5,121.87 | 4,961.06 | 3,740.38 |
| 递延所得税负债 | 170.15 | 170.15 | 170.15 | 170.15 |
| 非流动负债合计 | 223,345.41 | 233,350.92 | 194,716.16 | 145,825.82 |
| 负债合计 | 566,737.35 | 621,178.34 | 544,417.26 | 475,658.61 |
| 实收资本（或股本） | 67,168.80 | 67,205.80 | 59,634.66 | 43,105.66 |
| 资本公积 | 174,167.02 | 174,370.15 | 118,899.43 | 25,559.39 |
| 减：库存股 | 6,522.94 | 6,763.07 | 0.00 | 0.00 |
| 盈余公积 | 7,602.89 | 7,602.89 | 4,730.94 | 4,238.79 |
| 未分配利润 | 93,514.94 | 70,708.68 | 43,136.99 | 45,836.86 |
| 归属于母公司股东权益合计 | 335,930.70 | 313,124.45 | 226,402.02 | 118,740.69 |
| 少数股东权益 | 41,445.42 | 42,048.81 | 49,673.56 | 59,752.44 |
| 所有者权益合计 | 377,376.13 | 355,173.26 | 276,075.57 | 178,493.13 |
| 负债和所有者权益总计 | 944,113.48 | 976,351.60 | 820,492.83 | 654,151.74 |

资料来源：公司提供

附录六-2 因收购正邦生化追溯调整后的合并利润表（单位：万元）

| 项 目 | 2016年1-3月 | 2015年 | 2014年 | 2013年 |
|----------------------------|------------------|------------------|------------------|-----------------|
| 一、营业收入 | 401,012.16 | 1,641,626.72 | 1,696,296.22 | 1,597,531.88 |
| 减：营业成本 | 342,129.37 | 1,489,281.84 | 1,585,963.75 | 1,500,018.53 |
| 营业税金及附加 | 94.92 | 290.86 | 231.05 | 229.40 |
| 销售费用 | 15,196.87 | 55,556.89 | 48,734.49 | 40,166.30 |
| 管理费用 | 16,994.85 | 51,284.67 | 41,772.60 | 39,362.10 |
| 财务费用 | 6,641.43 | 19,760.30 | 19,513.53 | 15,733.39 |
| 资产减值损失 | 0.00 | 2,075.42 | 3,593.12 | 1,421.96 |
| 加：公允价值变动收益（损失以“-”号填列） | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资收益（损失以“-”号填列） | 835.23 | 4,742.04 | 11,444.64 | 618.59 |
| 其中：对联营企业和合营企业的投资收益 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 二、营业利润（亏损以“-”号填列） | 20,789.95 | 28,118.78 | 7,932.33 | 1,218.78 |
| 加：营业外收入 | 2,003.89 | 11,903.09 | 9,778.66 | 7,063.77 |
| 减：营业外支出 | 425.92 | 3,215.56 | 5,353.34 | 3,215.58 |
| 三、利润总额（亏损总额以“-”号填列） | 22,367.91 | 36,806.31 | 12,357.65 | 5,066.97 |
| 减：所得税费用 | 165.05 | 3,216.65 | 3,165.08 | 2,639.60 |
| 四、净利润（净亏损以“-”号填列） | 22,202.87 | 33,589.66 | 9,192.57 | 2,427.37 |

资料来源：公司提供

附录六-3 因收购正邦生化追溯调整后的合并现金流量表（单位：万元）

| 项目 | 2016年1-3月 | 2015年 | 2014年 | 2013年 |
|----------------------------|-------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| 一、经营活动产生的现金流量： | | | | |
| 销售商品、提供劳务收到的现金 | 400,389.86 | 1,829,984.79 | 1,678,970.67 | 1,601,796.05 |
| 收到的税费返还 | 0.00 | 89.30 | 50.70 | 144.29 |
| 收到的其他与经营活动有关的现金 | 50,626.55 | 226,257.09 | 198,931.39 | 171,928.30 |
| 经营活动现金流入小计 | 451,016.41 | 2,056,331.18 | 1,877,952.76 | 1,773,868.64 |
| 购买商品、接受劳务支付的现金 | 359,159.86 | 1,616,148.15 | 1,517,074.60 | 1,511,996.53 |
| 支付给职工以及为职工支付的现金 | 20,497.18 | 89,154.66 | 74,769.04 | 65,347.99 |
| 支付的各项税费 | 2,464.92 | 7,721.70 | 6,443.82 | 6,422.51 |
| 支付其他与经营活动有关的现金 | 60,945.99 | 269,809.78 | 223,364.54 | 188,095.18 |
| 经营活动现金流出小计 | 443,067.95 | 1,982,834.30 | 1,821,651.99 | 1,771,862.21 |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 7,948.45 | 73,496.88 | 56,300.77 | 2,006.43 |
| 二、投资活动产生的现金流量： | | | | |
| 收回投资所收到的现金 | 0.00 | 62.00 | 823.00 | 66.60 |
| 取得投资收益所收到的现金 | 0.00 | 0.00 | 195.35 | 82.35 |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产所收回的现金净额 | 331.02 | 7,736.13 | 6,476.40 | 4,770.41 |
| 处置子公司及其他营业单位收到的现金净额 | 0.00 | 2,767.38 | 19,779.80 | 0.00 |
| 收到其他与投资活动有关的现金 | 0.00 | 1,425.47 | 0.00 | 0.00 |
| 投资活动现金流入小计 | 331.02 | 11,990.97 | 27,274.54 | 4,919.36 |
| 购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金 | 17,083.70 | 94,096.31 | 148,030.34 | 129,257.52 |
| 投资所支付的现金 | 0.00 | 207.50 | 3,314.00 | 4,279.58 |
| 取得子公司及其他营业单位支付的现金净额 | 0.00 | 59,813.87 | 17,606.80 | 0.00 |
| 支付的其他与投资活动有关的现金 | 240.13 | 112.99 | 0.00 | 47.26 |
| 投资活动现金流出小计 | 17,323.83 | 154,230.67 | 168,951.14 | 133,584.36 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -16,992.80 | -142,239.70 | -141,676.60 | -128,665.00 |
| 三、筹资活动产生的现金流量： | | | | |
| 吸收投资所收到的现金 | 0.00 | 124,304.40 | 101,558.66 | 23,995.30 |
| 其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金 | 0.00 | 6,668.15 | 2,919.37 | 23,995.30 |
| 取得借款收到的现金 | 94,420.00 | 246,644.76 | 239,283.83 | 326,380.72 |
| 收到的其他与筹资活动有关的现金 | 0.00 | 13,657.95 | 611.40 | 8,564.00 |

| | | | | |
|---------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 筹资活动现金流入小计 | 94,420.00 | 384,607.11 | 341,453.89 | 358,940.02 |
| 偿还债务所支付的现金 | 105,377.81 | 179,289.25 | 220,848.00 | 230,789.00 |
| 分配股利、利润或偿付利息所支付的现金 | 6,603.26 | 21,978.89 | 28,230.86 | 18,629.22 |
| 其中：子公司支付给少数股东的股利、利润 | 0.00 | 1,595.89 | 594.50 | 1,138.11 |
| 支付的其他与筹资活动有关的现金 | 13,569.99 | 11,223.46 | 13,720.87 | 1,832.28 |
| 筹资活动现金流出小计 | 125,551.05 | 212,491.60 | 262,799.74 | 251,250.50 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -31,131.05 | 172,115.51 | 78,654.15 | 107,689.52 |
| 四、汇率变动对现金及现金等价物的影响 | 1,237.43 | -134.42 | 0.18 | 0.00 |
| 五、现金及现金等价物净增加额 | -38,937.97 | 103,238.27 | -6,721.50 | -18,969.05 |
| 加：期初现金及现金等价物余额 | 130,838.91 | 27,600.64 | 34,322.13 | 53,291.18 |
| 六、期末现金及现金等价物余额 | 91,900.94 | 130,838.91 | 27,600.64 | 34,322.13 |

资料来源：公司提供

附录七 主要财务指标计算公式

| | | |
|------------|---------------|---|
| 资产运营效率 | 固定资产周转率（次） | 营业收入/[（本年固定资产总额+上年固定资产总额）/2] |
| | 应收账款周转率 | 营业收入/[（期初应收账款余额+期末应收账款余额）/2] |
| | 存货周转率 | 营业成本/[（期初存货+期末存货）/2] |
| | 应付账款周转率 | 营业成本/[（期初应付账款余额+期末应付账款余额）/2] |
| | 净营业周期（天） | 应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数 |
| | 总资产周转率（次） | 营业收入/[（本年资产总额+上年资产总额）/2] |
| 盈利能力 | 综合毛利率 | （营业收入-营业成本）/营业收入×100% |
| | 销售净利率 | 净利润/营业收入×100% |
| | 净资产收益率 | 净利润/（（本年所有者权益+上年所有者权益）/2）×100% |
| | 总资产回报率 | （利润总额+计入财务费用的利息支出）/（（本年资产总额+上年资产总额）/2）×100% |
| | 管理费用率 | 管理费用/营业收入×100% |
| | 销售费用率 | 销售费用/营业收入×100% |
| 现金流 | EBIT | 利润总额+计入财务费用的利息支出 |
| | EBITDA | EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销 |
| | 利息保障倍数 | EBIT/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出） |
| | EBITDA利息保障倍数 | EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出） |
| 资本结构及财务安全性 | 资产负债率 | 负债总额/资产总额×100% |
| | 流动比率 | 流动资产合计/流动负债合计 |
| | 速动比率 | （流动资产合计-存货）/流动负债合计 |
| | 长期有息债务 | 长期借款+应付债券+长期应付款中的融资租赁款 |
| | 短期有息债务 | 短期借款+1年内到期的非流动负债 |
| 有息债务 | 长期有息债务+短期有息债务 | |

附录八 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。 |