

# 跟踪评级公告

联合[2016]680号

---

雏鹰农牧集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**雏鹰农牧集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”**

**雏鹰农牧集团股份有限公司公开发行的“14 雏鹰债”债券信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月二十一日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

# 雏鹰农牧集团股份有限公司

## 公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA- 评级展望：稳定

上次评级结果：AA- 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
14 雏鹰债	7.98 亿元	5 年	AA-	AA	2015 年 6 月 23 日

跟踪评级时间：2016 年 6 月 21 日

主要财务数据

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额 (亿元)	72.41	101.81	112.21
所有者权益 (亿元)	28.80	47.12	48.21
长期债务 (亿元)	12.80	16.52	24.97
全部债务 (亿元)	30.85	37.85	46.41
营业总收入 (亿元)	17.62	36.19	11.40
净利润 (亿元)	-1.84	2.30	0.98
EBITDA (亿元)	2.34	7.23	1.02
经营性净现金流 (亿元)	-1.51	-2.73	-2.15
营业利润率 (%)	11.45	15.29	22.29
净资产收益率 (%)	-7.21	6.06	2.05
资产负债率 (%)	60.23	53.72	57.04
全部债务资本化比率 (%)	51.72	44.54	49.05
流动比率 (倍)	0.81	1.56	1.57
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.08	0.19	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	1.15	3.26	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.29	0.91	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。2、2016 年一季报财务数据未经审计，相关指标未年化。3、长期应付款中的融资租赁款已计入长期债务。4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对雏鹰农牧集团股份有限公司（以下简称“公司”或“雏鹰农牧”）的跟踪评级反映了公司作为一家拥有多年发展历史的大型现代化畜禽养殖企业，在行业地位、全流程产业链、经营规模、技术水平和品牌知名度等方面仍保持了较强的综合竞争优势。跟踪期内，受益于生猪市场景气度的提升，2015 年公司收入大幅增长，盈利能力提升并实现扭亏为盈。公司推进养殖模式升级，将部分猪舍的所有权进行转让，实现轻资产运作，此部分固定资产处置收益亦是 2015 年公司净利润的主要来源，公司主业的盈利能力虽较去年大幅提升，但仍处于行业较低水平。此外，公司粮食贸易板块规模有所扩大，但受粮食行业价格大幅下跌的影响，盈利能力显著减弱。

公司于 2015 年 4 月通过非公开发行股票募集资金 15.20 亿元，资本实力明显提升，整体抗风险能力也有所增强。未来公司将继续推广新的养殖模式，发力屠宰板块、拓宽销售渠道，并大力发展互联网板块，实现互联网与公司传统业务的良性互动。公司未来收入规模有望继续保持增长。

综上，联合评级确定公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时确定“14 雏鹰债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2015 年，受益于生猪市场景气度的提升，公司营业收入大幅增长，盈利能力有所提升并实现扭亏为盈。

2. 公司对原有“雏鹰模式”进行优化升级，将猪舍的所有权有条件转让给相关的合作方，最终实现公司轻资产发展。新模式减少了固定资产的投入，养殖板块管理费用明显下

降。

3. 公司于2015年5月完成非公开发行，募集资金15.20亿元，资本实力得以增强的同时，公司债务规模和负债水平有所下降。

4. 公司的未来增长来源于产能扩张和产品结构升级。藏香猪、生态猪的加大投入利于未来公司产品结构的升级，为公司提供了新的利润增长点。

### 关注

1. 作为畜牧业的细分子行业之一，生猪养殖行业受自然灾害、疫病、食品安全、原材料价格波动、生猪价格波动、产业政策变化等外部突发因素影响较大，公司经营面临一定的系统性风险。

2. 公司目前正处于业务规模较快扩张的阶段，重大在建项目未来面临一定的资本性支出压力。

3. 作为传统农业企业，公司在终端销售渠道建设、新市场开拓能力方面会受到较大挑战。公司目前已实现全产业链的贯通，但下游市场仍处于拓展、发展期，经营业绩已有好转但尚未产生明显经济效益。

### 分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

周婷

电话：010-85172818

邮箱：zhout@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

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

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

分析师：



联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

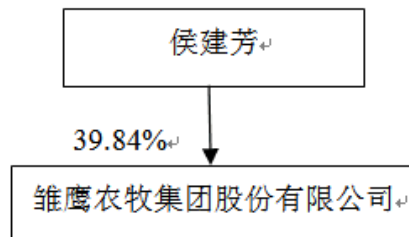
雏鹰农牧集团股份有限公司（以下简称“公司”或“雏鹰农牧”）的前身是河南雏鹰禽业发展有限公司，系侯建芳、侯五群及刘喜娣三名自然人于2003年5月14日共同投资组建成立，后于2007年11月更名为“河南雏鹰畜禽发展有限公司”（以下简称“雏鹰有限”）。

2009年7月，雏鹰有限整体变更为河南雏鹰农牧股份有限公司，净资产折合公司股本1.00亿股。2010年9月，经中国证监会证监许可[2010]1140号文《关于核准雏鹰农牧集团股份有限公司首次公开发行股票批复》核准，公司首次公开发行人民币普通股（A）股0.34亿股，发行完成后股本总额为1.34亿股。经深圳证券交易所“深证上[2010]297号”文件核准，公司A股股票在深圳证券交易所成功挂牌上市（股票简称“雏鹰农牧”，股票代码：“002477”）。

2011年11月，河南雏鹰农牧股份有限公司更名为雏鹰农牧集团股份有限公司，股票简称和股票代码未变。后经多次资本公积转增股本，截至2013年7月，公司总股本增至8.54亿股。2014年1月，公司非公开增发0.847亿股，发行价格9.54元/股，募集资金总额8.08亿元；2015年4月，公司非公开发行股票1.06亿股，发行价格14.34元/股，募集资金总额为人民币15.20亿元，两次增发后，公司注册资本增至10.45亿元。

截至2015年底，公司注册资本为10.45亿元，控股股东为侯建芳先生，持股39.84%。公司实际控制人为侯建芳先生（如下图）。

图1 截至2015年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司主营业务为家畜养殖与销售、家畜屠宰、鲜冻肉熟食以及粮食销售等。经营范围包括畜禽养殖销售及技术开发；农产品销售；从事货物和技术进出口业务；饲料生产销售；铁路专用线货物运输服务（企业自用）；生猪屠宰（限分支机构经营）；预包装食品批发零售；新产品的技术研发。

截至2015年底，公司拥有18家控股子公司和7家参股公司，拥有在职员工3,791名。

截至2015年底，公司合并资产总额101.81亿元，负债合计54.70亿元，所有者权益（含少数股东权益）47.12亿元，其中归属于母公司所有者权益43.94亿元。2015年，公司实现合并营业收入36.19亿元，净利润（含少数股东损益）2.30亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为2.20亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.73亿元，现金及现金等价物净增加额为9.71亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额112.21亿元，负债合计64.00亿元，所有者权益（含少数股东权益）48.21亿元，其中归属于母公司所有者权益45.01亿元。2016年1~3月，公司实现营业收入11.40亿元，净利润（含少数股东损益）0.98亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为1.07亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.15亿元，现金及现金等价物净增加额为0.12亿元。

公司注册地址：新郑市薛店镇；法定代表人：侯建芳。



## 二、债券发行及募集资金使用情况

2014年6月27日，公司根据股东大会决议，并经中国证券监督管理委员会证监许可【2013】1671号《关于核准雏鹰农牧集团股份有限公司公开发行公司债券的批复》批准，发行公司债券8亿元，5年期固定利率，票面金额为100元，附第3年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权，票面利率8.8%，起息日为2014年6月26日，按年付息到期还本。本次公司债已于2014年9月10日上市，摘牌日期为2019年6月25日，债券简称为“14雏鹰债”，债券代码为“112209.SZ”。

2014年7月7日公司召开的第二届董事会第十六次（临时）会议、2014年7月23日召开的2014年第一次债券持有人会议审议通过了《关于债券持有人回售相关事项的议案》，公司对认购本次债券数量低于5,000张即认购金额低于50万元人民币的债券持有人，授予一次向公司回售其所认购的本次债券的权利。公司回售债券22,130张，回售金额223.05万元（含税后利息）。回售实施完毕后，剩余债券数量为7,977,870张，对应债券本金79,778.70万元。

截至2016年3月底，“14雏鹰债”募集资金已经使用完毕，其中58,480万元补充流动资金，20,000万元偿还银行贷款。

公司于2015年6月26日支付2014年6月26日至2015年6月25日期间的利息。根据公司于6月21日发布的《雏鹰农牧集团股份有限公司2014年公司债券2016年付息公告》，公司将于2016年6月27日支付2015年6月26日至2016年6月25日期间的利息，联合评级将关注该事项的进展。

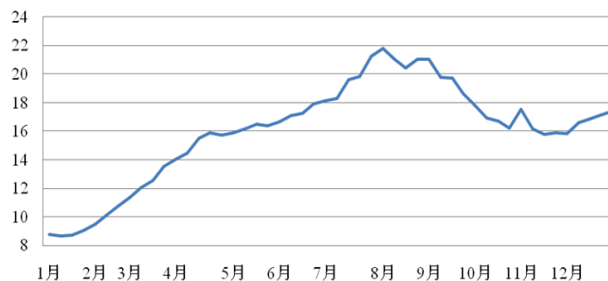
## 三、行业分析

### 1. 行业概况

#### 商品仔猪

2015年，商品仔猪价格呈现大幅上涨后出现小幅回落的趋势，从年初的行业普遍亏损进入较好的盈利水平。尽管第一季度商品仔猪市场处于低谷，但广大养殖户对于后期市场相对较为看好，农户补栏积极性较高，并受供给数量减少、商品肉猪价格反弹的影响，仔猪价格从3月份开始大幅上涨，价格一度在8月份上升至22元/斤，之后虽然开始出现回落，但较去年仍有大幅度提高，基本维持在16元/斤的较高水平。如下图所示。

图2 2015年商品仔猪市场价格走势（单位：元/斤）



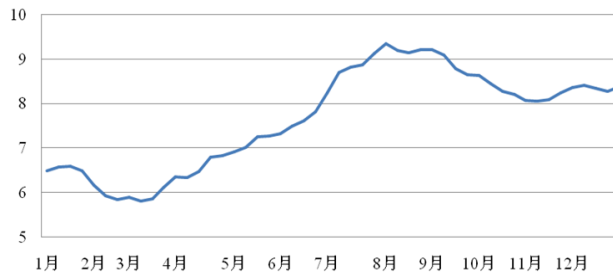
数据来源：中国种猪信息网

#### 商品肉猪及种猪

2015年第一季度受2014年市场行情持续低迷的影响，商品肉猪价格出现下滑，价格一度跌破6元/斤，行业进入深度亏损。从二季度开始，随着母猪整体存栏下降以及供需失调等因素影响，

商品肉猪出现了持续上涨，8 月份一度达到了 9 元/斤，四季度虽然出现回落，但仍维持在 8 元/斤左右。

图 3 2015 年商品肉猪市场价格走势（单位：元/斤）



数据来源：中国种猪信息网

种猪市场相对来说较为平稳，全年呈现平稳上涨趋势，尽管商品肉猪及商品仔猪价格一度创出新高，但养殖户对于种猪的补栏始终处于谨慎状态，更趋于理性化补栏。

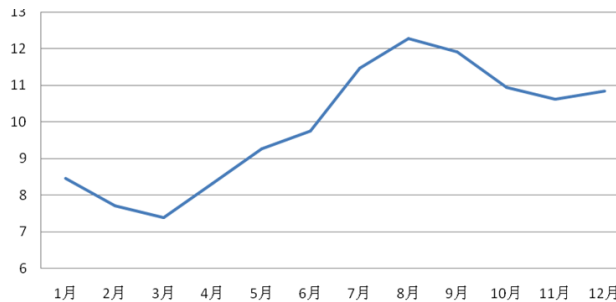
据农业部数据推算，截至 2015 年 12 月底能繁母猪存栏下跌至 3,798 万头，远低于 4,800 万头警戒线，生猪存栏也跌至 38,379 万头，创历史性新低。能繁母猪存栏量持续下跌 28 个月，生猪养殖业去产能情况严重，市场猪源趋紧。生猪行情自 2012 年以来连跌三年进入低谷后，于 2015 年 3 月开始上扬，商品仔猪及商品肉猪涨幅均超过 60%，四季度价格出现小幅下跌。

总体看，2015 年，生猪养殖行业由于供给不足的原因使得景气度回升，价格大幅上涨，四季度价格虽然出现小幅下跌但仍整体好于 2014 年。

### 肉猪屠宰

2015 年一季度由于受商品肉猪市场低迷的影响，市场白条价格持续走低。从 3 月底开始商品肉猪价格大幅反弹，白条价格应声高涨，一度上涨至 12.5 元/斤左右，四季度出现小幅下跌。如下图所示。

图 4 2015 年白条市场均价走势（单位：元/斤）



数据来源：公司年报

总体看，屠宰行业随着商品肉猪行业景气度的回升，白条价格较 2014 年有所提升。

### 粮食贸易

2015 年，国内大宗饲料原料市场价格下跌明显，尤以玉米最为突出。春节过后，玉米出现短暂的上涨行情，随着 4 月底临储收购结束、5 月份东北临储玉米开拍，加之国家下调玉米收购价格、新玉米上市，受诸多利空因素影响，国内玉米价格出现“断崖式”下跌，创 2010 年以来同期新低，下跌幅度约 22%。11 月受临储政策影响，出现小幅上涨，但无法改变行情低迷的趋势。

2015 年，国内小麦行情呈现低迷态势，旺季不旺，淡季更淡；国际小麦也在供需宽松、美元走强等利空因素主导下，市场行情大幅下跌。全球大豆市场供应过剩加剧，国内豆粕现货价格屡

创新低，同比下跌近 20%。

总体看，粮食贸易行业景气度较 2014 年大幅下滑。

## 2. 行业关注

### 生猪价格波动较大

生猪价格受猪的生长周期、存栏量、饲料价格、市场供求、农业政策变化等众多因素影响，波动较大，很难预测。如果生猪价格短期内出现大幅波动，行业内企业经营业绩的稳定性会因此而受到不利影响。

### 动物疫情风险

生猪易受疾病的影响，常见的疾病包括猪瘟、口蹄疫、猪丹毒、蓝耳病、猪支原体肺炎等。疫情一旦发生将会导致猪的死亡，从而对生猪养殖企业正常的生产经营造成重大不利影响。

### 饲料价格波动影响大

生猪养殖成本中饲料成本占比较大，而猪饲料玉米、豆粕等市场波动幅度较大，若饲料价格大幅上涨将对生猪养殖企业的生产经营产生较大不利影响。

## 3. 行业发展

### 养殖的规模化发展

猪肉作为我国居民肉类消费量最大的食品，目前尚处于产品几乎无差异化，品牌价值小，质量追溯系统尚未建立的初级阶段。在人们对食品安全和差异化要求日益提高的背景下，产业链完整的规模养殖企业将迎来发展的黄金时期。

### 竞争格局的变化

随着原有规模企业的扩张和新企业的积极进入，未来生猪养殖市场的竞争格局也将发生变化。一方面，大型养殖企业与散养农户展开竞争，导致农户散养的比例逐渐下降；另一方面，大型养殖企业之间也存在竞争，包括养殖成本、产品差异化、质量安全性和饲料、疫苗研发等方面，但大型养殖企业之间的竞争激烈程度相对较小。

### 产业链纵向延伸

猪肉食品相关企业具有经营产业链越长，经营风险越小的特征。上、下游企业在拥有资本实力后纷纷通过纵向延伸发展进入生猪养殖行业，同时拥有实力的生猪养殖企业也开始向下游屠宰和食品加工进行扩张。产业纵向整合，必将形成具有饲料生产、养殖、屠宰、加工完整产业链的大型农牧集团。大型农牧集团可以采取灵活的经营策略，有效控制市场风险，实现长期、稳定的盈利。

总体看，近年来我国生猪产量、销量逐步增长，未来仍有较大的发展空间。随着行业的不断整合，具有技术、品牌和资金优势的大型生猪生产企业将在竞争中获得先发优势，行业地位有望得到进一步巩固和强化。

## 四、管理分析

2015年，公司4名独立董事因任职期满而离任，其他董事、监事未发生变化，另外，公司因业务需要新聘任孟树理女士为公司副总裁、王爱彦先生为公司董事长助理。除了以上两位高级管理人员外，公司其他高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

孟树理女士，中国国籍，1982年出生，无永久境外居留权，中共党员，硕士研究生。2009年8



月~2014年9月任北京市金杜律师事务所律师，2014年10月加入雏鹰农牧，担任风险法务部法务总监。现任雏鹰农牧副总裁兼法务总监。

王爱彦先生，中国国籍，1963年出生，无永久境外居留权，大学本科。2010年2月~2015年2月任山东亚太中慧集团有限公司首席养猪专家，2015年3月进入雏鹰农牧工作，现任雏鹰农牧董事长助理。

随着公司业务发展和市场竞争环境的变化，结合战略规划，公司原有机机构设置和运作模式已不能适应内部管理的需要。为了实现“全产业链”上下游协同，提升公司核心竞争力，2016年1月公司对组织结构进行了优化调整，形成在公司高级管理人员直接领导下的管理中心及直属部门，主要包括：行政人事中心、品牌中心、财务中心、营销中心、供应链管理中心、饲料生产中心、养殖生产中心、疾病控制中心、采购中心、信息中心、战略管理部、雏鹰学院、研究院、安全生产办公室等20个职能部门（详见附件1）。

## 五、经营分析

### 1. 经营概况

2015年，公司收入的主要来源仍然集中在生猪产品（占比41.39%）、生鲜冻品（占比26.55%）和粮食（占比21.36%）这三大板块，如下表所示。

表1 公司近两年营业务收入及毛利率情况（单位：万元、%、百分点）

业务板块	2014年			2015年			收入同比变动	毛利率同比变动
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率		
生猪产品	107,703.42	61.14	10.39	149,773.61	41.39	19.24	39.06	8.85
生鲜冻品	22,267.01	12.64	9.03	96,078.64	26.55	9.81	331.48	0.78
粮食	29,584.81	16.79	12.94	77,308.67	21.36	3.67	161.31	-9.27
其他	16,613.25	9.43	20.65	38,741.20	10.70	38.13	133.19	17.49
合计	<b>176,168.47</b>	<b>100.00</b>	<b>11.61</b>	<b>361,902.12</b>	<b>100.00</b>	<b>15.43</b>	<b>105.43</b>	<b>3.82</b>

资料来源：公司提供。

得益于生猪养殖行情的好转，公司2015年实现营业总收入36.19亿元，同比上涨105.43%，实现净利润2.30亿元，同比上涨224.94%，实现扭亏为盈。其中，生猪产品业务实现收入14.98亿元，同比增长39.06%，主要系生猪养殖行情好转所致，但由于其他板块增长迅速，该板块收入占比从2014年的61.14%下降到41.39%；生鲜冻品业务实现收入9.61亿元，同比大幅增长331.48%，主要系随着猪肉行情好转，公司抛售了前期的猪肉冻品库存所致，同时，该板块收入占比从2014年的12.64%上升到26.55%；粮食板块实现收入7.73亿元，同比增长161.31%，主要系公司拓展粮食业务板块规模所致，同时该板块收入占比从16.79%上升到21.36%。其他板块累计实现收入3.87亿元。其中，2015年家禽板块实现营业收入0.22亿元，同比下降61.81%，占本期营业收入总额的0.61%，主要系2015年公司逐步淘汰家禽业务，截至2015年底公司已完成对家禽板块业务的剥离，未来将集中优势资源在公司的核心板块，实现稳定、持续发展。

毛利率方面，公司综合毛利率为15.43%，同比增长3.82个百分点，具体到各个板块，生猪产品毛利率19.24%，较2014年增长8.85个百分点，主要受生猪行业去产能、市场猪源严重紧缺等因素的影响，从2015年二季度开始生猪价格有较大幅度提升，全年商品肉猪及商品仔猪价格涨幅均超过60%，行业景气度的提升使得公司生猪产品毛利率大幅增长；生鲜冻品毛利率9.81%，较2014年小幅上涨0.78个百分点；粮食板块毛利率为3.67%，较2014年大幅下降9.27个百分点，

主要系粮食行业 2015 年行情低迷，以及公司粮食进出口贸易规模扩大所致。

2016 年 1~3 月份，公司实现营业收入 11.40 亿元，同比增长 148.89%，主要系粮贸业务增加，以及生猪价格、生鲜冻品价格同比上涨、销售量增加所致；公司实现净利润 0.98 亿元，同比由负转正。

总体看，生猪价格的上涨对公司的经营业绩影响较大，与上年相比实现了扭亏为盈。生猪养殖行业景气度提升以及公司的逆周期操作带动公司 2015 年收入和毛利率增长，收入结构也较 2014 年有所改变，但是受粮食行业价格大幅下跌的影响，公司粮食板块毛利率下降幅度较大。

## 2. 业务运营

### 生猪养殖及屠宰加工板块

#### (1) 原料采购

从近两年公司主要原料的采购价格和采购量看，2015 年，公司玉米的年采购量大幅增长，增幅为 192.19%，豆粕和小麦的年采购量小幅下降，降幅为 5.43% 和 4.02%，原材料采购量的变化主要系公司根据年初库存和原材料价格执行采购计划所致。价格方面，由于 2015 年粮食行业整体景气度低迷，公司主要原材料采购价格均有不同程度的下降，2015 年玉米平均采购价格为 2.44 元/千克，同比下降 4.69%，豆粕平均采购价格为 3.24 元/千克，同比下降 16.92%，小麦的平均采购价格为 2.53 元/千克，同比小幅增长 2.02%。

表2 公司近两年主要原材料采购情况（单位：千克、元/千克、%）

材料名称	项目	2014 年	2015 年	同比变动
玉米	采购量	36,601,882.65	106,948,181.87	192.19
	平均采购价	2.56	2.44	-4.69
豆粕	采购量	42,563,045.73	40,253,735.90	-5.43
	平均采购价	3.90	3.24	-16.92
小麦	采购量	27,103,867.00	26,013,545.00	-4.02
	平均采购价	2.48	2.53	2.02

资料来源：公司提供

2015 年，公司前五名供应商合计采购金额 7.54 亿元，占年度采购总额比例为 33.82%，较 2014 年下降 3.52 个百分点，供应商集中度仍然偏高。

总体看，受公司根据库存情况和原材料价格情况进行采购的影响，公司 2015 年玉米采购量大幅增长，豆粕和小麦的采购量小幅下降，采购价格有所下降，2015 年供应商集中度仍偏高。

#### (2) 生产情况

养殖模式方面，随着公司养殖规模、知名度的提升，并为了满足相关合作方参与公司业务的意愿，扩展合作的深度和广度，2015 年，公司对原有“雏鹰模式”进行优化升级，由合作方负责养殖场建设、设备投资、外部协调及日常维护、维修、粪污处理等，公司负责养殖场的土地租赁、合规性手续办理，农户主要负责单个猪舍的精细化管理，养殖过程中仍采用“六统一”的方式由公司统一管理。公司在新建养殖项目中已逐步推进新模式，同时将原有猪舍及附属设施按照新模式的合作方式，将所有权有条件转让给相关的合作方，最终实现公司轻资产发展。新模式下，一方面能进一步调动各方的积极性和责任心，增加相关方的收益；另一方面公司减少了固定资产的投入，养殖板块管理费用明显下降，使公司逐步回归轻资产模式运营，也可有效降低公司财务费

用；此外随着机械化程度的提高，大幅提升公司的养殖效率，降低公司综合养殖成本。

受 2015 年生猪市场景气度提升的影响，公司生猪养殖产销规模扩大，库存上升，2015 年生猪养殖实现产量 172.35 万头，同比增长 17.01%，实现销量 139.24 万头，同比增长 14.88%；截至 2015 年底库存量为 82.02 万头，较年初增长 32.33%。随着公司规模扩大，产业链的延伸，生猪屠宰产量也逐步增加，2015 年生猪屠宰生产量达 3.77 万吨，同比增长 45.95%，销售量达 4.46 万吨，同比增长 154.13%，销售的大幅增长除了 2015 年屠宰规模增加的原因，亦有公司在猪肉市场行情好转的时候抛售了前期的猪肉冻品库存的原因所致，同时，此举也使得公司生猪冻肉库存大幅降低，截至 2015 年底，公司生猪冻肉库存为 0.19 万吨，较年初大幅减少 83.09%。

表3 公司近两年生猪养殖屠宰的生产销售情况

产品	项目	2014 年	2015 年	同比增减
生猪养殖	销售量（万头）	121.20	139.24	14.88
	生产量（万头）	147.30	172.35	17.01
	库存量（万头）	61.98	82.02	32.33
生猪屠宰	销售量（吨）	17,562.87	44,631.89	154.13
	生产量（吨）	25,861.50	37,744.33	45.95
	库存量（吨）	11,522.33	1,948.63	-83.09

资料来源：公司年报

总体看，公司养殖模式的转变有利于公司的轻资产运作，此模式将有效减少公司的固定资产投入及降低综合养殖成本；2015 年生猪市场行情的好转带动公司生猪养殖和屠宰规模的扩大。

### （3）销售情况

从下表来看，随着 2015 年市场行情的好转，商品仔猪、商品肉猪的销量及售价均有不同程度的提升，其中，商品仔猪销量达到 87.57 万头，同比增长 4.05%，平均售价为 28.51 元/千克，较上年增长 21.06%；商品肉猪销量为 43.33 万头，同比增长 40.96%，平均售价为 14.73 元/千克，较上年增长 9.44%。受量价齐涨的影响，商品仔猪和商品肉猪 2015 年分别实现销售金额 6.30 亿元和 7.20 亿元，较上年分别增长 25.38% 和 55.60%。二元种猪方面，2015 年销售情况较为理想，实现销量 8.34 万头，同比增长 32.59%，由于种猪市场相对来说较为平稳，尽管 2015 年商品肉猪及商品仔猪价格大幅增长，但养殖户对于种猪的补栏始终处于谨慎状态，因此，市场售价变动不大，公司的二元种猪平均售价为 1,772.98 元/头，同比小幅下降 0.28%。

表4 公司近两年养殖板块主要产品销售数量及销售价格情况

产品	项目	2014 年	2015 年	同比增减
商品仔猪	销量（万头）	84.16	87.57	4.05
	平均售价（元/千克）	23.55	28.51	21.06
	销售金额（万元）	50,265.58	63,024.77	25.38
商品肉猪	销量（万头）	30.74	43.33	40.96
	平均售价（元/千克）	13.46	14.73	9.44
	销售金额（万元）	46,260.27	71,982.58	55.60
二元种猪	销量（万头）	6.29	8.34	32.59
	平均售价（元/头）	1,777.91	1,772.98	-0.28
	销售金额（万元）	11,177.57	14,766.25	32.11

资料来源：公司提供

2015年，公司养殖板块前五名客户合计销售金额3.54亿元，前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例为9.78%，较2014年下降7.61个百分点，客户集中度较低。

销售渠道拓展方面，公司2015年参股雏鹰农牧集团郑州商贸有限公司、雏鹰农牧集团(上海)商贸有限公司、博量天方(北京)商贸有限公司和雏鹰华南(深圳)商贸有限公司四家经销商，继续开发自营销售板块，主要以河南为中心，开发河北、浙江、江苏、青岛、长春和天津等多地区，辅助商贸公司、经销商拓展销售渠道及品牌推广支持；与多家大型知名食品加工企业、餐饮连锁集团签订原料供应合作协议，进入全国性及省域性商超渠道，开展大客户定制业务等，发挥各方优势，满足市场及消费者对食品安全的要求，也有效拓展了公司的销售渠道。

截至2015年底，公司“雏牧香”专卖店经过多年的培育目前稳定经营约160家，以批发兼零售的形式覆盖4,000余个有效销售网点，成为十几家食品加工企业、餐饮连锁集团企业的稳定原料供应商，并与部分食品企业进行双品牌产品的研发及推广工作。

此外，公司通过与金融机构合作推出“一卡通”，吸引汇聚大量雏牧香忠实客户，给消费者提供更多的优惠，并提供配送等增值服务，培养消费者的忠诚度，有效提升综合盈利能力。

总体看，公司积极拓展销售渠道，受益于整体市场的好转，2015年，公司的养殖业务产品的销量和销售金额均大幅增长。

### 粮食贸易板块

2015年，公司粮食贸易板块实现营业收入7.73亿元，同比增长161.31%，主要系一方面，子公司吉林雏鹰农牧有限公司(以下简称“吉林雏鹰”)实现与大型粮食收储公司合作，共同进行粮食贸易工作，打造属于自己的粮贸品牌，扩大公司在当地的影响力；另一方面，通过郑州雏鹰进出口贸易有限公司(以下简称“进出口贸易”)及时关注国内外粮食价格走势，适时开展内贸与外贸业务，增加公司新的业务增长点。未来，吉林雏鹰、进出口贸易将依托各自有利资源，不断拓展业务范围，利用全产业链及互联网优势，拓展多种销售渠道，在有效服务养殖板块的同时提高利润水平。

总体看，公司粮食贸易收入的增长对保障公司饲料供应具有一定的帮助，有利于上游差异化竞争和未来成本控制。

### 其他板块

2015年，公司逐步推进生猪产品深加工业务选用公司自繁自养、健康安全的猪肉为原料，致力于餐饮食品标准化生产，同时根据大型企事业单位、餐饮企业等大客户的业务需求，进行单独的定制化产品研发与生产。

此外，公司大力发展互联网业务，微客得(北京)信息科技有限公司(以下简称“微客得”)负责公司互联网平台搭建、电竞产业链的规划、组织运营。2015年，微客得负责将休闲、酱卤系列产品在自建商城、微商城等平台销售，并借助第三方平台如天猫、京东、1号店等实现产品的推广和销售，借助电竞产业渠道进行业务拓展。2015年微客得实现营业收入1.05亿元，较2014年的260万元营业收入大幅增长。

总体看，其他板块对公司营业收入形成有效补充，且公司逐步向互联网渗透，符合新型农业的发展方向。

### 3. 在建项目

截至2015年底，公司重大在建项目包括年出栏400万头生猪产业化基地项目、陕县生态猪养殖产业化项目、浉池生态猪养殖产业化项目等，总计划投资金额为109.20亿元，已完成投资34.11



亿元，如下表所示。

表5 公司重大在建项目投资情况（单位：万元、%）

项目名称	预算数	截至 2015 年底累计投入	工程累计投入占预算比例	工程进度	未来尚需资金投入	备注
猪舍升级改造	17,000.00	12,488.20	73.46	97.00	4,511.80	全部由合作方投入
年出栏 40 万头生猪产业化基地项目	40,000.00	34,296.00	85.74	99.00	5,704.00	全部由合作方投入
年出栏 30 万头生猪产业化基地项目	45,000.00	24,759.00	55.02	87.00	20,241.00	全部由合作方投入
年出栏 400 万头生猪产业化基地项目	560,000.00	144,312.00	25.77	71.00	415,688.00	大部分由合作方投入
陕县生态猪养殖产业化项目	200,000.00	77,120.00	38.56	45.00	122,880.00	大部分由合作方投入
卢氏生态猪养殖产业化项目	80,000.00	24,104.00	30.13	31.00	55,896.00	大部分由合作方投入
滏池生态猪养殖产业化项目	120,000.00	18,504.00	15.42	22.00	101,496.00	大部分由合作方投入
西藏藏香猪养殖产业化项目	30,000.00	5,550.00	18.50	30.00	24,450.00	-
<b>合计</b>	<b>1,092,000.00</b>	<b>341,133.20</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>750,866.80</b>	

资料来源：公司提供

总体看，公司重大在建项目虽然未来投资规模较大，面临一定的资本性支出压力，但从2015年开始公司进行了养殖模式的调整，回归原有轻资产模式，养殖场固定资产主要由合作方投入，将大幅减少公司的资金压力。

#### 4. 重要事项

##### 非公开发行股票

2015年4月，公司以非公开发行股票的方式向6名特定投资者发行了10,599.72万股人民币普通股（A股），发行价格最终确定为14.34元/股，募集资金总额为152,000.00万元，用于吉林雏鹰农牧有限公司400万头生猪养殖加工一体化（一期）60万头育成一场建设项目、60万头育成二场建设项目、60万头育成三场建设项目、育成五场建设项目、育成六场建设项目、三元仔猪繁育二场建设项目、原种繁育场建设项目和补充公司流动资金。

##### 重要股权收购

2015年5月，为了满足公司生猪养殖规模扩大对种猪资源的需求，进一步提高公司的种猪繁育技术水平，公司与河南太平种猪繁育有限公司（以下简称“太平种猪公司”）签订了《合作意向书》，公司以不超过7,000万元取得太平种猪公司70%的股权。

2015年6月，公司与太平种猪公司及原有股东共同签订了《雏鹰农牧集团股份有限公司与河南太平种猪繁育有限公司之投资协议书》，一致同意公司以7,000万元采取股权转让的方式取得太平种猪公司70%的股权。2015年6月29日公司已完成该款项支付，6月30日已完成股权转让。

2015年6月，为了推动公司互联网业务战略的发展，加强电子商务业务模块的建立，更好的整合公司互联网各业务板块，子公司微客得与杰夫电商及杰夫电商原股东签订了《收购意向协议》，微客得科技以2,295万元，采取“增资+受让股权”的方式取得杰夫电商51%的股权。

2015年8月，为了推动公司电子商务业务的快速发展，并进一步拓宽公司下游肉制品加工的



销售渠道，公司控股子公司——微客得与淘豆食品及其现有股东共同签订了《收购协议》，微客得以 2,952 万元收购原股东持有淘豆食品共计 41% 的股权。

2015 年 9 月，微客得与杰夫电商及其原有股东、北京杰夫品牌顾问有限公司共同签订了《收购协议》，微客得以自有资金 2,295 万元，通过“增资+股权转让”的方式取得杰夫电商 51% 的股权。

2015 年 9 月，微客得科技与淘豆食品、淘豆食品的其他股东共同签订了《投资协议》，拟以 4,615 万元对淘豆食品进行增资，其他股东同意放弃本次增资的优先认缴权。本次增资完成后，微客得科技持有淘豆食品的股权比例由 41% 增加到 61%。

#### 重要股权转让

2015 年 6 月 29 日公司召开的第二届董事会第二十六次（临时）会议审议通过了《关于公司控股子公司股权转让的议案》，受泰兴市政府关于城东高新技术产业园产业发展的定位变化的影响，公司与河南兰馨置业有限公司签订了《股权转让协议》，将所持有的控股子公司江苏雏鹰 80% 的股权以 6,120 万元的价格转让给河南兰馨置业有限公司。

#### 猪舍处置

2015 年，公司养殖模式升级，将原有猪舍及附属设施按照新模式的合作方式，将所有权有条件转让给相关的合作方，最终实现公司轻资产发展。

2014 年 11 月开始，公司陆续与合作方签订了《猪舍转让协议》，办理了资产移交手续，并经过了公证，根据协议约定对转让资产聘请了资产评估公司进行评估作价，并参考评估价确定交易价格。截止 2015 年 12 月，已完成转让猪舍资产账面价值原值合计为 117,242.61 万元，账面净值 97,749.26 万元，在建工程 34,310.23 万元；转让的猪舍经郑州瑞华联合资产评估事务所（普通合伙）、河南九鼎资产评估有限公司评估后确认的评估价值为 156,926.16 万元，签订的猪舍转让协议约定转让价款为 156,448.04 万元。公司根据猪舍转让协议，按照处置固定资产的原则确认了资产处置净收益。该事项导致公司固定资产净值减少 97,749.26 万元，在建工程减少 34,310.23 万元，增加银行存款和其他应收款合计 156,448.04 万元，实现固定资产处置净收益 16,535.78 万元。

目前尚未完成处置工作的猪舍，资产账面价值原值合计为 53,573.60 万元，账面净值 45,386.00 万元，在建工程 70,074.63 万元，已预收猪舍处置款及押金 21,500.00 万元。

总体看，公司将太平种猪公司纳入公司体系内，有利于进一步提高公司的种猪育种水平和质量，从源头上提升生猪养殖的效率，满足公司生猪养殖规模扩大对种猪资源的需求，符合公司发展战略；公司通过非全资控股并购子公司淘豆食品等，进一步拓展了公司的营销渠道，并增加新的盈利增长点，有利于利用淘豆食品现有的电商渠道，以及已有的消费人群，发挥各方优势加快子公司微客得科技的发展，进一步扩大市场份额，提高公司盈利能力，提升公司的市场竞争力；猪舍所有权转让有利于公司实现轻资产发展，提高养殖效率。

#### 5. 经营效率

2015 年，受公司业务规模扩大影响，公司营业收入和营业成本增幅较大，应收账款和存货增幅小于营业收入和营业成本的增长，公司应收账款周转率、存货周转率较 2014 年分别上升了 2.60 次和 1.12 次，达到 18.19 次和 2.23 次；总资产周转率较上年上升 0.15 次至 0.42 次。总体来看，公司经营效率较 2014 年变化较小，整体经营效率一般。

从与同行业上市公司的比较情况来看，公司处于较低水平。

表6 2015年主要畜牧业上市公司经营效率指标情况（单位：次）

证券代码	证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
000735.SZ	罗牛山	11.09	0.95	0.17
300498.SZ	温氏股份	403.46	4.57	1.66
600975.SH	新五丰	13.96	3.56	0.89
002505.SZ	大康农业	85.09	16.08	0.52
以上企业平均		128.40	6.29	0.81
<b>002477.SZ</b>	<b>雏鹰农牧</b>	<b>19.19</b>	<b>2.24</b>	<b>0.42</b>

资料来源：Wind资讯

注：Wind资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用Wind资讯数据。

总体看，公司经营效率较上年变化较小，整体经营效率一般。

## 6. 经营关注

### 产品价格波动风险

生猪市场和原料市场价格变动风险覆盖整个生猪生产行业，是客观存在且不可控制的外部风险。生猪和原料市场价格的大幅波动可能对公司经营业绩产生重大影响。

生猪产品的毛利率主要由生猪产品销售价格及饲料成本决定，而生猪产品具有农产品属性，其市场价格呈周期性波动，从而导致公司产品的毛利率出现波动。

### 原材料价格波动风险

公司生产所需的主要原材料为玉米、豆粕等，按照行业通行指标，活猪价格和玉米价格比值为5.5时，企业处于盈亏平衡点。按照这个标准，2004年以前国内养猪企业长期微利或亏损，2007年以后盈利大幅上升。但如果受到不利天气变化的影响导致玉米产量下降，或玉米下游的需求发生变化等因素的影响，玉米价格将会大幅波动，从而给公司的盈利能力带来不利影响。

### 疫情与食品安全风险

疫情作为不可预测的突发事件，是影响畜禽业的最大风险。疫情风险是导致国内生猪行业规模化程度较低的最主要因素。疫情的发生和传播可能为公司养殖带来一定影响，同时还可能对居民消费心理带来影响而导致公司产品滞销。

2009年全国多个地方爆发了多起“瘦肉精中毒”事件，人们对猪肉的安全和质量问题日益重视。食品行业的食品安全将关系企业的生死存亡，如果公司在生产经营过程中对疫病、分散养殖的控制不到位、不及时，就可能面临一定的食品安全风险。

### 市场开拓风险

作为传统农业企业，在终端销售渠道建设、新市场开拓能力方面会受到较大挑战。公司目前已实现全产业链的贯通，但下游市场仍处于拓展、发展期，经营业绩已有好转但尚未产生明显经济效益；同时伴随公司电子商务业务的逐步发展，前期投入尚未产生利润，对公司业绩也会产生一定的影响。

### 资本性支出压力

公司目前正处于业务规模较快扩张的阶段，资本性投入将使公司面临一定的投融资压力。公司重大在建项目的未来投资规模较大，面临一定的资本性支出压力。从2015年开始公司进行了养殖模式的调整，回归轻资产模式，养殖场固定资产主要由合作方投入，将大幅减少公司的资金压力。但是模式尚在推行过程中，是否能全部实现尚有一定的管理风险。

## 7. 未来发展

公司的经营目标是打造完整产业链，引入互联网思维，进一步发展品牌、营销业务，成为国内现代化大型综合企业集团。具体实施方针为：

### 扩大养殖规模，推广养殖新模式

根据公司的整体战略规划，继续推进现有养殖项目建设及适时开展兼并收购业务，扩大养殖及出栏规模；同时继续推行“雏鹰模式 3.0”，减少公司固定资产的投入，降低综合成本，实现轻资产稳步发展。2016 年，公司计划出栏生猪 300 万头左右。

### 发力屠宰加工板块，拓展销售渠道

丰富产品结构，培育肉制品主导产品，将雏牧香安全、健康的产品送到国人的餐桌；开展多种形式的活动，与商超卡、一卡通相结合，拉动产品的销量；积极拓宽下游销售渠道，建批零、进卖场，提升品牌知名度；抓管理、强执行、降成本，确保业绩达标。

### 大力推进互联网板块发展

2016 年微客得科技将继续整合电竞产业资源，发挥产业协同效应。一方面大力推进电竞产业，提升电竞俱乐部的品牌影响力，并通过与电商运营平台相结合，导入粉丝流量，实现对粉丝的服务及与粉丝的互动；另一方面，利用杰夫电商的人才培养、电商服务的专业性，大力推行电竞明星店，提升经济效益；第三，通过投资并购业务，挖掘优势资源，实现行业与产业的优势资源整合。

### 持续开展粮食贸易业务，有效服务养殖板块的同时提高利润水平

2016 年吉林雏鹰、进出口贸易将依托各自有利资源，不断拓展业务范围，利用全产业链及互联网优势，拓展多种销售渠道，在有效服务养殖板块的同时提高利润水平。

### 加强终端产品与定制业务，提高综合竞争力

2016 年公司将根据终端销售市场的拓展，一方面对现有产品进行工艺配方改进，丰富产品品类，降低成本，稳定产品质量；另一方面加大深加工肉制品、电商肉制品的研发，适合线上、线下销售，同时针对餐饮渠道等大客户进行专项研发，生产适合市场及客户需求的产品，为公司营销业务的发展提供有力支撑。

总体看，公司经营思路务实稳健，发展战略清晰，有利于公司实现稳健发展。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司 2015 财务报表已经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留的审计意见，2016 一季度财务报表未经审计。2015 公司新增非同一控制下企业合并子公司 3 家，新设子公司 2 家，处置子公司 2 家，主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 101.81 亿元，负债合计 54.70 亿元，所有者权益（含少数股东权益）47.12 亿元，其中归属于母公司所有者权益 43.94 亿元。2015 年，公司实现合并营业收入 36.19 亿元，净利润（含少数股东损益）2.30 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 2.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.73 亿元，现金及现金等价物净增加额为 9.71 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 112.21 亿元，负债合计 64.00 亿元，所有者权益（含少数股东权益）48.21 亿元，其中归属于母公司所有者权益 45.01 亿元。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.40 亿元，净利润（含少数股东损益）0.98 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.07 亿元；经营活动产生的现金流量净额-2.15 亿元，现金及现金等价物净增加额为 0.12 亿元。

## 2. 资产质量

截至 2015 年底，公司资产总额 101.81 亿元，较年初增加 40.60%，主要系流动资产的增长所致。资产总额中，流动资产占 58.22%，非流动资产占 41.78%，流动资产占比较年初显著上升。

### 流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产合计 59.27 亿元，较年初增加 139.31%，主要系货币资金和划分为持有待售的资产增加所致。公司流动资产主要以货币资金（占比 30.18%）、预付款项（占比 6.11%）、存货（占比 22.60%）和划分为持有待售的资产（占比 19.48%）为主。

截至 2015 年底，公司货币资金余额为 17.89 亿元，较年初大幅增长 347.03%，主要系公司 2015 年非公开发行股票及养殖模式升级使得资产处置款项增加所致，货币资金中受限货币资金为 5.65 亿元，主要为票据保证金和担保金等。

截至 2015 年底，公司预付款项 3.62 亿元，较年初大幅增长 291.29%，主要系粮贸业务规模扩大、养殖业务规模扩大使得需求量增加，且 2015 年原材料价格较低，公司加大原料采购，提前预付货款增加所致。

截至 2015 年底，存货净值 13.40 亿元，较年初小幅下降 4.12%，主要系公司在市场行情好转时抛售猪肉冻品所致，公司存货中，原材料占比 30.19%、库存商品占比 13.09%、消耗性生物资产占比 56.32%。截至 2015 年底，公司已计提存货跌价准备 0.02 亿元，计提比例 0.17%，计提比例较低。考虑到农产品价格呈周期性波动的特性，公司存货存在一定的跌价风险。

截至 2015 年底，划分为持有待售的资产为 11.55 亿元，2014 年无相关款项，主要系公司养殖模式升级，为实现轻资产化运营公司转让部分资产所致。其中，从固定资产划分了 4.53 亿元，从在建工程划分了 7.01 亿元。

### 非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 42.54 亿元，较年初减少 10.71%，主要系固定资产的减少所致。公司非流动资产主要以可供出售金融资产（占比 6.56%）、固定资产（占比 36.20%）、在建工程（占比 37.08%）及其他非流动资产（占比 6.21%）为主。

截至 2015 年底，可供出售金融资产余额 2.79 亿元，较年初增加 691.14%，主要系公司 2015 年投资焦作中旅银行股份有限公司所致。

截至 2015 年底，固定资产净值 15.40 亿元，较年初减少 42.40%，主要有两方面原因的综合影响，一方面由于在建工程转入新增固定资产 3.29 亿元及企业合并新增固定资产 1.41 亿元；另一方面由于处置或报废减少固定资产 9.80 亿元及公司固定资产划分为持有待售减少 4.54 元所致；公司固定资产账面原值为 18.42 亿元，主要为房屋及建筑物（占比 65.34%）、机器设备（占比 26.26%）、运输工具（占比 1.73%）以及其他设备（占比 6.67%）。截至 2015 年底，公司累计计提折旧 3.02 亿元，固定资产成新率尚可，为 83.36%。截至 2015 年底，未办妥产权证书的固定资产账面价值为 4.42 亿元，均为新建固定资产，产权证书正在办理中；受限固定资产账面价值 1.07 亿元，用于借款抵押。

截至 2015 年底，在建工程 15.77 亿元，较年初小幅增长 5.25%，主要系吉林年出栏 400 万头生猪产业化基地项目持续推进所致。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产 2.64 亿元，较年初增长 130.50%，主要系公司子公司吉林雏鹰农牧有限公司 2015 年预付土地出让金等增加所致。

截至 2016 年 3 月底，公司资产合计 112.21 亿元，较 2015 年底增长 10.21%，主要系公司投资深圳泽赋农业产业投资基金合伙企业（有限合伙）使得可供出售金融资产大幅增长所致。流动



资产占比较 2015 年底有所下降，为 54.08%。

总体来看，2015 年受益于公司非公开发行股票募集资金的影响，公司资产规模增长较快，资产构成以流动资产为主，货币资金占比较大，资产质量和流动性较好。

### 3. 负债及所有者权益

截至 2015 年底，公司负债合计 54.70 亿元，较年初增加 25.42%，主要系流动负债的增长所致。其中，流动负债与非流动负债占比分别为 69.24% 和 30.76%，较年初变化不大。

#### 流动负债

截至 2015 年底，公司流动负债合计 37.87 亿元，较年初增长 23.84%，主要系短期借款和其他应付款的增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占比 53.66%）、应付账款（占 15.66%）和其他应付款（占 23.07%）构成。

截至 2015 年底，公司短期借款余额为 20.32 亿元，较年初增长 28.14%，主要系公司为发展业务新增借款所致。公司短期借款主要为保证借款（占比 61.01%）、信用借款（占比 20.47%）和抵押借款（占比 18.25%）。

截至 2015 年底，公司应付账款为 5.93 亿元，主要为应付货款（占比 93.35%），较年初增加 8.35%，主要系公司业务规模扩大所致。从账龄分布看，公司应付账款基本在 1 年以内，超过 1 年的应付账款未付的原因主要是结算未付款部分。

截至 2015 年底，公司其他应付款 8.74 亿元，较年初增加 31.22%，主要系押金和预收猪舍款增长所致。账龄超过 1 年的重要其他应付款主要为若干自然人押金，合计 2.17 亿元，未结转的原因该款项在农户与公司解除饲养合同时才退还。

#### 非流动负债

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 16.82 亿元，较年初增长 29.14%，主要系长期借款的增长所致，非流动负债主要由长期借款（占比 41.43%）、应付债券（占比 46.81%）和长期应付款（占比 10.00%）构成。

截至 2015 年底，公司长期借款余额 6.97 亿元，较年初增加 140.34%，主要系由于公司业务规模扩大，资金需求量上升，为满足中长期资金需求而加大对外融资力度所致。公司长期借款由质押借款（占比 43.04%）和保证借款（占比 56.96%）构成。长期借款集中在未来 1~2 年内偿还，公司面临一定的集中偿付压力。

截至 2015 年底，公司应付债券余额为 7.87 亿元，即为“14 雏鹰债”，较年初小幅增加 0.39%。

截至 2015 年底，公司长期应付款余额为 1.68 亿元，较年初下降 18.78%，主要系支付部分融资租赁款项所致。公司长期应付款主要为设备融资租赁款，公司与设备出租方签订租赁合同，分别租入屠宰、制冷、保温、通风等设备，按照与各出租方签订的租赁合同书，出租方负责租赁物的安装、调试及维护等，租期 10~15 年，分期支付款项。

从有息债务来看，截至 2015 年底，公司全部债务 37.85 亿元，较年初增长 22.66%，主要系公司业务增长扩大借款所致，其中短期债务占 56.36%，长期债务占 43.64%。得益于公司资产规模的快速增长，截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别较年初下降 6.50、7.18 和 4.82 个百分点，分别为 53.72%、44.54% 和 25.95%，主要系公司通过非公开发行股票使得资产和资本实力增加所致，公司债务负担有所下降。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 64.00 亿元，较年初增加 17.01%，主要系公司 2016 年非公开发行公司债券“16 雏鹰 01”，募集资金 8.6 亿元所致。非流动负债占比进一步提升，达到 39.48%。



总体看，公司负债以流动负债为主，但非流动负债增长较快，整体负债水平适中。

#### 所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 47.12 亿元，较年初增加 63.59%，主要因为公司于 2015 年非公开发行股票，募集资金总额为人民币 15.20 亿元，扣除发行费用后募集资金净额为 15.01 亿元，其中增加注册资本 1.06 亿元，计入资本公积 13.95 亿元。其中归属于母公司所有者权益合计 43.94 亿元，较年初增长 64.42%，占所有者权益的比重为 93.25%；公司实收资本、资本公积、未分配利润占公司所有者权益的比重分别为 22.18%、56.06%和 12.34%，实收资本和资本公积占比较大，公司所有者权益稳定性较好。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 48.21 亿元，较年初小幅增长 2.31%，主要系未分配利润的增长所致。

总体看，公司所有者权益中股本和资本公积占比较大，权益稳定性较好。

#### 4. 盈利能力

受益于生猪行业市场行情从 2015 年第二季度的逐步好转，公司营业收入大幅增长，2015 年公司实现合并营业收入 36.19 亿元，同比增长 105.43%；同时成本也大幅增长，全年为 30.60 亿元，增幅为 96.55%。由于收入增幅大于成本增幅，公司 2015 年营业利润率上升 3.84 个百分点，达 15.29%。2015 年公司实现营业利润 0.51 亿元、利润总额 2.74 亿元、净利润 2.30 亿元，较 2014 年扭亏为盈，其中，归属于母公司的净利润为 2.20 亿元。

2015 年，公司三项期间费用同比增长 6.93%，其中，销售费用在期间费用中占比 14.78%，2015 年为 0.76 亿元，同比减少 25.97%，主要系公司加大对销售费用的控制所致；管理费用在期间费用中占比 51.98%，2015 年为 2.66 亿元，同比增长 14.17%，主要系公司规模扩大，人员增加，相关费用增加所致；财务费用在期间费用中占比 33.24%，2015 年为 1.70 亿元，同比增长 18.62%，主要系公司规模扩大，发行公司债券及银行借款利息支出增加所致。2015 年，公司费用收入比为 14.12%，同比下降 13.01 个百分点，公司的费用控制能力较上年大幅提升。

此外，公司 2015 年实现营业外收入 2.46 亿元，对公司的利润总额（2.74 亿元）贡献很大，公司营业外收入主要包括固定资产处置利得（主要为养殖模式升级下的猪舍所有权转让）1.68 亿元和政府补助 0.29 亿元。

从各项盈利指标来看，2015 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.46%、5.04%和 6.06%，均较 2014 年大幅增长。与同行业上市公司相比，销售毛利率处于行业平均水平，总资产报酬率、净资产收益率处于较低水平。总体上看，2015 年公司盈利能力虽有所提高但仍处于行业较低水平。

表 7 2015 年主要畜牧业上市公司盈利指标情况（单位：%）

证券代码	证券简称	销售毛利率	净资产收益率	总资产报酬率
000735.SZ	罗牛山	17.78	3.55	3.01
300498.SZ	温氏股份	19.57	33.71	23.28
600975.SH	新五丰	9.74	4.68	1.21
002505.SZ	大康农业	-0.88	0.05	0.70
以上企业平均		11.55	10.50	7.05
<b>002477.SZ</b>	<b>雏鹰农牧</b>	<b>15.43</b>	<b>6.24</b>	<b>4.91</b>

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

进入 2016 年第一季度，随着公司粮贸业务增加，以及生猪价格、生鲜冻品价格同比上涨、销售量增加，公司实现营业收入 11.40 亿元，同比增长 148.89%，实现净利润 0.98 亿元，较上年同期扭亏为盈。

总体看，伴随生猪行业景气度的提升，公司 2015 年收入规模增幅较大，并实现了扭亏为盈，但公司盈利水平仍处于行业较低水平，且营业外收入在利润总额中占比较大。

#### 5. 现金流

从经营活动来看，2015 年经营活动现金流入为 38.50 亿元，同比增长 89.82%，主要系公司养殖规模扩大使得收入规模扩大所致，其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 36.07 亿元，同比增长 103.23%，收到其他与经营活动有关的现金为 2.43 亿元，小幅下降 4.14%，主要为往来款、保证金及押金和政府补助；2015 年经营活动现金流出为 41.23 亿元，同比增长 89.22%，其中，购买商品、接受劳务支付的现金为 29.59 亿元，同比增长 78.28%，支付其他与经营活动有关的现金为 8.60 亿元，同比大幅增长 205.73%，主要系随着业务规模的扩大，押金、保证金及往来款支付增加所致，受上述各方面的共同影响，经营活动产生的现金流量净额为-2.73 亿元。从收入实现质量指标看，2015 年公司现金收入比为 99.68%，较上年小幅下降了 1.08 个百分点，公司收入的实现质量整体较好。

投资活动方面，由于公司 2015 年公司进行养殖模式升级，处置较多猪舍，使得处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额较上年大幅增长，达 15.25 亿元，受此影响，投资活动现金流入为 15.98 亿元，较去年的 1.08 亿元大幅增长。投资活动现金流出方面，随着公司生猪产业化基地项目和生态猪养殖产业化项目等在建工程的推进，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达到 17.83 亿元，同比增长 66.95%，受此影响，投资活动现金流出为 21.13 亿元，同比增长 96.29%。综上，2015 年投资活动产生的现金流量净额为-5.15 亿元，较上年同期少流出 4.54 亿元。

筹资活动方面，2015 年的筹资活动现金流入为 56.21 亿元，同比增长 41.25%，主要系公司取得借款收到现金 30.96 亿元所致；筹资活动现金流出为 38.62 亿元，同比增长 27.90%，主要系公司偿还债务支付现金 23.43 亿元所致。综上，筹资活动产生的现金流量净额 17.59 亿元，同比增长 83.28%。

2016 年第一季度，公司经营活动产生的现金流量净额为-2.15 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-7.13 亿元，主要为投资支付现金 8.15 亿元，此投资为公司与深圳泽赋资本管理有限公司等联合发起设立农业产业投资基金——深圳泽赋农业产业投资基金合伙企业（有限合伙），基金总份额不超过 20 亿元人民币，公司以自有资金认缴 9.5 亿元基金份额；筹资活动产生的现金流量净额为 9.40 亿元，主要为 2016 年非公开发行债券收到的现金。

总体来看，公司经营现金流量规模随着业务规模的扩大而增加，但是经营活动产生的现金流量净额仍然为负，此外，公司在建项目投资规模较大，存在较大的融资需求。

#### 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2015 年，公司流动比率和速动比率分别为 1.56 倍和 1.21 倍，较上年分别上升 0.76 倍和 0.86 倍，公司流动资产和速动资产对流动负债的覆盖程度尚可；2015 年公司现金短期债务比为 0.98 倍，较年初上升 0.75 倍，现金类资产对短期债务覆盖程度较强，经营现金流动负债比率为-7.21%，经营活动产生的现金流量净额对流动负债的覆盖程度弱。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2015年，公司EBITDA为7.23亿元，同比增长209.09%，主要系利润总额增加所致；其中，折旧占36.64%、摊销占2.64%、计入财务费用的利息支出占22.80%和利润总额占37.93%。公司EBITDA利息倍数由2014年的1.15倍增长至2015年的3.26倍；公司EBITDA全部债务比由2014年为0.08倍增至2015年的0.19倍，EBITDA对全部债务和利息支出的保障程度有所增强，表明公司偿债能力进一步提升。

截至2015年底，公司对外担保情况如下：

(1) 公司与郑州银行股份有限公司新郑支行签订“合作协议书”，郑州银行股份有限公司新郑支行为公司合作的养殖合作社每户提供最高限额1,000.00万元的贷款（用于构建猪舍）。公司与郑州银行股份有限公司签订“最高额保证金质押合同”，以郑州银行股份有限公司及其分支机构实际向合作社授信金额的30%向其交存保证金，担保债权最高本金为2亿元。截至2015年12月31日46户合作社已取得该合同项下46,000.00万元贷款，公司存出保证金19,002.00万元。

(2) 公司全资子公司吉林雏鹰农牧有限公司与中国工商银行洮南支行签订“合作协议书”，中国工商银行洮南支行为公司合作的养殖合作社每户提供最高限额1,440.00万元的贷款（用于构建猪舍）。公司与中国工商银行洮南支行签订“最高额保证金质押合同”，以郑州银行股份有限公司及其分支机构实际向合作社授信金额的50%向其交存保证金，担保债权最高本金为2亿元。截至2015年12月底，12户合作社已取得该合同项下17,280.00万元贷款，公司存出保证金8,640.00万元。

另外，根据公司2016年4月20日发布的《雏鹰农牧集团股份有限公司关于对外提供担保的公告》，公司控股子公司河南泰元投资担保有限公司的经营区域仅为河南省内，因此无法为内蒙古乌兰察布地区合作第三方提供贷款担保。为在符合公司实际经营发展的情况下逐步推进养殖模式优化升级，保障顺利实施完成，最终实现轻资产运营，公司决定为内蒙古乌兰察布地区的合作第三方向中国建设银行股份有限公司内蒙古分行的贷款提供不超过10亿元的连带责任保证，同时以全资子公司雏鹰农牧集团（内蒙古）有限公司全部股权作为质押，以满足合作第三方的资金需求。合作第三方以其公司全部股权作为反担保。

2015年，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至2015年底，公司银行授信额度合计达32.60亿元，已使用21.87亿元，尚未使用授信额度达10.73亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司作为深交所上市公司，直接融资空间较大。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（被查询企业机构信用代码：G1041018400804030C），截至2016年6月3日，公司存在5笔已结清的关注类贷款记录，公司无未结清的不良类和关注类贷款。

总体看，受盈利能力提升的带动，公司整体偿债能力有所增强。公司对外担保不断增加，存在一定的或有负债风险。

## 七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2016年3月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达20.49亿元，约为“14雏鹰债”本金（7.98亿元）的2.57倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；公司净资产达48.21亿元，约为债券本金（7.98亿元）的6.04倍，净资产对债券的覆盖程度高。公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“14雏鹰债”的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司 EBITDA 为 7.23 亿元，约为债券本金（7.98 亿元）的 0.91 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 38.50 亿元，约为债券本金（7.98 亿元）的 4.82 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司作为一家拥有多年发展历史的大型现代化畜禽养殖企业，在行业地位、产业链、经营规模和品牌知名度等方面具有的优势，公司对“14 雏鹰债”的偿还能力很强。

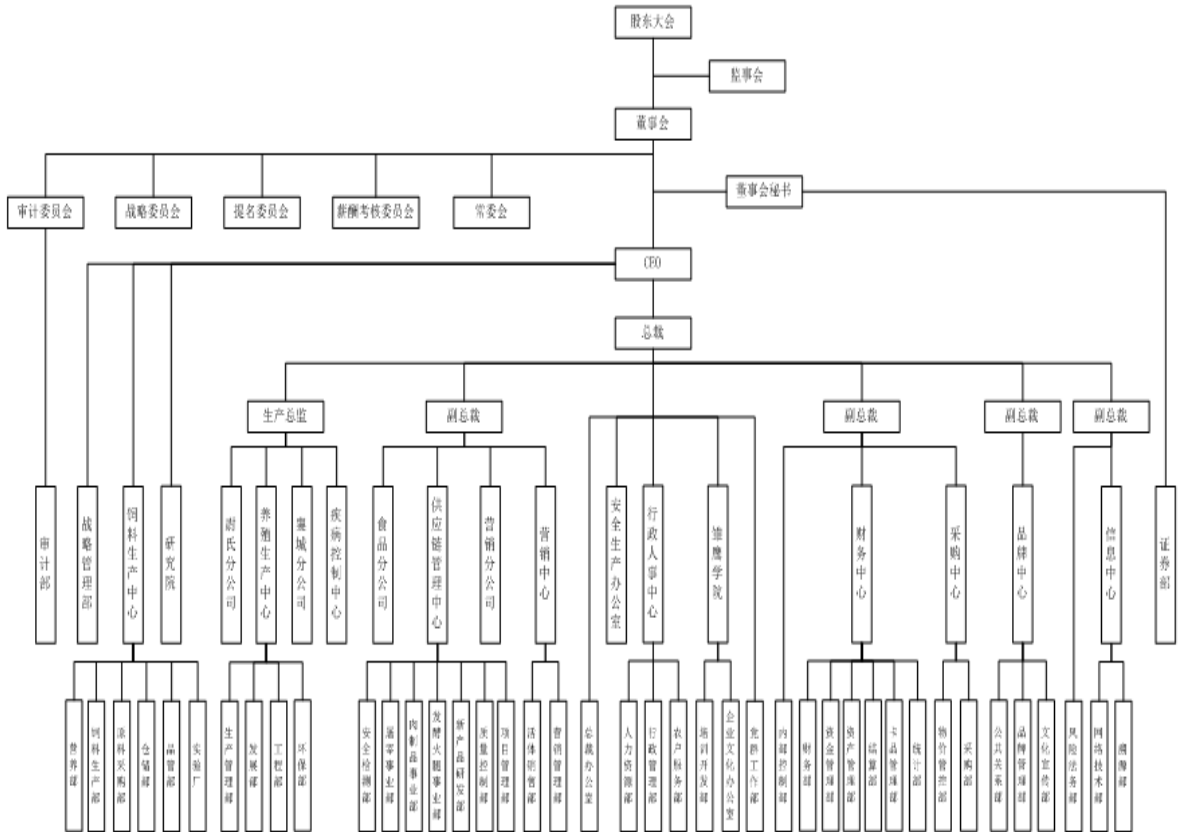
## 八、综合评价

公司作为一家拥有多年发展历史的大型现代化畜禽养殖企业，在行业地位、全流程产业链、经营规模、技术水平和品牌知名度等方面仍保持了较强的综合竞争优势。跟踪期内，受益于生猪市场景气度的提升，2015年公司收入大幅增长，盈利能力提升并实现扭亏为盈。公司推进养殖模式升级，将部分猪舍的所有权进行转让，实现轻资产运作，此部分固定资产处置收益亦是2015年公司净利润的主要来源，公司主业的盈利能力虽较去年大幅提升，但仍处于行业较低水平。此外，公司粮食贸易板块规模有所扩大，但受粮食行业价格大幅下跌的影响，盈利能力显著减弱。

公司于2015年4月通过非公开发行股票募集资金15.20亿元，资本实力明显提升，整体抗风险能力也有所增强。未来公司将继续推广新的养殖模式，发力屠宰板块、拓宽销售渠道，并大力发展互联网板块，实现互联网与公司传统业务的良性互动。公司未来收入规模有望继续保持增长。

综上，联合评级确定公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时确定“14 雏鹰债”的债项信用等级为“AA”。

## 附件1 雏鹰农牧集团股份有限公司 组织结构图





附件2 雏鹰农牧集团股份有限公司  
主要财务指标

项目	2014年	2015年	2016年3月
资产总额(亿元)	72.41	101.81	112.21
所有者权益(亿元)	28.80	47.12	48.21
短期债务(亿元)	18.05	21.33	21.44
长期债务(亿元)	12.80	16.52	24.97
全部债务(亿元)	30.85	37.85	46.41
营业收入(亿元)	17.62	36.19	11.40
净利润(亿元)	-1.84	2.30	0.98
EBITDA(亿元)	2.34	7.23	--
经营性净现金流(亿元)	-1.51	-2.73	-2.15
应收账款周转次数(次)	15.59	18.19	--
存货周转次数(次)	1.11	2.23	--
总资产周转次数(次)	0.26	0.42	0.11
现金收入比率(%)	100.76	99.68	99.66
总资本收益率(%)	-0.82	5.46	--
总资产报酬率(%)	-0.36	5.04	--
净资产收益率(%)	-7.21	6.06	2.05
营业利润率(%)	11.45	15.29	22.29
费用收入比(%)	27.13	14.12	13.93
资产负债率(%)	60.23	53.72	57.04
全部债务资本化比率(%)	51.72	44.54	49.05
长期债务资本化比率(%)	30.78	25.95	34.13
EBITDA利息倍数(倍)	1.15	3.26	--
EBITDA全部债务比(倍)	0.08	0.19	--
流动比率(倍)	0.81	1.56	1.57
速动比率(倍)	0.35	1.21	1.24
现金短期债务比(倍)	0.23	0.98	0.96
经营现金流动负债比率(%)	-4.93	-7.21	-5.55
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.29	0.91	--

注：EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转率	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资产收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。