

湖南大康国际农业食品股份有限公司

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：

报告编号：
鹏信评【2016】跟踪第
【536】号 01

增信方式：保证担保
担保主体：上海鹏欣（集团）有限公司
债券剩余规模：3.3 亿元
债券到期日期：2017 年 08 月 23 日
债券偿还方式：按年付息，到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。设有第 3 年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权条款

分析师

姓名：
魏榆峻 易美连
电话：
0755-82872028
邮箱：
weiyj@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

湖南大康国际农业股份有限公司 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	稳定
评级日期	2016 年 06 月 24 日	2015 年 05 月 15 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对湖南大康国际农业股份有限公司（以下简称“大康农业”或“公司”）及其 2012 年 08 月 23 日发行的公司债券（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，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到跟踪期内公司资产质量较好；负债规模较小，面临的偿债压力较小。同时也关注到，公司新业务未来发展情况存在较大不确定性；大宗农产品贸易业务经营业绩容易波动；重要人员发生了大幅变更，不利于未来经营发展；控股股东高比例质押持有公司的股票，存在对公司治理结构产生不利影响的风险因素；应收雪龙黑牛股份有限公司的赔偿款和预付保证金何时收回存在一定不确定性；应收个人供应商拖欠的货款何时收回具有较大不确定性；剔除投资性收益和营业外收入后，公司经营亏损，此外公司经营活动现金生成能力弱等风险因素。

正面：

- 资产质量较好。2015 年末，公司货币资产和其他流动资产（绝大部分为理财产品）合计高达 581,150.58 万元，占总资产的 69.84%，资产质量较好，流动性较强。
- 面临的偿债压力较小。2015 年末，公司资产负债率为 30.28%，流动比率、速动比率分别为 3.58、3.46，面临的偿债压力较小。

关注:

- **新业务未来发展情况存在较大的不确定性。**公司正在进行业务转型，将逐渐剥离饲料生产、生猪养殖和屠宰肉制品加工等传统业务，而牛奶销售、大宗商品贸易等新业务位于起步期，未来发展情况存在较大的不确定性。
- **大宗农产品贸易业务经营业绩容易波动。**2015年，公司从前五大供应商采购额占比为69.18%，向前五大客户销售额占比为70.88%，采购和销售环节的集中度较高，同时采购及销售主要在境外进行，大宗农产品贸易业务经营业绩容易波动。
- **重要人员大幅变动，不利于未来经营发展。**2015年初至2016年5月中旬，公司董事长、总经理、董事会秘书、CEO、总裁和财务总监等重要成员发生了大幅变动，不利于未来经营发展。
- **控股股东高比例质押持有公司的股票，存在对公司治理结构产生不利影响的风险因素。**截至2016年3月23日，公司控股股东鹏欣集团已将持有公司18.086%的股份对外质押，该部分股份占其持有公司总股份的99.96%。若未来公司股票价格发生重大不利变化，鹏欣集团可能丧失这部分已质押股份的所有权，从而导致公司股权结构出现较大变动，对公司治理产生一定不利影响。
- **其他应收款何时收回存在较大不确定性。**截至2016年3月末，公司应收雪龙黑牛股份有限公司赔偿款和保证金3,428.43万元，这笔其他应收款何时收回存在较大不确定性。
- **个人供应商拖欠的货款未来能否收回存在较大不确定性。**截至2015年末，个人供应商宋伟军、彭启规和何辉拖欠公司货款4,500万元，拖欠期限超过1年，公司未来能否收回这部分货款存在较大不确定性。
- **公司主业盈利状况差和现金生成能力弱。**2015年公司削减了传统业务规模，而固定资产折旧和长期待摊费用摊销等固定费用高企，使得主业盈利状况差。2015年，公司剔除投资收益和营业外收入后，利润总额为-25,188.44万元。此外，2015年公司经营性现金流量（FF0）仅为3,911.03万元，经营活动现金生成能力弱。

主要财务指标:

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
总资产(万元)	919,578.20	832,058.49	657,732.07	132,587.77
所有者权益合计(万元)	580,096.86	580,144.12	582,502.44	84,974.38
有息债务(万元)	325,406.47	241,079.13	60,648.25	41,043.01

资产负债率	36.92%	30.28%	11.44%	35.91%
流动比率	2.59	3.58	23.03	3.39
速动比率	2.51	3.46	21.88	2.36
营业收入（万元）	72,012.20	386,738.09	58,460.01	99,649.68
投资收益（万元）	5,151.83	14,959.55	10,664.30	-40.30
营业利润（万元）	894.35	-7,813.47	290.34	-1,347.26
营业外收入（万元）	201.16	12,507.71	2,826.80	2,055.97
利润总额（万元）	1,060.21	2,278.82	2,283.71	515.14
综合毛利率	3.30%	-0.88%	-0.77%	7.66%
总资产回报率	-	1.19%	1.45%	2.73%
EBITDA（万元）	-	18,638.95	13,922.40	8,614.85
EBITDA 利息保障倍数	-	2.82	4.03	2.92
经营活动现金流净额（万元）	-1,763.18	6,265.34	-47,235.45	6,133.73

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告和未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

本期债券经中国证券监督管理委员会证监许可[2012]1001号文件核准公开发行，2012年8月23日，本期债券发行结束，发行总额为人民币3.3亿元，募集资金净额为32,437.77万元。

本期债券期限5年，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，票面利率为7.3%。本期债券采取单利按年计息，不计复利，到期一次还本。利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。本期债券的付息日为2013年至2017年每年的8月23日。若投资者行使回售选择权，则2013年至2015年每年的8月23日为回售部分债券上一个计息年度的付息日期。本期债券到期日为2017年8月23日。若投资者行使回售选择权，则回售部分债券的到期日为2015年8月23日。2015年8月，本期债券回售数量为0张，回售金额为0元，剩余规模仍为3.3亿元。

2015年6月公司发布公告，经“2012年湖南大康牧业股份有限公司公司债券”2015年第一次债券持有人会议决议，本期债券增信方式由陈黎明（原实际控制人）及其妻子严瑛提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保变更为上海鹏欣（集团）有限公司（以下简称“鹏欣集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

本期债券募集资金扣除发行费用后全部用于补充流动资金。截至2016年3月31日，本期债券募集资金已全部投入使用。跟踪期内，公司按期支付了利息。

表1 截至2016年3月31日债券本息累计兑付情况（单位：万元）

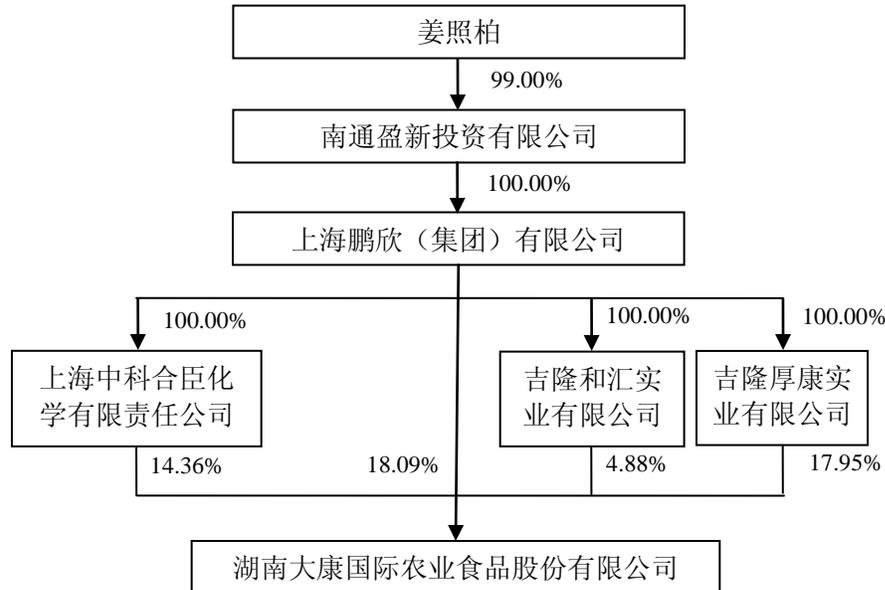
本息兑付日期	期初本金余额	本金兑付/回售金额	利息支付	期末本金余额
2013.8.23	33,000.00	0.00	2,409.00	33,000.00
2014.8.25	33,000.00	0.00	2,409.00	33,000.00
2015.8.25	33,000.00	0.00	2,409.00	33,000.00

资料来源：公司提供，鹏元整理

二、发行主体概况

跟踪期内，公司总股本、控股股东和实际控制人没有发生变化，总股本为288,703.80万元，控股股东为鹏欣集团，其直接和间接持有公司总股本的55.29%，实际控制人为姜照柏。2016年5月，公司名称变更为湖南大康国际农业食品股份有限公司。

图1 截至2016年5月末，公司产权及实际控制关系



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司在逐步缩减原有生猪及肉羊养殖和销售业务的同时，新增了婴儿奶粉及液态奶进口和销售、大宗农产品贸易业务，但目前新增业务仍处于拓展期。

2015年公司财务报表合并范围新纳入8家子公司，原来已纳入财务报表合并范围的子公司没有减少，具体如下表所示：

表2 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、跟踪期内新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
安徽安欣生物科技有限公司	100%	299.95	农业咨询	收购
上海蒂达贸易有限公司	100%	1,000.00	食品贸易	设立
宁波浩益达贸易有限公司	100%	5,000.00	食品贸易	设立
大康国际贸易（香港）有限公司	100%	1,000.00	食品贸易	设立
上海珍慕贸易有限公司	100%	1,000.00	食品贸易	设立
上海欣笙食品贸易有限公司	100%	1,000.00	食品贸易	设立
安徽俊鹏贸易有限公司	100%	30.00	贸易	设立
Dakang New Zealand Farm Group Limited	100%	13,836.06	乳制品采购与销售	设立

资料来源：公司提供

2015年初至2016年5月中旬，公司总经理、董事会秘书、董事长、CEO、监事长、总裁和财务总监等多名重要管理人员发生变更，详细情况见经营与竞争部分。

截至2015年末，公司资产总额为832,058.49万元，归属于母公司的所有者权益为576,296.28万元，资产负债率为30.28%；截至2016年3月末，公司资产总额为919,578.20万

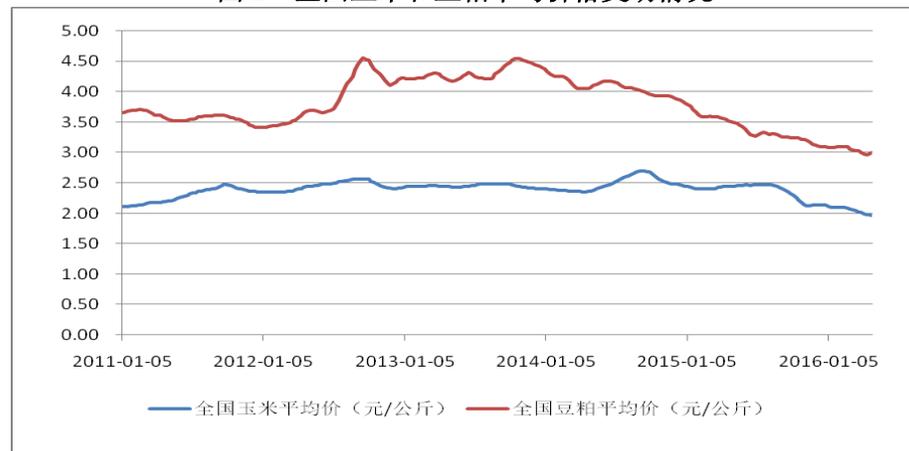
元，归属于母公司的所有者权益为576,528.75万元，资产负债率为36.92%。2015年，公司实现营业收入386,738.09万元，利润总额2,278.82万元，经营活动现金流净额6,265.34万元；2016年1-3月，公司实现营业收入72,012.20万元，利润总额1,060.21万元，经营活动现金流净额-1,763.18万元。

三、运营环境

跟踪期内，我国玉米和豆粕价格持续下滑，生猪价格持续上升，生猪养殖企业盈利改善

生猪养殖的主要成本为饲料成本，饲料的主要成份为玉米和豆粕，因此生猪养殖成本主要受玉米和豆粕价格变动影响。2015年以来，我国玉米和豆粕平均价格持续下滑。根据WIND资讯数据，2016年4月末我国玉米平均价格为2.01元/公斤，相比2015年初减少17.62%；2016年3月末，我国豆粕平均价格为3.00元/公斤，相比2015年初减少20.84%。2015年至2016年3月末，受益于玉米和豆粕价格持续下滑，我国生猪养殖成本有所降低。

图 2 全国玉米和豆粕平均价格变动情况

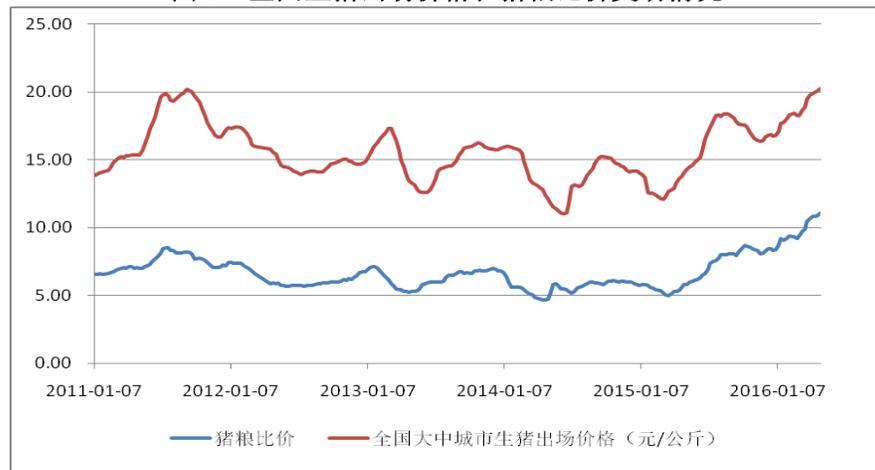


资料来源：wind 资讯

猪肉是大众生活必需品之一，其消费量基本稳定，当供应量小于需求量时，其价格将大幅上升；反之，当供应量大于需求量时，价格容易大幅下滑。我国生猪养殖产业中散养户较多，散养户供应的生猪占据了市场大部分份额。由于散养户获取的信息较小，养殖生猪过程中较为盲目，使得生猪养殖行业存在较强的周期性。我国大众消费的猪肉主要来自国内企业养殖，进口猪肉占比极小。2013-2014年，我国生猪养殖行业因散养户过多、供求对接不畅以及行业调控不科学等因素，猪肉价格相比较低，部分月份全国猪粮比价低于跌破6:1的盈亏平衡点，生猪养殖企业纷纷出现亏损。2015年以来，随着部分生猪散养户

退出或减产，生猪供应量减少，生猪价格大幅上升。2016年4月末，我国大中城市生猪出场价格约为20.28元/公斤，相比2015年初上涨40%以上。同时，玉米和豆粕价格持续下滑，使得猪粮比价大幅上升。2015年初，我国猪粮比价约为5.80左右，截至2016年4月末高达11.10左右。2015年以来，持续上升的猪粮比价，使得我国生猪养殖行业盈利状况大幅改善。

图3 全国生猪出场价格和猪粮比价变动情况



资料来源：wind 资讯

2016年1-4月，受生猪价格大幅上升刺激，我国仔猪和母猪养殖量有所增加。我国生猪养殖期限约为6个月，因此2016年9月以后生猪供应量将有所增加，2017年生猪供应量或将过剩。

跟踪期内，我国乳制品需求量略有增长，价格在低位徘徊，国内乳制品企业加大消化库存的力度，减少了进口量，随着原奶供应的减少，未来乳制品价格有望回升，进口量有望恢复增长

在我国，乳制品（绝大部分为牛奶）已成为日常消费品之一。近年来，我国对乳制品的消费量总体上略有增加。2014年，我国生产的高端乳制品占比上升，使得乳制品销量有所减少。根据wind资讯数据，2015年1-9月我国乳制品销量为2,013.5万吨，同比增加3.70%。目前，我国人均乳制品消费量远低于发达国家，随着人民消费水平的提高，我国乳制品产业仍有一定增长空间。

图 4 近年来我国乳制品销量变动情况



资料来源: wind 资讯

我国原奶大部分由国内生产,部分需要从国外进口,其中从新西兰进口的原奶占总进口量的大部分。由于信息不对称及乳牛成长期较长,使得原奶供求经常处于不均衡状况。2013年左右,乳制品价格较高,乳牛养殖利润较高,使得全球增加了乳牛的养殖量。2014年,全球原奶供应量增加,而需求量增长缓慢,使得乳制品价格持续下滑。2015年和2016年一季度,我国乳制品价格在低位徘徊,生鲜乳价格平均约为3.5元/kg,相比2014年初下降了17%左右。2015年以来,新西兰和我国均减少了乳牛的养殖量,使得供应量略有减少。随着乳制品消费的增加,及原奶供应量的减少,2016年一季度以后全球乳制品价格有望回升。

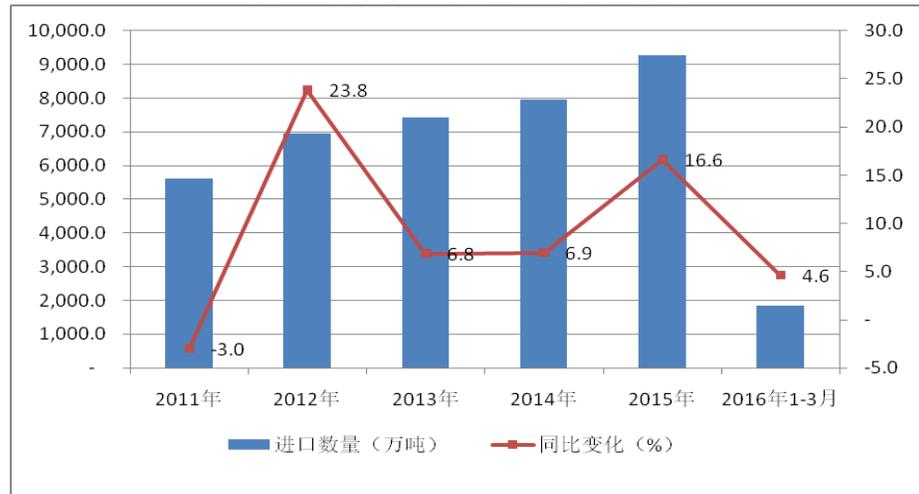
2008年,国产乳制品被检测出含有三聚氰胺,引起了国内民众对国产乳制品的信任危机。同时,国外生产的原奶在品质上优于国内,在销售价格上远低于国内。随着对我国政府乳制品贸易管制的逐步放开,近年来我国乳制品进口量总体呈现出大幅增长的态势。2015年,我国乳制品进口量为161.1万吨,同比减少11.1%,主要系2015年初乳制品库存较大,国内乳制品企业为消化库存,减少了进口。随着乳制品库存消化,我国乳制品进口量有望恢复增长。此外,由于消费水平的提高,近年来我国对高端乳制品的需求量增长较快。

跟踪期内,我国粮食供应和需求仍为紧平衡,进口粮食数量持续增加

近年来,我国生产的粮食逐年增加,但粮食消费需求刚性增长,国内粮食供应和需求仍为紧平衡。此外,我国生产的粮食产品中低端品种产量占比较大,而市场上对高端、优质粮食需求较大,因此在国产粮食市场上存在低端产品需求不足、产量过剩,高端产品供应不足的问题。相比国内生产的粮食,美国、巴西等国家生产的粮食不仅具有质量优势,还具有价格优势。随着我国对进口农产品管制放松,近年来我国农产品进口数量持续增加。

近年来，我国进口的粮食主要有大豆、玉米、大米和小麦，其中进口的大豆占粮食总进口量的70%左右。据wind资讯数据，2015年我国主要粮食¹进口9,279.7万吨，同比增长16.6%；2016年1-3月，主要粮食进口1,838.0万吨，同比增长4.6%。目前，我国对进口大豆的依赖程度较高，对进口其他主要粮食产品的依赖程度低。据wind资讯数据，2015年我国进口大豆数量占总消费的之比超过80%，进口大米、小麦和玉米数量与总消费量之比低于5%。

图 5 近年来我国主要粮食进口情况



资料来源：wind 资讯

受气候和各国政治变动影响，我国每年从各国进口的粮食数量存在较大变动。2015年，我国进口的大豆主要来源于巴西（占比为49.1%）和美国（占比为34.8%）；进口的大米主要来源于越南和泰国；进口的小麦主要来源于澳大利亚、美国和加拿大；进口的玉米主要来源于乌克兰（占比为81.4%）和美国（占比为9.7%）。

目前，我国对农产品进口实行关税配额管理，即对配额内的农产品征收较低关税，对配额外的农产品征收较高的关税。2015年10月，国家发展和改革委员会发布的《2016年粮食进口关税配额申请条件和分配原则》规定：2016年我国小麦进口关税配额数量为963.6万吨，玉米进口关税配额量为720.0万吨，大米进口关税配额量为532.0万吨。国家发改委制订的2016年粮食进口关税配额量相比2015年无变化。

四、经营与竞争

公司传统业务为生猪养殖和屠宰，及生猪养殖所需饲料的生产和销售。2015年，公司进一步缩减了传统业务，导致传统业务收入出现一定程度的下滑；大力发展新业务，新业

¹ 本报告中主要粮食指稻谷和玉米、小麦、玉米及大豆。

务收入出较了大幅程度增长。

2015年，公司营业收入为386,738.09万元，其中新增的大宗商品贸易（主要为蛋白质食品贸易）业务收入占比高达89.41%。公司大宗商品业务规模较大，但盈利能力弱。2015年，公司综合毛利率为-0.88%，整体主业经营状况未得到实质性改善。

表 3 公司营业收入构成及毛利率情况²（单位：万元）

项目	2015 年		2014 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
饲料	13,140.58	16.47%	15,968.37	13.77%
生猪	14,985.57	-38.52%	15,986.80	-11.36%
羊	264.45	-84.11%	0.00	-
屠宰肉制品	6,569.08	-20.22%	24,195.70	-4.55%
牛奶销售	5,709.70	15.16%	0.00	-
大宗商品贸易	345,782.34	0.27%	2,206.75	8.51%
其他	286.37	-16.68%	185.85	86.51%
合计	386,738.09	-0.88%	58,543.47	-0.63%

资料来源：公司 2014-2015 年度报告，鹏元整理

2015年，公司生猪养殖、农副食品加工和饲料生产业务规模进一步缩小，生猪养殖和农副食品加工业务盈利能力进一步恶化，饲料业务盈利状况尚可；2016年6月以后，公司将这部分业务交由其他公司经营，每年收取固定的收益款，有助于减轻负担，改善经营业绩，但未来能否按约定取得固定收益款具有一定不确定性

公司传统业务的核心为生猪养殖，农副食品加工（主要为生猪屠宰、冷冻）和饲料生产为生猪养殖的配套业务，生猪养殖、农副食品加工（主要为生猪屠宰、冷冻）和饲料生产由大康肉类食品有限公司（以下简称“大康食品”）经营。2014年，公司控股股东和实际控制人发生了变更，以致经营理念和发展战略发生了较大变化，将发展重心转为牛奶销售和大宗农产品贸易。2015年初，我国生猪养殖行业行情低迷，公司进一步缩减了传统业务规模。未来，公司将通过采取资产托管、承包经营或出售相结合的方式对传统的生猪业务进行逐步剥离。

2015年，公司生猪生产量、销售量和库存量分别为141,409头、129,471头和91,403头，分别同比减少29.86%、10.70%和26.87%。公司饲料业务设计产能为18万吨/年，生产的饲料主要提供给自有猪场使用，其余小部分对外销售。2015年，公司饲料生产量、销售量和库存量分别同比减少14.43%、13.84%和9.23%，产能利用率仅为22.30%；农副食品加工及销售大幅减少80%左右。

²该表中的数据来源于公司 2015 年度报告，公司 2015 年度报告中的 2014 年营业收入数据与公司 2014 年度报告中的 2014 年营业收入数据不一致。

公司饲料生产所需主要原材料为玉米和豆粕，2015年饲料业务毛利率为16.47%，同比增加2.70个百分点，主要系主要原料玉米和大豆价格下滑所致。2015年，公司生猪养殖业务毛利率为-38.52%，同比减少27.16个百分点，主要原因有：1、业务规模缩减，而固定资产折旧等制造费用并未减少；2、2015年公司生猪销售主要集中于上半年，而2015年上半年我国生猪行情较低迷。2015年，公司屠宰肉制品业务毛利率为-20.22%，同比减少15.67个百分点，主要系业务规模缩减而固定资产折旧和长期待摊费用摊销仍居高不下。

表4 公司生猪养殖业务产销情况

行业分类	项目	单位	2015年	2014年	同比增减
饲料生产	销售量	吨	40,190	46,646	-13.84%
	生产量	吨	40,141	46,909	-14.43%
	库存量	吨	482	531	-9.23%
生猪养殖	销售量	头	129,471	144,986	-10.70%
	生产量	头	141,409	201,615	-29.86%
	库存量	头	91,403	124,985	-26.87%
屠宰肉制品	销售量	公斤	4,740,737	19,153,732	-75.25%
	生产量	公斤	3,869,327	18,868,147	-79.49%
	库存量	公斤	119,367	990,777	-87.95%

资料来源：公司提供

2016年6月，公司与江苏省银河面粉有限公司（以下简称“江苏银河”）达成以下协议：江苏银河对公司子公司大康食品增资1亿元，取得大康食品11.76%的股权；增资后，江苏银河负责大康食品的经营管理，享有大康食品全部经营收益并承担其全部经营亏损，每年向公司支付固定的收益款；江苏银河需要在增资后的第一年支付固定收益款2,300万元，在增资后第二年起每年支付固定收益款3,500万元，收益款需要在每年期满后30日内一次性支付。2016年6月以后，公司将生猪养殖、农副食品加工和饲料业务交由江苏银河经营，每年收取固定的收益款，有助于减轻了公司负担，改善经营业绩。但是我们关注到，江苏银河规模较小，盈利状况一般，未来能否按约定支付固定收益款具有一定的不确定性。

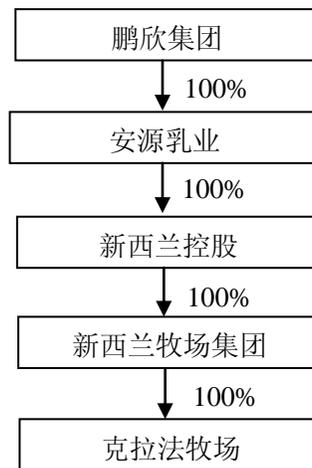
跟踪期内，公司牛奶业务发展较快，盈利情况尚可，但未来能否顺利拓展具有较大的不确定性

公司牛奶业务主要由全资子公司纽仕兰（上海）乳业有限公司（以下简称“上海纽仕兰”）经营，采用贴牌生产（OEM）方式运营，即公司负责牛奶产品品牌建设、包装设计和市场销售，将采购的原奶交由其他公司加工，加工后牛奶产品使用自有品牌“纽仕兰”对外销售。公司将牛奶加工环节外包，对牛奶加工环节的控制力度相对较弱，乳制品存在

的质量风险相对较高。公司原奶从新西兰克拉法、洛岑等牧场采购，其中克拉法牧场³属于公司控股股东鹏欣集团。为保障奶源供应和减小原奶价格波动风险，2014年以来公司做出了收购洛岑牧场和克拉法牧场的方案。截至2016年4月末，公司收购洛岑牧场的方案已被新西兰政府否决，收购克拉法牧场的方案仍处于新西兰政府审批过程中。

鹏欣集团持有安源乳业有限公司（以下简称“安源乳业”）100%股权，安源乳业直接持有注册于新西兰的Milk New Zealand Holding Limited（以下简称“新西兰控股”）100%的股权，通过新西兰控股间接持有注册于新西兰的Pengxin New Zealand Farm Group Limited（以下简称“新西兰牧场集团”）100%的股权，从而拥有克拉法牧场的所有权。截至2016年4末，公司收购克拉法牧场的方案的主要内容为：公司以自有资金收购安源乳业100%的股权，以2014年5月31日为评级基准日，安源乳业100%的股权评估净值为24,973.02万元，安源乳业负债中含有对鹏欣集团的债务评估值为45,184.41万元，公司直接并通过安源乳业向鹏欣集团支付70,157.43万元取得安源乳业的资产。

图6 截至2015年末，克拉法牧场所有权归属情况



资料来源：公司公告

目前，公司自有牛奶品牌为“纽仕兰”，该品牌产品定位于高端市场，通过大电商平台、现代通路平台对外推广。截至2015年底，公司完成了天猫、苏宁易购、京东等电商平台渠道的开发，完成了全国多家电视购物平台渠道的布局，绑定了部分航空公司、银行等渠道资源，正在开拓全国大型商超渠道。2015年，公司牛奶业务实现销售收入5,709.70万元，毛利率为15.16%；2016年1-3月实现收入4,609.70万元，毛利率为18.15%，盈利能力尚可。

公司计划大力开展牛奶业务，未来通过收购新西兰等国家的牧场实现全产业链布局。

³ 克拉法牧场由16个牧场组成，这些牧场主要集中在陶波湖（Lake Taupo）附近。

但是，目前国内牛奶行业竞争格局已基本稳定，内蒙古伊利实业集团股份有限公司和内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司占据了大部分市场份额，公司未来能否顺利拓展牛奶业务具有较大的不确定性。

跟踪期内，公司大宗农产品贸易业务采购和销售集中度较高，且采购和销售主要在境外进行，经营业绩容易波动；此外，大宗农产品贸易业务规模较大，但盈利能力弱

公司控股股东鹏欣集团于2008年以来开始布局全球农业。2014年以来，公司借鉴控股股东在全球发展农业的经验，借助其平台，开始大力发展大宗农产品贸易业务。公司大宗农产品贸易业务分为对外贸易业务和国内贸易业务，其中以境外贸易业务为主。公司对外贸易业务的主要产品是玉米和大豆，内贸业务主要产品是大麦和高粱。公司开展大宗农产品贸易业务的期限较短，为减少风险，主要采用“以销订采”和“现款现货”方式运作。

2015年，公司大宗农产品业务主要依托国际大型粮商、经销商开展，因此采购和销售集中度较高。2015年，公司从前五大供应商采购额占比为69.18%，前五大客户销售额占营业收入的比例为70.88%。此外，公司大宗农产品贸易业务采购和销售主要在境外进行，相比国内贸易业务，面临了更多风险因素，经营业绩容易波动。

表 5 2015 年公司大宗商品贸易业务供应商和客户情况（单位：万元）

供应商名称	采购额	采购占比	客户	销售额	销售占比
供应商一	108,377.11	27.78%	客户一	108,173.99	27.97%
供应商二	47,670.73	12.22%	客户二	64,552.46	16.69%
供应商三	44,057.70	11.29%	客户三	44,322.65	11.46%
供应商四	39,324.82	10.08%	客户四	35,707.96	9.23%
供应商五	30,484.66	7.81%	客户五	21,347.18	5.52%
合计	269,915.02	69.18%	合计	274,104.25	70.88%

资料来源：公司提供

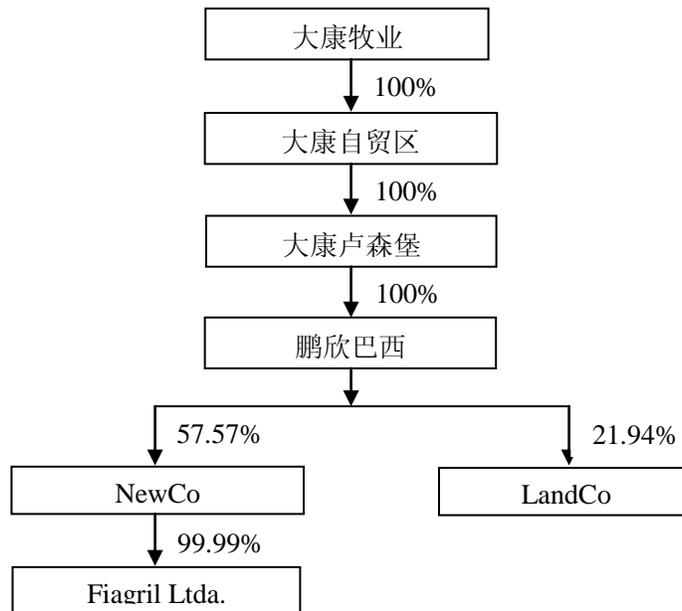
2015年，公司实现大宗商品贸易（绝大部分为大宗农产品贸易）收入345,782.34万元，毛利率为0.27%。公司大宗农产品贸易业务规模较大，但盈利能力弱。2015年，公司为扩大未来境外大宗农产品进口贸易规模，采用了“薄利多销”的方式，因此毛利率低，并且相比2014年有所下滑。

跟踪期内，公司拟通过支付高溢价收购巴西Fiagril Ltda.的股权，面临着市场风险、汇率风险和偿债风险等风险因素；若收购Fiagril Ltda.后，Fiagril Ltda.经营不达预期，公司将面临较大的商誉减值风险

2016年4月，公司发布重大资产重组公告：控股股东鹏欣集团下属子公司鹏欣巴西拟通过支付12,600万美元的对价认购新发行的股份和以5,400万美元的对价受让原股东股份的方式获得Fiagril集团为剥离Fiagril Ltda.而分立新设的NewCO. 57.57%的股权和分红权；

并拟通过支付5,000美元象征性价格认购LandCo.新发行的21.94%普通股股份，并以2,000万美元的价格认购LandCo.发行的面值为2,000万美元的债权凭证，从而合计享有LandCo.57.57%的分红权，同时通过相关协议安排，鹏欣巴西对LandCo.的董事会与股东会决策事项拥有一票否决权，从而实现对LandCo.的实际控制，LandCo.为受限于巴西有关境外公司拥有农村物业所有权的限制性规定而为本次交易之目的新设立的公司，承接FiagrilLtda.拟剥离的相关农村物业；公司通过收购鹏欣巴西100%的股权，承担鹏欣巴西收购NewCO.和LandCo.的权利和义务。公司为完成本次交易需要支付2亿美元或同等价值的雷亚尔的总对价，给予标的资产增值率高达5,185%。

图7 本次收购完成后，Fiagril Ltda.的股权结构图



资料来源：公司公告

巴西是全球大豆和玉米的主要生产和出口国，其中大豆产量仅次于美国，玉米产量仅次于美国和中国。Fiagril Ltda.位于巴西麻省地区，该省系巴西最大的大豆及玉米种植省份，产量约占巴西总产量的34%。Fiagril Ltda.主要业务包括农业生产资料经销、农产品贸易和生物柴油销售，2015财年（2014年6月1日至2015年5月31日）实现营业收入310,881.12万雷亚尔⁴，其中农业生产资料经销收入占比为27.27%，农产品贸易收入占比为58.83%，生物柴油销售收入占比为10.20%。Fiagril Ltda.拥有12家零售店，在巴西麻省的农业生产资料经销市场占据一定的市场份额，在2014-2015年的收获季节约占市场份额的9.25%。Fiagril

⁴ 雷亚尔为巴西货币。根据银联汇率，2015年1月1日，100雷亚尔=234.48元；2015年12月31日，100雷亚尔=164.72元；2016年4月30日，100雷亚尔=186.49元。此处营业收入依据标的公司2015财年财务报告附注中关于营业收入的明细表，该明细表中的合计金额与损益表中合计金额存在差异，该差异主要是“应收账款现值调整”、“营业税”等项目。

Ltda. 大豆及玉米等大宗农产品年收购量约300万吨，拥有总储备能力为83万吨的自营仓库，业务经营范围覆盖麻省、托坎廷斯以及新兴北部地区等400 万公顷的巴西主要农业作物产区。Fiagril Ltda.生物柴油工厂建于2008年，生物柴油工厂的有效产能为18万立方米/年，2015 年度生物柴油产量约为15.73万立方米，约占麻省地区生物柴油产量的18%。

截至2015年末，Fiagril Ltda.资产总额为228,036.81万雷亚尔，所有者权益为2,510.03万雷亚尔，资产负债率高达98.90%；2015财年实现营业收入292,453.84万雷亚尔⁵，所得税税前收入189,68万雷亚尔，净利润2,155.08万雷亚尔，经营活动投入和产生的现金流量净额为8,085.77万雷亚尔。

公司收购标的公司后，计划进一步扩大大宗商品贸易业。但是，ADM、邦吉、嘉吉和路易达孚四大粮商已占据了全球大宗农产品贸易业务的大部分市场份额，在全球范围内拥有广阔的物流和销售渠道，拥有雄厚的资金和金融支持。公司扩展农产品贸易业务，将与四大粮商直接竞争，面临着较高的市场风险。此外，公司本次收购计划需取得上海市自贸区管委会备案、直接投资外汇备案登记，面临着审批风险；Fiagril Ltda.主要资产和业务在巴西境内，面临一定的汇率风险；本次收购给予了高溢价，若未来标的公司经营不及预期，则商誉面临较大的减值风险；Fiagril Ltda.主要业务为农产品的采购与销售，面临较大的自然灾害风险；2015年末，Fiagril Ltda.资产负债率高达98.90%，面临较大的偿债风险。

跟踪期内，公司重要人员大幅变动，不利于未来经营发展

2015年初至2016年5月中旬，公司总经理、董事会秘书、董事长、CEO、监事长、总裁和财务总监等多名重要人员发生变动。公司新旧管理层能否顺利过渡存在一定不确定性，此外重要人员大幅变动将对公司发展将产生不利影响。

表 6 2015 年初至 2016 年 5 月中旬公司重要人员变更情况

职位名称	变更时间	变更内容
董事、总经理	2015 年 1 月	陆耀华先生辞去董事、总经理职务，总经理职责暂由董事长朱德宇先生代理。
CEO、总裁	2015 年 1 月	聘请 Mr.Gary Romano 先生为公司 CEO，聘请刘维先生为公司总裁。
董事	2015 年 2 月	聘请刘维先生为非独立董事。
副总裁兼董事会秘书	2015 年 6 月	严芳女士辞去副总经理、董事会秘书等职务，聘任王新华先生为公司副总裁兼董事会秘书。
董事长	2015 年 10 月	朱德宇先生辞去董事长及其他职务，暂由董事刘维先生代为履行董事长职责。
董事	2015 年 10 月	赵维茂先生辞去董事职务。
副总裁兼董事会	2015 年 10 月	王新华先生请求辞去副总裁兼董事会秘书职务，暂由代理董事长刘维先生代为履行董事会秘书职责。
董事长	2015 年 11 月	彭继泽先生当选董事会董事长，同时暂时代理董事会秘书的职务。

⁵ 该数据取自标的公司损益表。

董事	2015年11月	选举盛文灏先生为非独立董事。
CEO	2016年1月	Mr. Gary Romano 辞去 CEO 及相关职务，暂由董事长彭继泽先生代为履行 CEO 职责。
CEO	2016年3月	聘请谢韬先生为 CEO。
监事长	2016年4月	王冰先生辞去监事长职务，选举庄建龙先生为监事长。
总裁	2016年5月	刘维先生辞去总裁职务，总裁职责及义务由 CEO 谢韬先生履行。
财务总监	2016年5月	张志华先生辞去财务总监职务，在聘请新的财务总监之前，暂由财务负责人殷海平先生代为履行相关职务。

资料来源：公司公告

公司控股股东高比例质押持有公司的股票，对公司治理结构产生了一定不利影响

2016年3月23日，公司发布声明，公司控股股东鹏欣集团因融资需要，已将持有公司18.086%的股份对外质押，该部分股份占鹏欣集团持有公司总股份的99.96%。若未来公司股票价格发生重大不利变化，公司控股股东可能弃失这部分已质押股票的所有权，从而导致公司股权结构的重大变化。公司控股股东高比例质押其持有的公司股票，对公司治理结构产生了一定不利影响。

表7 截至2016年3月23日鹏欣集团持有的公司股份累计被质押情况

股东名称	持股总数(万股)	持股数占总股份的比例	已质押股份总数(万股)	已质押股份数占总股份的比例
鹏欣集团	52,235.70	18.093%	52,214.03	18.086%

资料来源：公司公告

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天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2014年审计报告、带强调事项段的无保留意见的2015年审计报告及未经审计的2016年1-3月财务报表，公司财务报表均采用新会计准则编制。2015年，公司财务报表合并范围变化情况见表2。

2015年审计报告中的强调事项：2014年6月公司与陈晓明先生、王中华先生签订的《大康肉类食品有限公司经营目标考核协议》约定：陈晓明先生、王中华先生对大康食品肉类食品有限公司（以下简称“大康食品”）进行承包经营，若大康食品实际经营利润低于考核利润的，其差额部分的70%由陈晓明先生、王中华先生补足。由于2015年大康食品经营业绩未达预期，陈晓明先生与公司签订的《关于大康肉类食品有限公司经营目标考核协议之补充协议》（以下简称“补充协议”）约定：陈晓明先生需向公司支付11,263.69万元经营补偿款。公司据此确认了对陈晓明的债权，并将该补偿计入了营业外收入。截至2016

年4月末，公司收回补偿款项5,500万元，仍有5,763.69万元的款项没有收回。根据补充协议，陈晓明先生需要在2016年8月15日前向公司支付经营补偿款3,379.11万元，需要在2016年12月31日前向公司支付剩余的经营补偿款。

资产结构与质量

公司资产规模进一步增加，主要由货币资金、其他流动资产和其他非流动资产组成，流动性较强，资产质量较好，但部分款项何时收回存在不确定性

2016年3月末，公司总资产为919,578.20万元，较2014年末增加39.81%，主要系其他流动资产（主要为购买了理财产品）大幅增加所致。公司资产主要为流动资产，2015年末和2016年3月末流动资产占比分别为77.26%和75.15%。

公司流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款、存货和其他流动资产组成。2015年末，公司货币资金为182,255.98万元，其中使用受限的货币资金占比为56.04%。2015年末，公司预付款项为11,030.52万元，其中账龄超过1年的预付账款占比为42.02%。2014年3月前，公司预付个人供应商宋伟军、彭启规和何辉货款合计5,500万元，用于采购玉米和豆粕。由于上述供应商提供的产品质量不合格，公司于2014年5月予以退货，并向上述个人供应商追讨已支付的货款。公司于2014年末追回人民币1,000万元，尚有4,500万元货款没有追回。目前，公司计划采取两个方法解决该问题，一是由上述个人供应商提供质量合格的玉米和豆粕，二是由上述个人供应商退回部分货款。公司未来能否追回上述个人供应商的欠款存在较大不确定性。2016年3月末，公司预付款项为29,397.96万元，相比2015年末大幅增加166.51%，主要系预付了大量巴西大豆贸易款所致。2015年末，公司其他应收款账面价值为16,871.72万元，其中应收陈晓明先生承包经营补偿款为占比为63.42%，应收雪龙黑牛股份有限公司赔偿款和保证金占比为18.29%。未来，公司能否按补充协议的约定收回经营补偿款存在一定不确定性。公司应收雪龙黑牛股份有限公司赔偿款和保证金期限超过1年，未来何时收回具有较大不确定性。2015年末公司存货为22,437.82万元，其中消耗性生物资产（主要为生猪）占比为71.09%。2015年末，公司消耗性生物资产跌价准备为548.20万元，主要系肉羊销售价格远低于生产成本所致。公司其他流动资产绝大部分为用闲置资金购买的银行理财产品，2015年末其他流动资产为398,894.60万元，其中理财产品占比为99.36%，这些理财产品的期限在一年以内。

公司非流动资产主要由长期股权投资、固定资产和其他非流动资产组成。2016年3月末，公司长期股权投资为33,000.00万元，为阜禄股权投资管理合伙企业（有限合伙）的股权投资成本。2015年末，公司固定资产为65,923.44万元，同比增长26.05%，主要系对安徽

安欣（涡阳）牧业发展有限公司改扩建项目的部分投入由在建工程转为固定资产所致。公司其他非流动资产为预付的资产购买款，2015年末其他非流动资产为68,661.87万元，其中预付安源乳业股权收购款占比为80.10%，预付房产购置款占比为15.31%。总得来看，跟踪期内，公司资产规模有所增加，主要资产为货币资金、其他流动资产（绝大部分为理财产品），流动性较强，质量较好，但部分其他应收款和预付款项何时收回存在较大不确定性。

表 8 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	199,757.74	21.72%	182,255.98	21.90%	285,869.63	43.46%
预付款项	29,397.96	3.20%	11,030.52	1.33%	13,149.49	2.00%
其他应收款	19,395.38	2.11%	16,871.72	2.03%	2,706.08	0.41%
存货	21,386.33	2.33%	22,437.82	2.70%	26,098.15	3.97%
其他流动资产	403,234.31	43.85%	398,894.60	47.94%	192,520.48	29.27%
流动资产合计	691,066.01	75.15%	642,866.81	77.26%	524,155.26	79.69%
长期股权投资	33,000.00	3.59%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
固定资产	64,762.70	7.04%	65,923.44	7.92%	52,299.84	7.95%
其他非流动资产	76,018.36	8.27%	68,661.87	8.25%	28,125.62	4.28%
非流动资产合计	228,512.20	24.85%	189,191.68	22.74%	133,576.82	20.31%
资产总计	919,578.20	100.00%	832,058.49	100.00%	657,732.07	100.00%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告和未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

盈利能力

跟踪期内，公司传统主业经营进一步收缩，盈利能力弱，利润主要来源于购买理财产品收益和大康食品经营补偿款；牛奶销售 and 大宗农产品贸易等新业务未来能否顺利拓展具有较大的不确定性

2014年，公司营业收入主要来源于饲料生产和销售、生猪养殖和销售、屠宰肉制品业务等传统业务。2015年，公司根据制订的发展战略，削减了传统业务规模，大力拓展牛奶销售和大宗农产品贸易等新业务。2015年，公司营业收入为386,738.09万元，同比增长561.54%，主要系大宗商品贸易收入大幅增加所致。

公司传统业务经营业绩一直不佳，2015年饲料业务收入、生猪业务收入和屠宰肉制品业务收入分别为13,140.58万元、14,985.57万元和6,569.08万元，毛利率分别为16.47%、-38.52%和-20.22%。2015年，公司牛奶业务实现收入5,709.70万元，毛利率为15.16%，经营情况尚可；大宗农产品贸易业务规模虽大，但盈利能力弱。

2015年，公司实现投资净收益14,959.55万元，主要来源于理财产品的收益；实现营业

外收入为12,507.71万元，主要为由于大康食品经营未达预期，其负责人承诺的经营补偿款。剔除这两项收益，2015年公司利润总额为-25,188.44万元，盈利状况差。

公司未来将大力拓展牛奶业务和大宗农产品贸易业务，但国内乳制品行业和全球大宗农产品贸易行业的竞争格局相对稳定，公司能否顺利的拓展这两项新业务具有较大的不确定性。

表 9 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	72,012.20	386,738.09	58,460.01
投资净收益	5,151.83	14,959.55	10,664.30
营业利润	894.35	-7,813.47	290.34
营业外收入	201.16	12,507.71	2,826.80
利润总额	1,060.21	2,278.82	2,283.71
净利润	816.43	492.92	1,892.60
综合毛利率	3.30%	-0.88%	-0.77%
期间费用率	9.21%	4.45%	16.41%
营业利润率	1.24%	-2.02%	0.50%
总资产回报率	-	1.19%	1.45%
净资产收益率	-	0.08%	0.57%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告和未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

现金流

公司主业经营活动现金生成能力弱，但持有大量货币资金和理财产品，公司目前面临的资金压力较小

2015年，公司经营性现金流量（FFO）仅为3,911.03万元，经营活动现金生成能力弱；经营活动产生现金流量净额为6,265.34万元，主要系应付票据增加所致。2015年，公司投资活动现金净出342,819.71万元，主要系其他流动资产（绝大部分为理财产品）和其他非流动资产（为预付的房产、土地和股权等长期资产购买款）增加所致。2015年，公司通过新增短期借款和长期借款获取了大量资金，使得筹资活动现金净流入152,406.85万元。

2015年末，公司持有货币资金和理财产品合计高达58亿元，主要来源于2014年非公开发行股票募集的资金，可用于农业产业投资和收购农业企业。因此，公司面临的资金压力较小。

表 10 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2015年	2014年
净利润	492.92	1,892.60

加：非付现费用	11,891.48	8,485.48
非经营损益	-8,473.37	-7,428.04
FFO	3,911.03	2,950.04
加：营运资本变化	2,297.70	-30,092.08
其中：存货减少（减：增加）	-1,645.82	-12,440.86
经营性应收项目的减少（减：增加）	-15,877.00	-16,056.47
经营性应付项目增加（减：减少）	19,820.52	-1,594.75
加：其他	56.60	-20,093.40
经营活动产生现金流量净额	6,265.34	-47,235.45
投资活动产生的现金流量净额	-342,819.71	-226,881.73
筹资活动产生的现金流量净额	152,406.85	510,758.11
现金及现金等价物净增加额	-184,154.41	236,640.92

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

公司负债规模有所增加，但目前整体债务压力不大，财务安全性较好

截至2016年3月末，公司负债与所有者权益比率为58.52%，相比2014年末增加45.61个百分点，但财务结构仍然稳健。

表 11 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	339,481.34	251,914.37	75,229.64
所有者权益	580,096.86	580,144.12	582,502.44
负债与所有者权益比率	58.52%	43.42%	12.91%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告和未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

2016年3月末，公司负债为339,481.34万元，相比2014年末增加351.26%，主要系短期借款大幅增加所致。公司负债主要为流动负债，2015年末和2016年3月末流动负债占比分别为71.22%和78.64%。

公司负债主要为短期借款、应付票据、长期借款和应付债券组成。2015年末，短期借款为146,335.42万元，主要为通过质押银行理财产品取得的借款；应付票据为22,975.70万元，均为应付银行承兑汇票；长期借款为38,989.00万元，均为质押借款。公司应付债券为应付本期债券，截至2015年末本金余额为3.3亿元。

表 12 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	210,781.05	62.09%	146,335.42	58.09%	9,000.00	11.96%

应付票据	42,824.55	12.61%	22,975.70	9.12%	0.00	0.00%
流动负债合计	266,978.85	78.64%	179,421.39	71.22%	22,763.02	30.26%
长期借款	38,989.00	11.48%	38,989.00	15.48%	19,000.00	25.26%
应付债券	32,811.87	9.67%	32,779.01	13.01%	32,648.25	43.40%
非流动负债合计	72,502.49	21.36%	72,492.98	28.78%	52,466.62	69.74%
负债合计	339,481.34	100.00%	251,914.37	100.00%	75,229.64	100.00%
其中：有息债务	325,406.47	95.85%	241,079.13	95.70%	60,648.25	80.62%

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告和未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

公司有息负债由短期借款、应付票据、长期借款和应付债券组成。2015年末，公司有息负债为241,079.13万元，占总负债的95.70%，同比增长297.50%。截至2015年末，公司需要在1年内付的有息负债为169,090.13万元。但截至2015年末，公司持有的货币资金和理财产品高达58亿元，流动性风险不大。

表 13 截至 2015 年 12 月 31 日公司有息债务本金偿还期限分布表（单位：万元）

期限	偿还本金
1 年以内	169,090.13
1-2 年	52,000.00
2-3 年	19,989.00
3-4 年	0.00
4-5 年	0.00
5 年以上	0.00
合计	241,079.13

资料来源：公司提供

2015年末，公司资产负债率为30.28%，同比大幅上升；流动比率、速动比率分别为3.58、3.46，相比2014年末大幅降低。公司面临的偿债风险上升。2015年，公司EBITDA为18,638.95万元，主要来源于购买银行理财产品的收益和应收大康食品经营补偿款。2015年，公司EBITDA利息保障倍数为2.82，盈利对利息支出的覆盖能力较弱。

表 14 公司偿债能力指标

指标名称	2016 年 3 月	2015 年	2014 年
资产负债率	36.92%	30.28%	11.44%
流动比率	2.59	3.58	23.03
速动比率	2.51	3.46	21.88
EBITDA（万元）	-	18,638.95	13,922.40
EBITDA 利息保障倍数	-	2.82	4.03
有息债务/EBITDA	-	13.52	5.40

资料来源：公司 2014-2015 年审计报告和未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

2015年6月公司发布公告，经“2012年湖南大康牧业股份有限公司公司债券”2015年第一次债券持有人会议，决定将本期债券增信方式由陈黎明（原实际控制人）及其妻子严瑛提供无条件的不可撤销的连带责任保证担保变更为鹏欣集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

根据鹏欣集团提供的资料显示，鹏欣集团是一家集房地产开发、矿产实业、现代农业和股权投资等于一体的民营企业集团，目前已拥有全资、控股子公司几十余家。鹏欣集团房地产开发板块在上海、天津、武汉、盘锦等城市均有开发的房地产项目，已经形成了以城市综合体和高品质住宅、工业、旅游等产品全线覆盖的发展格局，开发总面积近300万平方米，开发过“白金湾”、“城市经典”、“一品漫城”、“浦江智谷”等住宅项目、办公楼盘，及“南京水游城”为代表的城市综合体。近年来，鹏欣集团注重资源性项目的开拓，在拉美、非洲以及亚洲各国投资和参股了几个大型矿业和几十万亩现代产业化的农场项目。截至2014年末，鹏欣集团资产总额为3,157,709.34万元，归属于母公司的所有者权益为608,132.82万元，资产负债率为71.95%；截至2015年6月末，鹏欣集团资产总额为3,281,221.18万元，归属于母公司的所有者权益为551,720.90万元，资产负债率为74.46%。2014年，鹏欣集团实现营业收入832,830.63万元，利润总额140,480.43万元，经营活动现金流净额73,634.65万元；2015年1-6月，鹏欣集团实现主营业务收入267,421.31万元，利润总额-20,571.25万元。

表 15 鹏欣集团主要财务数据

指标名称	2015年6月	2014年	2013年
资产总计（万元）	3,281,221.18	3,157,709.34	2,400,204.68
负债合计（万元）	2,443,190.29	2,271,854.34	1,736,325.35
归属于母公司所有者权益合计（万元）	551,720.90	608,132.82	531,924.25
主营业务收入（万元）	267,421.31	832,830.63	534,382.75
主营业务利润（万元）	35,732.99	144,205.98	198,723.15
其他业务利润（万元）	2,916.49	5,569.85	5,101.51
营业利润（万元）	-41,766.40	-25,776.94	71,301.29
投资收益（万元）	20,407.03	162,888.19	223,557.68
利润总额（万元）	-20,571.25	140,480.43	276,509.01
净利润（万元）	-7,468.84	131,418.27	282,020.28
归属于母公司所有者的净利润（万元）	-29,571.38	135,183.18	249,548.39
经营活动产生的现金流量净额（万元）	-	73,634.65	1,306,846.23

投资活动产生的现金流量净额（万元）	-	-123,983.85	-454,553.53
筹资活动产生的现金流量净额（万元）	-	14,108.14	608,241.79
资产负债率	74.46%	71.95%	72.34%
流动比率	1.86	2.29	1.75
速动比率	1.41	1.72	1.31

资料来源：鹏欣集团提供的 2014 年审计报告和未经审计的 2015 年半年度财务报表，鹏元整理

本期债券担保方式变更后，鹏元就对鹏欣集团进行主体长期信用评级的事项与公司进行了多次沟通，大康农业出于自身因素考虑，没有同意鹏元对鹏欣集团进行主体长期信用评级，故鹏元无法对鹏欣集团的主体长期信用状况发表意见。

七、评级结论

跟踪期内，公司资产主要为货币资金、其他流动资产（绝大部分为理财产品）和其他非流动资产（预付的购买房产、土地和股权的款项），资产质量较好；公司负债较小，面临的偿债压力较小。但是我们也关注到，公司正在进行业务转型，将逐渐剥离饲料生产、生猪养殖和屠宰肉制品加工等传统业务，牛奶销售、大宗商品贸易等新业务未来发展面临较大的不确定性；大宗农产品贸易业务采购和销售过于集中，同时采购和销售主要在境外进行，经营业绩容易波动；重要人员发生了大幅变动，不利于未来经营发展；控股股东高比例质押持有公司的股票，存在对公司治理结构产生不利影响的风险因素；应收雪龙黑牛股份有限公司的赔偿款和预付保证金何时收回存在一定不确定性；应收个人供应商拖欠的货款何时收回具有较大的不确定性；剔除投资性收益和营业外收入后，公司经营亏损，此外公司经营活动现金生成能力弱。

基于以上情况，经综合评定，鹏元维持公司主体长期信用等级为AA，维持本期债券信用等级为AA，维持评级展望为稳定。

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	199,757.74	182,255.98	285,869.63	27,528.71
应收账款	8,470.68	5,910.72	3,178.92	273.54
预付款项	29,397.96	11,030.52	13,149.49	2,215.44
应收利息	9,423.60	5,465.46	632.51	0.00
其他应收款	19,395.38	16,871.72	2,706.08	1,540.71
存货	21,386.33	22,437.82	26,098.15	14,624.04
其他流动资产	403,234.31	398,894.60	192,520.48	1,807.50
流动资产合计	691,066.01	642,866.81	524,155.26	47,989.95
可供出售金融资产	6,974.72	10,527.39	2,909.27	0.00
长期股权投资	33,000.00	0.00	0.00	3,000.00
固定资产	64,762.70	65,923.44	52,299.84	52,900.41
在建工程	20,636.56	18,153.55	25,031.34	6,374.20
工程物资	0.00	0.00	3.36	2.81
生产性生物资产	7,490.87	6,605.86	3,635.61	3,710.43
无形资产	15,314.24	15,354.46	15,584.51	14,531.00
商誉	1,184.38	1,184.38	1,184.38	1,184.38
长期待摊费用	2,873.95	2,465.05	4,794.03	2,412.03
递延所得税资产	256.40	315.67	8.85	0.00
其他非流动资产	76,018.36	68,661.87	28,125.62	482.55
非流动资产合计	228,512.20	189,191.68	133,576.82	84,597.82
资产总计	919,578.20	832,058.49	657,732.07	132,587.77
短期借款	210,781.05	146,335.42	9,000.00	8,500.00
应付票据	42,824.55	22,975.70	0.00	0.00
应付账款	5,535.60	3,562.67	9,663.11	2,059.74
预收款项	762.36	1,104.45	721.10	409.36
应付职工薪酬	266.39	602.97	579.06	523.02
应交税费	435.62	617.77	234.64	119.83
应付利息	4,990.06	2,906.90	864.60	864.60
其他应付款	1,383.22	1,315.50	1,700.52	1,682.06
流动负债合计	266,978.85	179,421.39	22,763.02	14,158.61
长期借款	38,989.00	38,989.00	19,000.00	0.00
应付债券	32,811.87	32,779.01	32,648.25	32,543.01
递延收益-非流动负债	701.62	724.97	818.37	0.00

其他非流动负债	0.00	0.00	0.00	911.77
非流动负债合计	72,502.49	72,492.98	52,466.62	33,454.78
负债合计	339,481.34	251,914.37	75,229.64	47,613.39
实收资本(或股本)	288,703.80	288,703.80	288,703.80	24,672.00
资本公积金	276,019.67	276,025.06	276,025.01	44,351.91
其它综合收益	-3,142.76	-2,584.47	-69.44	0.00
盈余公积金	3,111.88	3,111.88	2,839.84	2,267.21
未分配利润	11,836.16	11,040.00	11,028.56	10,032.90
归属于母公司所有者权益合计	576,528.75	576,296.28	578,527.77	81,324.02
少数股东权益	3,568.11	3,847.84	3,974.67	3,650.35
所有者权益合计	580,096.86	580,144.12	582,502.44	84,974.38
负债和所有者权益总计	919,578.20	832,058.49	657,732.07	132,587.77

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告和未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表

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
营业总收入	72,012.20	386,738.09	58,460.01	99,649.68
营业收入	72,012.20	386,738.09	58,460.01	99,649.68
营业总成本	76,269.68	409,511.11	68,833.97	100,956.63
营业成本	69,635.48	390,150.17	58,913.06	92,020.08
营业税金及附加	3.65	9.29	31.36	21.43
销售费用	1,296.18	3,552.29	1,836.11	1,509.86
管理费用	2,811.20	10,532.73	6,289.04	4,788.96
财务费用	2,523.71	3,114.67	1,466.63	2,658.80
资产减值损失	-0.55	2,151.95	297.78	-42.50
其他经营收益	5,151.83	14,959.55	10,664.30	-40.30
投资收益	5,151.83	14,959.55	10,664.30	-40.30
营业利润	894.35	-7,813.47	290.34	-1,347.26
加：营业外收入	201.16	12,507.71	2,826.80	2,055.97
减：营业外支出	35.31	2,415.42	833.43	193.57
其中：非流动资产处置净损失	2,146.50	2,146.50	422.07	133.57
利润总额	1,060.21	2,278.82	2,283.71	515.14
减：所得税	243.79	1,785.89	391.11	46.32
净利润	816.43	492.92	1,892.60	468.82
减：少数股东损益	20.27	193.20	324.32	183.31
归属于母公司所有者的净利润	796.16	299.72	1,568.28	285.51
加：其他综合收益	-558.30	-2,515.03	-69.44	0.00
综合收益总额	258.13	-2,022.10	1,823.16	468.82
减：归属于少数股东的综合收益总额	20.27	193.20	324.32	183.31
归属于母公司普通股股东综合收益总额	237.87	-2,215.30	1,498.85	285.51

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告和未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表

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
销售商品、提供劳务收到的现金	100,404.86	432,364.07	57,060.60	98,765.84
收到其他与经营活动有关的现金	1,493.52	3,360.96	3,079.21	3,959.81
经营活动现金流入小计	101,898.38	435,725.03	60,139.81	102,725.65
购买商品、接受劳务支付的现金	98,259.10	410,924.87	72,687.21	86,771.10
支付给职工以及为职工支付的现金	1,633.18	6,414.74	6,816.02	5,437.45
支付的各项税费	690.27	3,165.49	848.95	287.93
支付其他与经营活动有关的现金	3,079.01	8,954.59	27,023.08	4,095.44
经营活动现金流出小计	103,661.56	429,459.69	107,375.26	96,591.92
经营活动产生的现金流量净额	-1,763.18	6,265.34	-47,235.45	6,133.73
收回投资收到的现金	265,556.86	1,207,408.05	1,652,533.45	20,354.57
取得投资收益收到的现金	1,371.51	11,945.70	10,463.07	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	87.14	814.41	3,038.00	668.52
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	1,200.23
投资活动现金流入小计	267,015.51	1,220,168.16	1,666,034.52	22,223.32
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	15,906.85	29,735.82	20,704.29	16,750.98
投资支付的现金	295,506.62	1,532,743.19	1,867,749.68	20,394.87
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	299.95	4,462.28	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	208.92	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	311,413.47	1,562,987.88	1,892,916.25	37,145.86
投资活动产生的现金流量净额	-44,397.96	-342,819.71	-226,881.73	-14,922.54
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	496,999.44	0.00
取得借款收到的现金	64,445.63	166,324.42	33,000.00	13,500.00
筹资活动现金流入小计	64,445.63	166,324.42	529,999.44	13,500.00
偿还债务支付的现金	0.00	9,000.00	15,500.00	5,000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	783.90	3,933.18	3,345.75	2,949.13
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	984.39	395.58	0.00
筹资活动现金流出小计	783.90	13,917.57	19,241.33	7,949.13
筹资活动产生的现金流量净额	63,661.73	152,406.85	510,758.11	5,550.87
汇率变动对现金的影响	0.00	-6.89	0.00	0.00
现金及现金等价物净增加额	17,500.59	-184,154.41	236,640.92	-3,237.93
加：期初现金及现金等价物余额	80,124.60	264,279.01	27,528.71	30,766.65
期末现金及现金等价物余额	97,625.18	80,124.60	264,169.63	27,528.71

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告和未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表

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	492.92	1,892.60	468.82
加：资产减值准备	2,151.95	297.78	-42.50
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	5,106.71	4,666.18	4,188.91
无形资产摊销	422.00	398.03	347.11
长期待摊费用摊销	4,210.82	3,123.49	614.56
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	2,083.34	-311.12	133.45
财务费用	4,801.29	3,556.23	2,949.13
投资损失	-14,959.55	-10,664.30	40.30
递延所得税资产减少	-398.45	-8.85	0.00
存货的减少	-1,645.82	-12,440.86	644.89
经营性应收项目的减少	-15,877.00	-16,056.47	1,663.07
经营性应付项目的增加	19,820.52	-1,594.75	-4,874.02
其他	56.60	-20,093.40	0.00
经营活动产生的现金流量净额	6,265.34	-47,235.45	6,133.73
现金的期末余额	80,124.60	264,169.63	27,528.71
减：现金的期初余额	264,279.01	27,528.71	30,766.65
现金及现金等价物净增加额	-184,154.41	236,640.92	-3,237.93

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告和未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表

附录四 主要财务指标表

项目	2016年3月	2015年	2014年	2013年
综合毛利率	3.30%	-0.88%	-0.77%	7.66%
期间费用率	9.21%	4.45%	16.41%	8.99%
营业利润率	1.24%	-2.02%	0.50%	-1.35%
总资产回报率	-	1.19%	1.45%	2.73%
净资产收益率	-	0.08%	0.57%	0.56%
负债与所有者权益比率	58.52%	43.42%	12.91%	56.03%
有息债务（万元）	325,406.47	241,079.13	60,648.25	41,043.01
资产负债率	36.92%	30.28%	11.44%	35.91%
流动比率	2.59	3.58	23.03	3.39
速动比率	2.51	3.46	21.88	2.36
EBITDA（万元）	-	18,638.95	13,922.40	8,614.85
EBITDA 利息保障倍数	-	2.82	4.03	2.92
有息债务/EBITDA	-	13.52	5.40	5.53

资料来源：公司 2013-2015 年审计报告和未经审计的 2016 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

附录五 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
	短期有息债务	短期借款+应付票据+1年内到期的长期有息债务
	有息债务	长期有息债务+短期有息债务

附录六 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。