

跟踪评级公告

联合[2017]962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”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司
评级总监：
二零一七年 六月二十三日

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>

雏鹰农牧集团股份有限公司 公司债券 2017 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 | 余额/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 | 2016 年 6 月 21 日 |

跟踪评级时间：2017 年 6 月 23 日

主要财务数据

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 17 年 3 月 |
|-------------------|--------|--------|----------|
| 资产总额 (亿元) | 101.81 | 169.28 | 187.62 |
| 所有者权益 (亿元) | 47.12 | 68.01 | 76.27 |
| 长期债务 (亿元) | 16.52 | 32.56 | 34.71 |
| 全部债务 (亿元) | 37.52 | 80.79 | 88.36 |
| 营业总收入 (亿元) | 36.19 | 60.90 | 11.77 |
| 净利润 (亿元) | 2.30 | 8.69 | 1.23 |
| EBITDA (亿元) | 7.23 | 16.46 | -- |
| 经营性净现金流 (亿元) | -2.73 | 18.04 | 1.05 |
| 营业利润率 (%) | 15.29 | 24.65 | 23.93 |
| 净资产收益率 (%) | 6.06 | 15.10 | 1.70 |
| 资产负债率 (%) | 53.72 | 59.83 | 59.35 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 44.33 | 54.29 | 53.67 |
| 流动比率 (倍) | 1.56 | 1.79 | 1.78 |
| EBITDA 全部债务比 (倍) | 0.19 | 0.20 | -- |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 4.39 | 4.16 | -- |
| EBITDA/待偿本金合计 (倍) | 0.91 | 2.06 | -- |

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；除特别说明外，均指人民币。2、2017 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

雏鹰农牧集团股份有限公司（以下简称“公司”或“雏鹰农牧”）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。受益于生猪市场景气度的提升，2016 年，公司收入和利润规模大幅增长，盈利能力有所提升，经营活动现金流大幅改善；公司继续升级养殖模式，将部分猪舍的所有权进行转让，实现轻资产运作，养殖成本将进一步降低。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司所处的生猪养殖行业较易受自然灾害、疾病、原材料价格波动等影响，公司债务规模增长较快以及在建设项目资金支出压力较大等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

随着公司养殖场升级改造完成并投入使用，产能得到有效释放，养殖成本将会逐步降低，对公司经营业绩、出栏规模的扩大将产生积极的影响。

未来公司将继续推广 3.0 轻资产模式，发展屠宰板块、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，并且加快布局互联网及金融领域业务，保障未来现金流，公司未来收入规模有望继续保持增长。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“14 雏鹰债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 2016 年，受益于生猪市场景气度的提升，公司收入和利润规模大幅增长，经营活动现金流大幅改善。

2. 公司持续对养殖模式进行优化升级，

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，养殖板块管理费用明显下降。

3. 公司继续拓宽销售渠道，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。

关注

1. 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，重大在建项目面临资金支出压力较大。

3. 公司债务规模增长较快，短期偿债压力较大。

分析师

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：



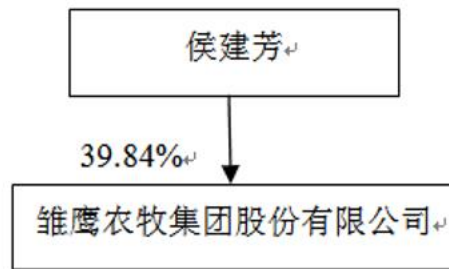
一、主体概况

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.SZ”）。

2011 年 11 月，河南雏鹰农牧股份有限公司更名为现名，股票简称和股票代码未变。后经多次资本公积转增股本、定向增发等，截至 2016 年底，公司注册资本为 31.35 亿元，控股股东及实际控制人为侯建芳先生，持股 39.84%。

图 1 截至 2016 年底公司股权结构图



资料来源：公司年报

截至 2016 年底，公司职能部门包括：审计部、食品分公司、行政人事中心、品牌中心、财务中心等 18 个职能部门，组织结构未发生改变。截至 2016 年底，公司拥有 23 家控股子公司和 7 家参股公司，拥有在职员工 3,579 名，经营范围未发生改变。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 169.28 亿元，负债合计 101.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）68.01 亿元，其中归属于母公司所有者权益 51.35 亿元。2016 年，公司实现营业收入 60.90 亿元，净利润（含少数股东损益）8.69 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 8.69 亿元；经营活动产生的现金流量净额 18.04 亿元，现金及现金等价物净增加额为 20.14 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 187.62 亿元，负债合计 111.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）76.27 亿元，其中归属于母公司所有者权益 52.68 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.77 亿元，净利润（含少数股东损益）1.23 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.05 亿元，现金及现金等价物净增加额为 4.71 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

公司于 2014 年 6 月 27 日完成发行“雏鹰农牧集团股份有限公司 2014 年公司债券”（以下简称“本次债券”），本次债券规模 8 亿元，发行票面利率为 8.80%，期限 5 年，附第 3 年末上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本次债券于 2014 年 9 月 10 日在深圳证券交易所挂牌交易，

证券简称：“14 雏鹰债”，证券代码：“112209.SZ”。2016 年 6 月 27 日，公司如期支付“14 雏鹰债”2015 年 6 月 26 日至 2016 年 6 月 25 日的利息。

2014 年 8 月 5 日，公司对申报本次债券的债券持有人进行回售其所认购的本次债券。公司回售债券 22,130 张，回售金额 223.05 万元（含税后利息），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 年底，本次债券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。

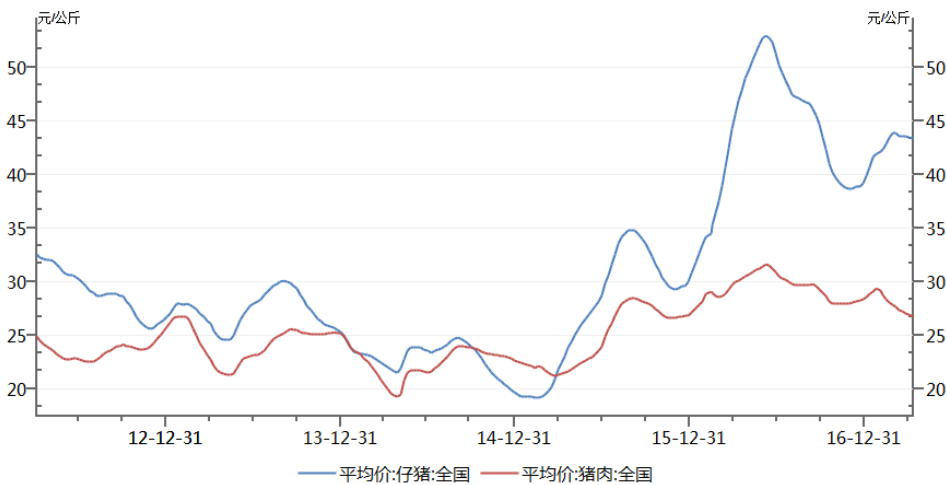
三、行业分析

1. 行业概况

（1）商品仔猪

2016 年，商品仔猪价格呈现大幅上涨后出现小幅回落的趋势，总体依旧是波动上涨。尽管第一季度商品仔猪市场相对处于低谷，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，并受部分猪场停产导致供给数量减少、环境政策日趋渐严以及商品肉猪价格反弹的影响，仔猪价格从 1 月开始以较快速度增长，价格一度在 6 月份上升至 52.92 元/公斤，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 40 元/公斤以上的较高水平。如下图所示。

图 2 2012 年以来仔猪及猪肉市场价格走势（单位：元/公斤）



资料来源：Wind 资讯

总体看，2016 年，受市场供给减少影响，仔猪以及肉猪价格实现上涨。

（2）商品肉猪

2016 年，商品肉猪市场价格持续在高位运行。第一季度，伴随着春节消费旺季的到来，商品肉猪市场价格始终维持在 8.5 元/斤以上，并于三月份下旬正式进入 10 元/斤，六月份部分地区甚至出现 11 元/斤的高位；随后，商品肉猪价格出现下滑；进入第三季度以后，市场价格逐步恢复理性回调，商品肉猪市场价格再次下调，第四季度价格与年初价格基本持平。

图3 2016年商品肉猪市场价格走势（单位：元/斤）



资料来源：公司年报

此外，种猪市场价格走势和商品肉猪、商品仔猪价格走势较为接近，但整体幅度趋缓。

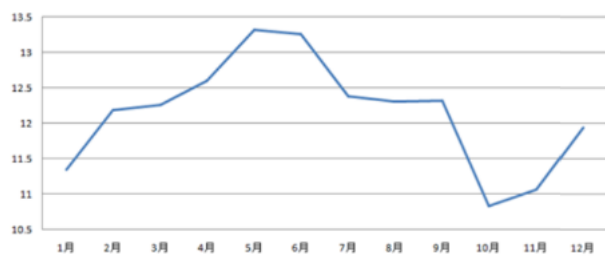
据农业部数据推算，2016年，生猪存栏和能繁母猪存栏持续震荡下行，一路走低。能繁母猪存栏量由2015年初4,286万头降到2016年底3,656万头，存栏明显下降；生猪存栏也跌至36,732万头，再创历史性新低。能繁母猪及生猪存栏量持续震荡下行，再加上养殖基地环保合规性要求，国内多地出台禁养令、限养令，造成部分养殖场拆迁，生猪养殖业去产能情况日趋严重，使得2016年生猪市场价格一直保持高位运行。

总体看，2016年，肉猪行业由于供给不足的原因使得景气度回升，价格有所上涨。

（3）肉猪屠宰

2016年，全国规模以上生猪定点屠宰企业共屠宰生猪2,087亿头，同比下降2.39%。2016年，我国猪肉产量为5,299万吨，同比下降3.43%。其中，我国规模以上生猪定点屠宰企业生猪屠宰量为2.09亿头，较2015年减少512.74万头，同比下降2.40%，并呈现出“上半年环比减少、下半年环比增加”的特点。据农业部数据显示，2016年1月，全国规模以上生猪定点屠宰企业生猪屠宰量为2,337.43万头，同比增长6.30%。但受节日提振效应减弱影响，2月规模以上企业生猪屠宰量环比下降28.30%，6月减少至1437.11万头，同比增长9.60%。7月至12月，生猪屠宰量进入环比增加阶段，且除10月同比下降1.40%外，其余月份均同比增长。

图4 2016年白条市场均价走势（单位：元/斤）



资料来源：公司年报

2016年，白条市场价格走势和商品肉猪市场价格走势相近，受商品肉猪市场价格上涨的影响，白条价格一路稳步攀升。从1月初商品肉猪价格大幅上扬开始，白条价格也随之上涨，随后在第三季度出现急速下跌，第四季度末出现小幅反弹。

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2015年有所提升。

（4）粮食贸易

2016年，国内玉米市场价格涨跌幅度较大，整体呈现震荡下行的走势；第一季度，受临储收购政策改革的影响，由于市场缺少利好因素支撑，玉米价格逐步下滑；二季度起，玉米价格逐步

止跌反弹，但由于市场需求力度不足，上涨幅度有限；到第四季度，玉米价格再度出现大幅震荡下跌。

2016年，国内小麦市场价格整体出现上涨态势。上半年，受市场供应充足、下游终端需求疲软等因素的影响，小麦价格持续呈现低迷态势，加上新小麦的陆续上市，小麦市场压力增强，价格再次出现下跌。到了下半年，各地收购需求力度逐步回升，小麦价格开始上涨，制粉企业小麦采购增加，小麦上涨幅度逐步加大；第四季度，国家加大调控力度，在多地相继投放储粮，市场总体供需矛盾得到有效缓解，小麦价格逐渐趋于稳定。

总体看，2016年，玉米市场景气度较2015年下降，小麦行业较为稳定。

2. 行业关注

(1) 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、环保因素、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。

(2) 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。

(3) 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

(1) 规模化养殖

以分散经营为主将转变为以集约化、规模化经营为主。目前中国的畜牧业仍然是以分散经营为主，大多数农户技术水平低，竞争能力弱。市场竞争的结果必然导致集约化、规模化经营的扩大。

(2) 产业化发展

畜产品从生产到上市，涉及种养加销售等多个环节。建设现代畜牧业，要在前伸后延、流通加工、社会化服务等方面综合发力。打造全产业链，延伸价值链，加强品牌培育。

(3) 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。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，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

2016年，公司管理制度未发生较大变动，主要人事变动如下：

肖宜龙先生因工作变动原因自2016年1月起不再担任公司副总裁职务；候斌女士自2016年11月起担任公司董事。

2016年1月6日，公司实际控制人侯建芳先生就超比例减持公司股份收到证监会处罚，并处罚金合计1,580万元。

总体看，2016年，公司管理层变动不大，核心管理团队较稳定，管理制度连续，经营运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务仍然为家畜养殖与销售、家畜屠宰、鲜冻肉熟食以及粮食贸易。2016年，受国内能繁母猪存栏量持续下跌的影响，国内生猪的市场价格持续在高位运行，商品仔猪市场价格涨幅超过70.00%，商品肉猪市场价格涨幅超过30.00%，公司盈利与上年相比实现较大幅度增长。2016年，公司实现营业收入60.90亿元，较上年增长68.28%；实现净利润8.69亿元，较上年增长277.86%。

2016年，公司收入的主要来源仍然来源于生猪养殖；其中，生猪产品板块实现收入21.42亿元，较上年增长43.03%，主要系国内生猪行情较好，生猪价格上涨所致，生猪产品收入占比从2015年的41.39%下降至35.18%，仍是公司收入的主要来源；生鲜冻品板块实现收入12.34亿元，较上年增长28.40%，主要系公司销售渠道逐步拓展，鲜冻品及肉制品销量增长所致，该板块收入占比从2015年的26.55%下降至20.26%；粮食板块实现收入10.32亿元，较上年增长33.53%，主要系公司拓展粮食业务板块规模，粮食销量增长所致，同时该板块收入占比从21.36%下降至16.95%；公司熟食业务的收入0.59亿元，较上年增长23.09%；公司其他业务主要包括互联网、类金融及其他业务，2016年实现收入16.23亿元，同比增长318.85%，主要系公司业务规模扩大所致，占比由2015年的10.70%上升至27.61%。

表1 2015~2016年公司营业收入及毛利率情况（单位：万元、%）

| 业务板块 | 2015年 | | | 2016年 | | |
|------|-------------------|---------------|--------------|-------------------|---------------|--------------|
| | 收入 | 占比 | 毛利率 | 收入 | 占比 | 毛利率 |
| 生猪产品 | 149,773.61 | 41.39 | 19.24 | 214,225.68 | 35.18 | 46.49 |
| 生鲜冻品 | 96,078.64 | 26.55 | 9.81 | 123,364.12 | 20.26 | 15.45 |
| 粮食 | 77,308.67 | 21.36 | 3.67 | 103,233.67 | 16.95 | 6.12 |
| 熟食 | 4,815.06 | 1.33 | 4.27 | 5,926.72 | 0.97 | -1.43 |
| 其他 | 38,741.20 | 10.70 | 38.13 | 162,267.06 | 26.64 | 16.55 |
| 合计 | 361,902.12 | 100.00 | 15.43 | 609,017.25 | 100.00 | 23.03 |

资料来源：公司年报

从毛利率来看，生猪产品毛利率46.49%，较上年上升了27.25个百分点，主要受国内能繁母猪存栏量持续下跌的影响，生猪价格上涨所致；生鲜冻品毛利率15.45%，较上年上升5.64个百分点，主要系市场景气度提高，销售单价上涨所致；粮食板块毛利率为6.12%，较上年上升了2.45个百分点；熟食业务的毛利率为-1.43%，较上年下降了5.70个百分点；其他业务的毛利率为16.55%，较上年下降了21.58个百分点。公司综合毛利率为23.03%，较上年上升了7.60个百分点。

2017年1~3月，公司实现营业收入11.77亿元，较上年同期增长3.25%；实现净利润1.23亿元，较上年同期增长25.82%。

总体看，2016年，受生猪市场价格的上涨等多重因素影响，公司整体收入大幅增长，且公司其他收入有显著提升；公司毛利率显著提升。

2. 业务经营

(1) 生猪养殖及屠宰加工板块

原料采购

公司生猪养殖及屠宰加工板块所需的主要原材料包括玉米、豆粕和小麦。

2016年，公司的采购模式依旧分为集中采购和分散采购，未发生变化。采购结算上，公司与供应商签订采购合同，以预付账款的形式保证部分原材料的供应，未发生变化。

从原材料采购量看，2016年，受公司根据年初库存和原材料价格执行采购计划的影响，公司玉米的采购量为5.17亿千克，同比增长15.13%；豆粕的采购量0.41亿千克，同比下降17.14%，主要系饲料配方调整所致；小麦的采购量2.01亿千克，同比大幅增长140.72%。

采购价格方面，2016年，公司主要原材料采购价格均有不同程度的下降。2016年，公司玉米的采购价格为1.73元/千克，同比下降11.28%；豆粕平均采购价格为3.13元/千克，同比下降3.69%；小麦的平均采购价格为2.12元/千克，同比下降7.83%。

表2 2015~2016年公司主要原材料采购情况（单位：千克、元/千克、%）

| 材料名称 | 项目 | 2015年 | 2016年 | 同比变动 |
|------|-------|----------------|----------------|--------|
| 玉米 | 采购量 | 449,173,982.39 | 517,117,661.30 | 15.13 |
| | 平均采购价 | 1.95 | 1.73 | -11.28 |
| 豆粕 | 采购量 | 48,989,584.50 | 40,593,539.00 | -17.14 |
| | 平均采购价 | 3.25 | 3.13 | -3.69 |
| 小麦 | 采购量 | 83,612,558.00 | 201,268,441.00 | 140.72 |
| | 平均采购价 | 2.30 | 2.12 | -7.83 |

资料来源：公司提供

2016年，公司前五名供应商合计采购金额5.91亿元，占年度采购总额比例为25.56%，较2015年有所下降，供应商集中度不高。

总体看，公司2016年玉米和小麦采购量有所增长，豆粕采购量有所下降，采购价格均有所下降；对主要供应商依赖度仍较低。

产销情况

2016年，公司逐步推行升级后的新型雏鹰模式，由公司负责所有养殖场的土地租赁、合规性手续办理；合作方主要负责养殖场建设、设备投资、协调农户及日常维护、维修、粪污处理等；农户主要负责单个猪舍的精细化管理，生物资产的所有权归公司所有。养殖过程中分阶段、流程化饲养，分散养殖、统一管理，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。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2016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，库存增加。2016年，公司生猪养殖实现产量247.91万头，同比增长43.84%；实现销量202.22万头，同比增长45.23%。截至2016年底，库存量为96.55万头，较年初增长17.72%。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，2016年生猪屠宰生产量达5.08万吨，同比增长34.68%，销售量达4.98万吨，同比增长11.64%，由于销售量大幅增长，公司生猪冻肉库存有所降低，截至2016年底，公司生猪冻肉库存为0.13万吨，较年初下降33.28%。

表3 2015~2016年公司生猪养殖屠宰的生产销售情况

| 产品 | 项目 | 2015年 | 2016年 | 变动率 |
|------|---------|--------|--------|--------|
| 生猪养殖 | 销售量(万头) | 139.24 | 202.22 | 45.23 |
| | 生产量(万头) | 172.35 | 247.91 | 43.84 |
| | 库存量(万头) | 82.02 | 96.55 | 17.72 |
| 生猪屠宰 | 销售量(万吨) | 4.46 | 4.98 | 11.64 |
| | 生产量(万吨) | 3.77 | 5.08 | 34.68 |
| | 库存量(万吨) | 0.19 | 0.13 | -33.28 |

资料来源：公司年报

受2016年母猪供给减少，商品猪的市场行情的好转影响，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98.91万头，同比增长12.95%，平均售价为36.78元/千克，同比增长29.01%；商品肉猪销量为141.11万头，同比增长225.66%，平均售价为18.03元/千克，同比增长22.40%。受量价齐涨的影响，商品仔猪和商品肉猪2016年分别实现销售金额9.59亿元和10.15亿元，较上年分别增长52.15%和41.06%。二元种猪方面，2016年，种猪实现销量7.89万头，同比下降5.40%，平均售价为2,128.17元/头，同比增长20.03%，主要系种猪市场供给不足所致。

表4 2015~2016年公司养殖板块主要产品销售数量及销售价格情况

| 产品 | 项目 | 2015年 | 2016年 | 变动率(%) |
|------|------------|-----------|------------|--------|
| 商品仔猪 | 销量(万头) | 87.57 | 98.91 | 12.95 |
| | 平均售价(元/千克) | 28.51 | 36.78 | 29.01 |
| | 销售金额(万元) | 63,024.77 | 95,893.86 | 52.15 |
| 商品肉猪 | 销量(万头) | 43.33 | 141.11 | 225.66 |
| | 平均售价(元/千克) | 14.73 | 18.03 | 22.40 |
| | 销售金额(万元) | 71,982.58 | 101,540.55 | 41.06 |
| 二元种猪 | 销量(万头) | 8.34 | 7.89 | -5.40 |
| | 平均售价(元/头) | 1,772.98 | 2,128.17 | 20.03 |
| | 销售金额(万元) | 14,766.25 | 16,791.27 | 13.71 |

资料来源：公司提供

2016年，公司养殖板块前五名客户合计销售金额7.93亿元，前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例为13.02%，客户集中度较低。

销售渠道拓展方面，2016年，公司成立河南、华南、西南、东北和华北5个办事处，以河南为中心，延伸到周边十余个省份和东北三省等区域，并加强线上与线下业务的结合。2016年，公司新增批零中心店38家，采用签约国际国内连锁超市的模式，建设自营商超70余家，同时加强营销，拉动产品销售、拓展销售区域，开展异业合作，满足市场及消费者对食品安全的要求，有效拓展了公司的销售渠道。

总体看，公司养殖模式的转变有利于公司的轻资产运作，将有效减少公司的固定资产投入及降低综合养殖成本；2016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。同时公司积极拓展销售渠道，受益于整体市场的好转，2016年，公司的养殖业务产品的销量和销售金额均大幅增长。

(2) 生鲜冻品板块

2016年，公司生鲜冻品板块实现营业收入12.34亿元，同比增长28.40%，主要系公司销售渠

道逐步拓展，生鲜产品的结构调整，生猪市场行情较好，鲜冻品及肉制品销量较去年增长所致。其中，2016年，公司生鲜产品的销量为4.98万吨，同比增长11.66%，售价为25,176.16元/吨，同比增长16.87%。

总体看，受生猪市场行情较好影响，2016年，公司生鲜冻品量价齐涨，收入较上年有所提高。

（3）粮食贸易板块

2016年，公司粮食贸易板块实现营业收入10.32亿元，同比增长33.53%，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，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“雏鹰进出口”）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。公司粮食贸易主要包括玉米、黄豆以及绿豆等，未来，吉林雏鹰、雏鹰进出口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原材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。

（4）其他板块

2016年，公司其他板块实现收入16.23亿元，同比增长318.85%，主要系公司互联网业务增长所致。公司其他业务板块主要由互联网以及类金融业务构成，其中互联网业务营业收入12.85亿元，占比79.17%。公司子公司微客得（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、大数据服务平台的组织运营。2016年，微客得实现营业收入2.50亿元，同比大幅增长136.14%。

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。

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. 重要事项

（1）非公开发行债券

2016年3月，公司完成发行雏鹰农牧集团股份有限公司2016年非公开发行公司债券（第一期）（以下简称“16雏鹰01”），发行规模8.6亿元人民币，票面利率7.20%，债券期限为3年。2016年5月，公司完成发行雏鹰农牧集团股份有限公司2016年非公开发行公司债券（第二期）（以下简称“16雏鹰02”），发行规模6.4亿元人民币，票面利率6.80%，债券期限为3年。

（2）对外投资

2016年1月，公司召开2016年第一次临时股东大会审议通过了《关于公司拟联合发起设立农业产业投资基金的议案》；为了整合资源，公司拟联合发起设立不超过20亿元人民币的农业产业投资基金，公司拟以自有资金认缴9.5亿元基金份额；经过后续沟通，公司与合作方共同签订了《深圳泽赋农业产业投资基金有限合伙企业（有限合伙）合伙协议》。目前，深圳泽赋农业产业投资基金合伙企业（有限合伙）已完成工商注册登记手续，并取得了《营业执照》。2016年9月，公司召开的第三届董事会第九次（临时）会议审议通过了《关于对深圳泽赋农业产业投资基金增加投资的议案》，根据合伙企业业务发展需要，公司拟以自有资金增加对合伙企业认缴额10亿元，其他金融

机构认缴10亿元；增资完成后，公司已累计认缴合伙企业有限合伙份额19.5亿元。

(3) 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。截至2016年底，公司累计签订合作社合作协议314家，对应约700万头商品肉猪及100万头商品仔猪产能；其中投入使用62家，对应150万头生猪产能，2017年预计改建完成100家，对应生猪产能280万头，预计2018年底剩余152家全部改建完成。公司目前已投入使用的新模式养殖场商品肉猪单头养殖成本平均降低55元，全部养殖场改建完成并投入使用后，将会大幅降低公司养殖成本。

总体看，公司继续推进养殖模式结构转型升级，继续扩大对外投资规模，提高公司抗风险能力以及多元化盈利能力，同时非公开债券的发行使得公司债务负担有所加重。

4. 经营效率

2016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，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由2015年的18.19次下降至16.67次，主要系应收账款增长幅度大于营业收入增长幅度；存货周转率由2015年的2.23次上升至3.62次；总资产周转率由2015年的0.42次上升至0.45次。从与同行业上市公司的比较情况来看，公司经营效率处于行业中等水平。

表5 2016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 | 17.96 | 0.71 | 0.17 |
| 300498.SZ | 温氏股份 | 365.70 | 4.38 | 1.60 |
| 600975.SH | 新五丰 | 31.28 | 3.41 | 0.94 |
| 002505.SZ | 大康农业 | 8.22 | 14.75 | 0.50 |
| 以上企业平均 | | 105.79 | 5.81 | 0.80 |
| 002477.SZ | 雏鹰农牧 | 17.60 | 3.63 | 0.45 |

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，2016年，公司经营效率较上年变化较小，整体经营效率一般。

5. 经营关注

(1) 市场开拓风险

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；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。

(2) 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。

(3) 疫情与食品安全风险

疫情作为不可预测的突发事件，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。食品行业的食品安全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，可能面临一定的食品安全风险。

6. 未来发展

(1) 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。随着养殖场升级改造完成并投入使用，产能得到有效释放，养殖成本将会逐步降低，对公司经营业绩、出栏规模的扩大产生积极的影响。

(2) 大力推进互联网板块发展

公司将继续创新并不断优化业务模式，加速推进 IT 平台建设，进一步拓宽融资通道，推进产业互联网、互联网金融、畜牧电商、畜牧大数据、物联网等行业发展新领域，扩大农牧行业影响力。

(3) 加强资本运作规避市场风险

2016 年，公司投资了 6 支产业基金，通过结合相关行业内的专业机构，有效加快相关产业板块的拓展进度，使公司产业链发展更健康，提高公司的行业整合能力、综合竞争力和盈利水平。

总体看，公司将继续扩大生猪养殖、粮食贸易业务，推进互联网板块发展，并进行自主研发创新，实现产品品种的多元化、高质量和高附加值，推动“雏鹰模式”升级，通过轻资产运营，实现公司稳定发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016 年度合并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，2017 年一季度财务报表未经审计。公司按照财政部颁布的《企业会计准则-基本准则》和具体会计准则等规定并基于重要会计政策、会计估计进行编制。2016 年公司按照《增值税会计处理规定》（财会[2016]22 号），要求全面试行营业税改征增值税后，将“营业税金及附加”科目名称调整为“税金及附加”科目；同时，自 2016 年 5 月 1 日起企业经营活动发生的消费税、城市维护建设税、资源税、教育费附加及房产税、土地使用税、车船税、印花税等相关税费从“管理费用”科目重分类至“税金及附加”科目。2016 年，公司新设立 5 个子分公司，注销 2 个子分公司，财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 169.28 亿元，负债合计 101.27 亿元，所有者权益（含少数股东权益）68.01 亿元，其中归属于母公司所有者权益 51.35 亿元。2016 年，公司实现营业收入 60.90 亿元，净利润（含少数股东损益）8.69 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 8.69 亿元；经营活动产生的现金流量净额 18.04 亿元，现金及现金等价物净增加额为 20.14 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 187.62 亿元，负债合计 111.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）76.27 亿元，其中归属于母公司所有者权益 52.68 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.77 亿元，净利润（含少数股东损益）1.23 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润

为 1.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.05 亿元，现金及现金等价物净增加额为 4.71 亿元。

2. 资产及负债结构

(1) 资产

截至 2016 年底，公司资产总额 169.28 亿元，较年初增长 66.26%，主要系公司规模扩大带动流动资产增长所致。其中流动资产占 73.45%，非流动资产占 26.55%，流动资产占比较年初大幅上升，公司资产构成以流动资产为主。

流动资产方面，截至 2016 年底，公司流动资产合计 124.33 亿元，较年初增长 109.76%，主要系货币资金和划分为持有待售的资产大幅增加所致；公司流动资产主要由货币资金（占比 32.86%）、存货（占比 9.50%）、划分为持有待售的资产（占比 19.01%）和其他流动资产（占比 28.90%）构成。其中，货币资金 40.85 亿元，较年初大幅增长 128.36%，主要系公司业务规模扩大带来收入现金流入增加以及发行债券所致，货币资金中受限货币资金为 8.47 亿元，主要为票据保证金和担保金等；存货账面价值 11.81 亿元，较年初下降 11.87%，主要系公司在市场行情好转时抛售猪肉冻品所致，主要由原材料（占比 21.59%）、库存商品（占比 18.98%）和消耗性生物资产（占比 59.29%）构成，公司已计提存货跌价准备 29.00 万元；公司划分为持有待售的资产为 23.64 亿元，较年初增长 104.75%，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，全部为待处理猪舍；公司其他流动资产 35.93 亿元，较年初大幅增长 869.54%，主要系公司基金业务投资增加所致，其主要由债权投资（占比 71.83%）和理财产品（占比 22.36%）构成。

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 44.95 亿元，较年初增长 5.66%，主要系可供出售的金融资产增长所致；主要由可供出售金融资产（占比 27.02%）、长期股权投资（占比 12.23%）、固定资产（占比 33.88%）、在建工程（占比 9.74%）及无形资产（占比 7.12%）构成。其中，公司可供出售金融资产 12.15 亿元，较年初增长 334.93%，主要系公司基金投资业务增加所致；长期股权投资 5.50 亿元，全部为公司 2016 年参股郑粮雏鹰粮油食品有限公司的投资；公司固定资产 15.23 亿元，较年初下降 1.11%，固定资产成新率 79.92%，成新率尚可，累计计提折旧 3.83 亿元，其中固定资产受限金额为 1.66 亿元，主要为融资租赁设备；公司在建工程 4.38 亿元，较年初下降 72.24%，主要系吉林雏鹰 400 万头生猪养殖加工一体化部分在建工程完工转固所致；公司无形资产 3.20 亿元，较年初增长 63.29%，主要系公司新增土地使用权所致。

截至 2017 年 3 月底，公司资产合计 187.62 亿元，其中流动资产占比 72.81%，非流动资产占比 27.19%，资产结构较年初变化不大。

总体来看，2016 年末，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，资产质量较好。

(2) 负债及所有者权益

截至 2016 年底，公司负债合计 101.27 亿元，较年初增长 85.15%，主要系流动负债增长所致。公司负债中，流动负债与非流动负债占比分别为 68.42% 和 31.58%，非流动负债占比有所提高，资产结构较年初变化不大。

截至 2016 年底，公司流动负债为 69.29 亿元，较年初增长 82.95%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增长所致；流动负债主要由短期借款（占比 56.89%）、应付账款（占比 12.89%）、其他应付款（占比 11.88%）和一年内到期的非流动负债（占比 11.27%）构成。其中，公司短期借款为 39.42 亿元，较年初增长 93.96%，主要系公司为发展业务新增借款所致，主要由保证借款（占比 87.77%）构成；公司应付账款为 8.93 亿元，较年初增长 50.59%，主要系公司规模扩大，应付

采购款增加所致；公司其他应付款 8.23 亿元，较年初下降 5.81%，主要系合作社押金减少所致，主要由预收猪舍款（38.20%）、养殖押金（占比 29.32%）和合作社押金（占比 17.88%）构成；一年内到期的非流动负债为 7.81 亿元，较年初大幅增加约 7.60 亿元，主要系新增一年内到期的长期借款所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债 31.98 亿元，较年初增长 90.12%，主要系应付债券增长所致；非流动负债主要由长期借款（占比 19.29%）、应付债券（占比 71.23%）和长期应付款（占比 8.49%）构成。其中，公司长期借款 6.17 亿元，较年初下降 11.48%，主要系公司部分借款转入一年内到期的非流动负债所致，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；公司应付债券为 22.78 亿元，较年初增长 189.32%，主要系公司于 2016 年非公开发行“16 雏鹰 01”和“16 雏鹰 02”公司债券所致；公司长期应付款为 2.71 亿元，较年初增长 61.25%，主要系公司新增售后回租业务，设备融资租赁款增加所致。

截至 2016 年底，公司全部债务合计 80.79 亿元，较年初增长 115.33%，主要系公司业务增长扩大借款并且发行债券所致，其中短期债务占比 59.70%，长期债务占比 40.30%，以短期债务为主。短期债务为 48.23 亿元，较年初增长了 129.64%，主要系公司一年内到期的非流动负债增加所致，长期债务为 32.56 亿元，较年初增长 97.12%，主要系公司非公开发行债券所致。从债务指标看，截至 2016 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上升 6.10 个百分点、9.97 个百分点和 6.42 个百分点，分别为 59.83%、54.29%和 32.37%，公司债务负担有所加重，但仍属可控。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 111.35 亿元，较年初增长 9.95%，主要系短期借款和其他应付款增加所致；其中流动负债占比 68.85%，非流动负债占比 31.15%，公司负债结构较年初变化不大。公司全部债务合计 88.36 亿元，较年初增长 9.38%，其中短期债务占比进一步提高至 60.72%。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为 59.35%、53.67%和 31.27%，整体债务负担较年初有所减轻。

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 68.01 亿元，较年初增长 44.34%，主要系公司未分配利润增长所致，其中归属于母公司所有者权益合计 51.35 亿元，较年初增长 16.88%。归属于母公司所有者权益中，股本占比 61.05%，资本公积占比 10.70%，未分配利润占比 24.36%，公司股本和资本公积占比较大，公司所有者权益稳定性较好。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益合计 76.27 亿元，较年初增长 12.15%，主要系未分配利润的增长所致，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，2016 年末，公司负债规模大幅上升，仍以流动负债为主；公司债务负担有所加重，且以短期债务为主，存在一定的短期偿付压力；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。

3. 盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 60.90 亿元，同比增长 68.28%，主要系生猪景气度回升，销量增长及价格上涨所致；同期，营业成本 45.73 亿元，同比增长 49.41%。2016 年，公司实现利润总额 9.84 亿元，同比增长 258.64%，主要系公司业务规模扩大所致；实现净利润 8.69 亿元，同比增长 277.86%，其中，归属于母公司的净利润为 8.69 亿元，同比增长 294.29%。

2016 年，公司期间费用合计 8.94 亿元，同比增长 74.95%，主要系管理费用和财务费用增长所致。其中，销售费用 1.41 亿元，同比增长 86.11%，主要系公司规模扩大所致；管理费用 3.46

亿元，同比增长 30.18%，主要系公司人员等相关费用增加所致；财务费用 4.08 亿元，同比增长 139.99%，主要系公司发行公司债券及银行借款利息支出增加所致。2016 年，公司费用收入比为 14.68%，较上年上升 0.56 个百分点，公司的费用控制能力较上年变化不大。

2016 年，公司营业外收入 2.30 亿元，同比下降 6.43%，主要系公司固定资产处置，收益减少所致，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）1.40 亿元和无形资产处置利得 0.59 亿元，营业外收入对公司利润有一定贡献，但持续性一般。2016 年，公司投资收益为 1.87 亿元，同比增长 385.73%，主要系公司基金投资的收益增加所致，投资收益占营业利润的比重为 24.20%，营业利润对投资收益的依赖程度一般。

从盈利指标来看，2016 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 10.84%、10.18% 和 15.10%，分别较上年上升 5.28 个百分点、5.14 个百分点和 9.04 个百分点。与同行业上市公司相比，销售毛利率处于行业中上游水平，总资产报酬率、净资产收益率处于较高水平。总体上看，2016 年公司盈利能力有所提高，处于行业较好水平。

表 6 2016 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 | 29.40 | 3.10 | 2.36 |
| 300498.SZ | 温氏股份 | 28.22 | 44.72 | 32.92 |
| 600975.SH | 新五丰 | 17.31 | 17.15 | 10.01 |
| 002505.SZ | 大康农业 | 7.88 | 0.05 | 0.70 |
| 以上企业平均 | | 20.70 | 16.26 | 19.91 |
| 002477.SZ | 雏鹰农牧 | 24.92 | 18.24 | 10.05 |

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。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.77 亿元，较上年同期增长 3.25%；营业利润为 1.07 亿元，较上年同期增长 15.14%；实现净利润 1.23 亿元，较上年同期增长 25.82%。

总体看，伴随生猪行业景气度的回升，公司 2016 年收入规模增幅较大，盈利能力显著提高，处于行业较高水平。

4. 现金流

经营活动方面，2016 年，经营活动现金流入为 71.35 亿元，同比增长 85.32%，其中，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 65.82 亿元，同比增长 82.46%，主要系生猪市场行情变好，公司养殖规模扩大使得收入规模扩大所致；经营活动现金流出为 53.32 亿元，同比增长 29.30%，其中，购买商品、接受劳务支付的现金为 38.75 亿元，同比增长 30.95%，支付其他与经营活动有关的现金为 10.10 亿元，同比增长 17.43%，主要系随着业务规模的扩大，付现费用增加所致，受上述原因影响，经营活动产生的现金流净流量净额 18.04 亿元。2016 年，公司现金收入比为 108.08%，较上年上升了 8.40 个百分点，收入质量有所提高，公司收入的实现质量整体较好。

投资活动方面，2016 年，公司投资活动现金流入 12.62 亿元，同比下降 21.03%，主要系公司 2015 年处置较多猪舍，2016 年处置猪舍较上年减少所致；公司投资活动现金流出 61.03 亿元，同比增长 188.76%，其中公司投资支付的现金 49.15 亿元，同比增长 1,893.34%，主要系公司对外基金投资增加所致；受上述因素影响，2016 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-48.41 亿元。

筹资活动方面，2016 年，公司筹资活动现金流入为 83.02 亿元，同比增长 47.71%，主要系公司取得借款增加所致，其中取得借款收到的现金为 66.67 亿元，同比增长 115.32%；筹资活动现金

流出为 32.51 亿元，同比下降 15.81%，主要系支付其他与筹资活动有关的现金减少所致，其中支付其他与筹资活动有关的现金为 0.97 亿元，同比下降 92.38%，主要系公司支付的暂借款大幅减少所致。受上述原因影响，2016 年，公司筹资活动产生的现金流量净额 50.51 亿元，较上年增长 187.13%。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金净流入 1.05 亿元，投资活动产生的现金净流出 7.33 亿元，筹资活动产生的现金净流入 10.99 亿元；现金及现金等价物净增加额 4.71 亿元。

总体看，2016 年，公司经营活动现金流量规模随着业务规模的扩大而增加，现金流量净额较大，收入实现质量有所提高，且处于较高水平；投资活动现金净流出规模较大规模增加，筹资活动现金流量净额规模较大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2016 年底，流动比率由 2015 年底的 1.56 倍上升至 1.79 倍；速动比率由 2015 年底的 1.21 倍上升至 1.62 倍；2016 年，现金短期债务比由上年的 0.99 倍下降至 0.86 倍，现金类资产对短期债务保护能力有所下降，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016 年，公司 EBITDA 合计 16.46 亿元，同比增长 127.51%，主要系公司收入增加使得利润总额增加所致；其中，折旧占 14.26%、摊销占 1.91%、计入财务费用的利息支出占 24.06%、利润总额占 59.77%。2016 年，公司 EBITDA 利息倍数由 2015 年的 4.39 倍下降至 4.16 倍，EBITDA 对利息的保障程度仍较高；EBITDA 全部债务比由 2015 年为 0.19 倍上升至 0.20 倍，EBITDA 对全部债务和利息支出的保障程度有所增强，公司长期偿债能力较强。

截至 2016 年底，公司对外担保中，对与公司合作的吉林养殖合作社共 50 家，担保金额共 7.20 亿元，为每户养殖合作社提供最高限额 1,440.00 万元的贷款担保；公司对内蒙古养殖合作社共 21 家，担保金额共 2.31 亿元，为每户养殖合作社提供最高限额 1,100.00 万元的贷款担保。被担保方规模较小，公司面临着一定的代偿风险。

截至 2016 年底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至 2016 年底，公司银行授信额度合计 52.19 亿元，已使用 40.32 亿元，尚未使用授信额度 11.87 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（企业机构信用代码：G1041018400804030C），截至 2017 年 4 月 17 日，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，公司偿债能力有所增强；并考虑到公司的行业地位和经营规模，其整体偿债能力仍属很强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年 3 月底，公司现金类资产（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）达 46.03 亿元，约为“14 雏鹰债”待偿本金（7.98 亿元）的 5.77 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；公司净资产达 76.27 亿元，约为债券待偿本金（7.98 亿元）的 9.56 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，2016 年，公司 EBITDA 为 16.46 亿元，约为债券待偿本金（7.98 亿元）的 2.06 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 2016 年经营活动产生的现金流入 71.35 亿元，约为债券本金（7.98

亿元)的 8.94 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

雏鹰农牧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。受益于生猪市场景气度的提升, 2016年, 公司收入和利润规模大幅增长, 盈利能力有所提升, 经营活动现金流大幅改善; 公司继续升级养殖模式, 将部分猪舍的所有权进行转让, 实现轻资产运作, 养殖成本将进一步降低。同时, 联合评级也关注到公司所处的生猪养殖行业较易受自然灾害、疾病、原材料价格波动等影响, 公司债务规模增长较快以及在建项目资金支出压力较大等因素给公司信用水平可能带来的不利影响。

随着公司养殖场升级改造完成并投入使用, 产能得到有效释放, 养殖成本将会逐步降低, 对公司经营业绩、出栏规模的扩大将产生积极的影响。

未来公司将继续推广3.0轻资产模式, 发展屠宰板块、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, 并且加快布局互联网及金融领域业务, 保障未来现金流, 公司未来收入规模有望继续保持增长。

综上, 联合评级维持公司主体信用等级为“AA”, 评级展望为“稳定”; 同时维持“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 主要财务指标

| 项目 | 2015年 | 2016年 | 2017年3月 |
|------------------|--------|--------|---------|
| 资产总额(亿元) | 101.81 | 169.28 | 187.62 |
| 所有者权益(亿元) | 47.12 | 68.01 | 76.27 |
| 短期债务(亿元) | 21.00 | 48.23 | 53.65 |
| 长期债务(亿元) | 16.52 | 32.56 | 34.71 |
| 全部债务(亿元) | 37.52 | 80.79 | 88.36 |
| 营业收入(亿元) | 36.19 | 60.90 | 11.77 |
| 净利润(亿元) | 2.30 | 8.69 | 1.23 |
| EBITDA(亿元) | 7.23 | 16.46 | -- |
| 经营性净现金流(亿元) | -2.73 | 18.04 | 1.05 |
| 应收账款周转次数(次) | 18.19 | 16.67 | -- |
| 存货周转次数(次) | 2.23 | 3.62 | -- |
| 总资产周转次数(次) | 0.42 | 0.45 | 0.07 |
| 现金收入比率(%) | 99.68 | 108.08 | 118.62 |
| 总资产收益率(%) | 5.46 | 10.84 | -- |
| 总资产报酬率(%) | 5.04 | 10.18 | -- |
| 净资产收益率(%) | 6.06 | 15.10 | 1.70 |
| 营业利润率(%) | 15.29 | 24.65 | 23.93 |
| 费用收入比(%) | 14.12 | 14.68 | 20.01 |
| 资产负债率(%) | 53.72 | 59.83 | 59.35 |
| 全部债务资本化比率(%) | 44.33 | 54.29 | 53.67 |
| 长期债务资本化比率(%) | 25.95 | 32.37 | 31.27 |
| EBITDA利息倍数(倍) | 4.39 | 4.16 | -- |
| EBITDA全部债务比(倍) | 0.19 | 0.20 | -- |
| 流动比率(倍) | 1.56 | 1.79 | 1.78 |
| 速动比率(倍) | 1.21 | 1.62 | 1.62 |
| 现金短期债务比(倍) | 0.99 | 0.86 | 0.86 |
| 经营现金流动负债比率(%) | -7.21 | 26.03 | 1.37 |
| EBITDA/待偿本金合计(倍) | 0.91 | 2.06 | -- |

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；除特别说明外，均指人民币。

2、2017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。

附件 2 有关计算指标的计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|-------------------|--|
| 增长指标 | |
| 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) ^{1/(n-1)} -1]×100% |
| 经营效率指标 | |
| 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% |
| 盈利指标 | |
| 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% |
| 财务构成指标 | |
| 资产负债率 | 负债总额/资产总计×100% |
| 全部债务资本化比率 | 全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100% |
| 长期债务资本化比率 | 长期债务/(长期债务+所有者权益)×100% |
| 担保比率 | 担保余额/所有者权益×100% |
| 长期偿债能力指标 | |
| EBITDA 利息倍数 | EBITDA/(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 |
| 短期偿债能力指标 | |
| 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) |
| 本期公司债券偿债能力 | |
| 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 3 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。