

湖南大康牧业股份有限公司

2012 年 3.3 亿元公司债券
2013 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

声 明

所有本报告的使用者均应认真阅读本声明。

本报告是本机构依据自身评级方法、评级标准和评级程序，对受评对象的偿债能力和偿债意愿所做的主观判断和预测，揭示的是相对信用风险，而非绝对信用风险，也并非对受评对象的全面评价。

高信用级别的受评对象和低信用级别的受评对象都存在违约的可能性。一般来说，高信用级别的受评对象的违约风险小于低信用级别的受评对象的违约风险。

本机构做出的评级是跨周期的、非即时评级，本次评级更多地考虑逆周期性和长周期性，而逆周期性和顺周期性，长周期性和短周期性难以全面吻合和兼顾。

本机构已对本报告中所依据的基础信息和资料进行了必要的核查，但并不保证上述基础信息和资料的真实性、准确性和完整性。评级不比信息本身更可靠。

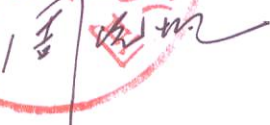
本报告及本次评级结果不能作为发行人发行证券或证券上市的充分必要条件，也不能作为投资者买卖、持有或放弃持有证券的建议，更不能作为是否做出上述行为的决定依据。

不同评级机构的评级方法、评级标准、评级假设和评级程序存在很大差异，即使是针对同一受评对象的评级，不同评级机构的评级结果也不具有简单可比性。

本机构已对跟踪评级做出了明确安排，并有可能根据受评对象情况对评级结果作出调整。

未经本机构或法律规定允许，任何机构和个人不得擅自使用本报告及报告中的内容。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：/ 

 鹏元资信评估有限公司
PENG YUAN 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>

湖南大康牧业股份有限公司

2012 年 3.3 亿元公司债券 2013 年跟踪信用评级报告

跟踪评级结果：

本期公司债券跟踪信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券剩余期限：50 个月

债券剩余规模：3.3 亿元

增信方式：保证担保

跟踪日期：2013 年 06 月 30 日

首次信用评级结果：

本期公司债券信用等级：AA

主体长期信用等级：AA

评级展望：稳定

债券期限：60 个月

债券规模：3.3 亿元

增信方式：保证担保

评级日期：2012 年 06 月 25 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对湖南大康牧业股份有限公司（以下简称“大康牧业”或“公司”）2012年发行的3.3亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2013年跟踪评级结果为：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。

主要财务指标：

项 目	2013 年 3 月	2012 年	2011 年	2010 年
总资产（万元）	129,353.59	121,078.20	89,762.44	83,506.46
归属于母公司所有者权益（万元）	81,917.31	81,038.51	84,580.98	79,306.12
资产负债率	34.00%	33.07%	5.77%	5.03%
流动比率	4.86	6.76	8.24	24.38
营业收入（万元）	21,249.28	70,533.39	48,468.75	38,279.24
利润总额（万元）	873.57	-1,904.49	5,697.27	4,049.59
综合毛利率	13.35%	6.03%	15.08%	13.23%
总资产回报率	-	-0.74%	6.70%	7.81%
经营活动净现金流（万元）	1,405.42	4,403.18	29,420.23	-25,259.49
EBITDA（万元）	-	2,592.81	7,759.31	5,439.37
EBITDA 利息保障倍数	-	2.31	72.21	18.92

资料来源：公司 2010-2012 年审计报告及未经审计的 2013 年 1 季报

正面：

- 公司生猪养殖规模进一步扩大，产业链进一步完整，湘西生猪养殖龙头企业的地位进一步得到加强，种猪繁育环节仍保持较强的竞争优势；
- 公司种猪业务具有一定的竞争优势，收入和经营业绩均有所提升；
- 公司资产负债率较低，财务安全性较好；
- 陈黎明（公司实际控制人）及其妻子严瑛为本期债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，并对主要权属资产大康牧业（002505）5,659.75 万股股票未来的使用作出限制，为本期债券的本息偿付提供了进一步的保障。

关注：

- 公司所处生猪养殖行业面临一定的疫情风险；
- 随着国家对食品安全及环境保护管控力度的加大，公司面临一定的食品安全及环保风险；
- 猪肉价格波动对生猪养殖尤其是育肥猪业务的经营业绩存在较大影响，育肥猪业务出现亏损；
- 豆粕和玉米价格的波动对公司盈利能力存在一定影响；
- 公司生猪屠宰业务产品市场需求与预期存在较大差异，经营业绩较差，短期内实现预期收益的难度较大；
- 公司高层管理人员变动较大，新旧管理层能否顺利过渡需要进一步关注；
- 公司有息债务规模增加，债务压力增加。

分析师

姓名：周友华 王一峰

电话：0755-82872240

邮箱：zhouyh@pyrating.cn

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，公司债券发行结束，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。

本期债券由陈黎明（公司实际控制人）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。

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 2013 年 3 月 31 日，本期债券募集资金已使用 29,802.25 万元。跟踪期内，公司无需支付利息。

二、发行主体概况

2012 年 05 月 13 日，公司实施 2011 年利润分配方案，公司总股本由 16,448 万元增至 24,672 万元。公司第一大股东陈黎明持股比例未发生变化，公司实际控制人未发生变化。

跟踪期内，公司主要股东及管理层变化：

公司于 2012 年 12 月 18 日收到公司实际控制人、董事长陈黎明关于拟增持公司股份的通知，陈黎明先生计划在未来十二个月内（2012 年 12 月 19 日至 2013 年 12 月 18 日）累计增持公司股份不低于 100 万股、不超过 1,000 万股（不超过公司总股本的 4.05%）。

公司于 2013 年 6 月 26 日收到公司国有股东湖南财信创业投资有限责任公司（以下简称“财信创投”）《关于拟转让部分大康牧业股份的通知》，财信创投为公司第三大股东，持股比例 11.18%，财信创投拟于公司股票复牌之日起至 2013 年 12 月 27 日之间，全部转让其持有的公司股份。

2013 年 5 月 2 日，董事向奇志女士辞职；2013 年 5 月 16 日公司执行总经理王斌先生辞职，王斌先生辞职后，公司聘请其担任公司经济顾问；2013 年 5 月 17 日，董事、总经理夏

正奇先生辞职；2013年5月17日，董事、副总经理舒跃先生辞职。

2013年06月03日，公司聘任王中华先生为公司总经理（不再担任原公司副总经理职务），任职期限自2013年06月03日至2016年06月02日；聘任黄小润先生为公司副总经理（不再担任原公司总经理助理职务），任职期限自2013年06月03日至2016年06月02日。

公司高层管理人员变动较大，新旧管理层能否顺利过渡需要进一步关注。

跟踪期内，公司重大收购及子公司设立情况：

2012年12月28日，公司以自有资金4,788.60万元对怀化九鼎牧业有限公司（以下简称“怀化九鼎”）进行了增资，成为持有其51%股份的控股股东。

2012年06月18日，公司子公司湖南永昌畜牧生态养殖有限公司（以下简称“永昌畜牧”）以不超过人民币10,000万元的价格购买汇一食品有限公司（以下简称“汇一食品”）的部分资产、以不超过人民币1,500万元的价格购买汇一湖南农牧科技有限公司（以下简称“汇一农牧”）的部分资产。2012年08月10日，永昌畜牧使用自有资金200万元投资设立子公司湖南永昌汇一食品有限公司（以下简称“永昌汇一”），再将其购买的汇一食品的生猪屠宰线全部资产增资至该子公司，由该子公司负责运营生猪屠宰生产线。

截至2013年3月31日，公司总资产为129,353.59万元，归属于母公司所有者权益为81,917.31万元，资产负债率为34.00%。2012年度公司实现营业收入70,533.39万元，实现利润总额-1,904.49万元，经营活动产生的现金流量净额4,403.18万元。

三、经营与竞争

2012年，公司主营业务收入同比增长45%，一方面是因为公司生猪养殖业务规模扩大导致生猪养殖业务收入增长，另一方面是因为公司怀化及常德的生猪屠宰项目先后投产导致公司的肉制品业务收入增长所致；2012年，公司主营业务毛利率较2011年下降9.34个百分点，一方面是因为猪粮比价同比下降导致生猪养殖业务毛利率下降，另一方面是因为两个生猪屠宰项目尚处于运营初期，亏损规模较大所致。受上述因素影响，2012年公司主营业务毛利润同比下降45.61%。

2013年一季度猪粮比价有所上升，同时生猪屠宰项目产量有所提高，公司盈利873.57万元，同比下降49.91%。

表 1 2011-2012 年公司主营业务收入和毛利情况（单位：万元）

项目	2012 年				2011 年			
	收入	收入占比	毛利率	毛利占比	收入	收入占比	毛利率	毛利占比
生猪养殖	51,302.77	73.14%	9.55%	124.57%	40,788.17	84.32%	17.26%	97.36%
肉制品	12,878.25	18.36%	-11.28%	-36.94%	1,510.35	3.12%	-11.94%	-2.49%
饲料	5,957.46	8.49%	8.16%	12.36%	6,072.34	12.55%	6.11%	5.13%
合计	70,138.49	100.00%	5.61%	100.00%	48,370.86	100.00%	14.95%	100.00%

资料来源：公司 2011-2012 年审计报告

2012 年，公司生猪养殖业务规模扩大，其中育肥猪业务经营业绩明显下降，但种猪和幼猪经营业绩有所提高，公司生猪养殖业务毛利润与上年基本持平

2012 年，随着公司的 30 万头规模生态养猪小区项目逐步投建，公司生猪养殖规模较 2011 年进一步扩大，2012 年，公司出栏生猪 35.48 万头，同比增长 45.95%，其中育肥猪 15.81 万头，比上年增长 39.13%，幼猪 14.08 万头，比上年增长 91.65%，种猪 5.6 万头，与上年基本持平。2013 年 6 月，公司发布公告：公司将投资 6,801.00 万元对溆浦分公司下辖猪场进行扩建改造，计划于 2013 年 7 月开始动工建设，并于 2014 年 06 月 30 日前完工投入使用，建成投产一个会计年度后可出栏生猪 2 万头，第二个会计年度可出栏生猪 5 万头，届时公司的生猪养殖规模将进一步扩大。

表 2 2011-2012 年公司生猪养殖业务产销情况

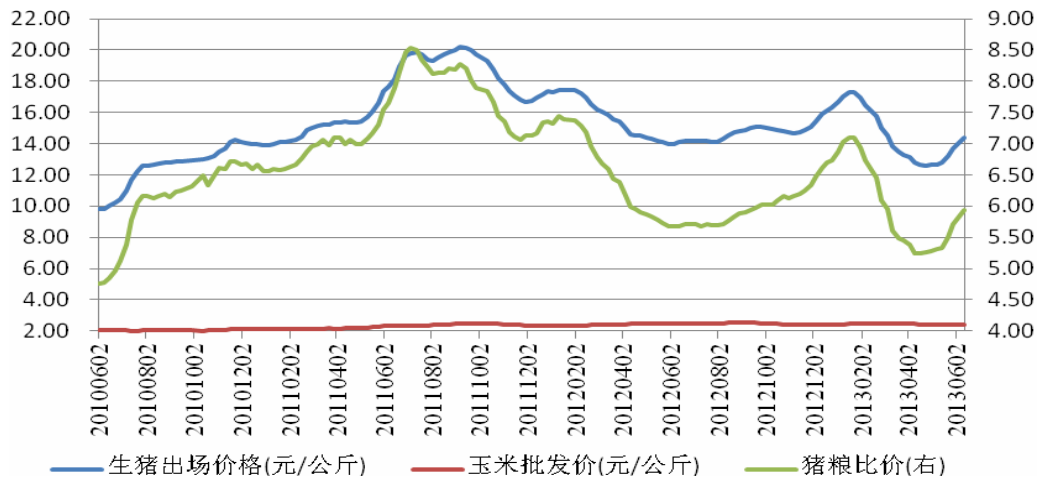
产品	指标	2012 年	2011 年
种猪	产量（头）	43,246	62,488
	销量（头）	55,965	56,033
	库存量（头）	12,720	25,439
	销售均价（元/头）	3,004	2,385
幼猪	产量（头）	152,038	74,403
	销量（头）	140,753	73,444
	库存量（头）	20,330	9,045
	销售均价（元/头）	509	630
育肥猪	产量（头）	154,677	121,941
	销量（头）	158,086	113,621
	库存量（头）	49,708	53,117
	销售均价（元/头）	1,728	2,006

资料来源：公司提供

2012 年上半年，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加剧了“猪周期”的波动，尤其是春节后至六月，受到“猪周期”的影响，生猪价格持续

走低，全国猪粮比价跌破 6:1 的盈亏平衡点，散养户开始纷纷退出。2012 年下半年，由于生猪出栏量下降和玉米等饲料原材料价格上涨，生猪价格出现回升，但国家为平抑肉价上涨、减缓 CPI 上涨压力，大量进口冻猪肉和冻猪杂导致市场又回归供大于求的局面，拉低了国内猪肉价格。

图 1 2010 年 6 月至 2013 年 6 月猪粮比价变动情况



资料来源：wind 资讯

2012 年，公司种猪的平均销售价格同比提高 25.95%，毛利率较 2011 年提高 2.85 个百分点，实现毛利润 3,838.10 万元，较 2011 年提高 1,168.35 万元；2012 年，公司育肥猪平均销售价格同比下降 13.86%，毛利率较 2011 年下降 14.70 个百分点，实现毛利润-68.20 万元，较 2011 年下降 3,362.54 万元；2012 年，公司幼猪平均销售价格同比下降 19.21%，毛利率较 2011 年下降 7.52 个百分点，实现毛利润为 1,130.69 万元，较 2011 年增加 53.04 万元，略有提升。总体来看，2012 年，尽管育肥猪业绩下降，但幼猪和种猪的经营业绩均有所提升，因而生猪养殖业务的经营业绩与 2011 年基本持平。

表 3 2011-2012 年公司生猪养殖业务收入和毛利情况（单位：万元）

项目	2012 年				2011 年			
	收入	收入占比	毛利率	毛利占比	收入	收入占比	毛利率	毛利占比
育肥猪	27,319.89	38.95%	-0.25%	-1.73%	22,797.85	47.13%	14.45%	45.55%
种猪	16,811.87	23.97%	22.83%	97.56%	13,362.04	27.62%	19.98%	36.91%
幼猪	7,171.00	10.22%	15.77%	28.74%	4,628.28	9.57%	23.28%	14.90%
合计	51,302.77	73.14%	9.55%	124.57%	40,788.17	84.32%	17.26%	97.36%

资料来源：公司 2011-2012 年审计报告

我们也关注到生猪养殖业务易受疫情影响，公司采取了多种措施以防止疫情的发生，但

一旦发生疫情，公司经营业绩将受到影响；生猪价格受到猪肉价格、饲料价格及生猪供求关系等因素的影响会呈现周期性的波动，尤其是猪肉的价格波动会对生猪销售价格产生较大影响，从而影响公司的经营业绩；公司生产所需的主要原材料为玉米、豆粕等，而玉米、豆粕等价格易受产量及下游需求变化影响，从而影响公司的经营业绩；生猪养殖的料肉比易受天气变化的影响而产生波动，如果严寒天气较长，则料肉比会有所下降，从而影响公司的经营业绩。

2012 年，公司生猪屠宰业务规模大幅扩大，但产销量偏低，生猪屠宰业务业绩未达预期，亏损规模较大

2012 年 2 月，公司的 IPO 募投项目 40 万头生猪屠宰项目正式运营，2012 年 6 月，公司收购了汇一食品的 100 万头生猪屠宰项目，生猪屠宰业务规模扩大。从下表中我们可以看出，2012 年公司的屠宰项目正式生产后，产销量较 2011 年明显增长，但是公司的产销量较低，与设计产量存在较大的差距，主要是因为屠宰业务投产时间不长，市场需求大幅低于预期，因而生猪屠宰业务经营业绩未达预期，亏损规模较大，是公司业绩下滑的主要原因。目前公司正在加大市场开拓力度，但生猪屠宰项目未来能否实现预期收益尚存在一定的不确定性。生猪屠宰基地具有较大的冷库，未来如果生猪价格下降幅度较大时，公司可以储备部分猪肉待价格上升时出售，这在一定程度上可以缓解生猪价格波动对公司经营业绩的影响，但会对公司的营运资金带来一定压力。

表 4 2011-2012 年，公司生猪屠宰业务产销情况

项目	2012 年	2011 年
产量（公斤）	8,083,732.13	661,869.62
销量（公斤）	7,819,060.47	661,869.62
库存量（公斤）	264,671.66	0
销售均价（元/公斤）	16	23

资料来源：公司提供

2012 年，受饲料价格提高影响，饲料业务业绩有所提升

2012 年，由于公司的生猪养殖规模扩大，对外销售饲料规模有所下降，受价格提高影响，饲料业务业绩有所提升，但由于其规模不大，对公司的经营业绩影响不大。2012 年底，公司投资设立了怀化九鼎，怀化九鼎主要从事饲料生产销售，未来饲料业务的规模将有所加大。

表 5 2011-2012 年，公司饲料业务产销情况

项目	2012 年	2011 年
产量（吨）	15,990	17,038
销量（吨）	16,015	17,453
库存量（吨）	0	25
销售均价（元/吨）	3,720	3,479

资料来源：公司提供

总体来看，公司生猪养殖业务规模进一步扩大，湘西生猪养殖龙头企业的地位进一步得到加强，种猪繁育环节仍保持较强的竞争优势；随着生猪屠宰加工业务的运营，公司的产业链进一步完整；但我们关注到生猪屠宰业务因公司产品的市场需求与预期存在较大差距，盈利情况较差；随着国家对食品安全管控力度的加大，公司面临一定的食品安全风险；公司生猪养殖业务存在一定的污染，随着国家对环保管控力度的加大，公司面临一定的环保风险。

四、财务分析

财务分析基础说明

以下的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 2011-2012 年度审计报告以及未经审计的 2013 年第 1 季度财务报告。公司的财务报告按照新会计准则编制。

财务分析

公司资产规模、收入规模持续增长，现金流表现较好；受生猪屠宰业务业绩未达预期影响，公司出现亏损，经营业绩下滑幅度较大；公司发行公司债券，有息债务规模增长，债务压力加大

2011 年底至 2013 年 3 月底，公司资产规模增长 44.11%。2011 年底至 2013 年 3 月底，公司资产结构未发生重大变化，仍以非流动资产为主。

2011 年底至 2013 年 3 月底，公司货币资金持续增加，主要缘于公司通过发行公司债券和银行借款等债务筹资方式获取了较为充裕的资金。跟踪期内，存货规模有所波动，截至 2013 年 3 月底，存货主要为原材料、生猪及猪肉等产品，而生猪及猪肉等产品的价格会受原料价格以及供求关系等因素影响而产生波动，同时生猪还面临一定的疫情风险，存货存在一定的减值风险。

随着 IPO 募投项目的逐步投入以及收购常德屠宰基地，公司的固定资产逐步增加。在建工程主要为公司本部的生猪养殖基地改扩建工程和子公司永昌畜牧下属的养殖场工程，截至 2012 年底，工程进度分别为 75%、20%。生物性资产主要为公司的种猪，种猪面临一定的疫情风险，生物性资产存在一定的减值风险。跟踪期内，公司购买土地导致无形资产增加。

总体来看，跟踪期内公司资产规模快速增长。但是我们也关注到公司的生猪资产存在一定的减值风险。

表 6 公司资产主要构成项目（单位：万元）

项目	2013 年 3 月 31 日		2012 年 12 月 31 日		2011 年 12 月 31 日	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	55,984.62	43.28%	51,379.03	42.43%	42,677.44	47.54%
货币资金	34,445.15	26.63%	30,766.65	25.41%	19,905.97	22.18%
存货	16,116.57	12.46%	14,644.15	12.09%	15,067.64	16.79%
非流动资产	73,368.97	56.72%	69,699.17	57.57%	47,085.00	52.46%
长期股权投资	3,000.00	2.32%	3,000.00	2.48%	3,000.00	3.34%
固定资产	45,268.62	35.00%	44,058.61	36.39%	31,155.49	34.71%
在建工程	6,418.20	4.96%	5,852.30	4.83%	638.87	0.71%
生产性生物资产	4,417.77	3.42%	4,678.33	3.86%	6,933.48	7.72%
无形资产	10,961.61	8.47%	9,911.58	8.19%	5,050.18	5.63%
资产总计	129,353.59	100.00%	121,078.20	100.00%	89,762.44	100.00%

资料来源：公司 2011-2012 年审计报告及未经审计的 2013 年 1 季报

2012 年，随着公司生猪养殖规模的扩大和 140 万头生猪屠宰项目投产，营业收入同比增长 45.52%，达到 70,533.39 万元。2012 年猪粮比价相比于 2011 年总体上下降，受此影响，2012 年幼猪、育肥猪的毛利率分别从 2011 年的 23.28%、14.45%下降为 15.77%、-0.25%；尽管 2012 年肉制品的毛利率与 2011 年相当，但由于肉制品的收入规模明显提升，其占收入的比例从 2011 年的 3.12%提高为 2012 年的 18.36%，因而受公司产品结构调整及幼猪、育肥猪的毛利率下降影响，2012 年公司的毛利率较 2011 年下降 9.05 个百分点。2012 年公司期间费用率较 2011 年提高主要缘于因公司经营规模扩大导致管理费用增加以及债务规模增加导致财务费用增加所致。2012 年，公司亏损 1,904.49 万元，经营业绩明显下降。

随着猪粮比价的回升以及屠宰场业务量的提高，2013 年一季度公司获得 873.57 万元净利润，较 2012 年度有所好转，但同比下降 49.91%。

由于公司生猪屠宰项目的产品主要为白肉、冷鲜肉，市场需求与预期存在较大差距，而育肥猪、仔猪的盈利能力受猪粮比价的波动影响，未来盈利状况仍存在一定的不确定性。

表 7 2011-2012 年及最近一期公司主要盈利能力指标

项目	2013年1-3月	2012年	2011年
营业收入（万元）	21,249.28	70,533.39	48,468.75
营业利润（万元）	767.56	-1,803.17	5,771.42
利润总额（万元）	873.57	-1,904.49	5,697.27
净利润（万元）	873.57	-1,904.49	5,697.27
综合毛利率	13.35%	6.03%	15.08%
期间费用率	9.53%	8.41%	3.14%
总资产回报率	-	-0.74%	6.70%

资料来源：公司2011-2012年审计报告及未经审计的2013年1季报

跟踪期内，由于公司净利润规模下降导致 FFO 下降幅度较大，但公司较好地控制了营运资本，因而经营活动现金流表现较 2011 年有所改善（2011 年剔除公司收回的定期存款 26,890 万元后经营活动现金净流量为 2,530.23 万元）。

跟踪期内，投资活动现金流保持较大规模支出，主要缘于收购汇一食品的资产、收购怀化九鼎股权、公司本部的生猪养殖基地改扩建工程和子公司永昌畜牧下属的养殖场工程以及 IPO 募投项目投建所致。2013 年，公司仍将对现有猪场进行改扩建，投资活动现金流支出仍将保持一定规模。

跟踪期内，公司筹资活动现金净流入 30,534.58 万元，主要缘于公司发行了 3.3 亿元公司债券。

总体来看，公司因扩大生产规模，投资活动支出规模较大，公司通过发行公司债券在一定程度上缓解了公司的资金压力。

表 8 2011-2012 年公司现金流量情况（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年
净利润	-1,904.49	5,697.27
加：非付现费用	3,493.90	1,962.44
非经营损益	1,385.98	567.20
FFO	2,975.40	8,226.92
加：营运资本变化	1,427.78	-5,431.17
其中：存货减少（减：增加）	423.49	-7,078.12
经营性应收项目的减少（减：增加）	-538.82	865.49
经营性应付项目增加（减：减少）	1,543.11	781.46
加：其他	0.00	26,624.49
经营活动产生的现金流量净额	4,403.18	29,420.23
投资活动产生的现金流量净额	-24,077.08	-27,819.10
筹资活动产生的现金流量净额	30,534.58	-3,463.22

现金及现金等价物净增加额	10,860.67	-1,862.09
--------------	-----------	-----------

资料来源：公司 2011-2012 年审计报告

2011 年底至 2013 年 3 月底，由于本期债券发行成功，公司债务规模增长 38,793.00 万元，其中有息债务增长 37,463.72 万元，债务偿付压力增加。由于本期债券的发行，跟踪期内，债务以非流动负债为主。

表9 2011-2012年及最近一期公司负债构成情况（单位：万元）

项目	2013 年 3 月 31 日		2012 年 12 月 31 日		2011 年 12 月 31 日	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	11,510.74	26.18%	7,597.75	18.98%	5,181.46	100.00%
短期借款	5,000.00	11.37%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
应付账款	1,589.65	3.61%	967.96	2.42%	996.73	19.24%
预收款项	815.06	1.85%	1,042.80	2.60%	1,805.19	34.84%
应付利息	1,418.60	3.23%	864.60	2.16%	0.00	0.00%
其他应付款	2,226.43	5.06%	4,408.89	11.01%	2,230.37	43.05%
非流动负债	32,463.72	73.82%	32,437.77	81.02%	0.00	0.00%
应付债券	32,463.72	73.82%	32,437.77	81.02%	0.00	0.00%
负债合计	43,974.46	100.00%	40,035.52	100.00%	5,181.46	100.00%

资料来源：公司 2011-2012 年审计报告及未经审计的 2013 年 1 季报

跟踪期内，公司资产负债率明显提高，但仍处于较低水平。由于流动债务的增加，流动比率、速动比率等短期偿债指标有所下降，但仍然处于较好水平。由于利润下降和有息债务增加，跟踪期内 EBITDA 利息保障倍数明显下降。

表 10 公司偿债能力指标

项 目	2013 年 3 月	2012 年	2011 年
资产负债率	34.00%	33.07%	5.77%
流动比率	4.86	6.76	8.24
速动比率	3.46	4.83	5.33
EBITDA（万元）	-	2,592.81	7,759.31
EBITDA 利息保障倍数	-	2.31	72.21

资料来源：公司 2011-2012 年审计报告及未经审计的 2013 年 1 季报

五、本期债券担保分析

陈黎明（公司实际控制人）及其妻子严瑛（以下共同简称为“担保人”）为本期债券的本息偿付承担全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。担保人承诺在本期债券存续期内，对其拥有的主要权属资产大康牧业（002505）5,659.75 万股股票（2012 年因利润分配陈黎明先

生持有的 3,773.17 万股股票增至 5,659.75 万股) 未来的使用做出限制; 保证妥善使用、维护表 11 资产, 并接受债券受托管理人的合理核查; 担保人承诺除正常运用外, 以赠与、转让、抵(质) 押及他项权利或以其他任何方式处置的资产不超过表 11 所列资产的 50%; 担保人承诺在承诺函签订之日名下无任何债务, 在本期债券存续期内, 如若担保人新增债务, 则担保人所拥有的未设定抵(质) 押及他项权利的大康牧业(002505) 股票资产价值减去新增债务本息后的余值不应低于本期债券未偿还本息余额, 其中大康牧业(002505) 股票资产价值以每个交易日收盘价格计算, 如担保人所拥有的未设定抵(质) 押及他项权利的大康牧业(002505) 股票资产价值减去其债务本息后的余值低于本期债券未偿还本息余额, 大康牧业、债券受托管理人、单独或合并持有/代表有表决权的本期公司债券张数的 10% 以上债券持有人可根据《债券持有人会议规则》规定发出债券持有人会议通知, 组织、召开债券持有人会议, 讨论要求追加担保、发行人提前偿付本期公司债券的利息和/或本金等有利于保障债券持有人利益的事宜。

截至 2013 年 6 月 30 日, 担保人拥有的以下资产无抵押、查封、扣押及异议登记等权属限制。

表 11 截至 2013 年 6 月 30 日担保人主要权属资产情况

所有者	资产概况	数量/面积	备注
陈黎明	大康牧业(002505) 股票	5,659.75 万股	无抵押情况
陈黎明	房产: 怀房权证鹤字第 711000108	131.63 平方米	无抵押情况
陈黎明	房产: 怀房权证鹤字第 711000108	116.90 平方米	无抵押情况
陈黎明	房产: 怀房权证鹤字第 711000108	58.32 平方米	无抵押情况
严瑛	房产: 溆房权证第 711001572	280.82 平方米	无抵押情况

注: 以上资产均无抵押、质押及其他他项权利情况。按照截至 2013 年 6 月 13 日的市值计算, 担保人所持有的 5,659.75 万股大康牧业(002505) 股票价值约为 5.52 亿元, 是本期债券发行额的 3.3 亿元的 1.68 倍。

资料来源: 公司提供

总体来看, 陈黎明(公司实际控制人) 及其妻子严瑛为本期债券的本息偿付承担全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 为本期债券的本息偿付提供了进一步的保障。

六、评级结论

公司生猪养殖规模进一步扩大, 产业链进一步完整, 湘西生猪养殖龙头企业的地位进一步得到加强, 种猪繁育环节仍保持较强的竞争优势; 公司资产负债率较低, 财务安全性较好; 陈黎明(公司实际控制人) 及其妻子严瑛为本期债券的还本付息提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 并对主要权属资产大康牧业(002505) 5,659.75 万股股票未来的使用做

出限制，为本期债券的本息偿付提供了进一步的保障。但是我们也关注到公司生猪屠宰业务产品市场需求与预期存在较大差异，经营业绩较差，短期内实现预期收益的难度较大；猪肉市场近期虽有所回升仍较为低迷，生猪养殖业务的经营业绩预计将受到一定影响；公司高层管理人员变动较大，新旧管理层能否顺利过渡需要进一步关注。

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 **AA**，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级 **AA**。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2013年3月31日	2012年	2011年	2010年
货币资金	34,445.15	30,766.65	19,905.97	48,658.06
应收账款	1,007.82	35.81	561.93	635.87
预付款项	1,469.50	2,180.97	6,880.07	3,401.69
其他应收款	1,665.63	2,886.78	221.20	140.29
存货	16,116.57	14,644.15	15,067.64	7,727.99
其他流动资产	1,279.96	864.67	40.63	0.00
流动资产合计	55,984.62	51,379.03	42,677.44	60,563.90
长期股权投资	3,000.00	3,000.00	3,000.00	0.00
固定资产	45,268.62	44,058.61	31,155.49	5,081.68
在建工程	6,418.20	5,852.30	638.87	10,970.64
工程物资	2.68	8.16	0.00	0.00
固定资产清理	7.52	0.00	0.00	0.00
生产性生物资产	4,417.77	4,678.33	6,933.48	4,526.23
无形资产	10,961.61	9,911.58	5,050.18	2,364.01
商誉	1,184.38	0.00	0.00	0.00
长期待摊费用	2,108.18	2,190.19	306.98	0.00
非流动资产合计	73,368.97	69,699.17	47,085.00	22,942.56
资产总计	129,353.59	121,078.20	89,762.44	83,506.46
短期借款	5,000.00	0.00	0.00	990.00
应付账款	1,589.65	967.96	996.73	59.28
预收款项	815.06	1,042.80	1,805.19	126.90
应付职工薪酬	285.27	245.97	137.93	38.09
应交税费	112.79	67.54	8.46	3.64
应付利息	1,418.60	864.60	0.00	137.93
应付股利	0.00	0.00	2.78	0.00
其他应付款	2,226.43	4,408.89	2,230.37	1,127.88
其他流动负债	62.92	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	11,510.74	7,597.75	5,181.46	2,483.73
长期借款	0.00	0.00	0.00	1,716.62
应付债券	32,463.72	32,437.77	0.00	0.00
非流动负债合计	32,463.72	32,437.77	0.00	1,716.62
负债合计	43,974.46	40,035.52	5,181.46	4,200.34
实收资本(或股本)	24,672.00	24,672.00	16,448.00	10,280.00
资本公积金	44,351.91	44,351.91	52,575.91	56,631.78
盈余公积金	1,937.22	1,937.22	1,909.52	1,359.37
未分配利润	10,956.18	10,077.38	13,647.55	11,034.97

归属于母公司所有者权益合计	81,917.31	81,038.51	84,580.98	79,306.12
少数股东权益	3,461.82	4.17	0.00	0.00
所有者权益合计	85,379.13	81,042.68	84,580.98	79,306.12
负债和所有者权益总计	129,353.59	121,078.20	89,762.44	83,506.46

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013年1-3月	2012年	2011年	2010年
营业总收入	21,249.28	70,533.39	48,468.75	38,279.24
营业收入	21,249.28	70,533.39	48,468.75	38,279.24
营业总成本	20,481.72	72,336.56	42,697.32	34,322.13
营业成本	18,413.30	66,278.63	41,161.71	33,214.53
营业税金及附加	44.01	6.94	4.54	1.45
销售费用	342.77	460.68	180.93	193.15
管理费用	1,082.94	4,500.12	1,835.28	648.28
财务费用	598.70	973.37	-493.00	271.92
资产减值损失	0.00	116.82	7.87	-7.19
营业利润	767.56	-1,803.17	5,771.42	3,957.11
加：营业外收入	143.60	707.36	521.22	227.70
减：营业外支出	37.59	808.68	595.37	135.22
其中：非流动资产处置净损失	0.00	268.51	459.75	135.22
利润总额	873.57	-1,904.49	5,697.27	4,049.59
净利润	873.57	-1,904.49	5,697.27	4,049.59
减：少数股东损益	-5.23	-6.82	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	878.80	-1,897.67	5,697.27	4,049.59
综合收益总额	873.57	-1,904.49	5,697.27	4,049.59
减：归属于少数股东的综合收益总额	-5.23	-6.82	0.00	0.00
归属于母公司普通股股东综合收益总额	878.80	-1,897.67	5,697.27	4,049.59

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2013 年 1-3 月	2012 年	2011 年	2010 年
销售商品、提供劳务收到的现金	19,824.67	71,628.26	50,381.36	37,353.70
收到其他与经营活动有关的现金	3,194.25	2,193.15	27,909.63	1,019.84
经营活动现金流入小计	23,018.92	73,821.41	78,290.99	38,373.54
购买商品、接受劳务支付的现金	16,891.23	62,370.20	44,888.51	34,504.65
支付给职工以及为职工支付的现金	1,458.91	3,250.49	1,211.55	883.71
支付的各项税费	99.64	196.89	51.37	46.00
支付其他与经营活动有关的现金	3,163.72	3,600.66	2,719.32	28,198.67
经营活动现金流出小计	21,613.50	69,418.23	48,870.75	63,633.03
经营活动产生的现金流量净额	1,405.42	4,403.18	29,420.23	-25,259.49
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	27.00	301.36	37.49	140.34
投资活动现金流入小计	27.00	301.36	37.49	140.34
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,954.11	24,130.45	22,718.10	8,499.92
投资支付的现金	0.00	0.00	3,000.00	0.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	248.00	2,138.48	0.00
投资活动现金流出小计	2,954.11	24,378.45	27,856.58	8,499.92
投资活动产生的现金流量净额	-2,927.11	-24,077.08	-27,819.10	-8,359.58
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	57,397.00
取得借款收到的现金	8,000.00	7,700.00	8,800.00	5,690.00
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	980.00	0.00	0.00
发行债券收到的现金	0.00	32,400.00	0.00	0.00
筹资活动现金流入小计	8,000.00	41,080.00	8,800.00	63,087.00
偿还债务支付的现金	3,000.00	7,700.00	11,506.62	9,312.38
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	66.05	1,865.42	756.61	1,083.40
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	980.00	0.00	781.81
筹资活动现金流出小计	3,066.05	10,545.42	12,263.22	11,177.58
筹资活动产生的现金流量净额	4,933.95	30,534.58	-3,463.22	51,909.42
现金及现金等价物净增加额	3,412.27	10,860.67	-1,862.09	18,290.35
期初现金及现金等价物余额	31,032.88	19,905.97	21,768.06	3,477.71
期末现金及现金等价物余额	34,445.15	30,766.65	19,905.97	21,768.06

附录三-2 合并现金流量补充表（单位：万元）

项目	2012 年	2011 年	2010 年
净利润	-1,904.49	5,697.27	4,049.59
加：资产减值准备	116.82	7.87	-7.19
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	3,074.80	1,800.13	1,034.31
无形资产摊销	167.60	111.90	68.02
长期待摊费用摊销	134.69	42.55	0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	265.77	459.75	135.22
财务费用	1,120.21	107.45	287.44
存货的减少	423.49	-7,078.12	-1,162.17
经营性应收项目的减少	-538.82	865.49	-680.93
经营性应付项目的增加	1,543.11	781.46	-2,093.79
其他	0.00	26,624.49	-26,890.00
经营活动产生的现金流量净额	4,403.18	29,420.23	-25,259.49
现金的期末余额	30,766.65	19,905.97	21,768.06
减：现金的期初余额	19,905.97	21,768.06	3,477.71
现金及现金等价物净增加额	10,860.67	-1,862.09	18,290.35

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	营业净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
	成本费用率	$(\text{营业成本} + \text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入}$
营运效率	应收账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] / (\text{报告期营业收入} / 360)$
	存货周转天数 (天)	$[(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] / (\text{报告期营业成本} / 360)$
	应付账款周转天数 (天)	$[(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] / (\text{营业成本} / 360)$
	营业收入/营运资金	$\text{营业收入} / (\text{流动资产} - \text{流动负债})$
	净营业周期 (天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
	总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2]$
资本结构及财务安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	总资本化比率	$\text{总债务} / (\text{总债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益} + \text{少数股东权益}) \times 100\%$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货净额}) / \text{流动负债合计}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	现金流负债比	$\text{经营活动净现金流} / \text{流动负债}$
	收现比	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入}$

附录五 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	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在本期债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用等级。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与发行主体有关的信息，在必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用等级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在网站公布跟踪评级结果与跟踪评级报告。