

# 信用等级公告

联合[2013]052 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雏鹰农牧集团股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2014 年公司债券进行综合分析和评估，确定：

**雏鹰农牧集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA-**

**雏鹰农牧集团股份有限公司拟发行的 2014 年公司债券信用等级为 AA-**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

分析师：

2014 年五月十日

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.lianhecreditrating.com.cn>

# 雏鹰农牧集团股份有限公司

## 2014 年公司债券信用评级分析报告

本期公司债券信用等级: AA-

公司主体信用等级: AA-

评级展望: 稳定

发行规模: 不超过 8 亿元

债券期限: 5 年 (3+2 年)

还本付息方式: 按年付息、到期还本

评级时间: 2014 年 5 月 27 日

### 财务数据

#### 雏鹰农牧集团股份有限公司

| 项 目            | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 14 年 3 月 |
|----------------|--------|--------|--------|----------|
| 资产总额(亿元)       | 25.54  | 44.68  | 62.67  | 65.52    |
| 所有者权益(亿元)      | 19.46  | 21.98  | 22.30  | 29.45    |
| 长期债务(亿元)       | 0.28   | 8.18   | 6.40   | 6.18     |
| 全部债务(亿元)       | 4.59   | 20.00  | 26.30  | 24.54    |
| 营业收入(亿元)       | 13.00  | 15.83  | 18.68  | 3.07     |
| 净利润(亿元)        | 4.29   | 3.02   | 0.76   | -0.83    |
| EBITDA(亿元)     | 5.03   | 4.77   | 3.91   | -        |
| 经营性净现金流(亿元)    | 1.48   | -0.91  | 2.35   | -2.49    |
| 营业利润率(%)       | 39.30  | 31.12  | 24.95  | 6.72     |
| 净资产收益率(%)      | 24.34  | 14.59  | 3.43   | -3.19    |
| 资产负债率(%)       | 23.81  | 50.80  | 64.41  | 55.05    |
| 全部债务资本化比率(%)   | 19.09  | 47.64  | 54.11  | 45.46    |
| 流动比率           | 2.44   | 1.36   | 0.76   | 0.88     |
| EBITDA 全部债务比   | 1.10   | 0.24   | 0.15   | -        |
| EBITDA 利息倍数(倍) | 20.91  | 6.79   | 2.73   | -        |
| EBITDA 偿债倍数(倍) | 0.63   | 0.60   | 0.49   | -        |

注: ①公司于 2007 年开始执行新会计准则; ②本报告财务数据及指标计算均是合并口径, 一季报数据均未年化; ③本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异, 这些差异是由于四舍五入造成的。

### 分析师

张兆新 袁媛

电话: 010-85172818

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 1201 室 (100022)

Http: // www.lianhecreditrating.com

### 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具有的较强竞争优势。联合评级也关注到, 动物疫病、食品安全、原材料成本上涨、生猪<sup>1</sup>价格下降以及资本性支出压力等对公司整体经营情况所产生的不利影响。

公司于 2010 年 9 月 IPO 上市以来, 产能规模进不断扩大, 全流程产业链优势得以进一步增强。目前公司 IPO 募投项目均已投入运营并已产生效益。2014 年 1 月, 公司成功向实际控制人非公开发行股票, 实际募集资金 7.95 亿元, 公司资本实力明显提升, 整体抗风险能力也有所增强。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

综合来看, 本期债券到期不能偿付本息的风险很低。

### 优势

1. 随着人口增长和居民生活水平的提高, 我国的猪肉产量和消费量逐年增长, 同时, 受积极行业政策的影响, 生猪养殖行业仍有较大的发展空间。

2. 生猪养殖行业规模化趋势越来越明显。公司建立了包括饲料生产、种猪繁衍、生猪养殖、技术研发、疫苗防治等在内的一体化经营模式, 产业链较为完整, 在抵御市场风险、疫病防控、食品安全和经营规模化方面具有一定优势。

3. 通过改进的公司+农户的“雏鹰模式”, 公司实现了生猪养殖的规模化发展, 在生产稳

<sup>1</sup> 生猪, 即具有活体特征的猪, 对未宰杀的除种猪以外的饲养猪的统称。

定性、疫病控制和食品安全等方面取得了明显的竞争优势。

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、生态猪的加大投入和“雏牧香”连锁品牌的建立有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，公司经营也面临一定的系统性风险。

2. 公司肉猪<sup>1</sup>饲养产能与屠宰加工能力尚不能充分满足客户的订单需求，规模效益尚不能得到充分体现，随着公司产业链的延伸，生猪屠宰生产量增加。屠宰业务仅对公司内部，因 2013 年以来市场行情低迷，产能利用率较低，使得屠宰业务出现亏损。

3. 受商品肉猪价格持续下跌，以及公司规模扩张带来的成本费用不断增长等因素的影响，公司 2013 年营业利润出现大幅下滑，2014 年 1 季度出现经营亏损。

---

<sup>1</sup> 肉猪，专供肉用的生猪。

## 信用评级报告声明

除因本次评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与雏鹰农牧集团股份有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与雏鹰农牧集团股份有限公司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评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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，未因雏鹰农牧集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本信用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。

本信用评级报告中引用的公司相关资料主要由雏鹰农牧集团股份有限公司提供，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公司及其它中介机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

雏鹰农牧集团股份有限公司 2014 年公司债信用等级自本期债券发行之日起至到期兑付日有效；本期债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内该债券的信用等级有可能发生变化。

## 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 8 日更名为“河南雏鹰畜禽发展有限公司”（以下简称“雏鹰有限”）。

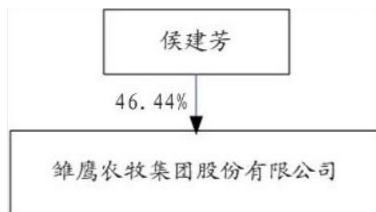
2009 年 7 月 15 日，雏鹰有限整体变更为河南雏鹰农牧股份有限公司（即“雏鹰农牧”），净资产折合公司股本 10,000 万股。2010 年 9 月 15 日，经中国证监会证监许可[2010]1140 号文《关于核准雏鹰农牧集团股份有限公司首次公开发行股票批复》核准，公司首次公开发行人民币普通股（A）股 3,350 万股，发行完成后股本总额为 13,350 万股。经深圳证券交易所“深证上[2010]297 号”文件核准，公司 A 股股票在深圳证券交易所成功挂牌上市（股票简称“雏鹰农牧”，股票代码：“002477”）。

2011 年 11 月 28 日，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。

2011 年 4 月，公司以 2010 年末总股本 13,350 万股为基数，以资本公积向全体股东每 10 股转增 10 股，公司总股本增至 2.67 亿股。2012 年 4 月，公司以 2011 年末总股本 2.67 亿股为基数，以资本公积向全体股东每 10 股转增 10 股，公司总股本增至 5.34 亿股。2013 年 7 月 6 日，公司以 2012 年末总股本 5.34 亿股为基数，向全体股东每 10 股派发现金 2 元（含税），同时以资本公积金向全体股东每 10 股转增 6 股，公司总股本增至 8.54 亿股。2014 年 1 月 28 日，公司非公开增发 0.8465 亿股，发行对象为公司控股股东、实际控制人侯建芳先生。截至 2014 年 3 月底，公司注册资本为 9.39 亿元。

公司实际控制人是侯建芳先生（图 1）及其家庭成员（包括侯五群、侯斌、侯建业、侯杰）。公司控股股东是侯建芳先生，其一致行动人为侯五群先生。

图 1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系



资料来源：公司年报

公司主营业务为家畜、家禽的养殖与销售。经营范围包括生猪养殖及销售、种猪繁育、种蛋生产、鸡苗孵化、粮食收储、生猪屠宰、生鲜肉制品加工、蔬菜种植、冷链仓储与物流等服务。

截至 2014 年 3 月底，公司下属 17 家控股子公司和 2 家孙公司（详见附件 2）、3 家参股公司。公司本部下设饲料生产中心、养殖生产中心、采购中心、投诉中心、研究院、品牌中心、信息中心、工程中心、财务中心、营销中心、行政中心、人力资源中心、内部控制部、战略投资部、安全环保部、风险法务部、审计部和证券部等 20 个职能部门（详见附件 1）。

截至 2013 年底，公司拥有在职员工 3,239 名。主要以生产人员和技术研发人员为主。

截至 2013 年底，公司合并资产总额 626,715.68 万元，负债总额 403,690.58 万元，所有者权益（含少数股东权益）223,025.10 万元。2013 年公司实现合并营业收入 186,807.34 万元，净利润（含少数股东损益）7,596.55 万元。经营活动产生的现金流量净额 23,468.48 万元，现金及现金等价物净增加额 905.31 万元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额 655,237.25 万元，负债总额 360,712.67 万元，所有者权益（含少数股东权益）294,524.58 万元。2014 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 30,731.46 万元，净利润（含少数股东损益）-8,266.54 万元。经营活动产生的现金流量净额-24,941.25 万元，现金及现金等价物净增加额 5,064.72 万元。

公司法定代表人：侯建芳。注册地址：新郑市薛店镇。

## 二、本期债券概况及募集资金用途

### 1. 本期债券概况

本期债券名称为“雏鹰农牧集团股份有限公司 2014 年公司债券”。2013 年 5 月 15 日，经 2012 年度股东大会表决通过，公司拟向中国证监会申请发行不超过 8 亿元（含 8 亿元）公司债券。本期债券票面金额 100 元/张，平价发行。本期债券的期限为不超过 5 年（含 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。

本期公司债券发行采取网上面向社会公众投资者公开发行和网下面向机构投资者询价配售相结合的方式。网上认购按“时间优先”的原则实时成交；网下申购由发行人与保荐机构（主承销商）根据询价情况进行债券配售。

本期公司债券票面利率在债券存续期内固定不变，采取单利按年计息，不计复利，最后一期利息随本金一起支付。本期债券的票面利率将根据网下询价结果，由发行人与保荐人（主承销商）按照国家有关规定协商确定。

### 2. 本期债券募集资金用途

根据《公司债券发行试点办法》的相关规定，结合公司财务状况及未来资金需求，2013 年 5 月 15 日，公司 2012 年度股东大会审议通过了《关于发行公司债券的议案》，本次发行公司债券的募集资金拟用于补充公司营运资金，改善公司资金状况。

## 三、行业分析

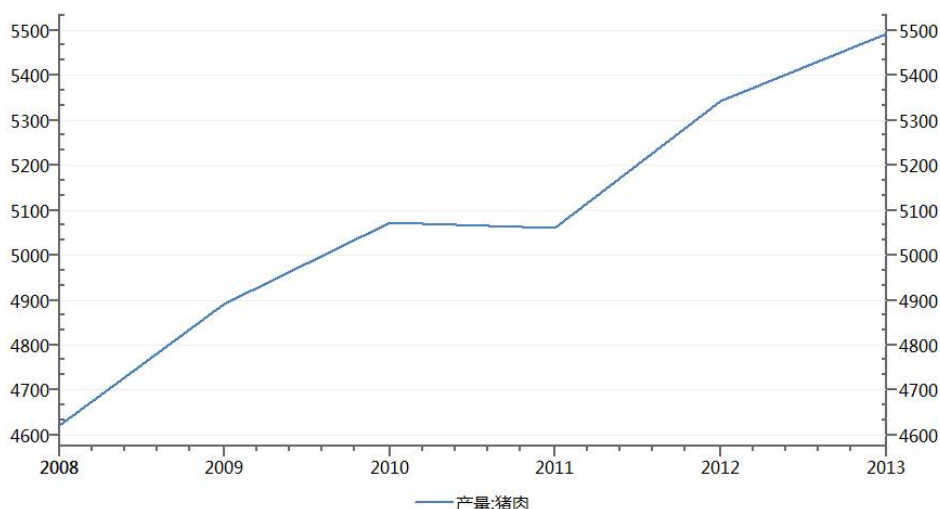
公司的经营范围包括生猪产品生产、家禽产品生产、生鲜肉制品加工、蔬菜种植、冷链仓储与物流等服务。其中，家禽产品、生鲜冻品、蔬菜及其他产品占公司业务的比例在 15%以下，公司主营业务是生猪饲养、加工和销售，主导产品是生猪，所属行业为畜牧业中的生猪生产子行业。

### 1. 行业概况

猪肉是我国的第一大消费肉类，我国居民的猪肉消费占肉类消费的比重一直维持在 60%以上，明显高于世界猪肉消费占比 40%的平均水平，因此我国居民的消费习惯决定了猪肉的重要地位。近十年来，随着我国人口的增长、居民生活水平的提升，猪肉的需求量逐步增加，猪肉的产量也随之增长。从 1997 年到 2012 年，我国猪肉产量增幅明显，年均增长率达 2.66%。2012 年，中国猪肉产量占世界猪肉总产量的一半左右。

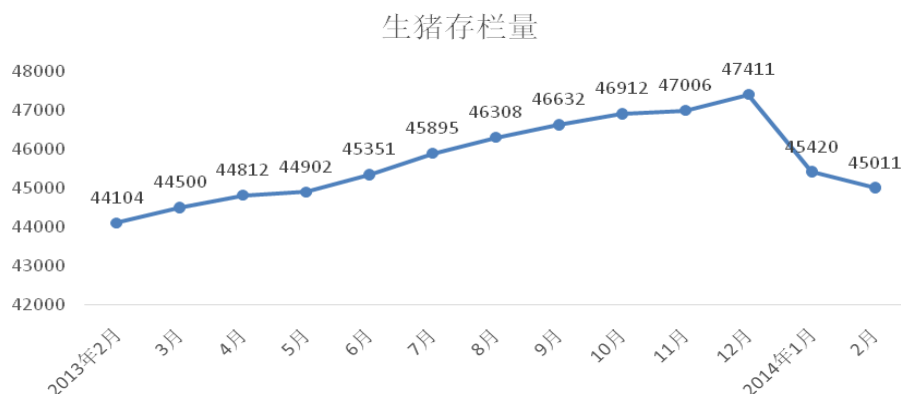
2008~2010 年，中国猪肉产量均有一定程度的增加，2011 年，肉类行业产量都出现下降的情况，其主要原因是受食品安全的负面消息影响，消费者对肉类产品信心下降。2011 年~2013 年猪肉产量均有一定程度的增加（图 2），2013 年我国肉类总产量达 8,536 万吨，其中猪肉产量 5,493 万吨，年末生猪存栏量 47,411 万头。

图 2 我国猪肉产量变化 单位：万吨（胴体当量）



2013 年生猪市场较为低迷，但生猪存栏量一直增长，且居高不下，使得 2013 年末以来生猪价格进一步下跌，养殖户亏损加大，许多养殖户无法承受亏损，便开始退出。2014 年开始，养殖户的集中抛售，导致生猪存栏量快速下降。2013 年以来我国生猪存栏量变化情况如下：

图 3 我国生猪存栏量变化 单位：万头



## 2. 行业竞争

生猪养殖主要包括散养和规模养殖两种方式，长期以来我国的生猪养殖都以散养为主，目前规模化养殖虽有一定进展，但生产集中度仍然很低。规模养殖主要包括“公司+农户”和公司自养两种模式。对生猪养殖行业而言，未来的竞争更多地取决于模式之争。

“公司+农户”和公司自养的最大区别是生猪养殖环节是由外部农户完成还是由公司自己完成。在促进我国生猪养殖规模化发展的进程中，“公司+农户”与公司自养这两类模式都能较好地发挥规模养殖企业保障生猪供给稳定、稳定生猪生产市场的作用，但两者也分别具有各自不同的优势：“公司+农户”模式，资金占用相对较小、规模易扩大；公司自养模式，在生猪品质控制、食品安全保障、疾病防控及生产效率等方面具有较大优势。

我国较大规模的生猪养殖企业主要包括广东温氏食品集团有限公司、罗牛山股份有限公司、

雏鹰农牧集团股份有限公司、湖南新五丰股份有限公司、北京顺鑫农业股份有限公司、湖南大康牧业股份有限公司、牧原食品股份有限公司等。我国生猪养殖行业市场集中度很低，从年出栏商品猪规模来看，雏鹰农牧在行业中名列前茅。

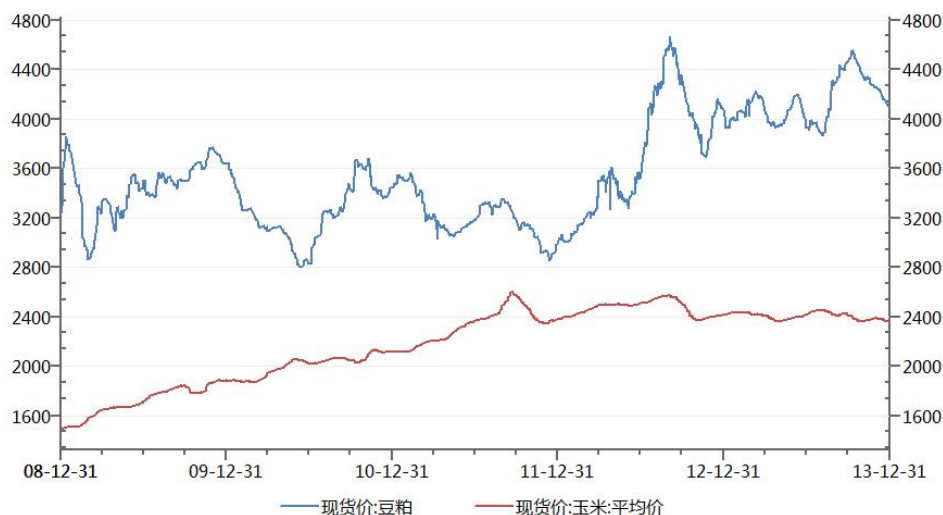
### 3. 上下游情况

#### 原料供应

生猪饲料的主要原料是玉米、豆粕、麸皮等，其中玉米占 60%~70%，玉米价格成为主导生猪价格的因素。当玉米等原料价格变动时，生猪价格也会相应地变动，但玉米对生猪生产的影响具有滞后性。

近年来，玉米与豆粕的价格波动幅度较大。2013 年底我国玉米平均价格为 2,359.38 元/吨。由于我国大豆进口依赖性强，豆粕价格受国外大豆价格影响较大，2011 年以来大豆价格出现倒挂，豆粕价格处于小幅波动状态，进入 2012 年后豆粕价格出现大幅上涨，截至 2013 年 12 月底，国内豆粕平均价达到 4,091 元/吨。（图 4）

图 4 国内豆粕及玉米价格情况一览 单位：元/吨



资料来源：wind 资讯

整体来看，我国玉米总体供求基本平衡，然而受农产品价格上涨及通货膨胀的影响，玉米价格仍处于较高水平。受欧债危机影响，国际市场大豆价格出现下调，同时受到国家收储及自然天气的影响，豆粕价格短期内波动的可能性仍较大。

#### 需求情况

目前影响国内猪肉需求的因素主要来自于两大方面：收入水平的提高和替代品的价格。从收入增长方面看，居民收入提高会增加对猪肉的消费需求，最终推动猪肉价格上升。1985 年我国人均猪肉年消费量为 16.6kg，进入 90 年代，猪肉消费一直保持在人均 20kg 左右，2010 年达到人均 38.5kg，二十年内几乎翻了一番。随着收入的提高，不同收入水平的人群会对猪肉消费作出不同反应，高收入人群对猪肉消费量的增加程度最弱，中等收入家庭次之，而低收入家庭对猪肉消费量的增加程度最大。

替代品的价格方面，牛羊肉、禽类、水产品等动物食品在消费结构中的占比也有所提升。猪肉替代品的价格波动将会影响到猪肉的消费，进而影响到生猪价格的波动。因此，猪肉替代品价

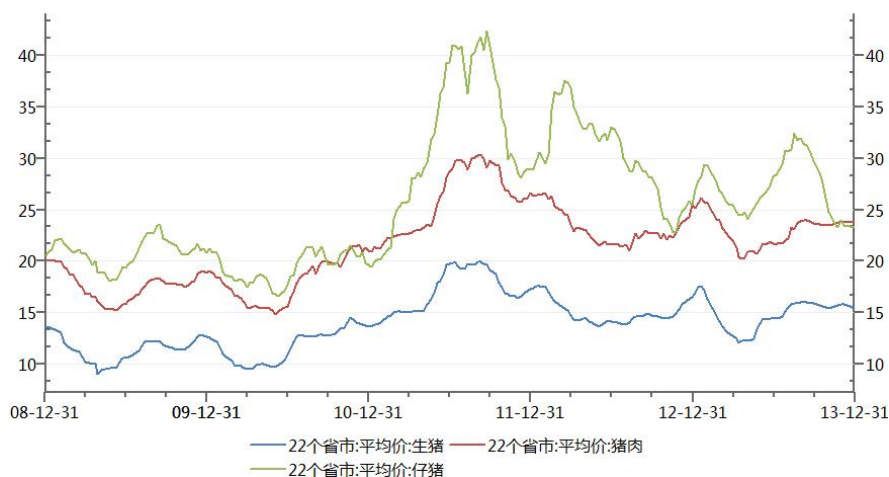
格升高时，猪肉需求增加，拉动猪肉价格上升；反之，猪肉价格下跌。

长期以来，在我国居民的肉类生产消费结构中，猪肉一直占据主导地位。尽管我国牛羊肉和禽肉产量和消费量迅速提高，使得猪肉产量和消费量的相对份额出现下降，但猪肉消费的主导性地位仍未发生变化。

#### 价格走势

影响猪肉价格的因素众多，如供需变化、饲料价格、疫病、消费习惯、季节性因素等，但从长周期来看，影响猪肉价格的根本因素还在于供需状况。2012 年每 50 公斤生猪销售价平均为 799.75 元，较 2011 年同期的 871.03 元下降 8.2%，其主要原因是生猪供给数量增加。2011 年上半年猪市持续低迷，养殖户出现亏损，生猪存栏减少，下半年生猪价格大幅上涨，养殖户盲目无序的扩大饲养规模，存栏增加，市场出现供大于需的局面，导致 2012 年销售价格下降，2013 年生猪市场较为低迷，但生猪存栏量一直增长，且居高不下，使得 2013 年末以来生猪价格进一步下跌。（图 5）。

图 5 全国猪肉、生猪、仔猪平均价 单位：元/千克



资料来源：wind 资讯。

#### 4. 行业政策

猪肉是国内城乡居民的主要副食品，因此稳定生猪生产，保持合理的价格水平，对增加农民收入、保证民生、促进经济发展具有重要意义。

基于猪肉行业“肉贱伤农、肉贵伤民”的特点，为了防止猪肉市场行情大幅波动，保证供应，食品安全可靠，国务院各部委出台了多项政策和措施，保证生猪养殖的稳定发展，主要措施包括：国家的猪肉储备政策；有关部委的猪肉价格管理及调控政策；各部门大力促进生猪规模化养殖的比例；发改委通过官方网站每日公示市场价格，引导生猪养殖健康发展；着手建立生猪期货，减少生猪养殖的风险；促进良种体系的建立，保证生猪养殖长期稳定发展。国家猪肉储备政策及有关部委的猪肉价格管理及调控政策是防止猪肉价格大幅波动的直接手段。

税收方面，销售生猪、鸡肉等自产农产品免征增值税；依据财政部、国家税务总局规定，自 2002 年 1 月 1 日起，增值税一般纳税人购进农业生产者销售的免税农业产品的进项税额扣除率由 10% 提高到 13%；自 2010 年 1 月 1 日起，从事家禽饲养、农产品初加工的所得，免征企业所得税。

行业政策从区域发展、养殖模式、用地支持、财政补贴等方面鼓励了家禽养殖企业的发展，

鼓励禽畜产品加工企业向规模化、产业化、集团化、国际化的方向迈进。作为养殖业中重要组成部分的生猪产业，也将获得有利的外部发展环境。

#### 5. 未来发展

我国生猪养殖行业长期以散养为主，规模化程度较低，导致猪肉价格波动幅度较大，对农民收入和居民消费的民生问题产生较大影响。散养情况下，猪肉质量和安全无法保证，生猪养殖中瘦肉精、抗生素、消毒药滥用难以控制，与居民对食品质量和安全要求的不断提高难以适应。

随着工业化、城镇化进程加快及居民收入不断提高，人们对畜产品种类、质量及安全性都会提出更高要求。未来生猪养殖行业将朝着规模化方向发展，生猪产量不断加大，产业链向上下游延伸，生猪养殖业规模化、标准化、产业化和区域化的步伐将不断加快。

##### 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。

虽然生猪养殖规模化程度近年来有一定发展，然而其发展速度却仍然落后于下游生猪屠宰及猪肉食品加工企业。雨润食品在 2010 年将其屠宰产能由 2,400 万头提升至 3,000 万头；2009 年，双汇发展计划在 3 年内将其屠宰产能由 1,400 万头提升至 2,000 万头。

##### 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。

新进入生猪养殖的企业需要一定的时间克服大规模养殖存在的壁垒，因此，目前已经实现生猪规模养殖的大型企业将在未来的行业扩张中占据先发优势，在竞争格局中处于有利地位。

##### 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。

联合评级认为，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、基础素质分析

#### 1. 规模与竞争力

公司是一家大型现代化养殖企业，目前已建成了包括饲料生产、种猪繁衍、生猪养殖、种蛋生产、鸡苗孵化、技术研发、疫苗防治等在内的一体化经营模式。公司致力于打造以生猪、活禽、冷鲜肉、高端专卖、绿色蔬菜、冷链仓储与物流为主导的全产业链模式，使成本优势更加明显，能够更大程度地抵御市场风险。

公司的产品分为两类：一类是生猪产品，包括商品仔猪、二元种猪、商品肉猪；另一类是家禽产品，包括种蛋、鸡苗、肉鸡（淘汰种鸡）。通过创新性的“雏鹰模式”，公司实现了生猪养殖规模的快速发展，生猪销售收入占公司营业收入比例迅速提高，生猪产品成为公司的主要产品。

公司目前已形成饲料加工 30 万吨/年、饲养种猪 7.9 万头/年的生产能力，是国内同行业中规模较大的生猪养殖企业。根据国家统计局数据，2013 年全国生猪出栏量为 6.69 亿头，同期公司的生猪出栏量为 169.5 万头，约占全国生猪出栏量的 0.22%，属国内同行业中规模较大的生猪养殖企业。

经过多年的市场积累，公司已在行业内树立了产品质量优势明显、规模较大、供货稳定的市场形象，在抵御市场风险、提高食品安全和推进规模化经营等方面优势明显。公司与一系列客户建立了长期而稳定的合作关系，是双汇发展、河南众品、上海五丰<sup>2</sup>等业内知名企业的长期战略合作伙伴，在下游客户中享有良好的声誉。

公司还积极推进销售创新，开设“雏牧香”连锁专卖店，逐步扩大屠宰冷鲜肉在全国各地的销售业务，2013 年底公司在河南、上海、北京开设了近 200 家专卖店，为向下游进一步拓展奠定了良好的基础。同时，公司大力推广藏香猪和生态猪的养殖，关注产品结构升级，通过打造高附加值产品，进军高端猪肉市场，提高公司的品牌影响力。

公司是商务部认定的“中央储备肉活畜储备基地”，属“国家级重点家禽养殖企业”；2008 年公司被农业部、证监会、发改委等八部委评为“农业产业化国家重点龙头企业”；并获“2012 福布斯中国最佳潜力企业”荣誉。公司是 2008 年北京奥林匹克运动会指定猪肉原料供应商；获得了河南省出入境检验检疫局颁发的“供港澳活猪检验检疫注册证”。

总体看，公司生猪养殖的产业链较为完整，在抵御市场风险、疫病防控、食品安全和经营规模化方面优势明显；同时，公司敢于进行销售创新，在产业链的各个环节均体现出较强的竞争力。

## 2. 技术与工艺水平

公司生产环节的现代化程度较高。猪舍引进了自动化供水系统，节约用水量；通过计算机精确调控每头猪的饲喂量，减少饲料浪费，提高料肉比，降低了人工成本；采用高清实时监控系統对猪场进行整体的生产现场观察，减少人工接触，降低疫情发生的可能性。公司在屠宰加工环节也大量采用先进、高效率的自动化设备，提高了生产效率，实现了规模化经营。

在质量控制环节，公司投资建设了“食品安全追溯管理系统”，提取生产、加工、流通、消费等供应链环节消费者关心的公共追溯要素，建立了食品安全信息数据库，通过分类统计、多点追踪、标记管理，实现了产品的全流程管理，以确保产品品质的可控性。公司通过了 ISO9001:2000 国际质量管理体系认证、GAP 良好农业认证和 HACCP 食品安全管理体系认证。

总体看，公司的生产技术与工艺在国内处于领先水平，生产环节的现代化程度较高，质量控制体系安全有效。

## 3. 人员素质

公司现有首席执行官 1 名、总裁 1 名、副总裁 5 名，现有高管从业时间较长，对公司所属行业整体状况和公司运营发展情况非常熟悉，具有丰富的管理经验。

公司董事长兼首席执行官（CEO）侯建芳先生，48 岁，EMBA，经济师。现任全资子公司吉林雏鹰农牧有限公司执行董事、全资子公司三门峡雏鹰农牧有限公司执行董事、全资子公司雏鹰

<sup>2</sup> 分别为河南双汇投资发展股份有限公司、河南众品食品股份有限公司、上海五丰上食食品有限公司

集团（新乡）有限公司执行董事、河南新郑农村商业银行股份有限公司董事、中国畜牧业协会副会长、中国畜牧业协会猪业分会会长。

公司董事兼总裁李花女士，44岁，大学本科，2008年10月进入公司工作。公司副董事长兼副总裁侯五群先生，49岁，大学本科，初创期进入公司工作。公司董事、副总裁、董事会秘书吴易得先生，35岁，大学本科，会计师，初创期进入公司工作。公司董事、副总裁、财务总监杨桂红女士，50岁，大学本科，注册会计师，2009年7月进入公司工作。

截至2013年底，公司拥有在职员工3,239人。按照教育程度划分，本科及以上学历占比19.27%，大专学历占比42.97%，中专及高中学历占比20.07%，高中以下学历占比17.69%。公司人员学历分布较均匀，主要以大专学历人才为主；按照专业构成划分，生产人员占比28.16%，销售人员占比9.57%，技术及研发人员占比32.14%，管理人员及行政人员占比24.11%，财务人员占比6.02%。公司作为养殖类生产企业，生产及技术人员占比较大。

总体看，公司高层管理人员拥有较长行业从业经历和丰富的经营管理经验，整体素质较高；员工中，生产及技术人员占比较大，能够满足公司目前生产经营发展需要。

#### 4. 区域环境

公司地处中原，位于河南省新郑市薛店镇，所在地域粮食产量高，地域平坦、开阔，具有得天独厚的区域优势和便利的立体交通条件，生态环境优良；公司毗邻京珠高速公路和京广铁路运输线，北傍郑州新郑国际航空港，与薛店镇生态农业园区相接；此外，公司拥有与京广铁路主干道相连接的铁路专用线及其周边150亩土地，这些都在很大程度上方便了公司饲料、原料以及产品的采购、运输和生产。同时，公司的下游肉类加工企业双汇发展也位于河南省郑州市，在地域上与公司形成产业配套，为完善公司的产销链提供了支持。

#### 5. 税收优惠

根据《中华人民共和国增值税暂行条例》，农业生产者销售的自产农产品免征增值税。公司销售生猪、家禽等自产农产品可免缴增值税。雏鹰农牧集团股份有限公司2013年度畜禽养殖销售免征增值税已经新郑市国家税务局薛店税务分局备案；子公司三门峡雏鹰农牧有限公司陕县分公司2013年度畜禽养殖销售免征增值税已经河南省陕县国家税务局备案；子公司郑州雏鹰蔬菜种植有限公司2013年度蔬菜种植销售免征增值税已经新郑市国家税务局薛店税务分局备案。

根据《中华人民共和国企业所得税法实施条例》的规定，自2008年1月1日起，公司从事牲畜、家禽的饲养以及农产品初加工的所得，可免征企业所得税。根据国税函[2009]255号“关于企业所得税税收优惠管理问题的补充通知”规定，公司已向新郑市国家税务局申请2013年度从事牲畜、家禽的饲养所得企业所得税免税，按《中华人民共和国企业所得税法实施条例》，公司符合免征企业所得税条件，预计可以通过备案；子公司三门峡雏鹰农牧有限公司陕县分公司2013年度从事牲畜、家禽的饲养所得企业所得税免税已经河南省陕县国家税务局备案；子公司三门峡雏鹰农牧有限公司渑池分公司2013年度从事牲畜、家禽的饲养所得企业所得税免税已经河南省渑池县国家税务局备案；子公司三门峡雏鹰农牧有限公司卢氏分公司2013年度从事牲畜、家禽的饲养所得企业所得税免税已经河南省卢氏县国家税务局备案；子公司郑州雏鹰蔬菜种植有限公司2013年度蔬菜种植销售所得企业所得税免税已经新郑市国家税务局薛店税务分局备案。

总体看，公司是一家大型现代化养殖企业，目前已建成全产业链的一体化经营模式，生猪养殖生产能力和市场占比居行业前列；具有良好的市场声誉；生产环节的现代化程度较高；区域发展环境良好。

## 五、公司管理

### 1. 治理结构

公司建立了较为完善的法人治理结构，制定了以《股东大会议事规则》、《董事会议事规则》、《监事会议事规则》、《总经理工作细则》等为主要架构的规章制度，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成科学有效的职责分工和制衡机制。

目前公司董事会由 11 名董事组成，包括独立董事 4 人，董事长、副董事长各 1 人，独立董事占比超过三分之一。监事会是公司的监督机构，负责公司对董事、经理的行为及公司财务进行监督。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总经理受董事会的委托负责日常的经营管理、组织实施董事会决议并接受董事会和监事会的监督。

在日常经营中，公司本部主要行使管理职能，各个子公司的经营自主性较强。子公司均有各自的财务部门，但是财务人员由公司委派，执行统一的财务制度，以实现公司对所有子公司的掌控和协调。

总体看，公司法人治理结构较完善，已按现代企业治理要求逐步建立健全相关框架及制度。

### 2. 管理体制

公司根据所处行业、经营方式、资产结构等特点，结合公司业务具体情况，在内部生产、质量控制、经营管理、财务会计、投资管理等方面建立了相应的内部控制制度，涵盖公司经营管理的主要环节。从实际情况看，公司通过统一管理的方式实现规模经营，包括统一采购、统一供料、统一供种、统一防疫、统一流程、统一销售。

根据自身经营管理需要，公司分别设置了饲料生产、养殖、采购、财务、营销、内部控制、风险法务以及战略投资等 20 个职能部门（详见附件 1），各职能部门之间职责划分较为明确，在业务开展中既保持了应有的独立性，也能保持协作的顺畅。在经营过程中，公司还积极推进企业的资源管理与办公系统的现代化建设，2012 年 9 月，公司开始在内部试运行 ERP 系统，通过信息、技术与管理的相互结合，进一步提高管理水平。

在质量管理方面，公司在扩大养殖规模的同时，坚持绿色环保、健康安全的观念。公司对畜禽产品生产经营链中的各个环节进行严格把关和监控，并协同合作农户、终端经销商、中间商等所有经营链条环节人员，参与、实施全面的质量管理体系，保证产品的质量安全。

在食品安全方面，公司通过了 ISO9001 国际质量管理体系认证，同时募投建设了“食品安全追溯管理系统”，提取生产、加工、流通、消费等供应链环节消费者关心的公共追溯要素，建立了食品安全信息数据库，通过分类统计、多点追踪、标记管理，实现了产品的全流程管理，确保了产品品质的可控性。

公司实行统一的财务制度，各控股子公司必须严格执行。尽管各级子公司的独立性较强，设立了各自的财务部门，但为了加强整体管理，公司对所有子公司的财务人员统一派遣和管理，保证资金的安全及公司资金的使用效率。

总体看，公司部门设置齐全，内部管理制度较为健全，管理运作情况良好。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司是一家拥有多年经验的大型养殖企业，建立了包括饲料生产、种猪繁育、生猪养殖、种

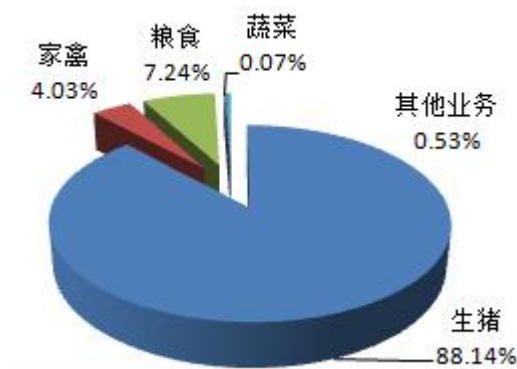
蛋生产、鸡苗孵化，技术研发、疫病防治等在内的一体化经营模式，产业链较为完整，抵御市场风险的能力较强。

2010年9月完成首发上市后，公司借助资本市场的融资优势，积极推进募投项目，经营规模逐步扩大。从近三年公司经营发展趋势看，公司的种猪养殖、肉猪饲养、肉猪屠宰的产能和销售规模不断提升，相应带动整体收入规模保持增长趋势，2011~2013年公司营业收入和净利润的复合增长率分别为19.87%和-57.90%。2014年1~3月，公司实现营业收入30,731.46万元，利润总额-8,050.73万元，净利润-8,266.54万元。其中，营业收入较上年同期下降23.28%，利润总额和净利润也均出现较大跌幅。2013年以来商品肉猪价格持续下跌，并延续到2014年1季度，行业长时间陷入深度亏损。受此影响，公司2013年营业利润出现大幅下滑，2014年1季度出现经营亏损。

#### 主营业务构成

近三年，公司主营业务收入中，生猪产品的占比最高，达88.14%；家禽、粮食和蔬菜产品的占比较小（图6）。

图6 2013年公司主营业务收入构成情况



资料来源：公司年报

公司的蔬菜、生鲜冻品的生产与销售业务于2012年开始产生效益（表1）。公司利用养殖过程中产生的大量畜禽粪便，将其加工成生物有机肥，用于无公害蔬菜的种植，实现了蔬菜种植与畜牧养殖业务的紧密连结，形成循环可持续发展的供应链。2010年12月，公司成立了全资子公司吉林雏鹰农贸有限公司，主要从事粮食收购、农副产品购销及加工业务。2011年初，公司的粮食产品业务投入运营。

#### 主营业务收入及成本变化

随着生产经营规模的逐步扩大，近三年公司的主营业务收入及成本逐年增长。受原材料成本上涨、猪肉价格波动下行的影响，公司近年来主营业务毛利率呈现下降趋势，但整体仍处于较高水平。

2013年公司主营业务收入为184,799.98万元，较上年增长了17.99%；但受玉米、豆粕等原材料成本上涨的影响，公司主营业务成本增长较快，使得公司主营业务毛利率相应地由2012年的30.93%下降到了2013年的24.21%。

公司主营业务收入中生猪产品所占比重较大，2011~2013年生猪产品毛利率分别为42.14%、33.99%和27.15%，呈下降趋势，主要是受原材料成本上涨、猪肉价格波动下行等因素的影响所致（表1）。

表 1 公司近三年主营业务收入、主营业务成本构成及主营业务毛利率情况 单位：万元

| 项目   | 2013 年     |            |        | 2012 年     |            |        | 2011 年     |           |        |
|------|------------|------------|--------|------------|------------|--------|------------|-----------|--------|
|      | 主营业务收入     | 主营业务成本     | 毛利率(%) | 主营业务收入     | 主营业务成本     | 毛利率(%) | 主营业务收入     | 主营业务成本    | 毛利率(%) |
| 生猪产品 | 162,875.37 | 118,653.06 | 27.15  | 136,135.27 | 89,864.94  | 33.99  | 117,090.46 | 67,754.30 | 42.14  |
| 家禽产品 | 7,445.84   | 9,029.57   | -21.27 | 8,260.06   | 9,019.38   | -9.19  | 10,021.60  | 8,588.65  | 14.30  |
| 粮食   | 13,380.33  | 11,574.55  | 13.50  | 7,518.14   | 6,415.47   | 14.67  | 2,656.65   | 2,399.74  | 9.67   |
| 蔬菜   | 120.84     | 129.23     | -6.94  | 130.72     | 110.04     | 15.82  | -          | -         | -      |
| 生鲜冻品 |            |            |        | 4,640.88   | 3,387.20   | 27.01  | -          | -         | -      |
| 其他   | 977.59     | 671.74     | 31.29  | 1,139.05   | 216.85     | 80.96  | 240.75     | 170.68    | 29.11  |
| 合计   | 184,799.98 | 140,058.15 | 24.21  | 157,824.12 | 109,013.88 | 30.93  | 130,009.46 | 78,913.37 | 39.30  |

资料来源：公司年报

## 2. 原材料采购

公司采购的原材料主要包括饲料原料、纯种猪、父母代种鸡苗、疫苗兽药等。公司饲料原料中玉米主要从河南省内种植农户和东北地区采购，豆粕主要来自于河南、江苏等地法人供应商；纯种猪主要从北京、安徽等地采购；父母代种鸡苗主要从广东、广西种鸡祖代场采购；兽药及疫苗主要从国内外厂家或经销商采购。

正常情况下，公司按照生产计划按月采购，一般保证 15 天左右的安全库存量。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。原料的运输主要采用铁路运输的方式。公司拥有位于京广铁路线上的铁路运输专用站，大大增强了公司产品的外运能力，也大幅降低了各大宗原料的购进运输成本。

玉米、豆粕等饲料原料的成本占公司主营业务成本的60~70%，其价格变动对公司主营业务成本及毛利率的影响较大。从近三年公司主要原料价格看，受国内农产品价格上涨的影响，近三年公司玉米、豆粕的年采购均价均呈现单边上升态势（表2），其中2013年玉米平均采购价格达到了2,350元/吨，较上年增长了10.85%；豆粕方面，2013年平均采购价为4,090元/吨，较上年上涨了13.93%。

表 2 2011~2013 年公司原料采购均价情况

| 原材料 | 2013 年度      |          | 2012 年度      |          | 2011 年度      |
|-----|--------------|----------|--------------|----------|--------------|
|     | 均价<br>(元/千克) | 同比变化 (%) | 均价<br>(元/千克) | 同比变化 (%) | 均价<br>(元/千克) |
| 玉米  | 2.35         | 10.85    | 2.12         | 0.47     | 2.17         |
| 豆粕  | 4.09         | 13.93    | 3.59         | 10.80    | 3.24         |

资料来源：公司提供

通过对原材料市场行情的分析，公司会及时调整各月的采购量，以规避原料价格波动对生产成本的影响。总体看，近三年原料价格的波动也为公司控制生产成本带来一定经营压力。

## 3. 生产情况

公司采取颇具特色的“雏鹰模式”，对公司与农户间的养殖合作进行标准化管理。即以大型养殖企业为龙头，将广大农户纳入公司基地的养殖小区，按照“统一供苗、统一供料（公司无害化饲料）、统一分阶段（标准化流程作业）、统一技术管理、统一疫病防治、统一销售”的服务标准，

对整个生产流程进行控制。“六统一”的生产模式使得公司在生产稳定性、疫病可防控性、食品安全、规模化经营等方面具有较强的竞争优势。

#### 饲料生产

公司目前已拥有 3 个饲料厂，形成了年产饲料 30 万吨的生产能力（表 3）。随着公司募投项目建设的推进，公司的饲料产能有望进一步增长。未来公司计划新建 2 个饲料厂，产能分别为 30 万吨/年、40 万吨/年。

公司生产的饲料全部满足公司内部生产所需，不存在对外销售情况。

表 3 2011~2013 年公司饲料产能、产量情况

|          | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 |
|----------|--------|--------|--------|
| 产能（万吨）   | 30     | 30     | 30     |
| 产量（万吨）   | 24.78  | 28.30  | 28.61  |
| 产能利用率（%） | 82.60  | 94.33  | 95.37  |

资料来源：公司提供。

#### 种猪及肉猪的饲养及屠宰

在生猪繁育体系中，公司通过单一品种纯种猪配种选育产出纯种猪；不同品种纯种猪之间杂交产出二元种猪；二元种猪（母）与杜洛克公猪杂交产出三元猪（详见附件 3-1、3-2）。

公司的种猪及肉猪饲养场局部封闭，人员流动少，便于疫病的综合防控。2006 年华东地区爆发猪蓝耳病时，公司的种猪、肉猪饲养未受到明显影响。截至 2013 年底，公司共有种猪场 13 个。种猪生产周期合计约为 180 天，肉猪的饲养生产周期合计约 90 天。

公司的种猪存栏数、仔猪和肉猪产量呈逐年增长趋势。2013 年公司生猪业务总出栏量 169.5 万头，同比增长 10.96%；销售总量 156.60 万头，同比增长 5.13%。2013 年全年商品仔猪销售量为 117.01 万头，同比减少 0.11%；商品肉猪销售量为 32.36 万头，同比增加 20.21%；二元种猪销售量为 7.23 万头，同比增加 47.55%。公司 2013 年度生猪屠宰销售量、生产量同比增长较多，主要原因是随着公司产业链的延伸，生猪屠宰生产量增加。屠宰业务仅对公司内部，因 2013 年以来市场行情低迷，产能利用率较低，各项成本费用较高，使得屠宰业务出现亏损。

表 4 2011~2013 年公司生猪产量情况

| 项目       |         | 2011 年 | 2012 年   | 2013 年    |
|----------|---------|--------|----------|-----------|
| 生猪<br>养殖 | 销售量（万头） | 102.40 | 148.96   | 156.60    |
|          | 生产量（万头） | 126.78 | 152.76   | 169.50    |
| 生猪<br>屠宰 | 销售量（吨）  | --     | 2,863.89 | 11,194.77 |
|          | 生产量（吨）  | --     | 3,705.50 | 12,657.56 |

资料来源：公司提供

近年来，随着居民猪肉消费水平的不断提高，下游客户的生猪需求量和终端消费者的冷鲜肉需求量均不断增加。尽管公司的生猪养殖规模逐年扩大，然而目前的饲养产能与屠宰加工能力尚不能充分满足客户的订单需求，规模效益未能得到充分体现，因此，公司未来的发展重心仍然是进一步提升生产经营规模和提高利润水平。

#### 种鸡、种蛋和肉鸡生产

公司种鸡养殖场分为育雏育成场、种鸡场。育雏育成场主要用于育雏外购父母代鸡苗，并育成为合格种鸡，分别需要 30 天左右的养殖周期；种鸡场主要用于成熟种鸡的养殖，转入种鸡场养殖的种鸡继续饲养 3-4 个月后经人工授精开始产蛋。

公司对整个饲养期内未选留的种鸡进行销售，死鸡进行无害化处理；种蛋产出后，公司技术人员按照标准对种蛋进行多次挑选，不合格种蛋直接销售，合格种蛋依据市场行情以及公司孵化场产能，部分对外销售，部分转入孵化场生产商品代鸡苗后销售。种鸡及种蛋生产流程详见附件 3-3。

公司的育雏育成场和种鸡场出于防疫的要求，也采取了“分散养殖、统一管理”的养殖方式，各养殖场分布在不同的区域。截至 2013 年底，公司在用种鸡育雏育成场 2 个、种鸡场 6 个、蛋鸡场 1 个。

#### 疫病控制

在疫病防控方面，公司制定了严格的疫病防控制度，包括消毒、预防、免疫、监测等卫生防疫措施，并设有专业的兽医及防疫团队，从前期的猪舍项目选址、种猪的选配和培育，到后期的育肥等环节，都建立了严格的疫病防控管理体系。公司严格执行生物安全措施，通过“分散养殖、封闭管理”的手段降低疫病的传播与交叉感染；每季度进行一次免疫检测，定期进行免疫注射；并确立了发生疫情后立即报告、封锁疫点、无害化处理病死猪并进行紧急预防接种的预案。

#### 4. 销售情况

公司的销售产品主要包括商品仔猪、二元种猪、商品肉猪以及部分家禽产品。公司根据销售产品的最终对象和特点，采取经销商、中间商、直接销售相结合的方式组织销售。

商品仔猪和二元种猪的终端客户大部分为产业链较短的中小规模养殖场和散养户，客户地域分布较分散。出于销售成本和渠道的考虑，公司商品仔猪全部通过区域经销商代理销售。由于当地中牟县的生猪市场较活跃，生猪散养户较多，公司在该地区销量较大。

商品肉猪的终端客户包括肉制品加工企业及专业屠宰企业。公司的大部分肉猪采用直销方式销售，其余部分通过中间商对外销售。主要销售对象包括上海五丰、双汇发展、河南众品和一部分屠宰场。

2012 年起，公司积极推出了猪肉的专卖店销售模式，通过与代理商合作的方式，逐步扩大屠宰冷鲜肉在全国各地的经销业务，并通过主打“雏牧香”、藏香猪等高端猪肉产品，进一步提高公司的品牌知名度。2013 年底公司在河南、上海、北京开设了近 200 家专卖店，为向下游进一步拓展奠定了良好的基础。

从客户集中度看，2013 年公司对前五大客户销售实现收入合计占比为 20.62%，总体看，公司对大型猪肉加工企业的销售依赖度较高，但销售额分布相对均匀，公司下游客户相对稳定。

表 5 2013 年公司对前五大客户销售情况

| 客户名称 | 销售额（万元）   | 总额占比（%） |
|------|-----------|---------|
| 第一名  | 11,438.00 | 6.12    |
| 第二名  | 9,533.99  | 5.10    |
| 第三名  | 7,232.73  | 3.87    |
| 第四名  | 5,271.90  | 2.82    |
| 第五名  | 5,066.54  | 2.71    |
| 合计   | 38,543.16 | 20.62   |

资料来源：公司提供

生猪产品销售价格是影响公司生猪产品营业收入的主要因素。近三年，公司生猪产品销售价格情况如下（表 6）

表 6 2011~2013 年公司生猪产品销售均价

| 项 目         | 2013 年度  |          | 2012 年度  |          | 2011 年度  |
|-------------|----------|----------|----------|----------|----------|
|             | 均价       | 同比变化 (%) | 均价       | 同比变化 (%) | 均价       |
| 商品仔猪 (元/千克) | 26.78    | -5.04    | 28.20    | -13.95   | 32.77    |
| 商品肉猪 (元/千克) | 14.70    | -3.23    | 15.19    | -12.90   | 17.44    |
| 二元种猪 (元/头)  | 1,589.69 | -2.03    | 1,622.67 | -21.78   | 2,074.42 |

资料来源：公司提供

国内生猪价格经历了长时间的下滑，公司生猪销售均价逐年下降，但 2013 年的下降幅度已有所趋缓。2013 年以来，终端冷鲜肉销售对公司利润下滑的影响较大。终端冷鲜肉销售主要通过“雏牧香”专卖店销售冷鲜肉。由于市场推广、品牌宣传等销售网络建设支出较大，使得公司销售费用、管理费用增加较多，对公司利润影响较大。公司将不断增加终端销售环节的产品种类，逐步推出熟食、火腿、速冻食品等高附加值产品，随着公司营销模式拓展、产品种类丰富，有利于提升终端销售环节的盈利水平。

整体来看，近年来公司专注于发展主业，借助于资本市场的融资优势不断扩大经营规模。公司的产品质量和品牌美誉度受到客户认可，产品销售量逐年扩大，实现收入的较快增长，其整体经营发展趋向良好。

#### 5. 关联交易

公司关联交易主要来自于与控股股东及实际控制人控制或重大影响的相关企业的相关资金及业务往来。近三年，除贷款及理财融资工具担保外，公司无重大关联交易。

总体来看，关联交易对公司的财务状况和经营成果不构成重大影响。

#### 6. 经营效率

近三年公司应收账款周转次数、存货周转次数等指标呈现一定波动。其中，2011~2013 年公司应收账款周转次数分别为 32.85 次、26.94 次、28.50 次，呈小幅波动趋势。应收账款余额、营业收入的复合增长率分别为 12.76%和 19.87%，差异较小。2011~2013 年公司存货周转次数分别为 1.66 次、1.22 次、1.11 次，呈现逐年下降态势，这是由于随着公司规模的逐步扩大，但猪肉价格在 2011 年持续上行后于 2012 年初进入下行区间，对公司的生猪销售产生了一定影响。随着公司资产规模的扩大，总资产周转次数呈现波动下降态势，2011~2013 年分别为 0.60 次、0.45 次、0.35 次。

从同行业三家企业比较情况看（表 7），公司存货周转率和总资产周转率处于行业平均水平；应收账款周转率处于行业较低水平。从实际情况看，由于公司为全产业链模式，其资产规模和资本支出相对较大，相关周转率指标水平在行业中相对较低；同时，公司的经营规模在行业中处于中等水平，对应收账款及存货的实际管理情况良好，资产运营处于较高效率的状态。

表7 生猪产业类上市公司2013年经营效率指标 单位：次

| 证券代码      | 证券简称 | 存货周转率 | 应收账款周转率 | 总资产周转率 |
|-----------|------|-------|---------|--------|
| 002477.SZ | 公司   | 1.11  | 28.50   | 0.35   |
| 000860.SZ | 顺鑫农业 | 1.02  | 65.80   | 0.69   |
| 000735.SZ | 罗牛山  | 2.01  | 35.56   | 0.40   |

注：此处同业比较数据引自 wind 资讯，相关财务指标与本报告后面附表可能会存在一定差异，如应收账款周转次数和存货周转次数采用净额计算，下同。

总体看，公司经营效率运作水平较高。

## 7. 重要事项

### 首次募集资金使用情况

2010年9月，经中国证监会证监发行字[2010]1140号文核准，公司首次公开发行人民币普通股（A股）0.3350亿股，募集资金总额为117,250.00万元，承诺投资总额108,622.85万元，截至2013年底累计投入总额106,487.25万元。其中，募集资金投资总额为49,753.16万元，占承诺投资额的46.72%；超募资金投资总额为56,734.09万元，占承诺投资额的53.28%。

公司的募集资金主要投向“年出栏60万头生猪产业化基地项目”、“年产40万吨饲料生产建设项目”、“科研培训中心建设项目”和“食品安全追溯管理系统工程”四个战略规划项目；超募资金主要投向冷鲜肉屠宰加工项目和粮食生产储运公司吉林农贸，IPO募投项目均已达产（表8）。

表8 截止2013年底公司募投项目实施情况

| 承诺投资项目             | 募集资金投资总额<br>(万元)  | 截至期末投入进度<br>(%) | 截至期末累计投入金额<br>(万元) | 预计/已达产日期        | 本年度实现的效益<br>(万元) |
|--------------------|-------------------|-----------------|--------------------|-----------------|------------------|
| 承诺投资项目             |                   |                 |                    |                 |                  |
| 年出栏 60 万头生猪产业化基地项目 | 42,125.37         | 95.85           | 40,378.47          | 2013 年 6 月      | 11,198.60        |
| 年产 40 万吨饲料生产建设项目   | 5,029.63          | 100.53          | 6,913.32           | 2013 年 7 月      |                  |
| 科研培训中心建设项目         | 3,634.27          | 97.85           | 1,748.51           | 2012 年 6 月      |                  |
| 食品安全追溯管理系统建设项目     | 1,157.00          | 61.61           | 721.86             | 2013 年 9 月      |                  |
| <b>承诺投资项目小计</b>    | <b>51,946.27</b>  |                 | <b>49,753.16</b>   |                 | <b>11,198.60</b> |
| 超募资金投向             |                   |                 |                    |                 |                  |
| 对外投资设立吉林雏鹰农贸全资子公司  | 5,000.00          | 100.00          | 5,000              | 2010 年 12 月     | 1,128.79         |
| 投资建设冷鲜肉屠宰加工项目（新郑）  | 7,536.00          | 100.70          | 7,588.89           | 2013 年 7 月      | -237.97          |
| 投资建设冷鲜肉屠宰加工项目（开封）  | 8,000.00          | 100.06          | 8,004.62           | 2012 年 7 月 31 日 | -5,137.88        |
| 归还银行贷款             | 27,800.00         | 100.00          | 27,800.00          |                 |                  |
| 补充流动资金             | 8,340.58          | 100.00          | 8,340.58           |                 |                  |
| <b>超募资金投向小计</b>    | <b>56,676.58</b>  |                 | <b>56,734.09</b>   |                 | <b>-4,247.06</b> |
| <b>合计</b>          | <b>108,622.85</b> |                 | <b>106,487.25</b>  |                 | <b>6,951.54</b>  |

资料来源：公司提供。

### 增发事项

2013年6月26日、2013年7月15日，公司分别召开了第二届董事会第八次会议和第二次临时股东大会，审议通过了《关于公司非公开发行股票方案的议案》，公司拟向特定对象非公开发行境内上市人民币普通股（A股），募集资金总额不超过 82,000.00万元（含82,000.00万元），扣除发行费用后用于偿还银行贷款、补充流动资金。

2014年1月28日，公司增发股份正式上市，实际募集资金79,496.82万元，本次非公开发行的发行对象为公司控股股东、实际控制人侯建芳先生，发行完成后侯建芳先生合计持有公司股份48,145.84万股，合计持股比例为51.27%。公司实际控制人参与认购，显示了对公司未来发展的信心。

### 其他

2013 年 1 月 29 日，公司召开的第二届董事会第六次会议审议通过了《关于对公司养殖场进

行改造升级的议案》。投资 1.7 亿元对现有年出栏 165 万头仔猪产能的养殖场及年出栏 32 万头育肥猪产能的养殖场进行技术革新，改造升级，提高单位养殖效率。改造升级后，每年将为公司相应节约养殖成本不低于 6,000 万元。

总体看，公司的重点项目建设进度合理，均已投入运营并已产生效益；同时，公司通过向实际控制人定向增发股票，资本金实力及抗风险能力明显增强。

## 8. 经营关注

联合评级关注到，动物疫病、食品安全、原材料成本上涨、生猪价格波动以及资本性支出压力等因素均会对公司的整体经营情况产生一定影响。

### 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。

### 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，合计占公司原材料采购总额的 50%左右。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。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。

### 产品价格波动风险

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。2011 年，生猪产品销售价格不断上涨，公司实现主营业务毛利率 39.30%，较 2010 年的 25.67%增长了 13.63 个百分点；2012 年后猪肉价格出现较大幅度的下跌，2013 年公司实现主营业务毛利率跌至 24.21%，公司短期内盈利面临一定程度的波动压力。

### 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，2011~2013 年公司投资活动现金流出分别为 6.04 亿元、11.79 亿元和 11.04 亿元，逐步增大的资本性投入将使公司面临一定的投融资压力。为了满足消费者对无公害生猪产品的需求，公司在三门峡市投资建设的 100 万头生态猪养殖项目，总投资规模 40 亿元，占用荒山、荒坡、荒地面积约 40 万亩，通过种养结合、土地轮牧等方式，实现了生猪的生态化养殖。虽然项目分阶段投产后回笼的现金可作为下一阶段的资本金投入，但公司仍面临一定的资本性支出压力。

## 9. 未来发展

公司的发展目标是成为拥有饲料生产、疫病防治、种猪繁育、生猪养殖、生猪屠宰、肉制品加工完整产业链的国内生猪养殖龙头企业。未来三年，公司计划以生猪行业规模化发展为目标，进一步扩大生猪养殖规模，2014 年生猪出栏量计划达到 210 万头~240 万头；同时优化产品结构，丰富肉制品加工产品种类，满足消费者多元化的消费需求；并提供高附加值产品比重，增强公司

的盈利能力，促进公司的可持续发展。

战略规划方面，公司将继续扩大生产规模：新建养殖基地以满足生产需要；改进生产工艺，提升场舍、设备的科技含量，降低单位养殖成本；搭建专业的育种队伍，不断提高育种水平；优化成本配方，提高饲料性价比。同时，公司还将进一步完善标准化的生产经营模式，降低生产成本，提高产品质量，保证食品安全。

品牌建设方面，公司将充分利用“雏牧香”生态肉、藏香猪等高端品牌的市场凝聚效应，以专卖店为载体，向高端猪肉市场进军。目前，“雏牧香”专卖店已经在河南、上海和北京开设将近200家。未来三年，公司将进一步扩大雏鹰冷鲜肉及高端生态肉的售卖规模，通过建立完整的营销创新模式，在新的领域赢得市场。同时，公司还将进一步完善和改进品牌宣传战略，加大品牌宣传力度，使“雏鹰”不仅成为国内知名的畜禽品牌，而且逐步成为国际知名品牌。

整体来看，公司作为一家具有多年畜禽养殖经验的专业生产企业，具有在技术、品牌和资金上的多重优势，随着公司未来发展规划的落实，其长期发展前景广阔。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司2011年度财务报表已经京都天华会计师事务所有限公司审计，2012年度及2013年度财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，三年均出具了标准无保留审计意见。公司2014年一季报财务数据未经审计。2007年公司开始执行财政部2006年2月15日颁布的《企业会计准则》，近三年公司会计政策连续，合并范围变化不大，财务可比性强。

截至2013年底，公司合并资产总额626,715.68万元，负债总额403,690.58万元，所有者权益（含少数股东权益）223,025.10万元。2013年公司实现合并营业收入186,807.34万元，净利润（含少数股东损益）7,596.55万元。经营活动产生的现金流量净额23,468.48万元，现金及现金等价物净增加额905.31万元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额655,237.25万元，负债总额360,712.67万元，所有者权益（含少数股东权益）294,524.58万元。2014年1~3月，公司实现合并营业收入30,731.46万元，净利润（含少数股东损益）-8,266.54万元。经营活动产生的现金流量净额-24,941.25万元，现金及现金等价物净增加额5,064.72万元。

### 2. 资产质量

近三年公司资产规模年均复合增长率达到56.65%。截至2013年底，公司资产总额626,715.68万元，其中流动资产和非流动资产分别占比39.51%和60.49%，非流动资产占比略高。

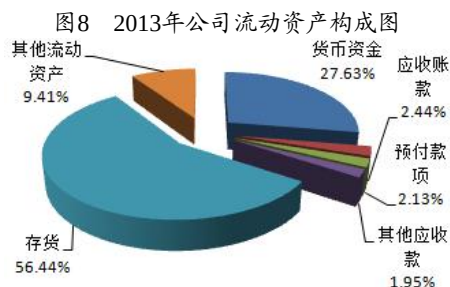
#### 流动资产

近三年公司流动资产逐年稳步上升，复合增长率达到34.74%。截至2013年底，公司流动资产合计247,640.26万元，其中货币资金占27.63%，存货占56.44%，这两项是流动资产构成的主要来源（图8）。

近三年，公司货币资金逐年平稳增长，复合增长率达到7.76%。截至2013年底，公司货币资金账面金额为68,425.72万元，以银行存款为主。

近三年，公司应收账款逐年平稳增长，复合增长率达到12.81%。截至2013年底，公司应收账款净额6,040.07万元，较上年下降5.81%。从账龄结构来看，应收账款中账龄在一年以内的占99.99%。公司按应收账款账龄分类计提了坏账准备，2013年底公司累计计提坏账准备317.92万元。

公司对下游销售客户制定了较为严格的销售政策，货款回收质量较高，其账龄大部分均在信用期内（6个月以内），期末需要计提的坏账准备金额较小。



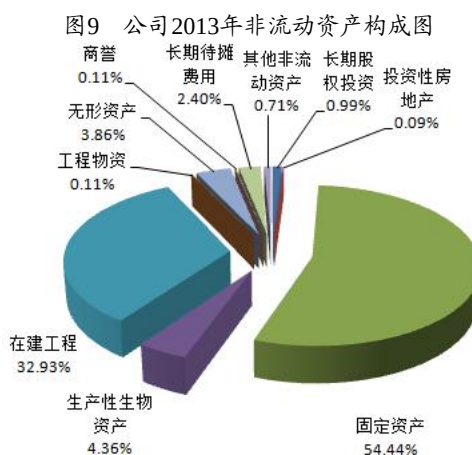
资料来源：公司年报

近三年，公司存货净额逐年增长，复合增长率达到46.09%。截至2013年底，公司存货净额为139,766.08万元。从存货构成上看，公司存货以原材料、消耗性生物资产（即商品肉猪、仔猪、种鸡）和库存商品为主，2013年上述三项在存货中的占比分别为68.22%、26.72%和4.42%。结合生产经营及销售实际情况，受外部市场价格波动影响，2013年公司累计计提存货跌价准备93.40万元。

公司预付款项主要来自于预付的材料和设备款。截至2013年底，公司预付款项为5,278.81万元，较上年下降了34.26%，主要是当期结算原料款所致。

#### 非流动资产

随着经营规模的不断扩大，近三年公司非流动资产逐年增长，复合增长率达到78.48%。截至2013年底，公司非流动资产合计379,075.42万元，其中固定资产占比为54.44%，在建工程占比为32.93%，是非流动资产的主要构成部分（图9）。



资料来源：公司年报

随着公司IPO项目的逐步建成，公司固定资产账面净值相应增长，三年复合增长率为138.78%。截至2013年底，固定资产账面净值合计206,358.49万元，主要包括房屋建筑物（占82.38%）和机器设备（占11.61%）。截至2013年底，公司累计计提折旧达到20,758.76万元，固定资产成新率为89.89%，成新率较高。

近三年，公司在建工程复合增长率达到48.61%。截至2013年底，公司在建工程为124,846.82万元，主要为在建的陕县生态猪养殖产业化项目、卢氏生态猪养殖产业化项目、年出栏40万头生猪产业化基地项目等公司重点拓展的大型生态养殖项目。除此之外，公司2013年底生产性生物资

产（即种猪）账面净值为 16,525.63 万元。

随着公司 IPO 募集资金的陆续使用，公司的生产规模和建设投入大幅增加，资产总额逐年增大。截至 2014 年 3 月底，公司资产总额为 655,237.25 万元，较年初增长 4.55%，资产构成较年初变化不大。

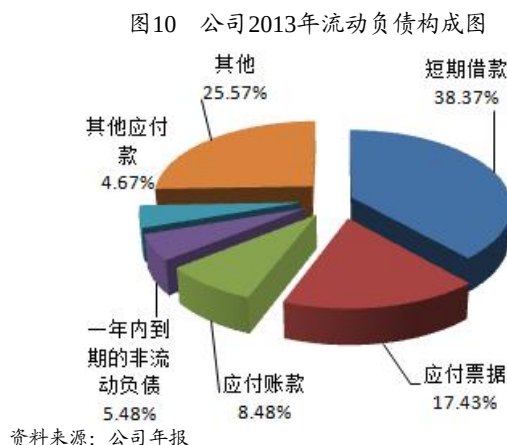
总体看，公司近三年资产呈稳步上升态势，资产构成以非流动资产为主，符合公司所在行业特征，整体资产质量尚可。

### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

2010 年以来，随着公司业务不断发展，为满足多个大型生态养殖项目的前期投入需求，公司逐步增加了有息债务规模，整体负债水平相应提升。截至 2013 年底，公司负债总额为 403,690.58 万元，其中流动负债占 80.43%。相对于公司长期资产为主的资产构成而言，负债结构有待进一步改善。

截至 2013 年底，公司流动负债合计 324,698.71 万元，其中短期借款占 38.37%、其他流动负债占 23.47%、应付票据占 17.43%、应付账款占 8.48%、其他应付款占 4.67%、一年内到期的非流动负债占 5.48%（图 10）。



截至 2013 年底，公司短期借款 124,600.00 万元，较上年增长了 103.26%，主要是公司规模不断扩大，增加银行借款以满足规模扩大资金需求所致，包括信用借款、抵押借款和保证借款。

截至 2013 年底，公司应付票据为 56,600.00 万元，较上年增长了 243.03%，主要是采取的银行承兑汇票及商业承兑汇票结算方式增加所致。随着公司生产规模不断扩大，应付账款逐年增加，截至 2013 年底应付账款为 27,521.82 万元，较上年增长了 152.34%。

截至 2013 年底，公司一年内到期的非流动负债为 17,800.00 万元，为一年内到期的长期借款。

截至 2013 年底，公司其他流动负债合计 76,212.61 万元，为发行的短期融资券和委托民生银行发行的理财直接融资工具。

公司非流动负债主要是长期借款，2013 年底长期借款余额为 64,000.00 万元。其中 88.02% 为保证借款，11.98% 为抵押借款（抵押物为公司房产和土地使用权）。

2013 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为 64.41%、54.11% 和 22.30%，公司整体债务负担一般。

截至 2014 年 3 月底，公司负债合计 360,712.67 万元，较年初减少 10.65%，主要是由于应付

票据、应付账款和长期借款的减少所致，负债结构与年初相比变化不大。

总体看，公司目前负债水平一般，有一定的债务负担，负债中流动负债占比较高，负债结构有待进一步改善。

#### 所有者权益

近三年公司所有者权益以年均 7.05% 的速度增长，截至 2013 年底，公司所有者权益合计 223,025.10 万元，其中归属于母公司所有者权益占比 93.93%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 38.31%，资本公积占 24.05%，盈余公积占 5.13%，未分配利润占 26.45%。公司所有者权益中资本公积主要是由于股本溢价所致。

截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计为 294,524.58 万元，较年初增长了 32.06%，主要是一季度公司增发新股所致。此次增发成功后，公司实收资本与资本公积的规模进一步提高，所有者权益结构的稳定性也进一步增强。

#### 4. 盈利能力

近三年，公司营业收入年均复合率达到 19.87%，主要是公司经营规模扩大，产业链延伸，销售量增加所致，2013 年公司实现营业收入 186,807.34 万元，较上年增长 17.99%；2013 年公司实现净利润 7,596.55 万元，较上年下降 74.87%，净利润下降的主要原因是 2013 年生猪行情持续低迷，公司主要产品商品仔猪和商品肉猪的年均售价均下降，加之公司经营规模扩大导致相关成本费用增加，导致公司整体盈利水平大幅下降所致。从期间费用方面来看，公司三项费用在 2011~2013 年营业收入中的占比分别为 6.71%、12.09% 和 22.35%，费用收入占比逐年上升，表明公司对费用的控制力度有待加强。

利润构成方面，2011~2012 年公司利润总额主要来自于主营业务产生的经营性利润，营业外收入占利润总额的比重很小；但 2013 年公司营业利润大幅下滑，营业外收入对于利润总额的贡献迅速提升。

从盈利指标看，受生猪产品市场价格下降的影响，带动公司主营业务毛利率呈下降趋势，近三年主营业务毛利率分别为 39.30%、30.93%、24.21%。公司收入和利润仍主要来自商品肉猪及商品仔猪产品，随着公司产能的扩大资本性支出也不断扩大，同时受“猪周期”下行趋势的影响三项费用也成上升趋势，公司净资产收益率和总资产报酬率呈现出下降趋势。（图 11）



表 9 2013 年生猪养殖行业上市公司盈利能力指标比较

| 指 标    | 公司   | 顺鑫农业 | 罗牛山  |
|--------|------|------|------|
| 总资产报酬率 | 3.77 | 3.36 | 2.28 |
| 净资产收益率 | 3.43 | 6.46 | 1.66 |

|       |       |       |       |
|-------|-------|-------|-------|
| 销售毛利率 | 24.21 | 31.20 | 18.34 |
| 销售净利率 | 4.07  | 2.26  | 1.70  |

资料来源：联合评级搜集整理

2014年1~3月，公司实现营业收入30,731.46万元，利润总额-8,050.73万元，净利润-8,266.54万元。其中，营业收入较上年同期下降23.28%，利润总额和净利润也均出现较大跌幅。2014年1季度，商品肉猪价格持续下跌，行业长时间陷入深度亏损。同时随着公司经营规模的扩大，以及进入终端市场，相应的各项费用增加，导致公司当期经营出现亏损。

总体看，随着公司生猪出栏数量逐年增长及“猪周期”下行趋势的影响，公司收入规模增长较快，但整体盈利水平却呈明显下降趋势。未来公司计划拓展营销模式、丰富产品种类来提高产能利用率，随着生猪价格逐步探底回升，公司整体盈利能力有望随之提升。

## 5. 现金流

经营活动方面，近三年随着公司养殖规模的扩大，经营活动现金流入呈增长趋势（年均增长25.08%）；同时，由于原材料价格上涨等原因，经营活动现金流出增长较快（年均增长24.98%），导致经营活动现金流量净额呈现增长状态；经营活动现金流量净额分别为14,821.77万元、-9,088.95万元、23,468.48万元。从收入实现质量来看，2011~2013年公司的现金收入比分别为98.69%、101.52%、103.34%，收入实现质量处于良好水平，且保持基本稳定。

投资活动方面，近三年公司处于建设期，投资性现金流呈现净流出且净流出额逐年增长。2011~2013年，公司投资活动现金流量净额分别为-58,516.15万元、-115,362.66万元和-105,831.90万元，年均增长34.48%。公司经营活动现金流不能满足投资活动的资金需要，有外部融资需求。

筹资活动方面，2012年为满足新建项目的前期投入需求，公司增加了借款规模且发行了4亿元的短期融资券，2013年公司进一步增加了借款规模且增加了短期融资券和新增了理财直接融资的规模，筹资活动现金流入保持较大规模，2011~2013年筹资活动现金流量净额分别为24,336.45万元、105,945.42万元和83,268.73万元。

从公司近三年现金流量情况来看，由于存在着较大的投资资金需求，公司经营活动现金尚不能够覆盖投资支出，存在一定程度的对外融资需求。

2014年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-24,941.25万元；投资活动产生的现金流量净额为-44,459.72万元，主要来自于在建项目的投资支出；筹资活动产生的现金流量净额为74,465.70万元，主要来自于增发新股收到的现金。

总体看，公司经营现金流规模较大，收入实现质量处于正常水平。近年来随着业务规模的扩大，仍有一定的外部融资需求。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力看，近三年公司流动比率和速动比率快速下降，2013年底两项指标分别为0.76和0.33，主要由于一方面公司上市发行募集的资金逐渐投入使用，以生物资产为主的存货规模不断扩大，另一方面短期银行借款增加较快所致，公司短期有一定的支付压力。2013年公司现金短期债务比为0.34倍，公司现金类资产对短期债务的保护能力正常。

长期偿债能力方面，公司2013年底资产负债率为64.41%，较上年提升了13.59个百分点，主要是由于公司银行借款、票据、短期融资券等多种融资产品增加导致负债规模大幅增加所致，但整体看仍处于适中水平；近三年来公司EBITDA呈下降趋势，2013年为39,061.95万元；2013年公司EBITDA利息倍数为2.73倍，较上年有所下降，公司利息支出规模有所上升；2013年公司

EBITDA 全部债务比为 0.15 倍，EBITDA 对全部债务的保护能力一般。整体看，公司目前长期偿债能力一般。

从同行业比较情况来看（表 10），尽管公司近年来负债规模有所增加，与同类上市公司相比，公司资产负债率指标处于适中水平，流动比率和速动比率处于较低水平。

表 10 2013 年底生猪养殖行业上市公司相关指标比较

| 证券代码      | 证券简称 | 流动比率 | 速动比率 | 资产负债率 (%) |
|-----------|------|------|------|-----------|
| 002477.SZ | 公司   | 0.76 | 0.33 | 64.41     |
| 000860.SZ | 顺鑫农业 | 1.02 | 0.28 | 76.97     |
| 000735.SZ | 罗牛山  | 1.58 | 0.99 | 57.27     |

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，公司目前负债水平一般，受生猪价格持续下跌影响，公司主业盈利能力较弱，整体偿债能力有待提高。

## 八、本期公司债偿债能力分析

### 1. 本期公司债的发行对目前负债的影响

截至 2014 年一季度末，公司债务总额为 245,444.12 万元，本期拟发行公司债额度为 80,000 万元，总发债额度相对于公司债务规模不大，且由于此次债券募集资金部分将用于偿还银行借款，故对公司整体债务负担影响不大。

以 2014 年 3 月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 32.51%、52.49%和 59.94%，负债水平有所上升，债务负担将有所加重。

### 2. 本期公司债偿债能力分析

以 2013 年底相关财务数据为基础，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金净流量对于本期计划发行 8 亿元公司债的保护倍数分别为 0.49 倍、2.56 倍和 0.29 倍。总体看，上述三项指标对本期债券的覆盖程度正常。

公司本次计划发公司债募集资金 8 亿元，未来若在建项目均能建成投产并顺利运营，加上生猪价格止跌回升，公司盈利能力有望复苏并增强，自有经营现金流有望能够顺利偿还本期债券，对本期债券的偿还能力也会有所提高。

截至 2014 年 3 月底，公司无对外担保（合并口径），不存在对公司财务状况、经营成果、声誉、业务活动、未来前景等可能产生重大影响的未决诉讼或仲裁事项。

公司与各家银行保持着密切的合作关系。截至 2014 年 3 月末，公司共计获得银行授信额度 38 亿元，已使用额度 23.7 亿元，尚有可使用的授信额度。公司作为 A 股上市公司，具有在资本市场融资的便利条件，直接融资渠道畅通。

综合来看，本期债券的发行对于公司继续优化负债结构，补充经营所需资金具有重大意义，同时也将对提升企业竞争力产生积极的影响。

## 九、综合评价

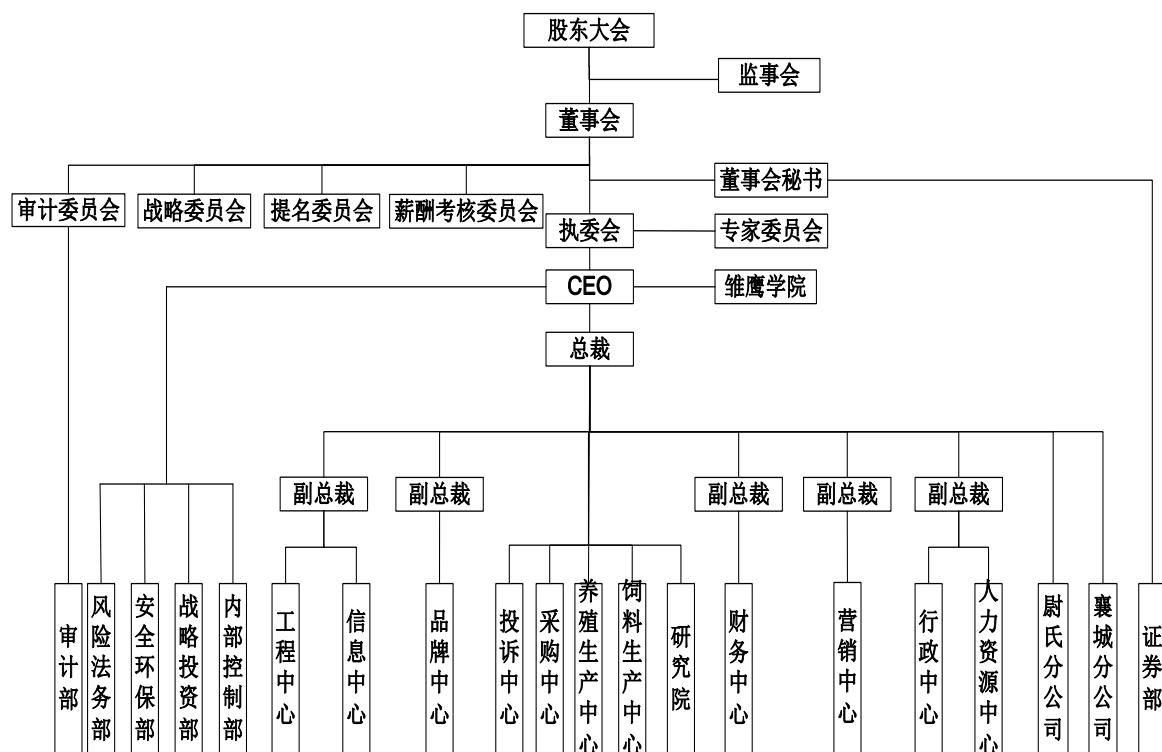
生猪养殖行业得到我国政府相关政策的大力支持，在生猪产量、销量逐步增长的大背景下，随着居民生活水平的提高、饮食消费观念的改变及餐饮业的快速发展，我国生猪产业仍有较大的发展空间。

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、产业链、经营规模和品牌知名度等方面具有较强的竞争优势。公司于 2010 年 9 月 IPO 上市以来，产能规模进一步扩大，全流程产业链优势得以进一步增强。

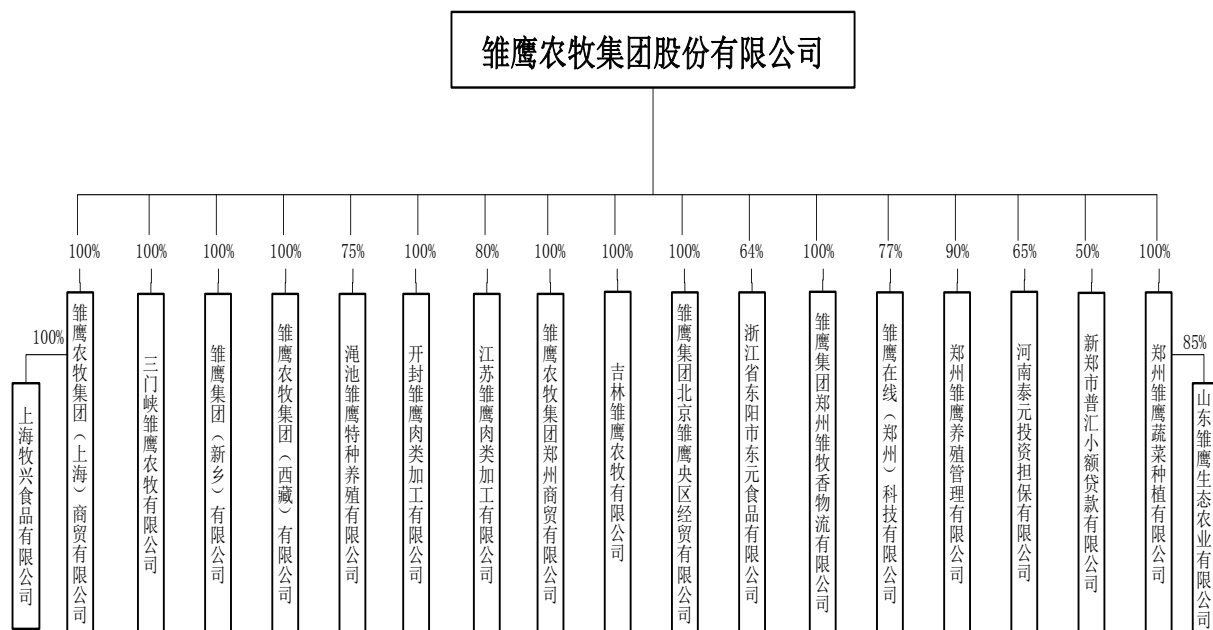
多年来公司一直专注于畜禽养殖业务，积累了丰富的行业经验，在业内取得了稳健的发展和良好的业绩。目前公司资产规模中等，资产质量及现金流状况良好，盈利能力和偿债能力一般。未来随着公司在建项目的建成投产，整体竞争实力将进一步增强，同时随着生猪价格逐渐走出低谷，也将带动公司盈利能力和偿债能力稳步增强。联合评级对公司评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，雏鹰农牧本期拟发行的不超过8亿元公司债券到期不能偿付本息的风险较低。

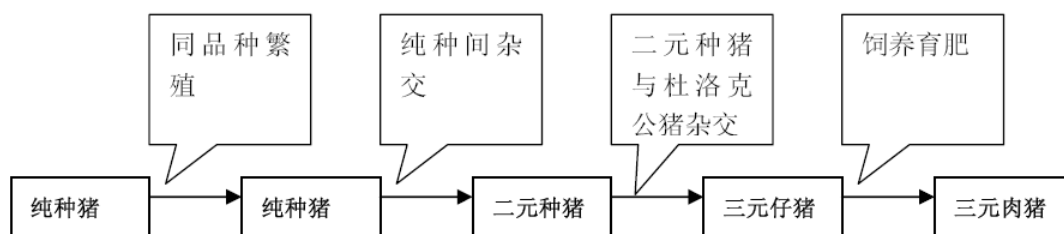
附件 1 截至 2013 年末公司组织结构图



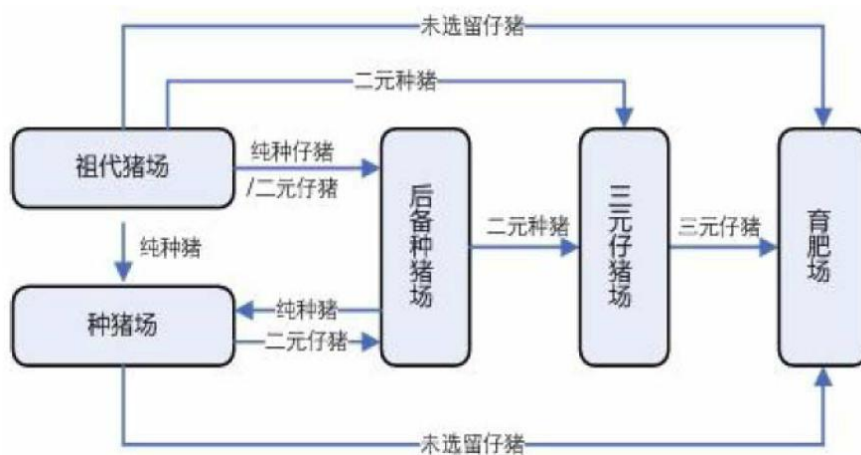
## 附件 2 截至 2013 年末公司控股子公司架构图



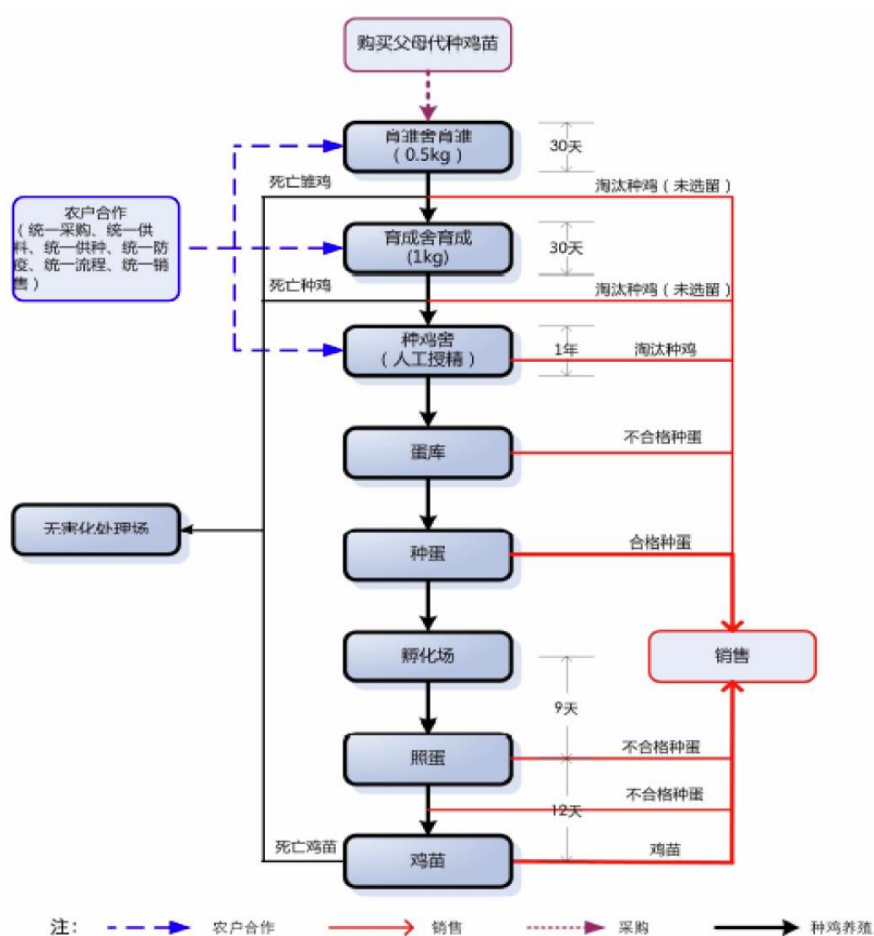
### 附件 3-1 生猪生产流程图



附件 3-2 生猪产品在各养殖场流转图



附件 3-3 种鸡及种蛋生产流程图



附件 4-1 雏鹰农牧集团股份有限公司  
2011 年~2014 年 3 月公司合并资产负债表（资产）  
（单位：人民币万元）

| 资产             | 2011 年            | 2012 年            | 2013 年            | 变动率(%)       | 2014 年 3 月        |
|----------------|-------------------|-------------------|-------------------|--------------|-------------------|
| <b>流动资产：</b>   |                   |                   |                   |              |                   |
| 货币资金           | 58,926.60         | 60,120.41         | 68,425.72         | 7.76         | 62,790.44         |
| 交易性金融资产        | 0.00              | 0.00              | 0.00              |              | 0.00              |
| 应收票据           | 0.00              | 0.00              | 0.00              |              | 0.00              |
| 应收账款           | 4,746.36          | 6,412.66          | 6,040.07          | 12.81        | 5,265.22          |
| 预付款项           | 6,715.85          | 8,030.11          | 5,278.81          | -11.34       | 15,895.71         |
| 应收利息           | 0.00              | 0.00              | 0.00              |              | 0.00              |
| 应收股利           | 0.00              | 0.00              | 0.00              |              | 0.00              |
| 其他应收款          | 524.62            | 922.48            | 4,828.98          | 203.39       | 4,967.14          |
| 存货             | 65,484.03         | 112,644.80        | 139,766.08        | 46.09        | 146,553.36        |
| 一年内到期的非流动资产    | 0.00              | 0.00              | 0.00              |              | 0.00              |
| 其他流动资产         | 0.00              | 7,129.49          | 23,300.59         |              | 24,125.33         |
| <b>流动资产合计</b>  | <b>136,397.45</b> | <b>195,259.95</b> | <b>247,640.26</b> | <b>34.74</b> | <b>259,597.20</b> |
| <b>非流动资产：</b>  |                   |                   |                   |              |                   |
| 可供出售金融资产       | 0.00              | 0.00              | 0.00              |              | 0.00              |
| 持有至到期投资        | 0.00              | 0.00              | 0.00              |              | 0.00              |
| 长期应收款          | 0.00              | 0.00              | 0.00              |              | 0.00              |
| 长期股权投资         | 930.00            | 1,170.00          | 3,770.00          | 101.34       | 3,770.00          |
| 投资性房地产         | 0.00              | 260.48            | 343.08            |              | 338.24            |
| 固定资产           | 36,194.52         | 110,462.93        | 206,358.49        | 138.78       | 209,504.28        |
| 生产性生物资产        | 11,624.54         | 17,783.85         | 16,525.63         | 19.23        | 16,761.88         |
| 油气资产           | 0.00              | 0.00              | 0.00              |              | 0.00              |
| 在建工程           | 56,533.11         | 99,629.74         | 124,846.82        | 48.61        | 138,220.39        |
| 工程物资           | 0.00              | 0.00              | 403.68            |              | 466.52            |
| 固定资产清理         | 0.00              | 0.00              | 0.00              |              | 0.00              |
| 无形资产           | 9,032.94          | 11,384.31         | 14,615.60         | 27.20        | 14,467.73         |
| 开发支出           | 0.00              | 0.00              | 0.00              |              | 0.00              |
| 商誉             | 40.12             | 40.12             | 421.81            | 224.24       | 419.01            |
| 长期待摊费用         | 831.32            | 5,696.58          | 9,107.89          | 231.00       | 9,309.85          |
| 递延所得税资产        | 0.03              | 0.00              | 0.00              | -100.00      | 0.00              |
| 其他非流动资产        | 3,818.05          | 5,137.77          | 2,682.42          | -16.18       | 2,382.14          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>119,004.65</b> | <b>251,565.77</b> | <b>379,075.42</b> | <b>78.48</b> | <b>395,640.05</b> |
| <b>资产总计</b>    | <b>255,402.10</b> | <b>446,825.71</b> | <b>626,715.68</b> | <b>56.65</b> | <b>655,237.25</b> |

附件 4-2 雏鹰农牧集团股份有限公司  
2011 年~2014 年 3 月公司合并资产负债表（负债及股东权益）  
（单位：人民币万元）

| 负债和所有者权益             | 2011 年            | 2012 年            | 2013 年            | 变动率(%)        | 2014 年 3 月        |
|----------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------|-------------------|
| <b>流动负债：</b>         |                   |                   |                   |               |                   |
| 短期借款                 | 43,100.00         | 61,300.00         | 124,600.00        | 70.03         | 127,600.00        |
| 交易性金融负债              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |               | 0.00              |
| 应付票据                 | 0.00              | 16,500.00         | 56,600.00         |               | 38,200.00         |
| 应付账款                 | 6,944.98          | 10,906.57         | 27,521.82         | 99.07         | 13,311.94         |
| 预收款项                 | 0.02              | 730.17            | 2,453.58          | 34,925.59     | 2,767.50          |
| 应付职工薪酬               | 715.03            | 1,588.22          | 1,735.23          | 55.78         | 1,497.68          |
| 应交税费                 | -636.94           | 330.32            | 1,850.74          |               | 488.03            |
| 应付利息                 | 0.00              | 1,271.40          | 770.60            |               | 1,400.21          |
| 应付股利                 | 0.00              | 0.00              | 0.00              |               | 0.00              |
| 其他应付款                | 5,740.04          | 10,083.58         | 15,154.12         | 62.48         | 17,104.29         |
| 一年内到期的非流动负债          | 0.00              | 0.00              | 17,800.00         |               | 17,800.00         |
| 其他流动负债               | 0.00              | 40,411.53         | 76,212.61         |               | 76,511.57         |
| <b>流动负债合计</b>        | <b>55,863.13</b>  | <b>143,121.79</b> | <b>324,698.71</b> | <b>141.09</b> | <b>296,681.22</b> |
| <b>非流动负债：</b>        |                   |                   |                   |               |                   |
| 长期借款                 | 2,800.00          | 81,800.00         | 64,000.00         | 378.09        | 49,000.00         |
| 应付债券                 | 0.00              | 0.00              | 0.00              |               | 0.00              |
| 长期应付款                | 137.21            | 127.15            | 12,844.12         | 867.54        | 12,844.12         |
| 专项应付款                | 0.00              | 0.00              | 0.00              |               | 0.00              |
| 预计负债                 | 0.00              | 0.00              | 0.00              |               | 0.00              |
| 递延所得税负债              | 0.00              | 0.00              | 0.00              |               | 0.00              |
| 其他非流动负债              | 1,998.92          | 1,946.54          | 2,147.75          | 3.66          | 2,187.32          |
| <b>非流动负债合计</b>       | <b>4,936.12</b>   | <b>83,873.68</b>  | <b>78,991.87</b>  | <b>300.04</b> | <b>64,031.44</b>  |
| <b>负债合计</b>          | <b>60,799.25</b>  | <b>226,995.47</b> | <b>403,690.58</b> | <b>157.68</b> | <b>360,712.67</b> |
| <b>所有者权益：</b>        |                   |                   |                   |               |                   |
| 股本                   | 26,700.00         | 53,400.00         | 85,440.00         | 78.89         | 93,905.60         |
| 资本公积                 | 112,367.28        | 85,667.28         | 53,627.28         | -30.92        | 124,658.50        |
| 减：库存股                | 0.00              | 0.00              | 0.00              |               | 0.00              |
| 专项储备                 | 0.00              | 0.00              | 0.00              |               | 0.00              |
| 盈余公积                 | 6,422.56          | 9,651.14          | 11,434.82         | 33.43         | 11,434.82         |
| 未分配利润                | 48,868.49         | 63,896.31         | 58,994.74         | 9.87          | 50,914.40         |
| 外币报表折算差额             | 0.00              | 0.00              | 0.00              |               | 0.00              |
| <b>归属于母公司所有者权益合计</b> | <b>194,358.33</b> | <b>212,614.73</b> | <b>209,496.84</b> | <b>3.82</b>   | <b>280,913.32</b> |
| 少数股东权益               | 244.52            | 7,215.52          | 13,528.26         | 643.82        | 13,611.26         |
| <b>所有者权益合计</b>       | <b>194,602.85</b> | <b>219,830.24</b> | <b>223,025.10</b> | <b>7.05</b>   | <b>294,524.58</b> |
| <b>负债和所有者权益总计</b>    | <b>255,402.10</b> | <b>446,825.71</b> | <b>626,715.68</b> | <b>56.65</b>  | <b>655,237.25</b> |

## 附件 5 雏鹰农牧集团股份有限公司 2011 年~2014 年 3 月公司合并利润表

（单位：人民币万元）

| 项目                         | 2011 年            | 2012 年            | 2013 年            | 变动率(%)        | 2014 年 1~3 月     |
|----------------------------|-------------------|-------------------|-------------------|---------------|------------------|
| <b>一、营业收入</b>              | <b>130,009.46</b> | <b>158,322.39</b> | <b>186,807.34</b> | <b>19.87</b>  | <b>30,731.46</b> |
| 减：营业成本                     | 78,913.37         | 109,020.32        | 140,080.04        | 33.23         | 28,614.61        |
| 营业税金及附加                    | 0.53              | 27.27             | 113.53            | 1,360.67      | 52.97            |
| 销售费用                       | 2,168.37          | 5,031.06          | 15,042.58         | 163.39        | 2,312.81         |
| 管理费用                       | 4,558.04          | 7,889.61          | 16,147.16         | 88.22         | 4,483.60         |
| 财务费用                       | 2,000.02          | 6,220.82          | 10,557.02         | 129.75        | 3,603.19         |
| 资产减值损失                     | 98.62             | 132.55            | 258.49            | 61.90         | 11.99            |
| 加：公允价值变动收益（损失以“—”号填列）      | 0.00              | 0.00              | 0.00              |               | 0.00             |
| 投资收益（损失以“—”号填列）            | 49.50             | 95.66             | 96.52             |               | 0.00             |
| 其中：对联营企业和合营企业的投资收益         | 0.00              | 0.00              | 0.00              |               | 0.00             |
| 汇兑收益（损益以“—”号添列）            | 0.00              | 0.00              | 0.00              |               | 0.00             |
| <b>二、营业利润（亏损以“—”号填列）</b>   | <b>42,320.02</b>  | <b>30,096.41</b>  | <b>4,705.04</b>   | <b>-66.66</b> | <b>-8,347.72</b> |
| 加：营业外收入                    | 1,219.93          | 1,778.05          | 6,011.53          | 121.99        | 479.01           |
| 减：营业外支出                    | 590.74            | 1,079.88          | 1,248.95          | 45.40         | 182.01           |
| 其中：非流动资产处置损失               | 299.61            | 529.44            | 992.88            | 82.04         | 0.00             |
| <b>三、利润总额（亏损总额以“—”号填列）</b> | <b>42,949.21</b>  | <b>30,794.57</b>  | <b>9,467.62</b>   | <b>-53.05</b> | <b>-8,050.73</b> |
| 减：所得税费用                    | 91.15             | 564.68            | 1,871.07          | 353.07        | 215.81           |
| <b>四、净利润（净亏损以“—”号填列）</b>   | <b>42,858.06</b>  | <b>30,229.89</b>  | <b>7,596.55</b>   | <b>-57.90</b> | <b>-8,266.54</b> |
| 其中：归属于母公司所有者的净利润           | 42,863.54         | 30,271.40         | 7,562.11          | -58.00        | -8,328.38        |
| 少数股东损益                     | -5.48             | -41.51            | 34.43             |               | 61.84            |
| <b>五、每股收益：</b>             |                   |                   |                   |               |                  |
| （一）基本每股收益                  | 1.61              | 0.57              | 0.09              |               |                  |
| （二）稀释每股收益                  | 1.61              | 0.00              | 0.00              |               |                  |
| <b>六、其他综合收益</b>            | <b>0.00</b>       | <b>0.00</b>       | <b>0.00</b>       |               |                  |
| <b>七、综合收益总额</b>            | <b>42,858.06</b>  | <b>30,229.89</b>  | <b>7,596.55</b>   | <b>-57.90</b> |                  |
| 归属于母公司所有者的综合收益总额           | 42,863.54         | 30,271.40         | 7,562.11          | -58.00        |                  |
| 归属于少数股东的综合收益总额             | -5.48             | -41.51            | 34.43             |               |                  |

附件 6 雏鹰农牧集团股份有限公司  
2011 年~2014 年 3 月公司合并现金流量表  
(单位: 人民币万元)

| 项目                     | 2011 年            | 2012 年             | 2013 年             | 变动率(%)        | 2014 年 1~3 月      |
|------------------------|-------------------|--------------------|--------------------|---------------|-------------------|
| <b>一、经营活动产生的现金流量:</b>  |                   |                    |                    |               |                   |
| 销售商品、提供劳务收到的现金         | 128,300.20        | 160,724.61         | 193,046.22         | 22.66         | 31,347.45         |
| 收到的税费返还                | 0.00              | 0.00               | 0.00               |               | 0.00              |
| 收到其他与经营活动有关的现金         | 2,743.27          | 7,137.82           | 11,968.01          | 108.87        | 2,665.10          |
| <b>经营活动现金流入小计</b>      | <b>131,043.47</b> | <b>167,862.44</b>  | <b>205,014.23</b>  | <b>25.08</b>  | <b>34,012.55</b>  |
| 购买商品、接受劳务支付的现金         | 107,751.90        | 147,472.16         | 136,718.58         | 12.64         | 47,890.28         |
| 支付给职工以及为职工支付的现         | 3,541.82          | 7,386.45           | 16,940.43          | 118.70        | 4,742.27          |
| 支付的各项税费                | 994.43            | 871.96             | 1,131.82           | 6.68          | 1,090.06          |
| 支付其他与经营活动有关的现金         | 3,933.55          | 21,220.81          | 26,754.92          | 160.80        | 5,231.20          |
| <b>经营活动现金流出小计</b>      | <b>116,221.70</b> | <b>176,951.39</b>  | <b>181,545.74</b>  | <b>24.98</b>  | <b>58,953.81</b>  |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b>   | <b>14,821.77</b>  | <b>-9,088.95</b>   | <b>23,468.48</b>   | <b>25.83</b>  | <b>-24,941.25</b> |
| <b>二、投资活动产生的现金流量:</b>  |                   |                    |                    |               |                   |
| 收回投资收到的现金              | 0.00              | 0.00               | 0.00               |               | 0.00              |
| 取得投资收益收到的现金            | 49.50             | 95.66              | 96.52              |               | 0.00              |
| 处置固定资产、无形资产和其他长        | 985.17            | 2,027.99           | 3,797.99           | 96.35         | 1,412.62          |
| 处置子公司及其他营业单位收到         | 0.00              | 0.00               | 0.00               |               | 0.00              |
| 收到其他与投资活动有关的现金         | 863.50            | 443.50             | 699.90             | -9.97         | 0.00              |
| <b>投资活动现金流入小计</b>      | <b>1,898.17</b>   | <b>2,567.15</b>    | <b>4,594.41</b>    | <b>55.58</b>  | <b>1,412.62</b>   |
| 购建固定资产、无形资产和其他长        | 60,354.00         | 114,518.34         | 107,508.31         | 33.47         | 45,574.08         |
| 投资支付的现金                | 0.00              | 240.00             | 2,600.00           |               | 0.00              |
| 取得子公司及其他营业单位支付         | 42.62             | 2,721.04           | 0.00               | -100.00       | 298.27            |
| 支付其他与投资活动有关的现金         | 17.69             | 450.43             | 318.00             |               | 0.00              |
| <b>投资活动现金流出小计</b>      | <b>60,414.32</b>  | <b>117,929.81</b>  | <b>110,426.31</b>  | <b>35.20</b>  | <b>45,872.35</b>  |
| <b>投资活动产生的现金流量净额</b>   | <b>-58,516.15</b> | <b>-115,362.66</b> | <b>-105,831.90</b> | <b>34.48</b>  | <b>-44,459.72</b> |
| <b>三、筹资活动产生的现金流量:</b>  |                   |                    |                    |               |                   |
| 吸收投资收到的现金              | 250.00            | 550.00             | 2,760.00           | 232.26        | 79,588.82         |
| 发行债券所收到的现金             | 0.00              | 39,840.00          | 54,780.00          | 0.00          |                   |
| 取得借款收到的现金              | 49,600.00         | 143,100.00         | 173,600.00         | 87.08         | 24,100.00         |
| 收到其他与筹资活动有关的现金         | 0.00              | 0.82               | 6,500.00           |               | 10,700.00         |
| <b>筹资活动现金流入小计</b>      | <b>49,850.00</b>  | <b>183,490.82</b>  | <b>237,640.00</b>  | <b>118.34</b> | <b>114,388.82</b> |
| 偿还债务支付的现金              | 17,400.00         | 45,900.00          | 130,300.00         | 173.65        | 36,780.00         |
| 分配股利、利润或偿付利息支付的        | 7,868.29          | 16,941.56          | 23,601.86          | 73.19         | 3,019.62          |
| 支付其他与筹资活动有关的现金         | 245.26            | 14,703.85          | 469.41             | 38.34         | 123.50            |
| <b>筹资活动现金流出小计</b>      | <b>25,513.55</b>  | <b>77,545.40</b>   | <b>154,371.27</b>  | <b>145.98</b> | <b>39,923.12</b>  |
| <b>筹资活动产生的现金流量净额</b>   | <b>24,336.45</b>  | <b>105,945.42</b>  | <b>83,268.73</b>   | <b>84.97</b>  | <b>74,465.70</b>  |
| <b>四、汇率变动对现金及现金等价物</b> | <b>0.00</b>       | <b>0.00</b>        | <b>0.00</b>        |               | <b>0.00</b>       |
| <b>五、现金及现金等价物净增加额</b>  | <b>-19,357.93</b> | <b>-18,506.19</b>  | <b>905.31</b>      |               | <b>5,064.72</b>   |
| 加: 期初现金及现金等价物余额        | 78,284.52         | 58,926.60          | 40,420.41          | -28.14        | 41,325.72         |
| <b>六、期末现金及现金等价物余额</b>  | <b>58,926.60</b>  | <b>40,420.41</b>   | <b>41,325.72</b>   | <b>-16.26</b> | <b>46,390.44</b>  |

**附件 7 雏鹰农牧集团股份有限公司**  
**2011 年~2013 年公司现金流量表补充**  
(单位: 人民币万元)

| 补充资料                         | 2011 年            | 2012 年            | 2013 年           | 变动率(%)        |
|------------------------------|-------------------|-------------------|------------------|---------------|
| <b>1. 将净利润调节为经营活动现金流量:</b>   |                   |                   |                  |               |
| <b>净利润</b>                   | <b>42,858.06</b>  | <b>30,229.89</b>  | <b>7,596.55</b>  | <b>-57.90</b> |
| 加: 资产减值准备                    | 98.62             | 132.55            | 258.49           | 61.90         |
| 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧      | 4,696.07          | 9,749.10          | 16,890.62        | 89.65         |
| 无形资产摊销                       | 212.46            | 220.39            | 329.36           | 24.51         |
| 长期待摊费用摊销                     | 74.65             | 376.60            | 1,579.22         | 359.95        |
| 处置固定资产、无形资产和其他长期资产产生的现金流量净额  | -465.51           | -553.90           | -3,310.79        | 166.69        |
| 固定资产报废损失(收益以“-”号填列)          | 0.00              | 0.00              | 0.00             |               |
| 公允价值变动损失(收益以“-”号填列)          | 0.00              | 0.00              | 0.00             |               |
| 财务费用(收益以“-”号填列)              | 2,458.04          | 7,038.46          | 11,634.40        | 117.56        |
| 投资损失(收益以“-”号填列)              | -49.50            | -95.66            | -96.52           | 39.64         |
| 递延所得税资产减少(增加以“-”号填列)         | -0.03             | 0.03              | 0.00             | -100.00       |
| 递延所得税负债增加(减少以“-”号填列)         | 0.00              | 0.00              | 0.00             |               |
| 存货的减少(增加以“-”号填列)             | -38,199.80        | -47,493.52        | -27,214.68       | -15.59        |
| 经营性应收项目的减少(增加以“-”号填列)        | -3,710.81         | -3,900.43         | -2,778.86        | -13.46        |
| 经营性应付项目的增加(减少以“-”号填列)        | 6,849.54          | 7,407.54          | 22,850.70        | 82.65         |
| 其他                           | 0.00              | -12,200.00        | -4,270.00        |               |
| <b>经营活动产生的现金流量净额</b>         | <b>14,821.77</b>  | <b>-9,088.95</b>  | <b>23,468.48</b> | <b>25.83</b>  |
| <b>2. 不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:</b> |                   |                   |                  |               |
| 债务转为资本                       |                   |                   |                  |               |
| 一年内到期的可转换公司债券                |                   |                   |                  |               |
| 融资租入固定资产                     |                   |                   | 12,595.09        |               |
| <b>3. 现金及现金等价物净变动情况:</b>     |                   |                   |                  |               |
| 现金的期末余额                      | 58,926.60         | 40,420.41         | 41,325.72        | -16.26        |
| 减: 现金的期初余额                   | 78,284.52         | 58,926.60         | 40,420.41        | -28.14        |
| 加: 现金等价物的期末余额                | 0.00              | 0.00              | 0.00             |               |
| 减: 现金等价物的期初余额                | 0.00              | 0.00              | 0.00             |               |
| <b>现金及现金等价物净增加额</b>          | <b>-19,357.93</b> | <b>-18,506.19</b> | <b>905.31</b>    |               |

## 附件 8 雏鹰农牧集团股份有限公司

### 主要财务指标

| 项目                   | 2011 年 | 2012 年 | 2013 年 | 2014 年 3 月 |
|----------------------|--------|--------|--------|------------|
| <b>经营效率</b>          |        |        |        |            |
| 应收账款周转次数(次)          | 32.85  | 26.94  | 28.50  | -          |
| 存货周转次数(次)            | 1.66   | 1.22   | 1.11   | -          |
| 总资产周转次数(次)           | 0.60   | 0.45   | 0.35   | 0.05       |
| 现金收入比率(%)            | 98.69  | 101.52 | 103.34 | 102.00     |
| <b>盈利能力</b>          |        |        |        |            |
| 总资本收益率(%)            | 21.99  | 11.14  | 4.06   | -1.61      |
| 总资产报酬率(%)            | 20.82  | 10.64  | 3.77   | -1.26      |
| 净资产收益率(%)            | 24.34  | 14.59  | 3.43   | -3.19      |
| 主营业务毛利率(%)           | 39.30  | 30.93  | 24.21  | -          |
| 营业利润率(%)             | 39.30  | 31.12  | 24.95  | 6.72       |
| 费用收入比(%)             | 6.71   | 12.09  | 22.35  | 33.84      |
| <b>财务构成</b>          |        |        |        |            |
| 资产负债率(%)             | 23.81  | 50.80  | 64.41  | 55.05      |
| 全部债务资本化比率(%)         | 19.09  | 47.64  | 54.11  | 45.46      |
| 长期债务资本化比率(%)         | 1.42   | 27.12  | 22.30  | 17.35      |
| <b>偿债能力</b>          |        |        |        |            |
| EBITDA 利息倍数(倍)       | 20.91  | 6.79   | 2.73   | -          |
| EBITDA 全部债务比(倍)      | 1.10   | 0.24   | 0.15   | -          |
| 经营现金债务保护倍数(倍)        | 0.32   | -0.05  | 0.09   | -0.10      |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数(倍) | -0.95  | -0.62  | -0.31  | -0.28      |
| 流动比率(倍)              | 2.44   | 1.36   | 0.76   | 0.88       |
| 速动比率(倍)              | 1.27   | 0.58   | 0.33   | 0.38       |
| 现金短期债务比(倍)           | 1.37   | 0.51   | 0.34   | 0.34       |
| 经营现金流动负债比率(%)        | 26.53  | -6.35  | 7.23   | -8.41      |
| 经营现金利息偿还能力(倍)        | 6.16   | -1.29  | 1.64   | -          |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力(倍) | -18.15 | -17.72 | -5.75  | -          |
| <b>本次公司债券偿债能力</b>    |        |        |        |            |
| EBITDA/ 本次发债额度(倍)    | -      | -      | 0.49   | -          |

注：相关财务指标按照附件 9 公式进行计算，与 Wind 资讯等公告数据可能存在一定差异。由于一季度部分计算指标不具有可比性，相关指标相应简略。

## 附件 9 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%<br>(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100% |
| 经营效率指标            |                                                                                                |
| 应收账款周转次数          | 营业收入 / [(期初应收账款余额 + 期末应收账款余额) / 2]                                                             |
| 存货周转次数            | 营业成本 / [(期初存货余额 + 期末存货余额) / 2]                                                                 |
| 总资产周转次数           | 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              |                                                                                                |
| 总资本收益率            | (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 / 本期公司债券发行额度                                                                            |
| 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 / 本期公司债券发行额度                                                                      |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数    | 经营活动现金流量净额 / 本期公司债券发行额度                                                                        |

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 + 应收票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 应付票据 + 应付短期债券 + 一年内到期的非流动负债

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 10 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。

## 联合信用评级有限公司关于 雏鹰农牧集团股份有限公司 2014 年公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本期债券存续期内，在每年雏鹰农牧集团股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本期债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

雏鹰农牧集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。雏鹰农牧集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注雏鹰农牧集团股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现雏鹰农牧集团股份有限公司或本期债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如雏鹰农牧集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况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，直至雏鹰农牧集团股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将在联合信用评级网站（[www.lianhecreditrating.com.cn](http://www.lianhecreditrating.com.cn)）予以公布，并同时报送雏鹰农牧集团股份有限公司、监管部门、交易机构等。

