跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1017 号

天康生物股份有限公司：

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：

天康生物股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

天康生物股份有限公司公开发行的“天康转债”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：

二零一八年 六 月十九日

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

天康生物股份有限公司

可转换公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
天康转债	10 亿元	6 年	AA	AA	2017 年 7 月 24 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 19 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	44.91	58.73	60.14
所有者权益（亿元）	27.04	30.55	31.16
长期债务（亿元）	0.00	9.36	9.36
全部债务（亿元）	8.40	17.95	18.66
营业收入（亿元）	44.44	46.30	9.96
净利润（亿元）	3.90	4.04	0.54
EBITDA（亿元）	6.34	6.48	--
经营性净现金流（亿元）	3.16	6.49	-1.71
营业利润率（%）	24.26	23.00	20.50
净资产收益率（%）	15.32	14.02	1.76
资产负债率（%）	39.78	47.98	48.20
全部债务资本化比率（%）	23.70	37.01	37.46
流动比率（倍）	1.53	2.03	2.01
EBIDTA 全部债务比（倍）	0.75	0.36	--
EBIDTA 利息倍数（倍）	24.90	21.25	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.63	0.65	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，四舍五入造成；2、除特别说明外，均指人民币；3、2018 年一季报未经审计，相关指标未年化。

评级观点

跟踪期内，天康生物股份有限公司（以下简称“公司”或“天康生物”）作为新疆地区规模较大的综合型农业上市公司之一，在行业地位、经营规模、技术研发水平、产业链布局等方面仍然具有较强的竞争优势。2017 年，公司整体生产经营状况良好，营业收入和净利润均有所增长，经营活动现金流大幅增长；受公开发行可转换公司债券的影响，公司资产规模大幅提升。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到，行业政策逐渐收紧、在建项目资金支出压力较大、债务规模增长较快等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司进一步扩展生猪养殖规模，在研兽药陆续上市以及市场化疫苗销售规模扩大，公司收入规模及盈利水平有望继续保持增长。

综合上述因素，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“天康转债”的债项信用等级为“AA”。

优势

1．公司作为新疆地区主要的种猪繁育、生猪养殖和屠宰加工龙头企业，其主要产品在当地市场认可度高；新疆地区与疆外主要产猪大省的地理距离较远，市场相对独立，公司在新疆及西北地区具有较强的市场竞争力。

2．2017 年，公司整体生产经营状况良好，营业收入和净利润均有所增长。

3．2017 年，公司经营活动现金流状况良好，盈利能力良好。

关注

1．公司所处养殖行业周期性风险和疫病风险较大；饲料业务原材料价格波动较大，可能导致公司饲料业务毛利率产生一定的波动。

2．公司兽药业务产品主要为政府采购，产能利用率较低，受采购政策影响较大，有一定的政策风险。

分析师

高　鹏
电话：010-85172818
邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

范　琴
电话：010-85172818
邮箱：fanq@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：

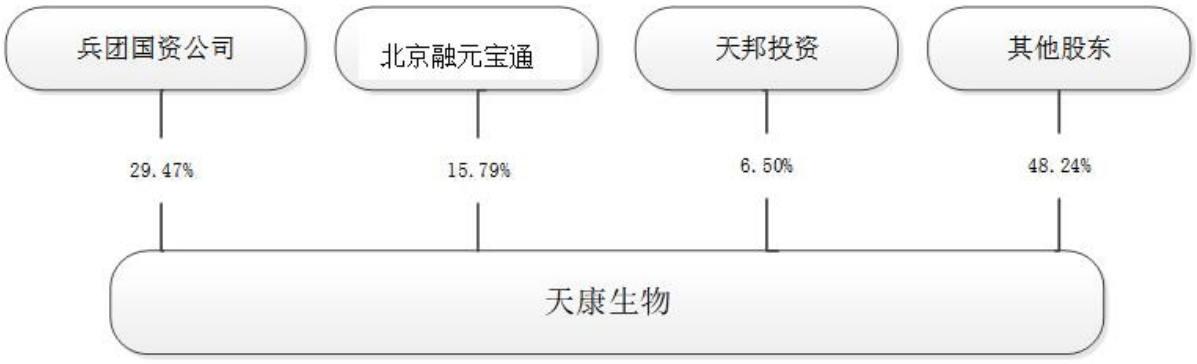
联合信用评级有限公司

一、主体概况

天康生物股份有限公司（以下简称“公司”或“天康生物”）前身是成立于 2000 年 12 月的新疆天康畜牧生物技术股份有限公司。2006 年 12 月 26 日，公司于深圳证券交易所上市（股票简称：天康生物；股票代码：002100.SZ）。截至 2014 年 4 月，天康生物注册资本 43,415.90 万元，第一大股东为新疆天康控股（集团）有限公司（以下简称“天康控股”），持股比例为 33.75%。

2015 年 7 月 30 日，公司向新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司（以下简称“兵团国资公司”）、中新建招商股权投资有限公司（以下简称“中新建招商”）、新疆天邦投资有限公司（以下简称“天邦投资”）等三名发行对象发行股份 388,102,380 股，吸收合并天康控股，天康控股及其原持有的天康生物 293,035,860 股股份同时注销，新增股份于 2015 年 7 月 31 日在深圳证券交易所上市。2016 年 6 月 12 日，公司名称变更为现名。本次重大资产重组完成后，截至 2018 年 3 月底，公司注册资本为 96,338.44 万元，第一大股东为兵团国资公司，持股比例为 29.47%。公司实际控制人为兵团国资公司。

图 1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2017 年，公司经营范围及组织结构较上年无变化。2017 年，公司注销 1 家子公司，新设立 1 家子公司，新设立 6 家孙公司，均纳入合并范围；合并范围子公司为 15 家。公司拥有在职员工 2,798 名。

截至 2017 年底，公司合并资产总计 58.73 亿元，负债合计 28.18 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）30.55 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 29.86 亿元。2017 年，公司实现营业收入 46.30 亿元，净利润（含少数股东损益）4.04 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 4.07 亿元。2017 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 6.49 亿元，现金及现金等价物净增加额为 9.50 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总计 60.14 亿元，负债合计 28.99 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 31.16 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 30.41 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.96 亿元，净利润（含少数股东损益）0.54 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.55 亿元。2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-1.71 亿元，现金及现金等价物净增加额为-2.22 亿元。

公司注册地址：新疆乌鲁木齐市高新区长春南路 528 号；法定代表人：杨焰。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监许可【2017】2201 号文核准批复，公司于 2017 年 12 月 22 日发行可转换公司债募集资金人民币 10.00 亿元，债券全称为“2017 年天康生物股份有限公司可转换公司债券”（债券简称：“天康转债”，上市代码：128030.SZ，以下简称：“本次可转债”）。期限为发行之日起 6 年，可转债每张面值为人民币 100 元，按面值发行。可转债票面利率为：第一年 0.3%、第二年 0.5%、第三年 1.0%、第四年 1.5%、第五年 1.8%、第六年 2.0%。本次可转债采用每年付息一次的付息方式，计息起始日为可转债发行首日。可转债转股期自可转债发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止，即为 2018 年 6 月 28 日至 2023 年 12 月 22 日。

本次可转债设赎回条款：（1）到期赎回条款在本次发行的可转换公司债券期满后 5 个交易日内，公司将按债券面值的 108%（含最后一期利息）赎回全部未转股的可转换公司债券。（2）有条件赎回条款在本次发行的可转换公司债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券：1）在转股期内，如果公司股票在任何连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；2）当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。

本次可转债设回售条款：（1）有条件回售条款在本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。最后两个计息年度可转换公司债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转换公司债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

本次发行的募集资金扣除发行费用后，募集资金净额 98,155.04 万元将投资于以下项目：1）高新区北区制药工业园二期工程，拟投资 3.54 亿元；2）生猪养殖产业化项目，拟投资 5.86 亿元；3）公司信息化建设项目，拟投资 0.60 亿元。截至 2017 年底，公司尚未使用募集资金。

本次可转债已于 2018 年 1 月 29 日在深圳证券交易所上市。截至目前，本次可转债尚未到付息日。

三、行业分析

2017 年，公司主营业务收入和利润主要源自于饲料、动物疫苗和生猪养殖业务，属于畜牧产业，较上年无变化。

1．行业概况

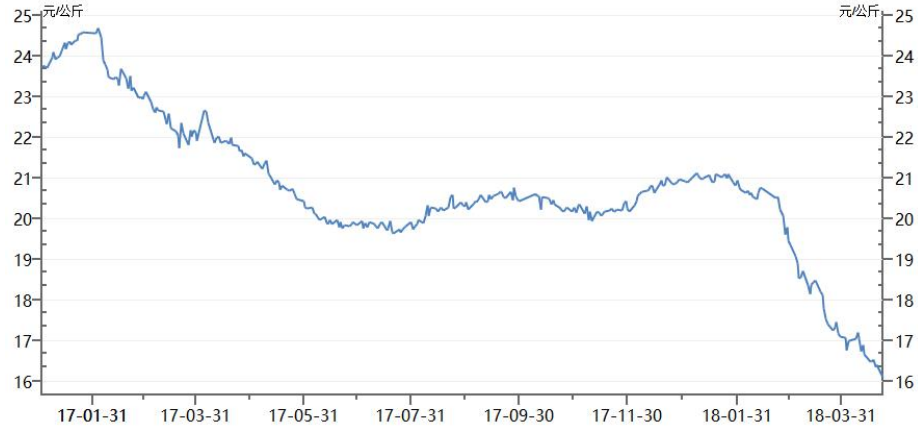
畜牧业是农业的重要组成部分，其上游行业是种植、饲料等行业，养殖是其重要的中游环节，下游行业是肉食屠宰、加工行业。2017 年，畜牧业生产形势相对稳定并逐渐趋好，转方式、调结构

取得新进展。以生态发展为导向，行业结构调整为重点，供给、安全、生态各项内容得到协调推进，畜牧业转型升级进一步加快。根据国家统计局统计，2017 年，全国猪牛羊禽肉产量 8,431 万吨，较上年增长 0.8%；其中猪肉产量 5,340 万吨，较上年增长 0.8%；牛肉产量 726 万吨，较上年增长 1.3%；羊肉产量 468 万吨，较上年增长 1.8%；禽肉产量 1,897 万吨，较上年增长 0.5%。

（1）肉猪养殖

根据国家统计局发布《2017 年国民经济和社会发展统计公报》显示，2017 年，全国猪肉产量 5,340 万吨，较上年增长 0.8%，年末生猪存栏 43,325 万头，较上年下降 0.4%，生猪出栏 68,861 万头，较上年增长 0.5%。受 2016 年生猪价格高位运行的影响，2017 年上半年生猪产能增加，导致上半年生猪价格持续下跌，加上养殖成本上升、环保压力等现实因素的影响，中小型养猪场补栏积极性降低，甚至开始减栏退出，使得能繁母猪存栏头数进一步下跌，四季度供给偏紧、需求回升，使下半年生猪价格触底后持续震荡上行。2018 年以来，受生猪市场供大于求以及春节后阶段性消费淡季影响，生猪价格在 2018 年一季度持续下跌，截至 2018 年 3 月底已跌至 17.10 元/公斤。

图 2　全国猪肉平均批发价情况（单位：元/公斤）

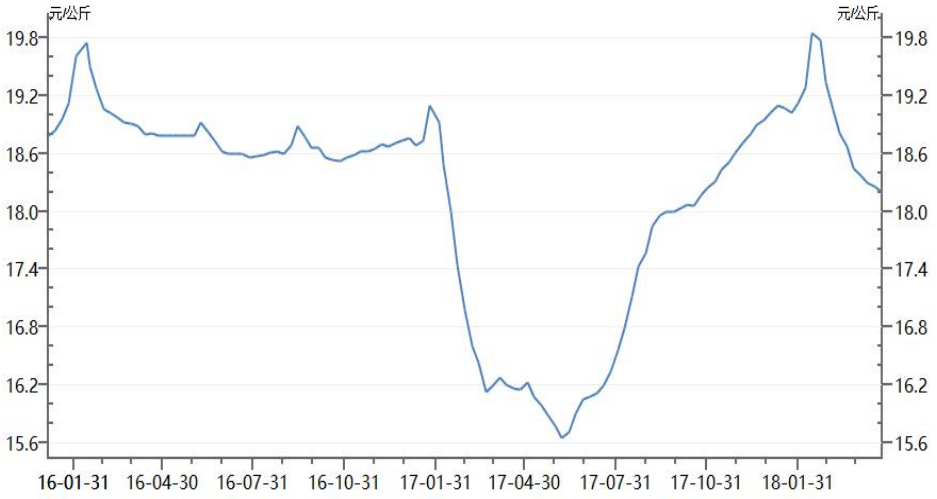


资料来源：农业部

（2）家禽养殖

据国家统计局统计，2017 年，我国禽肉产量 1,897 万吨，较上年增长 0.5%，肉鸡供应相对宽松。2017 年上半年，受 H7N9 事件以及国内多地活禽交易市场关闭等多种因素影响，肉鸡消费需求下降，肉鸡市场销售价格下行，养鸡企业效益下降甚至出现亏损；下半年，肉鸡养殖企业主动去产能，存栏量下降，同时，随着 H7N9 事件影响消退、消费需求回升，肉鸡市场销售价格快速上涨，养鸡企业盈利水平提升，行业回归正常轨道。2018 年以来，肉鸡价格受终端需求疲软影响，价格开始下跌。

图 3　2016 年以来活鸡平均价走势（单位：元/公斤）



资料来源：农业部

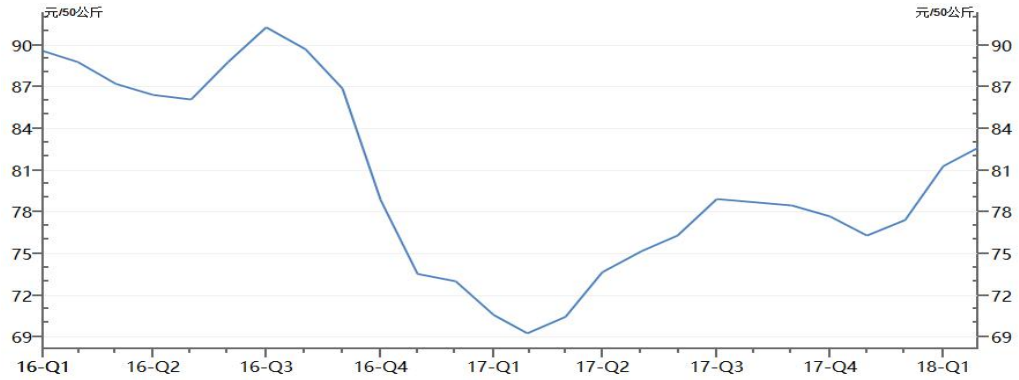
总体看，2017 年，猪肉和鸡肉产量稳中有升；猪肉价格受市场供需影响，价格整体处于下行区间，肉鸡价格波动较大。

2．原材料

2016 年以来，我国主动调整种植业结构、粮食价格实施市场化改革、调整稻谷小麦最低收购价，农业供给侧结构性改革取得一定成果，但粮食高产量、高进口量和高库存量的“三高”并存形势、粮食产品结构不合理以及粮食价格机制市场化程度较低等问题仍然存在。截至 2017 年底，我国玉米年末库存消费量比为 108.70%，较上年底下降 33.24 个百分点，仍处于较高水平；小麦年末库存消费量比为 72.49%，较上年底上升 22.89 个百分点；稻谷年末库存消费量比为 86.30%，较上年底上升 11.00 个百分点。

2017 年是玉米临储收购政策改革的第二年，经过 2016 年的价格触底后，2017 年，玉米市场开始出现回暖迹象。具体看，全年玉米价格在年初延续前两年跌势，触底后开始震荡上行。截至 2017 年底，受农户惜售、用粮企业提价补库以及贸易商屯粮看涨后市等方面共同影响，国内玉米平均收购价达到 77.42 元/50 公斤，较 2016 年底增长 6.03%。2018 年以来，全国玉米平均收购价持续走高，截至 2018 年 2 月底已上涨至 82.64 元/50 公斤，较上年底增长 6.74%。

图4　2016年以来我国玉米平均收购价情况（单位：元/50公斤）



资料来源：国家发改委

2017 年上半年，进口大豆增加、油厂较高的开机率和大豆压榨数量增加，豆粕产量较大，市场供应更加宽松。同时，元旦前后市场对猪肉等肉类需求较大，猪价较好、生猪出栏数量较多，加上国内环保压力导致猪场拆迁，生猪存栏数量均有一定量的降低，后期存栏数量下降明显，对豆粕需求较大的禽类市场年后频繁受禽流感消息影响，部分地区扑杀数量较多，再加上活禽交易市场的关闭，对肉蛋禽养殖场造成毁灭性的打击，以上因素导致豆粕供给增加而需求减少，导致上半年价格大幅下跌；下半年下游需求有所恢复，行业供求有所改善，豆粕价格处于缓慢上升阶段。

图5　2016年以来我国豆粕收购平均价情况（单位：元/公斤）



资料来源：农业部，wind 资讯。

总体看，2017 年，主要原材料价格呈现大幅波动的态势，市场总体供大于求；其中玉米价格先涨后跌，整体较上年仍大幅下降；豆粕价格经历上半年的大幅下跌后有所反弹。

3. 行业关注

我国畜牧业从总量上已经越过了供不应求的发展阶段，到了产量、质量并举，效率、环保并的发展阶段。

（1）资源环境压力

由于人口基数大，在经济发展水平提升的过程中，我国对畜产品量的需求很大，形成了基于自然资源条件、依赖资源消耗扩大规模的畜牧业经济增长模式。这一发展模式随着时间推移日益暴露出问题。一是随着肉类需求不断增长，饲草料需求随之上升，大豆、玉米、豆粕产品、牧草等的需求缺口越来越大，资源供给能力不足。二是因土地消纳空间有限、环保设施不健全，集约化生产带来的畜禽粪便污染、动物疫病等问题越来越多。

（2）畜产品质量安全要求越来越高。

随着城乡居民收入水平增加、生活水平提高，人们对优质、安全、营养的畜产品需求不断增大，特别是对畜产品质量安全要求越来越高。当前，我国畜牧业行业仍存在不少质量安全隐患，需要加强监管和行业自律，彻底杜绝非法使用违禁药物、制售假冒伪劣饲料、兽药残留等问题。

（3）缺乏有效的产销调控手段。

近年来，我国畜产品市场，尤其是生猪市场的波动幅度非常大，迫切需要减少市场振荡。由于饲料原料价格上涨推高养殖成本，盲目生产扩张和信息不对称造成产销衔接出现困难，需要有效的市场调控工具发挥作用。

总体看，资源环境压力要求畜牧业发展方式加快升级转变，消费升级对畜产品质量要求变高，市场仍缺乏有效的调控手段。

4．行业政策及发展趋势

2017 年 2 月，农业部办公厅印发了《2017 年畜牧业工作要点》（以下简称“《要点》”）的通知。根据《要点》规定，生猪养殖由北京、天津、上海、江苏、浙江、福建、广东、安徽、江西、湖北、湖南等限制发展的南方水网向潜力增长区东北的黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古以及西南的云南和贵州转移，在转移过程中出现的供应缺口将由禽类以及牛羊等肉类来补上，并选择几个典型县开展生猪种养结合循环发展试点。此外，环保问题也成为重点关注的问题，《要点》提出“抓好畜禽粪污处理和资源化利用”对养猪场环保提出了更高的要求，继续推进不达标猪场的拆迁工作，同时提出解决粪污方法的一些措施。《要点》提出要大力发展畜禽标准化养殖，加大适度规模养殖发展扶持力度，组织实施奶牛、肉牛、肉羊标准化规模养殖场(小区)建设项目，支持符合条件的畜禽规模养殖场开展标准化改造，提升畜禽标准化养殖水平。

2018 年 1 月，农业部办公厅印发了《2018 年畜牧业工作要点》，提出继续推进畜禽养殖废弃物资源化利用，全面实施粮改饲政策，推动规模化养殖水平，提升中小养殖场户的生产经营水平，明确提出将鼓励引导支持有发展需求和扶贫意愿的畜牧业龙头企业等新型经营主体，发挥集团化、协同化优势，扎实推进产业精准扶贫，同时也将联合金融保险机构给予相关的支持。

总体看，针对畜牧业发展政策主要集中在环境保护、规模化水平以及畜牧业扶贫等方面，具备较强实力的企业在环境保护、规模化水平以及支持国家扶贫工作等方面的优势将进一步显现，中小散户可能逐渐退出市场，行业集中度有望进一步提高。

四、管理分析

截至 2018 年 3 月底，公司监事会主席王敏、职工监事段效岩、董事任忠光及副总经理赵钦因工作或个人原因陆续离任；公司新聘任李仁忠为监事会主席，王潇为职工监事，许衡、黄海滨、潘毅平为副总经理，其余管理层人员无重大变动，主要管理制度连续，管理运作正常进行。

总体看，公司核心管理团队较为稳定，主要管理制度连续，经营运作正常进行。

五、经营分析

1．经营概况

公司实现了现代畜牧业畜禽良种繁育-饲料与饲养管理-动物药品及疫病防治-畜产品加工销售 4 个关键环节的完整闭合，形成了动物疫苗、饲料及饲用植物蛋白、种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工及肉制品销售的全产业链架构。2017 年，公司营业收入为 46.30 亿元，较上年增长 4.18%，主要系农副产品加工业务收入增长所致；实现净利润 4.04 亿元，较上年增长 3.56%。公司主营业务收入占比 99.26%，仍然十分突出。

表 1　2016~2017 年公司营业收入及毛利润情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
饲料	222,030.78	49.96	13.58	220,011.78	47.52	14.73

兽药	75,174.31	16.92	57.56	67,617.54	14.60	66.20
屠宰加工及肉制品	59,019.54	13.28	35.93	54,366.96	11.74	28.08
农副产品加工	62,679.26	14.10	6.29	84,350.84	18.22	3.91
生猪养殖	12,117.10	2.73	32.98	19,863.34	4.29	38.34
其他主营业务	8,709.16	1.96	30.29	13,362.27	2.89	15.47
主营业务收入	439,730.15	98.95	23.92	459,572.73	99.26	22.93
其他业务	4,683.66	1.05	80.88	3,429.85	0.74	85.29
营业收入	444,413.81	100.00	24.52	463,002.57	100.00	23.40

资料来源：公司年报

分业务板块来看，2017 年，公司饲料业务较为稳定，收入 22.00 亿元，较上年下降 0.91%，占比下降 2.44 个百分点至 47.52%；兽药业务收入较上年下降 10.05%至 6.76 亿元，主要系受政策影响，部分疫苗退出政府强制采购范围，且多省份受环保政策影响关停养殖场所致，占比下降 2.32 个百分点至 14.60%；屠宰加工及肉制品业务收入较上年下降 7.88%至 5.44 亿元，主要系生猪市场价格较上年下降所致，占比下降 1.54 个百分点至 11.74%；农副产品加工业务较上年增长 34.58%至 8.44 亿元主要系公司在本榨季扩大了收购量，原料加工量增长所致，占比上升 4.12 个百分点至 18.22%；生猪养殖业务较上年增长 63.93%至 1.99 亿元主要系中原区生猪养殖业务发展所致，占比上升 1.56 个百分点至 4.29%；其他主营业务较上年增长 53.43%至 1.34 亿元，主要系 2017 年公司新增代养鸡业务所致，占比上升 0.93 个百分点至 2.89%。公司 2017 年业务结构较 2016 年变化不大。公司非主营业务收入占营业收入比重仅为 0.74%，对公司营业收入影响很小。

从毛利率来看，2017 年，公司兽药业务毛利率提升了 8.64 个百分点至 66.20%，主要系本年高价中标省份占比提高所致；生猪养殖业务毛利率提升了 5.36 个百分点至 38.34%，主要系毛利率较高的外销种猪数量增长所致；屠宰加工及肉制品业务和其他主营业务的毛利率分别下滑了 7.85 和 14.82 个百分点至 28.08%和 15.47%，主要系受制国家环保和安防要求，新疆区域消费量大减，需求低迷，猪价下滑所致；其余业务毛利率变化不大。受上述因素影响，公司业务综合毛利率较上年下滑 1.12 个百分点至 23.40%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.96 亿元，同比减少 4.14%；实现净利润 0.54 亿元，同比减少 49.06%，主要系生猪价格下跌所致。

总体看，2017 年，公司业务运行稳定，收入及净利润规模略有增长，综合毛利率略有下滑，业务结构基本稳定，农副产品占比有所上升。

2．饲料业务

2017 年，从采购量来看，2017 年，玉米采购数量较上年增长 12.80%至 44.51 万吨，主要系 2017 年销量增长所致；豆粕采购数量与上年相比基本稳定。采购均价基本稳定。

表 2　2016~2017 年主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

原材料	项目	2016 年	2017 年
玉米	采购数量	39.46	44.51
	采购均价	1,792.76	1,772.62
豆粕	采购数量	10.96	10.91
	采购均价	3,325.83	3,381.37

资料来源：公司提供

生产方面，从产能看， 2017 年，公司饲料产能为 161 万吨，较上年无变化；产量为 94.30 万吨，较上年增长 2.71%，主要系销量增长所致。产能利用率为 58.57%，较上年小幅提升 1.55 个百分点，整体产能利用率仍较低。

销售方面，从销量看，2017 年，公司饲料销量 93.53 万吨，较上年增长 5.47%，其中，内销饲料的数量为 14.61 万吨，较上年增长 46.83%；产销率方面，2017 年公司饲料产销率为 99.18%，较上年小幅下降 0.17 个百分点，仍处于较高水平。

总体看，2017 年，公司饲料产销两旺，产销率维持在较高水平，但产能利用率仍较低。

3．兽药业务

从采购情况来看，2017 年，公司采购血清数量较上年大幅增长 17.86 倍至 2,072.35 万毫升，主要系 2016 年主要消耗 2015 年库存，在 2017 年进行大宗血清采购所致。佐剂采购数量较上年大幅增长 54.29%至 351.00 吨，主要系为享受供应商货品优惠政策加大采购量所致。采购价格方面，受市场价格波动影响，2017 年，血清采购均价较上年大幅下降 45.37%至 1.12 元/毫升；佐剂采购均价不变。受上述因素影响，血清及佐剂采购金额分别较上年增长 9.34 倍和 54.30%至 2,327.00 万元和 2,873.00 万元。

从采购集中度来看，2016~2017 年，公司原材料前 5 大供应商采购金额分别为 0.67 亿元和 0.81 亿元，分别占当年兽药生产成本的 20.93%和 25.56%，集中度有所提升，但仍属较低。

表 3　2016~2017 年疫苗生产所需原材料采购情况

原材料	项目	2016 年	2017 年
血清	采购数量（万毫升）	109.90	2,072.35
	采购均价（元/毫升）	2.05	1.12
	采购金额（万元）	225.00	2,327.00
佐剂	采购数量（吨）	227.50	351.00
	采购均价（万元/吨）	8.18	8.18
	采购金额（万元）	1,862.00	2,873.00
培养基*	采购金额（万元）	2,238.00	3,845.00

资料来源：公司提供
注：由于公司采购的培养基种类较多，根据配方的差异，采购数量存在升、公斤、克等多种单位，具体数量难以统计。

生产方面，2017 年，公司兽药疫苗产能无变化。产量较上年下降 15.75%至 117,403 万毫升，主要系消耗上年库存所致；产能利用率因此下降了 6.55 个百分点至 35.05%。

表 4　2016~2017 年公司兽药疫苗产能、产量及产能利用率情况（单位：万毫升、%）

项目	2016 年	2017 年
产能	335,000.00	335,000.00
产量	139,347.00	117,403.00
产能利用率	41.60	35.05

资料来源：公司提供
注：产能未扣当年除改造升级生产线的产能

销售方面，2017 年，公司兽药疫苗销量及销售额分别下降了 3.82%和 10.05%至 121,826 万毫升和 67,617.54 万元，主要系 2017 年，高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗退出政府强制免疫；受环保政策趋严影响，浙江江西等省份关停养殖场所致；产销率较上年提升了个 12.10 百分点至 103.00%。

表 5　2016~2017 年兽药疫苗销售情况（单位：万毫升、万元、%）

项目	2016 年	2017 年
销量	126,662.77	121,826.00
销售额	75,174.31	67,617.54
产销率	90.90	103.00

资料来源：公司提供
注：公司存在销售上年库存的情况，因此存在产销率超过 100%的情况。

从销售集中度来看，2016~2017 年，公司兽药业务前五大销售客户均为各省政府部门下属机构，销售金额分别为 2.40 亿元和 2.13 亿元，占当年兽药板块销售收入的 31.96%和 34.00%，集中度一般。

结算方式来看，2017 年，该业务由省财政直接结算的方式，变更为省财政拨款至市、县级财政自行结算，当年回款周期变长。

总体看，2017 年，公司采购量及采购额大幅增长；受消耗库存影响，公司产量下降，产能利用率仍属较低；受政府采购政策及环保政策影响，公司兽药销售量及金额均有所下降，但产销率有所提高。

4．生猪养殖及食品加工和农副食品加工业务

（1）生猪养殖及食品加工

采购方面，公司采购渠道及采购政策较上年无变化。养殖方面，2016~2017 年，商品猪产量分别为 24.85 万头和 32.34 万头，2017 年较上年增长 30.14%。2018 年 1~3 月，商品猪产量为 7.70 万头。

销售方面，2016~2017 年，公司种猪对外销售数量分别为 1.27 万头和 2.20 万头，2017 年较上年增长 73.23%；销售均价分别为 1,888 元/头和 2,654 元/头，2017 年较上年增长 40.57%；仔猪对外销售数量分别为 7.21 万头和 14.40 万头，2017 年较上年增长 99.72%；；销售均价分别为 626 元/头和 550 元/头，2017 年较上年下降 12.14%；主要系出售仔猪重量下降所致。

屠宰及食品加工方面，2016~2017 年，公司屠宰量分别为 39.07 万头和 42.56 万头，2017 年较上年增长 8.93%；其中代宰数量分别为 8.45 万头和 7.37 万头，2017 年较上年下降 12.78%；肉制品销售分别为 3.34 万吨和 3.67 万吨，2017 年较上年增长 9.88%。

公司控股的担保公司新疆天康融资担保有限公司和河南富桥投资担保有限公司为畜牧养殖产业链上的相关主体提供配套融资担保服务。截止 2017 年底，公司担保业务共有在保项目 208 个，在保金额为 4.15 亿元。两家公司对主要担保项目均要求担保方采取了相应反担保措施（如牲畜抵押、房产抵押、多户联保、担保人担保等）。

总体看，公司生猪养殖业务已形成较好的产业链互动效应，2017 年产销两旺；屠宰及食品加工业务小幅增长；担保项目具有反担保措施，风险较小。

（2）农副食品加工业务

2016~2017 年，公司毛油产能均为 7.00 万吨，产量分别为 4.57 万吨和 5.12 万吨，2017 年较上年增长 12.04%；销量分别为 4.99 万吨和 5.25 万吨，2017 年较上年增长 5.21%；其中内销数量分别为 0.07 万吨和 0.02 万吨。2016~2017 年，粕类产能均为 25.00 万吨，产量分别为 15.79 万吨和 17.73 万吨，2017 年较上年增长 12.29%；销量分别为 16.54 万吨和 18.24 万吨，2017 年较上年增长 10.28%；其中内销数量分别为 1.87 万吨和 3.00 万吨。

总体看，2017 年，随着棉粕、棉油市场价格回升，公司毛油、粕类产量有所回升，销量小幅增长。

5．在建及拟建工程

截至 2018 年 3 月底，公司期末在建工程余额合计 4.35 亿元。此外，公司的生猪养殖产业化建设项目未来拟投资 6.50 亿元，目前累计已投资金额 1.30 亿元，尚需投资 5.20 亿元，其中，生猪产业化建设项目具体包括新疆地区生猪产业化建设项目和河南地区生猪产业化建设项目，项目建成后，预计公司生猪养殖将达到年出栏 200 万头的产能。

表 6　生猪产业化建设项目投资情况（单位：万元）

项目名称		总投资	累计已投资额
生猪产业化建设项目	新疆基地	32,000.00	7603.11
	河南基地	33,000.00	5372.09
合计		**65,000.00**	**12,975.20**

资料来源：公司提供

总体看，该项目有助于公司扩大现在生猪养殖规模，增强综合竞争实力；同时公司也面临一定的资金支出压力。

6．经营效率

2017 年，公司款项回收效率下降，应收账款周转次数下降至 24.34 次；存货及总资产周转次数基本稳定，分别为 3.95 次和 0.89 次。从同行业上市公司比较情况看，公司各项指标均处于行业中游水平，经营效率一般。

表 7　2017 年农牧上市公司经营效率指标（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
300498.SZ	温氏股份	4.07	351.80	1.23
002124.SZ	天邦股份	3.11	34.92	0.88
002157.SZ	正邦科技	6.74	48.73	1.43
600195.SH	中牧股份	4.80	19.36	0.66
002100.SZ	天康生物	3.95	26.08	0.89

资料来源：Wind
注：为便于同业比较，本表数据引自 wind，应收账款及存货计算均为净额口径与本报告附表口径有一定差异。

总体看，公司经营效率尚可，但款项回收效率有所下降。

7．经营关注

（1）畜禽疫病风险

公司生猪养殖规模不断扩大，目前为公司重要的业务板块。饲料业务对畜禽养殖业的依赖度较大，未来如果出现大规模不可控的畜禽疫病，将在短期内引起公司经营业绩的波动。

（2）畜禽产品价格波动的风险

近年来，国内畜禽产品价格呈现周期性的波动，养殖效益的下滑将对公司生猪养殖和饲料业务的业绩产生不利的影响。

（3）原材料价格波动的风险

公司的主要原材料包括玉米、豆粕等，大宗农产品的价格波动，将对公司饲料业务的业绩产生不利影响。

（4）政策风险

公司兽药业务产品主要为政府采购，产能利用率较低，受采购政策影响较大，有一定的政策风险。2017 年，高致病性猪繁殖与呼吸综合征活疫苗退出政府强制免疫，使公司兽药业务收入下降，未来该政策如延续，可能对公司收入及利润造成一定影响。

8．未来发展

公司将依据自身的专业能力和核心竞争能力，围绕养殖业的关键环节，包括饲料饲养、良种繁育、动保以及养殖服务体系和金融服务体系支持，为养殖户提供全面解决方案，提升养殖效益，实现公司和客户的共赢发展，努力打造中国一流的“健康养殖服务商”和“安全食品供应商”。

2018 年公司的经营计划和主要经营目标是：饲料产销量 102 万吨，动物疫苗 16 亿头份（毫升）、生猪出栏 70 万头、植物蛋白原料加工量 40 万吨；营业收入 51.28 亿元，扣除非经常性损益的净利润 3.65 亿元。

总体看，公司的经营思路务实稳健，业绩规划目标详细，发展战略清晰可行。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2017 年财务报表已由希格玛会计师事务所(特殊普通合伙）审计，并对审计报告出具了标准无保留的审计意见。公司执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》及其后颁布的相关规定（“新会计准则”）的要求。2017 年，公司注销 1 家子公司，新设立 1 家子公司，新设立 6 家孙公司，均纳入合并范围，合并范围内子公司为 15 家。2017 年根据修订后的《企业会计准则第 16 号—政府补助》，与企业日常活动相关的政府补助按照经济业务实质计入其他收益或冲减相关成本费用，与企业日常活动无关的政府补助计入营业外收支；公司对 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助采用未来适用法处理，对 2017 年 1 月 1 日前发生的政府补助不予追溯调整。2017 年会计政策变更对公司净利润无实质影响。

截至 2017 年底，公司合并资产总计 58.73 亿元，负债合计 28.18 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）30.55 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 29.86 亿元。2017 年，公司实现营业收入 46.30 亿元，净利润（含少数股东损益）4.04 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 4.07 亿元。2017 年公司经营活动产生的现金流量净额为 6.49 亿元，现金及现金等价物净增加额为 9.50 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总计 60.14 亿元，负债合计 28.99 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 31.16 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 30.41 亿元。2018 年一季度，公司实现营业收入 9.96 亿元，净利润（含少数股东损益）0.54 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.55 亿元。2018 年一季度，公司经营活动产生的现金流量净额为-1.71 亿元，现金及现金等价物净增加额为-2.22 亿元。

2．资产质量

截至2017年底，公司资产总额58.73亿元，较年初增长30.77%，主要系流动资产增长所致。资产总额中，流动资产和非流动资产分别占比60.88%和39.12%，流动资产占比较年初提升4.30个百分点，资产结构仍以流动资产为主。

（1）流动资产

截至2017年底，公司流动资产合计35.75亿元，较年初增长40.71%，主要系货币资金增长所致；流动资产主要由货币资金（占比50.74%）、应收账款（占比5.52%）、预付款项（占比13.20%）和存货（占比25.20%）构成。

截至2017年底，公司货币资金18.14亿元（其中银行存款16.69亿元），较年初增长113.90%，主要系发行“天康转债”资金到位所致；使用受限的货币资金合计1.18亿元，占比为6.51%，全部为担保业务保证金。公司受限资产仅有货币资金。

截至2017年底，公司应收账款账面价值为1.97亿元，较年初增长25.21%，主要系兽药业务结算方式变更所致。公司已对应收账款计提坏账准备0.14亿元，计提比例6.61%，计提较为充分。从账龄结构上看，应收账款1年以内占比93.08%，账龄较短；按年末余额计，前五名合计占比19.53%，集中度较低。

截至2017年底，公司预付款余额4.72亿元，较年初增长4.17%；其中1年以内占比90.16%，账龄较短；按年末余额计，前五名合计占比42.63%，集中度较高。

截至2017年底，公司存货账面价值为9.01亿元，较年初保持稳定。公司存货中，原材料占比52.33%，库存商品占比14.50%，消耗性生物资产占比19.20%，其余为在产品和周转材料。公司对消耗性生物资产计提跌价准备合计51.31万元，计提比例0.06%，计提比例极低。

（2）非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产合计22.97亿元，较年初增长17.83%，主要来自在建工程和固定资产的增长。公司非流动资产主要由固定资产（占比67.74%）、在建工程（占比16.81%）和无形资产（占比7.14%）构成。

截至2017年底，公司固定资产账面价值15.56亿元，较年初增长19.43%，主要系制药悬浮三车间及汝州猪场建设完毕转入固定资产所致。固定资产主要为房屋建筑物（占比55.63%）及机器设备（占比41.97%）等，共计计提减值准备364.24万元，累计计提折旧8.54亿元，成新率64.50%，成新率一般。

截至2017年底，公司在建工程合计3.86亿元，较年初增长19.91%，主要系增加了河南宏展实业有限公司（以下简称“宏展实业”）年产50万吨、五家渠市58万吨综饲料项目、畜牧五里镇建设等项目所致。

截至2017年底，公司无形资产1.64亿元，较年初增长10.27%，主要系子公司宏展实业及新疆阿克苏天康植物蛋白有限公司购买建设土地所致。

截至2018年3月底，公司资产总计60.14亿元，较年初增长2.40%。从资产构成上看，流动资产占比为61.54%，非流动资产占比为38.46%，较年初变化不大。

总体看，截至2017年底，受益于公司发行债券募集的资金到位，公司资产规模大幅增长，仍以流动资产为主；资产中，货币资金规模较大，受限资产占比很小，整体资产质量良好。

3．负债和所有者权益

（1）负债

截至2017年底，公司负债合计28.18亿元，较年初增长57.71%，主要来自非流动负债的增长，其中流动负债和非流动负债分别占比62.57%和37.43%，非流动负债占比大幅上升了30.16个百分点。

截至2017年底，公司流动负债合计17.63亿元，较年初增长6.41%，主要来自于其他应付款的增加；公司流动负债主要由短期借款（占比47.19%）、应付账款（占比9.02%）、预收款项（占比14.43%）、应付职工薪酬（占比7.50%）和其他应付款（占比17.51%）构成。

截至2017年底，公司短期借款合计8.32亿元，较年初基本持平；其中保证借款5.30亿元，其余为信用借款。

截至2017年底，公司应付账款合计1.59亿元，较年初增长4.67%，其中1年以内应付账款占比91.69%，账龄很短。

截至2017年底，公司预收款项为2.54亿元，较年初增长4.07%，其中一年以内预收款占比99.40%。

截至2017年底，公司应付职工薪酬为1.32亿元，与年初基本持平。

截至2017年底，公司其他应付款为3.09亿元，较年初增长25.95%，主要系其他费用中的服务费增长所致；其中账龄超过1年的重要其他应付款余额为1.43亿元，主要为未到期技术服务费。

截至2017年底，公司非流动负债合计10.55亿元，较年初增长7.12倍，主要系新增应付债券所致；主要为应付债券（占比88.78%）和递延收益（占比11.18%）。

2017年，公司新增应付债券9.36亿元，为“天康转债”，到期日为2023年12月22日。

截至2017年底，公司递延收益为1.18亿元，较年初减少8.85%，主要系政府补助减少所致。

截至2017年底，公司全部债务合计17.95亿元，较年初增长1.14倍，主要系新增长期债务所致，其中短期债务8.59亿元，较年初增长2.24%；新增长期债务9.36亿元，即“天康转债”，短期债务和长期债务分别占比47.84%和52.16%。截至2017年底，公司资产负债率为47.98%，较年初升高了8.20个百分点；全部债务资本化比率为37.01%，较年初升高13.31个百分点；长期债务资本化比率为23.46%，较年初升高23.46个百分点。公司整体债务规模扩大，负担有所加重。

截至2018年3月底，公司负债合计28.99亿元，较年初增长2.88%；其中流动负债占比为63.62%，非流动负债占比36.38%，负债结构较2017年底变化不大。截至2018年3月底，公司全部债务合计18.66亿元，其中长期债务9.36亿元，较年初基本持平；短期债务9.30亿元，较年初增长8.27%。

总体看，截至2017年底，公司债务规模有所扩大，新发债券后债务结构以长期债务为主。

（2）所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计30.55亿元，较年初增长12.98%，主要系未分配利润增长所致。截至2017年底，公司所有者权益中归属于母公司的所有者权益为29.86亿元，少数股东权益为0.69亿元。归属于母公司的所有者权益中实收资本9.63亿元（占比32.26%），资本公积5.66亿元（占比18.96%），盈余公积1.64亿元（占比5.51%），未分配利润12.46亿元（占比41.71%）。公司所有者权益中，未分配利润占比上升了5.32个百分点，权益结构稳定性有所下降。

截至2018年3月底，公司所有者权益合计31.16亿元，较年初增长1.98%，权益结构较年初变化不大。

总体看，截至2017年底，公司所有者权益有所增长，权益结构稳定性有所下降。

4．盈利能力

2017年，公司业务稳中有升，实现营业收入46.30亿元，同比增长4.18%；公司营业成本35.47

亿元，同比增长 5.74%；实现利润总额 4.29 亿元，同比增长 0.57%；实现净利润 4.04 亿元，同比增长 3.56%。

在期间费用方面，2017 年，公司期间费用总额 6.35 亿元，同比减少 5.13%，主要来自销售和管理费用的减少。公司费用构成中，销售费用占比 43.10%，管理费用占比 53.47%，财务费用占比 3.43%。2017 年，公司销售费用为 2.74 亿元，同比减少 3.10%，主要系兽药销售运输方式改变减少运输费及会务费减少所致；管理费用为 3.40 亿元，同比减少 7.13%，系正常业务范围变动所致；财务费用为 0.22 万元，同比增长 2.34%。2017 年，公司费用收入比较上年下降 1.35 个百分点至 13.72%，公司费用控制能力有所加强。

2017 年，公司投资收益为-531.65 万元，主要由权益法核算的长期股权投资收益构成；营业外收入为 358.25 万元，占利润总额的比例为 0.84%，公司利润受投资收益及营业外收入的影响很小。

在盈利能力指标方面，2017 年，公司营业利润率由上年的 24.26%下降至 23.00%，总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别较上年降低 2.33 个百分点、2.03 个百分点和 1.30 个百分点，分别为 10.35%、8.86%和 14.02%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 9.96 亿元，同比减少 4.14%；实现净利润 0.54 亿元，同比减少 49.06%，主要系生猪价格下跌所致。

总体看，2017 年，在费用下降的同时，公司收入和利润均略有上涨，公司盈利受非经常性损益影响很小。

5．现金流

从经营活动来看，2017 年，公司经营活动流入现金 47.22 亿元，同比减少 0.88%；公司经营活动流出现金 40.72 亿元，同比减少 8.44%，主要系采购及支付其他与经营活动有关现金减少所致。受上述因素影响，2017 年，公司经营活动净现金流入 6.49 亿元，同比增长 1.05 倍。现金收入比为 101.40%，较上年下降了 4.41 个百分点，收入实现质量略有下滑。

从投资活动来看，2017 年，公司投资活动流入现金 0.40 亿元，同比减少 10.09%，主要系 2016 年收回投资 0.37 亿元，2017 年无此项流入所致；公司投资活动流出现金 5.86 亿元，同比增长 53.51%，主要系购建资产支付现金所致。受上述因素影响，2017 年，公司投资活动产生的现金流量净流出 5.46 亿元，净流出额同比增长 61.97%。

从筹资活动来看，2017 年，公司筹资活动流入现金为 20.25 亿元，同比增长 96.34%，主要系发行“天康转债”收到现金所致；公司筹资活动流出现金 11.79 亿元，同比增长 25.61%，主要系偿还债务支出现金增加所致。受上述因素影响，2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 8.46 亿元，同比增长 8.10 倍。

2018年1~3月，公司经营活动净流出1.71亿元，流出额同比增长112.21倍；投资活动净流出1.16亿元，流出额同比增长1.52倍；筹资活动由上年同期净流出1.66亿元转为净流入0.65亿元；现金及现金等价物净流出2.22亿元，同比基本持平。

总体看，2017 年，公司经营活动现金净流入额大幅增长但收入实现质量略有下滑；经营活动现金流能够满足投资需求，公司对外融资压力不大。

6．偿债能力

从短期偿债指标看，由于流动资产增速高于流动负债增速，截至 2017 年底，公司流动比率由年初的 1.53 倍提升至 2.03 倍，速动比率由年初的 0.99 倍提升至 1.52 倍。受货币资金大幅增加影响，

2017 年，公司现金短期债务比由上年的 1.01 倍大幅提升至 2.11 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较好，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2017 年，公司 EBITDA 为 6.48 亿元，同比增长 2.22%。2017 年，公司 EBITDA 由折旧（占比 26.94%）、摊销（占比 2.21%）、计入财务费用的利息支出（占比 4.71%）和利润总额（占比 66.15%）构成。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 24.90 倍下降至 21.25 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.75 倍下降至 0.36 倍，EBITDA 对全部债务和利息的保障能力有所下滑，但仍处于较强水平。

截至 2018 年 3 月底，公司无重大未决诉讼事项，无对外担保事项。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 31.20 亿元，已使用授信额度 9.07 亿元，未使用授信额度 22.13 亿元，公司融资渠道畅通。

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（机构信用代码：G1065010400065560B），截至 2018 年 5 月 4 日，公司已还清的债务信息概要中，存在 1 笔欠息，已由银行出具非恶意欠款说明函。未结清的信贷信息记录概要中无不良或关注类信贷信息。

总体看，公司整体偿债能力较强。

七、本次可转换公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2018年3月底，公司现金类资产16.02亿元，约为“天康转债”本金（10.00亿元）的1.60倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较好；公司净资产为31.16亿元，约为债券本金（10.00亿元）的3.12倍，公司现金类资产和净资产能够对“天康转债”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司 EBITDA 为6.48亿元，约为债券本金（10.00亿元）的0.65倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2017年，公司经营活动产生的现金流入47.22亿元，约为债券本金（10.00亿元）的4.72倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

从本次债券的发行条款来看，本次可转债设有条件赎回条款、回售条款及特别向下条款。条款的设置有利于鼓励债券持有人将持有的债券转股。本次可转债转股后，实际需要偿付的债券本息有可能低于发行时的预计水平，同时转股后公司的资产负债水平将进一步降低，公司的偿债能力将有所增强。

综合以上分析，考虑到公司的行业地位及规模优势，公司对“天康转债”的偿还能力很强。

八、综合评价

公司作为新疆地区规模较大的综合型农业上市公司之一，在行业地位、经营规模、技术研发水平、产业链布局等方面仍然具有较强的竞争优势。2017 年，公司整体生产经营状况良好，营业收入和净利润均有所增长，经营活动现金流大幅增长；受非公开发行公司债券的影响，公司资产规模大幅提升。同时，联合评级也关注到，行业政策逐渐收紧、在建项目资金支出压力较大、债务规模增长较快等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司进一步扩展生猪养殖规模，在研兽药陆续上市以及市场化疫苗销售规模扩大，公司收入规模及盈利水平有望继续保持增长。

综合考虑上述因素，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；

同时维持“天康转债”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　天康生物股份有限公司
主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	44.91	58.73	60.14
所有者权益（亿元）	27.04	30.55	31.16
短期债务（亿元）	8.40	8.59	9.30
长期债务（亿元）	0.00	9.36	9.36
全部债务（亿元）	8.40	17.95	18.66
营业收入（亿元）	44.44	46.30	9.96
净利润（亿元）	3.90	4.04	0.54
EBITDA（亿元）	6.34	6.48	--
经营性净现金流（亿元）	3.16	6.49	-1.71
应收账款周转次数（次）	27.89	24.34	3.53
存货周转次数（次）	4.03	3.95	0.81
总资产周转次数（次）	1.07	0.89	0.17
现金收入比率（%）	105.81	101.40	82.26
总资本收益率（%）	12.68	10.35	1.11
总资产报酬率（%）	10.89	8.86	0.97
净资产收益率（%）	15.32	14.02	1.76
营业利润率（%）	24.26	23.00	20.50
费用收入比（%）	15.07	13.72	13.29
资产负债率（%）	39.78	47.98	48.20
全部债务资本化比率（%）	23.70	37.01	37.46
长期债务资本化比率（%）	0.00	23.46	23.11
EBITDA 利息倍数（倍）	24.90	21.25	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.75	0.36	--
流动比率（倍）	1.53	2.03	2.01
速动比率（倍）	0.99	1.52	1.44
现金短期债务比（倍）	1.01	2.11	1.72
经营现金流动负债比率（%）	19.08	36.83	-9.25
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.63	0.65	--

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，四舍五入造成；2、除特别说明外，均指人民币；3、2018 年一季报未经审计，相关指标未年化。

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	
应收账款周转次数	营业总收入/ [（期初应收账款余额+期底应收账款余额）/2]
存货周转次数	营业总成本/[（期初存货余额+期底存货余额）/2]
总资产周转次数	营业总收入/[（期初总资产+期底总资产）/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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+期底所有者权益+期底全部债务）/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+期底总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期底所有者权益）/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	（营业总收入-营业总成本-营业税金及附加）/营业总收入×100%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业总收入×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）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次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/本次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/本次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
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。