跟 踪 评 级 公 告

联合〔2019〕1590 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可转换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：

二〇一九年 六 月 二十 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. unitedratings.com.cn

天康生物股份有限公司
可转换公司债券 2019 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	债券余额	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	6.59亿元	6年	AA	AA	2018年6月19日

跟踪评级时间：2019 年 6 月 22 日

主要财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	19 年 3 月
资产总额（亿元）	44.91	58.73	85.09	94.87
所有者权益（亿元）	27.04	30.55	32.79	36.79
长期债务（亿元）	0.00	9.36	15.76	22.63
全部债务（亿元）	8.40	17.97	42.59	46.78
营业收入（亿元）	44.44	46.30	52.73	12.05
净利润（亿元）	3.90	4.04	3.01	0.00
EBITDA（亿元）	6.34	6.48	6.46	-
经营性净现金流（亿元）	3.16	6.49	-11.78	0.98
营业利润率（%）	24.26	23.00	20.65	17.92
净资产收益率（%）	15.32	14.02	9.51	0.00
资产负债率（%）	39.78	47.98	61.47	61.22
全部债务资本化比率（%）	23.70	37.04	56.50	55.98
流动比率（倍）	1.53	2.03	1.65	1.74
EBIDTA 全部债务比（倍）	0.75	0.36	0.15	-
EBIDTA 利息倍数（倍）	24.90	21.25	6.05	-
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.96	0.98	0.98	-

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、2019 年一季报未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点：

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”）公司整体生产经营状况良好，饲料及兽药业务产销量均有所增长；由于养殖规模扩大，公司生猪养殖业务收入大幅增长。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到饲料原材料价格上涨、非洲猪瘟疫情及猪周期下行、债务规模大幅增长且短期偿债压力较大、农产品仓储业务占用资金明显且存在一定跌价风险、在建工程未来资金支出压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着生猪养殖行业景气度回升，公司养殖规模扩大以及在研兽药陆续上市，公司综合实力有望提升。

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“稳定”；同时维持“天康转债”的债项信用等级为 AA。

优势：

1．公司生猪养殖规模进一步扩大，生猪养殖收入大幅增长。

2．公司猪瘟 E2 疫苗上市，销售情况良好，单项产品毛利较高。

3．公司饲料业务产销情况良好，销售毛利率保持稳定，销售收入有所增长。

关注：

1．自中美贸易战以来，公司饲料业务原料价格上涨，不利于公司生产成本控制。

2．非洲猪瘟疫情加上养殖行业景气度下行，公司生猪养殖业务销售毛利率大幅下降。

3．公司于 2018 年下半年开展的农产品仓储业务对资金占压较大，加之公司在建工程仍未完工，未来仍面临一定的资金支出压力。

4．公司债务规模大幅增长，整体债务负担大幅加重且短期偿债压力较大。

分析师

蒲雅修
电话：010-85172818
邮箱：puyx@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：

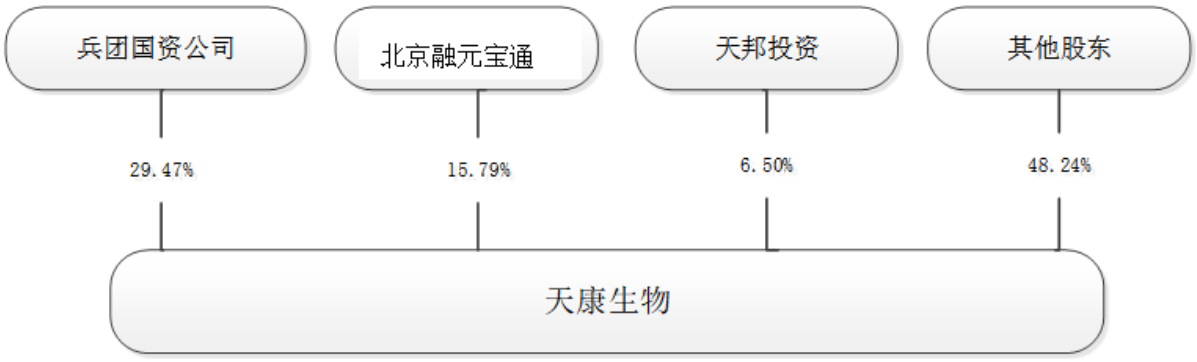
联合信用评级有限公司

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 2019 年 3 月底，公司注册资本为 96,340.50 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 2019 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至 2019 年 6 月 17 日，公司公告披露前 10 大股东质押情况统计如下：

表 1　截至 2019 年 6 月 17 日 公司公告披露前十大股东质押情况（单位：万股、%）

名称	未解押股权质押数量	占总股本	占其持有的股份数
北京融元宝通资产管理合伙企业(有限合伙)	15,213.39	15.13	100.00
新疆天邦鸿康股权投资有限责任公司	2,500.00	2.49	39.95
朱文涛	235.00	0.23	6.45
新疆天达生物制品有限公司	125.00	0.12	5.46
合计	**18,073.39**	**17.98**	**66.66**

资料来源：Wind

2018 年，公司经营范围及组织结构较上年无变化。截至 2018 年底，公司新设立 3 家一级子公司，新设立 7 家孙公司，均纳入合并范围，注销 1 家孙公司，转让 1 家孙公司，合并范围内子公司为 18 家。

截至 2018 年底，公司合并资产总计 85.09 亿元，负债合计 52.30 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）32.79 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 32.10 亿元。2018 年，公司实现营业收入 52.73 亿元，净利润（含少数股东损益）3.01 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.14

亿元。2018 年公司经营活动产生的现金流量净额为-11.78 亿元，现金及现金等价物净增加额为 2.83 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总计 94.87 亿元，负债合计 58.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 36.79 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 32.31 亿元。2019 年一季度，公司实现营业收入 12.05 亿元，净利润（含少数股东损益）2.41 万元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.29 亿元。2019 年一季度，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.98 亿元，现金及现金等价物净增加额为 1.75 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，并于 2018 年 1 月 29 日在深圳交易所上市交易，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”）。本次可转债募集资金人民币 10.00 亿元，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。公司于 2018 年 7 月 4 日实施权益分派方案，根据《募集说明书》的规定，天康转债的转股价格于 2018 年 7 月 4 日起由原来的 8.25 元/股调整为 8.15 元/股。

截至 2018 年 12 月 31 日，公司累计使用募集资金 20,698.62 万元，其中：2018 年投入募投项目金额为 7,350.48 万元，公司置换于募集资金到位之前利用自有资金先期投入募集资金项目金额为 13,348.14 万元；募集资金专用账户累计收到的银行存款利息 446.78 万元。截至 2018 年 12 月 31 日，募集资金余额为 78,298.16 万元，存放于募集资金专户中。

公司已于 2018 年 12 月 24 日付息 300.00 万元；截至 2019 年 3 月 31 日，本次可转债已转股 9,464 股，余额 999,756,000.00 元。本次可转债自 2018 年 6 月 28 日起可转换为公司股份，初始转股价格为 8.25 元/股，于 2018 年 7 月 4 日起调整为 8.15 元/股。截至报告出具日，本次可转债尚未到下一付息日。截至 2019 年 6 月 17 日，本次可转债余额 6.59 亿元。

三、行业分析

2018 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．饲料行业

（1）行业概况

根据国家统计局数据，中国饲料产品产量从 2000 年的 3,740.81 万吨增加到 2014 年的 2.72 亿吨，增长了 6.28 倍，经过多年跨越式发展后，自 2015 年起，我国饲料产品产量增速出现明显下降，特别是 2018 年，受生猪和禽类养殖收益下降的影响，我国饲料产量 2.42 亿吨，同比下降 14.94%。

总体看，近年来我国饲料行业已告别高速增长期，总产量有所波动。

（2）行业上下游

2018 年是临储收购政策改革的第三年，玉米市场化改革进一步深入，玉米消费量稳步增长，玉米市场价格重心上移，但涨幅有限。具体看，2018 年以来，全国玉米价格持续走高，截至 2018 年底，我国玉米批发平均价格为 2.05 元/公斤，较年初上涨 3.54%，上涨程度较为温和。从豆粕价格来看，2018 年前三季度，在中美贸易摩擦升级等因素影响下，豆粕价格持续走高，但第四季度以来，由于贸易摩擦影响逐步在休战共识下减弱，以及南美大豆丰产，我国豆粕现货价格持续走低。截至 2018 年底，我国豆粕现货价格为 3,025.88 元/吨，较年初下降 1.46%，整体保持稳定。

总体看，饲料原料价格主要受供求关系影响，近年来价格波动较频繁，对行业内企业生产成本有一定影响；而饲料添加剂中的鱼粉更多依赖进口，国内厂商议价能力弱，对成本控制有一定影响。

饲料行业下游为畜牧养殖行业，详见本报告“2．畜牧养殖行业”。

（3）行业关注

下游养殖业市场波动风险

饲料加工行业处于养殖业的上游，养殖业易随生猪价格、国内外消费市场及动物重大疫病而波动。一方面，养殖业中重要子行业——生猪养殖业，仍然存在着“多、散、小”的特点，猪价周期性波动对经营者的负面影响仍将长期存在；另一方面，食品安全和疫情是养殖业发展的重要影响因素，近几年，“禽流感”、“猪流感”、“蓝耳病”等事件频发，对养殖企业冲击较大。养殖行业产品价格、销售量的波动，将直接传导至饲料行业。

运输行业整改导致运输成本上升

饲料产品物流量较大，运杂费是其饲料加工企业销售费用的重要组成部分。由于历史遗留问题，我国货运车辆大部分归个人所有，物流用车存在一定的非标准化问题。2016 年 9 月，我国《超限运输车辆行驶公路管理规定》开始实施，现有车辆中，相当一部分面临整改或逐步被淘汰。实施运输新规定所导致的运输市场车量紧张、运费提高，将对饲料加工企业费用控制带来不利影响。

（4）未来发展

行业整合升级，集中度不断提高

饲料行业市场竞争加剧，集中度有所提高。饲料行业在不断向集团化、规模化方向发展，未来经营规模小、技术落后、抗风险能力低的饲料加工企业将在激烈的市场竞争中被淘汰。饲料加工企业开始提高饲料、畜牧及食品加工产业关联度，推动了饲料加工行业的转型和提升。饲料加工企业不仅要依靠扩大产量和提高市场份额获得竞争优势，同时要不断提高饲料生产科技水平，降低农产品等原料成本，研制和开发新产品。

饲料需求继续增长

随着国内居民生活水平的提高以及城镇化进程的推进，人们对肉、蛋、奶等动物性食品需求将不断增加，并且对质量的要求也不断增强。饲料作为畜牧业发展的基础，其未来发展潜力巨大。2018 年，我国生猪出栏 6.94 亿头，年底生猪存栏量 3.11 亿头，占世界总量的一半以上，行业容量在 1 万亿元之上；随着规模化生猪养殖的持续发展，饲料需求有望小幅稳定增长。

总体看，我国饲料行业已进入低增长期，未来在产业政策的引导下，行业集中度有望提高，具备集团化、规模化优势的大型企业将从中受益。

2．畜牧养殖行业

（1）行业概况

近年来，我国人均可支配收入的增长改善了居民膳食结构，畜禽产品已成为生活必需品，并从需求端拉动了养殖业的发展。目前，我国人均肉类占有量达 64 公斤，直接从事畜禽养殖的收入占家庭农业经营现金收入的 1/6，养殖业国家级产业化龙头企业达 583 家，养殖业日益呈现规模化、标准化、集约化的发展趋势。近年来，受猪肉与鸡肉产量下降影响，我国肉类总产量小幅下降，整体仍属稳定。由于我国牛、羊现代化养殖起步较晚，产量难以大幅提高，对外依存度持续上升。

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及市场发展，我国生猪养殖结构不断优化，行业集中度持续提升，但生猪养殖行业集中度仍比较低，截至 2018 年底，我国生猪养殖行业 CR10 不到 10%，而同期出栏在 50 头以下的生猪养殖场数量占全国总养殖场数量的比例在 90%以上，导致目前我国肉猪养殖主体仍为散养农户。

供给方面，从能繁母猪存栏量来看，截至 2018 年底，我国生猪存栏量 31,111 万头，较年初下降 7.12%；生猪出栏量 69,382 万头，较年初上升 0.76%，主要系受非洲猪瘟影响，养殖户加速出栏所致。补栏不及时、出栏在加速的状况将可能导致未来一段时间内生猪供给不足。

需求方面，我国猪肉消费总量在 2014 年之前保持总体增长态势，并于 2014 年达到 5,719 万吨的历史高点。2015 年，我国猪肉消费总量出现负增长，主要系人们饮食结构变化及猪肉价格提升所致。随着人均可支配收入的增加及农村人口对猪肉需求量的增长，2015 年后猪肉消费总量降幅收窄；预计未来猪肉需求量将保持稳定。

价格方面，由于我国猪肉需求近年来较为稳定，因此供给在猪肉价格的形成中具有重要影响。2018 年上半年，生猪价格延续下降趋势，并于 2018 年 4 月底到达截至目前本轮猪周期调整的最低点 10.10 元/公斤；2018 年 6~8 月，受养殖户补栏积极性降低，生猪严重过剩的局面已有所缓解影响，生猪价格有所上行；2018 年 8 月以来，受非洲猪瘟突然爆发导致全国生猪调运基本暂停影响，短期内，生猪主产区的生猪难以调出，造成区域内供大于求，猪价有所下降；生猪主销区的供给量不足、以及消费意愿的维持，猪价有所上涨。长期来看，疫情得到有效控制后，猪价将受供给收缩影响逐渐回升。

总体看，跟踪期内，我国生猪养殖集中度目前仍属较低；未来一段时期内，猪价将受供给收缩影响逐渐回升。

（2）行业政策

“生猪养殖北上”政策

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。

环保政策

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。

总体看，畜禽养殖的环保要求逐渐提高，受此影响生猪养殖出现北上新趋势；同时，国家积极鼓励畜禽规模化养殖，推动产业集中度进一步提升。

（3）行业关注

畜禽疾病发生和传播风险

作为生物体，不可避免地会受到疾病的侵扰，一是自有畜禽在养殖过程中发生疾病带来的风险；二是畜禽养殖行业爆发大规模疫病带来的风险。畜禽的生长过程中伴随着各种疫病的威胁。疫病爆发，将直接给企业的生产带来损害；即使生产不受影响，疫病的发生与流行也会对消费者心理产生冲击，导致销售市场的萎缩。

环保压力增大

肉鸡及肉猪养殖过程中会有污染物排放，其排放标准需符合国家环保监管的相关要求。随着我国对环境保护问题的日益重视，国家制定了更严格的环保标准和规范。从政绩考核来看，2017年之后，环境因素的考核首次置于比GDP更重要的位置。如果国家及地方政府将来颁布新的法律法规，进一步提高环保监管要求，将使畜禽养殖行业支付更高的环保费用，可能对行业的经营业绩和利润水平产生一定程度的影响。

（4）未来发展

未来随着环保政策的趋严，畜禽养殖行业将向增长与环保并重型转变；行业集中度和产业化程度将同步提升。畜禽产品从生产到上市，涉及种养加销售等多个环节，还有饲料、动物保健品等支撑行业。未来畜牧养殖行业有望在大型养殖企业带动下，通过兼并、合资、联营等多种方式，向养殖、种植、加工纵深发展；并衍生出电商与实体结合、互联网与产业融合、生产者与消费者直接对接等新业态。

总体看，近年来，我国畜牧业行业规模较大，但集中度较低；随着行业的不断整合，具有技术、品牌和资金优势的大型生产企业将在竞争中获得先发优势，行业地位有望得到进一步巩固和强化。

四、管理分析

2018 年 3 月，公司聘任许衡、黄海滨和潘毅平为公司副总经理；公司董事任忠光先生因工作原因辞去公司董事职务。同年 4 月，选举吴向勇先生为公司第六届董事会董事。其余高管、董事及监事无重大变动，主要管理制度连续，管理运作正常。

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。

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。2018 年，公司营业收入为 52.73 亿元，较上年增长 13.89%，主要系饲料、兽药及生猪养殖业务收入增长所致；实现净利润 3.01 亿元，较上年下降 25.44%，主要系成本增速高于收入，以及财务费用和研发费用大幅增加所致。公司主营业务收入占比 99.03%，仍然十分突出。

表 2　近三年公司营业收入及毛利润情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	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	256,206.84	48.59	14.56
兽药	75,174.31	16.92	57.56	67,617.54	14.60	66.20	74,985.86	14.22	58.96
屠宰加工及肉制品	59,019.54	13.28	35.93	54,366.96	11.74	28.08	51,870.60	9.84	19.39
农副产品加工	62,679.26	14.10	6.29	84,350.84	18.22	3.91	85,492.08	16.21	12.14
生猪养殖	12,117.10	2.73	32.98	19,863.34	4.29	38.34	33,607.60	6.37	9.26
其他主营业务	8,709.16	1.96	30.29	13,362.27	2.89	15.47	20,000.26	3.79	7.26
主营业务收入	439,730.15	98.95	23.92	459,572.73	99.26	22.93	522,163.24	99.03	20.44
其他业务	4,683.66	1.05	80.88	3,429.85	0.74	85.29	5,139.99	0.98	81.84
合计	**444,413.81**	**100.00**	**24.52**	**463,002.57**	**100.00**	**23.40**	**527,303.24**	**100.00**	**21.04**

资料来源：公司年报

分业务板块来看，2018 年，公司饲料业务收入 25.62 亿元，较上年增长 16.45%，占比提升 1.63 个百分点至 48.59%；兽药业务收入较上年上升 10.90%至 7.50 亿元，主要系公司新型疫苗（猪瘟 E2 疫苗）销售增长所致，占比下降 0.38 个百分点至 14.22%；屠宰加工及肉制品业务收入较上年下降 4.59%至 5.19 亿元，主要系受非洲猪瘟影响所致，占比下降 1.90 个百分点至 9.84%；农副产品加工业务较上年基本稳定；生猪养殖业务较上年增长 69.19%至 3.36 亿元，主要系中原区生猪养殖业务规模扩大所致，占比上升 2.08 个百分点至 6.37%。公司 2018 年业务结构较 2017 年变化不大。公司非主营业务收入占营业收入比重仅为 0.98%，对公司营业收入影响很小。

从毛利率来看，2018 年，受非洲猪瘟、国家疫苗政策变动等因素影响，公司各项业务毛利率均有所变动。受上述因素影响，公司业务综合毛利率较上年下滑 2.36 个百分点至 21.04%。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.05 亿元，较上年同期增长 20.92%；实现净利润 2.41 万元，较上年同期下降 100.00%，主要系新疆地区 2019 年一季度爆发非洲猪瘟，生猪外销受限所致。

总体看，跟踪期内，公司业务运行稳定，收入规模有所增长，受非洲猪瘟及政策影响，综合毛利率略有下滑。

2．饲料业务

2018 年，受减产及贸易战影响，农产品价格上涨，公司玉米和豆粕采购均价分别上涨 4.00%和 5.77%；为应对原材料价格上涨，公司增加原材料战略储备，玉米采购数量较上年增长 13.57%至 50.55 万吨，豆粕采购数量较上年增长 26.03%至 13.75 万吨。

表 3　近三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	2018 年
玉米	采购数量	39.46	44.51	50.55
	采购均价	1,792.76	1,772.62	1843.50
豆粕	采购数量	10.96	10.91	13.75
	采购均价	3,325.83	3,381.37	3576.47

资料来源：公司提供

生产方面，从产能来看，2018 年，公司五家渠基地建成完工，饲料产能增加 58 万吨至 200 万吨；产量为 116.40 万吨，同比增长 23.43%，产能利用率基本稳定，为 58.23%，整体产能利用率仍较低。

销售方面，从销量来看，2018 年，公司饲料销量 115.49 万吨，同比增长 23.48%；其中，内销饲料的数量为 20.14 万吨，同比增长 37.85%；产销率方面，2018 年公司饲料产销率为 99.17%，较上年基本持平，仍处于较高水平。

总体看，2018 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，2018 年，公司采购血清和佐剂数量分别同比下降 16.04%和 16.94%至 1,739.89 万毫升和 291.55 吨；主要系上年采购量较大，当年尚有余量所致。采购价格方面，受市场价格波动影响，2018 年，血清和佐剂采购均价较上年分别增长 8.04%和 2.57%，其中血清价格上涨主要系进口血清价格上涨所致。

从采购集中度来看，2017~2018 年，公司原材料前 5 大供应商采购金额分别为 0.81 亿元和 0.98 亿元，分别占当年兽药生产成本的 25.56%和 34.00%，集中度有所提升。

表 4　近三年疫苗生产所需原材料采购情况

原材料	项目	2016 年	2017 年	2018 年
血清	采购数量（万毫升）	109.90	2,072.35	1,739.89
	采购均价（元/毫升）	2.05	1.12	1.21
	采购金额（万元）	225.00	2,327.00	2,118.44
佐剂	采购数量（吨）	227.50	351.00	291.55
	采购均价（万元/吨）	8.18	8.18	8.39
	采购金额（万元）	1,862.00	2,873.00	2,446.87
培养基*	采购金额（万元）	2,238.00	3,845.00	3,581.96

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，2018 年，公司兽药疫苗产能无变化；产量较上年增长 17.51%至 137,961.00 万毫升，恢复至正常水平；产能利用率因此提升 6.13 个百分点至 41.18%。

表 5　近三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	2018 年
产能	335,000.00	335,000.00	335,000.00
产量	139,347.00	117,403.00	137,961.00
产能利用率	41.60	35.05	41.18

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，2018 年，公司兽药疫苗销量及销售额分别上升了 2.42%和 5.91%至 124.780 万毫升和 71,612.57 万元，主要系 2018 年公司独家新品猪瘟 E2 获批上市，需求量较大所致；产销率较上年减少了 12.55 个百分点至 90.45%。

表 6　近三年兽药疫苗销售情况（单位：万毫升、万元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
销量	126,662.77	121,826.00	124,780.00
销售额	75,174.31	67,617.54	71,612.57
产销率	90.90	103.00	90.45

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。

2017~2018 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 2.13 亿元和 2.55 亿元，占当年兽药板块销售收入的 34.00%和 35.64%，集中度较高。

总体看，2018 年，公司采购量及采购额回落；受需求上涨影响，公司产量提升，产能利用率仍属较低；公司兽药销售量及金额均有所增长。

4．其他业务[1]

（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，2018 年，商品猪销量为 64.69 万头，较上年增长 32.18%，主要系公司 2018 年扩大养殖规模所致；2019 年 1~3 月，公司商品猪产量为 21.07 万头。

2018 年，公司种猪对外销售数量为 1.44 万头，较上年下降 34.55%，系受非洲猪瘟影响所致；销售均价为 2,827 元/头，较上年增长 6.52%；仔猪对外销售数量为 18.18 万头，较上年增长 26.25%；销售均价为 433 元/头，较上年下降 21.27%。

屠宰及食品加工方面，2017~2018 年，公司屠宰量分别为 42.56 万头和 45.04 万头；其中代宰数量分别为 7.37 万头和 7.06 万头；肉制品销售分别为 3.67 万吨和 3.95 万吨。

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。截至 2018 年底，公司担保业务共有在保项目 230 个，在保金额为 4.20 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，2018 年产量增加但销量下滑；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

2017~2018 年，公司毛油产能分别为 7.00 万吨和 11,32 万吨，产量分别为 5.12 万吨和 6.20 万吨；销量分别为 5.25 万吨和 6.17 万吨；其中内销数量分别为 0.02 万吨和 0.03 万吨。2017~2018 年，粕类产能均为 25.00 万吨，产量分别为 17.73 万吨和 21.57 万吨；销量分别为 18.24 万吨和 21.22 万吨；其中内销数量分别为 3.00 万吨和 2.55 万吨。

总体看，2018 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。

（3）农产品战略储备

为应对原材料波动风险，加之贸易冲突与争端加大了农产品等大宗商品价格波动的不确定性，公司于 2018 年下半年开展了农产品战略储备业务，该业务毛利率较低、占用资金高，目前尚未形成盈利。

5．在建项目

截至 2019 年 3 月底，公司期末在建工程余额合计 6.63 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 2.75 亿元，尚需投资 3.75 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。

[1] 此处其他业务指除饲料及兽药以外的其他业务。

表 7　截至 2019 年 3 月底公司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	14,948.18
	河南基地	33,000.00	12,530.66
合计		**65,000.00**	**27,478.84**

资料来源：公司提供

总体看，公司在建生猪养殖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

2018 年，公司货款回收效率下降，应收账款周转次数下降至 23.75 次；受公司 2018 年下半年开展玉米及棉粕仓储业务的影响，存货及总资产周转次数分别下降至 2.45 次和 0.73 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 8　2018 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	3.93	331.61	1.11
002124.SZ	天邦股份	3.21	88.17	0.85
002157.SZ	正邦科技	5.25	49.92	1.17
600195.SH	中牧股份	4.39	17.98	0.68
002100.SZ	**天康生物**	**2.45**	**25.56**	**0.73**

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，公司经营效率处于行业中等水平。

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；若非洲猪瘟疫苗短期内不能上市，疫情预期在近三至五年仍将继续，公司生猪养殖和饲料业务均可能会受到持续影响。

（2）原材料价格波动风险

自中美贸易战以来，公司的主要原材料包括玉米、豆粕等价格上涨；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。

（3）食品安全风险

随着国家对食品安全监管力度的不断加大和消费者对食品安全问题的重视程度不断提高，一旦出现食品安全问题，将对公司的品牌和业绩产生不利的影响。

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”。

2019 年公司的经营计划和主要经营目标是：饲料产销量 125 万吨，动物疫苗 16 亿毫升（头份）、生猪出栏 100 万头、植物蛋白原料加工量 40 万吨、玉米收储量 110 万吨；营业收入 67.54 亿元，净利润 4.13 亿元。

为保证公司 2019 年度正常经营资金需求，根据公司 2019 年度生产经营计划及业务的发展需要，降低原材料价格波动所带来的经营风险，保证原材料的稳定供应，增加制药业务的全国市场占有率，扩大养殖业务规模，2019 年度公司将申请总额不超过 486,000 万元（包括借新还旧）的银行贷款。公司将根据生产经营的实际情况，优化融资结构、降低资金成本；统筹安排、合理使用资金，提高资金的使用效率，使之发挥最大的效益。

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 2018 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，2019 年 1~3 月财务报表未经审计。公司财务报表按照财政部颁布的企业会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（统称“企业会计准则”）编制，按照中国证监会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号—财务报告的一般规定》（2014 年修订）披露有关财务信息。2018 年，财政部发布《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号），公司财务报表中若干比较报表数据已经过重新编排以符合报告格式要求。

合并范围方面，2018 年，公司新设立 3 家一级子公司，新设立 7 家孙公司，均纳入合并范围，注销 1 家孙公司，转让 1 家孙公司，合并范围内子公司为 18 家。

截至 2018 年底，公司合并资产总计 85.09 亿元，负债合计 52.30 亿元，所有者权益合计（含少数股东权益）32.79 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 32.10 亿元。2018 年，公司实现营业收入 52.73 亿元，净利润（含少数股东损益）3.01 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.14 亿元。2018 年公司经营活动产生的现金流量净额为-11.78 亿元，现金及现金等价物净增加额为 2.83 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总计 94.87 亿元，负债合计 58.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 36.79 亿元，其中归属于母公司的所有者权益合计 32.31 亿元。2019 年一季度，公司实现营业收入 12.05 亿元，净利润（含少数股东损益）2.41 万元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.29 亿元。2018 年一季度，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.98 亿元，现金及现金等价物净增加额为 1.75 亿元。

2．资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 85.09 亿元，较上年底增长 44.88%，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 68.84%和 31.16%，流动资产占比较上年底提升 7.96 个百分点，资产结构仍以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 58.58 亿元，较上年底增长 63.83%，主要系货币资金和存货增长所致；流动资产主要由货币资金（占比 36.67%）、预付款项（占比 7.30%）、存货（占比 42.71%）

和其他流动资产（占比 5.46%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金 21.48 亿元（其中银行存款 19.77 亿元），较上年底增长 18.42%，主要系银行借款增加所致；使用受限的货币资金合计 1.69 亿元，占比为 7.87%，主要为担保业务保证金（占 76.09%）和投资保证金（占 17.64%）等。

截至 2018 年底，公司预付款项 4.28 亿元，较上年底下降 9.43%，主要系部分农产品结算所致；其中 1 年以内占比 77.90%，账龄较短；按年末余额计，前五名合计占比 37.22%，集中度较上年有所下降。

截至 2018 年底，公司存货账面价值为 25.02 亿元，较上年底大幅增长 177.65%，主要系公司农产品仓储业务备货所致；公司存货中，原材料占比 24.43%，库存商品占比 54.70%，消耗性生物资产占比 11.45%，其余为在产品、周转材料和开发成本。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 0.02%，计提比例极低。农产品价格波动性较大，公司存货存在一定跌价风险。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 3.20 亿元，较上年底增长 96.77%；主要由待抵扣增值税进项税（占比 61.97%）和应收代偿款（占比 21.80%）构成。

（2）非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 26.51 亿元，较上年底增长 15.39%。公司非流动资产主要由固定资产（占比 64.69%）、在建工程（占比 21.07%）和无形资产（占比 6.25%）构成。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 17.15 亿元，较上年底增长 10.17%，主要系在建工程转入固定资产所致。固定资产主要为房屋建筑物（占比 58.12%）及机器设备（占比 38.61%）等，计提减值准备 364.24 万元，累计计提折旧 10.08 亿元，成新率 62.90%，成新率一般。

截至 2018 年底，公司在建工程合计 5.59 亿元，较上年底增长 44.63%，主要系增加了汝南宏展畜牧建设项目等项目所致。

截至 2018 年底，公司无形资产 1.66 亿元，较上年底基本稳定。

截至 2018 年底，公司受限资产为其他货币资金的 1.69 亿元，占总资产比例为 1.99%，资产受限比例很低。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总计 94.87 亿元，较上年底增长 11.50%，主要系固定资产增加所致。从资产构成上看，流动资产占比为 62.94%，非流动资产占比为 37.06%，较上年底变化不大。

总体看，截至 2018 年底，公司资产规模大幅增长，仍以流动资产为主；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 2018 年底，公司负债合计 52.30 亿元，较上年底增长 85.61%，主要来自流动负债的增长，其中流动负债和非流动负债分别占比 67.81%和 32.19%，仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债合计 35.47 亿元，较上年底增长 101.18%，主要来自于短期借款的增加；公司流动负债主要由短期借款（占比 75.43%）、应付票据和应付账款（占比 5.70%）和其他应付款（占比 9.55%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款[2]合计 26.75 亿元，较上年底增长 221.54%，主要系公司为开展玉米和棉粕储备业务取得借款所致（用于收购玉米的新增短期借款合计 13.38 亿元）；其中保证借款

[2] 公司持有借款中部分抵押借款，因抵押资产手续尚未完成，未在年报内体现为受限。

占 68.91%，信用借款占 29.60%；其余为抵押借款。

截至 2018 年底，公司应付票据和应付账款合计 2.02 亿元，以应付账款为主，占 97.53%，其中一年以内占 90.51%；应付账款较上年底增长 23.92%，主要系公司开展玉米及棉粕储备，提前备货所致。

截至 2018 年底，公司其他应付款为 3.38 亿元，较上年底增长 9.09%；其中账龄超过 1 年的重要其他应付款余额为 1.17 亿元，主要为未到期技术服务费。

截至 2018 年底，公司非流动负债合计 16,83 亿元，较上年底增长 59.60%，主要系新增长期借款所致；主要为长期借款（占 35.64%）和应付债券（占 57.99%）。

截至 2018 年底，公司新增长期借款 6.00 亿元，用于经营周转，其中向中国进出口银行取得抵押借款 4.00 亿元，利率 4.75%；向天山农商行取得信用借款 2.00 亿元，利率 5.70%。

截至 2018 年底，公司应付债券 9.76 亿元，较上年底增长 4.25%，主要系“天康转债”计提利息所致。

截至 2018 年底，公司全部债务合计 42.59 亿元，较上年底增长 136.97%，主要系短期债务增长所致，其中短期债务 26.83 亿元，较上年底增长 211.64%；长期债务 15.76 亿元，较上年底增长 68.33%；短期债务和长期债务分别占比 62.99%和 37.01%，以短期债务为主。截至 2018 年底，公司资产负债率为 61.47%，较上年底上升 13.49 个百分点；全部债务资本化比率为 56.60%，较上年底上升 19.46 个百分点；长期债务资本化比率为 32.47%，较上年底上升 9.01 个百分点。公司整体债务规模大幅增长，债务负担大幅加重，但仍属可控。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 58.08 亿元，较上年底增长 11.05%；其中流动负债占比为 59.19%，非流动负债占比 40.81%，流动负债占比下降 8.62 个百分点，但仍以流动负债为主。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务合计 46.78 亿元，其中短期债务 24.15 亿元，占 51.62%，较上年底下降 11.37 个百分点，长期债务 22.63 元，占 48.38%，公司债务结构有所改善。

总体看，截至 2018 年底，公司债务规模大幅增长，整体债务负担大幅加重，债务结构以短期债务为主。

（2）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 32.79 亿元，较上年底增长 7.32%，主要系未分配利润增长所致。截至 2018 年底，公司所有者权益中归属于母公司的所有者权益为 32.10 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股本占 30.02%，资本公积占 17.98%，未分配利润占 44.91%。公司所有者权益中，未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至2019年3月底，公司所有者权益合计36.79亿元，较上年底增长12.21%，权益结构较上年底变化不大。

总体看，截至 2018 年底，公司所有者权益有所增长，权益结构稳定性一般。

4．盈利能力

2018 年，公司业务稳中有升，实现营业收入 52.73 亿元，同比增长 13.89%；公司营业成本 41.63 亿元，同比增长 17.39%；实现利润总额 3.34 亿元，同比下降 21.98%；实现净利润 3.01 亿元，同比下降 25.44%。

在期间费用方面，2018 年，公司期间费用总额 7.68 亿元，同比增长 20.84%，主要系财务费用增长所致。公司费用构成中，销售费用占比 40.76%，管理费用占比 39.36%，财务费用占比 9.63%，其余为研发费用。2018 年，公司销售费用为 3.13 亿元，同比增长 14.29%，主要系猪瘟 E2 疫苗上市，

前期市场开拓费用增加所致；管理费用为 3.02 亿元，同比下降 11.05%，系 2018 年研发费用不再记入所致；财务费用为 0.74 万元，同比增长 75.78%，主要系利息支出增长所致。2018 年，公司费用收入比较上年上升 0.84 个百分点至 14.56%，公司费用控制能力有所下降。

2018 年，公司投资收益为 0.11 亿元，主要由权益法核算的长期股权投资收益构成，占利润总额的比例为 3.41%；营业外收入为 242.79 万元，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，2018 年，公司营业利润率由上年的 23.00%下降至 20.65%，总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.25%、5.85%和 9.51%，较上年分别下降 4.10 个百分点、3.01 个百分点和 4.52 个百分点，整体偿债能力有所下降。

2019 年 1~3 月，公司实现营业收入 12.05 亿元，同比增长 20.92%；实现净利润 2.41 万元，同比下降 100.00%，主要系主要系本期生猪疫情影响，食品养殖业务利润有较大幅度下降导致公司整体业绩下滑。

总体看，2018 年，公司收入规模有所增长，但利润有所下降，公司盈利受非经常性损益影响很小，整体盈利能力有所下降。

5．现金流

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动流入现金 53.32 亿元，同比增长 12.93%；公司经营活动流出现金 65.11 亿元，同比增长 59.88%，主要系公司 2018 年开展玉米及棉粕储备，预付款增长所致。受上述因素影响，2018 年，公司经营活动现金由净流入转为净流出 11.78 亿元；现金收入比为 100.32%，较上年下降了 1.08 个百分点，收入实现质量略有下滑。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动流入现金 2.49 亿元，同比增长 517.03%，主要系收到其他与投资活动有关现金（技术转让费、项目资金）所致；公司投资活动流出现金 10.38 亿元，同比增长 76.98%，主要系支付其他与投资活动有关现金增长所致。受上述因素影响，2018 年，公司投资活动产生的现金流量净流出 7.89 亿元，净流出额同比增长 44.49%。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动流入现金为 37.98 亿元，同比增长 87.55%，主要系银行借款增加所致；公司筹资活动流出现金 15.48 亿元，同比增长 31.28%，主要系偿还债务支出现金增加所致。受上述因素影响，2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 22.51 亿元，同比增长 1.66 倍。

2019年1~3月，公司经营活动净流入0.98亿元；投资活动净流出3.07亿元；筹资活动净流入3.84亿元；现金及现金等价物净流入1.75亿元。

总体看，2018 年，公司经营活动现金大额净流出，收入实现质量略有下滑；投资活动现金仍为净流出状态，对外筹资规模大幅增长。

6．偿债能力

从短期偿债指标看，截至 2018 年底，公司流动比率由上年的 2.03 倍下降至 1.65 倍，速动比率由上年的 1.52 倍下降至 0.95 倍；公司现金短期债务比由上年的 2.11 倍大幅下降至 0.83 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度仍属较好，公司短期偿债能力有所下降，但仍属较强。

从长期偿债能力指标看，2018 年，公司 EBITDA 为 6.46 亿元，较上年基本持平。2018 年，公司 EBITDA 主要由折旧（占比 31.32%）、计入财务费用的利息支出（占比 13.32%）和利润总额（占比 51.77%）构成。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 21.25 倍下降至 6.05 倍，EBITDA 全部债务比由上年的 0.36 倍下降至 0.15 倍，EBITDA 对全部债务和利息的保障能力有所下降。

截至 2019 年 3 月底，公司无重大未决诉讼事项，无对外担保事项。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 53.10 亿元，已使用授信额度 36.91 亿元，未使用授信额度 16.19 亿元，公司融资渠道畅通；公司是深圳交易所上市公司，具备直接融资渠道。

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 2019 年 5 月 31 日，公司已还清的债务信息概要和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，跟踪期内，公司过往债务履约情况良好，未使用授信额度较大，整体偿债能力仍属很强。

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2019年3月底，公司现金类资产35.68亿元，约为“天康转债”待偿本金余额（6.59亿元）的5.41倍，公司现金类资产对“天康转债”的覆盖程度较好；公司净资产为36.79亿元，约为“天康转债”待偿本金余额（6.59亿元）的5.58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，2018年，公司 EBITDA 为6.46亿元，为“天康转债”待偿本金余额（6.59亿元）的0.98倍，公司 EBITDA 对“天康转债”的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，2018年，公司经营活动产生的现金流入53.32亿元，为“天康转债”待偿本金余额（6.59亿元）的8.10倍，公司经营活动现金流入量对“天康转债”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

公司整体生产经营状况良好，饲料及兽药业务产销量均有所增长；由于养殖规模扩大，公司生猪养殖业务收入大幅增长。同时，联合评级也关注饲料原材料价格上涨、非洲猪瘟疫情及猪周期下行、债务规模大幅增长且短期偿债压力较大、农产品仓储业务占用资金明显且存在一定跌价风险、在建工程未来资金支出压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着生猪养殖行业景气度回升，公司养殖规模扩大以及在研兽药陆续上市，公司综合实力有望提升。

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。

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	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	44.91	58.73	85.09	94.87
所有者权益（亿元）	27.04	30.55	32.79	36.79
短期债务（亿元）	8.40	8.59	26.83	24.15
长期债务（亿元）	0.00	9.36	15.76	22.63
全部债务（亿元）	8.40	17.95	42.59	46.78
营业收入（亿元）	44.44	46.30	52.73	12.05
净利润（亿元）	3.90	4.04	3.01	0.00
EBITDA（亿元）	6.34	6.48	6.46	-
经营性净现金流（亿元）	3.16	6.49	-11.78	0.98
应收账款周转次数（次）	27.89	24.34	23.75	-
存货周转次数（次）	4.03	3.95	2.45	-
总资产周转次数（次）	1.07	0.89	0.73	0.13
现金收入比率（%）	105.81	101.40	100.32	78.11
总资本收益率（%）	12.68	10.35	6.25	-
总资产报酬率（%）	10.89	8.86	5.85	-
净资产收益率（%）	15.32	14.02	9.51	0.00
营业利润率（%）	24.26	23.00	20.65	17.92
费用收入比（%）	15.07	13.72	14.56	16.23
资产负债率（%）	39.78	47.98	61.47	61.22
全部债务资本化比率（%）	23.70	37.01	56.50	55.98
长期债务资本化比率（%）	0.00	23.46	32.47	38.08
EBITDA 利息倍数（倍）	24.90	21.25	6.05	-
EBITDA 全部债务比（倍）	0.75	0.36	0.15	-
流动比率（倍）	1.53	2.03	1.65	1.74
速动比率（倍）	0.99	1.52	0.95	1.04
现金短期债务比（倍）	1.01	2.11	0.83	0.92
经营现金流动负债比率（%）	19.08	36.83	-33.23	2.85
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.96	0.98	0.98	-

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、2019 年一季报未经审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[（本期/前 n 年）^（1/（n-1）-1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	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。