跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1648 号

天康生物股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对天康生物股份有限公司主体长期信用状况和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”公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 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2020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	1.52亿元	6年	AA	AA	2019年6月22日

跟踪评级时间：2020年6月19日

主要财务数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额（亿元）	58.73	85.09	111.54	116.09
所有者权益（亿元）	30.55	32.79	51.65	55.15
长期债务（亿元）	9.36	15.76	15.86	15.70
全部债务（亿元）	17.97	42.59	46.94	45.31
营业收入（亿元）	46.30	52.73	74.76	19.84
净利润（亿元）	4.04	3.01	5.92	3.26
EBITDA（亿元）	6.48	6.46	11.17	--
经营性净现金流（亿元）	6.49	-11.78	3.07	5.11
营业利润率（%）	23.00	20.65	24.75	30.84
净资产收益率（%）	14.02	9.51	14.03	6.10
资产负债率（%）	47.98	61.47	53.70	52.49
全部债务资本化比率（%）	37.04	56.50	47.61	45.11
流动比率（倍）	2.03	1.65	1.56	1.60
EBIDTA全部债务比（倍）	0.36	0.15	0.24	--
EBIDTA利息倍数（倍）	21.25	6.05	5.79	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	4.26	4.25	6.49	--

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. 2020年一季度财务数据未经审计，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”）整体生产经营状况良好，受益于生猪价格上涨及饲料业务规模扩大，营业收入和利润规模大幅增加，经营活动现金流由净流出转为净流入。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波动较大、畜禽疫病多发、产能利用率处于较低水平、短期偿债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持续回升，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”债项的信用等级为AA。

优势：

1. **公司经营情况良好，营业收入和利润规模大幅增长，综合毛利率水平有所提升。**2019年，公司实现营业收入74.76亿元，同比增长41.78%；实现净利润5.92亿元，同比增长96.77%；综合毛利率25.09%，较上年上升4.05个百分点。

2. **整体资产质量较好。**截至2019年底，公司资产111.54亿元，流动资产占60.02%；现金类资产20.90亿元，受限资产占比为1.89%。

3. **经营活动现金流状况大幅改善。**2019年，公司经营活动现金由上年的净流出11.78亿元转为净流入3.07亿元，现金收入比由上年的100.32%上升至103.30%。

关注：

1. **原料价格波动较大，对公司生产成本的控制造成压力。**2019年，受中美贸易摩擦的影响，公司的主要原材料包括玉米、豆粕等价格波动；大宗农产品的价格波动，给公司成本控制带

来压力。

2．**畜禽疫病多发风险。**近年来，公司生猪养殖规模不断扩大，且在建项目建成后生猪养殖产能将大幅提升，已成为公司重要的业务板块。同时，饲料业务和兽药业务对畜禽养殖业的依赖度较大。一旦畜禽疫情爆发，可能给公司业绩带来不利影响。

3．**主要业务产能利用率下降且处于较低水平。**2019 年，公司饲料业务产能利用率下降 18.02 个百分点至 40.21%，兽药业务产能利用率下降 16.64 个百分点至 24.54%，产能利用率均有待提升；且未来在建项目投产后，公司生猪产能将大幅提升至 200 万头，产能消化存在一定不确定性。

4．**短期偿债压力较大，债务结构有待调整。**截至 2019 年底，公司全部债务 46.94 亿元，较年初增长 10.29%，短期债务占比 66.21%，短期偿债压力较大，债务结构有待调整。

分析师

蒲雅修　登记编号（R0040217110005）
罗　峤　登记编号（R0040217120001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85171281
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：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

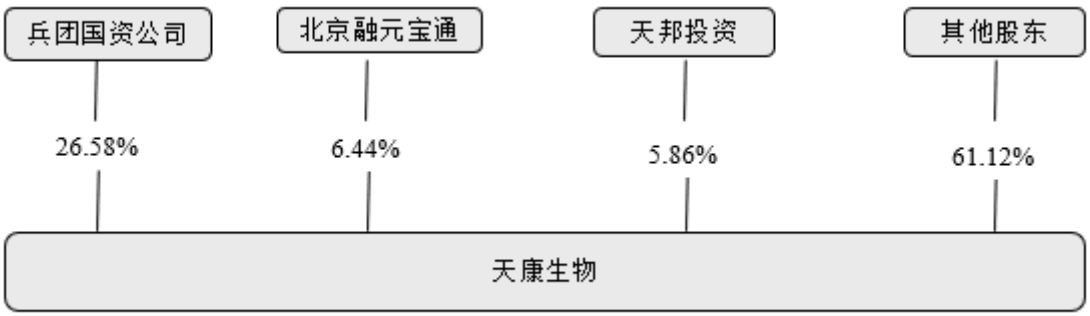
一、主体概况

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。

从 2018 年开始，公司发行的可转换公司债券实现部分转股，截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 106,821.92 万元，公司控股股东和实际控制人为兵团国资公司，持股比例为 26.58%，不存在股权质押情况。

图 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2019 年，公司经营范围及组织结构较上年均无变化。截至 2019 年底，公司合并范围内子公司为 16 家；拥有在职员工 2,922 人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 111.54 亿元，负债合计 59.90 亿元，所有者权益 51.65 亿元，其中归属于母公司所有者权益 45.93 亿元。2019 年，公司实现营业收入 74.76 亿元，实现营业总收入 74.76 亿元，净利润 5.92 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 6.44 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.07 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.22 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 116.09 亿元，负债合计 60.94 亿元，所有者权益 55.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益 49.50 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 19.84 亿元，实现总收入 19.84 亿元，净利润 3.26 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.35 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.11 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.83 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%。付息方式上，本次债券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。

本次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。公司于 2019 年 6 月 10 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 2019 年 6 月 10 日起由原来的 8.15 元/股调整为 8.05 元/股。

截至 2019 年底，公司累计使用募集资金 43,770.27 万元，其中，2019 年投入募投项目金额为 23,071.65 万元；募集资金专用账户累计收到的银行存款利息 1,078.60 万元，其中，2019 年募集资金专用账户收到的银行存款利息 631.82 万元。截至 2019 年底，募集资金余额为 55,858.33 万元，存放于募集资金专户中。

公司于 2019 年年内累计付息 912,787.50 元；截至 2020 年 3 月底，本次可转债已转股 104,834,554.00 股，余额 15,188.10 万元。截至报告出具日，本次可转债尚未到下一付息日。

三、行业分析

2019 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

2019 年，受生猪产能下滑、猪肉消费量减少和国际贸易形势变化等影响，全国工业饲料产值和产量下降；主要原材料玉米价格小幅下降，豆粕价格波动较大。

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，2019 年，受生猪产能下滑和国际贸易形势变化等影响，全国工业饲料产值和产量下降，我国饲料产量 2.29 亿吨，同比下降 3.70%。

上游方面，2019 年以来，受生猪产能下降影响，猪用玉米饲料消费减少，但肉禽等替代品饲料消费增长明显，玉米饲料消费总体小幅下降，价格小幅波动。截至 2019 年底，我国玉米批发平均价格为 1.99 元/公斤，较年初下降 2.93%。从豆粕价格来看，因为受到中美贸易摩擦反复、非洲猪瘟等因素的影响，2019 年豆粕价格有所波动，全年呈现先降再升再降的趋势。截至 2019 年底，我国豆粕现货价格为 2,892.57 元/吨，较年初下降 4.41%。

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”。

2．畜牧养殖行业

2019 年，我国生猪价格呈上涨态势，生猪存栏和出栏量均有所下降，进而导致下游猪肉消费量大幅减少；养殖集中度目前仍属较低；未来一段时期内，猪价将受供给扩大影响逐渐回落。

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 2019 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 2019 年底，我国生猪存栏量 31,041 万头，同比下降 27.50%；生猪出栏量 54,419 万头，较年初下降 21.60%，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，趋于稳定；2018 年，我国猪肉消费量为 5,519.08 万吨，同比增长 1.15%；2019 年，我国猪肉消费量仅为 3,793.70 万吨，创近 15 年的新低，主要系非洲猪瘟疫情发生以来，国内生猪调运受限，主销区生猪供应不足，主产区供应充足但消费不足所致。预计未来随着生猪产能回升，猪肉需求量回升至稳定的水平。

价格方面，2019 年我国生猪价格整体呈上涨态势：第一季度，全行业受到非洲猪瘟疫情的影响，生猪销售价格呈现极度低迷，2019 年 1 月底出现了年度最低价格 10.80 元/公斤；第二季度开始，市场供需形势发生变化，生猪价格开始恢复性上涨；第三季度，供需缺口进一步加大，生猪价格出现加速上涨；第四季度，生猪价格创下历史高点后有所回落，但仍维持在高位，2019 年 10 月出现了年内最高价 41.40 元公斤。长期来看，疫情得到有效控制后，猪价将受供给扩大影响逐渐回落。

政策方面，2019 年 12 月，农业农村部关于《加快生猪生产恢复发展三年行动方案》的通知，要求“千方百计”加快恢复生猪生产，确保年底前止跌回升，确保 2020 年年底前产能基本恢复到接近常年的水平，2021 年恢复正常，恢复促产的政策相继出台；2020 年 3 月，农业农村部、财政部、中国银保监会近日联合印发《关于进一步加大支持力度促进生猪稳产保供的通知》（以下简称“《通知》”），要求加大对生猪生产的财政、金融等支持力度，进一步调动养殖积极性，推动生猪生产加快恢复，保障猪肉市场有效供给，《通知》明确了相关支持措施，完善临时贷款贴息补助政策，将享受临时贷款贴息补助政策的规模猪场条件由年出栏 5,000 头以上调整为年出栏 500 头以上，新纳入支持范围的支持对象贴息期间为 2020 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，受补贴的猪场规模要求下沉。随着恢复促产的政策相继出台，预计未来生猪产能将逐步回升。

四、管理分析

2019 年，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。

2019 年 9 月，吴向勇先生因任期届满，不再担任公司董事；2019 年 10 月，罗晓文先生因工作原因，辞去总会计师职务，2019 年 10 月开始担任公司审计总监；2020 年 1 月，黄立海先生因工作原因辞去公司董事职务。公司其余高管、董事及监事无重大变动，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

2019 年，公司经营情况良好，收入和利润大幅增长；受猪周期、非洲猪瘟疫情等因素叠加影响，综合毛利率有所提高。

2019 年，公司实现营业收入 74.76 亿元，较上年增长 41.78%，主要系饲料、生猪养殖及食品加工业务收入增长所致；实现净利润 5.92 亿元，较上年增长 96.77%，主要系生猪养殖及食品加工业务利润大幅增加所致。公司主营业务收入占比 99.71%，仍然十分突出。

表 1　2017－2019 年公司营业收入构成及毛利润情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
饲料	22.00	47.52	14.73	25.62	48.59	14.56	29.31	39.20	14.33
兽药	6.76	14.60	66.20	7.50	14.22	58.96	5.55	7.43	60.12
屠宰加工及肉制品	5.44	11.74	28.08	5.19	9.84	19.39	11.63	15.56	47.83
农副产品加工	8.44	18.22	3.91	8.55	16.21	12.14	8.06	10.78	10.82
生猪养殖	1.99	4.29	38.34	3.36	6.37	9.26	4.81	6.44	29.37
玉米收储业务	--	--	--	--	--	--	12.50	16.72	18.69
其他主营业务	1.34	2.89	15.47	2.00	3.79	7.26	2.69	3.60	61.49
主营业务收入	**45.96**	**99.26**	**22.93**	**52.22**	**99.03**	**20.44**	**74.55**	**99.71**	**24.99**
其他业务	0.34	0.74	85.29	0.51	0.98	81.84	0.22	0.29	61.49
合计	**46.30**	**100.00**	**23.40**	**52.73**	**100.00**	**21.04**	**74.76**	**100.00**	**25.09**

资料来源：公司年报

分业务板块来看，2019 年，公司饲料业务收入 29.31 亿元，较上年增长 14.39%，主要系猪价上升带动禽、反刍、水产替代消费导致养殖规模扩大，同时西北区猪料代加工销量有较大提升所致，占营业收入的比重下降 9.39 个百分点至 39.20%；兽药业务收入较上年下降 25.96%至 5.55 亿元，主要系猪周期、非洲猪瘟疫情等因素叠加影响，生猪产能下降使得市场需求萎缩所致，占营业收入的比重下降 6.79 个百分点至 7.43%；屠宰加工及肉制品业务收入较上年增长 124.21%至 11.63 亿元，主要系受肉制品价格上涨所致，占营业收入的比重上升 5.72 个百分点至 15.56%；农副产品加工业务收入较上年下降 5.73%至 8.06 亿元，占营业收入的比重下降 5.43 个百分点至 10.78%；生猪养殖业务收入较上年增长 43.17%至 4.81 亿元，主要系生猪养殖业务规模扩大所致，占营业收入的比重上升 0.07 个百分点至 6.44%。2019 年，公司新增玉米收储业务收入 12.50 亿元，占营业收入的比重为 16.72%。公司其他业务收入占营业收入比重仅为 0.29%，对公司营业收入影响很小。

从毛利率来看，2019 年，公司饲料业务毛利率为 14.33%，较上年下降 0.23 个百分点，变化不大；兽药业务毛利率为 60.12%，较上年提高 1.16 个百分点；屠宰加工及肉制品业务和生猪养殖业务毛利率分别为 47.83%和 29.37%，分别较上年上升 28.44 个百分点和 20.11 个百分点，增长幅度均较大，主要系猪周期、非洲猪瘟疫情等因素叠加影响所致；农副产品加工业务毛利率为 10.82%，较上年降低 1.32 个百分点。受上述因素影响，2019 年，公司综合毛利率较上年上升 4.05 个百分点至 25.09%。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 19.84 亿元，较上年同期增长 64.63%；实现净利润 3.26 亿元，较上年同期增加 3.26 亿元，主要系全国猪肉市场供给紧张，生猪价格较上年同期增幅较大，食

品养殖业务带动公司整体业绩增长所致。

2．饲料业务

2019 年，受益于西北区天康饲料五家渠、库尔勒等饲料项目建成投产，公司饲料产能较上年有较大幅度增加，但产能利用率仍然较低；为减少原材料价格波动对生产成本的影响，公司增加主要原材料的战略储备采购；受益于猪料、禽料、反刍饲料和饲料代加工增长，公司饲料销量有所提升，产销率维持在较高水平。

采购方面，2019 年，受非洲猪瘟和中美贸易摩擦影响，饲料主要原材料市场价格较上年有所变化。其中，玉米采购均价上涨 2.66%，豆粕采购均价下跌 8.61%。采购量方面，2019 年为应对原材料价格波动对公司生产成本造成的压力，公司增加原材料战略储备，玉米采购数量较上年增长 18.81%至 60.06 万吨，豆粕采购数量较上年增长 8.29%至 14.89 万吨。

表 2　2017－2019 年主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

原材料	项目	2017 年	2018 年	2019 年
玉米	采购数量	44.51	50.55	60.06
	采购均价	1,772.62	1,843.50	1,892.62
豆粕	采购数量	10.91	13.75	14.89
	采购均价	3,381.37	3,576.47	3,268.43

资料来源：公司提供

生产方面，从产能来看，2019 年，饲料产能增加 124.70 万吨至 324.70 万吨，主要系西北区天康饲料五家渠、库尔勒等饲料项目建成投产所致；产量为 130.57 万吨，同比增长 12.17%；产能利用率 40.21%，较上年下降 18.02 个百分点，整体产能利用率仍较低。

销售方面，2019 年，公司饲料销售量为 133.42 万吨，同比增长 15.53%，其中外销饲料的数量为 111.49 万吨，同比增长 16.93%，内销饲料的数量为 21.93 万吨，同比增长 8.89%；产销率方面，2019 年公司饲料产销率为 102.18%，较上年增长 3.01 个百分点，仍处于较高水平。

3．兽药业务

2019 年，公司兽药产销量大幅减少，产能利用率较低，但产销率保持有大幅提升。兽药业务主要原材料血清采购量及采购价格均大幅下降，培养基采购金额大幅下降，佐剂采购量略有提高。

从采购情况来看，2019 年，公司血清采购量 703.00 万毫升，同比下降 59.60%，主要系口蹄疫抗原产量大幅下降所致；佐剂采购量 300.30 吨，同比增长 3.00%，主要系为单价上享受赛彼科（上海）公司的优惠政策，保证一定的采购量所致。采购价格方面，受市场价格波动影响，2019 年，血清采购均价下降 22.13%，佐剂采购均价较上年保持稳定。

从采购集中度来看，2018－2019 年，公司兽药业务原材料前五大供应商采购金额分别为 0.98 亿元和 0.60 亿元，分别占当年兽药原材料采购金额的 34.00%和 27.00%，集中度有所下降。

表 3　2017－2019 年疫苗生产所需主要原材料采购情况

原材料	项目	2017 年	2018 年	2019 年
血清	采购数量（万毫升）	2,072.35	1,739.89	703.00
	采购均价（元/毫升）	1.12	1.21	0.94
	采购金额（万元）	2,327.00	2,118.44	663.01

佐剂	采购数量（吨）	351.00	291.55	300.30
	采购均价（万元/吨）	8.18	8.39	8.39
	采购金额（万元）	2,873.00	2,446.87	2,520.46
培养基*	采购金额（万元）	3,845.00	3,581.96	2,316.44

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
资料来源：公司提供

生产方面，2019 年，公司兽药疫苗产能较上年无变化；产量为 82,215.54 万毫升，较上年下降 40.41%，主要系非洲猪瘟疫情等因素所致；产能利用率下降 16.64 个百分点至 24.54%。

表 4　2017－2019 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	2017 年	2018 年	2019 年
产能	335,000.00	335,000.00	335,000.00
产量	117,403.00	137,961.00	82,215.54
产能利用率	35.05	41.18	24.54

注：产能未扣当年除改造升级生产线的产能
资料来源：公司提供

销售方面，2019 年，公司兽药疫苗销量及销售额分别为 98,562.05 万毫升和 55,519.23 万元，分别较上年下降 21.01%和 22.47%，主要系受猪周期、非洲猪瘟疫情等因素叠加影响，生猪产能下降所致；产销率较上年上升了 29.43 个百分点至 119.88%。

表 5　2017－2019 年兽药疫苗销售情况（单位：万毫升、万元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
销量	121,826.00	124,780.00	98,562.05
销售额	67,617.54	71,612.57	55,519.23
产销率	103.00	90.45	119.88

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
资料来源：公司提供

2018－2019 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 2.55 亿元和 1.81 亿元，占当年兽药板块销售收入的 35.64%和 32.00%，集中度较高。

4．其他业务[1]

（1）生猪养殖及食品加工业务

2019 年，公司种猪对外销售数量减少，生猪出栏量和商品猪销量均大幅增加；屠宰和代宰数量有所下降，肉制品销售增加；担保项目具有反担保措施，风险敞口较小。

采购方面，公司采购渠道及采购政策较上年均未发生变化。养殖方面，2019 年，公司共出栏生猪 84.27 万头，较上年增长 30.27%，主要系公司 2019 年扩大养殖规模所致；2020 年 1－3 月，公司出栏生猪为 15.47 万头。

销售方面，2019 年，公司种猪对外销售数量为 0.17 万头，较上年下降 88.19%，主要系受猪周期、非洲猪瘟疫情等因素叠加影响，公司为扩大种猪群对种猪进行了留种，外销有所减少所致；销售均价为 6,295 元/头，较上年增长 122.67%；仔猪对外销售数量为 29.73 万头，较上年增长 63.53%，主要系繁育规模扩大，仔猪外销增加所致；销售均价为 759 元/头，较上年增长 75.29%。

[1] 此处其他业务指除饲料及兽药以外的其他业务。

屠宰及食品加工方面，2018－2019 年，公司屠宰量分别为 45.04 万头和 38.00 万头；其中代宰数量分别为 7.06 万头和 2.36 万头；肉制品销售分别为 3.95 万吨和 4.26 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 2019 年底，公司担保业务共有在保项目 193 个，在保金额为 4.02 亿元，代偿余额为 0.84 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）。

（2）农副食品加工业务

2019 年，随着棉粕、棉油市场价格回升，公司毛油、粕类产销量变化不大。

2018－2019 年，公司毛油产能分别为 6.62 万吨和 6.62 万吨，产量分别为 6.20 万吨和 6.28 万吨；销量分别为 6.17 万吨和 6.47 万吨；其中内销数量分别为 0.03 万吨和 0.12 万吨。2018－2019 年，粕类产能分别为 25.00 万吨和 24.00 万吨，产量分别为 21.57 万吨和 21.89 万吨；销量分别为 21.22 万吨和 21.05 万吨；其中内销数量分别为 2.55 万吨和 3.43 万吨。

（3）玉米收储业务

2019 年，公司玉米收储业务收入规模大幅增长，对公司收入有一定贡献。

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，为应对原材料价格波动风险，公司于 2018 年下半年开展了玉米收储业务，2018 年 4 季度进行采购玉米加工，2019 年实现销售回款，2019 年，公司实现玉米收储业务收入 12.50 亿元，毛利率 18.69%。

5．在建项目

公司在建生猪养殖项目有助于扩大生猪养殖规模，增强综合竞争实力；同时公司在建项目尚需投资规模较大，面临一定的资金支出压力。

截至 2020 年 3 月底，公司在建工程余额合计 7.47 亿元。公司生猪养殖产业化建设项目拟投资 7.80 亿元，累计已投资金额 4.04 亿元，尚需投资 3.76 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　截至 2020 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	45,000.00	28,344.93
	河南基地	33,000.00	12,063.81
合计		**78,000.00**	**40,408.74**

资料来源：公司提供

6．经营效率

2019 年，公司回款效率有所提升，整体经营效率处于行业中等水平。

2019 年，公司应收账款周转次数由上年的 25.19 次上升至 27.66 次；总资产周转次数由上年的 0.73 次上升至 0.76 次，存货周转次数由上年的 2.45 次下降至 2.00 次。从同行业上市公司比较情况看，公司经营效率均处于行业中等水平。

表 7　2019 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	4.17	304.97	1.22
002124.SZ	天邦股份	4.08	112.70	0.24
002157.SZ	正邦科技	4.41	69.02	0.94
600195.SH	中牧股份	3.71	12.33	0.66
002100.SZ	**天康生物**	**2.00**	**27.66**	**0.76**

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
资料来源：Wind

7．经营关注

（1）畜禽疫病风险

近年来，公司生猪养殖规模不断扩大，且在建项目建成后生猪养殖产能将大幅提升，已成为公司重要的业务板块。同时，饲料业务和兽药业务对畜禽养殖业的依赖度较大。一旦畜禽疫情爆发，可能给公司业绩带来不利影响。

（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、豆粕等价格波动较大；大宗农产品的价格波动，将对公司业绩产生不利影响。

（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。

（4）主要业务产能利用率较低

2019 年，公司饲料业务产能利用率下降 18.02 个百分点至 40.21%，兽药业务产能利用率下降 16.64 个百分点至 24.54%，产能利用率均有待提升；且未来在建项目投产后，公司生猪产能将大幅提升至 200 万头，产能消化压力较大。

8．未来发展

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。

未来，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”。

2020 年公司的经营计划和主要经营目标是：实现饲料产销量 150 万吨，动物疫苗 16 亿毫升（头份）、生猪出栏 150 万头、植物蛋白原料加工量 42 万吨、玉米收储量 110 万吨；实现营业收入 100.64 亿元。

根据公司 2020 年生产经营计划及业务的发展需要，为保证公司正常经营资金需求，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，公司将在 2020 年申请总额不超过 520,000 万元（包括借新还旧）的银行贷款。

六、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2019 年财务报表已由希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留的审计意见，2020 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。2019 年，公司对相应的会计政策进行了变更，按照新金融工具准则的要求，自 2019 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则，并按照新金融工具准则的规定编制 2019 年 1 月 1 日以后的财务报表；按照财政部 2019 年 4 月 30 日发布的《关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会〔2019〕6 号）的要求修改财务报表的列报，并对可比会计期间的比较数据相应进行调整；公司按照会计准则和财会〔2019〕16 号通知的要求编制 2019 年度合并财务报表及以后期间的合并财务报表，并对合并财务报表格式进行相应调整。

合并范围方面，2019 年，公司合并范围子公司 16 家，较 2018 年减少 1 家，系清算注销子公司新疆亚泰金源房地产开发有限公司所致。公司主营业务未发生变化，合并范围变化不大，财务数据可比性强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 111.54 亿元，负债合计 59.90 亿元，所有者权益 51.65 亿元，其中归属于母公司所有者权益 45.93 亿元。2019 年，公司实现营业收入 74.76 亿元，实现营业总收入 74.76 亿元，净利润 5.92 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 6.44 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.07 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.22 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 116.09 亿元，负债合计 60.94 亿元，所有者权益 55.15 亿元，其中归属于母公司所有者权益 49.50 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 19.84 亿元，实现总收入 19.84 亿元，净利润 3.26 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.35 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.11 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.83 亿元。

2．资产质量

截至 2019 年底，公司资产规模大幅增长，仍以流动资产为主。货币资金规模较大且受限比例较低，存货规模较大，存在一定资金占用。受限资产占比很小，整体资产质量较好。

截至 2019 年底，公司资产总额 111.54 亿元，较上年底增长 31.09%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产和非流动资产分别占比 60.02%和 39.98%，流动资产占比较上年底下降 8.82 个百分点，资产结构仍以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产合计 66.94 亿元，较上年底增长 14.28%，主要系存货、应收账款和预付款项增长所致；流动资产主要由货币资金（占 29.90%）、预付款项（占比 10.06%）、存货（占 46.27%）和其他流动资产（占 6.99%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 20.01 亿元，较上年底下降 6.83%，主要系银行存款减少所致；货币资金以银行存款为主（占 92.81%），使用受限的货币资金合计 1.44 亿元，占比为 7.20%，主要为担保业务保证金（占 83.33%）和投资保证金（占 16.67%）等，受限比例较低。

截至 2019 年底，公司预付款项 6.73 亿元，较上年底大幅增长 57.48%，主要系业务规模扩大，预付原材料款项增加所致；其中 1 年以内占 83.32%，账龄较短；按年末余额计，前五名合计占比

36.48%，集中度较上年有所下降，但仍较高。

截至 2019 年底，公司存货账面价值为 30.97 亿元，较上年底增长 23.80%，主要系公司库存商品增加所致。公司存货中，原材料占 18.23%、库存商品占 61.53%、消耗性生物资产占 10.17%，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 2019 年底，公司其他流动资产 4.68 亿元，较上年底增长 46.44%，主要系待抵扣增值税进项税增加所致；主要由待抵扣增值税进项税（占比 62.47%）和应收代偿款（占比 17.88%）构成。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 44.60 亿元，较上年底大幅增长 68.23%，主要系固定资产增加所致。公司非流动资产主要由固定资产（占比 72.09%）、在建工程（占比 13.82%）和无形资产（占比 5.39%）构成。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 32.15 亿元，较上年底大幅增长 87.48%，主要系在建工程完工转入固定资产所致。固定资产主要由房屋建筑物（占比 63.32%）及机器设备（占比 34.31%）构成，计提减值准备 364.24 万元，累计计提折旧 12.78 亿元，成新率 60.25%，成新率一般。

截至 2019 年底，公司在建工程合计 6.16 亿元，较上年底增长 10.30%，主要系公司新增阿克苏天康建设项目等在建项目所致。

截至 2019 年底，公司无形资产 2.40 亿元，较上年底大幅增长 45.09%，主要系自主新型重组禽流感病毒（细胞源）灭活疫苗产业化专有技术，猪萎缩性鼻炎灭活疫苗（TK-MB6 株+TK-MD8 株）转入无形资产所致。

截至 2019 年底，公司受限资产合计 2.11 亿元，占总资产比例为 1.89%，资产受限比例很低。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总计 116.09 亿元，较上年底增长 4.08%，主要系在建工程增加所致。从资产构成上看，流动资产占比为 61.07%，非流动资产占比为 38.93%，资产结构较上年底变化不大。

3．负债和所有者权益

（1）负债

截至 2019 年底，公司负债规模有所增长，仍以流动负债为主；整体债务负担有所减轻，但债务结构有待调整。

截至 2019 年底，公司负债合计 59.90 亿元，较上年底增长 14.53%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债和非流动负债分别占比 71.81%和 28.19%，仍以流动负债为主。

截至 2019 年底，公司流动负债合计 43.01 亿元，较上年底增长 21.27%，主要系预收款项、应付职工薪酬等和一年内到期的非流动负债增加所致；公司流动负债主要由短期借款（占比 62.96%）、应付账款（占比 5.84%）和其他应付款（占比 9.18%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款 27.08 亿元，较上年底增长 1.22%，变动不大；其中保证借款占 92.61%，信用借款占 7.39%。

截至 2019 年底，公司应付账款 2.51 亿元，较上年底增长 27.38%，主要系公司开展玉米及棉粕储备，提前备货所致，1 年以内应付账款占 95.11%。

截至 2019 年底，公司其他应付款为 3.95 亿元，较上年底增长 16.48%，主要为质保金、保证金及押金；其中账龄超过 1 年的重要其他应付款余额为 0.17 亿元。

截至 2019 年底，公司非流动负债合计 16.89 亿元，较上年底增长 0.32%，较年初变化不大；主

要为长期借款（占 83.05%）和应付债券（占 10.90%）。

截至 2019 年底，公司长期借款 14.03 亿元，较上年底大幅增长 133.75%，主要系公司为扩大业务规模资金需求大幅增长所致，其中 1~2 年的 0.03 亿元，占比 0.43%，2~3 年的 3.50 亿元，占比 24.92%，其余 3 年以上的 10.47 亿元，占比 74.65%，长期借款集中偿付压力一般。

截至 2019 年底，公司应付债券 1.84 亿元，较上年底下降 81.15%，主要系“天康转债”转股所致。

截至 2019 年底，公司全部债务 46.94 亿元，较年初增长 10.29%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务占 66.20%，长期债务占 33.80%，以短期债务为主。短期债务 31.08 亿元，较年初增长 15.96%，主要系一年内到期的非流动负债增加所致。长期债务 15.86 亿元，较年初增长 0.65%，变化不大。截至 2019 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 53.70%、47.61%和 23.50%，较年初分别下降 7.77 个百分点、8.87 个百分点和 8.97 个百分点。公司整体债务负担有所减轻。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额 60.94 亿元，较年初增长 1.74%，较年初变化不大。其中，流动负债占 72.59%，非流动负债占 27.41%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务 45.31 亿元，较年初下降 3.48%，主要系短期债务减少所致。其中，短期债务 29.61 亿元（占 65.34%），较年初下降 4.74%，主要系短期借款减少所致。长期债务 15.70 亿元（占 34.66%），较年初下降 1.02%，变化不大。截至 2020 年 3 月底，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 52.49%、45.11%和 22.17%，较年初分别下降 1.20 个百分点、2.50 个百分点和 1.33 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益大幅增长，但未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 51.65 亿元，较年初增长 57.52%，主要系资本公积和未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 88.92%，少数股东权益占比为 11.08%。归属于母公司所有者权益 45.93 亿元，股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 23.20%、29.96%、0.00%和 42.63%，公司所有者权益中，未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 55.15 亿元，较上年底增长 6.75%，权益结构较年初变化不大。

4．盈利能力

2019 年，公司营业收入和净利润都实现大幅增长，整体盈利能力有所提升。

2019 年，公司实现营业收入 74.76 亿元，同比增长 41.78%，主要系公司食品养殖业务和饲料业务收入增加所致；公司营业成本 56.00 亿元，同比增长 34.51%；实现利润总额 5.90 亿元，同比增长 76.41%；实现净利润 5.92 亿元，同比增长 96.77%。

在期间费用方面，2019 年，公司期间费用总额 12.83 亿元，同比增长 67.13%，主要系财务费用和销售费用增长所致。从构成来看，销售费用占 42.54%、管理费用占 37.23%、财务费用占 13.61%、研发费用占 6.63%，以销售费用和管理费用为主。2019 年，公司销售费用为 5.46 亿元，同比增长 74.42%，主要系新增业务玉米加工运费增加所致；管理费用为 4.78 亿元，同比增长 58.08%，主要系公司规模扩大，人员费用增加所致；财务费用为 1.75 亿元，同比增长 136.28%，主要系利息支出增加所致。2019 年，公司费用收入比较上年上升 2.60 个百分点至 17.16%，公司费用对利润侵蚀较重，费用控制能力有所下降。

2019 年，公司投资收益为 0.23 亿元，主要由权益法核算的长期股权投资收益构成，占营业利润的比例为 3.87%；营业外收入为 244.29 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，2019 年，公司营业利润率为 24.75%，较上年上升 4.11 个百分点。公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 9.03%、7.96%和 14.03%，较上年分别上升 2.78 个百分点、2.12 个百分点和 4.53 个百分点。公司盈利能力有所提升。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 19.84 亿元，同比增长 64.63%；实现净利润 3.26 亿元，较上年大幅增长 3.26 亿元，主要系受新冠肺炎疫情影响，国内猪肉市场供给减少使得生猪价格上涨所致。

5．现金流

2019 年，公司经营活动现金流由净流出转为净流入，收入实现质量有所改善；投资活动现金净流出规模有所扩大，筹资活动现金仍为净流入状态。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入 77.77 亿元，较上年增长 45.84%；经营活动现金流出 74.70 亿元，较上年增长 14.73%。受上述因素影响，2019 年，公司经营活动现金净流入量为 3.07 亿元，由净流出转为净流入，主要系玉米收储业务回款所致。2019 年，公司现金收入比为 103.30%，较上年上升 2.99 个百分点，收入实现质量有所改善。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入 3.79 亿元，较上年增长 52.44%，主要系收回财务资助款增加所致；投资活动现金流出 17.41 亿元，较上年增长 67.76%，主要系产业布局相关的固定资产投资规模增大所致。受上述因素影响，2019 年，公司投资活动现金净流出 13.62 亿元，净流出规模较上年进一步扩大。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入 42.08 亿元，较上年增长 10.78%，主要系公司新增银行长期借款所致；筹资活动现金流出 32.74 亿元，较上年增长 111.57%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。受上述因素影响，2019 年，公司筹资活动现金净流入 9.33 亿元，较上年下降 58.53%。

2020年1－3月，公司经营活动现金净流入5.11亿元，投资活动现金净流出0.19亿元，筹资活动现金净流出2.08亿元，现金及现金等价物净增加额为2.83亿元。

6．偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债能力指标表现有所弱化，长期偿债能力指标表现良好，同时考虑到公司的区域行业地位及规模优势，公司整体偿债能力仍属很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.65 倍和 0.95 倍下降至 1.56 倍和 0.84 倍，公司现金短期债务比由年初的 0.83 倍下降至 0.67 倍，公司短期偿债能力有所下降。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 11.17 亿元，较上年增长 72.95%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 27.06%）、计入财务费用的利息支出（占 17.28%）、利润总额（占 52.81%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 6.05 倍下降至 5.79 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度仍较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.15 倍上升至 0.24 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度有所提高。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

截至 2020 年 3 月底，公司无重大未决诉讼事项，无对外担保事项。

截至 2020 年 3 月底，公司共获得银行授信额度 84.03 亿元，已使用授信额度 43.59 亿元，未使

用授信额度 40.44 亿元，公司间接融资渠道畅通；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 2020 年 4 月 21 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。

7．公司本部财务概况

截至 2019 年底，公司本部货币资金充足，资产质量较高，债务负担较轻；2019 年，公司本部盈利能力强，经营现金流情况良好。

截至 2019 年底，公司本部资产总额 65.41 亿元，较年初增长 13.81%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产 37.92 亿元(占 57.97%），非流动资产 27.49 亿元(占 42.03%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 34.80%）、应收账款（占 5.14%）、其他应收款（占 52.20%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 72.72%）、固定资产（占 19.30%）构成。截至 2019 年底，公司本部货币资金为 13.19 亿元。

截至 2019 年底，公司本部负债总额 28.26 亿元，较年初下降 9.40%。其中，流动负债 12.54 亿元（占 44.37%），非流动负债 15.72 亿元（占 55.63%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 15.95%）、其他应付款（占 35.26%）、一年内到期的非流动负债（占 31.90%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 83.31%）、应付债券（占 11.71%）构成。公司本部 2019 年资产负债率为 43.20%，较 2018 年下降 11.07 个百分点。

截至 2019 年底，公司本部所有者权益为 37.15 亿元，较年初增长 41.35%，主要系资本公积金增加所致。其中，实收资本为 10.66 亿元（占 28.68%）、资本公积合计 14.13 亿元（占 38.03%）、未分配利润合计 10.45 亿元（占 28.13%）、盈余公积合计 2.14 亿元（占 5.75%）。

2019 年，公司本部营业收入为 6.05 亿元，投资净收益为 0.23 亿元，净利润为 2.79 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流量净额为 3.07 亿元；投资活动现金流量净额为-13.62 亿元；筹资活动现金流量净额为 9.33 亿元。

七、本次可转换公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至2020年3月底，公司现金类资产22.63亿元，约为“天康转债”待偿本金余额（1.52亿元）的14.89倍，公司现金类资产对“天康转债”的覆盖程度高；公司净资产为55.15亿元，约为“天康转债”待偿本金余额（1.52亿元）的36.27倍，公司较大规模的净资产能够对“天康转债”的按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2019年，公司 EBITDA 为11.17亿元，为“天康转债”待偿本金余额（1.72亿元）的6.49倍，公司 EBITDA 对“天康转债”的覆盖程度高。

从现金流情况来看，2019年，公司经营活动产生的现金流入77.77亿元，为“天康转债”待偿本金余额（1.72亿元）的45.22倍，公司经营活动现金流入量对“天康转债”的覆盖程度很高。

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。

综上分析，公司对“天康转债”的偿还能力仍很强。

八、综合评价

公司整体生产经营状况良好，受益于生猪价格上涨及饲料业务规模扩大，营业收入和利润规模大幅增加，经营活动现金流由净流出转为净流入。同时，联合评级也关注到饲料原材料价格波动较大、畜禽疫病多发、产能利用率处于较低水平、短期偿债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持续回升，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”债项的信用等级为 AA。

附件 1　天康生物股份有限公司
主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	58.73	85.09	111.54	116.09
所有者权益（亿元）	30.55	32.79	51.65	55.15
短期债务（亿元）	8.59	26.83	31.08	29.61
长期债务（亿元）	9.36	15.76	15.86	15.70
全部债务（亿元）	17.95	42.59	46.94	45.31
营业收入（亿元）	46.30	52.73	74.76	19.84
净利润（亿元）	4.04	3.01	5.92	3.26
EBITDA（亿元）	6.48	6.46	11.17	--
经营性净现金流（亿元）	6.49	-11.78	3.07	5.11
应收账款周转次数（次）	24.34	25.19	27.66	--
存货周转次数（次）	3.95	2.45	2.00	--
总资产周转次数（次）	0.89	0.73	0.76	0.17
现金收入比率（%）	101.40	100.32	103.30	98.23
总资本收益率（%）	10.35	6.25	9.03	--
总资产报酬率（%）	8.86	5.85	7.96	--
净资产收益率（%）	14.02	9.51	14.03	6.10
营业利润率（%）	23.00	20.65	24.75	30.84
费用收入比（%）	13.72	14.56	17.16	12.50
资产负债率（%）	47.98	61.47	53.70	52.49
全部债务资本化比率（%）	37.01	56.50	47.61	45.11
长期债务资本化比率（%）	23.46	32.47	23.50	22.17
EBITDA 利息倍数（倍）	21.25	6.05	5.79	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.36	0.15	0.24	--
流动比率（倍）	2.03	1.65	1.56	1.60
速动比率（倍）	1.52	0.95	0.84	0.89
现金短期债务比（倍）	2.11	0.83	0.67	0.77
经营现金流动负债比率（%）	36.83	-33.23	7.14	11.54
EBITDA/待偿本金合计（倍）	4.26	4.25	6.49	--

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；3．2020 年一季度财务数据未经审计，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-税金及附加）/营业总收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+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。