

信用等级公告

联合[2018] 1904 号

联合资信评估有限公司通过对雏鹰农牧集团股份有限公司主体信用状况进行跟踪分析和评估，确定将雏鹰农牧集团股份有限公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA⁻，评级展望为负面。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年七月二十四日



雏鹰农牧集团股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁻ 评级展望: 负面

上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

评级时间: 2018 年 7 月 24 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	15.19	33.59	10.21	4.74
资产总额(亿元)	101.81	170.36	228.60	222.29
所有者权益(亿元)	47.12	67.65	64.44	70.32
短期债务(亿元)	21.11	48.23	72.59	77.93
长期债务(亿元)	16.52	34.02	69.42	49.57
全部债务(亿元)	37.62	82.25	142.00	127.51
营业收入(亿元)	36.19	60.90	56.98	11.36
利润总额(亿元)	2.74	9.48	1.44	4.47
EBITDA(亿元)	7.23	16.10	13.23	--
经营性净现金流(亿元)	-2.73	18.01	0.76	4.93
营业利润率(%)	15.29	24.65	19.08	17.92
净资产收益率(%)	4.88	12.32	1.68	--
资产负债率(%)	53.72	60.29	71.81	68.37
全部债务资本化比率(%)	44.40	54.87	68.79	64.45
流动比率(%)	154.29	149.81	123.98	124.73
经营现金流流动负债比 (倍)	-7.21	26.00	0.78	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.20	5.11	10.74	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.71	3.90	1.91	--

注: 2016 年财务数据采用 2017 年年报期初数; 2018 年一季度财务数据未经审计; 其他应付款及其他流动负债中的有息债务已计入短期债务及相关指标; 长期应付款及其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务及相关指标; 现金类资产已剔除受限货币资金。

分析师

谭心远 刘丙江

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

雏鹰农牧集团股份有限公司(以下简称“公司”或“雏鹰农牧”)作为一家大型畜禽养殖企业,在全流程产业链、经营规模、技术水平等方面具备一定的竞争优势。跟踪期内,生猪养殖行业景气度进入周期性低谷,生猪出栏价格大幅下降,公司生猪养殖主业业绩随之明显下滑,同时公司产业基金投资规模继续增长,显著推升有息债务规模。2017 年,公司主业亏损,期间费用严重侵蚀利润,利润总额依赖投资收益,且其稳定性及可持续性存在不确定性;经营活动现金流量净额大幅下降,非受限现金类资产规模小,整体债务负担重,短期偿债压力加大;产业基金股权类投资标的资产质量尚待观察,债权类投资存在资金回收风险。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到原材料价格波动依然较大,公司未使用银行授信规模较小,对外担保或有负债风险,实际控制人股票被司法冻结,内部控制审计报告被出具否定意见等事项给公司信用水平可能带来的不利影响。

生猪养殖行业未来景气度回升尚待市场供需关系发生改变,短期内公司业绩仍将承压,联合资信对公司的评级展望为负面。

综合评估,联合资信确定将雏鹰农牧集团股份有限公司的主体长期信用等级由 AA 下调为 AA⁻,评级展望为负面。

优势

1. 公司产业链较完整,涵盖养殖、屠宰、肉制品加工;技术水平较高,“公司+合作社+农户”的轻资产经营模式在加快产能扩张方面具备一定优势。
2. 2017 年,公司生猪出栏量略有增长,新建养殖基地项目持续推进,预计未来出栏量增幅较大。

关注

1. 跟踪期内，受生猪市场景气度的下行影响，公司利润总额大幅下降，扣非后净利润出现亏损。
2. 跟踪期内，公司产业基金规模继续扩张，其中债权类投资多为对合作社的借款，对公司资金形成占用，且有一定的回收风险；股权类投资标的资产质量尚待观察。
3. 跟踪期内，公司债务规模快速增长，债务负担重，非受限现金类资产规模小且未使用银行授信规模较小，短期偿债压力大。
4. 公司目前有多个在建项目，计划总投资69.91亿元，截至2018年3月底已投资37.46亿元。未来公司仍将投入大量资金，可能继续推升债务负担。
5. 公司2017年内部控制审计报告被出具否定意见，内部管控能力有待加强。
6. 截至2018年3月底，公司对外担保合计16.66亿元，担保比率23.69%，被担保方全部为合作社，公司面临一定或有负债风险。截至2018年6月13日，公司实际控制人侯建芳先生及其一致行动人持有公司总股本的44.31%，累计质押股份占公司总股本的42.37%，质押比例高，且面临平仓风险。
7. 2018年7月14日，公司发布2018年半年度业绩预告修正公告，将当期归属于上市公司股东的净利润由预计盈利3.78~3.95亿元下调为亏损4.80~5.30亿元。
8. 2018年7月23日，公司发布关于控股股东股份冻结情况的公告，截至该公告日，公司控股股东侯建芳先生持有公司股份1260341191股，累计被司法冻结1260341189股，被轮候冻结2016776股。

声 明

一、本报告引用的资料主要由雏鹰农牧集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2018 年 7 月 24 日起至 2019 年 2 月 1 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

雏鹰农牧集团股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于雏鹰农牧集团股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、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，2011 年 11 月，公司更名为现名。2010 年 9 月，公司首次公开发行人民币普通股 3350 万股，发行完成后股本总额为 13350 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”），后经多次非公开发行股票及资本公积转增股本，截至 2018 年 6 月 13 日，公司股本为 31.35 亿元，侯建芳先生及其一致行动人侯建业先生、侯杰先生、深圳市聚成企业管理顾问股份有限公司直接持有公司股份 1389132733 股，占公司总股本的 44.31%；累计质押股份 1328276669 股，占公司总股本的 42.37%，公司实际控制人为侯建芳先生。

公司主营业务为家畜养殖与销售、家畜屠宰、鲜冻肉熟食以及粮食销售等。经营范围包括畜禽养殖销售及技术开发；农产品销售；从事货物和技术进出口业务；饲料生产销售；铁路专用线货物运输服务（企业自用）；生猪屠宰（限分支机构经营）；食品批发零售；粮食收购；新产品的技术研发。

公司总部设饲料生产中心、养殖生产中心、采购中心、财务中心、营销中心、疾病控制中心、品牌中心、战略管理部、审计部等职能部门。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额

为 228.60 亿元，所有者权益合计 64.44 亿元（其中少数股东权益 14.80 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 56.98 亿元，利润总额 1.44 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 222.29 亿元，所有者权益合计 70.32 亿元（其中少数股东权益 17.11 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.36 亿元，利润总额 4.47 亿元。

公司注册地址：河南省新郑市薛店镇；法定代表人：侯建芳。

三、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行

为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等

产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进

供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

四、行业分析

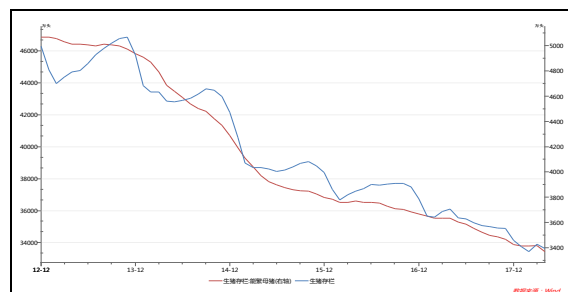
公司主营业务涉及肉猪养殖产业链，中国肉猪养殖行业进入门槛低，从事养殖的企业和个体数量较多，规模较小，品种较差，养殖技术水平较低，难以抵抗养殖行业多发的疫情和市场风险，可持续发展能力较差。长期以来，以散户养殖为主的养殖模式决定了中国肉猪养殖行业景气度具有周期性特征。

（1）行业现状

肉猪养殖行业景气度一般约 3~5 年一个周期，从 2011 年生猪价格达到 19.92 元/千克的历史高点，至 2015 年上半年 11.60 元/千克的低点，中国肉猪养殖行业经历了一个完整周期。2015 年下半年开始，随着前期能繁母猪数

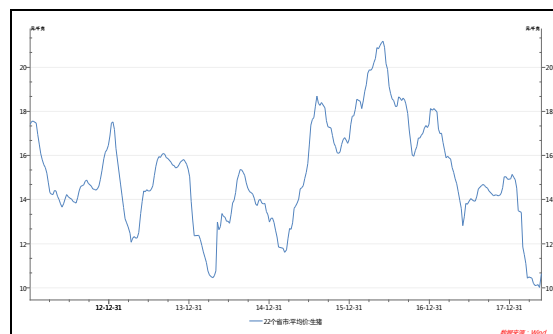
量和生猪存栏量的下降，肉猪养殖开始进入下一轮周期。2016 年是生猪行业继续去产能以及猪价迎来周期高点的一年，中国能繁母猪存栏量继续下跌，截至 2016 年底为 3666 万头，同比降低 3.48%，生猪存栏量为 36733 万头，同比降低 4.29%，能繁母猪及生猪存栏量都处于极低水平；此外，受环保政策收紧影响，南方水网以及各省禁养、限养区内大量猪场被强制拆除，散养户大量退出，生猪价格快速上涨最高价格达 21.05 元/千克。2017 年上半年，生猪供应和消费均出现下降的形势，市场整体供大于求，导致上半年肉猪价格的持续下跌；下半年，受季节性需求回暖以及市场当期供应偏紧等因素影响，价格缓慢小幅反弹；全年生猪价格整体呈下降趋势，2017 年底为 15.04 元/千克。进入 2018 年，生猪养殖周期进入下行通道，生猪价格快速下跌，截至 2018 年 5 月底为 10.63 元/千克，达到 2015 年以来的最低点。

图 1 2013~2018 年 5 月中国生猪及能繁母猪存栏量
(单位：万头)



数据来源：wind 资讯

图 2 2012~2018 年 5 月全国 22 省市生猪平均价格 (单位：元/千克)



资料来源：wind 资讯

总体看，肉猪养殖行业景气度 2017 年以

来进入下行通道，行业内部分企业出现经营性亏损，行业风险加大。

（2）行业政策

2017年2月，根据《中共中央、国务院关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》指出，稳定生猪生产，优化南方水网地区肉猪养殖区域布局，引导产能向环境容量大的地区和玉米主产区转移。

2017年，《新环保法》和《水十条》的推出，直接推动农业部发布《农业部关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》，将环保力度提升到前所未有的高度。各地区逐步划定限养区、禁养区等，并由政府主导依法关闭或搬迁生猪规模养殖场，引导生猪养殖向非限养、非禁养的区域转移，特别是南方水网地区的政策执行最为严格。从政策的落地及执行时间上来看，全国多数地区要求在2016年底划定畜禽养殖禁养区，在2017年年底前依法关闭或搬迁禁养区内畜禽养殖场（小区）和养殖专业户。仅浙江、上海等少数省市，已在2016年底全部完成猪场的关闭、拆迁工作；福建、江西等南方省份或继续加强环保监管。整体而言，2017年环保监管压力依旧巨大。

总体看，肉猪养殖行业环保压力继续加大，并逐步引导产能向环境容量大的地区和玉米主产区转移。

（3）行业关注

饲料原料价格波动，加大饲料行业成本控制难度

2017年以来，受国家取消临储政策的影响，玉米价格出现一定程度回升，后期走势尚不明朗。豆粕方面，受国际贸易形势、主要产国天气因素、以及投资炒作等因素影响，豆粕价格近年来波动较大。总体来看，饲料原料价格波动对饲料行业的成本控制带来一定压力。

行业度有待提升

中国肉猪养殖行业进入门槛低、规模化程

度不高、以散户养殖为主，生猪养殖行业景气度随存栏量和市场价格周期性波动，且变动幅度大。在此情况下，散户抗风险能力弱，规模养殖企业的成本优势得以体现；加之国家环保标准日益严格，将对散户形成挤出效应，行业集中度将不断提高，但集中度提升仍需一定时间。

食品安全和疫情对养殖业的影响大

食品安全和疫情是养殖业发展的重要影响因素，近几年，“速生鸡”、“H7N9 流感”、“猪流感”等事件频发，对养殖企业冲击较大，短期内造成养殖行业产品的价格和销售量大幅下降；但从长期来看，食品安全和疫情的可控性使得养殖行业景气度又可以在一定时间内恢复。

五、基础素质分析

截至2018年6月13日，公司股本为31.35亿元，侯建芳先生及其一致行动人侯建业先生、侯杰先生、深圳市聚成企业管理顾问股份有限公司直接持有公司股份1389132733股，占公司总股本的44.31%；累计质押股份1328276669股，占公司总股本的42.37%，公司实际控制人为侯建芳先生。

截至2017年底，公司累计签订合作社合作协议365家，对应约750万头商品肉猪及110万头商品仔猪产能；其中已经投入使用的合作社160家，对应约216万头商品肉猪及68万头商品仔猪产能。2017年新增生鲜网点500多个，并以批发兼零售的形式覆盖5000多个有效市场销售网点。

跟踪期内，公司在高管团队、研发实力等方面无重大变化。

六、管理分析

2017年5月25日，公司2016年年度股东大会审议通过了《关于修改<公司章程>的议案》，根据公司发展需要，对公司经营范围进

行变更，“预包装食品批发零售”改为“食品批发零售”，增加粮食收购，并相应修改《公司章程》。

2018年4月，公司出台了《产业基金投资管理制度》对产业基金决策权限及决策管理、产业基金投资的执行与控制、退出机制、信息披露等方面制定了相关规定，该制度未来执行情况尚待观察。

除此以外，跟踪期内，公司管理体制、管理制度未发生重大变化。

七、重大事项

1. 对外投资

2016年以来，公司陆续投资参与6支产业

基金，包括深圳泽赋农业产业投资基金有限合伙企业（有限合伙）（以下简称“深圳泽赋”）、中信现代农业产业投资基金（有限合伙）（以下简称“中信农业”）、兰考中聚恒通产业投资基金（有限合伙）（以下简称“中聚恒通”）、中证中扶（兰考）产业投资基金（有限合伙）（以下简称“中证扶贫”）、平潭竞远投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“平潭竞远”）以及平潭沅石1号投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“沅石1号”）（投资额见表1）。其中深圳泽赋、中聚恒通和平潭竞远分别成立于2016年1月、4月和12月，并自2016年度起被公司纳入合并范围。

表1 公司参与产业基金情况（单位：亿元）

基金名称	截至2016年底公司投资额	截至2017年底公司投资额	截至2018年3月底公司投资额	截至2018年3月底公司持股比例
深圳泽赋	14.00	37.50	37.50	63.41%
中信农业	0.27	0.27	0.27	6.60%
中聚恒通	9.24	19.62	19.62	99.995%
中证扶贫	--	0.10	0.10	33.98%
平潭竞远	1.60	2.00	2.00	100.00%
沅石1号	0.60	0.00	0.00	0
合计	25.71	59.49	59.49	--

资料来源：公司提供

基金具体业务方面，深圳泽赋、中信农业、中聚恒通以及中证扶贫主要围绕农业行业上下游产业开展投资业务；平潭竞远主要投资于电竞及相关产业项目，围绕公司互联网板块辅助、延伸相关产业；沅石1号主要由专业机构围绕上市公司并购开展投资活动。

公司投资基金的主要获益方式为基金的投资收益，基金由第三方专业管理公司运作。其中，债权类投资后期将视投资标的业务情况转为股权或收回本息，股权类投资后期通过公开上市、兼并收购、股权转让、股权回购等方式实现退出。

截至2017年底，深圳泽赋总资产79.41亿元，所有者权益48.15亿元，2017年深圳泽

赋实现营业收入6.18亿元，净利润2.44亿元。截至2018年3月底，深圳泽赋总资产68.57亿元，所有者权益56.17亿元，2018年1~3月，深圳泽赋实现营业收入1.37亿元，净利润6.03亿元。

截至2018年3月底，深圳泽赋对外投资规模56.03亿元，其中股权类投资22.26亿元，均为长期投资，包含对投资标的的直接股权投资以及对子基金的投资，子基金吸收配资后再对外进行股权投资；债权类投资33.77亿元，主要投向为公司养殖模式中的合作社，期限在12~18个月不等，年化收益率8.5%~15%不等，合作社在公司租赁的土地上进行固定资产投资，以其投资额和未来收益作为担保措施。

深圳泽赋子基金宁波申星对汕头市东江畜牧有限公司（以下简称“东江畜牧”）投资规模较大。宁波申星成立于 2017 年 5 月，其中深圳泽赋对宁波申星出资 7.00 亿元，持股 33.32%，由于其他资金为银行优先级配资，宁波申星被纳入公司合并范围；宁波申星以

209996 万元取得东江畜牧 96.54%股权，2017 年底东江畜牧被纳入公司合并范围。

2018 年 2 月，深圳泽赋将对宁波申星出资额中的 6.00 亿元转让，该项转让为公司 2018 年一季度贡献大额投资收益，转让完成后东江畜牧及宁波申星均不再被纳入公司合并范围。

表 2 截至 2018 年 3 月底深圳泽赋主要股权类投资情况

投资标的名称	所属行业	投资金额(万元)	投资期限
宁波梅山保税港区泽赋协同股权投资中心（有限合伙）（以下简称“泽赋协同”）	子基金-农业	12329	10 年
宁波梅山保税港区雏鹰农业产业投资管理合伙企业(有限合伙)(以下简称“宁波雏鹰”)	子基金-农业	47124	10 年
宁波申星股权投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“宁波申星”）	子基金-农业	10000	5 年
嘉兴中赋投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“嘉兴中赋”）	子基金-制造业	15569	10 年
嘉兴邦赋投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“嘉兴邦赋”）	子基金-制造业	37000	10 年
河北汉唐牧业有限公司	养殖业	7900	长期
榆社宝迪康联牧业有限公司	养殖业	14000	长期
太原国福牧业有限公司	养殖业	11400	长期
山西璟丞牧业有限公司	养殖业	14000	长期
交城县宝福牧业有限公司	养殖业	14000	长期
安徽旺迪生物科技有限公司	食品加工	7800	长期
爱车爸爸（北京）科技有限公司	信息服务	9000	长期
合计	--	200122	--

资料来源：公司提供

表 3 截至 2018 年 3 月底深圳泽赋主要子基金对外股权类投资情况

子基金	投资标的	所属行业	投资金额（万元）	投资期限
宁波雏鹰	河南百顺农牧发展有限公司	养殖业	18330	10 年
	郑州市春野牧业有限责任公司	养殖业	18000	10 年
	宜城市光大农牧有限公司	养殖业	17900	10 年
	宜阳县鹅宿畜牧有限公司	养殖业	14985	10 年
	河南枫华种业股份公司	养殖业	8000	10 年
	浙江吴宁府商贸有限公司	食品加工贸易	7800	10 年
	北京恒利食品有限公司	食品加工服务	3000	10 年
	宜阳县琢银畜牧有限公司	养殖业	14985	10 年
泽赋协同	河南枫华种业股份公司	养殖业	22043	10 年
宁波申星	汕头市东江畜牧有限公司	养殖业	209996	5 年
嘉兴中赋	郑州家音顺达通讯有限公司	信息服务	9000	10 年
	北京中润长江食品有限公司	食品加工	12000	10 年
	河南千年冷冻设备有限公司	制造业	15000	10 年
合计	--	--	371039	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，中聚恒通总资产 21.72 亿元，所有者权益 20.97 亿元，2017 年中聚恒

通实现营业收入 1.13 亿元，净利润 1.35 亿元。截至 2018 年 3 月底，中聚恒通总资产 22.41

亿元，所有者权益 21.64 亿元，2018 年 1~3 月，中聚恒通实现营业收入 0.67 亿元，净利润 0.67 亿元。

截至 2018 年 3 月底，中聚恒通对外投资均为对合作社的债权类投资，其运作模式类似于深圳泽赋基金的债权类投资运作模式，投资规模合计 21.10 亿元。

表 4 截至 2018 年 3 月底中聚恒通对外投资情况

资金投向	投资金额（万元）	投资期限	年化收益率
养殖行业	21398	12~18 个月	15%
建筑行业	46300	12~18 个月	15%
农副产品	4200	18 个月	15%
生猪养殖合作社	139120	6~18 个月	15%
合计	211018	--	--

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司产业基金投资规模大幅增长，股权类投资标的资产质量尚待观察，债权类投资标的在猪周期下行的背景下面临资金回收风险。同时，大规模的产业基金投资支出显著推升了公司债务水平，加大公司资金周转压力。

2. 增资控股子公司

截至 2018 年 6 月底，公司已经完成对控股子公司河南泰元投资担保有限公司（以下简称“泰元担保”）的增资，泰元担保注册资本由 8.60 亿元增至 30.00 亿元，资金来源主要为 2018 年以来公司收回的基金债权类投资；公司持有泰元担保的股权由 22.67% 增至 65.00%。

泰元担保经营范围仅限于为与公司及其控股子公司有相关合作业务的合作对象提供贷款担保，与公司现有养殖业务发挥协同效益，截至目前未发生代偿。本次增资提升了泰元担保的资本实力，其业务规模未来将随之扩大，在生猪养殖行业周期下行阶段，泰元担保面临的代偿风险将加大。

3. 半年报业绩修正

2018 年 7 月 14 日，公司发布 2018 年半年

度业绩预告修正公告，将当期归属于上市公司股东的净利润由预计盈利 3.78~3.95 亿元下调为亏损 4.80~5.30 亿元。主要原因：1. 2018 年二季度以来，商品肉猪及商品仔猪价格低于预期，使得公司养殖业务盈利水平低于预期；2. 2018 年一季度，公司下属深圳泽赋将宁波申星部分份额进行转让并确认了转让收益，但深圳泽赋作为宁波申星劣后级合伙人，目前未能取得出资份额转让协议经全体合伙人一致同意的文件资料，根据《企业会计准则》的相关规定不能确认转让收益，故对第一季度确认的转让收益进行调整，造成 2018 年半年度的投资收益低于预期。

4. 实际控制人股票被司法冻结

根据公司 2018 年 7 月 23 日发布的关于控股股东股份冻结情况的公告，实际控制人侯建芳先生持有公司股份 1260341191 股，累计被冻结的股份为 1260341189 股，被轮候冻结股份为 2016776 股。

侯建芳先生所持有的公司股份 1236109978 股被上海市浦东新区人民法院司法冻结，系远东宏信（天津）融资租赁有限公司（以下简称“远东宏信”）通过上海华瑞银行股份有限公司向公司发放委托贷款，侯建芳先生为该笔业务提供连带责任保证，截至目前贷款余额为 9936 万元。2018 年 6 月公司未按时支付当期本金及利息 1105 万元，远东宏信向上海市浦东新区人民法院申请诉前财产保全，冻结侯建芳先生持有的公司股份。目前公司正与远东宏信协商解决该事项。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务仍然为生猪养殖和屠宰、鲜冻肉熟食以及粮食贸易；但基金投资规模上升快，对利润贡献大。2017 年，猪周期进入下行通道，生猪价格同比降幅较大；受此影响公司当期实现营业收入 56.98 亿元，同

比下降 6.44%。

2017 年，公司生猪产品板块及生鲜冻品板块收入同比均有大幅下降；其中生猪产品板块实现收入 16.30 亿元，同比下降 23.90%；生鲜冻品板块实现收入 10.34 亿元，同比下降 16.15%；上述业务板块收入占比分别下降至 28.61%和 18.51%，但仍为公司主要收入来源。同期，粮食板块实现收入 10.54 亿元，同比变化不大；公司熟食销售量价齐跌，实现收入 0.19 亿元，同比大幅下降；公司其他业务实现收入 19.60 亿元，同比增长 20.79%，主要系公司基金投资、供应链金融以及互联网业务扩大，合并报表范围内产业基金等收入大幅增加所致，占比由 2016 年的 26.64%上升至 34.40%。

毛利率方面，受行业周期下行影响，2017 年公司生猪产品毛利率同比大幅下降 30.69 个

百分点；生鲜冻品毛利率同比变化不大；粮食板块毛利率为 3.65%，较上年下降了 2.47 个百分点；熟食业务毛利率为-3.61%，较上年下降 2.18 个百分点；其他业务的毛利率为 33.38%，同比上升 16.83 个百分点，主要系毛利率较高的类金融业务收入增长所致。2017 年，公司综合毛利率为 19.49%，同比下降 5.37 个百分点。

2018 年 1~3 月，生猪价格持续下跌，公司实现营业收入 11.36 亿元，同比下降 3.51%；其中生猪产品及生鲜冻品收入分别为 3.01 亿元和 1.74 亿元，同比分别下降 56.40%和 17.85%。同期，公司综合毛利率下降至 18.27%。

总体看，2017 年以来，受生猪市场进入下行通道影响，公司营业收入及毛利率均大幅下降。

表5 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
生猪产品	21.42	35.18	46.49	16.30	28.61	15.80	3.01	26.50	2.56
生鲜冻品	12.34	20.26	15.45	10.34	18.51	15.57	1.74	15.35	2.88
粮食	10.32	16.95	6.12	10.54	18.15	3.65	1.94	17.11	6.56
熟食	0.59	0.97	-1.43	0.19	0.33	-3.61	0.13	1.17	3.82
其他	16.23	26.64	16.55	19.60	34.40	33.38	4.53	39.87	40.10
合计	60.90	100.00	24.86	56.98	100.00	19.49	11.36	100.00	18.27

资料来源：公司提供

2. 生猪养殖及屠宰业务

（1）采购情况

公司生猪养殖及屠宰加工板块所需的主要原材料包括玉米、豆粕和小麦。跟踪期内，公司的采购模式及结算方式未发生变化。

从原材料采购量看，由于公司根据年初库存和原材料价格执行采购计划，各原材料的采购量呈现一定的波动。2017年，公司玉米和豆粕的采购量均出现较明显上升，分别增长 15.96%和100.13%，其中豆粕采购量增幅大主要受饲料配方调整影响。

采购价格方面，2017 年，公司玉米采购价格略有下降，主要系国储粮竞拍价格较低所

致；豆粕采购价格增长至 3.25 元/千克。2018 年 1~3 月，各类原材料采购价格较上年均有所增长。

总体看，公司玉米、豆粕、小麦等原材料采购面临一定价格上涨压力。

表6 公司主要原料采购量及采购价格
（单位：万吨、元/千克）

项目	2016 年		2017 年		2018 年 1-3 月	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
玉米	51.17	1.73	59.96	1.49	29.10	1.59
豆粕	4.06	3.13	8.12	3.25	2.25	3.29
小麦	20.13	2.12	18.84	2.19	0.15	2.24
大麦	3.49	1.58	4.61	1.44	0.63	1.51

资料来源：公司提供

(2) 生产情况

①养殖模式

2017 年，公司继续推进“雏鹰 3.0 模式”，由公司负责所有养殖场的土地租赁、合规性手续办理；合作方主要负责养殖场建设、设备投资、协调农户及日常维护、维修、粪污处理等；农户主要负责单个猪舍的精细化管理，生物资产的所有权归公司所有。养殖过程中分阶段、流程化饲养，分散养殖、统一管理，采用“六统一”的方式由公司统一管理。公司在新建养殖项目中已逐步推进新模式，同时将原有猪舍及附属设施按照新模式的合作方式，将所有权有条件转让给相关的合作方，最终实现公司轻资产发展。此外随着机械化程度的提高，公司的养殖效率大幅提升，综合养殖成本降低。农户根据养殖效益获取一定代养费。

②养殖屠宰规模

2017 年公司生猪生产及库存量均有所增加，分别为 261.14 万头和 129.55 万头；生猪屠宰产量小幅下降至 4.87 万吨，生猪冻肉库存为 0.17 万吨。

表 7 公司养殖及屠宰业务生产情况

(单位: 万头、万吨、%)

产品	项目	2016 年	2017 年	变动率
生猪养殖	生产量	247.91	261.14	5.34
	库存量	96.55	129.55	34.18
生猪屠宰	生产量	5.08	4.87	-4.23
	库存量	0.13	0.17	33.26

资料来源: 公司提供

③饲料生产

2017 年，公司饲料产能保持稳定，为 120 万吨/年，饲料产量和产能利用率同比均有所增长，分别为 53.20 万吨和 44.34%。公司生产的饲料能够满足公司内部生产所需，不存在从外部采购情况。

表 8 公司饲料产能及产量情况

	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
产能(万吨)	120	120	30.00
产量(万吨)	44.48	53.20	16.26
产能利用率(%)	37.07	44.34	13.55

资料来源: 公司提供

(3) 销售情况

2017 年，公司销售的产品集中于商品仔猪、二元种猪、商品肉猪以及屠宰肉类；公司销售模式、结算方式等未发生重大变化。

表 9 公司主要产品销售情况

产品	项目	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
商品仔猪	销量(万头)	98.91	80.68	14.41
	平均售价(元/千克)	36.78	28.81	27.23
	销售金额(万元)	95893.86	57909.19	8356.42
商品肉猪	销量(万头)	47.74	66.70	13.88
	平均售价(元/千克)	18.03	13.87	12.32
	销售金额(万元)	101369.10	100422.22	21030.47
二元种猪	销量(万头)	7.89	3.10	0.38
	平均售价(元/头)	2145.85	1512.71	1896.60
	销售金额(万元)	16962.72	4686.84	715.97
生猪屠宰(生鲜产品)	销量(万吨)	4.98	4.83	0.89
	平均售价(元/吨)	24771.91	21438.79	19512.66
	销售金额(万元)	123364.12	103444.93	17433.65

资料来源: 公司提供

注: 上表不包含通过新融农牧生猪贸易平台销售的生猪。

2017年，猪周期下行，公司对外销售仔猪及二元种猪的数量随之下滑，分别销售 80.68 万头和 3.10 万头；但自身养殖规模的提升使得商品肉猪销量同比提升至 66.70 万头；各品种销售价格同比均大幅下滑。

2017年，公司养殖板块前五名客户合计销售金额 7.67 亿元，前五名客户合计销售金额占年度销售总额比例为 13.46%，较上年变化不大，客户集中度仍较低。

销售渠道拓展方面，2017年，公司主要以河南为中心，以专卖店、批零中心店、商超专柜、社区连锁便利店等多种形式拓展市场；省外市场在以北京、上海、广州、深圳等一线城市的基础上，重点围绕工厂 500 公里半径范围开发市场，打造武汉、徐州、合肥、石家庄、西安等重点城市，实现生鲜产品中地区的全网覆盖。2017年，新增生鲜网点 500 多个，肉制品销售渠道重点加大对网点开发力度，并加强与餐饮渠道定制类产品的合作，以批发兼零售的形式覆盖 5000 多个有效市场销售网点。

总体看，跟踪期内，行业周期下行，公司生猪养殖主业下滑明显。

3. 粮食贸易业务

公司粮食贸易业务主要围绕玉米、绿豆、小麦开展，经营实体为郑州雏鹰进出口贸易有限公司（以下简称“郑州雏鹰”）和吉林雏鹰农牧有限公司（以下简称“吉林雏鹰”）。2017年，公司粮食贸易板块实现营业收入 10.54 亿元，同比变化不大，但吉林雏鹰收入增幅大，收入占比大幅提升至 61.83%，主要系 2017 年吉林雏鹰获得国储粮竞拍资格以及经大连商品交易所批准设立为期货玉米集团交割库拓展了业务渠道及类型所致。

表 10 公司粮食贸易业务情况（单位：亿元、%）

经营实体	2016 年		2017 年		2018 年 1-3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
郑州雏鹰	7.41	71.74	4.03	38.17	0.39	19.95
吉林雏鹰	2.92	28.26	6.52	61.83	1.56	80.05

合计	10.32	100.00	10.54	100.00	1.94	100.00
----	-------	--------	-------	--------	------	--------

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内公司粮食贸易收入保持稳定，对保障公司原材料供应具有一定的帮助，有利于上游差异化竞争和未来成本控制。

4. 其他业务

公司其他业务板块主要由互联网与生猪贸易、类金融以及其他业务构成。2017年，公司其他业务板块实现收入 19.60 亿元，较上年增长 20.76%，主要系类金融业务增长所致。

表 11 2016~2017年公司其他收入部分情况

名称	项目	2016 年	2017 年
互联网与生猪贸易	生猪贸易、服务费等	12.85	11.42
类金融	基金、担保贷款、产业基金等	1.38	4.28
其他	物流、设备、咨询等	2.00	3.90
合计	--	16.23	19.60

资料来源：公司提供

公司互联网与生猪贸易业务主要经营实体为子公司微客得（北京）信息科技有限公司（以下简称“微客得”）以及新融农牧（北京）企业管理有限公司（以下简称“新融农牧”）。其中，新融农牧开展的生猪贸易业务是公司其他收入板块的主要收入来源，作为一家整合生猪养殖产业链的平台型企业，新融农牧打造以“猪博士”为入口，涵盖金融、交易、数据、服务为一体的互联网养猪生态系统。截至 2017 年底，新融农牧共发展猪场客户 231 家，猪场母猪存栏超过 18 万头，完成加盟会员企业近 450 家。

公司类金融业务主要运营实体为公司投资并纳入合并范围的三支产业基金深圳泽赋、中聚恒通以及平潭竞远以及泰元担保。2017年，随着公司产业基金投资规模增大，类金融业务收入实现大幅增长。

总体看，其他业务板块对公司营业收入形成有益补充，且公司逐步向互联网渗透，符合新型农业的发展方向；但类金融业务规模加

大，其收益持续性有待观察。

5. 经营效率

2017 年，公司销售债权周转次数 11.47 次，同比保持稳定；存货周转次数和总资产周转次数分别为 3.29 次和 0.29 次，同比分别减少 0.34 次和 0.16 次。公司资产经营效率处于正常水平。

6. 未来发展

截至 2018 年 3 月底，公司重要在建及规划项目主要包括年出栏 300 万头生猪产业化基地项目、西藏藏香猪养殖产业化项目等，计划总投资 69.91 亿元，截至 2018 年 3 月底已投资 37.46 亿元，主要为自筹资金，未来公司仍将投入大量资金，可能继续推升债务负担。预计 2020 年，公司出栏规模达到约 1000 万头。

表12 截至2018年3月底公司重要在建及拟建项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	截至 2018 年 3 月底 已完成投资	资金来源	
			自筹	贷款
内蒙古年出栏 300 万头生猪产业化基地项目	6.41	1.18	4.41	2.00
西藏藏香猪养殖产业化项目	3.00	0.72	3.00	--
吉林年出栏 400 万头生猪产业化基地项目	56.00	32.98	21.80	
年出栏 30 万头生猪产业化基地项目	4.50	2.58	3.00	1.50
合计	69.91	37.46	32.21	3.50

资料来源：公司提供

注：上表中除西藏藏香猪养殖产业化项目外均为公司与合作方共同出资，资金来源仅列示公司出资部分。

九、财务分析

公司提供的 2017 年度财务报表已经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。此外，中兴华会计师事务所认为公司在编制财务报告时，未能按照企业会计准则的规定正确核算长期股权投资的收益，导致业绩预告与实际实现的净利润出现严重偏差¹，故对公司与财务报告相关的内控制度发表了否定意见。公司 2018 年一季度财务数据未经审计。

由于在 2017 年年度审计工作中，公司发现 2016 年泽赋协同未纳入合并报表范围，且泽赋协同对联营企业的投资后续计量未以权益法进行核算（以成本法核算），公司对上述事项进行了会计差错更正，对 2017 年年初及

2016 年同期数据进行了追溯调整。以下将着重分析公司 2017 年底财务数据较年初变化情况。

合并范围方面，2017 年公司新设宁波雏鹰、宁波申星、嘉兴中赋等 9 家子公司，同时处置雏鹰集团郑州雏牧香物流有限公司、苏州淘豆食品有限公司以及噢麦嘎（上海）网络科技有限公司 3 家子公司；2018 年 1~3 月，公司处置宁波申星。总体看，公司合并范围变化对财务数据可比性有一定影响。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额为 228.60 亿元，所有者权益合计 64.44 亿元（其中少数股东权益 14.80 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 56.98 亿元，利润总额 1.44 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 222.29 亿元，所有者权益合计 70.32 亿元（其中少数股东权益 17.11 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.36 亿元，利润总额 4.47 亿元。

1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 228.60 亿

¹ 2017 年深圳泽赋从投资标的公司河北汉唐牧业有限公司取得 9400 万元分红款，年审会计师认为按照企业会计准则的规定，该分红款应冲减长期股权投资的账面价值，不应该计入投资收益；2017 年深圳泽赋取得其子基金宁波申星 43600 万元分红款，此分红款来源于宁波申星投资实体东江畜牧分红，年审会计师根据会计准则控制定义，认为宁波申星及东江畜牧应纳入公司 2017 年度财务报表合并范围，此项分红款不确认为投资收益。

元，较年初增长 34.19%。其中流动资产占 52.84%，非流动资产占 47.16%，公司资产构成仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产合计 120.79 亿元，较年初增长 16.40%，主要由货币资金（占 22.26%）、存货（占 13.33%）、其他应收款（占 8.80%）和其他流动资产（占 44.32%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金 26.88 亿元，较年初下降 34.74%，主要系基金公司对外投资增加所致，货币资金中受限货币资金为 17.15 亿元，主要为票据保证金和担保金等，受限比例高。

截至 2017 年底，公司预付款项为 7.77 亿元，较年初增长 161.59%，主要系公司粮食贸易业务预付采购款增加所致。

截至 2017 年底，公司存货账面价值 16.10 亿元，较年初增长 36.32%，主要系公司消耗性生物资产增加所致，主要由原材料（占 23.46%）和消耗性生物资产（占 66.63%）构成，公司已计提存货跌价准备 279.13 万元，计提比例为 0.17%。考虑生猪价格进入下行周期，公司存货面临着一定跌价风险。

截至 2016 年底，公司划分为持有待售资产 23.64 亿元，主要为待转让猪舍。2017 年，由于会计政策发生变更，公司将持有待售资产 14.99 亿元全部转回到固定资产，并计提折旧

0.19 亿元。

截至 2017 年底，公司其他应收款 10.63 亿元，较年初大幅增长 218.39%，主要由借款（占 39.34%）和股权转让款（占 35.25%）构成，其中股权转让款账龄大部分在一年以内，综合计提比例为 5.53%。

截至 2017 年底，公司其他流动资产 53.54 亿元，较年初大幅增长 256.47%，主要是债权投资（基金）（47.71 亿元）。公司债权投资主要投向第三方合作社，其还款来源主要是第三方合作社自有资金及其经营性收入；在行业周期下行的大背景下，公司债权投资准时足额回收存在较大不确定性。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 107.81 亿元，较年初增长 61.91%。主要由可供出售金融资产（占 16.95%）、长期股权投资（占 11.73%）、固定资产（占 33.56%）、在建工程（占 12.43%）及其他非流动资产（占 14.42%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 18.27 亿元，较年初大幅增长 183.21%，主要系公司基金投资业务增加所致。公司可供出售金融资产均为按成本计量，未计提减值准备。2017 年公司确认可供出售金融资产持有期间投资收益 0.53 亿元，处置可供出售金融资产获得投资收益 1.94 亿元。

表 13 2017 年公司主要可供出售金融资产情况（单位：亿元）

被投资单位	期初余额	本期增加	本期减少	期末余额
焦作中旅银行股份有限公司	2.44	--	--	2.44
宜阳县鹅宿畜牧有限公司	--	2.00	--	2.00
郑州市春野牧业有限责任公司	0.39	1.81	--	2.20
宜城市光大农牧有限公司	0.45	1.79	--	2.24
河南百顺农牧发展有限公司	0.06	2.84	1.06	1.83
骑士联盟（北京）信息服务有限公司	--	1.20	--	1.20
浙江吴宁府商贸有限公司	--	0.78	--	0.78
北京中润长江食品有限公司	--	1.20	--	1.20
平潭泮石 1 号投资管理合伙企业（有限合伙）	0.60	0.60	1.20	--
郑州牛师兄食品有限公司	0.13	1.00	1.13	--
深圳汇生通科技股份有限公司	--	1.67	1.67	--

上海脉森信息技术有限公司	1.00	--	1.00	--
合计	5.07	14.89	6.06	13.89

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司长期股权投资 12.64 亿元，较年初增长 71.20%，均为对联营企业的投资。2017 年，公司按权益法确认的长期股权

投资收益 0.19 亿元，处置长期股权投资产生投资收益 0.67 亿元。

表 14 2017 年公司主要长期股权投资情况（单位：万元）

被投资单位	期初余额	追加投资	减少投资	权益法下确认的投资收益	期末余额
郑粮雏鹰粮油食品有限公司	18985.31	--	--	-331.36	18653.95
交城县宝福牧业有限公司	--	14000.00	--	--	14000.00
河南枫华种业股份有限公司	18472.51	--	--	2802.53	21275.04
河北汉唐牧业有限公司	--	4900.00	--	288.12	5188.12
河南千年冷冻设备有限公司	--	15000.00	--	--	15000.00
嘉兴邦赋投资合伙企业（有限合伙）	--	17000.00	--	--	17000.00
郑州迅腾贸易有限公司	36000.00	--	36000.00	--	--
合计	73457.82	50900.00	36000.00	2759.29	91117.11

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 36.18 亿元，较年初大幅增长 137.60%，主要系公司 2017 年度将东江畜牧纳入合并范围以及年底会计师根据“企业会计准则第 42 号持有待售的非流动资产、处置组和终止经营”准则将原来转入持有待售的资产转回固定资产所致；固定资产主要由房屋及建筑物（占 86.96%）构成，固定资产成新率 82.98%，成新率较高，累计计提折旧 7.42 亿元，其中固定资产受限金额为 2.10 亿元，主要为融资租赁设备。

截至 2017 年底，公司在建工程 13.40 亿元，较年初大幅增长 205.94%，主要系公司新增东江畜牧养殖基地扩建项目 6.29 亿元以及年出栏 400 万头生猪产业化基地、年出栏 30 万头生猪产业化基地等投入增加所致。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产 15.55 亿元，较年初下降 40.53%，主要系公司长期债权投资较期初的 25.45 亿元大幅下降所致；其构成主要为预付投资款 6.59 亿元和长期债权投资 8.43 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产合计 222.29 亿元，较 2017 年底略有下降。资产中流动资

产占 57.46%，非流动资产占 42.54%，流动资产占比有所上升。其中，长期股权投资由 2017 年底的 12.64 亿元增长至 18.14 亿元；其他流动资产增长至 60.18 亿元，可供出售金融资产增长至 21.36 亿元，主要系基金公司股权及债权类投资增加所致。固定资产、在建工程及商誉别为 27.08 亿元、7.43 亿元和 0.16 亿元，均较 2017 年底下降明显，主要系深圳泽赋转让对宁波申星股权（含实业公司东江畜牧），不再将其纳入合并范围所致。

截至 2018 年 3 月底，公司受限资产共计 25.71 亿元，占总资产金额的比重为 11.57%，主要为受限货币资金，受限原因为定期存款和保证金。

总体看，跟踪期内，产业基金对外投资规模大幅增长推升公司资产总额；公司产业基金对外股权类投资标的的质量有待观察，债权类投资面临回收风险；流动资产中货币资金受限比例高。总体看，公司资产质量一般，资产流动性不足。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 64.44 亿元（其中少数股东权益 14.80 亿元），较年初下降 4.75%，其中归属于母公司所有者权益合计 49.64 亿元，较年初变化不大。归属于母公司所有者权益中，股本占 63.16%，资本公积占 11.52%，未分配利润占 21.29%，公司股本和资本公积占比较大。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 70.32 亿元（其中少数股东权益 17.11 亿元），较年初增长 9.12%，主要系未分配利润和少数股东权益的增长所致，所有者权益结构较上年底变化不大。

整体看，公司所有者权益稳定性尚可。

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 164.16 亿元，较年初增长 59.83%。其中，流动负债与非流动负债占比分别为 59.35%和 40.65%，负债结构较年初变化不大。

截至 2017 年底，公司流动负债为 97.42 亿元，较年初增长 40.65%，主要系短期借款和其他流动负债增长所致；流动负债主要由短期借款（占 51.51%）、其他应付款（占 10.87%）和其他流动负债（占 17.16%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款为 50.18 亿元，较年初增长 27.30%，主要系公司为发展业务新增借款所致，短期借款主要由保证借款（占 78.86%）和质押借款（占 13.96%）构成。

截至 2017 年底，公司应付账款 8.11 亿元，较年初下降 9.20%，主要系公司应付工程及设备款下降所致。

截至 2017 年底，公司其他应付款 10.59 亿元，较年初增长 29.01%，主要系合作社押金以及周转往来增加所致，主要由周转往来（占 23.11%）、押金（占 32.54%）、保证金（占 15.43%）和合作社押金（占 22.54%）构成。

截至 2017 年底，公司其他流动负债 16.72 亿元，较年初大幅增加 16.34 亿元，主要系公

司新增发行超短期融资券“17 雏鹰农牧 SCP001”和“17 雏鹰农牧 SCP002”共 15.00 亿元所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债 66.74 亿元，较年初增长 99.56%，主要系长期借款和其他非流动负债增长所致；非流动负债主要由长期借款（占 22.97%）、应付债券（占 34.26%）、和其他非流动负债（占 36.88%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 15.33 亿元，较年初增长 148.47%，主要系公司对外投资导致资金需求增加所致，主要由保证借款和质押借款构成。

截至 2017 年底，公司应付债券为 22.87 亿元，较年初变化不大，主要为“14 雏鹰债”、“16 雏鹰 01”和“16 雏鹰 02”，共计 22.98 亿元，均将于 2019 年到期偿付，公司存在集中偿付压力。

截至 2017 年底，公司其他非流动负债 24.61 亿元，较年初大幅增加 23.15 亿元，主要系将宁波申星纳入合并范围过程中，将获取固定收益的优先级配股资金计入公司负债所致。

从有息债务来看，截至 2017 年底，公司全部债务合计 142.00 亿元，较年初增长 72.65%，主要系公司借款增长、新发短期债券以及负债中新增优先级配股资金所致，有息债务中短期债务占 51.12%。

从债务指标看，截至 2017 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较年初上升 11.52 个百分点、13.92 个百分点和 18.40 个百分点，分别为 71.81%、68.79%和 51.86%，公司债务负担明显加重。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 151.97 亿元，较 2017 年底下降 7.42%，其中流动负债占 67.38%，非流动负债占 32.62%，流动负债占比有所提高；公司新增应付票据 9.06 亿元；其他非流动负债大幅下降至 10.61 亿元，主要系子基金优先级配资赎回所致。公司全部债务合计 127.51 亿元，较 2017 年底下降 10.21%，

其中短期债务占比提高至 61.12%。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 68.37%、64.45%和 41.35%。

表15 截至2018年6月26日公司存续债券情况

债券简称	期限	到期日	债券余额 (亿元)
18 雏鹰农牧 SCP001	270 天	2018-11-05	5.00
18 雏鹰农牧 SCP002	270 天	2018-12-21	10.00
16 雏鹰 01	3 年	2019-03-09	6.00
16 雏鹰 02	3 年	2019-05-06	6.40
14 雏鹰债	5 年	2019-06-26	7.98
合计	--	--	35.38

资料来源：Wind 资讯

总体看，跟踪期内公司有息债务规模快速增长，公司债务负担重，短期债务占比高且存续债券将集中于一年内到期，公司集中偿付压力大。

3. 盈利能力

受生猪市场进入下行周期，商品仔猪及商品肉猪销售价格下降以及猪舍改造等影响，2017 年，公司实现营业收入 56.98 亿元，较上年下降 6.44%；营业成本 45.88 亿元，较上年变化不大。2017 年，公司实现利润总额 1.44 亿元，较上年下降 84.77%。

2017 年，公司期间费用合计 13.56 亿元，较上年增长 51.29%，主要系管理费用和财务费用增长所致。其中，销售费用 1.20 亿元，较上年下降 14.53%，主要系运输费用下降所致；管理费用 4.48 亿元，较上年增长 29.50%，主要系流动资产损失和办公业务费用增加所致；财务费用 7.88 亿元，较上年大幅增长 92.29%，主要系公司发行债券及银行借款利息支出增加所致。2017 年，公司期间费用占营业收入的比重为 23.80%，较上年上升 9.08 个百分点，期间费用对利润侵蚀严重。

2017 年，公司资产减值损失 0.60 亿元，较上年增长 174.03%，主要系计提坏账损失增加所致，其占营业利润的比重为 36.73%，对营业利润影响较大；资产处置收益 0.81 亿元，主

要为出售持有待售资产的收益；公司实现投资收益 3.73 亿元，较上年大幅增长 143.07%，主要系基金投资的收益增加所致，其中确认可供出售金融资产持有期间投资收益 0.53 亿元，处置可供出售金融资产获得投资收益 1.94 亿元，按权益法确认的长期股权投资收益 0.19 亿元，处置长期股权投资产生投资收益 0.67 亿元，投资收益占营业利润的比重为 228.83%，对营业利润贡献大；公司新增其他收益 0.37 亿元，主要为收到的政府补助，占营业利润比重为 23.06%，对营业利润有一定影响。

从盈利指标来看，2017 年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 19.08%、3.68%和 1.68%，分别较上年减少 5.57、4.52 和 10.64 个百分点，公司盈利能力下降明显。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 11.36 亿元，较上年同期下降 3.51%；利润总额 4.47 亿元，较上年同期增长 240.67%，其中投资收益 5.27 亿元，主要系深圳泽赋转让宁波申星股权获得投资收益大幅增加所致；公司扣非净利润仍然为负。

总体看，受生猪行业进入下行周期影响，公司跟踪期内主业盈利水平明显下降，期间费用显著侵蚀利润；若扣除非经常性损益，公司主业处于亏损状态。考虑到行业周期回暖尚待时日，且投资收益持续性尚不确定，公司业绩或将继续下滑。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2017 年，公司经营活动现金流入为 65.29 亿元，较上年下降 8.50%，主要系公司销售收入下降所致；公司收到其他与经营有关的现金为 6.98 亿元，较上年增长 26.15%，主要系公司代收往来款增加所致。2017 年，公司经营活动现金流出为 64.52 亿元，较上年增长 21.02%，主要系采购支付的货款增加所致；公司支付其他与经营活动有关的现金为 6.64 亿元，较上年下降 34.23%，主要系公

司对退出的农户和合作社返还押金减少所致。受上述原因影响，2017年，公司经营活动产生的现金流净额0.76亿元，较上年的18.01亿元明显减少。2017年，公司现金收入比为102.33%，收入实现质量尚可。

投资活动方面，2017年，公司投资活动现金流入37.95亿元，较上年增长200.10%，主要系公司产业基金运作现金流入增长；公司投资活动现金流出94.40亿元，较上年增长51.97%，其中公司投资支付的现金87.48亿元，较上年增长74.13%，主要系公司产业基金对外投资增加所致。受上述因素影响，2017年，公司投资活动产生的现金流量净额为-56.45亿元。

筹资活动方面，2017年，公司筹资活动现金流入为114.36亿元，较上年增长37.74%，主要系公司收到其他与筹资活动有关的现金增加所致，其中，公司收到其他与筹资活动有关的现金为35.27亿元，较上年增加33.03亿元，主要系基金的优先级银行配资增加所致；筹资活动现金流出为83.76亿元，较上年增长157.62%，主要系偿还债务支付的现金大幅增加所致。受上述原因影响，2017年，公司筹资活动产生的现金流量净额30.60亿元，净流入规模较上年有所收窄。

2018年1~3月，公司经营活动现金净流入4.93亿元，投资活动现金净流出3.13亿元，筹资活动现金净流出5.10亿元。

总体看，2017年，公司经营活动现金流净额明显下降，同时投资活动现金缺口扩大，依赖筹资活动现金流入覆盖，公司筹资需求强。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2017年底，公司流动比率和速动比率分别为123.98%和107.46%，同比分别减少25.83和25.31个百分点；截至2018年3月底分别为124.73%和107.23%。此外，公司货币资金受限比例高，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债指标来看，2017年公司EBITDA13.23亿元，EBITDA利息倍数为1.91倍，全部债务/EBITDA为10.74倍，公司长期偿债能力较弱。

截至2018年3月底，公司对外担保合计16.66亿元，担保比率23.69%，被担保方全部为合作社。公司面临一定或有负债风险。

截至2018年3月底，公司共获得国内各商业银行授信总额79.23亿元，未用额度为22.35亿元，公司间接融资渠道有待拓宽。此外，公司为深圳证券交易所上市公司，具备直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行企业征信报告，截至2018年7月17日，公司未结清信贷信息中有9笔关注类贷款，已结清信贷信息里有6笔关注类贷款和6笔欠息，欠息情况如下表。

表16 公司已结清信贷信息里的欠息记录（单位：元）

历史最高欠息金额	首次欠息发生日期	最近一次结清日期
21295.06	2015-04-20	2015-04-22
107662.50	2016-05-22	2018-01-17
316451.77	2018-06-21	2018-06-22
0.00	2017-12-21	2017-12-21
0.00	2017-12-21	2017-12-21
76359.78	2018-05-04	2018-05-08

资料来源：中国人民银行企业征信报告

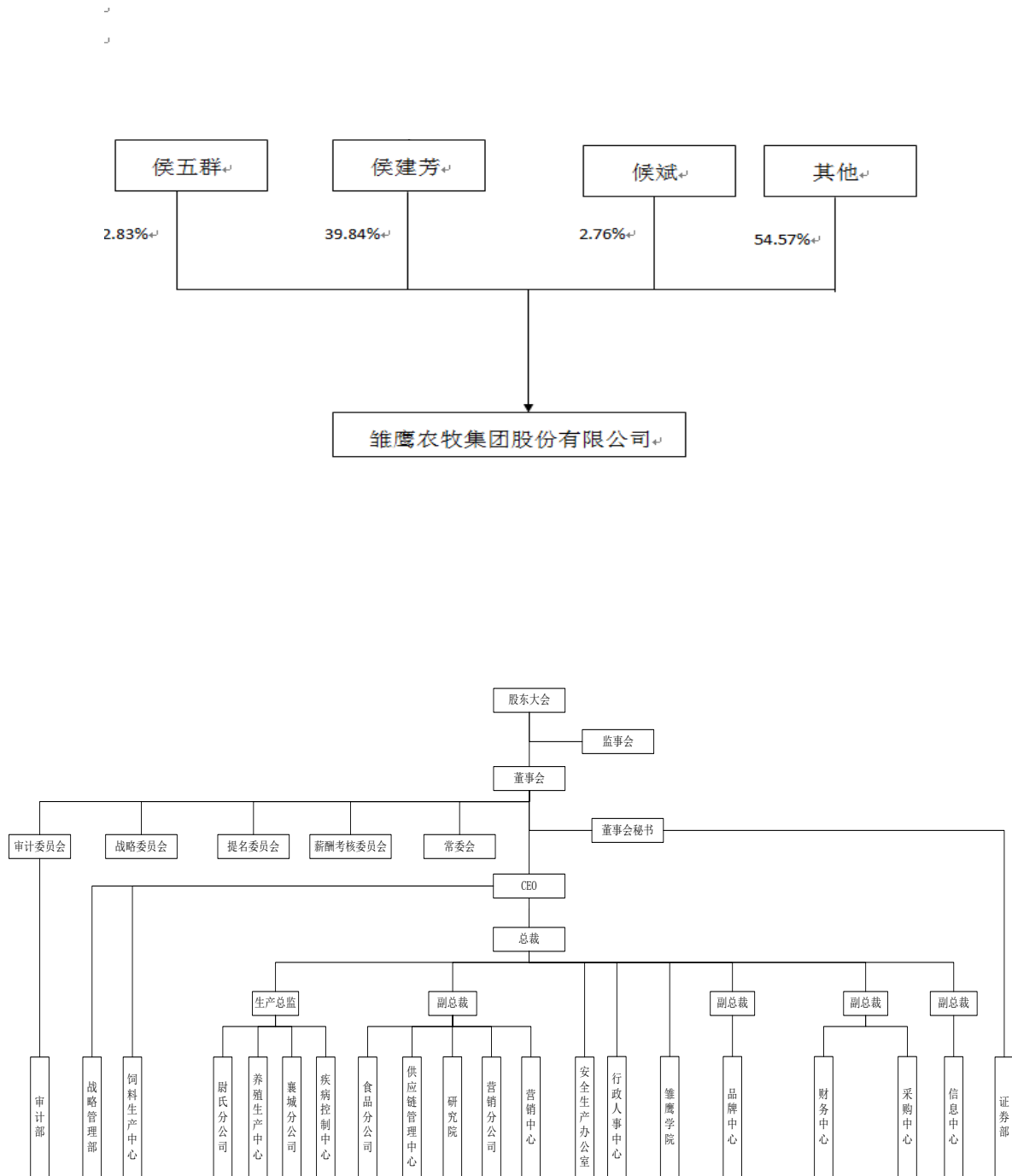
7. 抗风险能力

基于对公司自身经营和财务特点、生猪养殖行业发展状况，以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力一般。

十、结论

综合评估，联合资信确定将雏鹰农牧集团股份有限公司的主体长期信用等级由AA下调为AA⁻，评级展望为负面。

附件 1 截至 2018 年 6 月底公司股权结构图和组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.19	33.59	10.21	4.74
资产总额(亿元)	101.81	170.36	228.60	222.29
所有者权益(亿元)	47.12	67.65	64.44	70.32
短期债务(亿元)	21.11	48.23	72.59	77.93
长期债务(亿元)	16.52	34.02	69.42	49.57
全部债务(亿元)	37.62	82.25	142.00	127.51
营业收入(亿元)	36.19	60.90	56.98	11.36
利润总额(亿元)	2.74	9.48	1.44	4.47
EBITDA(亿元)	7.23	16.10	13.23	--
经营性净现金流(亿元)	-2.73	18.01	0.76	4.93
财务指标				
销售债权周转次数(次)	10.50	11.43	11.47	--
存货周转次数(次)	2.24	3.63	3.29	--
总资产周转次数(次)	0.42	0.45	0.29	--
现金收入比(%)	99.68	108.08	102.33	132.06
营业利润率(%)	15.29	24.65	19.08	17.92
总资本收益率(%)	4.66	8.20	3.68	--
净资产收益率(%)	4.88	12.32	1.68	--
长期债务资本化比率(%)	25.95	33.46	51.86	41.35
全部债务资本化比率(%)	44.40	54.87	68.79	64.45
资产负债率(%)	53.72	60.29	71.81	68.37
流动比率(%)	154.29	149.81	123.98	124.73
速动比率(%)	118.92	132.77	107.46	107.23
经营现金流动负债比(%)	-7.21	26.00	0.78	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.71	3.90	1.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.20	5.11	10.74	--

注：2016 年财务数据采用 2017 年年报期初数；2018 年一季度财务数据未经审计；其他应付款及其他流动负债中的有息债务已计入短期债务及相关指标；长期应付款及其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务及相关指标；现金类资产已剔除受限货币资金。

附件 3 主要财务指标的计算公式(新准则)

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

级别设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变