

信用等级公告

联合[2011] 248 号

联合资信评估有限公司通过对正大（中国）投资有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

正大（中国）投资有限公司
主体长期信用等级为
AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年四月一日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与正大（中国）投资有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与正大（中国）投资有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因正大（中国）投资有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由正大（中国）投资有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、正大（中国）投资有限公司主体长期信用等级自 2011 年 4 月 1 日至 2012 年 3 月 31 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。

联合资信评估有限公司

二零一一年四月一日



正大（中国）投资有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：AA⁻
评级展望：稳定
评级时间：2011 年 4 月 1 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 9 月
资产总额(亿元)	45.58	54.49	72.12	57.66
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	15.40	19.72	25.96	27.82
长期债务(亿元)	0.34	0.26	0.76	0.56
全部债务(亿元)	16.22	19.10	24.41	17.53
营业收入(亿元)	83.00	117.72	149.03	114.99
利润总额(亿元)	1.95	4.07	5.90	4.71
EBITDA(亿元)	3.79	6.73	8.83	--
营业利润率(%)	11.70	12.96	14.17	13.53
净资产收益率(%)	10.10	17.33	18.32	--
资产负债率(%)	66.21	63.81	64.01	51.75
全部债务资本化比率(%)	51.30	49.19	48.46	38.66
流动比率(%)	113.67	119.46	117.73	137.71
全部债务/EBITDA(倍)	4.28	2.84	2.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.02	4.50	6.67	--

注：2010 年 1~9 月报表未审计。

分析师

王 健 于浩洋
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）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下称“联合资信”）对正大（中国）投资有限公司（以下称“公司”）的评级反映了公司作为中国主要的饲料生产企业之一，在产品结构、技术水平、品牌影响力、盈利能力等方面的优势；联合资信也同时关注到原料价格波动、动物疾病发生等因素对饲料行业的影响，以及债务结构不合理、关联交易规模大等因素对公司信用水平产生的不利影响。

未来，公司将在巩固其他饲料品种的同时，大力提升核心产品（猪料）的市场份额，并计划将其产能扩大，有助于公司的收入和利润规模的平稳增长；联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 中国庞大的肉食、蛋禽、乳品消费规模，以及规模化养殖方式所占比重的提高，决定了中国饲料行业良好的发展前景。
2. 公司是中国主要的饲料生产企业之一，产能规模大，产品结构丰富，研发实力强。
3. 公司信息收集能力强，能够把握原料价格的变化趋势，集中采购有利于成本控制。
4. 公司饲料产品外部销售全部实行现金销售；且未来资本支出规模小。
5. 公司拥有强大的股东背景及品牌影响力，有利于市场竞争。

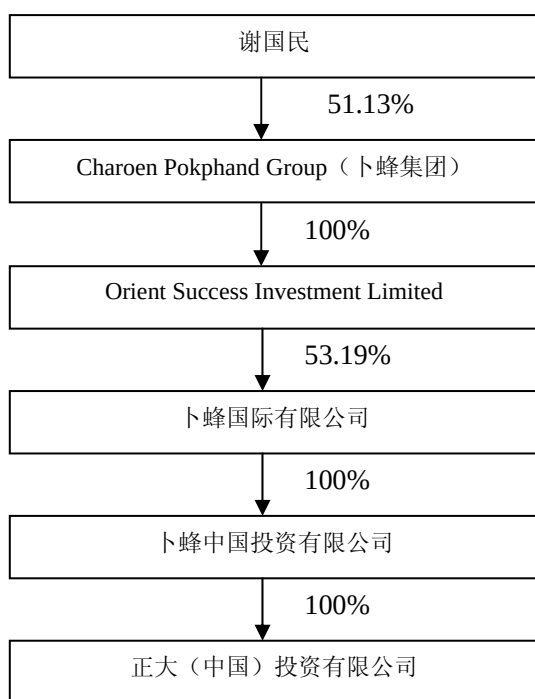
关注

1. 饲料行业易受原料价格波动、食品安全、动物疾病等因素的影响，具有一定波动性。
2. 公司与关联企业存在大量的关联交易。
3. 公司其他应收款和存货占比较大。
4. 公司债务结构不合理，短期有息债务所占比重较大。

一、主体概况

正大（中国）投资有限公司（以下称“公司”）由卜蜂国际有限公司于1996年3月发起设立；经过多次注册资本变化和股东变化，至2009年底，公司注册资本19669.53万美元（实收资本15969.53万美元）；公司性质为有限责任公司（外商投资），唯一出资人为卜蜂中国投资有限公司，公司最终控制人为泰籍自然人谢国民。

图1 公司股权结构图



资料来源：公司提供。

公司经营范围包括：在农业、牧业及农牧产品加工领域进行投资，受公司所投资企业的书面委托，协助其采购、销售、招聘、市场推广、技术培训、仓储；从事新产品及高新技术的研究开发、转让等。

截至2009年底，公司纳入合并报表范围的一级子公司共58家，其中直接控股及间接控股子公司54家，与其他关联方共同控制子公司4家，合计拥有饲料生产加工能力800万吨/年；本部设有财务、生产、原料采购、饲料技术、贸易、战略规模、市场、人力资源等13

个职能部门。

截至2009年底，公司（合并）资产总额72.12亿元，所有者权益25.96亿元（含少数股东权益5.28亿元）；2009年公司实现营业收入149.03亿元，利润总额5.90亿元。

截至2010年9月底，公司（合并）资产总额57.66亿元，所有者权益27.82亿元（含少数股东权益5.01亿元）；2010年1~9月，公司实现营业收入114.99亿元，利润总额4.71亿元。

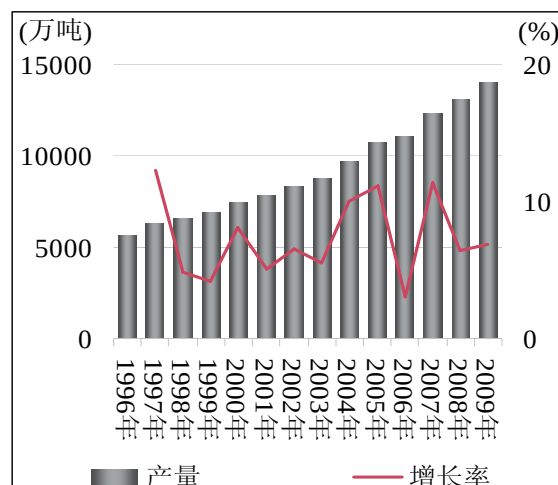
公司注册地址：北京市建国站内大街7号光华长安大厦12楼；法定代表人：谢国民。

二、行业分析

饲料行业是连接种植业与养殖业的中间行业，也是衡量一个国家农牧业综合实力的重要指标之一。

中国饲料产品产量从1980年的100多万吨到2009年的约1.4亿吨，增长了100多倍；其中最近10年，中国饲料产量总产量持续上升，但增幅下降且波动加大。

图2 中国饲料产品产量走势

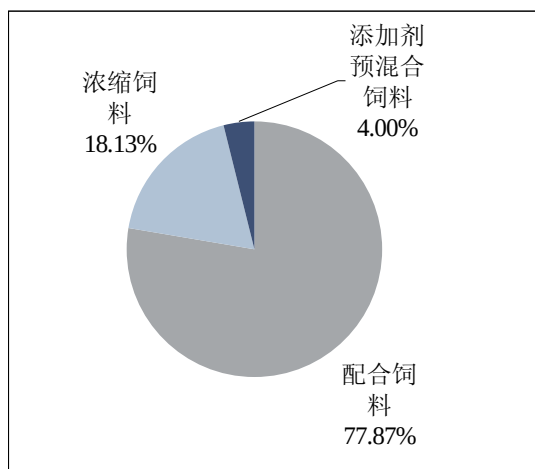


资料来源：中国畜牧业协会、中国饲料工业协会

根据中国饲料工业协会的统计，2009年中国饲料总产量约1.4亿吨，已是自2005年起连续5年超过亿吨，并连续19年居于世界第二位；饲料产量结构与2006~2008年相比没有

明显变化。

图3 2009年中国饲料产品结构



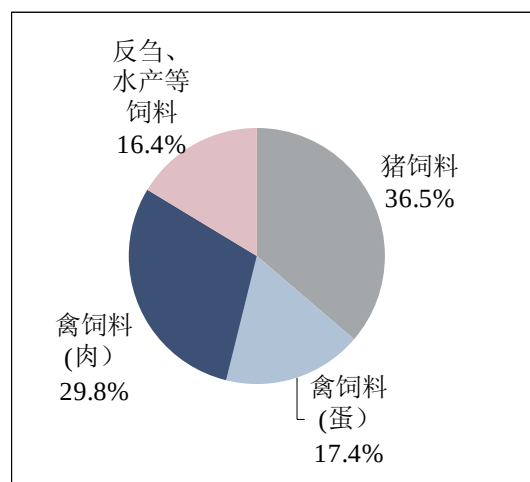
资料来源：中国畜牧业协会、中国饲料工业协会

2008 起国家对生猪养殖的补贴、保险等扶持政策，以及促进标准化规模养殖政策的出台使生猪存栏量明显回升，从而拉动了猪饲料的需求增长，2009 年猪饲料产量增幅较为明显。2010 年起猪肉价格下滑打击了养殖户的积极性，且原材料价格上升，许多养殖户出现亏损，大量出售生猪，并捕杀母猪，导致生猪存栏量连续 5 个月下降，截至 6 月底生猪存栏量较年初减少 7% 左右，但由于存栏基数大于同期，2010 年上半年饲料产量继续保持增长，但增幅有所放缓。为稳定猪肉价格政府再次加大了国家临时收储猪肉的力度，期间先后 5 次启动临时收储，受此影响猪肉价格回调。2009 年蛋类产品价格相对高位运行导致需求不旺，禽（蛋类）存栏量下降；而禽（肉类）产品因替代效应出现出栏量增长；并最终导致禽类饲料有增有减，总体保持平稳。2009 年以来乳制品行业全面恢复，水产价格整体回升，反刍类和水产类动物养殖量增加，此类饲料产量同比出现较快增长。

经过多年的发展，中国的肉、蛋、禽、乳制品、水产品生产与需求结构已趋于相对稳定，相应的中国饲料产品结构也保持相对稳定。尽管 2009 年不同动物的饲料需求增幅不一，但其生产构成与 2006~2008 年的生产结

构相比无重大区别。

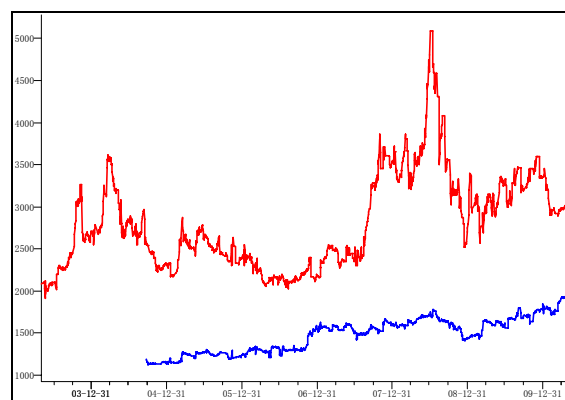
图4 2009年中国饲料按饲养对象分类



资料来源：中国畜牧业协会、中国饲料工业协会

饲料生产成本中约 80% 集中于玉米和豆粕等原料。2007 年，玉米和豆粕的价格出现了大幅上涨，2008 年 7 月玉米和豆粕价格均达到近年来的最高点。2008 年下半年起，原材料价格回落，饲料生产企业成本压力有所缓解。2009 年下半年起除豆粕外原材料价格同比出现持续上扬。农作物生产具有季节性，同时作为全球性大宗商品、战略物资和主要的期货交易品种，价格变化的影响因素较多。玉米和豆粕产品价格因此具有较大的波动性，原料价格的变化对饲料加工企业的原料成本控制能力提出了较高的要求。

图5 玉米和豆粕主力期货合约价格走势

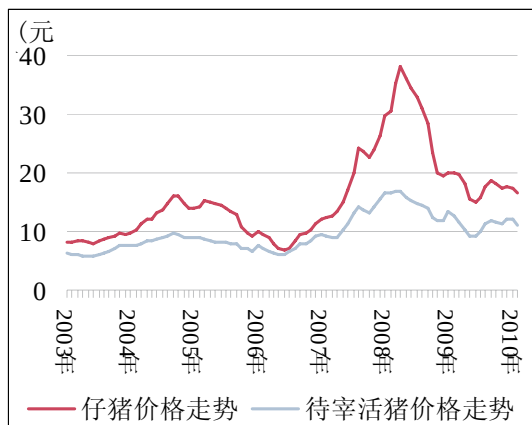


资料来源：WIND 资讯（上为豆粕、下为玉米）；大连商品交易所。

除受原料成本影响明显外，饲料行业的经

济效益也明显受到牲畜、家禽价格和存栏量等因素的影响。尽管在相关政策的支持下，中国规模化养殖的比重不断提高，但目前散养方式仍然占有较大比重，这一特征决定了上述因素的预测性不强，同时动物性疾病的频繁爆发和严重破坏性也导致了牲畜、家禽价格的频繁波动和存栏量的异常变化，并进而对饲料的需求变化产生影响。

图6 中国仔猪和待宰活猪价格走势



资料来源：中国畜牧业协会、中国饲料工业协会

中国饲料行业进入壁垒较低，市场化程度高，企业数量众多，竞争激烈。饲料行业整体上属于简单加工行业，行业特征决定了饲料生产的利润率相对较低。

在饲料行业总体盈利能力较弱的状况下，饲料企业主要通过提升内部管理、扩大产销规模等措施，以保持相应的竞争能力。而更有效的措施，则是大型企业积极探索的产业链向下游养殖行业的延伸，不仅可以更迅速的掌握市场环境的变化，而且可以平衡不同行业对企业运营效益的影响。经过多年的竞争和发展，中国饲料行业已逐步形成一批具有明显竞争优势和规模效益的大型饲料企业集团。大型饲料企业集团的不断发展壮大，有助于中国饲料行业资源整合和行业集中度的提高。

由于饲料产品具有保质期短、运输成本高的特点，饲料企业的运营受到一定的销售半径限制。饲料企业提高市场占有率的措施，主要是通过增加布点数量，提高产品覆盖面积。大

型饲料企业集团由于存在其品牌影响力和资金实力，在竞争中会占有较为明显的优势。这使得全国范围内饲料行业的竞争主要集中在部分规模较大的全国性饲料企业之间，而各区域内的竞争则体现为本地中小企业与全国性饲料企业集团在当地设立的饲料加工企业之间的竞争。

短期运行中，饲料行业受多种因素的影响而具有波动性；但中国的人口基础决定了肉食、禽蛋、乳品等庞大的消费规模，特别是农村收入的提高将继续带动此类产品的消费增长；同时，规模化养殖方式不断普及，在总饲养量中所占比重不断提高；上述市场环境决定了中国饲料行业长期而相对稳定的发展。

三、基础素质分析

1. 规模与实力

截至2009年底，公司拥有58家饲料加工企业，合计拥有约800万吨/年的饲料生产加工能力，2009年公司实际生产饲料473万吨。

2006至2009年，公司先后获得中国畜牧业协会和中国饲料工业协会授予的“全国畜牧业行业优秀企业”、“全国50强饲料企业”等荣誉称号；公司生产的正大牌猪饲料、禽饲料和水产饲料先后被国家质量监督检验检疫总局授予中国名牌产品称号。

2005年以来，公司也被各类杂志等机构先后授予“影响中国改革十大外资企业”“最受消费者信赖的农产品品牌”、“中国农经产业标杆企业”、“全面小康与新农村建设中国十大贡献企业”等称号。

同时，公司曾先后成为中国质量检验协会团体会员单位、中国饲料工业协会第五届理事会副会长单位、中国粮食商业协会副会长单位等。

总体上，公司饲料生产能力强，规模竞争力强；同时，公司拥有强大的品牌效应，社会影响力大。

2. 人员素质

目前公司拥有主要高级管理人员 6 人，平均年龄 52 岁，均具有经营农牧企业或饲料技术等方面的资深经验。

公司董事长谢国民，1939 年出生于泰国，先后任泰国卜蜂集团总裁，亚讯有限公司董事长、德富泰银行有限公司董事长等职。

1990 年以来，在泰国，谢国民曾先后任泰国立法会议员、上议院议员、泰国农业部部长和财政部部长顾问等众多社会职务；在中国，曾先后任中国外商投资企业协会高级顾问、山东省经济咨询顾问、武汉市人民政府国际咨询顾问、陕西省人民政府国际高级经济顾问、中国侨商企业协会会长等众多社会职务。

因其丰富的经验和卓越的贡献，谢国民被泰国政府、国际机构以及中国相关部门和机构授予了大量的荣誉。

总体上，公司高层人员管理和行业从业经验丰富，综合素质高，完全可以满足公司经营管理的需要。

3. 股东背景

卜蜂集团（Charoen Pokphand Group）由泰籍华人谢易初、谢少飞兄弟于 1921 年在泰国曼谷创建，在中国称作正大集团（非法律注册名称，仅为管理需要设立的名称）。

经过近 90 年的发展，正大集团成为亚洲最大的农牧食品跨国企业集团，业务涉及农牧、水产、种子、食品、石油化工、摩托车、房地产、医药、零售、金融、国际贸易等多个行业，业务区域分布在泰国、中国、印尼、新加坡、香港、台湾、马来西亚、美国、土耳其、印度、越南等 10 多个国家和地区。

正大集团在中国投资企业超过 200 家，总投资额超过 50 亿美元，涉及农牧食品、商业零售、工业、药业、房地产、传媒、金融业等，年销售额超过 600 亿元人民币。

公司强大的股东背景有利于公司在中国的发展。

四、管理分析

根据公司章程，董事会是公司的最高权力机构，决定与公司相关的一切重大问题。目前董事会成员 7 人，全部由股东单位委任，其中设董事长 1 人，副董事长 4 人，外部董事 2 人。

公司本部除原料采购业务外，无其他生产经营业务，生产业务全部由下属饲料加工厂负责具体运营。

为实现饲料厂的生产宗旨，公司建立有饲料厂生产控制体系。此体系明确了饲料厂的组织结构设置及各部门职责，并对生产计划、生产工艺、原料库、设备备件、粉碎作业、制粒作业、膨化作业、包装作业、中控室作业等涉及饲料厂的所有方面均制定了相关的制度或规程。

为保障生产的安全性，公司制订有饲料生产安全手册，并在各饲料厂设有安全委员会，对涉及安全的明火作业、密闭处所作业、高空作业、锅炉作业等众多方面进行了详细规定，并制定有相关的应急预案。

财务管理方面，公司制订有完备的各类管理制度，明确了相关细则、程序和方法，可以满足正常财务管理的需要。为保证资金安全，公司制定有货币资金管理制度，并有内部审计的监督检查，同时对下属企业的财务人员进行直接管控。

总体上，公司自身具备较为完备的管理制度体系，能够保证生产经营的顺利运行；同时，公司股东作为具有长期经营历史的大型跨国企业集团具有科学的管理方式和丰富的管理经验，有利于公司管理效率的提升；公司管理风险低。

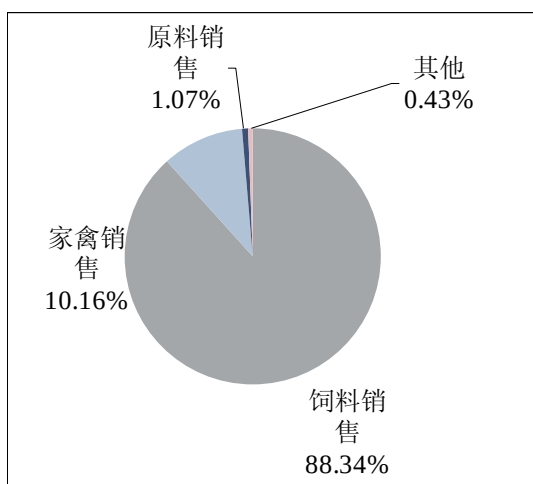
五、经营分析

公司主营业务包括饲料、家禽、水产的生产销售等，其他业务包括畜产品销售业务、一天赚钱业务等。2007~2009 年，公司主营业务

收入年均复合增长 32.64%，增长主要是受报表合并范围增加的影响；收入结构未有明显变化，2009 年主营业务收入结构见图 7。

2010 年公司对所属业务进行了重组，主营业务中的家禽、水产、兽药销售等非饲料业务全部剥离至正大集团在中国的其他企业中；因此，2010 年起公司的主营业务收入结构将发生一定变化。2010 年 1~9 月，公司主营业务收入中，饲料业务占比为 95.05%；由于非饲料业务属于逐步剥离，所以一季度仍有少量的收入来自家禽、水产养殖等非饲料业务，但自 2010 年第二季度起，已无此类业务收入。

图 7 2009 年公司主营业务收入构成



资料来源：根据公司审计报告整理。

1. 饲料业务

原料采购

公司饲料生产所需主要原料为玉米、豆粕和鱼粉等，其中又以玉米、豆粕为核心。

中国是农业大国，玉米、大豆等农作物的种植面积大，且中国粮食已连续多年丰收；同时，玉米、大豆为全球性大宗商品，粮食贸易业和流通业规模大；因此，公司所需的原料供应具有相当的充足性，除非发生极端情况，公司原料采购不会出现中断的情况。

公司本部对所属饲料企业所需的玉米、豆粕、鱼粉等原料实行统一采购的模式，减少了中间环节，有利于原料成本的控制。

公司采购的主要原料均来自国内供应商，部分原料依赖国外进口；公司原料供应商较为分散，前十大供应商的供应比例约为 20%。其中，玉米主要采购于中谷集团上海粮油有限公司、中粮粮油有限公司等，豆粕主要采购于重庆新涪食品有限公司、大海粮油工业（防城港）有限公司、秦皇岛金海粮油工业有限公司等。

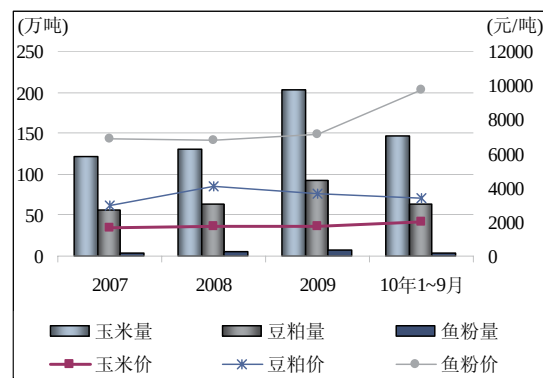
玉米、大豆等农作物价格易受天气、生物能源产业政策等因素的影响；同时玉米、豆粕作为全球农产品期货的主要品种，又具有一定的金融衍生性，易受各类投资或投机资金变化的影响；因此，玉米和豆粕价格变化较为频繁，且在一定时间内具有较大的波动性。

公司具有强大的信息收集能力，可以从种植面积的变化开始监控，并分析天气因素、进出口形势变化，以及借助各类机构的信息，对价格走势进行判断，确定采购时机及采购价格。同时，公司对部分原料与相关供应商进行远期交易，可以锁定未来一段时间的价格，不致因市场行情的变化影响到采购价格的变化。

由于正大集团在中国的饲料生产企业仍有少部分未纳入公司范围，但公司本部的原料采购业务仍然为其服务，因此在此业务上存在一定的关联交易。

总体上，公司饲料生产所需原料供应充足，集中采购及相关措施有利于原料采购价格的控制。

图 8 近年公司主要原料采购情况



资料来源：根据公司提供数据整理。

饲料生产

公司饲料生产全部由下属企业承担具体运营，公司所属饲料企业分布于四川、重庆、江苏、湖北、湖南、安徽、河南、河北、山东等 20 多个省份和直辖市。

饲料生产设备主要包括粉碎机、制料机、混合机、熟化机、锅炉等，公司所属饲料企业均建有标准化生产车间，主要生产企业全套引进了世界一流的自动化生产设备，生产过程由电脑自动调控，可以保障终端产品能够真实反映配方的技术水平。

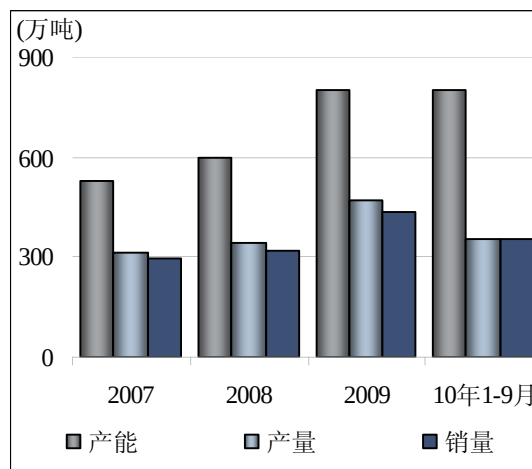
随着正大集团在中国业务的整合，正大集团在中国的饲料业务逐步划转至公司（目前正大集团在中国的饲料业务还有三家饲料生产企业未划入公司范围内），公司下属饲料企业因此逐年增长，由 2007 年的 34 家增加到 2009 年的 58 家，饲料产能和实际产量也因此快速增长（图 9）。

公司饲料产品可以分为猪、鸡、鱼、牛、羊等系列品种。为保障产品的高品质，公司不断对产品配方进行改进，并将产品应用于养殖业务（现已剥离至关联公司）进行实地研究，积累实验数据，使公司产品配方更趋科学化和经济化。目前，公司拥有各类饲料配方上千种，可以根据禽畜不同生长时期的营养需求，生产出上百种规格的饲料产品。

为提升公司整体经济效益，近年公司对产品结构进行了逐步调整，有意识地提高猪料、水产饲料的产品比重。根据公司实际销售数据的统计，猪饲料和水产料所占比重分别由 2007 年的 28%、8% 上升至 2010 年前三季度的 37%、11%；禽料所占比重则由 2007 年的 59% 下降至 2010 年 9 月底的 46%。

总体上，公司饲料产品生产规模大，产品配方齐全，产品结构不断调整，生产过程有序进行，可以满足市场需求。

图 9 近年公司饲料产能和产销量变化



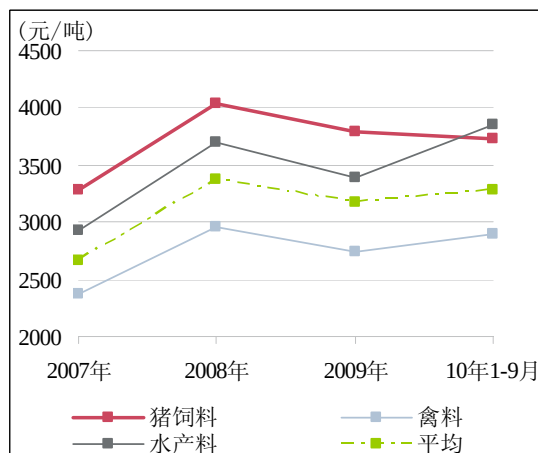
资料来源：根据公司提供数据整理。

饲料销售

公司饲料产品销售全部由下属饲料生产企业负责，由于饲料总体上属于附加值较低的产品，考虑到运输因素，饲料产品销售存在一定的区域限制。

由于公司所属饲料生产企业地域分布比较分散，各企业的销售活动存在一定的差异性，但销售模式主要包括通过经销商经销和直销两种，其中又以经销商销售为主。

图 10 近年公司饲料销售价格变化



资料来源：根据公司提供数据整理。

公司饲料产品的定价基本是按照原料价格进行成本核算，由销售部门提出定价建议，在经过饲料生产企业内部各级审核后，报地区主管负责人审批，同意后即可执行。近年，公

司饲料产品的实际售价受原料价格影响，存在一定的波动。目前，公司饲料产品的销售运输全部实行客户自提的方式，货款全部以现金结算，不存在赊销情况。

公司饲料业务的客户开拓方式，与中国其他大型饲料生产企业基本相同，主要通过提供各类技术服务、品牌宣传、以及建立示范户、召开推广会等活动，对养殖户进行营销。近年，公司饲料业务客户的流失率在 10% 左右，但新客户的开拓量超过流失量，客户总量整体上处于增加状态；截至 2009 年底，公司拥有各类销售网点 2.25 万个，其中专销网点 1.85 万个、直销网点 0.39 万个。

为保证销售利润，公司执行“多赚多销、少赚少销、不赚不销”的方针，根据市场情况综合把握销量、利润和市场份额之间的平衡，并对饲料新品或核心产品进行强力宣传和营销，以扩大销售规模。

另外，公司原存在较大量的家禽及畜产品养殖业务，此类业务消耗了一定量的饲料产品；养殖业务剥离后，关联公司仍会向公司采购同样的饲料产品，因此，公司与关联方在产品销售方面存在一定的关联交易；预计 2010 年将有 30 家饲料生产企业与关联方发生销售业务，销售规模在 20 亿元以上。

总体上，公司饲料产品销售由生产企业自主进行，但销售模式基本一致；公司既定销售政策的执行保证了货款的迅速回收和利润稳定性。

2. 非饲料业务

(1) 养殖业务

2007~2009 年，公司除饲料业务外，还包括禽畜、水产等养殖业务以及兽药销售等服务业务，其中又以禽畜养殖为重点。

公司家禽、家畜养殖采用“公司+农户”的模式，其中约 30% 的养殖量由公司自身进行，约 70% 由合作农户实施。农户饲养模式为：公司统一提供饲料、药品和相关服务，农户按

照公司要求的标准进行饲养，禽畜成年后由公司统一收购。2008 年~2009 年公司禽畜销售分别实现收入 14.18 亿元和 14.83 亿元。

2010 年一季度，包括家禽在内的各类养殖业务已基本剥离至正大集团在中国的其他企业中；因此 2010 年前三季度，公司禽畜销售仅为 0.79 亿元。

(2) 一天赚钱业务

一天赚钱业务是指，公司所属子公司通过收购当地土特产等产品，并将其销售给易初莲花（正大集团在中国的连锁超市）的业务。

2007~2009 年，公司一天赚钱业务量逐年增长，收入从 3920 万元增长至 10015 万元；但盈利能力很弱，多处于小幅亏损状态。

3. 经营效率

2007~2008 年，公司销售债权、存货和总资产周转次数均有不同程度的提高，平均值分别为 129.07 次、10.47 次和 2.11 次。

2009 年公司应收账款和存货的大幅增长导致销售债权和存货的周转次数较 2008 年有明显下降，分别为 80.49 次和 10.14 次；总资产周转次数保持稳定，为 2.35 次。

总体上，尽管 2009 年部分周转率指标明显下滑，但仍属良好水平；公司整体经营效率表现良好。

4. 未来发展

未来，公司将加大核心产品“猪三宝”（代乳宝、乳猪宝、仔猪宝）的推广力度，计划目标销售量达到 200 万吨；代乳宝和乳猪宝的市场占有率计划在 2011 年达到 30%。同时，公司也将进一步巩固和发展在其他饲料品种的传统优势。

为保证预定目标的实现，公司确立了“做强现有渠道，提升单点效率，消灭空白市场，扩大网络覆盖”的战略方针；并将在未来三年内计划投资 11.03 亿元用以扩张产能，以保证市场开拓需求；其中，2010 年计划投资 3.03

亿，2011 年计划投资 4.54 亿，2012 年计划投资 3.46 亿。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2007~2009 年财务报表已经北京高商万达会计师事务所有限公司审计，并由其出具了标准无保留意见的审计结论；2010 年 1~9 月报表未经审计。

2007~2009 年，公司执行企业会计制度，会计政策无变化，无会计估计变更和重大会计差错更正。因业务重组，公司合并范围变化大，报表连续可比性弱。

截至 2009 年底，公司（合并）资产总额 72.12 亿元，所有者权益 25.96 亿元（含少数股东权益 5.28 亿元）；2009 年公司实现营业收入 149.03 亿元，利润总额 5.90 亿元。

截至 2010 年 9 月底，公司（合并）资产总额 57.66 亿元，所有者权益 27.82 亿元；2010 年 1~9 月，公司实现营业收入 114.99 亿元，利润总额 4.71 亿元。

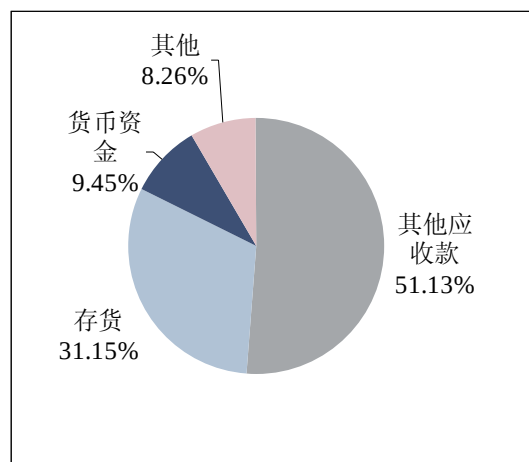
2. 资产质量

受合并范围增加以及经营盈利等因素影响，公司资产总额大幅增长，至 2009 年底为 72.12 亿元；公司资产结构保持稳定，2009 年底流动资产和非流动资产分别占比 72.77%和 27.23%。

公司流动资产集中于其他应收款、存货和货币资金；其中，存货主要为玉米、豆粕等原料以及饲料成品；其他应收款主要是公司与关联方的往来借款，账龄集中在 2 年以内，债务人主要是黑龙江正大实业有限公司、佳木斯正大有限公司等。其他应收款在流动资产中所占比重过大，流动资产结构不合理。

公司非流动资产以固定资产和长期股权投资为主，2009 年底两者分别占非流动资产的 68.08%和 16.87%。

图 10 2009 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理。

公司固定资产中，房屋建筑物和机器设备分别占 55.17%和 34.31%，平均成新率分别为 48.50%和 25.35%。

公司长期股权投资主要是对子公司以及对参股公司淮安正大有限公司和正大奇士特快餐有限公司投资产生的股权投资差额。

公司其他类非流动资产主要是各类饲料厂和养殖场新建所产生的在建工程，以及土地使用权等。

2010 年 1~9 月，公司与关联方往来的减少使公司资产总额有所下降，至 2010 年 9 月底为 57.66 亿元，资产构成没有明显变化。

总体上，公司资产总额大幅增长，资产结构保持稳定；但流动资产结构不合理，固定资产成新率偏低；整体资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

2007~2009 年，公司负债总额大幅增长，至 2009 年底为 46.16 亿元；负债结构没有明显变化，2009 年底流动负债和非流动负债分别占 96.57%和 3.43%。

公司流动负债以短期借款、应付账款和其他应付款为主；应付账款为应付原料采购款，其他应付款主要是与股东及关联企业的往来借款。公司非流动负债主要是长期借款以及应付的拆迁补偿款等专项应付款。

2007~2009 年,公司合并范围变化及盈利增加,所有者权益总额大幅增长,但所有者权益结构保持稳定;2009 年底,归属于母公司的所有者权益 20.68 亿元,其中实收资本、资本公积分别占 59.55%和 20.80%。

2007~2009 年,公司负债水平相对稳定,2009 年底资产负债率为 64.01%;债务负担略有下降,2009 年底全部债务资本化比率为 48.46%;由于公司有息债务集中于短期,公司长期债务资本化比率仅为 2.84%。

2010 年 1~9 月,公司偿付了与关联方的大量其他应付款,负债总额有所下降,资产负债率下降至 51.75%;同时由于短期借款的减少,公司债务负担有所下降,2010 年 9 月底,公司全部债务资本化比率下降至 38.66%。同期公司进行了利润分配,但当期盈利也增加了未分配利润,所有者权益总额略有增长;与上年底相比,公司负债结构及权益构成无重大变化。

总体上,公司负债水平正常,所有者权益稳定性较好;债务结构不合理,短期债务所占比重高。

4. 盈利能力

随着合并范围变化,以及饲料产品结构的调整,公司整体毛利率水平逐年提升;公司营业利润率由 2007 年的 11.70%逐步上升至 2009 年的 14.17%。

分产品看,猪饲料毛利率由 2007 年的 14.8%上升至 17.6%,禽饲料毛利率由 8.7%上升至 10.7%,但水产料毛利率近年有所下滑,至 2009 年为 10.7%。

公司销售费用和管理费用近年较快增长,但与营业收入相比,仍保持相对稳定的比例关系。营业外收支等非经常性损益对公司利润的贡献程度小;公司利润主要来源于饲料等主营业务。

合并范围的扩大,以及产品结构调整带来的毛利率提升,促使利润总额大幅增长,并引起净资产收益率的快速上升,2009 年为

18.32%。

2010 年 1~9 月,公司经营保持稳定,营业收入和利润总额分别实现 114.99 亿元和 4.71 亿元,占上年全年的 77.16%和 79.79%;但受玉米等原料价格上涨影响,公司营业利润率较 2009 年全年水平略有下降,实现 13.53%,下降不足 1 个百分点。

总体上,公司产品毛利率近年有所提升,综合盈利能力较好;但公司盈利能力的提升空间在较大程度上受到行业特点以及原料价格波动的限制。

5. 偿债能力

2007~2009 年,公司流动比率和速动比率指标保持相对稳定,2009 年分别为 117.73%和 81.06%;2010 年 9 月底,指标有所提高,分别为 137.71%和 93.86%。

2007~2009 年,公司营业收入规模快速扩大,但经营活动产生的现金净额有所波动,同时短期债务总额快速增长,经营现金流动负债比指标有所下降,三年平均值为 9.14%,2009 年为 9.06%。

公司盈利增加和固定资产规模扩大引起的折旧增加使 EBITDA 大幅增长,EBITDA 利息倍数由 2007 年的 4.02 倍上升至 6.67 倍;全部债务/EBITDA 倍数由 2007 年的 4.28 倍下降至 2009 年的 2.76 倍。

同时考虑到公司较大的经营规模,以及未来较少的资本支出,公司整体偿债能力正常。

截至 2010 年 9 月底,公司累计获得的授信额度人民币合计 140651.29 万元,美元合计 15311.84 万美元。未使用额度人民币合计 58950.00 万元,美元合计 1752.70 万元。

截至 2010 年 9 月底,公司对外担保总额为 1.31 亿元,被担保方均为公司关联方。

七、综合评价

中国的人口基础决定了肉食、禽蛋、乳品

等庞大的消费规模，特别是规模化养殖比重在食品安全等因素影响下处于逐步提高状态，这一市场环境决定了中国饲料行业长期而相对稳定的发展。

公司是中国主要的饲料生产企业之一，近年随着正大集团在中国饲料业务的整合，公司饲料生产能力和产销规模大幅提升。公司强大的信息收集能力可以较好地把握原料价格的变化趋势，集中采购行为有利于成本控制；同时，公司生产管理的标准化、配方的科学性、技术服务的普及性以及强大的品牌效应，保证了生产销售的稳定性。

总体上，公司主体长期信用风险较低。

附件 1 合并资产负债表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动资产:					
货币资金	33824.64	49214.88	49624.64	21.12	55257.01
应收票据	149.80	543.75	3218.48	363.52	4212.66
应收账款	7473.16	8707.06	24559.62	81.28	40881.26
预付款项	13259.21	7363.61	14368.99	4.10	3906.89
其他应收款	195790.59	256643.69	268385.32	17.08	155171.36
存货	87193.15	88716.27	163511.14	36.94	122219.63
待摊费用	854.05				
一年内到期的非流动资产					87.31
其他流动资产		856.71	1188.31		2052.07
流动资产合计	338544.60	412045.95	524856.50	24.51	383788.19
非流动资产:					
长期股权投资	15398.39	14020.17	33137.05	46.70	33137.05
固定资产	89247.14	102545.06	133689.65	22.39	125811.16
在建工程	3273.31	3593.01	10855.04	82.11	14076.76
工程物资	116.18	884.94	72.94	-20.77	28.02
固定资产清理	7.92	1.38	2647.97	1729.03	2646.45
无形资产	8283.57	9474.81	12793.40	24.28	13637.51
合并价差		1032.65	1257.38		1257.38
长期待摊费用	952.90	1330.76	1927.67	42.23	2216.83
非流动资产合计	117279.40	132882.79	196381.10	29.40	192811.17
资产总计	455824.00	544928.74	721237.59	25.79	576599.36
流动负债:					
短期借款	158222.87	187448.14	225460.08	19.37	168232.13
应付票据	550.00	964.50	11020.75	347.64	321.00
应付账款	52274.70	29533.39	63205.10	9.96	50653.82
预收款项	3284.20	2867.36	3424.02	2.11	7531.86
应付职工薪酬	7380.42	8366.11	10459.23	19.04	8241.74
应交税费	1469.95	2636.84	3111.49	45.49	5809.49
应付利息					686.89
应付股利	893.37	1238.83	5323.14	144.10	2756.67
其他应付款	64117.19	97975.53	103510.86	27.06	8371.66
其他应交款	423.13			-100.00	
预提费用	9227.89			-100.00	
一年内到期的非流动负债					1238.86
其他流动负债		13885.25	20287.49		24841.39
流动负债合计	297843.73	344915.94	445802.17	22.34	278685.52
非流动负债:					
长期借款	3448.82	2550.00	7600.00	48.45	5550.00
长期应付款	504.60	245.40	189.52	-38.72	
专项应付款			8047.00		14166.94
非流动负债合计	3953.42	2795.40	15836.52	100.14	19716.94
负债合计	301797.15	347711.34	461638.69	23.68	298402.46
所有者权益:					
实收资本(或股本)	112537.94	112537.94	123173.69	4.62	123173.69
资本公积	32380.40	39510.89	43028.74	15.28	42255.22
盈余公积	2713.19	19710.97	20809.25	176.94	25878.18
未分配利润	-11343.33	3457.32	19814.64		37197.20
未确认投资损失					-450.14
归属于母公司权益合计	136288.21	175217.13	206826.31	23.19	228054.15
少数股东权益	17738.65	22000.27	52772.60	72.48	50142.75
所有者权益合计	154026.86	197217.40	259598.91	29.82	278196.90
负债和所有者权益总计	455824.00	544928.74	721237.59	25.79	576599.36

附件 2-1 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	项 目	2007 年
一、主营业务收入	830022.28	加: 投资收益	-2344.40
减: 主营业务成本	732880.13	补贴收入	540.70
主营业务税金及附加	0.00	营业外收入	282.32
二、主营业务利润	97142.15	减: 营业外支出	762.92
加: 其他业务利润	1719.52	四、利润总额	19528.41
减: 营业费用	30180.20	减: 所得税费用	3967.85
管理费用	42981.50	少数股东损益	6405.43
财务费用	3887.26		
三、营业利润	21812.71	五、净利润	9155.12

附件 2-2 合并利润表

(单位：人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年 1~9 月
一、营业收入	1177170.33	1490250.74	1149926.72
减：营业成本	1024530.30	1279133.29	994374.89
营业税金及附加	92.06		12.95
销售费用	42391.71	61656.29	48799.28
管理费用	61065.02	80187.98	56835.00
财务费用	7777.77	11598.73	5939.58
加：公允价值变动收益			
投资收益	638.29	366.95	79.60
二、营业利润	41951.75	58041.40	44044.62
加：营业外收入	1119.58	1854.95	3548.63
减：营业外支出	2373.75	882.82	508.91
三、利润总额	40697.58	59013.53	47084.34
减：所得税费用	6521.17	11451.17	10855.70
加：未确认的投资损失			-83.69
四、净利润	34176.41	47562.36	36144.95
减：少数股东损益	11215.75	16997.92	6337.52
五、归属于母公司的净利润	22960.66	30564.44	29807.42

附件 3-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 1~9 月
一、经营活动产生的现金流量:				
销售商品、提供劳务收到的现金	844454.18	1166643.70	1481225.54	1142030.30
收到的税费返还	1230.05	565.15	257.49	246.32
收到其他与经营活动有关的现金	1804.59	193675.91	130790.76	258906.49
经营活动现金流入小计	847488.82	1360884.76	1612273.79	1401183.11
购买商品、接收劳务支付的现金	740580.91	1053142.68	1288294.05	984406.46
支付给职工以及为职工支付的现金	29273.54	52804.02	71575.34	56736.65
支付的各项税费	13157.93	15108.56	21413.65	17686.01
支付其他与经营活动有关的现金	30005.42	216456.99	190585.88	217200.45
经营活动产生的现金流出小计	813017.80	1337512.27	1571868.92	1276029.57
经营活动产生的现金流量净额	34471.02	23372.50	40404.87	125153.54
二、投资活动产生的现金流量:				
收回投资收到的现金	81.32	356.45	34.10	6536.57
取得投资收益收到的现金	28.89	650.33	131.45	192.03
处置固定、无形和其他资产收回的现金	8491.77	300.05	458.37	255.63
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	4.60	3065.04	9489.14
投资活动现金流入小计	8601.98	1311.43	3688.97	16473.38
购建固定、无形和其他资产支付的现金	9815.88	15486.85	20434.72	16029.60
投资支付的现金	0.00	3528.73	44587.59	31451.99
支付其他与投资活动有关的现金	7.46	46.24	3000.00	
投资活动现金流出小计	9823.34	19061.82	68022.31	47481.59
投资活动产生的现金流量净额	-1221.36	-17750.39	-64333.35	-31008.21
三、筹资活动产生的现金流量:				
吸收投资收到的现金	6210.62	2970.16	11059.93	
取得借款收到的现金	243763.75	296410.48	390497.62	179963.97
收到其他与筹资活动有关的现金	2699.87	1241.61	5772.76	571.37
筹资活动现金流入小计	252674.24	300622.26	407330.31	180535.34
偿还债务支付的现金	249235.67	271861.06	365983.01	233961.16
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	28748.25	23884.54	23371.42	32879.11
支付其他与筹资活动有关的现金	49.65	508.33	609.84	2118.83
筹资活动现金流出小计	278033.57	296253.94	389964.27	268959.09
筹资活动产生的现金流量净额	-25359.33	4368.32	17366.04	-88423.75
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	2824.75	246.61	-174.25	-89.22
五、现金及现金等价物净增加额	10715.07	10237.04	-6736.69	5632.37

附件 3-2 合并现金流量表（补充资料）

（单位：人民币万元）

项 目	2007 年	2008 年	2009 年
1、将净利润调节为经营活动现金流量			
净利润	9155.12	22960.66	30564.44
加：少数股东损益	6405.43	11215.75	16997.92
减：本期未确认投资损失	0.00	0.00	0.00
加：计提的资产减值准备	25.04	178.34	77.50
固定资产折旧	8369.95	10479.54	14204.58
无形资产摊销	304.24	352.10	1184.53
长期待摊费用摊销	292.69	828.12	672.53
待摊费用的减少（减：增加）	-42.30	203.80	-43.11
预提费用的增加（减：减少）	4440.39	2390.64	2139.40
处置固定、无形和其他长期资产的损失	38.35	106.73	-29.36
固定资产报废损失	174.09	178.86	180.09
财务费用	5395.38	7777.77	13211.33
投资损失（减：收益）	2344.40	-638.29	1309.87
递延税款贷项（减：借项）			
存货的减少（减：增加）	-16761.22	16317.51	-47576.39
经营性应收项目的减少（减：增加）	-6620.15	-47798.01	165707.12
经营性应付项目的增加（减：减少）	21292.98	-1181.01	-158195.58
其他	-343.38	0.00	0.00
经营活动产生的现金流量净额	34471.02	23372.50	40404.87
2、不涉及现金收支的投资和筹资活动：			
债务转为资本			
一年内到期的可转换公司债券			
融资租入固定资产			
3、现金及现金等价物净增加情况：			
现金的期末余额	33824.64	49214.88	49624.64
减：现金的期初余额	23109.57	38977.84	56361.34
加：现金等价物的期末余额			
减：现金等价物的期初余额			
现金及现金等价物净增加额	10715.07	10237.04	-6736.69

附件 4 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	118.62	139.53	80.49	--
存货周转次数(次)	9.30	11.65	10.14	--
总资产周转次数(次)	1.87	2.35	2.35	--
盈利能力				
营业利润率 (%)	11.70	12.96	14.17	13.53
总资本收益率(%)	7.90	12.65	12.07	--
净资产收益率(%)	10.10	17.33	18.32	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	2.19	1.28	2.84	1.96
全部债务资本化比率(%)	51.30	49.19	48.46	38.66
资产负债率(%)	66.21	63.81	64.01	51.75
偿债能力				
流动比率(%)	113.67	119.46	117.73	137.71
速动比率(%)	84.39	93.74	81.06	93.86
经营现金流动负债比(%)	11.57	6.78	9.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.02	4.50	6.67	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.28	2.84	2.76	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.20	0.03	-0.10	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	3.52	0.38	-1.81	--

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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	营业收入/平均资产总额
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
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×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%
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/利息支出

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+一年内到期的长期(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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

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

联合资信评估有限公司关于 正大（中国）投资有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在正大（中国）投资有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

正大（中国）投资有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。正大（中国）投资有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注正大（中国）投资有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现正大（中国）投资有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如正大（中国）投资有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至正大（中国）投资有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如正大（中国）投资有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送正大（中国）投资有限公司、主管部门、交易机构等。

