信用等级公告

联合[2018] 786 号

联合资信评估有限公司通过对北京大北农科技集团股份有限公司主体长期信用状况及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持北京大北农科技集团股份有限公司的信用等级为AA^+，并维持“18大北农MTN001”的信用等级为AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年五月十七日

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
电话：（010）85679696
传真：（010）85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

北京大北农科技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：稳定
上次评级结果：AA^+　　评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 大北农 MTN001	6 亿元	2021/04/27	AA^+	AA^+

评级时间：2018 年 5 月 17 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	21.72	20.56	38.47	19.35
资产总额(亿元)	138.49	152.58	192.58	191.98
所有者权益(亿元)	92.59	100.28	117.67	120.03
短期债务(亿元)	16.00	22.01	33.10	35.47
长期债务(亿元)	4.99	4.99	5.00	5.00
全部债务(亿元)	20.99	27.00	38.10	40.47
营业收入(亿元)	160.98	168.41	187.42	46.01
利润总额(亿元)	8.65	11.18	15.73	2.27
EBITDA(亿元)	13.92	16.71	21.37	--
经营性净现金流(亿元)	12.99	6.42	7.15	-7.36
营业利润率(%)	24.27	24.69	23.91	21.50
净资产收益率(%)	7.65	9.33	11.20	--
资产负债率(%)	33.14	34.28	38.90	37.47
全部债务资本化比率(%)	18.48	21.22	24.46	25.21
流动比率(%)	189.39	166.74	134.41	128.40
经营现金流动负债比(%)	33.10	13.98	10.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.51	1.62	1.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.13	14.43	18.46	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计；
2.其他流动负债计入有息债务。

分析师

杨学慧　刘祎烜
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

北京大北农科技集团股份有限公司（以下简称“公司”）作为综合性农业科技企业，在行业地位、经营模式、技术水平、预混料和高端乳猪料市场占有率等方面具有显著优势。2017 年，公司资产及权益规模稳步增长，饲料产能不断提升，经营业绩持续向好，整体盈利能力强。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，玉米、豆粕等原材料价格波动大、养殖业疫情及周期性波动对饲料行业冲击明显、公司应收账款、存货增长快以及实际控制人股权质押比例高等因素对公司经营和信用水平可能带来的不利影响。

未来随着公司新增产能的不断释放，公司的市场竞争力有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定；并维持“18 大北农 MTN001”的信用等级为 AA^+。

优势

1. 作为综合性农业科技企业，跟踪期内公司产能规模持续增长，预混料和高端乳猪料市场占有率高，产品结构不断升级带动饲料产业毛利率处于行业前列，主业盈利能力强。
2. 2017 年，公司饲料业务运营良好，产销量稳定增长，规模猪场直销比例提升至 60%以上，带动公司收入和利润持续增长。
3. 公司 EBITDA 对“18 大北农 MTN001”覆盖程度高。

关注

1. 饲料行业受下游养殖业疫情影响显著，且主要原材料价格波动较大，易对公司经营业绩产生不利影响。
2. 跟踪期内，公司应收账款及存货增长快，对营运资金形成一定占用。

3. 公司对外担保规模较大，截至 2018 年 3 月底，对外担保余额 15.48 亿元，部分被担保企业经营亏损，公司存在一定的代偿风险。
4. 截至 2018 年 3 月底，实际控制人邵根伙先生持有公司股份 41.25%，所持股份的 92.42%已用于质押借款，股权质押比例高。

声　明

一、本报告引用的资料主要由北京大北农科技集团股份有限公司（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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

北京大北农科技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北京大北农科技集团股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

北京大北农科技集团股份有限公司（以下简称“公司”或“大北农”）前身为成立于1994年10月的北京大北农饲料科技有限责任公司（以下简称“大北农饲料”），2006年9月，经大北农饲料股东会决议，公司名称变更为北京大北农科技集团有限责任公司，同时公司原股东以现金方式同比例增加注册资本3410.58万元。2007年公司进行股份制改革，整体变更为股份有限公司，并更为现名。2010年3月29日，经中国证券监督管理委员会证监许可[2010]262号文批准，公司向社会公开发行人民币普通股（A股）6080万股，并于2010年4月9日在深圳证券交易所上市交易（股票代码002385.SZ），发行完成后股本增至40080.00万元。后经多次增资扩股、资本公积转增股本，截至2018年3月底，公司股本总额42.43亿元，自然人邵根伙先生持股41.25%（其中92.42%已质押），为公司第一大股东和实际控制人（见附件1-1）。

公司依法设有股东大会、董事会、监事会三个权力机构，并设立了总裁办公室、财务管理中心、法务证券部、创业人才中心、投资建设部、技术研发中心6个职能部门（见附件1-2）。

截至2017年底，公司（合并）资产总额192.58亿元，所有者权益合计117.67亿元（其中少数股东权益15.51亿元）；2017年公司实现营业收入187.42亿元，利润总额15.67亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额191.98亿元，所有者权益合计120.03亿元（其中少数股东权益15.82亿元）；2018年1～3月公司实现营业收入46.01亿元，利润总额2.27亿元。

公司注册及办公地址：北京市海淀区中关村大街27号中关村大厦14层；法定代表人：邵根伙。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

2018 年 4 月，公司发行了 6 亿元中期票据“18 大北农 MTN001”，期限 3 年，募集资金用途为补充流动资金，偿还银行借款。截至报告出具日，募集资金已按计划投入使用 4.34 亿元，未使用 1.66 亿元。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
18 大北农 MTN001	6.00	6.00	2018/04/27	2021/04/27

资料来源：中国货币网

四、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，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。

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。

五、行业分析

1. 饲料行业现状

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。中国饲料行业经过近 40 年的发展，已经成长为全球第一大饲料生产国，正在进入成熟阶段的平稳发展期，整个行业面临由大到强的转型升级。

根据中商产业研究院大数据库显示，2012～2015 年中国饲料产量增速有所回落，2016年增速开始上升，其中2016年中国饲料产量达到29051.6万吨，同比增长3.8%；2017年中国饲料产量为28465.5万吨，产量小幅下降2.02%。

饲料行业的市场容量比较稳定且总量巨大，但行业内部竞争激烈程度却愈演愈烈，龙头企业纷纷开始整合自身业务结构，横向进行收购、兼并，小企业纷纷退出市场。2012～2016 年，中国饲料加工企业由 10858 家减少至 7047 家，降幅达 35%，产业集中度明显提升。2016 年，饲料产量过千万吨省份 9 个，较 2015 年增加 1 个，新增地区为四川省，9 省饲料总产量约占全国总产量 50%以上。

从下游生猪养殖业来看，2017 年，中国猪肉产量 5340 万吨，增长 0.8%；生猪存栏 43325 万头，下降 0.4%；生猪出栏 68861 万头，增长 0.5%，生猪供给呈缓慢增长趋势。农业部数据显示，2017 年全国生猪平均价格为 15.37 元/公斤，生猪盈利水平较上年明显下降，但生猪养殖行业仍有较好盈利空间。

整体看，近年来饲料总产量较为平稳，下游生猪处于产能扩张周期，提振后周期饲料板块需求；行业内竞争仍然激烈，有望推动饲料行业集中度进一步提升。

2. 行业关注

原材料价格波动，加大饲料行业成本控制难度

2015～2016 年，玉米持续丰产带来国内库存压力大，并且进口玉米价格较低，同时国家取消玉米临储政策，导致玉米现货价格大幅下降；2017 年，受下游玉米深加工行业需求旺盛以及玉米减产影响，玉米价格震荡上行，2018 年价格持续上涨。豆粕价格方面，受国际大豆价格变动影响，国内豆粕价格近年来波动较大，2016 年受阿根廷洪涝灾害、美农报告不断下调年末大豆库存预估以及人民币贬值等因素影响，豆粕价格出现上扬；2017 年有小幅回落，2018 年保持增长态势。总体来看，原材料价格的波动加大了饲料行业成本控制难度。

国内饲料企业众多，集中度有待提升

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，且成本转嫁能力弱。中国饲料工业协会统计数据显示，在原材料成本大幅上涨的情况下，仅 15%左右的原材料成本压力转嫁给了消费者，饲料生产企业的利润空间受到进一步挤压。

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。

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又可以在一定时间内恢复增长。

六、基础素质分析

1. 企业规模与竞争力

公司成立于1994年，并于2010年4月9日在深圳证券交易所上市，经过多年发展，已经成为综合性农业科技龙头企业。其中，饲料和种子两大业务已经成为国内饲料和种子行业的骨干企业，并于2002年被农业部等8部委认定为第二批“农业产业化国家重点龙头企业”。公司是目前国内规模最大的预混合饲料企业，截至2018年3月底，饲料总产能达到1180.50万吨。公司生产的“母仔乐”、“贝贝乳”和“宝宝壮”等产品市场影响力较广。公司水稻和玉米种子在部分地区知名度较高，其中“扬两优6号”是公司独家开发的超高产、稳产、米质优的两系杂交中籼组合，市场反响良好；“农华106”、“农华816”为玉米区域目前公司重点推广品种。

公司是中国饲料工业协会第六届理事会副会长单位、中国畜牧业协会猪业分会副会长单位、中国兽药协会第五届理事会副会长单位、北京兽药行业协会理事长单位。

2. 技术水平

公司是国家技术创新示范企业、全国企事业知识产权试点单位，拥有国家认定企业技术中心、国家农业科技创新与集成示范基地和三个国家级科研机构。

2017 年，公司在新基因新材料挖掘创制、基因组编辑、杂种优势利用、免疫诱抗蛋白等方面取得技术突破，开发出多种新型饲料添加剂、生物饲料、生物疫苗等产品。

2017 年，公司新增申请专利 81 件、授权专利 90 件；新增申请植物新品种权 57 件（水稻 29 件，玉米 28 件），授权 41 件（水稻 26 件，玉米 15 件），植物新品种权累计授权 148 件（水稻 77 件，玉米 71 件）；新增自主选育国审水稻品种 15 个、国审玉米品种 12 个；新增北京市新技术新产品（服务）认定 17 项、国家三类新兽药注册证书 1 项、疫苗临床批件 4 项。

七、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度和高管人员等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营现状

2017年，公司实现营业收入187.42亿元，同比增长11.29%，营业利润15.77亿元，同比增长55.47%，经营绩效在跟踪期内取得较快增长，主要源于（1）继续优化产品结构，高端猪料稳步增长；（2）调整水产饲料业务产品战略，产品毛利率提升；（3）进一步贯彻降费增效策略，期间费用率同比下降。

分板块来看，饲料业务是公司收入的最主要来源，占公司营业收入的85%以上，2017年饲料板块实现收入163.98亿元，同比增长10.87%，公司饲料产品以猪饲料为主，占饲

料销售量的80%以上，饲料业务受下游生猪养殖行业影响显著。跟踪期内公司加快产业链下游养猪业的布局，生猪养殖规模不断扩大，2017年实现生猪销售收入10.18亿元，同比增长52.62%，成为公司第二大收入来源。种子销售是公司的传统业务，2017年实现收入5.90亿元，同比下降11.20%，主要受水稻种子销量下滑影响所致。植物保护和动物保健业务在收入中的占比较小，2017年分别实现收入1.45亿元和3.61亿元。公司其他业务收入来自于小额贷款、信息服务和技术推广等业务。

盈利能力方面，2017年公司综合毛利率24.17%，较2016年小幅下降0.71个百分点。其中，饲料产品毛利率为22.46%，同比上升0.16个百分点；从饲料行业主要上市公司情况看，公司饲料产品毛利率持续处于高位，主要受益于公司产品以高比例预混料、高端乳猪配合料和保育浓缩料为主，附加值较高。2017年，公司种子产品毛利率为43.50%，较上年下降1.97个百分点；其他产品中生猪养殖毛利率为19.56%，同比减少了13.34个百分点，主要由于生猪价格下行；植保、动保产品毛利率保持较高水平，2017年分别为37.61%和67.85%。总体来看，公司的盈利能力保持稳定且在同行业中处于较高水平。

表 2 饲料行业上市公司毛利率情况（单位：%）

项　目	2015 年	2016 年	2017 年
新希望	6.97	5.96	6.18
海大集团	9.17	9.06	11.56
通威股份	13.43	11.83	14.67
天邦股份	16.02	12.52	20.73
正邦科技	7.89	7.31	9.27
大北农	**22.06**	**22.30**	**22.46**

资料来源：上市公司年报

注：仅考虑上述上市公司饲料板块毛利率。

2018年1～3月，公司实现营业收入46.01亿元，同比增长15.97%；实现利润总额2.27亿元，同比下降11.06%，主要由于玉米、豆粕等原材料采购价格上涨及生猪价格下行所致。同期，公司综合毛利率为21.78%，较2017年有所下滑。

表 3　公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元，%）

分产品	营业收入（亿元）				毛利率（%）			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
1.主营业务收入	**159.84**	**167.80**	**186.44**	**45.81**	**24.06**	**24.74**	**23.98**	**21.57**
饲料产品	145.44	147.90	163.98	38.34	22.06	22.30	22.46	21.38
种业产品	6.76	6.65	5.90	1.91	43.98	45.47	43.50	36.76
植保产品	1.06	1.61	1.45	0.40	35.93	30.11	37.61	48.50
动保产品	3.37	3.79	3.61	0.71	68.47	65.73	67.85	67.97
其它产品	3.21	7.86	11.50	4.47	21.84	32.23	20.21	6.92
2.其他业务收入	**1.14**	**0.61**	**0.97**	**0.21**	**57.23**	**64.48**	**60.53**	**66.52**
合计	**160.98**	**168.41**	**187.42**	**46.01**	**24.29**	**24.88**	**24.17**	**21.78**

资料来源：公司提供

注：生猪养殖收入计入其他产品中核算。

2. 饲料业务

饲料业务为公司第一大业务板块，主要经营主体为公司总部以及下属 100 多家饲料子公司。由于饲料产品为大宗商品，运输成本在销售成本中占比很高，尤其是普通混合饲料具有明显的销售半径，通常在 300 公里左右；因此公司根据销售半径设立了数量众多的饲料业务子公司，可以有效降低成本，并为客户提供更为便利的售后服务和使用指导。

原材料采购

原材料采购方面，公司设置有大北农采购共享平台，各分、子公司核心原料由公司采购中心统一采购、统一配送，独立核算。玉米和豆粕一直是公司饲料生产的主要原材料，2017 年玉米和豆粕的采购量分别为 201.49 万吨和 93.12 万吨，较 2016 年分别增长 20.90%和 12.50%，主要由于饲料销量提升，使得原材料需求量联动增长。2018 年 1～3 月，玉米和豆粕的采购量分别是 2017 年全年采购量的 25.70%和 24.54%。

从采购价格来看，玉米和豆粕作为大宗商品原料，价格波动较大，公司参照期货市场价格走势，综合多方市场信息，建立了市场预警机制，以此来控制原材料采购成本。2015年中国玉米丰收，加之下游需求增长乏力，玉米价格下滑明显，2016年玉米库存处于高位，市场仍然供过于求，价格持续下滑；2017年是玉米临储收购政策改革的第二年，在经过前两年的价格持续探底后，于下半年开始出现回暖迹象，但涨幅较小，公司全年采购均价为1804.94元/吨；2018年一季度，玉米价格持续增长，随着去库存的持续推进以及下游深加工行业需求不断增长，玉米价格预计会继续走高，将对公司成本控制带来一定压力。

豆粕价格方面，2015年在全球大豆丰产以及国内需求不旺的环境下，豆粕价格延续上年走势继续下行，2016年受南美阿根廷大豆产区减产影响，豆粕价格出现震荡上扬，2017年小幅回落，公司采购均价为3067.03元/吨，2018年一季度价格出现上涨，为3141.23元/吨。

表 4　公司近年主要原材料采购数据

主要原材料名称	采购量（万吨）				采购单价（元/吨）			
	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
玉米	148.01	166.66	201.49	51.79	2333.21	1957.98	1804.94	2032.20
豆粕	72.14	82.77	93.12	22.85	2910.44	3167.80	3067.03	3141.23
鱼粉	3.54	6.29	5.66	1.22	11857.28	10886.14	10331.35	12346.76
麸皮	16.27	13.01	10.48	2.30	1506.74	1431.78	1680.89	1827.25
赖氨酸	2.15	2.77	3.58	0.95	6940.70	7411.12	7268.97	6550.59
大豆	4.03	2.17	0.30	--	3385.25	3404.55	3661.38	--
米糠	12.12	10.86	10.49	3.45	1870.97	1664.65	1765.16	1775.41
磷酸氢钙	6.67	7.18	7.76	1.48	1918.15	1820.22	1776.94	2117.23

资料来源：公司提供

从原材料供应来看，公司主要原材料基本在国内采购，2017 年前五大供应商销售给公司的原料占公司年度采购总额的 6.08%，采购集中度不高。公司采购结算以网银付款为主，账期在 1-3 个月左右。

总体看，跟踪期内，受饲料产销量增长影响，公司原材料采购量呈增长趋势；主要原材料玉米、豆粕价格波动较大，不利于企业的成本控制。

饲料生产

饲料是公司核心产业，按产品成份可分为预混料、配合料和浓缩料，按产品用途分为猪料、禽料、水产料和反刍料。

公司作为目前国内规模最大的预混料生产企业，其总体经营思路是坚持发展预混料为核心，以配合料和浓缩料生产带动预混料销售。为此，公司在集团总部建立预混料生产基地，生产各种规格、适用不同动物喂养

需要的预混料。考虑到配合料和浓缩料具有明显的运输和销售半径，为贴近市场、节约成本，公司在全国各地设立专门从事配合料和浓缩料生产加工的子公司。子公司通过向总部采购预混料作为原料进行配合料和浓缩料加工，就近销往当地用户。截至 2018 年 3 月底，公司共有一百余家饲料厂，分布于全国各地（除青海、西藏、上海和港澳台之外）。

公司集团总部生产基地（以下简称“北京科技园”）位于北京怀柔科技园内，占地 248 亩，是集预混料、配合浓缩饲料、兽药、高档教槽料生产于一体的农业现代化科技园。北京科技园拥有一条年产 12 万吨预混料生产线，生产线全套引进瑞士布勒集团设备，生产过程全部由计算机控制，实行全封闭与实时化管理;配合饲料生产线年产能达 18 万吨，采用了双屏控制、计算机自动控制与配料跟踪系统的生产技术，工艺设计较先进。

公司通过计划生产和以销定产相结合的方式来安排生产，其中以销定产为主。生产过程按照质量管理体系标准执行；库房成品和原料实行标识牌管理，先进先出；公司成立安全领导小组，车间负责人为部门第一安全责任人，定期进行安全培训，保证生产安全。

农牧行业市场空间较大，多年来公司不断通过“百厂建设计划”加大战略性产业布局，产能持续扩大。截至 2018 年 3 月底，公司饲料总产能达到 1180.50 万吨/年。从产能利用率来看，2017 年为 37.68%，较上年下降 0.32 个百分点，产能利用率较低，有待进一步提高。

表 5　公司饲料产品产能和产量情况

	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
产能（万吨/年）	**1055.50**	**1180.50**	**1180.50**
产量（万吨）	**401.11**	**444.83**	**106.29**
猪　料	329.57	369.82	93.41
禽　料	8.39	9.06	2.03
水产料	38.78	38.33	2.94
反刍料	23.81	26.85	7.81
其他料	0.57	0.77	0.10

资料来源：公司提供

从产量来看，2017 年公司饲料总产量为 444.83 万吨，同比增长 10.90%。从产品结构看，公司仍然坚持以“大乳猪料”为核心产品，2017 年猪料产量达到 369.82 万吨，占饲料总产量的 83.14%；跟踪期内，公司调整水产饲料业务战略，改变过去一味追求销量增长的模式，转向聚焦高端产品，受此影响，2017 年公司水产料产量小幅下滑，为 38.33 万吨。2018 年 1～3 月，公司饲料产量为 106.29 万吨，同比增长 16.16%。

饲料销售

跟踪期内，公司继续加快转型升级速度，业务体系由经销商经销为主转变为规模猪场驻场服务模式为主，加大直销比例，以快速适应养殖业的行业变化。目前，公司猪饲料直销主要区域超过 60%，未来直销比例将进一步加大。

从销售量来看，2017 年公司饲料销量为 443.93 万吨，同比增长 11.04%，其中核心产品猪饲料销售 369.17 万吨，同比增长 12.39%；水产饲料销售 38.08 万吨，同比下降 1.72%，但受益于转型高端产品，水产料收入同比增长 8.03%，毛利率同比提高近 3.1 个百分点，毛利同比增加约 6730.28 万元；反刍饲料销售 26.85 万吨，同比增长 13.75%；禽用饲料销售 9.06 万吨，同比增长 8.08%。2018 年 1～3 月公司饲料销量为 107.12 万吨，同比增长 16.43%。公司饲料产品产销率较高，近年来一直保持在 99%左右。

从销售价格来看，公司按照实际成本加合理毛利的原则制定销售价格。2017 年，公司猪料价格基本同上年持平，均价为 3640.25 元/吨；禽料价格小幅下降 3.02%至 3305.28 元/吨；水产料聚焦高端产品，销售均价增长 9.92%至 4670.47 元/吨；反刍料同比增长

3.51%至 2818.51 元/吨。2018 年一季度由于中大猪配合料销量增加，拉低猪料销售单价；同期，水产料高端饲料销量增加，售价大幅增长。

表 6　公司销量和销售价格情况

销量（万吨）	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
猪　料	328.47	369.17	94.01
禽　料	8.39	9.06	2.03
水产料	38.75	38.08	2.94
反刍料	23.61	26.85	8.04
其他料	0.57	0.77	0.10
合计	**399.78**	**443.93**	**107.12**
销售价格（元/吨）	**2016 年**	**2017 年**	**2018 年 1-3 月**
猪　料	3689.60	3640.25	3546.89
禽　料	3408.10	3305.28	3555.91
水产料	4249.00	4670.47	5573.66
反刍料	2722.90	2818.51	2916.70
其他料	16841.40	16192.76	28531.73

资料来源：公司提供

从公司饲料销售区域来看，华东区（占 27.93%）、中南区（占 32.41%）、华北区（占 14.77%）和西南区（占 10.94%）销售占比较高，2017 年前五名客户合计销售额占年度销售总额的比例为 1.02%，客户集中度低。

公司饲料客户包括专营专销店、兼营店、散养猪场、养猪核心示范户、牛场、鱼场等。公司对经销商和大型终端养殖户的销售大部分采用现款现货方式，对部分优质客户提供不超过 12 个月的赊销账期。其中，专营专销店为经销商专卖大北农的产品，为此，公司为专营专销店提供一定的周转金，账期一般在 12 个月以内。

总体看，跟踪期内公司不断提升服务质量，产销率保持较高水平，2017年受益于下游生猪养殖行业生猪出栏量保持增长，公司饲料销量呈增长趋势。

3. 种子业务

公司种子业务主要由下属子公司北京金色农华种业科技有限公司（以下简称“金色农华”，截至 2018 年 3 月底公司持股 73.23%）及其子公司来运营，以玉米和水稻种子的研发、生产为主。截至 2017 年底，金色农华资产总额 13.43 亿元，所有者权益 7.89 亿元，2017 年实现营业收入 6.04 亿元，净利润 0.47 亿元。截至 2017 年底，公司玉米和水稻的产能分别为 6500 吨和 20000 吨。

种子研发方面，①公司建立了 1 个生物育种研究实验室、5 个亲本鉴定点、7 个育种中心、138 个试验站，科研用地 2000 多亩，其中海南育种科研用地 500 多亩。②公司成立了金色农华技术中心，为农业产业化国家重点龙头企业、北京市认定企业技术中心、北京市创新型企业。

2017 年公司种业板块实现销售收入 5.90 亿元，同比下降 11.20%；其中水稻种子销售收入为 4.77 亿元，同比下降 9.39%，主要系水稻种子审定品种多、公司处于转型升级期所致；玉米种子销售收入同比下降 10.96%，主要受整体行业库存大、市场环境不佳影响。2018 年 1～3 月，公司种子销量为 5934.97 吨，实现销售收入 1.91 亿元，同比下降 7.73%。

表 7　种子业务经营情况（单位：吨、万元）

产量/制种量	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
玉米	12545.07	6246.53	136.34
水稻	14540.31	18195.64	956.54
小麦	9814.73	3884.03	--
合计	**36900.11**	**28326.20**	**1092.88**
销量	**2016 年**	**2017 年**	**2018 年 1-3 月**
玉米	5352.62	4607.75	1572.47
水稻	12374.39	11332.82	4362.50
小麦	8134.90	2940.45	--
合计	**25834.91**	**18881.02**	**5934.97**
销售额	**2016 年**	**2017 年**	**2018 年 1-3 月**
玉米	0.90	0.80	0.25

水稻	5.26	4.77	1.59
其他	0.49	0.33	0.07
合计	**6.65**	**5.90**	**1.91**

资料来源：公司提供

公司玉米种子在全国各地有售，市场占有率在2%左右。水稻种子主要在江西、湖北、河南、安徽、江苏、湖南、福建、浙江、广东、广西、四川、云南、贵州等籼稻区域进行销售，在全国籼稻市场占有率约为2%，其中在江西市场占有率约为20%、河南市场占有率约为10%，湖北市场占有率约为6%、安徽市场占有率约为5%。

总体看，公司种子研发能力较强，部分地区市场占有率较高，但受市场行情、季节以及套牌种子冲击等多因素影响，公司种子产销量波动较大。

4. 其他主营业务

近年来，公司加快布局下游产业链，生猪养殖业务快速发展。目前，公司从事养殖业务的子公司79家，主要集中在华北、华东、西南、中南等区域。截至2017年底，能繁母猪存栏5.00万头，商品猪存栏43.15万头，全年共出栏生猪64.25万头，公司通过收购、自养、扩建等方式增加种猪及生猪存栏量，2017年生猪销售收入为10.18亿元，同比增长52.62%。

动物保健和植物保护业务是公司饲料和种子产品的辅助产业，近年来发展平稳。2017年动保业务实现收入3.61亿元，毛利率为67.85%；植保业务实现营业收入1.45亿元，毛利率为37.61%。

5. 其他业务

2015年3月，公司成立了北京农信小额贷款有限公司（以下简称“小贷公司”），注册资本20000万元，公司持股100%。小贷公司的贷款客户为符合国家“三农”产业政策的各类中小微企业及经济组织。在风险管控方面，贷前调查环节，公司会根据资信模型对客户进行资信评估；贷款环节，公司建立了相应的内控制度，贷款业务职责分离以防范风险；贷后管理环节，建立贷款项目定期检查跟踪制度，对风险事项及时采取必要的保全和风险化解措施。

截至2017年底，小额贷款公司资产总额3.78亿元，净资产1.65亿元；2017年实现收入0.32亿元，净利润-0.1亿元。截至2017年底，小贷公司贷款余额3.4亿元，6个月以内的贷款合计占比79.51%，6个月到一年以内占比13.04%，一年以上占比7.45%。截至2018年3月底，小贷公司贷款余额3.03亿元，贷款平均利率为15.94%，逾期金额1264万元。

6. 在建工程

根据公司“百厂建设计划”战略布局，自2012年以来一直处于建厂高峰期，目前公司在建项目规划总投资14.85亿元，截至2017年底已完成投资7.19亿元，2018年预计投资7.00亿元，全部为自有资金。经营规模的扩张使得公司每年资本性支出较大，经营活动现金净流量无法完全覆盖，公司存在一定的对外融资需求。

表8 截至2017年底公司在建工程项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	投资规模	截至2017年底已完成投资	未来投资计划	
				2018年	2019年
1	产业扶贫阆中市项目	27000.00	12584.27	12392.52	2023.21
2	追加益阳猪场固定资产建设投资	16000.00	14183.83	1816.17	-
3	新型肥料及农药产业化基地项目	16000.00	6195.75	9004.25	800.00
4	大北农大兴生物制品基地	24813.00	17735.87	7077.13	-

5	博白大展荣一二期工程	4800.00	2630.66	1854.95	314.39
6	河北饶阳生猪生态养殖一体化一期项目	7500.00	2530.77	4594.23	375.00
7	广东丰顺新建年产24万吨猪全价配合饲料项目	6300.00	2524.08	3460.92	315.00
8	高效安全环保兽药GMP标准厂房建设项目	3000.00	2114.51	-	-
9	内蒙古乌兰察布前旗生态养猪一体化暨年出栏60万头生猪项目一期建设	15000.00	1581.62	12668.38	750.00
10	莱芜华有年产12万吨饲料生产线	1940.00	1371.82	471.18	97.00
11	内蒙古乌兰察布兴和生态养猪一体化暨年出栏60万头生猪项目一期建设	10800.00	1233.00	9027.00	540.00
12	广东清远科技园18万吨猪料项目	7800.00	6135.64	1526.00	-
13	河北内丘生态养殖一体化生猪一期项目	7500.00	1053.66	6071.34	375.00
合计		**148453.00**	**71875.48**	**69964.07**	**5589.60**

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司2017年财务报表已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见审计报告。2018年一季度财务报表未经审计。

2017年公司合并范围内子公司共264家，较上年增加70家，减少18家，规模均很小。2018年一季度合并范围较上年增加8家。整体看，公司合并范围变动所涉及的子公司规模较小，对财务报表可比性影响不大。

截至2017年底，公司（合并）资产总额192.58亿元，所有者权益合计117.67亿元（其中少数股东权益15.51亿元）；2017年公司实现营业收入187.42亿元，利润总额15.67亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额191.98亿元，所有者权益合计120.03亿元（其中少数股东权益15.82亿元）；2018年1~3月公司实现营业收入46.01亿元，利润总额2.27亿元。

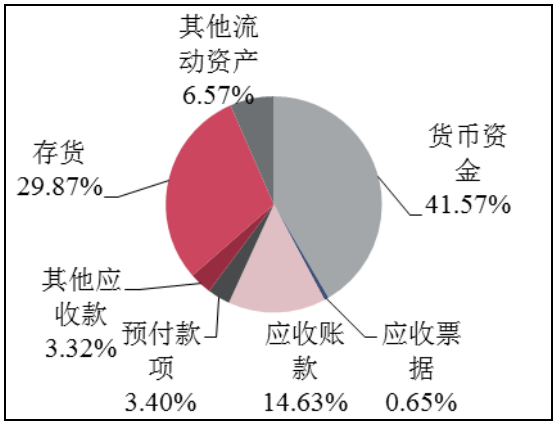
1. 资产质量

截至2017年底，公司资产总额192.58亿元，同比增长26.21%；其中流动资产和非流动资产占比分别为47.32%和52.68%，流动资产比重较上年底下降了2.89个百分点，整体结构变为以非流动资产为主。

流动资产

截至2017年底，公司流动资产合计91.13亿元，同比增长18.94%，主要由货币资金（占41.57%）、应收账款（占14.63%）和存货（占29.87%）构成。

图1 截至2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2017年底，公司货币资金37.88亿元，同比大幅增长89.19%，主要系公司期末赎回大部分货币型基金和银行理财产品以及短期借款增加所致。货币资金较充裕，构成主要以银行存款为主，占全部货币资金的97.86%。公司受限资金0.79亿元，为各类保证金。

截至2017年底，公司应收账款账面余额

14.97 亿元，同比增长 6.62%，主要是加大对优质客户的扶持力度所致。公司按账龄分析法计提坏账的应收账款余额为 13.84 亿元，其中 1 年以内的占 79.62%，1～2 年的占 10.69%，整体账龄较短；公司共计提坏账准备 1.64 亿元，应收账款账面价值 13.33 亿元；公司前五名应收账款合计金额为 0.76 亿元，集中度低。

截至 2017 年底，公司存货 27.22 亿元，同比增长 33.05%，主要系储备原料、消耗性生物资产增加及合并范围增加导致存货增加；从构成来看，以原材料（占 58.09%）、产成品（占 17.32%）和消耗性生物资产（占 18.72%）为主，2017 年公司计提存货跌价准备 0.28 亿元。

截至 2017 年底，公司其他流动资产 5.99 亿元，同比大幅下降 71.23%，主要由于公司大量赎回货币型基金及银行理财产品所致。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 101.45 亿元，同比增长 33.55%，主要以长期股权投资（占 13.36%）、固定资产（占 45.45%）和无形资产（占 16.58%）为主。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 6.62 亿元，同比大幅增长 223.05%，主要是增加对荃银高科投资 2.05 亿元所致。

截至 2017 年底，公司长期股权投资为 13.55 亿元，同比大幅增长 78.48%，主要源于对黑龙江大北农农牧食品有限公司和北京融拓智慧农业投资合伙企业等联营企业的投资增加。

截至 2017 年底，公司固定资产账面原值为 64.02 亿元，同比增长 25.26%，主要来自在建工程转固和购置机器设备；截至 2017 年底，公司累计计提折旧 17.91 亿元，公司未计提减值准备，固定资产账面净值 46.11 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 191.98 亿元，较 2017 年底基本保持稳定，从资产构成看，流动资产占比继续下降，为 43.40%，非流动资产占比上升至 56.60%。

总体看，跟踪期内公司资产规模稳步增长，流动资产中货币资金较充足，受公司拓展新客户以及对部分重点优质客户延长账期影响，应收账款增长较快，存货占比仍然较大；非流动资产中，固定资产占比高，近年加大对联营企业投资使得长期股权投资增长快。整体看公司资产质量较高，资产流动性尚可。

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 117.67 亿元，同比增长 17.34%。主要源于未分配利润的积累和少数股东权益的增长。2017 年 11 月，公司向 1484 名限制性股票激励对象授予限制性股票 1.42 亿股（每股面值 1 元），每股发行价格 3.76 元，共计收到投资款 5.35 亿元，其中：计入股本 1.42 亿元，计入资本公积（股本溢价）3.93 亿元。

截至 2017 年底，公司归属母公司的所有者权益占总额的 86.82%。归属于母公司的所有者权益中，股本占 41.53%，资本公积占 13.82%，未分配利润占 46.04%。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 120.03 亿元，较 2017 年底增加 2.01%，主要源于未分配利润的增加。整体看，公司股本和未分配利润合计占比较高，权益稳定性尚可。

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 74.91 亿元，同比大幅增长 43.22%，其中流动负债和非流动负债的比重分别为 90.52%和 9.48%，截至 2017 年底，公司流动负债 67.80 亿元，同比增长 47.56%，主要由短期借款（占 26.58%）、应付账款（占 17.25%）、预收款项（占 10.23%）、其他应付款（占 15.24%）和其他流动负债（占 22.12%）构成。

截至 2017 年底，公司短期借款增长 177.00%至 18.03 亿元，主要为抵押和保证借款。截至 2017 年底，公司应付账款为 11.70

亿元，同比增长 4.73%。其中货款为 10.61 亿元，占应付账款总额的 90.68%。

截至 2017 年底，公司其他应付款合计 10.33 亿元，同比大幅增长 297.77%，主要系较上年增加限制性股票回购义务 5.35 亿元所致。截至 2017 年底公司其他流动负债为 15.00 亿元，与 2016 年持平，主要系公司发行超短期融资券所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债 7.10 亿元，主要由公司 2014 年发行的 5 亿元公司债券和递延收益构成。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 71.94 亿元，较 2017 年底减少 3.96%，主要来自短期借款的减少。从负债结构看，流动负债占比 90.20%，非流动负债占比 9.80%，负债结构较上年底变化不大。

有息债务方面，截至 2017 年底，公司全部债务规模 38.10 亿元，由于短期借款的大幅增加，全部债务较 2017 年底增长 41.08%，同时带动短期债务占比提升至 86.88%，长期债务总量变化不大，占比降至 13.12%。债务指标方面，截至 2017 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别升至 38.90%和 24.46%，长期债务资本化比率较上年降至 4.07%。截至 2018 年 3 月底，受发行超短期融资券的影响，公司全部债务较 2017 年底增长 6.23%至 40.47 亿元，短期债务和长期债务比重分别为 87.65%和 12.35%，短期债务占比有所上升；资产负债率和全部债务资本化比率增长至 37.47%和 25.21%。整体看，公司债务负担尚可，但短期债务增长较快，债务结构有待改善。

总体看，公司所有者权益稳定性尚可；近年来债务规模持续上升，以短期债务为主，债务结构有待改善。

3. 盈利能力

2017年，公司实现营业收入187.42亿元，同比增长11.29%；同期，公司营业成本为142.12亿元，同比增长12.34%，营业收入增幅略低于营业成本增幅，公司利润总额为15.67亿元，同比增长40.21%。公司营业利润率2017年为23.91%，较上年下降0.78个百分点。

从期间费用看，2017年，公司期间费用31.70亿元，较上年上升1.50%，占营业收入比重下降至为16.92%，总体来看，公司销售费用、管理费用占营业收入比重较大，对利润形成一定侵蚀，基本符合行业特点。

非经常性损益方面，2017年公司资产减值损失1.12亿元，主要为计提的坏账损失（0.60亿元）和存货跌价损失（0.48亿元）。同期，公司实现投资收益3.00亿元，较2016年大幅增长251.54%，主要为处置长期股权投资收益0.84亿元、处置可供出售金融资产收益0.58亿元、处置子公司丧失控制权后，剩余股权按公允价值重新计量产生的利得1.29亿元；2017年，公司实现其他收益0.84亿元，为政府补助款，补助项目主要为种业补贴款、饲料补贴款、发展基金等。

从盈利指标看，2017年，公司总资本收益率和净资产收益率分别提升至9.21%和11.20%。

2018年1～3月，公司实现营业收入46.01亿元，同比增长15.97%；实现利润总额2.27亿元，同比下降11.06%。同期，公司营业利润率为21.50%，较2017年底有下降。

总体看，跟踪期内公司营业收入稳定增长，投资收益对利润总额贡献增加，公司主业盈利能力强，在同行业中处于较好水平。

4. 现金流分析

从经营活动来看，2017 年，随着公司营业收入的快速发展，公司经营活动现金流入规模继续增长，为 184.19 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；经营活动现金流出以购买商品、接受劳务支付的现金和支付给职工以及为职工支付的现金为主；经营活动产生的现金流量净额同比增长至 7.15 亿

元；公司现金收入比较2016年略降至97.39%。

从投资活动来看，2017 年公司投资活动现金流入量为 26.54 亿元，同比增长 22.98%，主要是收到其他与投资活动有关的现金 23.69 亿元，全部为赎回客户货币型基金份额支付的款项；同期，公司投资活动现金流出量同比增加，为 33.80 亿元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金及支付其他与投资有关的现金。2017 年，公司投资活动现金体现为净流出 7.26 亿元。

从筹资活动来看，2017 年公司筹资活动现金流入量大幅减少，为 57.19 亿元，其中收到其他与筹资活动有关的现金 21.92 亿元，主要为公司陆续发行的 20 亿元超短期融资券；同期，公司筹资活动现金流出量下降至 38.40 亿元。2017 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 18.79 亿元。

2018 年 1～3 月，公司经营活动现金流入为 40.96 亿元，由于与经营活动相关的科研费等费用的不断提高，公司经营活动产生的现金流量净额为-7.36 亿元，现金收入比为 86.27%。同期，公司投资活动产生的现金流量净额为-13.51 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 1.50 亿元。

总体看，跟踪期内公司经营活动现金流呈增长态势，投资活动维持较大规模，公司存在一定对外融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率均有所下降，2017 年末分别为 134.41%和 94.26%；截至 2018 年 3 月底，上述两指标分别为 128.40%和 85.21%。2017 年，公司经营现金流动负债比略有下降，为 10.55%。考虑到公司现金类资产较充裕，且经营活动现金流入规模较大，公司实际短期偿债能力强。

长期偿债能力方面，2017 年公司 EBITDA 为 21.37 亿元，同比大幅增加 27.18%；EBITDA 利息倍数升至 18.46 倍；公司全部债务/EBITDA 略降至 1.08 倍。总体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年 3 月底，公司在各大银行获得授信总额 52.47 亿元，已使用额度为 17.58 亿元，公司间接融资渠道较为畅通；公司为 A 股上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保余额合计 15.48 亿元，主要为对关联企业担保，担保比率 12.90%。

表 9　截至 2018 年 3 月底公司对外担保情况

被担保企业	担保额度（万元）	担保到期日
北京农信互联科技有限公司	50000.00	2019/08/14
	20000.00	2018/11/24
乾安大北农农牧食品有限公司	30000.00	2025/03/23
黑龙江大北农农牧食品有限公司	7300.00	2024/10/18
	9000.00	2026/01/01
北镇大北农农牧食品有限公司	7000.00	2025/05/18
	2000.00	2019/12/20
辽宁大北农畜牧有限公司	1400.00	2020/01/29
重庆日泉农牧有限公司	2240.00	2027/11/16
子公司主要零星客户汇总	25896.93	--
合计	**154836.93**	--

资料来源：公司提供

表 10　截至 2017 年底被担保企业主要财务数据（万元）

被担保企业	资产	所有者权益	营业收入	利润总额
北京农信互联科技有限公司	99095.07	49052.54	2767.98	882.42
乾安大北农农牧食品有限公司	21323.05	4189.41	2616.09	-1570.16
黑龙江大北农农牧食品有限公司	96670.59	49954.67	20887.15	-2008.28
北镇大北农农牧食品有限公司	23162.18	8596.09	1909.61	-1314.70
辽宁大北农畜牧有限公司	5603.18	2682.88	9051.13	1190.52

重庆日泉农牧有限公司	40386.80	34015.71	13570.79	-281.60

来源：公司提供

总体看，公司对外担保余额大，被担保企业经营规模较小，盈利能力较差，公司存在一定的或有负债风险。

6. 过往债务履约情况

根据《企业信用报告（银行版）》（机构信用代码：G1011010801114450J），截至 2018 年 5 月 7 日，公司本部无已结清和未结清不良贷款信息记录，公司过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

作为综合性农业科技企业，公司饲料产业生产规模快速增长，且核心饲料预混料市场占有率高，盈利能力强；公司种业研发能力强，在部分区域市场占有率较高。目前公司资产规模稳定增长，债务负担尚可，整体偿债能力强。

基于对公司自身经营、财务风险等情况的综合判断，联合资信认为，公司整体抗风险能力强。

十、存续期内债券偿还能力分析

目前，公司存续期内债券仅中期票据“18 大北农 MTN001”，额度 6 亿元，债券将于 2021 年 4 月 27 日到期。

2017 年公司 EBITDA 为 21.37 亿元，对“18 大北农 MTN001”的覆盖程度为 3.56 倍；同期公司经营性净现金流为 7.15 亿元，对“18 大北农 MTN001”的覆盖程度为 1.19 倍。总体看，公司 EBITDA 对“18 大北农 MTN001”的覆盖程度高。

表11 公司存续债券保障情况

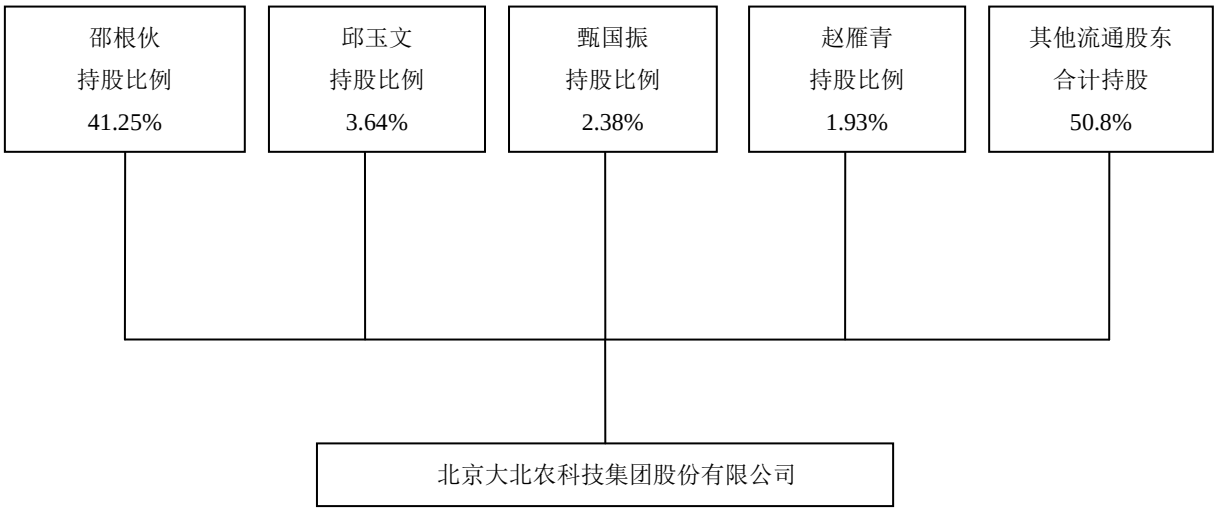
项 目	2017 年
一年内到期债券余额（亿元）	--
现金类资产/一年内到期债券余额（倍）	--
经营活动现金流入量/应付债券余额（倍）	30.70
经营活动现金流净额/应付债券余额（倍）	1.19
EBITDA/应付债券余额（倍）	3.56

资料来源：联合资信根据公开资料整理

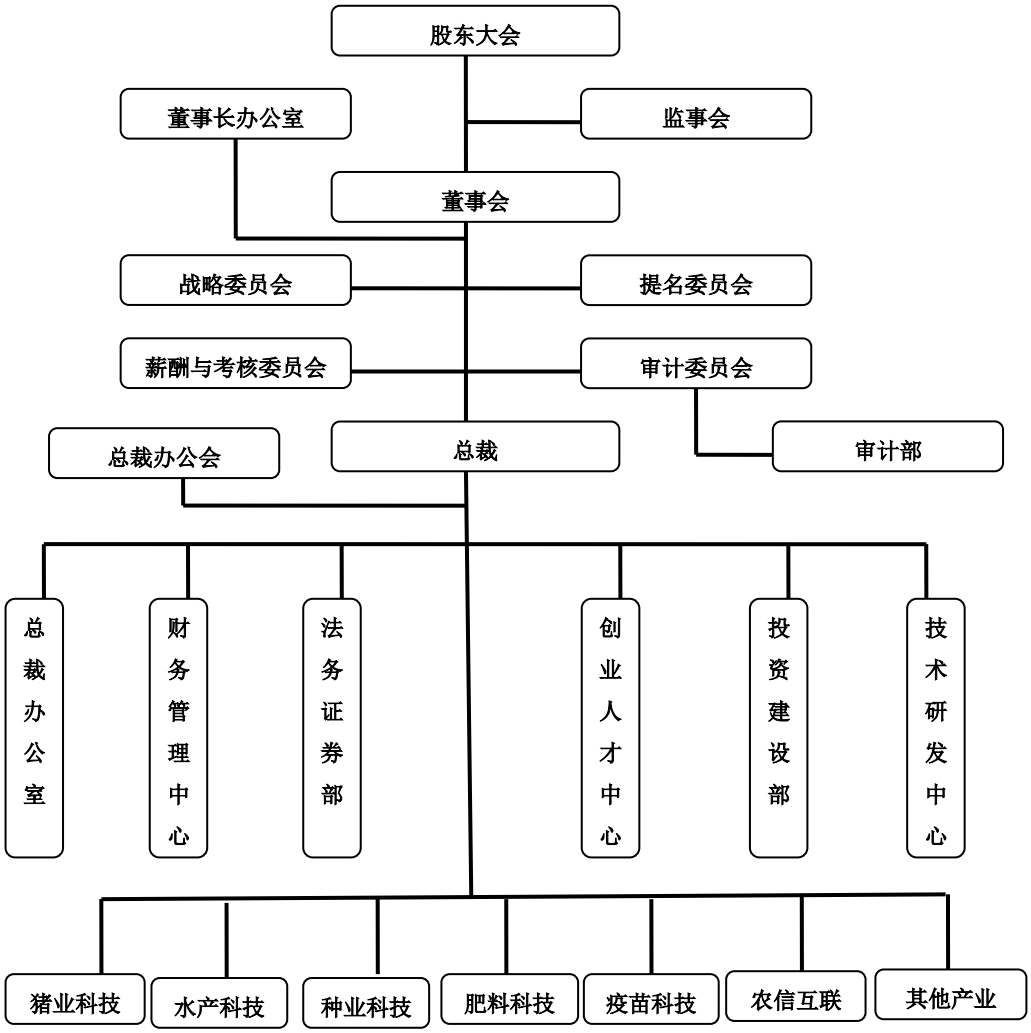
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“18大北农MTN001”的信用等级为AA^+。

附件1-1　截至2018年3月底公司股权结构图



附件1-2　公司组织结构图



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)	21.72	20.56	38.47	19.35
资产总额(亿元)	138.49	152.58	192.58	191.98
所有者权益(亿元)	92.59	100.28	117.67	120.03
短期债务(亿元)	16.00	22.01	33.10	35.47
长期债务(亿元)	4.99	4.99	5.00	5.00
全部债务(亿元)	20.99	27.00	38.10	40.47
营业收入(亿元)	160.98	168.41	187.42	46.01
利润总额(亿元)	8.65	11.18	15.73	2.27
EBITDA(亿元)	13.92	16.71	21.37	--
经营性净现金流(亿元)	12.99	6.42	7.15	-7.36
财务指标				
销售债权周转次数(次)	20.47	16.50	14.78	--
存货周转次数(次)	6.81	6.82	5.96	--
总资产周转次数(次)	1.32	1.16	1.09	--
现金收入比(%)	98.64	98.73	97.39	86.27
营业利润率(%)	24.27	24.69	23.91	21.50
总资本收益率(%)	7.34	8.26	9.21	--
净资产收益率(%)	7.65	9.33	11.20	--
长期债务资本化比率(%)	5.12	4.74	4.07	4.00
全部债务资本化比率(%)	18.48	21.22	24.46	25.21
资产负债率(%)	33.14	34.28	38.90	37.47
流动比率(%)	189.39	166.74	134.41	128.40
速动比率(%)	147.03	122.22	94.26	85.21
经营现金流动负债比(%)	33.10	13.98	10.55	--
EBITDA 利息倍数(倍)	11.13	14.43	18.46	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.51	1.62	1.08	--

注：2018年一季度财务数据未经审计；其他流动负债计入有息债务。

附件 3　主要财务指标的计算公式

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
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：

信用等级设置	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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。