信用等级公告

联合〔2019〕1777 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主体长期信用等级为 AA^+，“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

二〇一九年七月一日

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
http://www.lhratings.com

北京大北农科技集团股份有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA^+
上次主体长期信用等级：AA^+

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^+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 1 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	18.99	37.68	22.16	18.41
资产总额(亿元)	152.58	192.58	180.96	174.74
所有者权益(亿元)	100.28	117.67	107.14	106.84
短期债务(亿元)	22.01	33.10	29.55	30.14
长期债务(亿元)	4.99	5.00	7.65	7.61
全部债务(亿元)	27.00	38.10	37.19	37.74
营业收入(亿元)	168.41	187.42	193.02	40.57
利润总额(亿元)	11.18	15.73	6.56	-0.27
EBITDA(亿元)	16.71	21.78	14.48	--
经营性净现金流(亿元)	6.42	7.15	10.67	-2.34
营业利润率(%)	24.69	23.91	18.43	16.69
净资产收益率(%)	9.33	11.20	4.54	--
资产负债率(%)	34.28	38.90	40.79	38.86
全部债务资本化比率(%)	21.22	24.46	25.77	26.10
流动比率(%)	166.74	134.41	107.76	112.22
经营现金流动负债比(%)	13.98	10.55	16.58	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.62	1.75	2.57	--
EBITDA 利息倍数(倍)	14.43	13.82	5.83	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限部分；其他流动负债中有息部分已计入短期债务；长期应付款中有息部分已计入长期债务

分析师

谭心远　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”）跟踪期内保持了在预混料和高端乳猪料市场的领先地位，资产权益稳步增长，毛利率位于行业前列；此外，公司大力拓展生猪养殖业务，生猪出栏量及收入水平均快速增长。同时，联合资信评估有限公司（以下称“联合资信”）也关注到，2018 年公司主要原材料价格总体上涨、养殖业疫情及周期性波动对饲料及养殖行业冲击明显，应收账款增长快、短期债务占比高、对外担保规模大以及实际控制人股权质押比例很高等因素对公司经营和信用水平可能带来的不利影响。

公司 EBITDA 对“18 大北农 MTN001”的保障能力较强。

未来随着生猪养殖行业景气度回升，公司生猪养殖板块或将成为新的业绩增长点。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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

优势

1. 跟踪期内，公司饲料产能增长至 1163.70 万吨/年，预混料和高端乳猪料市场占有率高，产业毛利率处于行业前列。
2. 跟踪期内，公司资产权益规模稳步提升，经营性净现金流保持正向流入。
3. 公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内，饲料原材料价格总体上涨，生猪养殖行业进入行业低谷，公司主业盈利水平下降；2019 年一季度，公司生猪养殖板块呈亏损状态。
2. 2018 年，公司应收账款继续增长，对公司资

金形成占用；有息债务中短期债务占比高，短期偿债压力较大。

3. 公司对外担保规模大。截至 2018 年底，对外担保余额为 23.77 亿元，担保比率为 22.19%，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 2019 年 3 月底 ，实际控制人邵根伙先生持有公司 41.25%股份，所持股份的 99.92%已用于质押借款，股权质押比例很高。

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

根据相关法规要求，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2019年3月底，公司股本总额为42.43亿元，自然人邵根伙先生持股41.25%（已质押99.92%），为公司第一大股东和实际控制人（见附件1-1）。

公司经营范围包括：销售兽药（严禁经营兽用预防用生物制品）；饲料加工（限分公司经营）；第二类增值电信业务中的信息服务业务（仅限互联网信息服务，互联网信息服务不含新闻、出版、教育、医疗保健、药品和医疗器械、电子公告服务）（电信与信息服务业务经营许可证有效期至2019年12月10日）；技术开发、技术服务、技术咨询、技术转让；畜牧和兽医科学研究与试验发展；动物营养保健品的技术开发；农业信息技术开发、服务；销售饲料；出口本企业生产的饲料、动物营养保健品；进口本企业生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表及零配件等。

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2018年底，公司（合并）资产总额180.96亿元，所有者权益合计107.14亿元（其中少数股东权益9.35亿元）；2018年公司实现营业收入193.02亿元，利润总额6.56亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额174.74亿元，所有者权益合计106.84亿元（其中少数股东权益9.20亿元）；2019年1-3月，公司实现营业收入40.57亿元，利润总额-0.27亿元。

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 19 层 1901A；法定代表人：邵根伙。

三、存续期债券概况及募集资金使用情况

公司于 2018 年 4 月发行金额为 6 亿元，期限为 3 年的中期票据“18 大北农 MTN001”，募集资金已全部按募集用途使用完毕，跟踪期内债券正常付息。

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：Wind资讯

四、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，

复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百分点，实现了 6.5%左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类

消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关

产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业分析

目前公司业务以饲料、养殖和种业为主，是农牧业的重要组成部分。

1. 饲料行业现状

2018 年，国内饲料总产量 22788 万吨，同比增长 2.8%，产品类别和品种结构呈现不同涨跌趋势。从类别看，表现为“一增两降”。其中，配合饲料 20529 万吨，同比增长 4.6%；浓缩饲料 1606 万吨，同比下降 13.4%；添加剂预混合饲料 653 万吨，同比下降 5.1%。从品种看，表现为“猪弱禽强、水产反刍快涨”。其中，猪饲料 9720 万吨，同比下降 0.9%；蛋禽饲料 2984 万吨，同比增长 1.8%；肉禽饲料 6509 万吨，同比增长 8.2%；水产饲料 2211 万吨，同比增长 6.3%；反刍动物饲料 1004 万吨，同比增长 8.9%；其他饲料 360 万吨，同比下降 10.7%。

2018 年，全国万吨规模以上饲料生产厂达 3742 家，比上年增加 196 家，饲料产量占总产量 94.6%，比上年增加 1.6 个百分点；其中，10 万吨规模以上厂家数量达 656 家，比上年增加 81 家，饲料产量占总产量 49.7%，比上年增加 5.4 个百分点。全国有 8 家单厂产量超过 50 万吨，单厂产量最大的厂家规模达 114 万吨。万吨以下厂家饲料产量占比降至 5.4%，比上年减少 1.6 个百分点。

整体看，近年来饲料总产量较为平稳，行业内竞争仍然激烈，推动产业集中度不断上升，整个行业面临由大到强的转型升级。

2. 上游行业—饲料原料

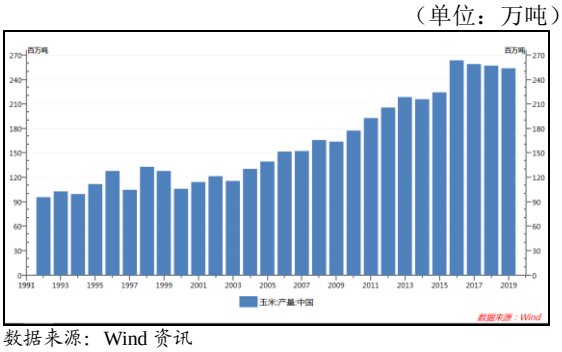
饲料主要由玉米、豆粕以及鱼粉和一些添加剂构成，其中玉米主要提供能量需求，单位占比约 65%左右，豆粕作为动物生长过程中蛋白质摄取的主要来源，单位占比约为 25%左右，因此饲料成本主要受玉米和豆粕价格的影响。

玉米

2007 年，国家正式实施玉米临储政策之后，农户玉米种植收益不断提高，玉米种子及田间管理水平不断增强，玉米播种面积及产量逐年增加；至 2015 年达到顶峰，当年玉米种植面积达 38119.31 千公顷，玉米总产量达 22463.16 万吨，种植面积及产量均居世界第二；2016 年，国家开始取消玉米临储政策，同时受到前期扩产过快，库存充足，种植效益降低导致农民种植意愿下降影响，中国玉米种植面积和产量分别为 36759.70 千公顷和 21955.40 万吨，同比分别下降 3.57%和 2.26%。2018 年为玉米临储政策取消的第三年，中国玉米产量持续下降，2018 年中国玉米产量 25400 万吨，同比下降 1.29%。

图 1　1991-2018 年中国玉米产量情况

（单位：万吨）



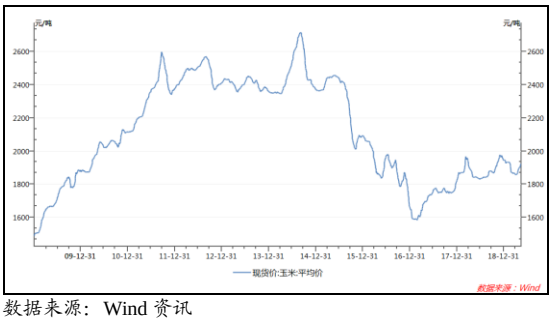
数据来源：Wind 资讯

玉米价格方面，受玉米临储政策提振及 2008 年全球金融危机后经济逐渐回暖叠加影响，中国玉米价格步入上升通道，于 2014 年 9 月达到 2714.17 元/吨的最高点；种植效益提升农民种植意愿，在此期间中国玉米种植面积及产量快速增长，下游需求增长速度不及玉米产量增长，玉米期末库存不断增长，截至 2014 年底为 1.66 亿吨；为解决临储政策造成的玉米价格扭曲，进口价格倒挂，库存高企，玉米阶段性产能过剩的问题，2015 年，国家首次下调玉米临储价格，同比下降 220～260 元/吨，玉米价格进入下行通道；2016

年，玉米临储政策调整为“市场化+补贴”的新机制，在保障农民利益和国家粮食安全的基础上，玉米价格更加贴近市场化运作，继续推行玉米去库存；玉米价格随之快速下降，于 2017 年 2 月到达 1585.62 元/吨的最低点；同期，玉米期末库存在前期快速增产的惯性作用下仍保持增长，但增速明显下降，截至 2016 年底，玉米期末库存 2.64 亿吨，同比仅增长 8.20%，增幅同比收窄 38.19 个百分点；2017 年 2 月起，玉米工业消费需求增长，叠加去库存导致期末库存下降，玉米价格有所回升，至 2018 年底，现货价格回升至 1970 元/吨左右，其后出现回调，至 2019 年 4 月底为 1900 元/吨。

图 2　2008-2019 年一季度玉米现货价格

（单位：元/吨）



数据来源：Wind 资讯

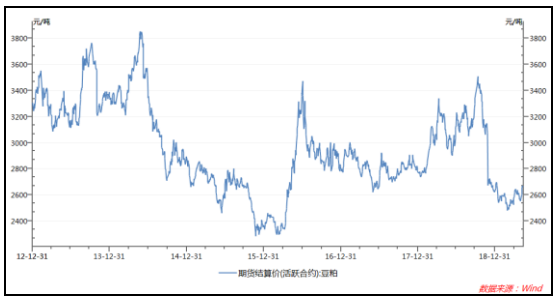
豆粕

近年来受进口大豆价格较低的冲击，国内农民种植大豆积极性不高，国产大豆种植规模逐年下降，而下游饲料业及豆油消费需求的增长带动国内大豆消费量逐年增长。2016 年中国大豆进口量为 86.00 百万吨，同比增长 3.33%，进口量占国内总需求比重达 86.37%，进口大豆价格很大程度上决定了中国市场豆粕价格。2018 年，中国大豆累计进口量为 8803.1 万吨，同比下降 7.9%，是中国大豆进口量 7 年来首次下降。

豆粕价格方面，2013-2015 年，进口大豆供应相对宽松以及终端养殖业畜禽存栏量未有重大突破，豆粕价格进入下行通道。2016 年，受南美大豆产区天气原因、超限导致物流成本上涨、原料进口大豆到港延误、美农报告不断下调美豆年末库存等多重因素的影响，豆粕价格较 2015 年大幅增长。2017 年以来，上游大豆供应充足，油厂大豆压榨量保持增长，中国豆粕价格平稳下降，2017 年 6 月中旬降到最低点 2670 元/吨，随后触底震荡反弹，2018 年 10 月豆粕期货价格升至高点 3508.00 元/吨后开始回落，截至 2019 年 4 月底，豆粕期货价格为 2600 元/吨。

图 3　2012-2019 年一季度中国豆粕期货价情况

（单位：元/吨）



数据来源：Wind 资讯

总体看，跟踪期内，原材料价格同比增长，饲料企业面临一定成本控制压力。

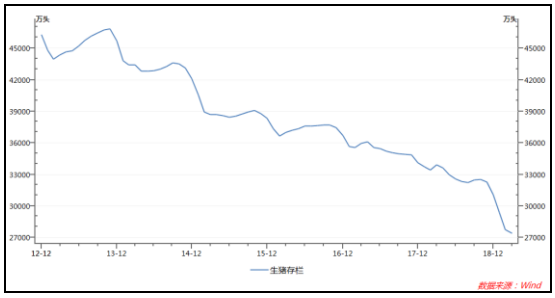
3. 下游行业—养殖业

肉猪养殖方面，2014 年，受前期补栏数量大，存栏量保持高位，餐饮业受“三公”消费影响需求小于预期，养殖户对未来行情持悲观态度集中出栏等因素综合作用，生猪价格整体波动下降；猪粮比全年几乎都处于 6.0 以下，最低探至 4.6，大部分养殖户出现深度亏损，行业进入周期性波谷；养殖户开始淘汰屠宰母猪，控制生猪存栏量，能繁母猪数量及生猪存栏量在此期间快速下滑，行业深度洗牌，抗风险能力弱的散户加速退出。2015 年 4 月-2016 年底，能繁母猪数量及生猪存栏量继续惯性下滑，供需关系转变，生猪行情进入新一轮上涨周期，叠加饲料原材料价格下跌，生猪价格飙升，最高达到 21.05 元/公斤；猪粮比均超过 6.0，且持续增长，最高到 10.95 的历史最高点，行业内企业获利颇丰。进入 2017 年，生猪价格理性回落，但猪粮比仍维持在 7.7 以上，养殖户盈利仍显著高于历史数据。2018 年 3 月底，生猪价格继续降至 10.89 元/公斤，猪价一度跌破全行业成本

线，显著减少了养殖户的盈利水平，部分缺乏规模效应的养殖户已出现亏损。其后，随着生猪存栏量继续快速下滑，截至 2019 年 3 月底国内生猪存栏量 27421 万头，较 2017 年底大幅下降 19.71%。

图 4　2012-2019 年 3 月底中国生猪存栏量

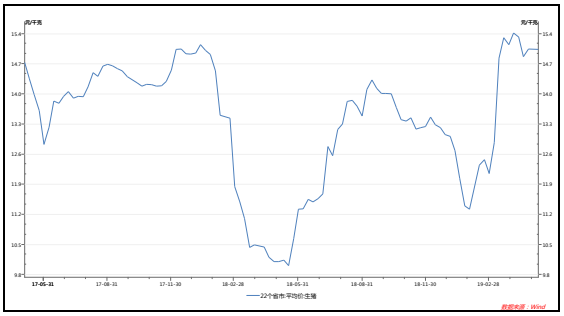
（单位：万头）



数据来源：Wind 资讯

跟踪期内，生猪价格进入下行周期，从 2017 年底的约 15 元/千克，降至最低 2018 年 5 月的 10 元/千克，下半年虽有所回升但均低于上年同期水平。此外，2018 年 8 月以来，中国发生非洲猪瘟疫情，现已扩散至全国范围，考虑非洲猪瘟暂无有效疫苗防控，预计短期难以根除，疫情加大了猪价的周期波动。

图 5　2017 年以来中国生猪价格情况（元/千克）



数据来源：Wind 资讯

总体来看，2018 年，中国生猪养殖行业景气度周期性低迷，叠加非洲猪瘟影响，2018 年二季度甚至出现全行业亏损的情况。随着生猪产能的出清，预计 2019 年下半年将迎来行业周期性回暖。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司在产权状况、企业规模、人员素质、技术水平、政府支持等方面无重大变化。

七、管理分析

跟踪期内，公司聘请谈松林先生为公司新任财务总监。其他主要高管人员、管理体系和管理制度等方面跟踪期内未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司营业收入稳定增长，2018为193.02亿元，同比增长2.99%，饲料业务仍是公司最主要的收入来源（166.70亿元）。近年来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，2018年实现生猪销售收入13.27亿元，同比增长30.28%，成为公司第二大收入来源。种子销售业务2018年实现收入3.91亿元，同比有所下降，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，2018年分别实现收入1.41亿元和2.79亿元。公司其他业务收入来自于原材料销售业务，规模较小。

表 2　公司营业收入构成和毛利率情况

分产品	营业收入（亿元）				毛利率（%）			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
1.主营业务收入	**167.80**	**186.44**	**192.34**	**40.49**	**24.74**	**23.98**	**18.52**	**16.85**
饲料产品	147.90	163.98	166.70	34.41	22.30	22.46	19.45	18.91
种业产品	6.65	5.90	3.91	1.84	45.47	43.50	37.87	37.44
植保产品	1.61	1.45	1.41	0.45	30.11	37.61	41.11	37.54
动保产品	3.79	3.61	2.79	0.45	65.73	67.85	55.56	51.85

其它产品	7.86	11.50	17.53	3.33	32.23	20.21	-2.37	-23.27
2.其他业务收入	**0.61**	**0.97**	**0.68**	**0.08**	64.48	60.53	68.66	**70.49**
合计	**168.41**	**187.42**	**193.02**	**40.57**	**24.88**	**24.17**	**18.70**	**16.96**

资料来源：公司提供

注：生猪养殖收入计入其他产品中核算

毛利率方面，2018年公司综合毛利率为18.70%，同比下降5.47个百分点。其中，饲料产品毛利率为19.45%，同比下降3.01个百分点，主要受下游生猪养殖行业景气度的影响；从饲料行业主要上市公司情况看，公司饲料产品毛利率仍持续处于高位，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。2018年，公司种子产品毛利率为37.87%，较上年下降5.63个百分点；其他产品中生猪养殖毛利率为-6.79%，主要系生猪价格处于低谷所致；植保、动保产品毛利率保持较高水平，2018年分别为41.11%和55.56%。总体来看，公司的毛利水平在同行业中处于较高水平，但2018年受生猪行业景气度低迷影响较大。

表3　饲料行业上市公司毛利率情况（单位：%）

项　目	2016年	2017年	2018年
新希望	5.96	6.18	7.62
海大集团	9.06	11.56	11.04
通威股份	11.83	14.67	14.06
天邦股份	12.52	20.73	19.68
正邦科技	7.31	9.27	10.11
大北农	**22.30**	**22.46**	**19.45**

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

2019年1-3月，公司实现营业收入40.57亿元，同比下降11.32%；综合毛利率为16.96%，较上年下降1.74个百分点，主要受生猪养殖景气度持续下降导致养殖业务毛利率为负的影响。

2. 饲料业务

（1）原材料采购

从原材料构成看，玉米和豆粕是公司饲料生产的主要原材料，鱼粉、麸皮、赖氨酸、大豆、米糠和磷酸氢钙合计在饲料生产成本中占比较小。

跟踪期内，公司原材料采购模式未发生重大变化；饲料销量提升，使得原材料需求量联动增长。2018年公司玉米和豆粕的采购量分别为206.88万吨和96.23万吨。

采购价格方面，2018年是玉米临储收购政策改革的第三年，在经过前两年的价格持续探底后，出现回暖迹象，公司全年采购均价为1994.50元/吨，同比增长10.50%；2019年1-3月，玉米均价保持增长态势，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，玉米价格未来或将高位运行，将对公司成本控制带来一定压力。豆粕采购价格近年来波动较大，2018年为3263.25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）			
	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
玉米	166.66	201.49	206.88	51.46	1957.98	1804.94	1994.50	2018.03
豆粕	82.77	93.12	96.23	18.79	3167.80	3067.03	3263.25	2898.40
鱼粉	6.29	5.66	6.30	1.22	10886.14	10331.35	11059.69	9892.02
麸皮	13.01	10.48	12.34	2.93	1431.78	1680.89	1747.31	1639.36
赖氨酸	2.77	3.58	3.25	0.79	7411.12	7268.97	6192.92	5433.49
米糠	10.86	10.49	14.95	3.63	1664.65	1765.16	1846.64	1832.15

磷酸氢钙	7.18	7.76	6.61	1.29	1820.22	1776.94	2093.57	2088.19

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，2018 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 6.24%，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。

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；主要原材料玉米价格有所回升、豆粕价格波动较大，不利于企业的成本控制。

（2）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。截至 2019 年 3 月底，公司饲料总产能达到 1163.70 万吨/年。从产能利用率来看，2018 年为 39.31%，较上年上升 1.63 个百分点，产能利用率有所提升，但仍有待进一步提高。

表 5　公司饲料产品产能和产量情况（单位：万吨）

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
产能	**1055.50**	**1180.50**	**1163.70**	**1163.70**
产量	**401.11**	**444.83**	**457.40**	**102.10**
猪　料	329.57	369.82	372.45	88.52
禽　料	8.39	9.06	8.51	2.70
水产料	38.78	38.33	45.04	3.70
反刍料	23.81	26.85	30.58	6.94
其他料	0.57	0.77	0.82	0.24

资料来源：公司提供

2018 年公司饲料产量为 457.40 万吨，仍以猪料为核心产品，2018 年猪料产量达到 372.45 万吨，占饲料总产量的 81.43%；近年来，公司水产料发展势头较快，随着水产养殖由粗放式向规模化的快速转变，水产料需求不断增加，2018 年产量为 45.04 万吨。2019 年 1-3 月，公司饲料产量为 102.10 万吨，占上年全年的 22.32%。

总体看，公司饲料产能不断扩张，但产能利用率偏低，产品结构以猪料生产为主。

（3）饲料销售

跟踪期内，公司饲料销售模式、结算方式、主要渠道等未发生重大变化，产销率继续保持在 99%以上。2018 年公司饲料销量为 459.75 万吨，同比增长 3.56%，其中核心产品猪饲料销售 374.25 万吨，同比增长 1.38%；水产饲料销售 45.44 万吨，同比增长 19.33%，主要受益于公司大力推进水产饲料业务；反刍饲料销售 30.72 万吨；禽用饲料销售 8.51 万吨。2019 年 1-3 月公司饲料销量为 102.15 万吨，同比变化不大。

从销售价格来看，2018 年受生猪养殖行业周期性因素影响，公司猪料价格有所下降，为 3517.00 元/吨；禽料价格受禽流感、畜禽养殖市场行情等因素影响有所波动，2018 年为 3414.84 元/吨；水产料聚焦高端产品，销售均价持续增长，2018 年为 4924.03 元/吨；反刍料持续增长至 2910.06 元/吨。2019 年 1-3 月，猪料受养殖周期影响，销售单价下降至 3312.78 元/吨；水产料销售单价上升至 5495.61 元/吨。

表 6　公司销量和销售价格情况

（单位：万吨、元/吨）

销量	**2016 年**	**2017 年**	**2018 年**	**2019 年 1-3 月**
猪　料	328.47	369.17	374.25	88.56
禽　料	8.39	9.06	8.51	2.70
水产料	38.75	38.08	45.44	3.70
反刍料	23.61	26.85	30.72	6.94
其他料	0.57	0.77	0.82	0.24
合计	**399.78**	**443.93**	**459.75**	**102.15**
销售价格	**2016 年**	**2017 年**	**2018 年**	**2019 年 1-3 月**
猪　料	3689.60	3640.25	3517.00	3312.78
禽　料	3408.10	3305.28	3414.84	3149.93
水产料	4249.00	4670.47	4924.03	5495.61

反刍料	2722.90	2818.51	2910.06	2896.95
其他料	16841.40	16192.76	10315.81	7208.87

资料来源：公司提供

从销售区域来看，2018 年华东区（占 41.31%）、中南区（占 18.95%）、华北区（占 14.72%）和西南区（占 10.50%）销售占比较高，2018 年前五名客户合计销售额占年度销售总额的比例为 2.22%，客户集中度很低。

总体看，跟踪期内公司饲料产销率保持较高水平，饲料销量呈增长趋势，产品结构以猪料为主，生猪养殖行业周期波动对公司饲料产品产销影响较大。

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”）及其子公司来运营，以玉米种子和水稻种子的研发、生产为主。截至 2018 年底，金色农华资产总额为 12.85 亿元，所有者权益为 7.38 亿元；2018 年，实现营业收入为 3.99 亿元，净利润为 0.49 亿元；截至 2019 年 3 月底，金色农华资产总额为 11.11 亿元，所有者权益为 7.91 亿元；2019 年 1-3 月，实现营业收入为 1.84 亿元，净利润为 0.53 亿元。截至 2018 年底，公司玉米和水稻的产能分别为 4063.63 吨和 8667.31 吨。

2018 年公司种业板块实现销售收入 3.91 亿元，同比有所下降；其中水稻种子销售收入降幅较大，主要受稻谷收购保护价格降低以及市场对种子质量要求提升，公司水稻种子双季改单季的影响；由于公司种业业务调整，小麦种子未实现销售收入。2019 年 1-3 月，公司水稻种子销量受国家调整水稻收购价格政策影响，回升至 4018.24 吨。

表 7　种子业务经营情况（单位：吨、亿元）

产量	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
玉米	12545.07	6246.53	4063.53	467.20
水稻	14540.31	18195.64	8667.31	2383.42
小麦	9814.73	3884.03	--	--
合计	**36900.11**	**28326.20**	**12730.84**	**2850.62**
销量	**2016 年**	**2017 年**	**2018 年**	**2019 年 1-3 月**
玉米	5352.62	4607.75	4996.32	1536.87
水稻	12347.39	11332.82	7138.20	4018.24
小麦	8134.90	2940.45	--	--
合计	**25834.91**	**18881.02**	**12134.53**	**5555.11**
销售额	**2016 年**	**2017 年**	**2018 年**	**2019 年 1-3 月**
玉米	0.90	0.80	0.83	0.24
水稻	5.26	4.77	2.85	1.55
小麦	0.49	0.33	--	--
合计	**6.65**	**5.90**	**3.68**	**1.79**

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 0.7%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 3%，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，跟踪期内受市场竞争、季节以及套牌种子冲击等多因素影响，公司种业经营业绩有所下滑。

4. 生猪养殖业务

跟踪期内，公司大力推进生猪养殖业务，前储备了近 3000 万头生猪出栏的土地储备，已经投产 18.7 万头母猪的存栏能力，5.3 万头母猪的存栏舍建设，已经具备 10.5 万头母猪的待建生产基地。截至 2018 年底，公司能繁母猪存栏 3.95 万头，商品猪存栏 40.11 万头，全年共出栏生猪 113.13 万头；生猪养殖业务收入为 13.18 亿元，同比增长 29.44%。

在养殖土地资源日益稀缺的大环境下，公司具有丰富的土地储备和较大规模的母猪基地资源，为公司未来生猪养殖规模的扩大奠定了良好的基础。

但值得关注的是，受养殖行情影响，生猪养殖业务 2018 年以来呈亏损状态。2018 年及

2019 年一季度，公司生猪养殖业务亏损额分别为 2.53 亿元和 1.86 亿元。考虑到 2019 年下半年生猪养殖行情预计大幅回升，公司生猪养殖板块亏损的局面或将得到扭转。

5. 动保与植保业务

公司动保业务主要为兽药的研发、生产和销售，由下属子公司北京大北农动物保健科技有限责任公司（以下简称“北京动保”）、韶山大北农动物药业有限公司、福州大北农生物技术有限公司及南京天邦生物科技有限公司运营。四家子公司独立采购，独立生产，并利用公司饲料产业的网络优势进行销售。2018 年，公司动保业务分别实现营业收入 2.79 亿元，毛利率为 55.56%，同比均有所下降。

公司植保业务主要为农药及肥料产品的生产和销售，由全资子公司北京绿色农华作物科技有限责任公司及其下属企业运营。2018 年，公司植保业务分别实现营业收入 1.41 亿元，毛利率为 41.11%，同比变化不大。

6. 其他业务

2018年，公司将北京农信小额贷款有限公司（简称“小贷公司”）100%股权以2.25亿元对价转让给北京农信互联科技集团有限公司，农信小贷不再纳入合并范围。农信小贷出表后，公司其他业务主要为原材料销售。

7. 经营效率

2018 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均呈下降趋势，三项指标分别为 12.31 次、6.25 次和 1.03 次，公司经营效率仍较高。

8. 在建工程

截至2018年底，公司在建项目规划总投资7.74亿元，已完成投资5.03亿元，未来资本支出规模不大。公司在建工程主要集中于生猪养殖业务。

表 8　截至 2018 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 2018 年底投资额	未来投资计划	
				2019 年	2020 年
1	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	3893.76	11106.24	--
2	渭南正能 18000 头母猪场建设项目	7000.00	3904.92	3095.08	--
3	河北内丘生态养殖一体化生猪一期项目	7500.00	3676.82	3823.18	--
4	来宾昌农年产 12 万吨生物安全饲料项目	2850.00	2517.80	332.20	76.00
5	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	3082.97	7717.03	--
6	莱芜华有 18 万吨配合料生产线	1940.00	1835.71	--	--
7	河北饶阳生猪生态养殖一体化一期项目	7500.00	7843.57	--	--
8	大北农大兴生物制品基地	24813.00	23548.77	--	--
合计		**77403.00**	**50304.31**	**26073.73**	**76.00**

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2018年合并及母公司财务报告由瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）进行了审计，出具了标准无保留意见审计结论。2019年一季度财务报表未经审计。

2018年，公司合并范围内子公司共228家，较上年增加14家，减少50家；2019年一季度合并范围较上年增加1家，减少3家。整体看，公司合并范围子公司变动数量较多，但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2018年底，公司（合并）资产总额为180.96亿元，所有者权益合计107.14亿元（其中少数股东权益9.35亿元）；2018年公司实现营业收入193.02亿元，利润总额6.56亿元。

截至 2019 年 3 月底 ，公司（合并）资产

总额为 174.74 亿元，所有者权益合计 106.84 亿元（其中少数股东权益 9.20 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 40.57 亿元，利润总额亏损 0.27 亿元。

2. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额为 180.96 亿元，同比下降 6.03%；其中流动资产和非流动资产占比分别为 38.34%和 61.66%，整体资产结构为以非流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 69.37 亿元，同比下降 23.88%，主要来自货币资金的减少。构成上公司流动资产主要由货币资金（占 32.79%）、应收账款（占 24.62%）和存货（占 33.12%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 22.75 亿元，同比下降 39.94%，主要系公司回购股票及对外投资增加所致。公司以银行存款为主，占全部货币资金的 94.15%。公司受限资金规模较小，合计 1.04 亿元，为各类保证金。

截至 2018 年底，公司应收账款账面余额为 19.53 亿元，同比增长 30.46%，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 16.22 亿元，其中 1 年以内的占 79.65%，1-2 年的占 10.54%，整体账龄较短；公司共计提坏账准备 2.45 亿元，应收账款账面价值为 17.08 亿元，同比增长 28.12%；公司前五名应收账款合计金额为 1.39 亿元，集中度低。

截至 2018 年底，公司存货为 22.98 亿元，同比减少 15.58%，主要系减少原材料储备以及消耗性生物资产减少所致；从构成来看，以原材料（占 57.05%）、产成品（占 19.84%）和消耗性生物资产（占 17.41%）为主。2018 年公司计提存货跌价准备 0.42 亿元。

截至 2018 年底，公司其他流动资产为 2.33 亿元，同比大幅下降 61.17%，主要由于合并范围变动，小贷公司年末不再纳入合并范围所致。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产合计 111.59 亿元，同比增长 10.00%，主要以长期股权投资（占 20.86%）、固定资产（占 42.76%）和无形资产（占 15.00%）为主。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产为 9.77 亿元，同比大幅增长 47.52%，主要为对安徽荃银高科种业股份有限公司（以下简称“荃银高科”）股票投资所致。其中以公允价值计量的权益工具 6.25 亿元，按成本计量的为 3.51 亿元。

截至 2018 年底，公司长期股权投资为 23.28 亿元，同比大幅增长 71.81%，主要源于对黑龙江大北农农牧食品有限公司和广西大北农农牧食品有限公司等企业的投资增加所致。

截至 2018 年底，公司固定资产账面原值为 69.03 亿元，同比增长 7.83%，主要来自在建工程转固和购置生产设备；截至 2018 年底，公司累计计提折旧 21.32 亿元，公司未计固定资产提减值准备，固定资产账面净值 47.71 亿元，同比增长 2.48%。

截至 2018 年底，公司在建工程账面价值为 2.67 亿元，同比减少 59.56%，主要系新型肥料及农药产业化基地项目等在建工程转固所致。公司未对在建工程计提减值准备。

截至 2018 年底，公司无形资产账面余额为 20.48 亿元，同比增长 4.22%，公司无形资产主要由土地使用权构成（15.68 亿元）。2018 年，公司共计提无形资产累计摊销 3.59 亿元，计提减值准备 0.16 亿元，公司无形资产账面价值为 16.73 亿元，同比变动不大。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 174.74 亿元，较 2018 年底减少 3.44%，资产构成较 2018 年底变动不大。其中，货币资金由 2018 年底的 22.75 亿元减少至 17.29 亿元，其他流动资产由 2.33 亿元减少至 0.86 亿元，主要系公司赎回理财产品所致；应收账款由 17.08 亿元增加至 20.26 亿元，系公司对部分大客户提高了授信额度所致；由于会计准则调整，可供出售金融资产转记入其他权益工具投资和交易性金

融资产科目；其余科目较 2018 年底变动不大。

跟踪期内，公司应收账款增长较快，存货占比仍然较大；非流动资产中，固定资产占比高，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。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 107.14 亿元，同比减少 8.95%，主要系股票回购及未分配利润的减少所致。公司库存股主要为 2017 年公司向激励对象授予限制性股票 1.42 亿股，计入有回购义务的限制性股票库存股 5.21 亿元以及公司回购的库存股 3.49 亿元。

截至 2018 年底，公司归属母公司的所有者权益占总额的 91.27%。归属于母公司的所有者权益中，股本占 43.39%，资本公积占 14.94%，未分配利润占 46.23%。截至 2018 年底，公司其他综合收益为-0.26 亿元，主要由于公司对荃银高科的投资后续按照公允价值计量所致。

截至 2019 年 3 月底 ，公司所有者权益合计 106.84 亿元，较 2018 年底变动不大。

整体看，公司股本和未分配利润占比较高，权益稳定性尚可。

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 73.81 亿元，同比减少 8.01%，其中流动负债和非流动负债的比重分别为 87.21%和 12.79%。截至 2018 年底，公司流动负债为 64.37 亿元，同比减少 9.36%，主要系公司偿还超短期融资券导致其他流动负债减少所致。公司流动负债构成主要为短期借款（占 37.94%）、应付账款（占 17.28%）、预收款项（占 10.69%）和其他应付款（占 16.05%）。

截至 2018 年底，公司短期借款同比增长 35.49%至 24.42 亿元，构成上主要为抵押借款（1.63 亿元）、保证借款（11.99 亿元）和信用借款（10.81 亿元）。

截至 2018 年底，公司应付账款为 11.12 亿元，同比下降 4.91%。构成上主要以货款为主，占公司应付账款的 91.37%。

截至 2018 年底，公司其他应付款合计 10.33 亿元，同比变动不大，2017 年底公司其他应付款较 2016 年大幅增长主要系增加限制性股票回购义务 5.35 亿元所致。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债同比大幅增长至 5.00 亿元，主要为公司 2014 年发行的 5 亿元公司债券“14 北农债”调入该科目所致；同期，公司其他流动负债同比大幅减少，主要系公司偿还三期超短期融资券所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 9.44 亿元，同比增长 32.90%，主要系公司新增 0.94 亿元长期借款及 2018 年 4 月发行的 6 亿元中期票据“18 大北农 MTN001”所致。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 67.90 亿元，较 2018 年底减少 8.01%，主要系流动负债中其他应付款较上年底有所减少所致，其余科目较 2018 年底变动不大。从负债结构看，流动负债占比为 85.94%，非流动负债占比为 14.06%，负债结构较上年底变化不大。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务合计 37.19 亿元，由于公司偿还超短期融资券，全部债务同比减少 2.37%。其中，公司短期债务合计 29.55 亿元，同比下降 10.73%，占比下降至 79.44%；长期债务同比增长至 7.65 亿元，占比上升至 20.56%。债务指标方面，2018 年，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 40.79%，25.77%和 6.66%。截至 2019 年 3 月底，公司全部债务较 2018 年底增长 1.48%至 37.74 亿元，债务结构较 2018 年底变动不大；资产负债率较 2018 年底下降至 38.86%，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率较 2018 年底变动不大。

总体看，2018 年来公司债务规模同比变化不大，以短期债务为主，存在短期偿付压力，债务结构亟待改善。

4. 盈利能力

2018年，公司实现营业收入193.02亿元，同比增长2.99%；同期，公司营业成本为156.93亿元，同比增长10.42%，营业收入增幅低于营业成本增幅。2018年公司营业利润为18.43%，同比下降5.48个百分点。

2018年公司期间费用为31.44亿元，期间费用占营业收入比重为16.29%。2018年，公司财务费用同比大幅增长57.02%至2.47亿元，主要系公司当期增加直接债务融资，利息费用增长所致。

2018年公司利润总额为6.56亿元，同比大幅下降58.07%，主要由于成本上升及生猪养殖行业景气程度影响所致。非经常性损益方面，2018年，公司实现投资收益3.17亿元，同比增长5.90%，主要为处置长期股权投资的投资收益；2018年，公司实现其他收益1.01亿元，皆为政府补助款，补助项目主要为种业补贴款、饲料补贴款、发展基金等。2018年，公司非经常性损益占利润总额比重为72.56%，公司利润总额对非经常性损益依赖性强。

2018年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为5.09%和4.54%。

2019年1-3月，公司实现营业收入40.57亿元，同比下降11.82%；实现投资收益-0.51亿元；实现利润总额-0.27亿元，同比大幅下降，主要由于玉米、豆粕等原材料采购价格上涨及非洲猪瘟疫情导致生猪板块亏损所致；同期，公司营业利润率为16.69%，较2018年有所下滑。

总体看，2018年公司营业收入稳定增长，利润总额对非经常损益依赖性强，受非洲猪瘟疫情影响，生猪养殖业务呈亏损状态，主业盈利能力下滑明显。

5. 现金流分析

从经营活动来看，2018 年公司经营活动现金流入规模为 193.74 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 49.29%至 10.67 亿元。2018 年公司现金收入比为 97.87%。

从投资活动来看，2018 年公司投资活动现金流入量为 4.99 亿元，同比大幅减少 81.21%，主要系 2017 年收到其他与投资活动有关的现金中赎回货币型基金份额收到的款项 23.69 亿元导致当年该科目规模较大所致；同期，公司投资活动现金流出量同比减少至 19.16 亿元，主要由于公司减少理财产品投资所致。2018 年，公司投资活动现金体现为净流出 14.17 亿元。

从筹资活动来看，2018 年公司筹资活动现金流入量合计 53.44 亿元，其中收到其他与筹资活动有关的现金 15.62 亿元，主要为公司陆续发行的三期合计 15 亿元超短期融资券；2018 年公司筹资活动现金流出量同比增长 70.05%至 65.30 亿元，主要由于偿还超短期融资券所致。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为净流出 11.87 亿元。

2019 年 1-3 月，公司经营活动现金流入为 37.16 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 -2.34 亿元，现金收入比为 87.82%。同期，公司投资活动产生的现金流量净额为-1.98 亿元，公司对外投资需求及资本性支出规模较大，筹资活动产生的现金流量净额为-1.30 亿元。

总体看，2018 年公司经营活动现金流呈增长态势，投资活动维持较大对外投资及资本性支出规模，公司存在一定对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看，2018 年底分别为 107.76%和 72.07%，同比有所下降；截至 2019 年 3 月底，上述两指标分别为 112.22%和 77.31%，均较 2018 年底有所回升。2018 年，公司经营现金流动负债比上升至 16.58%。公司仍存在一定短期偿付压力。

长期偿债能力方面，2018 年公司 EBITDA 利息倍数为 5.83 倍；同期，公司全部债务 EBITDA 倍数为 2.57 倍。总体看，公司长期偿

债能力有所下降。

截至 2019 年 3 月底，公司在各大银行获得授信总额60.18亿元，已使用额度为30.21亿元，公司间接融资渠道较为畅通；公司为 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2018 年底，公司对外担保余额合计 23.77 亿元，主要为对关联企业担保，担保比率为 22.19%。

表 9　截至 2018 年底公司对外担保情况

被担保方	担保额度（万元）	担保到期日
北京农信互联科技集团有限公司	20000.00	2020 年 8 月
	30000.00	2020 年 5 月
北京农信小额贷款有限公司	10000.00	2020 年 5 月
黑龙江大北农农牧食品有限公司	7300.00	2024 年 10 月
	9000.00	2026 年 1 月
乾安大北农农牧食品有限公司	30000.00	2025 年 3 月
北镇大北农农牧食品有限公司	5700.00	2025 年 5 月
	2000.00	2019 年 12 月
	9500.00	2026 年 6 月
辽宁大北农畜牧有限公司	1400.00	2020 年 1 月
黑龙江天佑牧业科技有限公司	2000.00	2020 年 7 月
	2700.00	2023 年 8 月
徐州昌农农牧科技有限公司	10000.00	2023 年 8 月
淮北昌农农牧食品有限公司	13000.00	2026 年 9 月
阆中大北农农牧食品有限公司	15000.00	2024 年 4 月
吉木萨尔大北农农牧开发有限公司	1400.00	2023 年 10 月
湖南省众仁旺种猪科技有限公司	13000.00	2023 年 9 月
重庆日泉农牧有限公司	2240.00	2027 年 11 月
安陆绿色巨农农牧食品有限公司	12000.00	2023 年 12 月
台州市金泽生态农业开发有限公司	2000.00	2023 年 11 月
黑龙江省龙科种业集团有限公司	3000.00	2020 年 10 月
无棣县四季青市政工程有限公司	1032.84	2019 年 6 月
滨州市荣昌农牧科技有限责任公司	2323.89	2019 年 8 月
子公司主要零星客户汇总	33101.85	--
合计	**237698.58**	--

资料来源：公司提供

表 10　截至 2018 年底被担保企业主要财务数据（单位：万元）

被担保企业	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额
北京农信互联科技集团有限公司	157740.27	82853.85	6102.93	2671.40
乾安大北农农牧食品有限公司	39,050.57	7007.18	11633.86	117.77
黑龙江大北农农牧食品有限公司	175464.64	83135.33	41744.41	-14388.30
北镇大北农农牧食品有限公司	26844.27	774.55	11644.41	-7821.54
辽宁大北农畜牧有限公司	16283.47	4686.68	8767.45	-996.20
黑龙江天佑牧业科技有限公司	9721.63	6147.26	4344.83	-49.96
徐州昌农农牧科技有限公司	19606.66	4445.80	189.42	-485.61
湖南省众仁旺种猪科技有限公司	34094.04	7383.98	2742.29	-215.43
阆中大北农农牧食品有限公司	35424.24	8886.22	2602.63	-24.93
重庆日泉农牧有限公司	68361.42	30331.17	17074.32	-5479.37
无棣县四季青市政工程有限公司	26110.03	17646.56	15431.51	2706.43
滨州市荣昌农牧科技有限责任公司	49589.42	36557.38	36847.16	4331.87
北京农信小额贷款有限公司	30229.59	16347.33	3099.97	9.83
淮北昌农农牧食品有限公司	17064.65	10507.96	290.66	-215.52
吉木萨尔大北农农牧开发有限公司	2042.43	1993.67	0.00	-6.33

黑龙江省龙科种业集团有限公司	34955.85	12223.45	22664.98	2065.53
安陆绿色巨农农牧食品有限公司	15360.87	9988.38	0.00	-8.48
台州市金泽生态农业开发有限公司	6314.38	3497.69	2667.80	117.77

资料来源：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，公司存在一定或有负债风险。

7. 公司本部财务概况

截至 2018 年底，公司本部资产总额为 122.13 亿元，流动资产为 33.53 亿元，非流动资产为 88.60 亿元；流动资产主要由其他应收款 15.05 亿元构成；非流动资产以长期股权投资 71.48 亿元为主。

截至2018年底，公司本部负债合计46.34亿元，其中流动负债为39.61亿元，以其他应付款（21.33亿元）和短期借款（10.31亿元）为主；非流动负债为6.73亿元，主要为应付债券6.00亿元。公司本部有息债务合计21.31亿元，以短期债务为主，占全部有息债务的71.84%。

截至2018年底，公司本部所有者权益合计75.78亿元，其中实收资本为42.43亿元，未分配利润为19.88亿元。2018年，公司本部实现营业收入13.66亿元，投资收益6.38亿元；当期利润总额为6.46亿元。

截至2019年3月底，公司本部资产总额合计117.36亿元，资产结构以非流动资产为主，流动资产合计29.19亿元，主要为其他应收款14.10亿元，非流动资产合计88.17亿元，主要为长期股权投资72.35亿元。截至2019年3月底，公司负债总额为41.75亿元，主要以流动负债为主，合计35.07亿元。公司本部有息债务规模较2018年底变动不大。2019年1-3月，公司实现营业收入2.50亿元，其中投资收益-0.72亿元；亏损0.43亿元。

总体看，公司本部经营规模小，债务负担较重，短期偿债压力大。

8. 过往债务履约情况

根据《企业信用报告（自主查询版）》（机构信用代码：G1011010801114450J），截至 2019 年 6 月 17 日，公司本部无不良贷款信息记录，公司过往债务履约情况良好。

9. 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，盈利能力较强；公司种业研发能力强，在部分区域市场占有率较高；受猪瘟疫情影响公司生猪板块对整体盈利能力产生一定影响。目前公司资产规模稳定增长，债务规模有所下降，短期债务占比高，整体偿债能力尚可。

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很强。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至目前，公司存续期内债券为“18 大北农 MTN001”，债券余额 6 亿元，将于 2021 年 4 月到期。

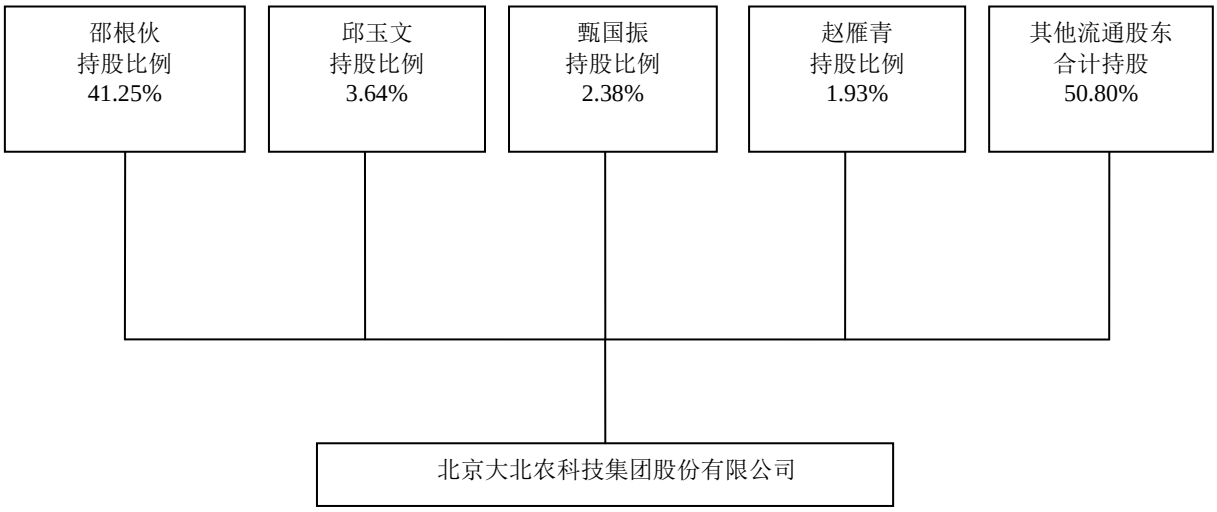
2018 年，公司经营活动现金流入量 193.74 亿元，是存续期债券余额的 32.29 倍；经营活动现金流量净额 10.67 亿元，是存续期债券余额的 1.78 倍；公司 EBITDA 为 14.48 亿元，是存续期债券余额的 2.41 倍。

总体看，公司 EBITDA 对存续期内债券余额的保障能力较强。

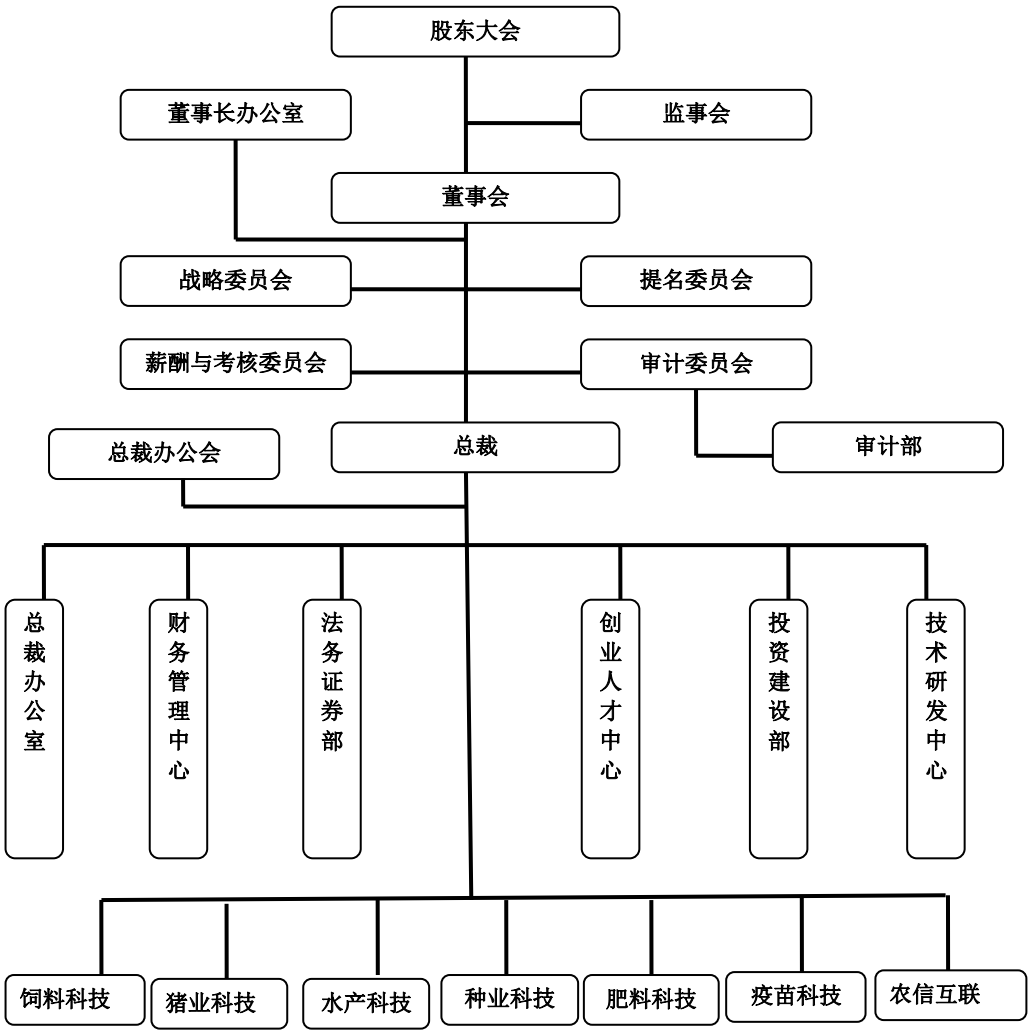
十一、结论

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

附件1-1　截至2019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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.99	37.68	22.16	18.41
资产总额(亿元)	152.58	192.58	180.96	174.74
所有者权益(亿元)	100.28	117.67	107.14	106.84
短期债务(亿元)	22.01	33.10	29.55	30.14
长期债务(亿元)	4.99	5.00	7.65	7.61
全部债务(亿元)	27.00	38.10	37.19	37.74
营业收入(亿元)	168.41	187.42	193.02	40.57
利润总额(亿元)	11.18	15.73	6.56	-0.27
EBITDA(亿元)	16.71	21.78	14.48	--
经营性净现金流(亿元)	6.42	7.15	10.67	-2.34
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.50	14.78	12.31	--
存货周转次数(次)	6.82	5.96	6.25	--
总资产周转次数(次)	1.31	1.09	1.03	--
现金收入比(%)	98.73	97.39	97.87	87.82
营业利润率(%)	24.69	23.91	18.43	16.69
总资本收益率(%)	8.26	9.47	5.09	--
净资产收益率(%)	9.33	11.20	4.54	--
长期债务资本化比率(%)	4.74	4.07	6.66	6.65
全部债务资本化比率(%)	21.22	24.46	25.77	26.10
资产负债率(%)	34.28	38.90	40.79	38.86
流动比率(%)	166.74	134.41	107.76	112.22
速动比率(%)	122.22	94.26	72.07	77.31
经营现金流动负债比(%)	13.98	10.55	16.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	14.43	13.82	5.83	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.62	1.75	2.57	--

注：2019年一季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限部分；其他流动负债中有息部分已计入短期债务；长期应付款中有息部分已计入长期债务

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 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。

附件 4-3 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