信用等级公告

联合〔2020〕1462 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

二〇二〇年六月五日

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

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
北京大北农科技集团股份有限公司	AA+	稳定	AA+	稳定
18 大北农 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 大北农 MTN001	6 亿元	6 亿元	2021/04/27

评级时间：2020 年 6 月 5 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业主体信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果		AA+
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

跟踪期内，北京大北农科技集团股份有限公司（以下简称“公司”）保持了在预混料、高端乳猪料和母猪料市场的领先地位，毛利率位于行业前列，资产权益稳步增长，债务结构有所优化，应收账款和期间费用下降幅度较大，经营活动产生的现金流量净额大幅增加；此外，公司大力拓展生猪养殖业务，生猪出栏量及养殖收入均快速增长。同时，联合资信评估有限公司（以下称“联合资信”）也关注到，2019 年公司主要原材料价格波动仍较大、非洲猪瘟疫情导致公司猪饲料业务收入下降幅度较大、生猪养殖行业景气度周期性波动、应收账款及存货占用资金、有息债务规模持续增长、对外担保规模较大存在或有负债风险，以及公司控股股东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。

公司现金类资产对“18 大北农 MTN001”的保障能力强。

未来随着公司生猪出栏量的提升，养殖板块将成为新的业绩增长点。

综合评估，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。

优势

1. **跟踪期内，公司养殖板块收入快速增长，成为业绩增长点。**公司近年来大力拓展生猪养殖业务，生猪出栏规模提升，存栏母猪数量扩大，带动养殖板块收入快速增长。
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，债务期限结构有所优化。**2019 年，公司实现经营活动净现金流 17.87 亿元，经营获现能力强；截至 2019 年底，公司短期债务占比由 2018 底年的 79.46%下降至 65.70%。
3. **公司现金类资产对“18 大北农 MTN001”的保障能力较强。**

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

关注

1. **跟踪期内，饲料原材料价格波动仍较大，受非洲猪瘟影响，公司猪饲料业务收入出现较大幅度下滑。**
2. **跟踪期内，公司债务规模持续增长，在建项目未来投资规模较大。**跟踪期内，随着公司持续加大生猪养殖产业资本投入，公司有息债务规模持续增长。考虑到在建项目未来仍存在较大资本支出需求，公司有息债务或将持续增长。
3. **公司对外担保规模较大。**截至2019年底，对外担保余额19.32亿元（不包括对子公司的担保），部分被担保企业经营亏损；此外，控股子公司荣昌育种存在未经程序越权对外担保，公司存在或有负债风险。
4. **控股股东股票质押比例高。**截至2020年3月底，实际控制人邵根伙先生持有公司股份35.87%，所持股份的95.58%已用于质押借款，股权质押比例高。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	37.68	22.16	26.01	32.17
资产总额(亿元)	192.58	180.96	189.04	203.32
所有者权益(亿元)	117.67	107.14	114.63	120.51
短期债务(亿元)	33.10	29.55	28.64	34.99
长期债务(亿元)	5.00	7.65	14.95	18.60
全部债务(亿元)	38.10	37.19	43.59	53.59
营业收入(亿元)	187.42	193.02	165.78	40.81
利润总额(亿元)	15.67	6.56	7.04	6.23
EBITDA(亿元)	21.78	14.48	14.82	--
经营性净现金流(亿元)	7.15	10.67	17.87	-0.75
营业利润率(%)	23.91	18.43	19.62	24.67
净资产收益率(%)	11.20	4.54	5.42	--
资产负债率(%)	38.90	40.79	39.36	40.73
全部债务资本化比率(%)	24.46	25.77	27.55	30.78
流动比率(%)	134.41	107.76	121.32	128.71
经营现金流动负债比(倍)	10.55	16.58	31.40	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.75	2.57	2.94	--
EBITDA 利息倍数(倍)	13.44	5.83	6.30	--

公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	119.13	122.13	119.33	123.03
所有者权益（亿元）	78.16	75.78	78.59	80.54
全部债务(亿元)	15.00	21.30	13.56	16.60
营业收入(亿元)	16.92	13.66	12.65	2.48
利润总额(亿元)	6.20	6.46	4.57	2.11
资产负债率(%)	34.39	37.95	34.14	34.53
全部债务资本化比率(%)	16.10	21.94	14.71	17.09
流动比率(%)	122.49	84.65	92.09	94.53
经营现金流动负债比(%)	-3.32	56.36	37.36	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计；合并口径现金类资产已扣除受限货币资金；其他流动负债和其他应付款中的有息债务计入短期债务；长期应付款中的有息债务计入长期债务

评级历史：

债项简称	债项级别	信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
18 大北农 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019/7/02	谭心远　刘祎烜	工商企业信用评级方法总论（2018 年）	阅读全文
18 大北农 MTN001	AA+	AA+	稳定	2018/05/17	杨学慧　刘祎烜	工商企业主体评级方法（2013 年）	阅读全文
15 大北农 CP001	AA+	AA+	稳定	2016/06/02	杨学慧　刘哲	工商企业主体评级方法（2013 年）	阅读全文
14 大北农 CP001	AA	AA	稳定	2015/06/30	杨学慧　杨婷	工商企业主体评级方法（2013 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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“大北农”或“公司”）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 2020 年 3 月底，自然人邵根伙先生持股 35.87%（已质押 95.58%），为公司第一大股东和实际控制人。

公司经营范围包括：

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；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）；经营电信业务。企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；经营电信业务以及依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。

本公司已取得了预混料生产、配合料生产、种子加工经营、兽药生产经营、农药生产经营、种猪养殖、生猪养殖的行业生产经营许可证。

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、法务证券中心、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 2019 年底，公司（合并）资产总额 189.04 亿元，所有者权益合计 114.63 亿元（其中少数股东权益 13.91 亿元）；2019 年公司实现营业收入 165.78 亿元，利润总额 7.04 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 203.32 亿元，所有者权益合计 120.51 亿元（其中少数股东权益 15.12 亿元）；2020 年 1-3 月，公司实现营业收入 40.81 亿元，利润总额 6.23 亿元。

公司注册及办公地址：北京市海淀区中关村大街 27 号 19 层 1901A；法定代表人：邵根伙。

三、存续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

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2 2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎

疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难

关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业分析

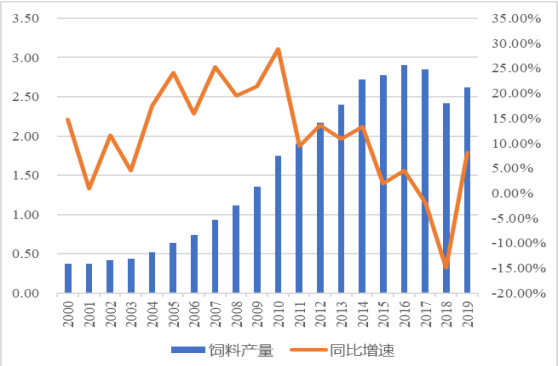
1. 饲料行业

2019 年，中国饲料产量有所增长，行业政策环境良好；原材料玉米和豆粕价格全年波动较大，总体温和上涨；随着下游养殖需求回暖、新冠疫情、贸易摩擦等影响，2020 年以来玉米和豆粕价格均有上涨趋势。

（1）行业概况

经过多年跨越式发展后，自 2015 年起，中国饲料产品产量增速出现明显下降，特别是 2018 年，受生猪和禽类养殖收益下降的影响，中国饲料产量 2.42 亿吨，同比下降 14.94%。2019 年以来，随着禽饲料需求保持上升和饲料添加剂产量增加，中国饲料产量 2.62 亿吨，较上年增长 8.14%。

图 1　2000－2019 年中国饲料产量走势（单位：亿吨、%）



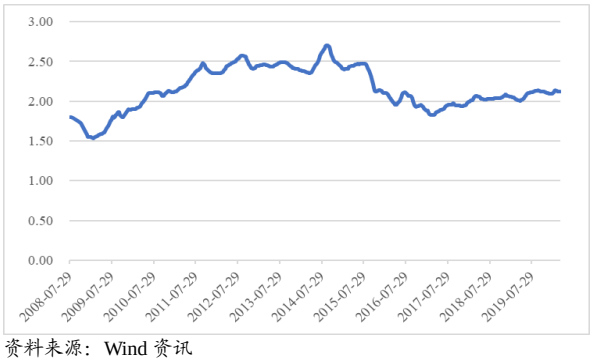
资料来源：Wind 资讯

（2）行业上下游情况

①饲料行业上游

饲料行业的上游主要为玉米和豆粕等饲料原料。2017 年起，玉米价格走势进入政策改革期，玉米市场化改革进一步深入，玉米市场价格重心上移，但涨幅有限。2019 年以来，中国玉米价格震荡走高，截至 2019 年底，中国玉米批发平均价格为 2.09 元/公斤，较年初上涨 0.97%，上涨程度较为温和。但 2020 年，随着下游养殖需求回暖、中国玉米库存降至低位，后续玉米价格可能继续温和上涨。

图 2　2008 年来中国玉米批发平均价（单位：元/公斤）



资料来源：Wind 资讯

从豆粕价格来看，豆粕的供需结构由大豆的供需结构决定。2019 年，我国进口自巴西、美国和阿根廷的大豆占国内消费量的比例分别为 53.70%、15.78%和 8.20%。截至 2019 年底，我国豆粕现货价格为 2834.50 元/吨，较年初变化不大，但全年价格波动较大。但 2020 年以来，随着新冠疫情全球在蔓延，巴西大豆和阿根廷大豆受到物流阻塞和人员不足的影响，到港情况不明朗；美国大豆供给因贸易摩擦和未至收获期尚无法预测；导致豆粕价格整体处于上升趋势。

②饲料行业下游

饲料行业下游为畜牧养殖行业，详见本报告“畜牧养殖行业”相关内容。

（3）行业政策

2019 年 3 月，农业农村部出台《关于征求

<药物饲料添加剂退出计划（征求意见稿）>意见的函》，提出实施药物饲料添加剂退出计划，要求自 2020 年 1 月 1 日起，退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种；自 2020 年 7 月 1 日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂的商品饲料。

2. 畜牧养殖行业

2019 年，中国肉类产量整体呈下降趋势。猪价快速上涨，进入高景气周期。

（1）行业概况

受 2019 年生猪存栏较少、猪肉产量下降影响，中国肉类产量整体呈下降趋势。2017－2019 年，中国肉类产量分别为 0.87 亿吨、0.86 亿吨和 0.76 亿吨，年均复合下降 5.99%；同比增速分别为 0.30%、-0.34%和-11.31%。

从畜禽产品的产量上来看，猪肉产量稳居各畜产品之首，为养殖业的主要产品，2019 年猪肉产量为 4255.00 万吨，较上年下降 21.26%，主要系猪周期下行阶段能繁母猪存栏降至历史低点、环保因素以及非洲猪瘟影响复产等因素综合影响所致。排名其后的奶类和禽蛋产量均较上年有所增长。鸡肉产量方面，2019 年鸡肉产量为 1380.00 万吨，较上年增长 17.95%，主要系积极替代猪肉缺口所致。牛、羊肉产量方面，随着居民收入的逐步提高，牛、羊肉的需求量持续增长，带动产量稳步上升，但由于我国牛、羊现代化养殖起步较晚，产量难以大幅提高，对外依存度持续上升。

（2）生猪养殖

供给方面，从能繁母猪存栏量来看，截至 2019 年底，中国生猪出栏量 54419 万头，较上年同期下降 21.57%，主要系猪周期下行阶段能繁母猪存栏降至历史低点、环保因素以及非洲猪瘟影响复产等因素综合影响所致。短期看，能繁母猪仍处低位将造成一段时间内生猪供给不足。中长期来看，猪肉价格持续处于高位刺激了各大主体的复养扩产步伐，未来生猪供给有望进一步宽松。

需求方面，中国猪肉消费总量在 2014 年之前保持总体增长态势。2015 年，中国猪肉消费总量出现负增长，主要系人们饮食结构变化及猪肉价格提升所致。随着人均可支配收入的增加及农村人口对猪肉需求量的增长，2015 年后猪肉消费总量降幅收窄；预计未来猪肉潜在需求量将保持稳定，但不排除猪肉价格过高时，消费者转向鸡肉等替代品。

价格方面，由于中国猪肉需求近年来较为稳定，因此供给在猪肉价格的形成中具有重要影响。2018 年上半年，生猪价格到达本轮猪周期调整的最低点 10.10 元/公斤；2018 年 8 月，受非洲猪瘟突然爆发影响，主产区和主销区猪价有所分化，但仍属低迷。2019 年以来，受生猪供给短缺影响，猪肉价格直线上涨。截至 2019 年底，中国猪肉平均批发价为 43.25 元/公斤，较年初增长了 128.59%。此后，猪肉平均批发价持续位于 44 元/公斤上方。长期来看，在生猪产能进一步扩大、非洲猪瘟疫情得到有效控制后，猪价将受供给逐步宽松影响有所回落。

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，公司在主要高管人员、管理体系和管理制度等方面未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司饲料主业受非洲猪瘟影响收入下降，毛利率相对稳定；养殖业务收入增长快，毛利率大幅提升；其他业务收入贡献小，发展总体稳定。

2019 年，公司饲料业务收入同比下降

21.77%，导致主营业务收入下降至165.28亿元；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，2019年实现养殖产品收入19.47亿元，同比增长46.72%，为公司第二大收入来源。种子、植保、动保业务2019年同比变化不大，在收入中的占比较小。公司其他业务主要是饲料原材料贸易、包装销售等，规模较小，2019年实现收入7.60亿元，同比增长78.40%，主要系豆粕贸易增多所致。

表 3　公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017 年			2018 年			2019 年			2020 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	收入	占比	毛利率
饲料产品	163.98	87.95	22.46	166.70	86.67	19.45	130.40	78.89	19.19	29.85	73.36	19.64
养殖产品	--	--	--	13.27	6.90	-6.79	19.47	11.78	23.54	6.43	15.80	51.19
种业产品	5.90	3.16	43.50	3.91	2.04	37.87	4.03	2.44	30.69	1.38	3.38	28.88
植保产品	1.45	0.78	37.61	1.41	0.73	41.11	1.60	0.97	35.63	0.53	1.30	38.57
动保产品	3.61	1.94	67.85	2.79	1.45	55.56	2.18	1.32	43.27	0.58	1.42	36.44
其他产品	11.50	6.17	20.21	4.26	2.21	11.39	7.60	4.60	4.19	1.92	4.74	6.66
合计	**186.44**	**100.00**	**23.98**	**192.34**	**100.00**	**18.52**	**165.28**	**100.00**	**19.77**	**40.69**	**100.00**	**24.80**

资料来源：公司提供

毛利率方面，2019年公司综合毛利率为19.77%，同比回升1.25个百分点，主要系生猪养殖行业景气度高，养殖产品毛利率同比由负转正影响。其中，饲料产品毛利率为19.19%，同比下降0.26个百分点，仍持续处于高位，主要系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。2019年，受市场环境影响，公司种子、植保、动保产品毛利率具有不同程度下降。

2020年1—3月，公司实现主营业务收入40.69亿元，同比变化不大；综合毛利率为24.80%，较上年同期上升7.84个百分点，主要来自养殖产品毛利率增长推动。

2. 饲料业务

饲料原材料市场价格波动较大，公司面临持续的成本控制压力；受非洲猪瘟影响，2019年，以猪饲料为主的饲料产品产销量明显下滑，产能利用率偏低。

（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；受非洲猪瘟影响，公司饲料产销量下滑，使得原材料需求量随之下降；主要原材料玉米和豆粕的采购量分别为182.19万吨和81.25万吨。

采购价格方面，2019年玉米市场价格有所波动，公司全年采购均价为1988.91元/吨，同比变化不大；豆粕采购价格近年来一直波动较大，2019年公司采购均价为2908.81元/吨，同比有所下降。

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）			
	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
玉米	201.49	206.88	182.19	42.12	1804.94	1994.50	1988.91	2018.37
豆粕	93.12	96.23	81.25	19.63	3067.03	3263.25	2908.81	2890.35
鱼粉	5.66	6.30	5.73	1.08	10331.35	11059.69	9911.03	10586.25
麸皮	10.48	12.34	11.47	2.40	1680.89	1747.31	1510.26	1631.61
赖氨酸	3.58	3.25	3.28	0.92	7268.97	6192.92	5157.05	5209.47
米糠	10.49	14.95	15.06	4.52	1765.16	1846.64	1816.89	1822.39
磷酸氢钙	7.76	6.61	6.37	1.38	1776.94	2093.57	2054.73	1975.90

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，2019 年前五大供应商销售给公司的原材料占公司年度采购总额的 5.52%，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。

（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。跟踪期内，公司产能规模略有下降，截至 2020 年 3 月底，公司饲料总产能为 1143.70 万吨/年。从产能利用率来看，2019 年为 33.12%，同比下降 6.19 个百分点，产能利用率有待进一步提高。

表 5 公司饲料产品产能和产量情况（单位：万吨）

产品	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
产能	**1180.50**	**1163.70**	**1143.70**	**1143.70**
产量	**444.83**	**457.40**	**378.78**	**87.62**
猪　料	369.82	372.45	278.87	64.59
禽　料	9.06	8.51	18.16	5.78
水产料	38.33	45.04	47.14	4.23
反刍料	26.85	30.58	33.67	9.09
其他料	0.77	0.82	0.95	3.92

资料来源：公司提供

2019 年公司饲料产量为 378.78 万吨，同比下降 17.19%，仍以猪料为主；当期除猪料产量下降外，其他饲料品种产量均有不同程度提高。2020 年 1—3 月，公司饲料产量为 87.62 万吨，占 2019 年全年的 23.13%。

（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。2019 年，受非洲猪瘟影响，公司饲料销量为 379.20 万吨，同比下降 17.52%，各饲料品种销量变动与产量变动相同。2020 年 1—3 月公司饲料销量为 87.45 万吨，同比下降。

从销售价格来看，2019 年，公司各饲料品种销售价格均有不同程度下滑。其中猪料销售价格为 3376.72 元/吨，同比下降 3.99%。

表 6 公司销量和销售价格情况（单位：万吨、元/吨）

销量	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
猪　料	369.17	374.25	279.18	64.47
禽　料	9.06	8.51	18.18	9.48
水产料	38.08	45.44	47.19	4.22
反刍料	26.85	30.72	33.71	9.08
其他料	0.77	0.82	0.95	0.20
合计	**443.93**	**459.75**	**379.20**	**87.45**
销售价格	**2017 年**	**2018 年**	**2019 年**	**2020 年 1-3 月**
猪　料	3640.25	3517.00	3376.72	3447.56
禽　料	3305.28	3414.84	2905.11	2723.26
水产料	4670.47	4924.03	4300.53	5239.41
反刍料	2818.51	2910.06	2841.96	2892.78
其他料	16192.76	10315.81	10315.72	10412.65

资料来源：公司提供

从销售区域来看，2019 年中南区（占 30.21%）、华东区（占 26.65%）、西南区（占 13.06%）和华北区（占 11.24%）销售占比较高。2019 年前五名客户合计销售额占年度销售总额的比例为 2.54%，客户集中度低。

3. 生猪养殖业务

跟踪期内，公司继续推进生猪养殖业务，母猪存栏及生猪出栏规模均有所增长，对公司利润贡献增长，但公司养殖板块面临持续的疫病风险和行业周期波动风险。

目前公司储备了近 3000 万头生猪出栏的土地储备，已经投产 25.40 万头母猪的存栏能力，在建 8 万头母猪的存栏舍。截至 2019 年底，公司能繁母猪存栏 5.25 万头，商品猪存栏 38.99 万头，2019 年共出栏生猪 164.18 万头（含控股和参股公司），其中控股公司出栏 94.50 万头；养殖产品业务收入为 19.47 亿元，同比增长 46.72%。

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，受非洲猪瘟影响，2019 年公司生猪出栏量同比下降 16.47%，虽然在生猪销价大幅上涨的作用下实现了销售收入的增长，但疫病风险和生猪行业波动风险仍然较大。

4. 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 2019 年底，金色农华资产总额 10.97 亿元，所有者权益 7.06 亿元；2019 年，金色农华实现营业收入 4.14 亿元，净利润 0.19 亿元；截至 2020 年 3 月底，资产总额 10.56 亿元，所有者权益 7.45 亿元；2020 年 1—3 月，实现营业收入 1.43 亿元，净利润 0.38 亿元。

2019 年，公司玉米种子销售收入增长至 1.00 亿元，水稻种子收入 2.80 亿元，同比基本持平。

表 7　种子业务经营情况（单位：吨、亿元）

产量	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1-3 月
玉米	6246.53	4063.53	5861.77	1805.39
水稻	18195.64	8667.31	7018.01	2998.35
小麦	3884.03	--	--	
合计	**28326.20**	**12730.84**	**12879.78**	**4803.74**
销量	**2017 年**	**2018 年**	**2019 年**	**2020 年 1-3 月**
玉米	4607.75	4996.32	5861.77	1805.39
水稻	11332.82	7138.20	7018.01	2998.35
小麦	2940.45	--	--	--
合计	**18881.02**	**12134.53**	**12879.78**	**4803.74**
销售额	**2017 年**	**2018 年**	**2019 年**	**2020 年 1-3 月**
玉米	0.80	0.83	1.00	0.25
水稻	4.77	2.85	2.80	1.07
小麦	0.33	--	--	--
合计	**5.90**	**3.68**	**3.80**	**1.33**

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，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。

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%。

5. 动保与植保业务

公司动保业务主要是兽药的研发、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、兆丰华生物科技（福州）有限公司及兆丰华生物科技(南京）有限公司、北京科牧丰生物制药有限公司运营。五家子公司独立采购，独立生产，并利用公司饲料产业的网络优势进行销售。2019 年，公司动保业务实现营业收入 2.18 亿元，毛利率为 43.27%，同比均有所下降。

公司植保业务主要是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。2019 年，公司植保业务分别实现营业收入 1.60 亿元，毛利率为 35.63%，收入同比变化不大，毛利率下滑。

6. 其他业务

公司其他业务主要为饲料原料贸易和包装销售，2019年实现营业收入7.60亿元，同比大幅增长主要系豆粕贸易规模增长所致。

7. 经营效率

2019 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 11.67 次、5.78 次和 0.90 次，公司经营效率仍较高。

8. 在建工程

截至2019年底，公司在建项目规划总投资24.46亿元，已完成投资11.44亿元，未来资本支出规模较大，面临一定资本支出压力。公司在建工程主要集中于生猪养殖业务。

表 8　截至 2019 年底公司主要在建工程项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	投资规模	截至 2019 年底投资额	未来投资计划	
				2020 年	2021 年
1	六枝特区年出栏 100 万头优质肉猪暨种养循环生态农业一期项目	15000	6686.39	7000	--
2	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	6184.17	4615.83	-
3	南皮乌马营镇年出栏 10 万头断奶仔猪项	8500	4600.34	2900	-
4	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	8720.43	1300.00	-
5	广东省广宁县年出栏 25 万头生猪暨种养循环生态农业项目	23143.5	16689.5	4624.31	-
6	大北农（北京）生物农业创新园	78000	2194.39	69381.78	6423.83
7	江西省泰和禾市存栏 1 万头母猪场暨生态循环养殖小区项目	12000	8077.12	2922.88	-
8	榆林正辉 2400 头母猪场扩建项目	2000	1770.94	229.06	-
9	莱芜华有 18 万吨配合料生产线	1940	1836.21	103.79	-
10	蚌埠明德猪场	1200	1346.38	0	-
11	产业扶贫阆中市项目	32221.2	32313.3	0	-
12	绿色巨农盛家坝万头种猪规模养殖示范基地建设项目	12250	2436.66	6062.37	
13	安陆循环农业生态项目	22500	13693.55	2300	-
14	鲁山大北农生态循环农业一期项目	10000	7817.04	2000	
合计		**244554.7**	**114366.41**	**103440.02**	**6423.83**

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及概况

公司提供的2019年合并及母公司财务报告由信永中和会计师事务所（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。2020年一季度财务报表未经审计。

截至2019年底，公司合并范围内子公司共计244家，较2018年底新增39家，减少10家，处置13家；截至2020年3月底，公司合并范围内子公司共计247家，较2019年底新增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 2019 年底，公司（合并）资产总额 189.04 亿元，所有者权益合计 114.63 亿元（其中少数股东权益 13.91 亿元）；2019 年公司实现营业收入 165.78 亿元，利润总额 7.04 亿元。

截至 2020 年 3 月底 ，公司（合并）资产总额 203.32 亿元，所有者权益合计 120.51 亿元（其中少数股东权益 15.12 亿元）；2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 40.81 亿元，利润总额 6.23 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模有所增长，资产结构变化不大，货币资金较为充裕，应收账款规模虽有下降但仍保持较大规模，投资养殖业务带动固定资产增长，整体资产流动性较好。

截至 2019 年底，公司资产总额 189.04 亿元，较上年底小幅增长；其中流动资产和非流动资产占比分别为 36.53%和 63.47%，资产结构变化不大。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司流动资产合计 69.05 亿元，同比变化不大。构成上主要由货币资金（占 39.53%）、应收账款（占 15.62%）和存货（占 33.28%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 27.30 亿元，较上年底有所增长。货币资金以银行存款为主（25.87 亿元）。公司受限资金规模较小，合计 1.48 亿元，为各类保证金。

截至 2019 年底，公司应收账款账面余额 14.17 亿元，较上年底降幅较大，主要系加强催收力度所致。公司按账龄分析法计提坏账的应收账款余额为 11.29 亿元，其中 1 年以内的占 60.90%，1-2 年的占 19.20%，整体账龄同比拉长；公司共计提坏账准备 3.39 亿元，计提比例 23.92%，计提较为充分，应收账款账面价值 10.78 亿元；公司前五名应收账款合计金额为 1.31 亿元，集中度低。

截至 2019 年底，公司存货 22.98 亿元，较上年底变化不大，仍以原材料、产成品和消耗性生物资产为主。

截至 2019 年底，公司其他应收款 3.93 亿元，较上年底有所增长主要系应收股权转让款增长所致。公司其他应收款中存在账面余额为 0.85 亿元的融资代偿款。

表 9　2019 年底公司其他应收款性质划分（单位：元）

款项性质	年末账面余额	年初账面余额
股权转让款	181912898.79	22330000.00
应收关联方、备用金、员工借款等	90866690.04	155336698.81
融资代偿款	84815740.74	35470962.35
押金及其他保证金	65832877.46	46085644.24
其他	77412592.74	21442015.57
合计	**500840799.77**	**280665320.97**

资料来源：公司提供

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产合计 119.99 亿元，较上年底小幅增长，主要以长期股权投资（占 18.78%）、固定资产（占 49.84%）和无形资产（占 13.38%）为主。

截至2019年底，公司长期股权投资为22.53亿元，较上年底略有下降，主要为联营公司股权；公司生产性生物资产 1.69 亿元，同比大幅增长，主要系母猪存栏量增长所致。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值为 59.80 亿元，较上年底大幅增长，主要系合并范

围增加所致，值得注意的是公司有账面价值17.80 亿元的房屋建筑物因租赁土地等原因无法办理权证。截至2019年底，公司在建工程账面价值4.34亿元，较上年底有所增长，主要投向生猪养殖产业。

截至 2019 年底，公司使用受限资产合计12.87 亿元，包括货币资金 1.48 亿元、固定资产9.39亿元和无形资产2.01亿元。

截至2020年3月底，公司资产总额203.32亿元，较2019年底有所增长，资产构成变动不大。其中，货币资金增长至 33.07 亿元；应收账款增长至12.61亿元，存货增长至24.39亿元；其余科目较2019年底变动不大。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益有所增长，权益结构变化不大，权益稳定性尚可；负债水平有所上升，有息债务规模扩大，但长期债务占比提升，债务结构有所优化。

（1）所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益合计114.63 亿元，较上年底有所增长。其中，股本和资本公积较上年底有所下降主要为回购注销限制性股票所致。归属母公司的所有者权益中，股本和未分配利润占比较高。截至2020年3月底，公司所有者权益增长至120.51亿元，主要受未分配利润增长的推动。

（2）负债

截至2019年底，公司负债合计74.41亿元，较上年底变化不大，但非流动负债的比重由2018年底的12.79%提升至23.51%。

截至2019年底，公司流动负债56.92亿元，较上年底有所下降，主要为公司偿还一年内到期的非流动负债和其他应付款所致。公司流动负债构成主要为短期借款、应付账款、预收款项和其他应付款。

截至2019年底，公司短期借款为26.53亿元，较2018年底增长8.62%，构成上仍以抵押借款（5.12 亿元）、保证借款（13.79 亿元）和信用借款（7.56 亿元）为主；应付账款为11.15亿元，较上年底持平。

截至 2019 年底，公司其他应付款为 6.44亿元，较上年底有所下降，主要系应付的限制性股票回购义务下降所致；一年内到期的非流动负债为1.65亿元，较上年底大幅下降主要系偿还一年内到期的应付债券所致。

截至 2019 年底，公司非流动负债增长至17.49 亿元，主要系公司新增 6.50 亿元保证类长期借款所致；长期应付增长至3.16亿元，主要系应付融资租赁款所致。

截至2020年3月底，公司负债合计82.81亿元，较2019年底小幅增长，主要来自长短期借款的增长，负债结构较上年底变化不大。

有息债务方面，截至2019年底，公司全部债务规模 43.59 亿元，同比有所增长。其中，短期债务28.64亿元，长期债务14.95亿元，债务结构有所优化。债务指标方面，2019年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 39.36%、27.55%和11.54%。截至2020年3月底，公司全部债务继续增长至53.59亿元，债务结构较2019年底变动不大；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提升至 40.73%、30.78%和13.37%。

4. 盈利能力

2019年受非洲猪瘟影响，公司营业收入有一定程度下降，非经常损益对利润总额贡献降低；受益于养殖业务周期性利润增长，公司整体盈利能力有所提升。

2019年，公司实现营业收入165.78亿元，同比下降14.11%，主要受饲料业务收入下降的影响；同期，公司营业成本为132.77亿元，同比下降15.40%，营业成本降幅大于营业收入降幅；公司营业利润率为19.62%，同比上升1.19个百分点。

2019年公司期间费用为26.34亿元，同比有所下降，期间费用占营业收入的比重降至15.89%。

2019年公司利润总额为7.04亿元，同比小幅增长。非经常性损益方面，2019年，公司实现投资收益1.76亿元，同比大幅下降；实现其他收益1.25亿元，主要为政府补助款，补助项目主要为种业补贴款、饲料补贴款、发展基金等。2019年，公司非经常性损益占利润总额比重为42.33%，公司利润总额对非经常性损益依赖性下降。

2019年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为5.31%和5.42%。

2020年1—3月，公司实现营业收入40.81亿元，同比变化不大；实现投资收益1.77亿元；实现利润总额6.23亿元，同比大幅增长，主要系养殖业务利润继续增长所致。

5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流净额呈增长态势，投资活动及筹资活动产生的现金流出有所收缩，考虑到较大的投资计划，公司存在一定对外融资需求。

从经营活动来看，2019 年公司经营活动现金流入规模为 174.73 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增长至 17.87 亿元；2019 年公司现金收入比为 103.12%。

从投资活动来看，2019 年公司投资活动现金流入量为 5.72 亿元；投资活动现金流出量为 9.62 亿元，同比大幅下降，主要由于公司减少理财产品投资所致。2019 年，公司投资活动现金体现为净流出 3.90 亿元，流出规模同比大幅下降。

从筹资活动来看，2019 年公司筹资活动现金流入量合计 35.05 亿元，同比大幅下降，主要系当期无超短期融资券发行所致；筹资活动现金流出量为 44.84 亿元；公司筹资活动产生的现金流量净额为-9.79 亿元，流出规模小幅下降。

2020 年 1—3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-0.75 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-2.87 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 9.43 亿元。

6. 偿债能力

公司偿债能力在跟踪期内有所增强。

从短期偿债指标看，2019 年底，公司流动比率和速动比率分别为 121.32%和 80.95%，同比均大幅提升；截至 2020 年 3 月底，上述两指标继续提升至 128.71%和 89.11%。2019 年，公司经营现金流动负债比上升至 31.40%。

长期偿债能力方面，2019 年公司 EBITDA 利息倍数为 6.30 倍；全部债务 EBITDA 倍数为 2.94 倍。

截至 2019 年末，公司在各大银行获得授信总额 75.86 亿元，已使用额度为 38.69 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。

7. 或有事项

公司对外担保余额较大，被担保企业经营规模较小，盈利能力较差；对外担保有代偿发生；同时，荣昌育种存在对外担保逾期和未经程序越权对外担保，公司存在或有负债风险。

截至 2019 年底，公司对外担保余额合计 19.32 亿元，主要为对关联企业担保。

表 10　截至 2019 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	40000.00	2021 年 8 月
	10000.00	2021 年 11 月
北京农信小额贷款有限公司	10000.00	2021 年 11 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
	9500.00	2026 年 6 月
辽宁大北农畜牧有限公司	1400.00	2021 年 2 月
黑龙江天佑牧业科技有限公司	2700.00	2023 年 8 月
宾县大北农农牧食品有限公司	9000.00	2027 年 5 月
富裕大北农农牧食品有限公司	6000.00	2023 年 2 月
	4000.00	2023 年 12 月

龙江丰源畜牧有限公司	15000.00	2022 年 11 月
台州市金泽生态农业开发有限公司	2000.00	2023 年 11 月
北京伟农生物科技有限公司	5000.00	2021 年 9 月
光明食品集团上海农场有限公司	3692.88	2024 年 8 月
无棣县四季青市政工程有限公司	1056.86	2021 年 8 月
滨州市荣昌农牧科技有限责任公司	2377.92	2021 年 8 月
重庆日泉农牧有限公司	2240.00	2027 年 11 月
子公司主要零星客户汇总	17222.67	-
合计	**193190.33**	**-**

资料来源：公司提供

表 11　截至 2019 年底/2019 年主要被担保企业财务概况（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	157500.90	83907.99	6426.58	862.48
北京农信小额贷款有限公司	20911.05	16481.15	2274.64	163.52
黑龙江大北农农牧食品有限公司	134167.53	102775.62	18212.65	-2498.85
乾安大北农农牧食品有限公司	47530.00	-3065.94	14387.06	-10923.12
北镇大北农农牧食品有限公司	37047.72	10499.56	23269.37	9725.01
宾县大北农农牧食品有限公司	16321.35	3235.92	5861.45	-603.11
富裕大北农农牧食品有限公司	19504.21	7578.00	13373.69	3405.68
龙江丰源畜牧有限公司	23634.37	2234.17	6719.04	-1817.55
北京伟农生物科技有限公司	32878.68	24803.73	28816.70	2499.18

资料来源：公司提供

2019 年，公司对客户融资担保的逾期代偿发生金额为 4934.48 万元，计提坏账准备 3573.67 万元；2020 年 1—3 月未发生客户融资担保代偿。此外，公司为联营企业黑龙江省龙科种业集团有限公司担保代偿余额为 1940 万元，已于 2020 年 3 月 4 日全部收回；控股子公司山东荣昌育种股份有限公司（以下简称“荣昌育种”）对外担保逾期金额为 3900 万元，公司将预计承担的担保损失 1200 万元确认为预计负债。

值得关注的是，荣昌育种还存在未经程序的越权对外担保行为：1.经公司初步统计，荣昌育种已知存在合计 7000 万元额度的越权代理反担保行为；2.荣昌育种将其持有山东无棣农村商业银行股份有限公司（以下简称“无棣农商行”）的 2000 万股股权质押给无棣县四季青园林绿化有限公司，截至 2019 年底，该部分质押股权账面净值为 3200 万元，涉及的担保债务具体情况待荣昌育种进一步核实。

上述事项均未履行董事会、股东大会审议及公告程序，也未告知公司，属于荣昌育种原实控人和原高管私自经办的越权代理行为。公司未认可上述或有事项的法律效力，将通过法律途径主张上述或有事项无效。

8. 公司本部财务概况

公司本部收入规模小，对债务覆盖程度一般。

截至 2019 年底，公司本部资产总额 119.33 亿元，其中流动资产 31.76 亿元，非流动资产 87.56 亿元；流动资产主要由货币资金 10.37 亿元和其他应收款 15.08 亿元构成；非流动资产以长期股权投资 78.30 亿元和无形资产 5.15 亿元为主。

截至2019年底，公司本部负债合计40.74亿元，流动负债34.49亿元，以其他应付款20.83亿元和短期借款7.26亿元为主；非流动负债6.24亿元，主要为应付债券6.00亿元。

2019年，公司本部实现营业收入12.65亿元，投资收益2.07亿元；当期利润总额4.57亿元。

截至2020年3月底，公司本部资产总额合计123.03亿元，资产结构变化不大，其中货币资金12.47亿元。截至2020年3月底，公司本部负

债总额42.48亿元，较上年底略有增长，结构变化不大。2020年1—3月，公司实现营业收入2.48亿元，投资收益1.75亿元；利润总额2.11亿元。

8. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业信用报告（自主查询版）》（统一社会信用代码：91110000102006956G），截至2020年5月22日，公司本部已结清及未结清信贷信息中，无不良及关注类信贷信息，公司过往债务履约情况良好。

9. 抗风险能力

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。

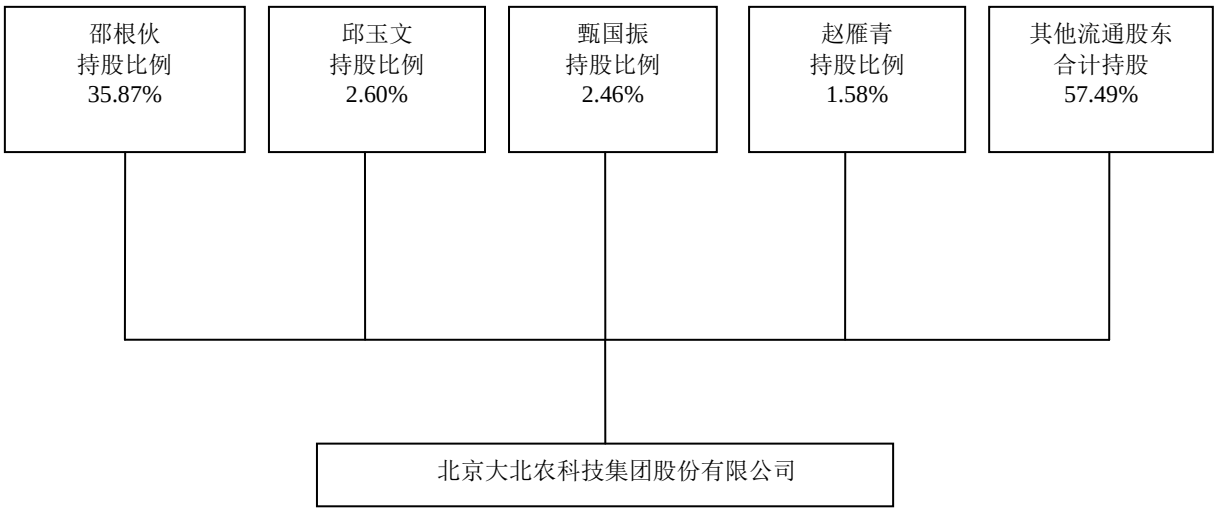
2019年，公司经营活动现金流入量174.73亿元，是存续期债券余额的29.12倍；经营活动现金流量净额17.87亿元，是存续期债券余额的2.98倍；公司EBITDA为14.82亿元，是存续期债券余额的2.47倍。

总体看，公司EBITDA和经营活动净现金流对存续期内债券余额的保障能力较强。

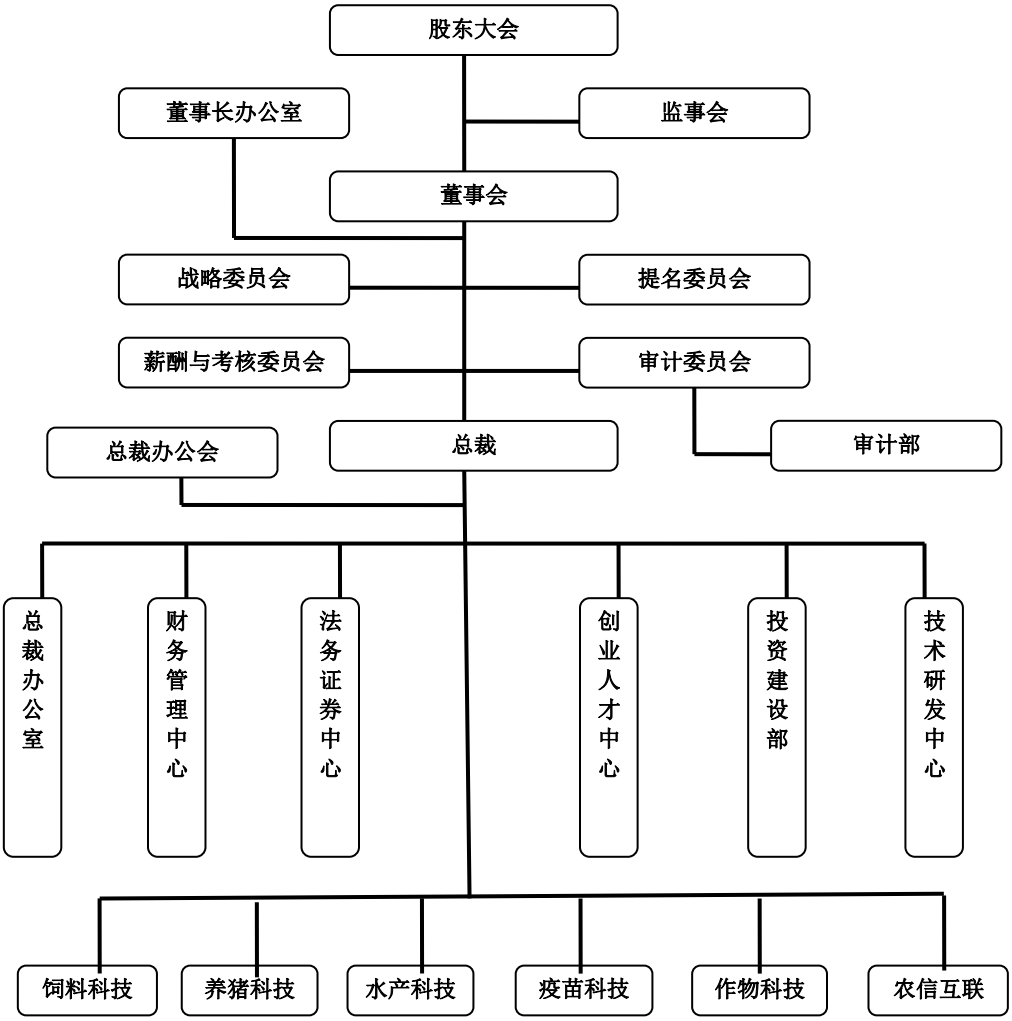
十一、结论

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

附件 1　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 3　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	37.68	22.16	26.01	32.17
资产总额(亿元)	192.58	180.96	189.04	203.32
所有者权益(亿元)	117.67	107.14	114.63	120.51
短期债务(亿元)	33.10	29.55	28.64	34.99
长期债务(亿元)	5.00	7.65	14.95	18.60
全部债务(亿元)	38.10	37.19	43.59	53.59
营业收入(亿元)	187.42	193.02	165.78	40.81
利润总额(亿元)	15.67	6.56	7.04	6.23
EBITDA(亿元)	21.78	14.48	14.82	--
经营性净现金流(亿元)	7.15	10.67	17.87	-0.75
财务指标				
销售债权周转次数(次)	16.37	12.31	11.67	--
存货周转次数(次)	6.48	6.25	5.78	--
总资产周转次数(次)	1.26	1.03	0.90	--
现金收入比(%)	97.39	97.87	103.12	96.23
营业利润率(%)	23.91	18.43	19.62	24.67
总资本收益率(%)	9.47	5.09	5.31	--
净资产收益率(%)	11.20	4.54	5.42	--
长期债务资本化比率(%)	4.07	6.66	11.54	13.37
全部债务资本化比率(%)	24.46	25.77	27.55	30.78
资产负债率(%)	38.90	40.79	39.36	40.73
流动比率(%)	134.41	107.76	121.32	128.71
速动比率(%)	94.26	72.07	80.95	89.11
经营现金流动负债比(%)	10.55	16.58	31.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	13.44	5.83	6.30	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.75	2.57	2.94	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计；现金类资产已扣除受限货币资金；其他流动负债和其他应付款中的有息债务计入短期债务；长期应付款中的有息债务计入长期债务

附件 4　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	201 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.20	16.12	14.27	16.37
资产总额(亿元)	119.13	122.13	119.33	123.03
所有者权益(亿元)	78.16	75.78	78.59	80.54
短期债务(亿元)	10.00	15.30	7.56	8.20
长期债务(亿元)	5.00	6.00	6.00	8.40
全部债务(亿元)	15.00	21.30	13.56	16.60
营业收入(亿元)	16.92	13.66	12.65	2.48
利润总额(亿元)	6.20	6.46	4.57	2.11
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-1.19	22.33	12.89	0.69
财务指标				
销售债权周转次数(次)	2.34	2.13	2.47	--
存货周转次数(次)	9.50	6.64	8.84	--
总资产周转次数(次)	0.18	0.13	0.10	--
现金收入比(%)	97.51	102.07	146.80	90.72
营业利润率(%)	40.69	37.47	30.61	34.66
总资本收益率(%)	7.38	7.60	5.48	--
净资产收益率(%)	7.34	7.69	5.54	--
长期债务资本化比率(%)	6.01	7.34	7.09	9.44
全部债务资本化比率(%)	16.10	21.94	14.71	17.09
资产负债率(%)	34.39	37.95	34.14	34.53
流动比率(%)	122.49	84.65	92.09	94.53
速动比率(%)	118.24	82.01	89.38	92.51
经营现金流动负债比(%)	-3.32	56.36	37.36	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年 1—3 月财务数据未经审计

附件 5　同行业企业对比

发行人	新希望六和股份有限公司	通威股份有限公司	北京大北农科技集团股份有限公司
主体信用等级	AAA	AA+	AA+
企业性质	民营企业	民营企业	民营企业
经营数据时点	**2019 年**		
毛利率（%）	12.07	18.69	19.77
销售债权周转次数（次）	103.22	17.64	11.67
财务数据时点	**2019 年**		
资产总额（亿元）	642.18	468.21	189.04
所有者权益（亿元）	326.50	180.88	114.63
营业收入（亿元）	820.51	375.55	165.78
利润总额（亿元）	64.31	31.52	7.04
经营活动现金流净额（亿元）	44.37	23.57	17.87
资产负债率（%）	49.16	61.37	39.36

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 6　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
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-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+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 7-1　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 7-2　短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含　　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息

附件 7-3　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