



大公国际资信评估有限公司
DAGONG GLOBAL CREDIT RATING CO.,LTD

CREDIT RATING REPORT

报告名称

江西正邦科技股份有限公司 主体与相关债项2019年度跟踪评级报告

目录

评定等级及主要观点
跟踪债券及募资使用情况
发债主体
偿债环境
财富创造能力
偿债来源
偿债能力



跟踪评级公告

大公报 SD【2019】121 号

大公国际资信评估有限公司通过对江西正邦科技股份有限公司及“17 正邦 01”的信用状况进行跟踪评级，确定江西正邦科技股份有限公司的主体长期信用等级维持 AA，评级展望维持稳定，“17 正邦 01”的信用等级维持 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一九年六月十八日



评定等级

主体信用					
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	发行额 (亿元)	年限 (年)	跟踪 评级 结果	上次 评级 结果	上次 评级 时间
17 正邦01	5.30	5(3+2)	AAA	AAA	2018.06

主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2019.3	2018	2017	2016
总资产	213.50	213.26	166.16	122.59
所有者权益	64.29	68.19	67.02	62.19
总有息债务	107.85	102.06	67.22	38.41
营业收入	51.94	221.13	206.15	189.20
净利润	-4.10	1.93	5.57	10.38
经营性净现金流	-1.97	13.31	9.12	16.91
毛利率	2.28	10.23	11.63	13.79
总资产报酬率	-1.41	2.43	4.65	10.19
资产负债率	69.89	68.02	59.67	49.27
债务资本比率	62.65	59.95	50.08	38.18
EBITDA 利息保障倍数(倍)	-	3.01	5.97	9.74
经营性净现金流/总负债	-1.34	10.90	11.43	27.60

注: 公司提供了 2018 年及 2019 年 1~3 月财务报表, 大华会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2018 年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2019 年 1~3 月财务报表未经审计; 2017 年资产负债表及利润表数据采用 2018 年追溯调整后的数据。

评级小组负责人: 肖 尧

评级小组成员: 尤亭力 白傲雪

电话: 010-51087768

传真: 010-84583355

客服: 4008-84-4008

Email: dagongratings@dagongcredit.com

主要观点

江西正邦科技股份有限公司(以下简称“正邦科技”或“公司”)主要从事饲料、生猪、兽药及农药的生产与销售, 并为养殖户和种植户提供产品、养殖技术服务、植保技术服务等综合服务。跟踪期内公司已构建一体化产业链结构, 仍有利于形成协同效应且业务区域分布仍较广; 但公司盈利能力大幅下滑, 有息债务规模增幅较大, 且短期债务占比较高, 存在一定的集中偿付压力。深圳市高新投集团有限公司(以下简称“深圳高新投”)为“17 正邦 01”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 仍具有很强的增信作用。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 饲料和养殖行业整合提升速度加快, 大型企业在采购和经营等方面的优势将更为显著;
- 公司已构建一体化产业链结构, 仍有利于形成协同效应;
- 公司业务区域分布仍较广, 能有效分散局部市场需求波动引起的风险;
- 深圳高新投为“17 正邦 01”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保, 仍具有很强的增信作用。

主要风险/挑战:

- 原材料价格的波动仍使饲料企业面临一定成本控制压力, 且饲料和养殖行业的需求受食品安全和动物疫情等突发事件影响较大, 公司仍面临市场行情波动的风险;
- 养殖业务盈利能力受生猪市场价格波动影响较大, 2018 年以来, 公司盈利能力大幅下滑, 未来盈利稳定性仍存在一定不确定性;
- 2018 年, 公司资产负债率升高, 有息债务规模大幅增长, 期限主要分布在一年以内, 存在一定的短期偿付压力。



评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、除因本次评级事项构成的委托关系外，发债主体与大公及其关联公司、控股股东、控股股东控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。大公评级人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

八、本评级报告所依据的评级方法《大公农产品企业信用评级方法》，该方法已在大公官网公开披露。



跟踪评级说明

根据大公承做的正邦科技存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对受评对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

跟踪债券及募资使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）

债券简称	发行 额度	债券 余额	发行期限	募集资金用途	进展情况
17 正邦 01	5.30	5.30	2017. 11. 17~2022. 11. 17	补充流动资金、 偿还银行贷款	已按照募集 要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

发债主体

公司的前身为成立于 1996 年 9 月的江西大和实业有限公司（以下简称“大和实业”），发起人为江西省樟树市大桥四特酒基二厂、江西省临川市华泰饲料厂和自然人刘道君（加拿大国籍），注册资本 1,000 万元，性质为中外合作经营企业；同年 11 月，大和实业更名为江西正邦实业有限公司（以下简称“正邦实业”）。2001 年 1 月，江西正邦投资有限公司（2003 年更名为江西正邦集团有限公司，以下简称“江西正邦”）出资 650 万元购买正邦实业 65% 的股权，成为正邦实业的控股股东。2004 年 3 月，正邦实业变更为现名，同年 6 月，公司控股股东江西正邦更名为正邦集团有限公司（以下简称“正邦集团”）。2007 年 8 月 17 日，公司在深圳证券交易所挂牌上市（股票简称“正邦科技”，代码 002157.SZ），公开发行人民币普通股 1,900 万股，募集资金净额 19,289 万元。2014 年，公司采取非公开发行股票的方式向江西永联农业控股有限公司（以下简称“江西永联”）发行 16,529 万股。

后经多次增资扩股及股权变更，截至 2019 年 3 月末，公司注册资本为 23.64 亿元，正邦集团及江西永联分别持有正邦科技 46,902 万股和 46,887 万股，分别为公司第一大、第二大股东，正邦集团仍为公司控股股东；林印孙直接持有正邦集团 60.75% 的股权，仍为公司实际控制人。

2018 年 10 月，公司发布《2018 年度非公开发行 A 股股票预案》，江西永联以现金认购此次非公开发行的全部股份，此次募集资金总额不超过 99,274.49 万元，扣除发行费用后，募集资金将全部用于发展生猪养殖及偿还银行贷款。2019



年 5 月 10 日，中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）发行审核委员会对公司非公开发行股票的申请进行了审核并获得审核通过。目前，公司尚未收到中国证监会的书面核准文件。

公司严格按照《公司法》、《证券法》、《上市公司治理准则》和《深圳证券交易所股票上市规则》等有关法律、法规的要求，持续规范公司治理结构。公司建立了由股东大会、董事会、监事会、经理层组成的治理结构体系，并设立了采购部、发展部、技术部、市场企划部、人力资源部、财务部、证券部、审计部和法律事务部，实行垂直化管理，集团总部向各子公司派驻高级管理人员，进行集团化统一管理。为适应管理需要，公司建立了一套较完整的内部管理制度，包括预算制度、财务管理制度、重大投融资决策制度、内部审计制度等，为公司健康发展奠定了良好基础。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2019 年 4 月 9 日，公司本部未曾发生过信贷违约事件。截至本报告出具日，公司在债券市场发行的“12 正邦债”到期已正常还本付息，“17 正邦 01”尚未到还本付息日。

偿债环境

2018 年，我国经济继续表现良好，但未来面临经济下行压力；国家政策的支持和行业的逐步整合有利于大中型饲料企业的发展；原材料价格波动给饲料生产企业带来成本控制压力，且饲料行业需求受行业景气度及食品安全、动物疫情影响较大。

（一）宏观政策环境

我国国民经济运行增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好；预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂严峻，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

2018 年，我国经济增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好。我国实现国内生产总值 90.03 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.6%，增速同比下降 0.3 个百分点。2018 年，我国工业增加值首次突破 30 万亿元，全国规模以上工业增加值同比增长 6.2%，增速同比下降 0.4 个百分点；固定资产投资同比增长 63.56 万亿元，同比增长 5.9%，增速同比下降 1.3 个百分点，其中房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.5%，增速同比下降 2.5 个百分点。全社会消费品零售总额同比名义增长 9.0%，增速同比降低 1.2 个百分点，国内消费需求放缓；以人民币计价外贸进出口总值同比增长 9.7%，其中，对美国进出口增长 5.7%，与“一带一路”沿线国家进出口增长 13.3%，高出全国整体增速 3.6 个百分点，已成为我国外贸发展的新动力。2018 年，全国一般公共预算收入同比增长 6.2%，增速同比下降 1.2 个百分点；政府性基金收入同比增长 22.6%，



增速同比下降 12.2 个百分点，其中，土地使用权出让收入同比增长 25.0%，增速同比减少 20.2 个百分点，增速大幅放缓。

面对经济下行压力，中央和地方政府综合运用货币政策、产业政策、结构性政策、区域政策等配套措施，以确保经济运行在合理区间。实施积极的财政政策和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求，并实施更大规模的减税降费措施以改善企业经营效力。积极的财政政策加力提效，较大幅度增加地方政府专项债券规模，提高专项债券使用效率，有效防范政府债务风险，更好地发挥专项债券对稳投资、扩内需、补短板的作用；货币政策松紧适度，保持合理的市场流动性，提升服务实体经济的能力，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。产业政策方面，提升制造业发展水平，推动其与现代服务业的融合发展，增强制造业技术创新能力，推动产能过剩行业加快出清，降低全社会各类营商成本，加大基础设施投资力度，完善公共服务体系建设。结构性政策方面，坚持以供给侧结构性改革为主线，强化体制机制建设，转变政府职能，深化国资国企、市场准入、财税体制、金融体制等领域改革。区域发展政策方面，统筹西部大开发、中部地区崛起、东北全面振兴、东部率先发展的协调发展战略，促进京津冀、粤港澳大湾区、长三角等地区新的主导产业发展，推进“一带一路”建设，带动贸易发展。预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂多变，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

（二）行业环境

1、饲料

国家政策支持 and 行业的日趋规范促进饲料行业集中度的进一步提高，有利于大中型饲料企业的发展。饲料主要原材料价格波动较大，给饲料生产企业带来一定的成本控制压力；饲料行业的需求受养殖业的景气度及食品安全、动物疫情等突发事件影响较大。

2014 年 1 月 13 日中华人民共和国农业部颁布《饲料质量安全管理规范》制定了从原料采购到产品销售的全程质量安全控制规范措施，政策的支持和行业的规范有利于行业龙头通过兼并和新建生产线扩大产能产量，最终导致行业集中度将进一步提高，有利于大中型饲料企业的发展。2016 年 10 月 17 日，中共中央国务院发布《全国农业现代化规划 2016~2020 年》，规划制定了农业现代化的发展目标：到 2020 年，全国农业现代化取得明显进展，国家粮食安全得到有效保障，农产品供给体系质量和效率显著提高。

饲料行业是连接种植业与养殖业的中间行业，其发展水平是衡量一国农牧业综合实力的重要指标之一。2018 年，全国饲料总产量为 1.81 亿吨，同比增长 0.31%。其中猪料产量 0.70 亿吨，同比增长 0.32%；蛋禽料产量 0.31 亿吨，同



比增长 0.81%；肉禽料产量 0.52 亿吨，同比下降 0.26%；反刍料产量 0.08 亿吨，同比增长 1.11%。猪料、蛋禽料及水产料、反刍料总产量同比增长，肉禽料及其他特种动物饲料产量同比下降。饲料行业经过了前期的高速发展，行业整合提升、优胜劣汰的速度将有所加快，根据国家“十三五”规划，饲料企业的数量将进一步减少到 3,000 家，行业集中度的提高将促使各饲料企业向规模化、现代化、专业化、规范化的方向发展。

饲料的主要原材料为玉米和豆粕，约占饲料原料成本 80%左右，其中玉米用量占 60%左右，豆粕用量占 20%左右。2019 年 3 月，因中美贸易争端，豆粕价格飙涨高达 3,400 元/吨，出于成本因素的考虑，杂粕替代豆粕 100~150 万吨，其中杂粕进口增加 100 万吨以上。原材料价格的波动给饲料生产企业带来较大的成本控制压力。作为饲料业最主要的下游行业，养殖业的景气程度直接影响着饲料行业的需求。受动物疫情、食品安全等突发事件的影响，生猪与禽类养殖企业经营面临市场行情波动风险，饲料行业作为养殖业上游，经营也会面临不确定性。以生猪养殖为例，生猪存栏数直接决定了猪饲料产量增速；生猪产业产量及销量呈现出波动变化规律，猪饲料产量和消费量也将受到影响。2019 年上半年生猪养殖效益的亏损，加上非洲猪瘟疫情的持续蔓延，导致生猪提前出栏、存栏量继续下降，减少豆粕消费量达 200~350 万吨。考虑到非洲猪瘟疫情短期内难以根除，养殖业将继续去产能化，预计 2019 年豆粕消费增速将放缓或呈下滑态势。

2、养殖

2018 年以来，全国母猪存栏量继续下行；政府鼓励生猪标准化养殖、生猪良种饲养以及养殖环节无害化处理；环保管控和用地审批政策趋严将加快中小养殖散户的退出，加速养猪行业的区域整合，有利于规模化大型养殖企业的发展；动物疫病对于养殖业的危害较大，对养殖户经济利益造成损失，同时造成供给失衡。

中央政府通过各项补贴鼓励生猪标准化养殖、生猪良种饲养以及养殖环节无害化处理。根据农业部规划，到 2020 年南方水网地区年出栏 500 头以上规模猪场要达到该部分地区生猪出栏量 70%以上。未来环保监管要求进一步提高将使养殖行业环保费用增长，或将对行业的经营业绩和利润水平产生一定影响。

长期以来，我国生猪养殖行业以中小养殖散户为市场的主要参与者导致了我国生猪饲养体系产业化程度低、市场集中度不高。同时，受到技术、资金等条件的制约，不同规模的养殖企业在猪价波动时的应对策略也不尽相同，散户作为生猪养殖的重要主体，具有进入或退出的成本低、信息获取不对称、技术落后及资金实力弱等特点，在实际操作中通常表现为猪价高涨时高价补充产能，猪价低迷时恐慌性出栏，从而造成生猪市场短时间内产生供需失衡，使猪肉价格产生波动。

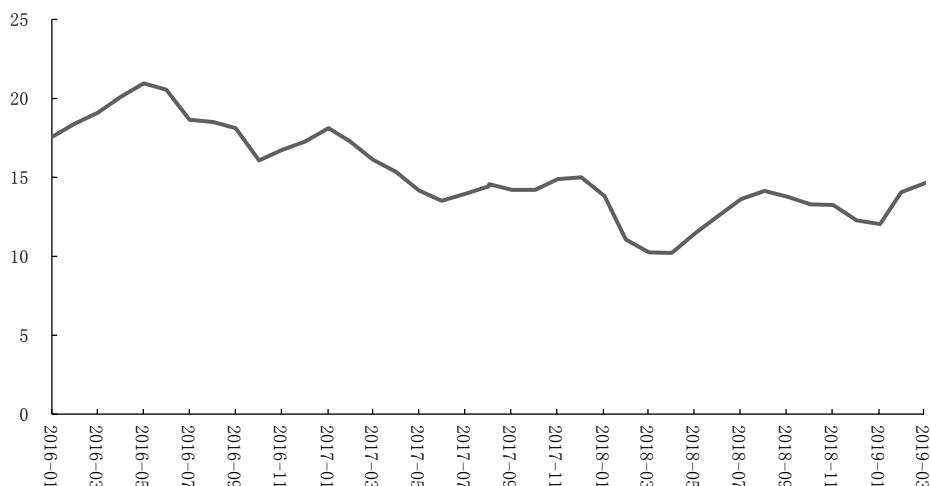


图 1 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月全国 22 个省市生猪平均价 (单位: 元)

数据来源: Wind

2018 年,我国猪肉产量为 5,404 万吨,同比下降 0.9%;年末生猪存栏 42,817 万头,同比下降 3.0%;生猪出栏 69,382 万头,同比下降 1.2%。2018 年以来,我国能繁母猪存栏量持续下行,由于能繁母猪补栏到增加商品猪供应一般需要 13 个月左右,且养殖预期和生产存在时滞性,因而生猪价格的“猪周期”一般为 3~4 年。2018 年末,能繁母猪存栏 2,973.14 万头,跌破 3,000 万头大关,同比减少 450.87 万头。

动物疫病会对养殖户经济利益造成损失,造成供给失衡,同时也会在一定时间内影响到人们的消费习惯。目前国内对生猪养殖影响较大的疫病主要有猪瘟、蓝耳病、口蹄疫等,这些疫病防治难度较大,死亡率高。重大疫病爆发对生猪存栏和市场供需影响较大,在生猪存栏不足的时候,疫病爆发会导致供给进一步减少,推高猪价继续上涨;在生猪存栏过剩时期,疫病爆发会导致养殖户恐慌性出栏,猪价加速下跌。自 2018 年 8 月初我国首次发现非洲猪瘟以来,全国 20 多个省份 40 多个市区曾发生过多起家猪疫情,但在有效的控制下,疫情得到了控制,但防疫态势依然严峻。

(三) 区域环境

江西省与多个最具活力的经济圈相毗邻,陆、河交通运输便利,地区生产总值仍增长较快;2018 年江西畜禽生产总体趋好。

江西省与中国最具经济活力的长三角、珠三角、闽中南经济圈相毗邻,被纳入泛珠三角经济圈,陆、河交通运输便利,拥有紧连粤闽浙、深延港澳台的区位优势。2018 年,江西省地区生产总值为 21,984.8 亿元,同比增长 8.7%,实现了 8.5%的预期发展目标。江西省是生猪养殖大省之一,受益于地理位置,江西为沪、港地区的主要生猪供应地。2018 年,江西畜禽生产总体趋好,其中猪肉产量 246.3 万吨,同比下降 1.3%;牛肉产量 12.5 万吨,同比增长 3.4%;羊肉产量 2.1 万吨,



同比增长 6.6%；禽肉产量 63.2 万吨，同比增长 3.9%；生猪存栏 1,587.3 万头，同比下降 2.1%；生猪出栏 3,124.0 万头，同比下降 1.8%。

财富创造能力

公司已构建一体化产业链结构，有利于形成协同效应；公司业务区域分布仍较广，能有效分散局部市场需求波动引起的风险；2018 年以来，营业收入持续增长，但受生猪售价波动影响，毛利润和毛利率均小幅下降。

公司仍主要从事饲料、生猪、兽药及农药的生产与销售，并为养殖户和种植户提供产品、养殖技术服务、植保技术服务等综合服务。2018 年，饲料业务仍是公司收入和毛利润的主要来源，养殖业务仍是收入和毛利润的重要补充。

表 2 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司营业收入及毛利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年 1~3 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	51.94	100.00	221.13	100.00	206.15	100.00	189.20	100.00
饲料	28.06	54.02	132.79	60.05	140.39	68.10	145.16	76.72
养殖	20.90	40.25	76.26	34.49	55.13	26.74	33.77	17.85
兽药	0.62	1.19	2.48	1.12	2.19	1.06	1.46	0.77
农药	1.64	3.17	5.87	2.65	4.55	2.20	4.35	2.30
其他	0.72	1.38	3.72	1.68	3.89	1.89	4.45	2.35
毛利润	1.19	100.00	22.62	100.00	23.97	100.00	26.08	100.00
饲料	2.80	236.31	13.43	59.37	13.01	55.26	10.61	40.67
养殖	-2.45	-207.34	6.05	26.75	7.94	33.73	12.92	49.52
兽药	0.16	13.66	0.69	3.05	0.97	4.10	0.77	2.95
农药	0.62	52.34	2.10	9.28	1.49	6.33	1.53	5.87
其他	0.06	5.02	0.35	1.55	0.55	0.58	0.25	0.99
毛利率	2.28		10.23		11.63		13.79	
饲料	9.96		10.11		9.27		7.31	
养殖	-11.73		7.93		14.41		38.25	
兽药	26.18		27.90		44.06		52.63	
农药	37.64		35.79		32.78		35.22	
其他	8.29		9.34		14.20		5.62	

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年，受益于养殖业务规模的不断扩大，公司实现营业收入 221.13 亿元，同比增长 7.27%；受养殖业务中生猪销售价格波动影响，毛利润和毛利率均小幅下降。分业务板块来看，饲料业务收入同比减少 5.41%，主要是猪饲料、禽料及其他饲料售价同比均有所下降所致；毛利润同比增长 3.23%，毛利率同比小幅提高。养殖业务收入随生猪销量的提高大幅增长 38.33%，但由于生猪价格的降低，毛利润同比减少 23.80%，毛利率同比降低 6.48 个百分点。兽药业务收入同比增



长 13.24%，主要受益于兽药销量的增长，但毛利率同比降低 16.16 个百分点，主要是公司加大了代理商激励力度，兽药价格有所降低所致。农药业务收入和毛利润分别同比增长 29.01%和 40.94%，主要是公司加强开发网络销售渠道，使农药销量有所增长，毛利率同比增加 3.01 个百分点，仍保持在较高水平。其他业务收入同比降低 4.37%，主要是其他业务中的原料贸易业务量降低导致收入同比减少所致，毛利润同比减少 0.20 亿元，毛利率同比下降 4.86 个百分点。

2019 年 1~3 月，公司营业收入同比增长 4.74%，主要是由于随着公司生猪产能和存栏量的大幅增长，生猪销量增长，养殖业务收入同比增长 33.89%所致，同期饲料业务收入同比下降 10.89%，主要是猪饲料和禽饲料收入降低所致。同期，公司毛利润同比减少 3.54 亿元，主要是生猪价格降低导致养殖业务毛利润同比减少 3.09 亿元所致；毛利率同比大幅减少 7.26 个百分点，主要是受生猪价格降低，及公司加大生物安全防护投入使成本增加影响，养殖业务出现成本倒挂所致。

（一）饲料业务

饲料业务是公司的传统业务，主要的饲料产品包括猪饲料、禽饲料、水产料和反刍料等，其中猪饲料仍是饲料业务收入和利润的主要来源。

公司饲料业务的主要产品包括猪饲料、禽饲料、水产料和反刍料等，经营模式有经销商模式、猪场直销模式和猪场托管模式。2018 年，饲料业务收入同比减少 5.41%，但毛利率同比提高 0.84 个百分点。其中，由于公司优化饲料产品结构，猪饲料销量增加影响，猪饲料收入同比增长 5.85%，毛利率同比增加 0.35 个百分点；禽饲料收入同比下降 27.91%，毛利率同比增加 0.20 个百分点。

表 3 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司饲料业务收入及毛利润构成情况(单位:亿元、%)

项目	2019 年 1~3 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	28.06	100.00	132.79	100.00	140.39	100.00	145.16	100.00
猪饲料	20.73	73.88	92.71	69.82	87.59	62.39	83.35	57.42
禽饲料	6.55	23.33	31.93	24.04	44.29	31.55	52.19	35.95
其他饲料	0.78	2.78	8.15	6.14	8.50	6.06	9.62	6.63
毛利润	2.80	100.00	13.43	100.00	13.01	100.00	10.61	100.00
猪饲料	2.40	85.95	11.42	84.99	10.48	80.51	7.99	75.31
禽饲料	0.32	11.58	1.33	9.87	1.75	13.43	1.87	17.62
其他饲料	0.07	2.47	0.69	5.15	0.79	6.06	0.76	7.16
毛利率	9.96		10.11		9.27		7.31	
猪饲料	11.59		12.31		11.96		9.58	
禽饲料	4.94		4.15		3.95		3.58	
其他饲料	8.84		8.48		9.27		7.86	

数据来源：根据公司提供的资料整理



2019 年 1~3 月，公司饲料业务收入同比减少 10.89%，毛利率同比减少 0.55 个百分点。其中，受生猪市场持续低迷，加上春节后生猪行情季节性走低影响，猪饲料收入同比降低 10.41%，毛利率同比减少 0.98 个百分点；禽饲料收入同比降低 13.25%，毛利率同比小幅增加。

表 4 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司主要饲料产品销售情况（单位：万吨、元/吨）

原料	项目	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
猪饲料	销售量	67.09	293.44	263.65	247.06
	销售均价	3,089.76	3,159.51	3,322.37	3,373.83
禽料	销售量	31.34	156.73	188.37	258.56
	销售均价	2,089.24	2,037.28	2,351.26	2,018.46
其他饲料	销售量	2.70	29.42	27.34	31.39
	销售均价	2,898.29	2,769.01	3,109.72	3,063.79

资料来源：根据公司提供资料整理

公司重视技术研发，拥有多项专利技术；公司被认定为“农业产业化国家重点龙头企业”，多项饲料产品仍拥有较高的品牌知名度。

公司继续从事畜、禽、水产饲料的研究开发，先后与中国农业大学、国家农业生物技术重点实验室等 10 多个科研院校建立了技术合作关系，同时，公司还建立了企业博士后工作站，公司技术研发中心被江西省经委认定为“省级企业技术中心”。经农业部、国家发改委、国家财政部等八部委联合审定，公司被认定为“农业产业化国家重点龙头企业”，且先后被江西省科学技术厅认定为“高新技术企业”、被国家发改委认定为“现代农业高新技术产业化工程示范企业”。截至 2019 年 3 月末，公司拥有专利 57 项，其中发明专利 28 项，实用新型专利 15 项，外观设计专利 14 项。

公司共拥有“正邦”、“广联”等 5 个饲料品牌，涉及猪、禽、鱼等饲料产品。“正邦牌”猪饲料被认定为“中国名牌产品”，“正邦”牌商标被认定为“江西省著名商标”；“仔猪代乳饲料”、“仔猪预混合饲料”等五个产品被江西省科学技术厅认定为“高新技术产品”。公司多项饲料产品仍拥有较高的品牌知名度。

饲料业务继续采用“统一管理、分散经营”的商业运作模式，降低了运输和销售等成本；2018 年，公司饲料产能及产量均有所增长。

受下游市场分散和销售半径的限制，2018 年公司在饲料生产上采取“统一管理、分散经营”的商业运作模式，以控制运输、采购、销售和技术服务成本。截至 2019 年 3 月末，公司已在全国近 20 个省建立了 96 家饲料子公司，9 家饲料分公司。生产计划的制定遵循“以销定产”的原则，以降低库存和资金占用。

**表 5 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月饲料产能、产量及产能利用率情况¹**

项目	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
产能（万吨/年）	831	831	775	728
产量（万吨）	161	651	583	582
产能利用率（%）	77.36	78.41	75.23	79.95

数据来源：根据公司提供资料整理

公司饲料生产仍主要为以销定产，2018 年，公司东营泊头分公司、东营新户分公司等新建饲料生产线共计 47 万吨/年产能投产，饲料产能提升至 831 万吨/年，饲料业务产能利用率同比提升 3.18 个百分点。2019 年 1~3 月，公司饲料产量 161 万吨，同比增长 5.92%；产能利用率为 77.36%，同比小幅下降。

公司仍采用集中采购模式，与多个规模型供应商保持战略合作关系，有利于原材料供应的稳定性；主要饲料原材料采购价格的波动使公司成本控制依旧面临一定压力。

玉米和豆粕占公司饲料生产成本的 80%左右，棉粕和鱼粉占生产成本的 10%左右，因此玉米和豆粕的价格决定了公司饲料和养殖成本的高低。2018 年，玉米、豆粕和棉粕采购均价同比分别上涨 8.95%、11.16%和 6.32%；采购量方面，玉米采购量同比上升 27.30%，棉粕和豆粕采购量同比分别降低 11.16%和 27.76%。2019 年 1~3 月，公司豆粕和棉粕采购均价同比分别下降 10.08%和 6.07%，玉米采购均价同比变化不大；同时，玉米、豆粕和棉粕采购量同比分别降低 8.21%、28.29%和 36.32%，主要是公司加强了前期原材料库存消耗，其中棉粕采购量下降幅度较大，主要由于菜粕性价比高于棉粕，公司在配方中以部分菜粕取代了棉粕。2018 年以来，公司主要饲料原材料采购价格波动上涨，使公司成本控制依旧面临一定压力。

表 6 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司主要原料采购情况

原料	项目	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
玉米	采购量（万吨）	73.98	350.87	275.62	289.09
	采购均价（万元/吨）	1,982.00	2,165.14	1,987.21	1,954.95
	采购金额（万元）	146,624	759,683	547,715	565,157
豆粕	采购量（万吨）	33.61	159.40	179.43	174.68
	采购均价（万元/吨）	2,774.25	3,312.54	2,980.03	3,093.81
	采购金额（万元）	93,237	528,019	534,707	540,427
棉粕	采购量（万吨）	11.17	52.97	73.32	93.16
	采购均价（万元/吨）	2,686.80	2,924.28	2,750.42	3,397.14
	采购金额（万元）	30,009	154,909	201,661	316,478

资料来源：根据公司提供资料整理

¹ 2019 年 1~3 月产能利用率为年化产能利用率，下文同。



为降低采购成本，公司仍采用“集中采购”模式，“集中采购”量仍占总采购量的 90%以上。公司与多个规模型供应商保持长期合作关系，有利于原材料的品质及供应的稳定性。2018 年，公司主要原材料合计向前五大供应商采购额占总采购额的 8.20%，由于公司饲料生产区域较为分散，为了降低运输和人力等费用，公司采购的供应商集中度较低，但始终受公司采购中心及采购决策委员会统一管理。结算方式上，公司原材料采购到货后先支付 80%货款，收到发票后结算剩余 20%货款。

（二）养殖业务

公司形成了完整的生猪养殖产业链，养殖技术获得行业认可；饲料和兽药仍部分自供，确保了原材料的品质安全，且有利于养殖业务的原材料成本控制。

2018 年，公司大幅扩大养殖规模，养殖业务主要子公司江西正邦养殖有限公司（以下简称“正邦养殖”）、黑龙江正邦农牧有限公司（以下简称“黑龙江正邦”）和加美（北京）育种科技有限公司（以下简称“加美育种”）期末资产及当期收入规模同比均有所增长，但由于所属区域生猪价格偏低，黑龙江正邦出现亏损。2019 年 1~3 月，由于新增的自建猪场投产，在建工程转入固定资产，折旧增加，加美育种和黑龙江正邦毛利率同比均有所降低，净利润均出现亏损。

表 7 2018 年及 2019 年 1~3 月公司养殖业务主要子公司基本情况（单位：亿元、%）

子公司	期间	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
正邦养殖	2019 年 1~3 月	77.48	71.63	21.95	-0.59	3.08
	2018 年	64.29	64.88	58.71	1.81	-0.21
黑龙江正邦	2019 年 1~3 月	43.19	90.13	3.77	-2.40	0.17
	2018 年	49.54	86.55	11.08	-1.64	6.99
加美育种	2019 年 1~3 月	44.36	78.45	8.58	-0.44	-1.36
	2018 年	45.67	78.11	32.71	2.33	4.32

数据来源：根据公司提供资料整理

养殖业务是公司“饲料—兽药—种猪繁育—商品猪养殖”一体化产业链结构中的重要业务板块之一，包括生猪养殖和少数商品禽的养殖。公司继续致力于发展规模化养殖猪场，通过对核心猪场、扩繁场和商品场三级猪场的构建，形成了“育种—繁育—养殖”完整的生猪养殖产业链，有利于降低养殖成本。目前公司已获得“中国肉类食品行业强势企业”、“国家生猪核心育种场”、“第一届全国养猪行业百强优秀企业”等荣誉，养殖技术获得行业认可。

公司仍重视猪场环保建设，猪场建设严格按照畜禽良种化、养殖设施化、生产规范化、防疫制度化、粪污无害化等“五化”标准进行投资规划。在疫情防疫方面，公司从猪场选址、防疫距离到猪场内隔离措施安排等方面均建立了严格的



流程管控体系,每个猪场均配备有专业兽医团队;养殖场的建设远离人口密集区,采用为全封闭式管理。公司通过饲料和种猪的部分自供,减少外部生产物资的流入,一定程度上降低了病菌流入的风险。截至 2019 年 3 月末,公司尚未发生过重大疫情。

公司养殖业务的成本主要有饲料、疫苗和规定的兽药等。其中,部分养殖业务使用的饲料和兽药依旧由公司自供,而疫苗全部需要对外采购。公司饲料和兽药 90%自供不仅确保了原材料的品质安全,还有利于养殖业务的原材料成本控制。2018 年,随着公司养殖规模的扩大,养殖业务饲料、疫苗和兽药采购金额同比均大幅增加,主要是存栏肥猪数量的增长,加大了养殖业务对饲料等原材料的消耗。2019 年 1~3 月,由于公司 2018 年以来新增的养殖产能逐步投产,养殖业务采购的饲料、疫苗和兽药金额同比分别增长 4.36 亿元、0.02 亿元和 0.16 亿元。

表 8 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司养殖业原材料对外采购金额情况(单位:亿元)

原料	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
饲料	13.58	48.04	29.57	12.90
疫苗	0.49	2.15	1.53	0.66
兽药	1.04	2.84	2.64	1.12

数据来源:根据公司提供资料整理

公司养殖模式和生猪产品仍较为多样,可一定程度上分散市场风险;“公司+农户”模式可减少公司对固定资产的投资,但若猪价倒挂可能使公司面临一定损失。

公司生猪养殖仍主要包括“自繁自养”、“繁殖场”、“育肥场”和“公司+农户”模式,出栏生猪产品涵盖种猪、仔猪和肥猪,养殖模式和产品仍较为多样,可一定程度上分散市场风险。近年来“公司+农户”经营模式的推行,一方面可以减少公司养殖规模扩张对固定资产的大量投资,降低自身的资本投入,另一方面带动了周边农民向农业工人的就地转化,提高农户的养殖规模和养殖水平,但是该模式对养殖户的资金投入要求较高,且养殖户对安全防疫和成本控制等问题的把控能力参差不齐,此外,当市场生猪价格低于公司与养殖户约定的回收价格时,猪价倒挂可能使得公司面临一定的损失。

生猪养殖的产能计算方法为所有能繁母猪每年的产仔总数,由于公司在设计产能时,对能繁母猪的产仔数估计相对保守,因此实际产能存在大于设计产能的情况。2018 年,公司新增投产猪场 16 个,共新增养殖产能 258 万头/年,年化生猪养殖产能 886 万头/年,生猪产量为 736 万头,同比增加 335 万头,主要是汉沽猪场和黄骅猪场投产所致,产能利用率为 83.05%,同比下降 5.00 个百分点。

**表 9 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司生猪产能及产量情况**

项目	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
产能（万头/年）	886	886	455	362
产量（万头）	190	736	401	266
产能利用率（%）	85.74	83.05	88.05	73.53

数据来源：根据公司提供资料整理

公司生猪销售规模仍较大，且生猪出栏量持续增长，但生猪市场价格的波动对公司盈利能力影响仍较大，未来盈利情况存在一定不确定性。

公司生猪销售规模仍较大，2018 年，公司生猪出栏量为 553.99 万头，同比增长 61.87%；随着生猪养殖产能和产量的增长以及“公司+农户”模式的推行，公司产品销售结构发生了一定变化，育肥猪出栏量同比大幅增加 173.12 万头，但由于育肥猪市场行情回落，销售均价同比降低 10.17%；公司根据种猪和仔猪的市场售价对销售结构进行了调整，种猪出栏量同比增加 1.62 万头；此外，仔猪售价持续下降，且仔猪大多用于内部“公司+农户”模式的培育，出栏量为 74.00 万头，同比增加 37.01 万头。

2019 年 1~3 月，种猪和育肥猪的销售均价同比分别降低 23.38%和 8.77%，仔猪销售价同比增长 3.24%。在“公司+农户”模式的推广下，种猪存栏量和出栏量同比均有所下降；育肥猪存栏量和出栏量同比分别增加 44.19 万头和 46.50 万头，仔猪存栏量和出栏量同比均有所上升。未来随着公司重心向生猪养殖的倾斜，生猪总体存栏量有望提升，养殖业务收入有望进一步提高。但是养殖业务盈利能力与生猪销售价格密切相关，生猪价格市场的波动对盈利能力影响较大，未来养殖业务盈利存在一定不确定性。

（三）兽药及农药业务

公司兽药和农药业务对公司收入和利润形成一定补充，有利于公司养殖产业链的延伸。

公司兽药和农药业务的经营主体分别为江西新世纪民星动物保健品有限公司（以下简称“新世纪民星”）和江西正邦生物化工有限责任公司（以下简称“正邦生化”），2018 年新世纪民星及正邦生化盈利情况较为稳定。公司兽药业务仍主要以猪、禽用兽药为主，有利于公司养殖产业链的延伸，兽药业务主要通过一级代理商进行分销，同时成立大客户部，面向规模猪场直销。公司充分利用自身在动物疾病服务方面优势，组建了技术服务营销团队，为高端客户提供养殖场疾病防控服务及个性化的产品定制。

**表 10 2018 年及 2019 年 1~3 月公司兽药及农药业务主要子公司基本情况(单位:亿元、%)**

子公司	期间	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
新世纪民星	2019 年 1~3 月	1.37	47.21	0.62	0.04	-0.05
	2018 年	1.34	48.99	2.57	0.08	0.24
正邦生化	2019 年 1~3 月	12.08	65.64	1.64	0.21	-0.05
	2018 年	11.11	65.1	5.96	1.09	0.13

数据来源:根据公司提供资料整理

公司农药业务产品以除草剂、杀虫剂、杀菌剂、植物生长调节剂为主,此外还包含农药原药及植物营养剂。产品从原来以水稻大田为主向蔬菜、瓜果经济作物转变。农药业务主要采用经销商模式,即通过“区域总代理”和“地县级经销商”进行网络式销售,并以“零售商直供”模式和“种植基地直销”模式作为有益补充。2018 年,公司各类农药产品总产量和总销量分别为 1.06 万吨和 1.19 万吨,产量同比提升 20.45%,销量同比略有下降。

表 11 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司主要销售区域情况²(单位:亿元、%)

销售区域 ³	2019 年 1~3 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
南方片区	19.99	38.49	65.05	29.42	62.78	30.45	54.50	28.80
北方片区	14.51	27.93	103.02	46.59	110.82	53.76	102.98	54.43
西南片区	17.41	33.52	52.13	23.57	31.55	15.31	31.26	16.52
其他	0.03	0.06	0.92	0.42	1.00	0.48	0.46	0.24
合计	51.94	100.00	221.13	100.00	206.15	100.00	189.20	100.00

资料来源:根据公司提供资料整理

2018 年以来,公司销售区域仍分布较广,其中北方片区、南方片区、西南片区销售额占比分别为 46.59%、29.42%和 23.57%,且受北方片区销售单价下降影响,销售额小幅下降。总体来看,公司饲料和养殖业务区域分布较广,能有效分散局部市场需求波动引起的风险。

² 包含公司所有业务板块。³ 南方片区主要包括江西省、湖南省、广东省、江苏省、浙江省、安徽省和湖北省;北方片区主要包括北京市、河南省、黑龙江省、山东省、吉林省、辽宁省、陕西省和新疆维吾尔自治区;西南片区主要包括广西省、贵州省、四川省和云南省。



偿债来源

2018 年，受生猪市场价格下滑影响，公司盈利能力大幅下降，经营性现金继续净流入，且规模有所增加；融资渠道通畅，仍以银行借款为主；公司在建项目较多，未来仍存在一定投资支出压力；可变现资产以固定资产、存货及在建工程为主，整体变现能力一般。

（一）盈利

2018 年以来，受生猪市场价格下滑影响，公司盈利能力大幅下降；期间费用仍以销售费用和管理费用为主，期间费用率同比变化不大。

2018 年，公司营业利润、利润总额和净利润分别为 2.58 亿元、2.03 亿元和 1.93 亿元，同比分别减少 3.53 亿元、3.85 亿元和 3.64 亿元，主要是受生猪价格下滑及非洲猪瘟疫情影响，公司养殖业务毛利率降低，盈利能力大幅下降；公司总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.43% 和 2.82%，同比分别降低 2.23 个百分点和 5.48 个百分点。

2018 年，公司期间费用为 19.56 亿元，仍以销售费用和管理费用为主，期间费用率同比变化不大。其中，销售费用同比增长 10.18%；受研发费用剥离影响，管理费用同比下降 9.11%；受利息费用增加影响，财务费用增长较多，同比增加 1.35 亿元。非经常性损益方面，2018 年，公司资产减值损失包括坏账损失和可供出售金融资产减值损失，合计为 0.28 亿元，同比小幅下降；投资收益为 -0.11 亿元，规模较小。

表 12 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司收入及盈利概况（单位：亿元、%）⁴

项目	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
销售费用	1.60	7.36	6.68	6.80
管理费用	1.36	6.83	7.51	6.94
财务费用	1.22	3.29	1.94	2.04
研发费用	0.56	2.09	1.70	-
期间费用	4.75	19.56	17.83	15.77
期间费用/营业收入	9.14	8.85	8.65	8.34

数据来源：根据公司提供资料整理

受非洲猪瘟疫情影响，国内生猪市场持续低迷，且公司加大了生物安全防控的相关投入，2019 年 1~3 月公司业务出现亏损，营业利润、利润总额和净利润分别为 -3.53 亿元、-4.05 亿元和 -4.10 亿元，同比均有较大幅度下滑。同期，公司期间费用为 4.75 亿元，期间费用率为 9.14%，同比增加 0.82 个百分点，其中，财务费用同比增加 0.45 亿元，主要是利息费用增加所致；管理费用同比下降 24.65%，销售费用同比变动不大。

⁴ 研发费用计入期间费用计算。



（二）自由现金流

2018 年，公司经营性现金继续净流入，且同比有所增长，但由于利息支出大幅增长，经营性净现金流利息保障倍数有所下降；投资性现金流仍为净流出，但净流出规模同比有所下降。

2018 年，公司经营性净现金流为 13.31 亿元，净流入同比增加 4.19 亿元，主要是销售商品、提供劳务收到的现金增长所致；但受利息支出大幅增长影响，经营性现金流对利息的保障程度同比有所下降。同期，投资性净现金流为-31.48 亿元，净流出规模同比减少 10.31 亿元，主要是养殖项目建设投入同比减少所致。

表 13 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司现金流及偿债指标情况

项目	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
经营性净现金流（亿元）	-1.97	13.31	9.12	16.91
投资性净现金流（亿元）	-3.95	-31.48	-41.80	-20.66
筹资性净现金流（亿元）	4.36	16.48	24.67	11.81
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	-	2.80	3.84	9.33
经营性净现金流/流动负债（%）	-1.95	15.73	15.57	40.05

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年 1~3 月，公司经营性净现金流为-1.97 亿元，净流出规模同比下降 3.04 亿元，主要是随着“公司+农户”经营模式的推行，公司收到的养户合作保证金大幅增加所致，经营性现金流无法对债务和利息形成保障；投资性现金流净流出-3.95 亿元，净流出规模同比增加 0.65 亿元，主要是公司购建固定资产所致。2019 年 1~3 月，公司现金回笼率为 99.92%，现金流获取能力同比略有提升。

（三）债务收入

公司债务融资渠道较为通畅，仍以银行借款为主；2018 年以来，受兑付到期债务影响，公司筹资性净流入规模同比有所减少。

2018 年，公司筹资性净现金流为 16.48 亿元，净流入规模同比减少 8.19 亿元，主要是偿还银行借款和公司债券所致。2019 年 1~3 月，筹资性净现金流为 4.36 亿元，净流入规模同比减少 4.88 亿元，主要是偿还债务所致。

从筹资性现金流入来源来看，公司债务融资仍以银行借款为主，公司继续与多家银行及其他金融机构保持良好的合作关系，授信额度较为稳定，截至 2019 年 3 月末，公司共获得金融机构授信额度 136.19 亿元，未使用授信额度为 43.57 亿元。此外，公司于 2017 年通过债券市场非公开发行公司债进行融资，总体来看融资渠道仍较为通畅，债务融资收入是公司偿债来源的重要组成。

**表14 2016~2018年及2019年1~3月公司债务融资情况分析（单位：亿元）**

财务指标	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
筹资性现金流入	24.07	70.97	57.46	44.74
借款所收到的现金	21.17	66.19	49.00	25.42
筹资性现金流出	19.71	54.50	32.79	32.94
偿还债务所支付的现金	18.37	43.45	27.13	27.34

数据来源：根据公司提供资料整理

（四）外部支持

公司作为上市公司，股权融资渠道较为通畅；公司控股股东对公司获取债务收入提供了较大支持。

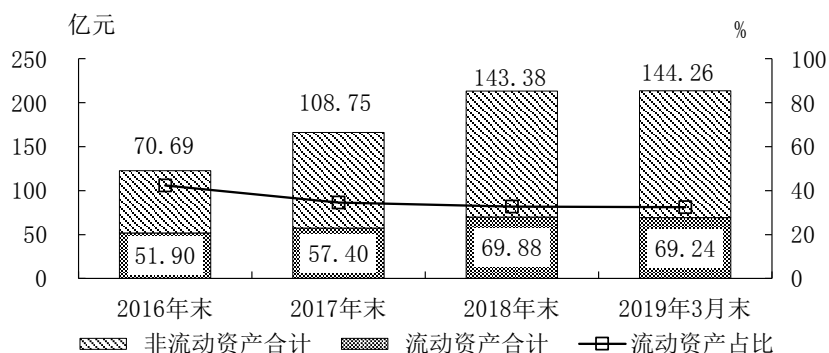
外部支持方面，2018 年及 2019 年 1~3 月，公司收到的政府补助分别为 2,185.40 万元和 999.71 万元，对公司偿债来源贡献比例很小。

公司作为上市公司，股权融资渠道较为通畅，有利于其资本实力的提升。股东支持方面，截至 2018 年末，公司短期借款中保证借款为 33.74 亿元，其中公司控股股东正邦集团和实际控制人林印孙共对短期借款担保 2.50 亿元；长期借款中保证借款为 33.45 亿元，其中控股股东正邦集团担保金额为 16.93 亿元，控股股东和实际控制人对公司获取债务收入提供了较大支持。

（五）可变现资产

2018 年以来，公司资产规模持续增加，资产结构仍以非流动资产为主；在建工程规模持续增大，可变现资产以固定资产、存货及在建工程为主，且存货周转效率持续下降。

2018 年末，公司资产总额为 213.26 亿元，同比增长 28.35%，资产结构仍以非流动资产为主。2019 年 3 月末，公司总资产为 213.50 亿元，较 2018 年末微增，非流动资产占比为 67.57%。

**图2 2016~2018年末及2019年3月末公司资产情况**

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产主要由存货、货币资金、应收票据及应收账款等构成。2018 年末，公司流动资产为 69.88 亿元，同比上升 21.73%。其中，存货为 42.34 亿



元,同比增长 27.18%,主要是商品猪存货同比增加 10.27 亿元所致,2018 年末,公司未计提存货跌价准备。由于存货中的生猪及原材料价值均受市场行情波动影响,且生猪养殖受疫情等因素影响,存货价值存在一定不确定性。货币资金为 15.84 亿元,同比增长 12.51%,主要是银行承兑汇票保证金同比大幅增加,其中受限货币资金为 4.40 亿元,主要包括银行承兑汇票保证金 4.22 亿元、用于担保的定期存款或通知存款 0.10 亿元等。

2018 年末,应收票据及应收账款为 5.08 亿元,同比增长 29.53%,其中应收账款为 5.00 亿元,同比增长 29.34%,累计计提坏账准备 0.63 亿元,从账龄来看,一年以内的占比为 69.16%,从集中度来看,按欠款方归集的年末余额前五名应收账款金额为 0.72 亿元并计提坏账准备 0.11 亿元,占应收账款合计数比例为 12.77%,集中度较低;应收票据为 0.09 亿元,同比增长 41.50%,是银行承兑票据增加所致。2019 年 3 月末,公司流动资产为 69.24 亿元,较 2018 年末相比变化不大,其中,应收票据及应收账款为 5.99 亿元,较 2018 年末上升 17.81%;流动资产的其他各主要科目均较 2018 年末变化不大。

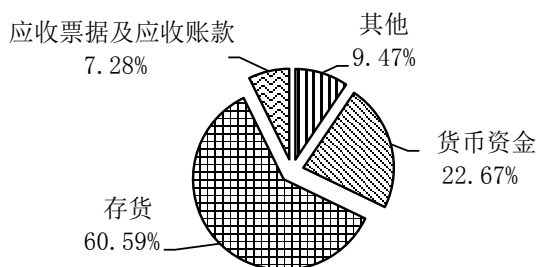


图 3 2018 年末公司流动资产构成情况

数据来源:根据公司提供资料整理

公司非流动资产持续增长,2018 年末为 143.38 亿元,同比增长 28.35%,主要由固定资产、在建工程和生产性生物资产等构成。其中,固定资产为 92.36 亿元,同比增长 38.61%,主要是随着业务发展,生产所需的设备增长以及部分建设完工的猪场由在建工程转入所致;在建工程为 30.73 亿元,同比增长 38.06%,主要是加大对猪场建设的投入规模所致;生产性生物资产为 11.09 亿元,主要包括用于繁殖的生猪和禽类,其中种猪占比 99.31%,规模同比增长 13.18%,主要是养殖规模扩大所致。2019 年 3 月末,公司非流动资产为 144.26 亿元,较 2018 年末变化不大;其中,在建工程为 34.27 亿元,较 2018 年末的增长 11.51%;非流动资产各主要科目均较 2018 年末变化不大。

2018 年,公司存货周转天数和应收账款周转天数分别为 68.57 天和 7.21 天,存货周转效率进一步下降,应收账款周转效率小幅提升。2019 年 1~3 月,存货周转天数和应收账款周转天数分别为 74.48 天和 9.48 天。



截至 2019 年 3 月末,公司受限资产为 5.14 亿元,占总资产的比重为 2.41%,占净资产的比重为 8.00%,其中包括受限货币资金 4.40 亿元、固定资产 0.33 亿元、存货 0.23 亿元和无形资产 0.18 亿元,均用于保证金和抵押借款。公司受限资产规模较小,对资产流动性的影响较小。

总体来看,货币资金可为公司日常流动性提供一定支持,债务收入对流动性偿债来源贡献较大;可变现资产总体变现能力一般。

流动性偿债来源方面,公司具有一定规模的货币资金,可对公司日常流动性产生一定支持。2018 年,公司经营性现金流继续净流入,且同比有所增长,但由于利息支出大幅增长,经营性净现金流利息保障倍数有所下降,2019 年一季度经营性现金流为净流出,对债务及利息的保障程度有所波动。公司为上市公司,融资渠道较为多元,债务融资收入对流动性偿债来源贡献较大,融资渠道以银行借款为主,截至 2019 年 3 月末,公司共获得金融机构授信额度 136.19 亿元,未使用授信额度为 43.57 亿元,为债务偿还形成一定保障。

公司清偿性偿债来源为可变现资产。2018 年公司资产总额持续增长,可变现资产以固定资产、存货及在建工程为主,变现能力一般。

偿债能力

2018 年以来,公司负债规模持续扩大,结构仍以流动负债为主,资产负债率持续提高;有息债务规模大幅增长,总有息债占总负债的比重较高,有息债务主要集中在未来 1 年以内到期,公司面临较高的集中偿债压力。

2018 年末,公司负债总额为 145.06 亿元,同比大幅增长 46.32%。2019 年 3 月末,公司负债规模较 2018 年末小幅增加,负债结构仍以流动负债为主,流动负债占比为 69.75%。公司资产负债率持续提高,2018 年末及 2019 年 3 月末分别为 68.02%和 69.89%。

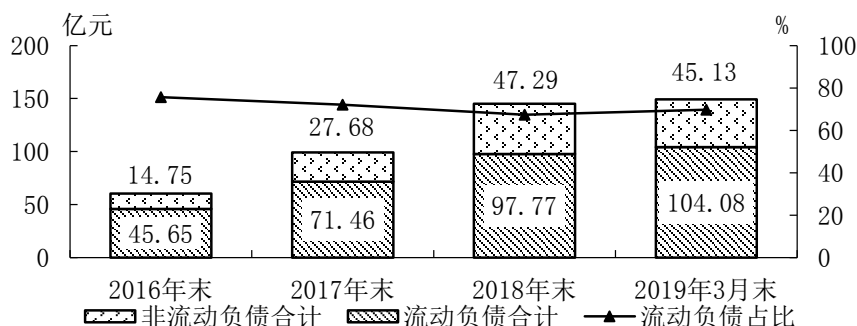


图 4 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司负债结构情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债等构成。2018 年末,公司流动负债为 97.77 亿元,同比上升



36.83%。其中，短期借款为 36.94 亿元，同比上升 42.75%，主要是公司增加保证借款用于补充流动资金所致。应付票据及应付账款为 30.17 亿元，同比上升 59.14%，其中应付票据 13.49 亿元，同比大幅增加 9.79 亿元，主要是公司采购加大了银行承兑汇票付款方式所致；应付账款为 16.68 亿元，同比增加 1.43 亿元。其他应付款为 15.90 亿元，同比增长 34.63%，主要是随着“公司+农户”模式推广，公司收取的农户押金及保证金增加 3.60 亿元所致。一年以内到期的非流动负债为 9.59 亿元，同比下降 9.82%。

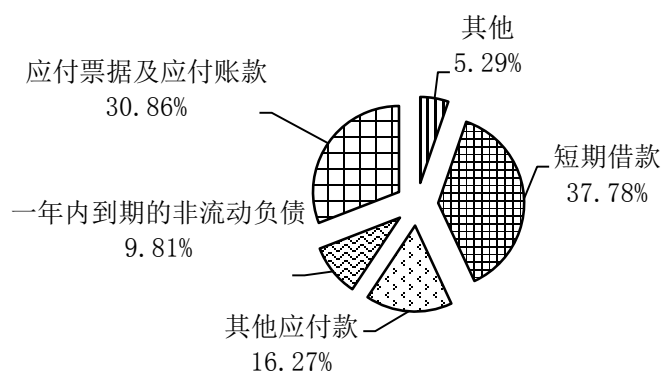


图 5 2018 年末公司流动负债结构

数据来源：根据公司提供资料整理

2019 年 3 月末，公司流动负债为 104.08 亿元，较 2018 年末提升 6.45%，其中应付票据及应付账款 15.15 亿元，较 2018 年末下降 49.78%，主要是公司加大对供应商付款所致；一年内到期的非流动负债为 14.03 亿元，较 2018 年末增长 46.36%；流动负债的其他各主要科目均较 2018 年末变化不大。

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、其他非流动负债和长期应付款等构成。2018 年末，公司非流动负债为 47.29 亿元，同比大幅增加 19.61 亿元，主要是长期借款和长期应付款增加所致。其中，长期借款为 33.45 亿元，同比增加 12.58 亿元，长期借款全部由保证借款构成；应付债券为 5.27 亿元，同比变化较小；新增其他非流动负债 4.50 亿元，是由于子公司正邦畜牧发展有限公司参与设立基金并作为劣后级合伙人，合并层面增加的负债总额为将优先级合伙人的权益 4.50 亿元认定为负债处理；长期应付款为 3.45 亿元，同比增加 2.46 亿元，主要是应付售后回租融资租赁款增加所致。2019 年 3 月末，公司非流动负债为 45.13 亿元，较 2018 年末略有下降；其中长期应付款为 4.84 亿元，较 2018 年末增长 40.60%，主要是应付售后回租融资租赁款增加所致；非流动负债的其他各主要科目均较 2018 年末变化不大。

2018 年末，公司有息债务规模为 102.06 亿元，同比上涨 51.84%，有息债务结构仍以短期有息债务为主。2019 年 3 月末，总有息债务为 107.85 亿元，短期



有息债务占总债务的比重较 2018 年末增加 4.30 个百分点，为 63.10%；总有息债占总负债的比重为 72.28%。

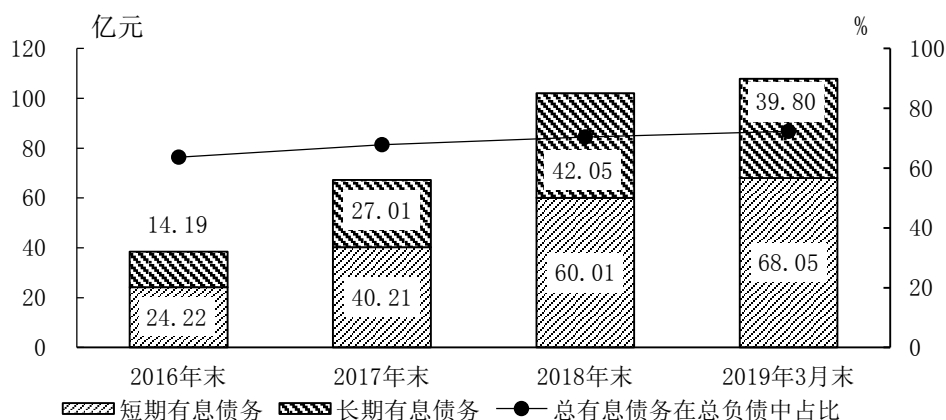


图 6 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司存量债务结构

数据来源：根据公司提供资料整理

从债务期限结构看，截至 2019 年 3 月末，公司有息债务主要集中在未来 1 年以内到期，占比为 63.10%，面临较高的集中偿债压力。

表 15 截至 2019 年 3 月末公司有息债务期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1, 2] 年	(2, 3] 年	(3, 4] 年	(4, 5] 年	>5 年	合计
金额	68.05	23.45	6.25	8.54	1.09	0.46	107.85
占比	63.10	21.74	5.80	7.92	1.01	0.43	100.00

资料来源：根据公司提供资料整理

截至 2019 年 3 月末，公司无对外担保及重大未决诉讼事项。

2018 年以来，受未分配利润增加影响，公司所有者权益小幅增加。

2018 年末，公司所有者权益为 68.19 亿元，同比增长 1.76%。其中，受公司向激励对象授予限制性股票影响，公司股本为 23.64 亿元，同比提升 1.29%；资本公积为 20.05 亿元，同比增长 3.57%；盈余公积为 1.71 亿元，同比增长 4.31%，为公司提取法定盈余公积所致；未分配利润为 20.79 亿元，同比增长 3.47%，占所有者权益的 30.48%。

2019 年 3 月末，公司所有者权益为 64.29 亿元，较 2018 年末下降 5.73%；未分配利润为 16.65 亿元，受公司一季度业绩亏损影响，未分配利润较 2018 年末下降 19.93%；所有者权益各主要科目较 2018 年末均变化不大。

受生猪售价波动影响，公司盈利能力有所下降，但仍能对利息的形成一定覆盖；由于养殖项目建设投资支出较多，流动性还本付息能力有所影响；公司清偿性还本付息能力一般。

公司流动性偿债来源主要为经营性净现金流、期初现金及现金等价物及债务



收入。2018 年，公司获得经营性净现金流 13.31 亿元，净流入额同比增加；期初现金及现金等价物为 13.14 亿元，对流动性偿债来源形成较好的补充。截至 2019 年 3 月末，公司共获得金融机构授信额度 136.19 亿元，未使用授信额度为 43.57 亿元。2018 年末，流动比率和速动比率分别为 0.71 倍和 0.28 倍，流动资产对流动负债的保障程度较弱。2018 年，流动性偿债来源对流动性消耗的覆盖倍数为 0.94 倍，公司流动性还本付息能力一般。

清偿性偿债来源为可变现资产，2018 年末，可变现资产以固定资产、存货和在建工程为主，整体变现能力一般，可变现资产对负债总额的覆盖倍数为 1.24 倍，资产负债率和债务资本比率分别为 68.02% 和 59.95%，

2018 年，受生猪市场价格下滑影响，公司盈利能力下降，EBITDA 利息保障倍数为 3.01 倍，对利息的保障程度同比有所下降，但仍可对利息形成一定覆盖。

担保分析

深圳高新投为“17 正邦 01”提供的连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

深圳高新投成立于 1994 年 12 月，是经深圳市人民政府批准，由深圳市投资管理公司（现深圳市投资控股有限公司；以下简称“深圳投控”）、深圳市科学技术发展基金会、深圳市国家电子技术应用工业性试验中心和深圳市生产力促进中心投资设立，初始注册资本为 1.00 亿元。2015 年，深圳高新投为发展国有企业公司制改革，引进深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）（以下简称“远致富海三号”）、恒大企业集团有限公司（以下简称“恒大企业”）和深圳市海能达投资有限公司 3 家战略投资者以落实混合所有制改革，同时新增注册资本 13.39 亿元。截至 2018 年末，深圳高新投注册资本和实收资本均为 72.77 亿元，前五大股东分别为深圳投控、远致富海三号、深圳市财政金融服务中心、深圳市远致投资有限公司和恒大企业，持股比例分别为 41.80%、20.00%、14.94%、11.04% 和 9.51%。深圳高新投实际控制人为深圳市国资委。

深圳高新投的经营范围包括担保业务、投资开发、信息咨询、贷款担保以及自有物业租赁等。截至 2018 年末，深圳高新投拥有 7 家全资或控股子公司，分别为深圳市华茂典当行有限公司、深圳市高新投创业投资有限公司、深圳市高新投保证担保有限公司、深圳市高新投融资担保有限公司、深圳市高新投小额贷款有限公司、深圳市高新投人才股权基金管理有限公司和深圳市高新投正轩股权投资基金管理有限公司。

深圳高新投营业总收入呈稳定增长态势，其中 2018 年实现营业总收入 20.85 亿元，主要来自担保业务收入、资金管理业务收入和咨询服务收入，分别为 8.24 亿元、8.25 亿元和 3.51 亿元。近年来，随着担保业务规模的扩大，深圳高新投



担保业务收入整体呈增长态势，2018 年，深圳高新投实现担保业务收入 8.24 亿元，占营业总收入的 39.51%，以工程担保费收入和金融产品担保费收入为主，上述两项收入占担保业务收入的比例分别为 48.60%和 37.22%。除担保业务外，深圳高新投利用自有资金开展业务，拓宽收入来源。2018 年深圳高新投实现资金管理业务收入 8.25 亿元，占营业总收入的 39.56%；其中以自有资金委托贷款利息收入为主，占资金管理业务收入的 56.48%。近年来，深圳高新投投资收益整体有所下降，2018 年实现投资收益 0.58 亿元，主要为收到的分红款以及股权转让取得的收益。深圳高新投的营业总成本主要由营业成本、税金及附加、管理费用和财务费用构成。近年来，随着业务规模的扩大，深圳高新投营业总成本呈上升趋势。2018 年，深圳高新投营业总成本 6.23 亿元；其中营业成本 4.49 亿元，以担保业务支出和计提的担保赔付准备为主。

2018 年，深圳高新投期末资产总额 205.27 亿元，期末资产负债率 42.58%；营业总收入 20.85 亿元，净利润 11.33 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 -66.19 亿元。

综合来看，深圳高新投业务稳定发展，对“17 正邦 01”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

结论

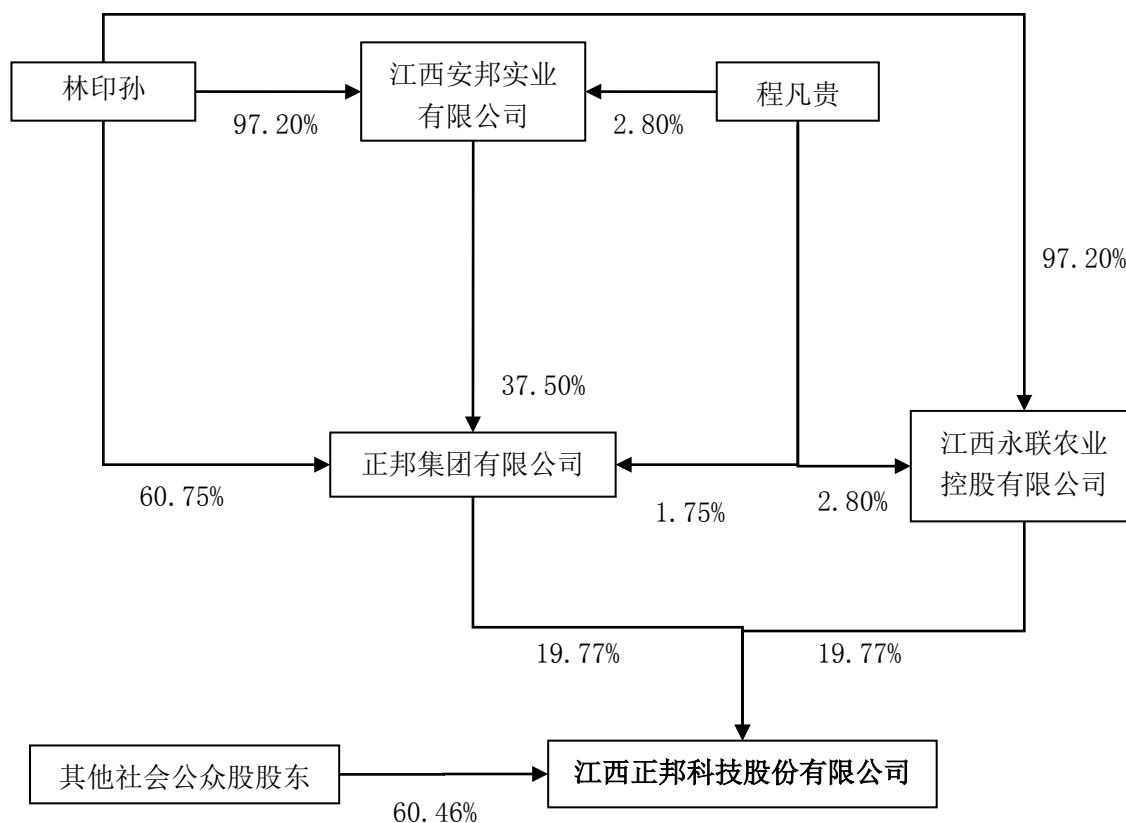
综合来看，公司的抗风险能力很强。近年来，饲料和养殖行业整合提升速度有所加快，行业集中度将进一步提高，大型企业在采购和经营等方面的优势更为显著。公司饲料和养殖业务经营规模仍较大，在同行业内均名列前茅。公司已形成“饲料—兽药—一种猪繁育—商品猪养殖”的一体化产业链结构，仍有利于形成协同效应，提高公司的盈利能力。公司技术研发能力仍较强，获得多项专利技术，作为“农业产业化国家重点龙头企业”，多项饲料配方和产品质量位居行业优质水平。但同时，原材料价格的波动仍使饲料企业面临一定的成本控制压力；饲料和养殖行业的需求仍受食品安全和动物疫情等突发事件影响较大，公司依然面临市场行情波动的风险；受生猪市场价格波动影响较大，2018 年，受生猪市场价格下降影响，公司盈利能力大幅下滑；公司资产负债率升高，有息债务规模大幅增长，期限主要分布在一年以内，存在一定的短期偿付压力。另外，深圳高新投为“17 正邦 01”提供了全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

综合分析，大公对公司“17 正邦 01”的信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AA，评级展望维持稳定。



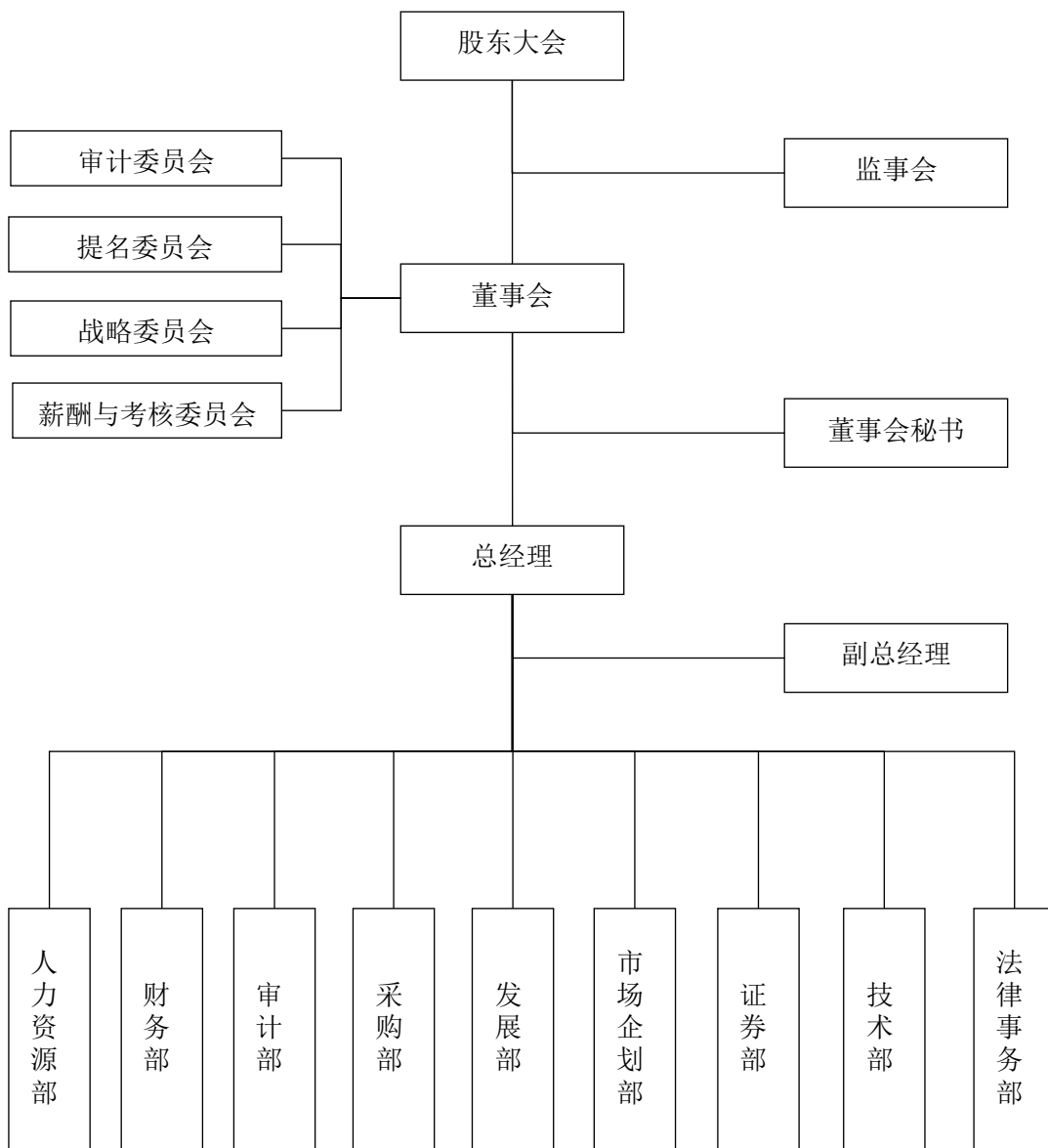
附件 1 公司治理

1-1 截至 2019 年 3 月末江西正邦科技股份有限公司股权结构图





1-2 截至 2019 年 3 月末江西正邦科技股份有限公司组织结构图





附件 2 主要财务指标

2-1 江西正邦科技股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2019 年 1~3 月 (未经审计)	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年 (追溯调整)
资产类				
货币资金	146,345	158,376	140,770	220,265
应收票据及应收账款	59,902	50,846	39,253	46,585
其中: 应收账款	59,416	49,965	38,630	45,975
其他应收款	30,151	32,978	34,082	19,528
预付款项	26,623	23,549	20,908	20,616
存货	416,780	423,357	332,885	207,550
其他流动资产	12,589	9,649	6,142	3,725
流动资产合计	692,389	698,754	574,039	519,038
长期股权投资	13,276	13,276	14,491	12,572
固定资产	910,653	923,606	666,346	491,876
在建工程	342,681	307,309	222,585	89,879
长期待摊费用	27,310	27,855	25,685	17,055
递延所得税资产	1,290	1,290	595	656
其他非流动资产	5,102	8,486	21,239	8,431
非流动资产合计	1,442,621	1,433,808	1,087,536	706,856
总资产	2,135,010	2,132,563	1,661,574	1,225,895
占资产总额比 (%)				
货币资金	6.85	7.43	8.47	17.97
应收票据及应收账款	2.81	2.38	2.36	3.80
其中: 应收账款	2.78	2.34	2.32	3.75
其他应收款	1.41	1.55	2.05	1.59
预付款项	1.25	1.10	1.26	1.68
存货	19.52	19.85	20.03	16.93
流动资产合计	32.43	32.77	34.55	42.34
固定资产	42.65	43.31	40.10	40.12
无形资产	1.63	1.62	1.91	2.39
非流动资产合计	67.57	67.23	65.45	57.66
负债类				
短期借款	388,709	369,357	258,749	163,940
应付票据及应付账款	151,521	301,741	189,607	152,001
其中: 应付账款	-	166,849	152,579	130,222
预收款项	39,249	31,083	17,984	18,771
其他应付款	162,532	159,039	118,130	47,173
一年内到期的非流动负债	140,314	95,869	106,314	56,514



2-2 江西正邦科技股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2019 年 1~3 月 (未经审计)	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年 (追溯调整)
负债类				
流动负债合计	1,040,840	977,743	714,587	456,533
长期借款	298,322	334,469	208,670	123,558
应付债券	52,706	52,684	52,612	11,645
长期应付款	48,438	34,450	9,841	6,711
非流动负债合计	451,305	472,875	276,819	147,451
负债合计	1,492,145	1,450,619	991,405	603,983
占负债总额比 (%)				
短期借款	26.05	25.46	26.10	27.14
应付票据及应付账款	0.10	0.21	0.19	0.25
其中: 应付账款	-	11.50	15.39	21.56
预收款项	2.63	2.14	1.81	3.11
其他应付款	10.89	10.96	11.92	7.81
一年内到期的非流动负债	9.40	6.61	10.72	9.36
流动负债合计	69.75	67.40	72.08	75.59
长期借款	19.99	23.06	21.05	20.46
应付债券	3.53	3.63	5.31	1.93
长期应付款	3.25	2.37	0.99	1.11
非流动负债合计	30.25	32.60	27.92	24.41
权益类				
股本	236,387	236,387	233,366	229,076
资本公积	201,716	200,505	193,600	180,393
盈余公积	17,101	17,101	16,395	13,820
未分配利润	166,462	207,884	200,916	162,370
归属于母公司所有者权益	607,645	647,857	631,573	580,909
少数股东权益	35,220	34,087	38,596	41,002
所有者权益合计	642,865	681,944	670,169	621,911
损益类				
营业收入	519,396	2,211,298	2,061,492	1,892,014
营业成本	507,567	1,985,098	1,821,839	1,631,191
营业税金及附加	588	2,990	2,523	1,458
销售费用	16,028	73,605	66,805	67,978
管理费用	13,609	68,263	75,107	69,354
财务费用	12,209	32,902	19,391	20,412
资产减值损失	-	2,789	2,920	7,582
投资收益/损失	-42	-1,112	1,652	5,907
营业利润	-35,302	25,782	61,070	99,946



2-3 江西正邦科技股份有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2019 年 1~3 月 (未经审计)	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年 (追溯调整)
损益类				
营业外收支净额	-5,232	-5,463	-2,221	7,171
利润总额	-40,534	20,319	58,849	107,117
所得税费用	505	1,064	3,198	3,288
净利润	-41,039	19,255	55,651	103,828
归属于母公司所有者的净利润	-41,423	19,342	52,575	104,596
占营业收入比 (%)				
营业成本	97.72	89.77	88.37	86.21
营业税金及附加	0.11	0.14	0.12	0.08
销售费用	3.09	3.33	3.24	3.59
管理费用	2.62	3.09	3.64	3.67
财务费用	2.35	1.49	0.94	1.08
资产减值损失	-	0.13	0.14	0.40
投资收益/损失	-0.01	-0.05	0.08	0.31
营业利润	-6.80	1.17	2.96	5.28
营业外收支净额	-1.01	-0.25	-0.11	0.38
利润总额	-7.80	0.92	2.85	5.66
所得税	0.10	0.05	0.16	0.17
净利润	-7.90	0.87	2.70	5.49
归属于母公司所有者的净利润	-7.98	0.87	2.55	5.53
现金流量表				
经营活动产生的现金流量净额	-19,719	133,073	91,179	169,095
投资活动产生的现金流量净额	-39,509	-314,831	-417,973	-206,555
筹资活动产生的现金流量净额	43,632	164,763	246,683	118,057



2-4 江西正邦科技股份有限公司主要财务指标

项目	2019 年 1~3 月 (未经审计)	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年 (追溯调整)
主要财务指标				
EBIT (万元)	-30,042	51,750	77,294	124,973
EBITDA (万元)	-	143,154	141,749	176,369
总有息债务 (万元)	1,078,530	1,020,636	672,193	384,146
毛利率 (%)	2.28	10.23	11.63	13.79
营业利润率 (%)	-6.80	1.17	2.96	5.28
总资产报酬率 (%)	-1.41	2.43	4.65	10.19
净资产收益率 (%)	-6.38	2.82	8.30	16.70
资产负债率 (%)	69.89	68.02	59.67	49.27
债务资本比率 (%)	62.65	59.95	50.08	38.18
长期资产适合率 (%)	75.85	80.54	87.08	108.84
流动比率 (倍)	0.67	0.71	0.80	1.14
速动比率 (倍)	0.26	0.28	0.34	0.68
保守速动比率 (倍)	0.14	0.16	0.20	0.48
存货周转天数 (天)	74.48	68.57	53.40	39.52
应收账款周转天数 (天)	9.48	7.21	7.39	8.49
经营性净现金流/流动负债 (%)	-1.95	15.73	15.57	40.05
经营性净现金流/总负债 (%)	-1.34	10.90	11.43	27.60
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	-	2.80	3.84	9.33
EBIT 利息保障倍数 (倍)	-	1.09	3.26	6.90
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	3.01	5.97	9.74
现金比率 (%)	14.06	16.20	19.70	48.25
现金回笼率 (%)	99.92	99.83	99.24	100.72
担保比率 (%)	-	-	-	-



2-5 深圳市高新投集团有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

资产负债表				
项目	2018 年末	2017 年末	2016 年末	2015 年末
资产类				
货币资金	220,346	301,362	103,828	207,365
发放贷款及垫款	1,394,599	907,336	571,277	499,967
存出再担保保证金	18,214	16,302	14,702	12,931
应收代偿款	22,587	21,519	24,264	19,646
可供出售金融资产	64,356	75,406	50,425	61,440
固定资产	11,652	11,538	12,204	12,708
递延所得税资产	8,263	7,016	5,583	2,893
资产合计	2,052,718	1,346,953	789,851	820,240
负债类				
短期借款	207,000	55,500	-	-
预收款项	7,793	1,243	1,162	1,680
应付职工薪酬	14,665	10,880	7,514	5,266
应交税费	31,581	13,729	16,849	15,087
应付股利	-	1,129	1,024	10,721
其他应付款	9,066	6,255	4,608	3,452
短期责任准备金	5,246	5,077	3,894	3,701
担保赔偿准备	37,247	30,090	26,066	21,585
长期应付款	54,135	96,000	70,000	111,000
负债合计	873,979	227,336	133,901	180,617
权益类				
实收资本	885,211	727,735	485,211	353,870
资本公积	277	157,753	277	131,617
盈余公积	33,728	29,093	24,670	18,913
一般风险准备	7,009	7,009	7,009	7,009
未分配利润	249,303	182,491	135,230	108,041
所有者权益合计	1,178,739	1,119,617	655,949	639,624



2-6 深圳市高新投集团有限公司主要财务指标

(单位：万元)

损益类				
项目	2018 年	2017 年	2016 年	2015 年
损益类				
营业收入	208,520	150,517	110,064	93,402
营业成本	44,941	32,901	26,348	28,032
营业税金及附加	1,851	1,426	2,268	5,167
管理费用	4,925	4,396	3,139	3,426
财务费用	6,301	6,832	-1,107	-1,309
资产减值损失	4,298	2,747	1,447	180
投资收益	5,793	8,767	17,187	16,193
营业利润	152,094	111,044	95,213	81,610
利润总额	152,101	110,943	95,239	81,651
所得税费用	38,794	27,456	24,358	20,989
净利润	113,307	83,487	70,881	60,662
现金流量类				
经营活动产生的现金流量净额	-661,854	-217,237	-61,635	-134,638
投资活动产生的现金流量净额	-11,613	-2,615	5,698	-5,036
筹资活动产生的现金流量净额	592,360	417,539	-47,659	234,063



附件 3 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数⁵ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数⁶ = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 扣非净利润 = 净利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 - 汇兑收益 - 资产处置收益 - 其他收益 - (营业外收入 - 营业外支出)

⁵ 一季度取 90 天。

⁶ 一季度取 90 天。



23. 可变现资产= $\min(\sum \text{资产科目} \times \text{变现系数}, \text{非受限资产})$
24. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
25. EBITDA 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBITDA} / \text{利息支出} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
26. 经营性净现金流利息保障倍数 (倍) = $\text{经营性现金流量净额} / \text{利息支出} = \text{经营性现金流量净额} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
27. 流动性来源 = 期初现金及现金等价物余额 + 未使用授信额度 + 外部支持产生的现金流净额 + 经营活动产生的现金流量净额
28. 流动性损耗 = 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出 + 到期债务本金和利息 + 股利 + 或有负债 (确定的支出项) + 其他确定的收购支出



附件 4 主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		定义
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，有较高违约风险。
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。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；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。