

跟踪评级公告

联合[2016]706号

福建圣农发展股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

福建圣农发展股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

福建圣农发展股份有限公司公开发行的“12 圣农 01”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月二十四日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

福建圣农发展股份有限公司 公司债券 2016 年跟踪评级报告



主体长期信用等级
跟踪评级结果: AA
上次评级结果: AA
债项信用等级

评级展望: 稳定
评级展望: 负面

债券简称	待偿规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
12 圣农 01	0.97 亿元	6 年	AA	AA	2015 年 5 月 29 日

担保方: 福建省圣农实业有限公司
担保方式: 全额无条件不可撤销的连带责任保证担保
跟踪评级时间: 2016 年 6 月 24 日
主要财务数据:
发行人

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额 (亿元)	100.39	109.61	109.77
所有者权益 (亿元)	36.42	55.80	56.42
长期债务 (亿元)	9.39	4.13	4.13
全部债务 (亿元)	51.51	41.44	31.16
营业总收入 (亿元)	64.36	69.40	18.39
净利润 (亿元)	0.38	-4.99	0.63
EBITDA (亿元)	8.06	4.04	--
经营性净现金流 (亿元)	9.21	4.33	0.74
营业利润率 (%)	8.15	-0.09	6.63
净资产收益率 (%)	1.08	-10.82	1.12
资产负债率 (%)	63.72	49.10	48.60
全部债务资本化比率 (%)	58.58	42.62	35.58
流动比率 (倍)	0.44	0.47	0.47
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.16	0.10	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.90	1.51	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	8.34	4.18	--

担保方

项目	2014 年	2015 年
资产总额 (亿元)	121.56	131.66
所有者权益 (亿元)	39.85	58.58
营业收入 (亿元)	72.02	79.10
净利润 (亿元)	0.10	-5.49
营业利润率 (%)	9.95	3.68
资产负债率 (%)	67.21	55.51
流动比率 (倍)	0.48	0.48

注: 1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 因四舍五入的原因, 本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异; 2、公司 2016 年一季度财务数据未经审计、相关指标未年化。本报告数据单位除特别说明外, 均为人民币; 3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金; 4、其他应付款中的有息债务已计入短期债务。

评级观点

福建圣农发展股份有限公司 (以下简称“公司”或“圣农发展”) 依托 30 年的养殖经验和严格的质量管理体系, 跟踪期内生产运行情况良好, 继续保持行业内龙头地位, 得益于一体化的生产经营模式和高效的内部管理, 公司产量稳步增长, 市场份额不断扩大, 有效地巩固了公司在国内白羽肉鸡行业的领先地位。2015 年 4 月末, 公司顺利完成对战略投资者 KKR Poultry 的定向增发, 24.37 亿元净募集资金的到位增强了公司资本实力, 优化了公司财务结构, 对公司未来发展有积极影响。

联合信用评级有限公司 (以下简称“联合评级”) 同时也关注到 2015 年肉鸡养殖行业上游产能过剩的情况尚未得到实质性改善, 在产品销售价格下降的影响下, 公司主营业务盈利水平较上年有所下降, 经营出现亏损、短期偿债压力较大、2015 年度计提的资产减值损失大幅增加等因素给公司信用水平带来的不利影响。

进入 2016 年以来, 原材料价格特别是大宗原料玉米和豆粕价格的大幅下跌, 加上公司强化内部管理从而提高了生产效率, 公司 2016 年一季度实现扭亏为盈, 随着行业进入消耗过剩产能的最后阶段, 预计未来行业供给将持续快速减少, 而鸡肉仍然保持稳定的需求。考虑上述系列因素, 联合评级将公司的评级展望调整为“稳定”。

本次债券由公司控股股东福建省圣农实业有限公司 (简称“圣农实业”) 提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保, 并由中国银行股份有限公司福建省分行提供流动性支持贷款承诺。跟踪期内, 圣农实业经营稳定, 但主要盈利来源依旧来自于圣农发展, 其所提供的担保对本次债券的信用水平的提升依旧有限。

综合考虑上述因素，联合评级维持公司主体信用等级为“AA”，评级展望调整为“稳定”；同时维持“12圣农01”债项信用等级为“AA”。

优势

1. 公司是我国规模最大的自繁自养自宰白羽肉鸡生产企业，拥有从饲料加工、祖代鸡繁育到肉鸡屠宰的完整产业链。2015年，公司仍然保持在白羽肉鸡行业的龙头市场地位。

2. 跟踪期内，公司产量稳步增长，整体营业收入有一定程度增长，收入实现质量处于较高水平。

3. 2016年一季度以来，受行业供给持续快速减少、鸡肉仍然保持稳定的需求及饲料价格持续下跌的利好影响，公司业绩改善明显。

关注

1. 作为家禽养殖行业内的企业，如发生疫情疫病，将会对公司的生产经营产生较大的冲击和负面影响。

2. 2015年，在产品销售价格下降的影响下，公司主营业务盈利水平较上年有所下降，经营业绩出现亏损。

3. 公司债务结构以短期债务为主，偿债压力较大，债务结构有待进一步优化。

4. 2015年，由于鸡肉价格的下降，公司计提的资产减值损失大幅增加，对公司当期财务状况产生了一定不利影响。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

周婷

电话：010-85172818

邮箱：zhout@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

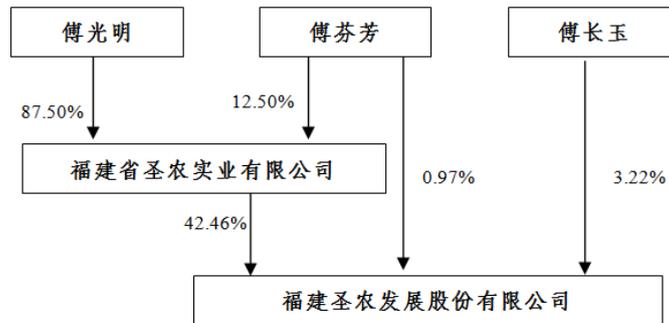


联合信用评级有限公司

一、主体概况

福建圣农发展股份有限公司（以下简称“公司”或“圣农发展”）前身是福建省圣农实业有限公司（以下简称“圣农实业”）和傅芬芳女士于1999年12月投资设立的福建省光泽县光大肉鸡有限公司，2009年10月公司在深圳证券交易所（以下简称“深交所”）上市，股票简称：圣农发展，股票代码：002299。截至2009年底，公司注册资本为人民币41,000.00万元。2011年2月，公司向全体股东每10股转增10股，变更后的注册资本为人民币82,000.00万元；2011年5月，公司非公开发行股票9,090.00万股，发行后注册资本变更为91,090.00万元；公司于2015年4月以非公开发行方式向战略投资者KKR Poultry发行人民币普通股（A股）2亿股，募集资金净额为24.37亿元。新增股份已于2015年5月18日在深圳证券交易所上市。截至2015年底，公司股本111,090万股，其中无限售条件股份占比81.00%，有限售条件股份占比19.00%，圣农实业持有公司42.46%的股份，为公司控股股东；公司实际控制人为傅光明先生及其家庭成员（包括傅长玉女士和傅芬芳女士），公司股权关系如下图：

图1 截至2015年底公司股权结构图



资料来源：公司提供。

截至2015年底，公司主营业务为白羽肉鸡饲养、加工和销售。跟踪期内，公司经营范围未发生重大变化。截至2015年底，公司下设总经办、人力资源部、证券部、财务部、销售部、采购部、储运部、设备部、品管部、研发中心、兽医部等10余个职能部门，跟踪期内，公司部门设置未发生变动；拥有纳入合并范围的子公司4家。截至2015年末，公司拥有在职员工21,009人。

截至2015年底，公司合并资产总额109.61亿元，负债合计53.81亿元，所有者权益（含少数股东权益）55.80亿元，其中归属于母公司的所有者权益52.29亿元；2015年公司实现合并营业收入69.40亿元，净利润（含少数股东损益）-4.99亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-3.88亿元；经营活动产生的现金流量净额4.33亿元，现金及现金等价物净增加额为0.10亿元。

截至2016年一季度末，公司合并资产总额109.77亿元，负债合计53.35亿元，所有者权益（含少数股东权益）56.42亿元，其中归属于母公司的所有者权益52.96亿元；2016年一季度公司实现合并营业收入18.39亿元，净利润（含少数股东损益）0.63亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.67亿元；经营活动产生的现金流量净额0.74亿元，现金及现金等价物净增加额0.61亿元。

公司注册地址：福建省光泽县十里铺圣农总部办公大楼；法定代表人：傅光明。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证监会证监发行字[2012]544号核准，公司于2012年5月16日公开发行7亿元公司债

券（以下简称“本次债券”），债券期限为 6 年。本次债券的票面利率为 5.50%，在第 3 年末附发行人上调票面利率选择权和投资者回售选择权。本次债券采用单利按年计息，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。经深交所深证上[2012]194 号文同意，本次债券已于 2012 年 6 月 21 日起在深交所挂牌交易（债券简称为“12 圣农 01”，债券代码为“112086”）。本次债券募集资金中的 3 亿元已用于偿还银行借款，其余用于补充流动资金。在本次债券存续期的第 3 年末，公司选择不调整票面利率，即本次债券存续期后 3 年的票面年利率保持 5.50%，并在债券存续期内后 3 年固定不变。

根据“12 圣农 01”设定的公司债券回售条款，债券持有人可以在回售申报日（2015 年 4 月 17 日、4 月 20 日及 4 月 21 日）对其所持有的全部或部分“12 圣农 01”债券申报回售，回售价格为债券面值（100 元/张）。根据中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司（以下简称“中证登深圳分公司”）对“12 圣农 01”债券回售申报的统计，回售申报有效数量为 6,033,707 张，在中证登深圳分公司剩余托管量为 966,293 张（面值 9,662.93 万元）。

公司已于 2015 年 5 月 18 日支付了本次债券自 2014 年 5 月 16 日至 2015 年 5 月 15 日期间的利息；于 2016 年 5 月 16 日支付了本次债券未回售部分自 2015 年 5 月 16 日至 2016 年 5 月 15 日期间的利息。

三、行业分析

2015 年，虽然肉鸡行情仍然低迷，但是行业整体已经处于消耗过剩产能的最后阶段。自 2014 年 1 月中国白羽肉鸡联盟成立起，中国白羽肉鸡联盟加强了行业源头（祖代鸡引种）管理，改变了原来行业引种的无序状态：2014 年，我国白羽肉鸡祖代种鸡引种量已由历史高峰的 154 多万套下降至 118 万套，环比降幅超过 20%；2015 年，由于美国和法国先后发生禽流感，我国对美国和法国先后实施了祖代鸡引种禁令，促使祖代种鸡引种量锐减至 72 万套，环比降幅 40%左右。

在经历 2013 年引种高峰以及 2014 年、2015 年引种较大幅度下降后，白羽肉鸡联盟将继续严格控制 2016 年祖代鸡引种数量（根据畜牧业协会统计数据，2016 年 1~3 月，我国白羽肉鸡祖代种鸡引种量不足 3 万套），预计未来三年整个中国白羽肉鸡行业将迎来因供给紧缺而导致行情好转的机会。但由于宏观经济不景气，产品销售均价下降较大，在销量大幅增长的情况下，2015 年肉鸡行业仍然出现亏损情况。如表 1 所示，2015 年国内白羽肉鸡行业的上市公司经营状况整体不容乐观，多数企业出现了严重亏损；但 2016 年一季度以来，随着行业供给的收缩，鸡肉需求增加、价格上涨使得行业内企业均扭亏为盈，如表 2 所示。

表 1 2015 年国内肉鸡行业相关上市公司财务情况（单位：亿元，%）

证券简称	资产总额	所有者 权益	营业收入	营业利润	净利润	经营性净 现金流	销售毛 利率
圣农发展	109.61	55.80	69.40	-6.88	-4.99	4.33	-0.08
民和股份	18.09	8.77	9.01	-3.26	-3.16	1.78	-7.05
益生股份	17.55	3.21	6.04	-4.07	-4.04	-2.61	-37.58
仙坛股份	14.51	9.98	17.56	0.84	0.23	1.54	4.81

资料来源：wind 资讯。注：此处销售毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入。

表 2 2016 年一季度国内肉鸡行业相关上市公司财务情况（单位：亿元，%）

证券简称	资产总额	所有者权益	营业收入	营业利润	净利润	经营性净现金流	销售毛利率
圣农发展	109.77	56.42	18.39	0.09	0.63	0.74	6.64
民和股份	20.41	9.46	2.89	0.69	0.69	0.55	40.35
益生股份	19.41	9.89	3.43	0.84	0.83	1.18	37.13
仙坛股份	14.65	10.19	4.35	0.19	0.20	-0.22	9.98

资料来源：wind 资讯。注：此处销售毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入。

从饲料供应情况看，2015 年我国玉米、豆粕供应相对充足，价格下跌明显，一定程度上缓解了下游养殖企业成本压力。玉米价格方面，大连商品交易所玉米价格 2015 年初约为 2,400 元/吨，2015 年末约为 1,900 元/吨；豆粕价格方面，大连商品交易所豆粕价格 2015 年初约为 2,900 元/吨，2015 年末约 2,400 元/吨。2016 年一季度以来，玉米价格呈现持续下跌态势，而豆粕价格开始回暖，未来上述两种饲料价格的波动仍将继续。

从下游需求情况看，受宏观经济增速放缓、“三公消费”限制等的影响，鸡肉消费量整体仍较为疲软。价格方面，国内肉鸡价格自年初的约 10 元/千克下降至 6 元/千克左右后基本呈现波动态势，2016 年一季度价格略有上升，在 7 元/千克的水平上呈现波动态势。从长期来看，目前我国年人均鸡肉消费量仍低于 12.7 公斤的世界平均水平，作为日常必需的肉类消费品，鸡肉消费需求未来仍有望稳步提升。相较于我国肉鸡行业的饲养及屠宰能力，我国鸡肉产品初加工和深加工一直处于弱势发展，我国鸡肉消费环节的营销推动力度远弱于实际需求，未来肉鸡消费仍有较大发展空间。

整体来看，在肉鸡行业产业联盟自律、部分中上游企业淘汰减产等因素的推动下，2015 年肉鸡行业已经处于消耗过剩产能的最后阶段，但鸡肉消费量整体仍较为疲软，肉鸡价格仍有所波动。2016 年以来，饲料价格继续下跌，预计未来随着行业供给持续快速减少，鸡肉仍然将保持稳定的需求，行业内企业的盈利能力将得到改善。

四、管理分析

2015 年，公司第三届董事会与第三届监事会任期已满，公司按照公司法和公司章程的有关规定对董事会、监事会进行换届选举。

2015 年 7 月 28 日，由于任期届满，公司董事刘亚彬先生离任；股东大会选举华裕能先生为董事；公司财务总监陈榕女士任期届满，不再担任财务总监一职，现任公司董事以及副总经理，主要分管财务相关工作；公司任命林奇清先生为财务总监。

华裕能（Julian Juul Wolhardt）先生，1973 年生，学士学位，注册会计师（CPA），美国注册管理会计师（CMA）。2006 年加入 KKR，现任合伙人一职，主管大中华地区(中国及台湾)业务。曾先后就职于 Lazard Freres 的合并收购组、Coopers & Lybrand's 金融咨询公司、摩根士坦利的私募基金部门。

林奇清先生，1969 年生，中级职称。1991 年至 1994 年 2 月在福建省兽药厂任成本会计，1994 年 3 月至 2002 年 12 月在福建省圣农实业有限公司任成本会计、主办会计，2003 年 2015 年历任本公司财务主办、财务经理、会计部总监，现任本公司财务总监，兼任福建欧圣农牧发展有限公司监事、福建圣农发展（浦城）有限公司监事、欧圣实业（福建）有限公司监事、福建海圣饲料有限公司监事。

总来看,跟踪期内,公司部分董事和高级管理人员的变动对公司整体运营管理情况影响不大,公司主要高管及核心技术队伍稳定,整体管理运作处于良好水平。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务为白羽肉鸡饲养、加工和销售,现为我国规模最大的自繁自养自宰白羽肉鸡生产企业。

随着公司经营规模的进一步扩大,销量稳步增长。2015年公司鸡肉销量较上年增加22.38%,实现营业收入69.40亿元,比上年增长7.83%,由于宏观经济不景气、行业整体低迷,产品销售价格较上年下降11.65%,导致营业收入的涨幅远低于鸡肉销量的涨幅。同时受营业成本大幅增加、部分期间费用增长较快等不利因素影响,公司营业利润依旧呈现净亏损态势,2015年公司实现营业利润-6.88亿元。受益于政府补助等营业外收入的增加,公司亏损幅度收窄,2015年公司合并净利润为-4.99亿元,实现归属于母公司的净利润为-3.88亿元,亏损程度仍较严重。

从公司各板块收入看(如下表所示),公司营业收入仍以肉鸡养殖业为主,2015年实现鸡肉销售主营业务收入为65.72亿元,较上年同期增加了8.12%,鸡肉销售收入占营业收入的94.70%,占比较上年提高0.26个百分点;公司的其他业务收入主要为淘汰种鸡、雏鸡、鸡粪及商品蛋、毛蛋等副产品的销售收入,2015年销售规模达到了3.68亿元,较上年增加了2.77%,收入及利润贡献微小。

从毛利率情况看,公司鸡肉销售毛利率由上年的7.59%下降至-0.52%,主要系产品销售价格大幅下降,其下降幅度大于成本下降幅度所致,其他板块的毛利率由上年的17.72%下降至7.75%,主要系副产品种类结构有所变化所致。综上,公司2015年的综合毛利率为-0.08%,较上年下降8.24个百分点。

表3 2014~2015年公司营业收入及毛利率情况(单位:亿元,%,百分点)

项目	2014年			2015年			变化情况		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
鸡肉销售	60.78	56.17	7.59	65.72	66.06	-0.52	8.12	17.61	-8.11
其他	3.58	2.95	17.72	3.68	3.40	7.75	2.77	15.22	-9.97
合计	64.36	59.11	8.16	69.4	69.45	-0.08	7.83	17.49	-8.24

资料来源:公司年报。

2016年一季度,随着经营规模的扩大,公司销售收入继续提升。一季度公司实现营业收入18.39亿元,较上年同期增加29.08%;同时受饲料价格持续下跌的影响,营业成本大幅下降,公司盈利水平得到较大提升。2016年一季度,公司实现合并净利润0.62亿元,与上年同期相比,转亏为盈。

整体来看,2015年肉鸡市场行情有所回暖,在产能继续放大的基础上,公司全年销量及营业收入改善明显,但受产品销售价格大幅下降的影响,公司仍处于亏损状态。目前肉鸡市场行情较为平稳,公司经营业绩受行业景气度波动影响较大,需要持续关注未来行业变化和公司的经营情况。

2. 原料采购

公司原材料主要为玉米和豆粕,是公司主营业务成本构成的主要来源,2015年公司玉米和豆

粕采购金额在主营业务成本中占比为 65.49%，原材料供应情况和价格变动对公司生产经营有较大影响。

随着公司经营规模的扩大，原料采购总量继续增加；由于豆粕价格走低，公司调整饲料配方增加豆粕占比以降低成本，同时增加库存为春节备货，豆粕采购总量出现大幅增加。2015 年，公司玉米采购量为 83.73 万吨，较上年减少 0.56%，豆粕采购量为 45.79 万吨，较上年增加 22.92%，主要系公司由于豆粕价格走低而调整配方、增加库存为春节备货所致。

采购价格方面，玉米和豆粕价格均出现了下跌。其中，2015 年玉米平均采购价格为 2,370.14 元/吨，较上年下降了 6.35%；豆粕平均采购价格为 3,057.57 元/吨，较上年下降了 19.06%，主要系美洲大豆长势良好导致全球大豆库存量新高及国内养殖行业需求疲软所致。

表 4 2014~2015 年公司原料采购情况

原料	项目	2014 年	2015 年	同比变化 (%)
玉米	采购均价 (元/吨)	2,530.72	2,370.14	-6.35
	采购数量 (吨)	842,047.38	837,290.66	-0.56
豆粕	采购均价 (元/吨)	3,777.79	3,057.57	-19.06
	采购数量 (吨)	372,492.67	457,860.95	22.92

资料来源：公司提供。

2015 年公司前五大原料供应商采购额达到 260,544.06 万元，占年度采购总额比例为 41.90%，占比较 2014 年下降了 5.64 个百分点，但仍保持在较高水平，公司原材料采购集中度较高。

总体看，2015 年公司原材料采购集中度较高；随着经营规模的扩大，原料整体采购规模继续增加；受全球大豆库存量居高不下及国内养殖行业走势不明朗等原因的影响，原料采购价格未来仍将有所波动，对公司业绩产生一定影响。

3. 生产情况

公司拥有从饲料加工、祖代鸡繁育到肉鸡屠宰的完整产业链，依托 30 年的养殖经验和严格的质量管理体系，公司生产运营情况良好，未发生重大风险事件。

近年来在肉鸡行业处于低谷的情况下，公司实行逆势扩张政策，陆续新建了多个养殖场项目，公司产能得到进一步扩大。截至 2015 年末，公司已形成饲料加工 236 万吨/年的生产能力，与上年持平；年产肉鸡 41,588.36 万羽的生产能力，较上年增加 35.44%；屠宰加工肉鸡 44,100 万羽/年的生产能力，较上年增加 16.67%，产能规模继续处于国内领先水平。由于公司自有的祖代种鸡生产的商品代肉鸡达到一定数量，因此，一体化自繁自养自宰有效保障了公司的产业链安全。

2015 年，公司祖代种鸡的存栏数较上年增加了 26.74%，主要原因是由于美国和法国先后发生禽流感，我国对美国和法国先后实施了祖代鸡引种禁令，因此 2015 年公司对祖代种鸡延迟淘汰，延长祖代种鸡饲养周期，以保证 2016 年鸡苗的稳定生产；年末父母代种鸡存栏数 366.87 万套，较上年减少了 4.25%，主要系由于鸡肉价格持续下降，公司开始减少库存父母代种鸡产蛋量，提早淘汰部分父母代种鸡所致；由于公司投资的肉鸡工程及配套工程逐步投产，公司商品代雏鸡及肉鸡的产能、产量继续保持较快增长，2015 年肉鸡的产量达到了 35,051.30 万羽，较上年增加了 22.46%。在肉鸡产能的带动下，公司 2015 年的屠宰量及鸡肉产量分别较上年增加了 22.46% 和 23.13%，达到 35,051.77 万羽和 685,114.92 吨。近年来随着公司产量的提升，公司各生产环节产能利用率较上年涨跌不一，其中肉鸡养殖环节的产能利用率 2015 年减少至 84.28%；屠宰环节的 2015 年产能利用率提升为 79.48%，屠宰环节产量未来仍有较大提升空间。

表5 2014~2015年公司种鸡及肉鸡产能、产量情况

项目	2014年度	2015年度	15年同比变化(%)	
期末祖代种鸡存栏数(万套)	9.61	12.18	26.74	
期末父母代种鸡存栏数(万套)	383.17	366.87	-4.25	
雏鸡(商品代)	产能(万羽)	39,916.80	47,174.40	18.18
	产量(万羽)	33,028.86	39,236.16	18.79
	产能利用率(%)	82.74	83.17	提升0.43个百分点
肉鸡	产能(万羽)	30,705.75	41,588.36	35.44
	产量(万羽)	28,622.57	35,051.30	22.46
	产能利用率(%)	93.22	84.28	减少8.94个百分点

资料来源:公司提供。

表6 2014~2015年公司屠宰量及鸡肉产量情况

项目	2014年	2015年	15年同比变化(%)	
屠宰量	产能(万羽)	37,800.00	44,100.00	16.67
	产量(万羽)	28,622.78	35,051.77	22.46
	产能利用率(%)	75.72	79.48	提升3.76个百分点
鸡肉	产量(吨)	556,403.67	685,114.92	23.13

资料来源:公司提供。

整体来看,随着前期投资项目产能的陆续释放,公司产能及产量实现较快增长,进一步强化了公司的规模经济优势。

4. 销售情况

在大客户订单量不断增加的基础上,公司直销终端渠道进一步扩展,销售规模进一步扩大。从销售区域看,2015年,华东、福建和广东地区仍为公司重点销售区域,上述三大区域的营业收入规模占比达到了72.56%。

从前五大销售客户情况看,肯德基、麦当劳、双汇等仍旧是公司主要的销售大户,2015年前五大客户销售额达到31.05亿元,在销售收入中占比达到44.74%,占比较2014年下降了2.05个百分点。

2015年,随着公司生产规模的扩大,公司鸡肉产品销量继续保持良好增长态势,较上年增加了22.38%,增速较上年有所回落。由于公司产量增幅高于销量增幅,公司产销率较上年下降了0.60个百分点,为97.19%,但依旧保持在较高水平。

2015年,公司鸡肉平均销售价格为9,869.18元/吨,较上年下降了11.65%,主要是受宏观经济增速放缓、“三公消费”限制等影响,鸡肉消费量整体较为疲软。受价格下降影响,公司销售收入增幅远低于产品销量增幅,为8.12%,较上年有所回落。

表7 2014~2015年公司鸡肉产品销售量及销售价格情况

项目	2014年	2015年	同比变化(%)
销量(吨)	544,108.32	665,891.08	22.38
产量(吨)	556,403.67	685,114.92	23.13
库存量(吨)	29,415.16	44,679.04	51.89
产销率(%)	97.79	97.19	下降0.60个百分点
销售收入(亿元)	60.78	65.72	8.12
平均销售价格(元/吨)	11,170.51	9,869.18	-11.65

资料来源：公司提供。

进入2016年一季度以来，公司产品销售价格略有回升，销量继续保持增长，各大客户订单继续饱满，整体经营继续保持良好发展态势。

总体看，公司作为行业内的龙头企业，拥有较强的规模经济和渠道销售优势；受投资项目产能释放的带动，公司销量提升明显。

5. 投资情况

跟踪期内，在肉鸡行业低迷的大背景下，公司实行逆势扩张，陆续实施了多个投资项目。2015年，公司继续保持较大的投资规模。目前在建的投资项目包括浦城圣农“年产1.2亿羽肉鸡工程及配套工程建设项目”（简称“浦城圣农项目”）、欧圣实业“年产6,000万羽肉鸡工程及配套工程建设项目”（简称“欧圣实业项目”）和全资子公司福建福安圣农发展物流有限公司建设5万吨级码头项目（简称“福安物流项目”）。

浦城圣农项目已基本达到计划进度；欧圣实业项目目前整体进度已经达到70%；福安物流项目目前正在办理建设的前期审批手续，项目整体进度达到6%。截至2015年末，公司上述各建设项目已累计投资39.26亿元，尚需投资资金9.89亿元，虽然投资资金缺口较大，但公司于2015年4月以非公开发行方式向战略投资者KKR Poultry发行人民币普通股（A股）2亿股，募集资金净额为24.37亿元，新增股份已于2015年5月18日在深圳证券交易所上市，目前公司实际资金压力不大。

表8 截至2015年末公司主要投资项目情况（单位：亿元）

项目名称	投资总额	2015年末累计实际投入金额	项目进度	备注
浦城圣农年产1.2亿羽肉鸡工程及配套工程建设项目	29.00	28.45	98%	已完工22个种鸡场，48个肉鸡场，2个孵化厂，1个饲料厂，2个加工厂，1个谷皮仓库
欧圣实业年产6,000万羽肉鸡工程及配套工程建设项目	15.15	10.52	70%	已完工7个种鸡场，16个肉鸡场，1个孵化厂，1个饲料厂，1个加工厂
福安物流建设5万吨级多用途泊位1个及堆场、仓库和办公场所等基础设施	5.00	0.29	6%	尚在办理建设的前期审批手续
合计	49.15	39.26	--	--

资料来源：公司提供。

总体看，未来随着肉鸡市场行情的逐步改善，公司有望凭借产能释放带来的规模效益优势实现盈利水平的提升，但目前行业的波动性风险仍需关注。

6. 经营关注

鸡肉价格波动的风险

公司利润总额对鸡肉销售价格和销售数量敏感性较高，若鸡肉销售价格出现大幅下降或上涨幅度低于成本上涨幅度，则公司存在未来业绩难以持续增长甚至下降的风险。

原材料价格波动风险

公司生产经营所用的主要原材料为玉米、豆粕等农产品。由于农产品的产量和价格受到天气、市场情况等不可控因素的影响较大，价格变化波动较难预测。若未来主要原材料价格大幅波动，将会在一定程度上影响公司的盈利水平。因此，存在由于主要原材料价格发生异常变动而导致的经营业绩波动的风险。

发生疫病的风险

鸡只在饲养过程中会发生禽流感或其它类似疫病。禽流感等疫病在爆发期间，会导致鸡只的死亡，并对广大民众的消费心理有较大负面影响，导致市场需求萎缩，从而影响到公司的盈利能力。

7. 未来发展

公司明确坚持一体化产业链发展的目标不变，同时进一步提高公司产品市场占有率与竞争力。同时，公司借助股东 KKR Poultry 的国际视野资源，将资本国际化、产品国际化、企业管理国际化、品牌国际化等四个国际化战略定为不断进行下去。

公司拟通过提升管理水平及决策水平，应对因规模扩张带来的各种风险。具体而言，公司将引进科学、有效的管理方法，切实提高管理效率；引入更加科学有效的决策机制和约束机制，最大限度地降低因组织机构和公司制度不完善而导致的风险；继续实施人才培养和储备计划，以内部培养为主，以服务生产为核心，理论和实践相结合，定期组织各方面储备人才的培训，提高储备人才的实战水平，为公司发展战略做好准备。

总体看，公司经营思路务实稳健，发展战略清晰，有利于公司实现稳健发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2015 年财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司 2016 年一季报未经审计。2015 年，公司合并范围未发生变化。公司相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 109.61 亿元，负债合计 53.81 亿元，所有者权益（含少数股东权益）55.80 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 52.29 亿元；2015 年公司实现合并营业收入 69.40 亿元，净利润（含少数股东损益）-4.99 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润-3.88 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.33 亿元，现金及现金等价物净增加额为 0.10 亿元。

截至 2016 年一季度末，公司合并资产总额 109.77 亿元，负债合计 53.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）56.42 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 52.96 亿元；2016 年一季度公司实现合并营业收入 18.39 亿元，净利润（含少数股东损益）0.63 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.67 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.74 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.61 亿元。

2. 资产质量

截至 2015 年底,公司资产总额 109.61 亿元,较年初增加 9.19%,主要系非流动资产增加所致,其中流动资产和非流动资产占比分别为 21.27%和 78.73%,公司资产构成以非流动资产为主。

流动资产

截至 2015 年底,公司流动资产合计 23.31 亿元,较年初减少 3.25%;以存货(占比 62.06%)、货币资金(占比 22.21%)、应收账款(占比 10.60%)和预付账款(占比 4.15%)为主。

截至 2015 年底,公司货币资金余额 5.18 亿元,较年初减少 0.98%。公司货币资金中使用受限资金占比 9.85%,主要系公司开立国内信用证、银行承兑汇票保证金。公司货币资金中使用受限资金规模较小。

截至 2015 年底,公司应收账款价值 2.47 亿元,较年初减少 12.05%,主要系部分销售金额回收力度增加所致,其中按账龄分析法计提坏账准备的应收账款一年以内的占比 74.49%,公司累计计提坏账准备 43.16 万元;截至 2015 年底,公司应收账款前 5 名客户应收款项占应收账款余额的 34.42%,公司应收账款客户集中度一般。

截至 2015 年底,公司存货账面价值 14.47 亿元,较年初增加 5.72%,系生产经营规模扩大及春节备货需要所致,其中原材料占比 32.21%,库存商品占比 39.95%,消耗性生物资产占比 25.28%,公司分别对库存商品和消耗性生物资产计提跌价准备 0.26 亿元和 0.12 亿元,计提比例 2.63%。

截至 2015 年底,公司预付款项较年初增加 18.63%至 0.97 亿元,主要系预付的货款大幅增加所致。

非流动资产

截至 2015 年底,公司非流动资产合计 86.30 亿元,较年初增加 13.11%,主要系固定资产规模增加所致;以固定资产(占比 85.82%)、在建工程(占比 7.67%)、生产性生物资产(占比 2.59%)和无形资产(占比 2.28%)为主。

截至 2015 年底,公司固定资产账面净值 74.06 亿元,较年初增加 21.44%,主要系(浦城圣农)年产 1.2 亿羽肉鸡工程及配套工程及(欧圣实业)年产 6,000 万羽肉鸡工程及配套工程部分项目完工转固定资产所致,其中房屋及建筑物占比 77.38%,机器设备占比 20.84%,以房屋及建筑物为主的固定资产构成符合公司养殖业行业特性;累计计提折旧 14.69 亿元,固定资产成新率 83.45%。截至 2015 年底,未办妥产权证书的固定资产占比 5.89%;公司无用于抵押担保的固定资产。

截至 2015 年底,公司在建工程合计 6.62 亿元,较年初减少 29.63%,主要系部分项目完工转入固定资产所致。

截至 2015 年底,公司无形资产账面净值合计 1.97 亿元,较年初减少 2.45%,主要系摊销所致,以土地使用权为主,占比 99.76%,公司累计摊销金额 0.20 亿元;公司用于抵押担保的无形资产账面原值占无形资产账面原值的 11.58%。

截至 2015 年底,公司生产性生物资产合计 2.24 亿元,较年初减少 2.41%,主要为公司培育的祖代种鸡及父母代种鸡。

截至 2016 年 3 月底,公司资产总额 109.77 亿元,较年初小幅增加 0.15%,其中非流动资产占比 78.85%,公司资产仍以非流动资产为主。

总体看,2015 年公司资产规模及资产构成变化不大,符合公司所处行业特性;受项目建设完工影响,公司固定资产规模增加明显,公司存货变现能力较强,整体资产质量尚可。

3. 负债和所有者权益

负债

截至 2015 年底，公司负债总额合计 53.81 亿元，较年初减少 15.88%，主要系非流动负债减少所致，其中流动负债占比 92.17%，非流动负债占比 7.83%，流动负债占比进一步上升，公司负债构成仍以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债合计 49.60 亿元，较年初减少 9.04%，主要系短期借款减少所致，以短期借款（占比 50.32%）、其他流动负债（占比 18.12%）、应付账款（占比 16.40%）和其他应付款（占比 7.12%）为主。

截至 2015 年底，公司短期借款合计 24.96 亿元，较年初减少 20.35%，主要系公司通过非公开发行股票募集资金偿还银行借款所致，其中保证借款占比 54.33%，信用借款占比 45.27%，抵押借款占比较小。

截至 2015 年底，公司应付账款合计 8.13 亿元，较年初减少 1.37%，主要为应付货款及设备工程款，其中无账龄超过一年的重要应付账款。

截至 2015 年底，公司其他应付款合计 3.53 亿元，较年初增加 117.51%，主要系外部单位往来款大幅增加所致，外部单位往来款主要是子公司欧圣实业和欧圣农牧向股东借款用于生产经营，其中欧圣实业向少数股东借款 1.00 亿元，欧圣农牧向少数股东借款 0.46 亿元。

截至 2015 年底，公司其他流动负债合计 8.99 亿元，较年初减少 5.19%，系公司分别于 2015 年 1 月 22 日发行的 2015 年度第一期短期融资券 4 亿元，期限为 365 天，票面利率为 6%；以及于 2015 年 8 月 7 日发行的 2015 年度第二期短期融资券 5 亿元，期限为 366 天，票面利率为 4.6%。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 4.21 亿元，较年初减少 55.37%，主要系公司对部分“12 圣农 01”债券申报回售所致，以长期借款（占比 75.76%）和应付债券为主（占比 22.28%）。其中，长期借款主要系抵押借款，较年初增加 31.57%至 3.19 亿元；应付债券即 2012 年发行的 7 亿元公司债券，债券期限为 6 年，较年初减少 86.52%至 0.94 亿元，主要系公司对部分“12 圣农 01”债券申报回售所致。

截至 2015 年底，公司全部债务为 41.44 亿元，较年初减少 19.54%，主要系公司通过非公开发行股票募集资金偿还银行借款所致，其中短期债务为 37.31 亿元，较年初减少 11.42%；长期债务为 4.13 亿元，较年初减少 55.99%。公司资产负债率 49.10%，较年初下降 14.62 个百分点，主要系公司通过非公开发行股票募集资金偿还银行借款所致；全部债务资本化比率 42.62%，较年初下降 15.96 个百分点，主要系全部债务大幅下降所致；长期债务资本化比率 6.89%，较年初下降 13.60 个百分点，主要系长期债务大幅下降所致。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额合计 53.35 亿元，较年初增加 0.86%，其中流动负债占比 92.06%，公司负债仍以流动负债为主。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 48.60%、35.58%和 6.83%，公司全部债务合计 31.16 亿元，较年初减少 24.82%，主要系公司偿还 2015 年度第一期短期融资券所致，负债构成与年初相比变化不大。

总体看，跟踪期内，随着定向增发资金的到位，公司债务水平有所下降，但目前仍有一定的债务负担。公司债务结构以流动负债为主，与其非流动资产为主的资产结构不够匹配，债务结构有待进一步优化。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计为 55.80 亿元，较年初增加 53.22%，主要系公司非公开发行股票所致，其中归属母公司所有者权益 52.29 亿元，较年初增加 64.44%。归属母公司所有者

权益中，股本占 21.24%，资本公积占 75.65%，未分配利润占 0.23%，盈余公积占 2.88%，公司资本公积全部来自于资本溢价（股本溢价），公司所有者权益稳定性较好。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 56.42 亿元，较年初增加 1.12%，系公司未分配利润增加所致，所有者权益规模和构成较年初变化不大。

总体来看，公司所有者权益规模较大，权益稳定性较好。

4. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 69.40 亿元，同比增加 7.83%，主要系公司产品销量大幅增加所致；营业利润-6.88 亿元，亏损额较上年增加 6,080.91%，主要系公司营业成本大幅增加及部分期间费用增加所致；营业外收入 1.93 亿元，同比增加 283.82%，主要系政府补助大幅增加所致，营业外收入为公司利润贡献较大；净利润-4.99 亿元，由上年的盈利转为净亏损，其中，归属于母公司所有者净利润-3.88 亿元。

从期间费用来看，2015 年公司期间费用总额 5.61 亿元，较上年增加 17.01%，主要系公司业务规模和人员薪酬增大所致。其中，销售费用 1.52 亿元，较上年增加 42.35%，主要系运输成本增加所致；管理费用 1.14 亿元，较上年增加 25.19%，主要系管理人员薪酬、房产税和土地使用税等增加所致；财务费用 2.94 亿元，较上年增加 4.70%，主要系融资服务费和承销费增加所致。2015 年公司费用收入比为 8.08%，较上年增加 0.64 个百分点，整体处于合理水平。

从盈利指标来看，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率较 2014 年均有一定程度的下降，分别从 2014 年的 3.89%、3.43%和 1.08%下降至 2015 年的-2.49%、-2.20%和-10.82%，盈利能力减弱。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 18.39 亿元，较上年同期增加 29.08%，主要系鸡肉价格上涨以及饲料价格持续下跌使得毛利率提高所致；净利润 0.63 亿元，由上年同期的亏损转为盈利。

总体看，受肉鸡市场行情的下行，公司 2015 年业绩不容乐观，亏损较为严重，公司盈利能力较上年有较大幅度的下降。

5. 现金流

经营活动方面，2015 年公司经营活动现金流入 72.12 亿元，较上年增加 8.96%，主要系公司销量增加使得销售商品提供劳务收到的现金较上年增加所致；经营活动现金流出 67.79 亿元，较上年增加 18.97%，主要系随着经营规模的扩大，购买商品、接受劳务支付的现金较上年增加所致。综上，经营活动产生的现金流量净额为 4.33 亿元，较上年减少 52.99%。2015 年公司现金收入比 100.80%，较年初减少 0.83 个百分点，但仍然处于较高水平，收入实现质量较高。

投资活动方面，2015 年公司投资活动现金流入为 11.74 亿元，较上年减少 21.14%，主要系收到其他与投资活动有关的现金减少所致，2015 年公司投资活动现金流出为 16.05 亿元，较上年减少 28.52%，主要系公司项目已逐步建成投产，阶段性大规模投资已基本完成使得购置固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金较上年减少所致。综上，2015 年公司投资活动现金流量净额为净流出 14.88 亿元，较年初减少 29.04%。

筹资活动方面，2015 年公司筹资活动现金流入为 74.04 亿元，较上年增加 62.57%，主要系公司向 KKR 定向增发募集资金净额 24.37 亿元，吸收投资收到的现金较上年同期增加 22.15 亿元所致，2015 年公司筹资活动现金流出为 63.37 亿元，较上年增加 76.97%，主要系公司偿还大量债务所致，综上，2015 年公司筹资活动现金净流入 10.67 亿元，较上年增加 9.62%。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为 0.74 亿元，公司投资活动现金流量净额为-2.75

亿元，主要系本期项目资金投入所致；受筹集借款收到的现金增加影响，公司筹资活动现金流量净额为 2.62 亿元。

总体看，随着营业收入的快速增长，2015 年公司经营活动现金流入规模较上年有所扩大；受营业成本增加的影响，经营活动现金净流入下降，整体收入实现质量仍保持良好水平；公司近年来一直保持着较大投资规模，需要依赖外部融资满足资金需求。随着 2015 年增发资金的到位，公司资金紧张的情况已有所缓解。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2015 年底，受流动负债减少的影响，公司流动比率由 2014 年底的 0.44 倍小幅上升至 0.47 倍，速动比率由 2014 年底的 0.19 倍小幅下降至 0.18 倍；现金短期债务比由 2014 年底的 0.12 倍小幅上升至 0.14 倍。2015 年公司经营活动现金流情况出现下滑，经营性现金流对流动负债的保护能力小幅下降，经营现金流动负债比率由 2014 年的 16.89% 减少至 8.73%，由于公司经营性现金流较好，大规模投资已基本结束，未来经营活动现金流量净额对流动负债的保障能力会得到显著增强。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2015 年公司 EBITDA 为 4.04 亿元，较年初减少 49.83%，其中折旧较年初增加 29.19% 至 6.29 亿元，计入财务费用的利息支出较年初减少 2.56% 至 2.68 亿元，利润总额较年初减少 1,422.01% 至 -4.99 亿元；从 2015 年 EBITDA 的构成来看，折旧占比 155.64%、摊销占比 1.51%，计入财务费用的利息支出占比 66.39%、利润总额占比 -123.54%。EBITDA 利息倍数由年初的 2.90 倍下降至 1.51 倍，EBITDA 全部债务比由年初的 0.16 倍下降至 0.10 倍；公司对全部债务的保障能力偏弱。

公司与多家商业银行建立了良好的合作关系，截至 2015 年底，公司本部及下属子公司获得银行授信总额合计 45.77 亿元，其中未使用额度 16.33 亿元，公司间接融资能力较强。

截至 2015 年底，公司合并范围内无对外担保，无重大诉讼、仲裁事项。

根据公司提供的企业信用报告，截至 2016 年 5 月 3 日，公司存在 6 笔已结清的关注类贷款记录，公司无未结清的不良类和关注类贷款。

总体看，由于公司 2015 年出现亏损，目前公司长期偿债能力有所下降，同时面临着一定的短期偿债压力，整体偿债能力有待提升。2015 年增发资金的到位提升了公司资本实力，一定程度上也缓解了公司的偿债压力。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 5.28 亿元，约为“12 圣农 01”待偿本金合计 0.97 亿元的 5.46 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达 56.42 亿元，约为待偿本金合计 0.97 亿元的 58.39 倍，公司的现金类资产和净资产能够对“12 圣农 01”的剩余待偿本金的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 4.04 亿元，约为待偿本金合计 0.97 亿元的 4.18 倍，公司 EBITDA 对“12 圣农 01”的剩余待偿本金的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入为 72.12 亿元，约为待偿本金合计 0.97 亿元的 74.64 倍，公司经营活动现金流入量对“12 圣农 01”的剩余待偿本金的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司的行业经验和行业地位以及 2015 年的整体经营情况，公司对“12

圣农 01”的偿还能力仍属很强。

八、债权保护条款

本次债券由圣农实业提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，并由中国银行股份有限公司福建省分行提供流动性支持贷款承诺。圣农实业是公司的控股股东，其合并口径经营实体主要来自于圣农发展，自身经营规模相对较小。2015年，圣农实业实现合并营业收入 79.10 亿元，营业利润-6.20 亿元，净利润-5.29 亿元；年末其合并总资产规模为 131.66 亿元，净资产 58.58 亿元；经营性净现金流为 5.06 亿元，现金及现金等价物净增加 1.10 亿元。

整体来看，圣农实业对本次债券的担保反映出股东对圣农发展的信心和支持力度，但考虑到圣农实业的主要盈利来源仍来自于圣农发展，加之流动性支持贷款承诺在实施时有一定的约束条件，上述增信措施对本次债券的偿还具有一定积极影响，但对本次债券的信用状况提升水平依旧有限。

九、综合评价

公司依托 30 年的养殖经验和严格的质量管理体系，跟踪期内生产运行情况良好，继续保持行业内龙头地位，得益于一体化的生产经营模式和高效的内部管理，公司产量稳步增长，市场份额不断扩大，有效地巩固了公司在国内白羽肉鸡行业的领先地位。2015 年 4 月末，公司顺利完成对战略投资者 KKR Poultry 的定向增发，24.37 亿元净募集资金的到位增强了公司资本实力，优化了公司财务结构，对公司未来发展有积极影响。

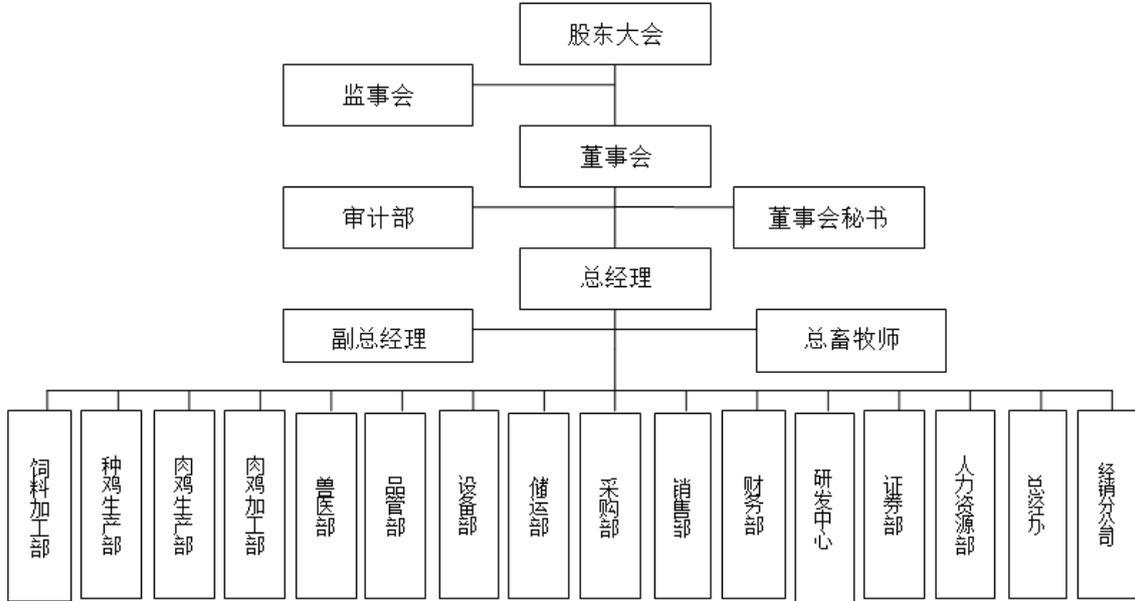
联合评级同时也关注到 2015 年肉鸡养殖行业上游产能过剩的情况尚未得到实质性改善，在产品销售价格下降的影响下，公司主营业务盈利水平较上年有所下降，经营出现亏损、短期偿债压力较大、2015 年度计提的资产减值损失大幅增加等因素给公司信用水平带来的不利影响。

进入 2016 年以来，原材料价格特别是大宗原料玉米和豆粕价格的大幅下跌，加上公司强化内部管理从而提高了生产效率，公司 2016 年一季度实现扭亏为盈，随着行业进入消耗过剩产能的最后阶段，预计未来行业供给将持续快速减少，而鸡肉仍然保持稳定的需求。考虑上述系列因素，联合评级将公司的评级展望调整为“稳定”。

本次债券由公司控股股东圣农实业提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，并由中国银行股份有限公司福建省分行提供流动性支持贷款承诺。跟踪期内，圣农实业经营稳定，但主要盈利来源依旧来自于圣农发展，其所提供的担保对本次债券的信用水平的提升依旧有限。

综合考虑上述因素，联合评级维持公司主体信用级别为“AA”，评级展望调整为“稳定”；同时维持“12圣农01”债项信用等级为“AA”。

附件1 福建圣农发展股份有限公司 组织结构图



附件 2 福建圣农发展股份有限公司
主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额 (亿元)	100.39	109.61	109.77
所有者权益 (亿元)	36.42	55.80	56.42
短期债务 (亿元)	42.12	37.31	27.02
长期债务 (亿元)	9.39	4.13	4.13
全部债务 (亿元)	51.51	41.44	31.16
营业收入 (亿元)	64.36	69.40	18.39
净利润 (亿元)	0.38	-4.99	0.63
EBITDA (亿元)	8.06	4.04	--
经营性净现金流 (亿元)	9.21	4.33	0.74
应收账款周转次数(次)	25.20	26.26	--
存货周转次数 (次)	5.01	4.83	--
总资产周转次数 (次)	0.71	0.66	0.17
现金收入比率 (%)	101.63	100.80	95.02
总资本收益率 (%)	3.89	-2.49	--
总资产报酬率 (%)	3.43	-2.20	--
净资产收益率 (%)	1.08	-10.82	1.12
营业利润率 (%)	8.15	-0.09	6.63
费用收入比 (%)	7.44	8.08	6.22
资产负债率 (%)	63.72	49.10	48.60
全部债务资本化比率 (%)	58.58	42.62	35.58
长期债务资本化比率 (%)	20.49	6.89	6.83
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.90	1.51	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.16	0.10	--
流动比率 (倍)	0.44	0.47	0.47
速动比率 (倍)	0.19	0.18	0.21
现金短期债务比 (倍)	0.12	0.14	0.20
经营现金流动负债比率 (%)	16.89	8.73	1.51
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	8.34	4.18	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。2、2016 年一季报财务数据未经审计、相关指标未年化。本报告数据单位除特别说明外，均为人民币。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。3、其他应付款中的有息债务已计入短期债务。

附件3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用+勘探费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA偿债倍数	EBITDA/本次债券发行额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券发行额度
注:	<p>现金类资产=货币资金+以公允价值计量且变动计入当期损益的金融资产+应收票据</p> <p>长期债务=长期借款+应付债券</p> <p>短期债务=短期借款+以公允价值计量且变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债</p> <p>全部债务=长期债务+短期债务</p> <p>EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销</p> <p>所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益</p>

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。