

# 信用评级公告

联合〔2022〕5136号

联合资信评估股份有限公司通过对天康生物股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持天康生物股份有限公司主体长期信用等级为AA，维持“天康转债”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：(司) (司)

二〇二二年六月二十四日

# 天康生物股份有限公司

## 公开发行可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告

### 评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
天康生物股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
天康转债	AA	稳定	AA	稳定

### 跟踪评级债项概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
天康转债	10.00 亿元	0.86 亿元	2023/12/22

注: 上述债券仅包括由联合资信评级且截至评级时点尚处于存续期的债券; 可转债债券余额为截至 2022 年 3 月末数据

评级时间: 2022 年 6 月 24 日

### 本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
<a href="#">一般工商企业信用评级方法</a>	V3.1.202204
<a href="#">一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)</a>	V3.1.202204

注: 上述评级方法和评级模型均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	C	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	F2	现金流	资产质量	1	
			盈利能力	3	
			现金流量	2	
		资本结构		2	
		偿债能力		2	
调整因素和理由				调整子级	
公司实际控制人新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司在资金和生产经营方面予以公司及下属子公司一定支持; 2021 年, 公司非公开发行募集资金 20.67 亿元用于向疆外扩大生猪养殖产能规模, 公司在西部地区竞争力有所增强, 资本结构得到优化				+1	

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, 天康生物股份有限公司 (以下简称“公司”) 在产业链进行一体化布局, 整体生产经营状况良好, 具有突出的区域行业地位。2021 年, 饲料业务与玉米收储业务拉动公司营业总收入增长, 公司非公开发行股票使得公司现金类资产大幅增加, 总资产规模保持增长, 经营活动现金转为大幅净流入状态。同时, 联合资信评估股份有限公司 (以下简称“联合资信”) 也关注到公司所处农牧行业上下游价格波动性较大、面临畜禽疫病风险、因存货计提减值准备而出现大额亏损等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来, 随着生猪养殖行业景气度持续回升, 公司养殖规模扩大以及在研兽药陆续上市, 公司综合实力有望提升。

综合评估, 联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA, 维持“天康转债”的信用等级为 AA, 评级展望为稳定。

### 优势

1. 股东可为公司提供有力支持。公司控股股东为新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司 (以下简称“兵团国资公司”), 区域行业内具有突出地位, 在资金和生产经营方面给予公司及下属子公司一定支持。

2. 业务具有较强的综合竞争优势。公司在产业链的饲料、养殖、疫苗和屠宰加工环节具有一体化布局, 各环节掌控力度较强。

3. 饲料与玉米收储业务收入增长, 拉动公司营业总收入增长, 经营性净现金流转为大额净流入。2021 年, 公司玉米收储业务收入增长 18.63 亿元, 饲料业务收入增长 9.20 亿元, 实现营业总收入 157.44 亿元, 同比增长 31.35%, 经营活动产生的现金流净额转为净流入 15.33 亿元。

4. 非公开发行股票, 公司现金类资产大幅增加。公司于 2021 年发行股票募集 20.67 亿元资金。2021 年, 公司现金类资产为 33.20 亿元, 同比增加 67.85%。

### 关注

1. 公司所处行业上下游价格易波动, 且面临多种风险。

分析师：杨涵 孙菁

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](http://www.lhratings.com)

公司所处行业上游原材料价格不稳定，下游畜、禽产品价格容易发生周期性波动，生产流通过程中还面临疫病、食品安全等风险。

2. 2021年以来，猪肉价格大幅下跌，公司存货计提跌价准备出现大额亏损，盈利能力大幅下滑。2021年，公司实现利润总额-6.47亿元。2022年一季度，公司实现利润总额-0.98亿元。截至2021年末，存货中消耗性生物资产占18.06%，存货累计计提跌价准备3.86亿元。若猪价未来进一步下跌，公司仍存在进一步存货跌价风险。

3. 公司本部债务规模及对下属子公司其他应收款项大幅增加。截至2021年末，公司本部债务40.64亿元，较上年末增长93.39%；公司本部其他应收款50.82亿元，同比增长76.81%。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产(亿元)	19.46	19.78	33.20	23.37
资产总额(亿元)	111.54	157.29	171.85	170.90
所有者权益(亿元)	51.65	68.68	77.83	76.04
短期债务(亿元)	31.08	51.98	47.37	43.66
长期债务(亿元)	17.70	15.04	24.58	27.81
全部债务(亿元)	48.78	67.02	71.95	71.47
营业总收入(亿元)	74.76	119.87	157.44	33.92
利润总额(亿元)	5.90	18.08	-6.47	-0.98
EBITDA(亿元)	11.17	24.93	3.04	/
经营性净现金流(亿元)	3.07	-6.01	15.33	-8.08
营业利润率(%)	24.75	30.71	9.52	7.10
净资产收益率(%)	11.47	26.00	-8.72	/
资产负债率(%)	53.70	56.34	54.71	55.51
全部债务资本化比率(%)	48.57	49.39	48.04	48.45
流动比率(%)	155.65	145.10	152.63	156.04
经营现金流动负债比(%)	7.14	-8.15	22.04	/
现金短期债务比(倍)	0.63	0.38	0.70	0.54
EBITDA利息倍数(倍)	5.28	12.70	1.47	/
全部债务/EBITDA(倍)	4.37	2.69	23.68	/
公司本部(母公司)				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	65.41	67.76	101.22	/
所有者权益(亿元)	37.15	37.71	58.63	/
全部债务(亿元)	22.77	21.01	40.64	/
营业总收入(亿元)	6.05	8.09	0.28	/
利润总额(亿元)	2.69	1.47	4.91	/
资产负债率(%)	43.20	44.34	42.07	/
全部债务资本化比率(%)	38.00	35.78	40.93	/
流动比率(%)	302.43	250.31	329.50	/
经营现金流动负债比(%)	16.93	-4.50	-89.89	/

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径; 3. 2022年一季度数据未经审计, 相关财务指标未年化; 4. 本报告2019-2021年数据使用相应年度报告期末数据; 5. 合并范围及公司本部的其他非流动负债中的有息债务部分, 已分别计入长期债务; 6. 现金类资产已剔除受限部分; 7. 2022年一季度公司本部报表未披露

资料来源: 联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

评级历史:

债项简称	债项等级	主体等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
天康转债	AA	AA	稳定	2021/06/21	蒲雅修 孙菁	<a href="#">一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型(打分表) V3.0.201907</a>	<a href="#">阅读全文</a>
天康转债	AA	AA	稳定	2017/07/24	高鹏 杨婷	<a href="#">原联合信用评级有限公司工商企业评级方法</a>	<a href="#">阅读全文</a>

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号

## 声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

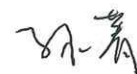
五、本报告系联合资信接受天康生物股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：高源



联合资信评估股份有限公司



# 天康生物股份有限公司

## 公开发行可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告

### 一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于天康生物股份有限公司（以下简称“公司”或“天康生物”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

### 二、企业基本情况

公司前身是成立于 2000 年 12 月的新疆天康畜牧生物技术股份有限公司。2006 年 12 月 26 日，公司于深圳证券交易所上市（股票简称：天康生物；股票代码：002100.SZ）。截至 2014 年 4 月，天康生物注册资本 43415.90 万元，第一大股东为新疆天康控股（集团）有限公司（以下简称“天康控股”），持股比例为 33.75%。经过历次股权变动，截至 2022 年 3 月末，公司总股本为 13.54 亿股，公司控股股东和实际控制人为新疆生产建设兵团国有资产经营有限责任公司（以下简称“兵团国资公司”），持股比例为 20.97%，不存在股权质押情况。

2021 年，公司经营范围较上年无变化。

截至 2021 年末，公司合并范围内子公司 91 家。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 171.85 亿元，所有者权益 77.83 亿元（含少数股东权益 6.35 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 157.44 亿元，利润总额-6.47 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司合并资产总额 170.90 亿元，所有者权益 76.04 亿元（含少数股东权益 6.03 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 33.92 亿元，利润总额-0.98 亿元。

公司注册地址：新疆维吾尔自治区乌鲁木齐市高新区长春南路 528 号；法定代表人：杨焰。

### 三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2022 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，累计变更用途的募集资金占募集资金总额的比例为 46.09%，募集资金已按指定用途使用完毕；跟踪期内，“天康转债”付息正常。

表 1 截至 2022 年 3 月末公司存续债券概况

债券名称	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	起息日	期限
天康转债	10.00	0.86	2017/12/22	6 年

资料来源：联合资信整理

### 四、宏观经济与政策环境分析

#### 1. 宏观政策环境和经济运行回顾

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速<sup>1</sup>（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

#### 三大产业中，第三产业受疫情影响较大。

2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的

<sup>1</sup>为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前

2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额（万亿元）	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速（%）	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速（%）	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速（%）	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资（%）	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资（%）	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资（%）	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售（%）	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速（%）	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速（%）	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅（%）	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅（%）	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速（%）	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速（%）	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速（%）	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率（%）	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速（%）	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

**需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。**消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022 年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

**CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。**2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨

推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

**社融总量扩张，财政前置节奏明显。**2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

**财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。**2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入

5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

#### 稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。

2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

#### 2. 宏观政策和经济前瞻

##### 把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影

响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

## 五、行业分析

### 1. 饲料行业

#### (1) 行业概况

**中国饲料行业年产值近万亿。饲料产品以肉禽料、猪饲料和蛋禽料为主。饲料行业整体呈现一定的弱周期性。**

中国饲料行业起步于 20 世纪 70 年代，经跨越式发展，2011 年中国饲料总产量跃居世界第一位。截至 2021 年末，中国饲料行业不仅形成了年产值近万亿的饲料工业体系，也已进入了行业生命周期的成熟期。2021 年度，全国饲料总产量 29344.3 万吨，较上年增长 16.1%。分品种来看，猪饲料产量 13076.5 万吨，增长 46.6%；蛋禽饲料产量 3231.4 万吨，下降 3.6%；肉禽饲料产量 8909.6 万吨，下降 2.9%；反刍动物饲料产量 1480.3 万吨，增长 12.2%。

2021 年，中国饲料工业产值 12234.1 亿元较上年增长 29.3%。受畜禽养殖周期波动和动物性食品需求较稳定的综合影响，中国饲料行业整体呈现一定的弱周期性，其周期一般滞后于畜禽养殖周期半年到一年左右。

#### (2) 行业上下游情况

##### 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。受多方面因素影响，主要饲料原材料自 2020 年以来大幅增长、预计后续玉米和豆粕价格仍将维持高位。**

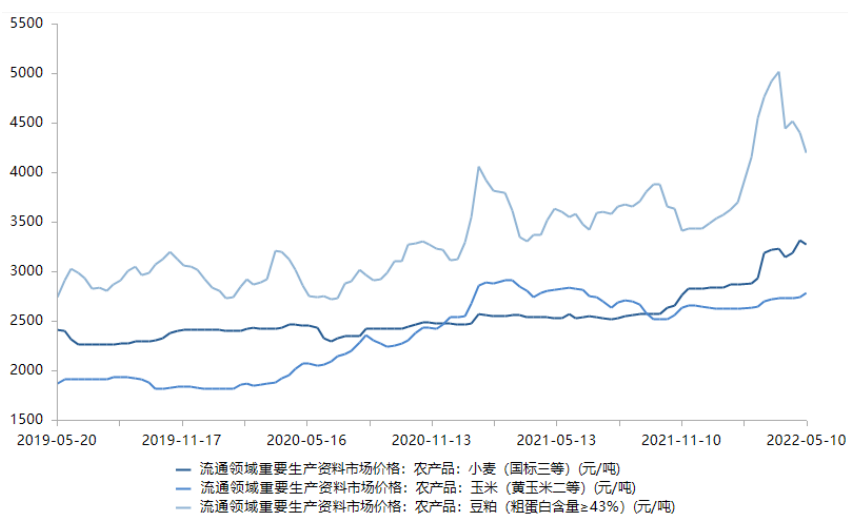
饲料所需原材料包括玉米、豆粕、小麦、鱼粉等主料，以及氨基酸、维生素、矿物质微量元素等辅料，原材料成本占饲料生产成本的比重约 75~80%，养殖业上游受小麦、玉米和豆粕价格的影响较大。饲料行业所需玉米主要



来自国内，进口占比较小。中国每年玉米产量较为稳定，维持在 2.6 亿吨左右（其中 60%~70% 用作饲料原料），但价格受农产品价格保护政策影响。饲料行业所需豆粕的供需结构由国外进口大豆的供需结构决定。近年来中国大豆的进口依存度近 85%。从进口来源来看，中国每年需要 0.8~1 亿吨大豆，80%~90% 的进口大豆来自巴西、美国和阿根廷，以巴西为主。

价格方面，受生猪产能恢复饲料需求增加、种植面积下降、天气因素、中美贸易摩擦及国际形势不确定等多方面因素影响，玉米、豆粕等原材料价格自 2019 年以来呈上升态势，截至 2021 年末，小麦、玉米和豆粕价格分别为 2832.40 元/吨、2624.30 元/吨和 3539.20 元/吨，较 2019 年末均大幅增长。2022 年以来，受国际局势等因素影响，粮食及饲料价格继续攀升。

图 1 中国小麦、玉米、豆粕及饲料价格情况



资料来源：Choice，联合资信整理

### 饲料行业下游

2021 年，猪料、反刍料市场需求良好，禽料需求下降。

饲料行业下游为禽畜养殖行业。

猪饲料方面，2021 年上半年北方地区生猪存栏已至高位，南方地区因产能加速恢复使得猪饲料需求快速增长；下半年，随着猪价的大幅下跌，生猪养殖规模增速得到控制，猪饲料需求增速放缓。

禽料方面，2021 年，鸡蛋价格延续弱势，老鸡集中淘汰，在产蛋鸡存栏大幅下降，蛋鸡料需求萎缩。肉鸡出栏虽有增长，但出栏体重显著减小，料肉比亦随之降低，致使肉鸡料需求微降。

反刍饲料方面，2021 年，牛羊等反刍动物养殖效益良好，农户补栏积极，存栏量逐步增长，饲料需求量不断提升。

### (3) 行业竞争

饲料行业属于垄断竞争市场，市场集中度处于动态提升进程中。行业内企业竞争优势主要包括产品品质、服务能力、资金优势和研发能力等。

饲料行业下游客户主要为畜禽养殖户。改革开放以来，中国畜禽养殖整体呈现地域分散、家庭作业、规模较小和养殖品种繁多的特征，进而导致饲料行业对下游议价能力尚可，整体容量较稳定。但由于饲料产品有一定的同质度，饲料行业属于垄断竞争市场。2021 年，单厂年产 10 万吨以上的饲料厂 957 家，同比增加 208 家；其产量占全行业的 60.3%，同比提高 7.5 个百分点；年产百万吨以上规模饲料企业集团 39 家，同比增加 6 家，其产量占全行业的 59.7%，同比提高 5.1 个百分点。随着中国饲料行业步入成熟期，行业内部竞争激烈化，行业内小微企

业试图转型、龙头企业开展并购，市场集中度处于动态提升进程中。

饲料企业的竞争优势主要包括产品品质、服务能力、资金优势和研发能力等。第一梯队企业无论是产品品质、品牌效应、资金实力还是资源整合能力等均处于市场竞争的优势地位；第二梯队一般由于产品品质较好、服务能力突出在一个或多个局部地区，拥有非常高的市场认可度和品牌效应；第三梯队企业除发展空间有限等情形外，也有可能是处于快速成长期所致。

由于饲料产品存在运输半径、地域性等特

性，目前国内饲料龙头企业基本限于区域领先，很难做到在全国各个区域同时领先，这也为饲料行业的发展和新格局的产生提供了空间。

#### (4) 行业政策

**国家政策支持饲料行业健康发展，行业政策环境良好。**

饲料行业具有涉及面广、关联度高、劳动技术密集、吸纳就业能力强等特点。近年来，中央一号文件多次聚焦“三农”领域，政府连续出台多项政策支持包括农副产品加工业在内的农业发展。

表3 近年来饲料行业最新相关政策

日期	政策文件	发文机关	内容
2017年6月	《粮改饲工作实施方案》	农业部	促进青贮玉米、苜蓿、燕麦、甜高粱和豆类等饲料作物种植，收获加工后以青贮饲料产品形式由牛羊等草食家畜就地转化。到2020年，全国优质饲料种植面积发展到2500万亩以上
2019年3月	《关于征求<药物饲料添加剂退出计划（征求意见稿）>意见的函》	农业农村部	决定实施药物饲料添加剂退出计划，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
2019年7月	中华人民共和国农业农村部公告第194号	农业农村部	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（中药类除外）的商品饲料
2020年9月	《关于促进畜牧业高质量发展的意见》	国务院	健全饲料供应体系，推荐饲料专业化生产，加强饲料加工、流通、配送体系建设。促进秸秆等非粮饲料资源高效利用，建立健全饲料原料营养价值数据库。全面推广饲料精准配方和精细加工技术。加快生物饲料开发应用，研发推广新型安全高效饲料添加剂调整优化饲料配方结构，促进玉米、豆粕减量替代。
2021年2月	《关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》	国务院	鼓励发展青贮玉米等优质饲草饲料，稳定大豆生产，多措并举发展油菜、花生等油料作物；健全产粮大县支持政策体系；明确耕地利用优先序，永久基本农田重点用于粮食特别是口粮生产，一般耕地主要用于粮食和棉、油、糖、蔬菜等农产品及饲草饲料生产
2021年3月	《第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	国务院	丰富乡村经济业态，推进农村一二三产业融合发展，提高农产品加工业和农业生产性服务业发展水平
2021年11月	《“十四五”推进农业农村现代化规划》	国务院	推进兽用抗菌药使用减量化，规范饲料和饲料添加剂生产使用。全面实施秸秆综合利用行动，健全秸秆收储运体系，提升秸秆能源化、饲料化利用能力。适当扩大优势区玉米种植面积，鼓励发展倾注玉米等优质饲草饲料
2022年2月	《“十四五”全国饲草产业发展规划》	农业农村部	推广苜蓿与无芒雀麦混播、粮食作物与优质饲草轮作等种植模式，推进农作物秸秆与优质饲草混贮，提高秸秆饲料化利用率

资料来源：联合资信整理

#### (5) 未来发展

**饲料需求有望整体保持小幅增长。**饲料作为畜牧业发展的基础，其未来发展潜力巨大。2021年中国生猪出栏6.71亿头，生猪存栏4.9亿头；此外，肉牛每年出栏约5000万头，当前存栏量近1.38亿头；羊每年出栏超过2亿只，2021年年末存栏近2.8亿只；家禽（鸡、鸭等）出栏数超过100亿羽，此外还养殖了大量的蛋禽和超过1100万头的奶牛，饲料存在供需缺口。随着生猪产能恢复进程，中国饲料下游需求有望整体保持小幅增长。

**行业整合升级，集中度不断提高。**饲料行

业在不断向集团化、规模化方向发展，未来经营规模小、技术落后、抗风险能力低的饲料加工企业将在激烈的市场竞争中被淘汰。饲料加工企业开始提高饲料、畜牧及食品加工产业关联度，推动了饲料加工行业的转型和提升。

**下游养殖产业变化倒逼饲料企业延伸产业链。**近年来，由于养殖行业规模化提速，以家庭农场为代表的规模化养殖及大中型养殖企业逐步成为饲料的主要需求群体，下游养殖行业集中度的提升推动饲料行业集中度提升，导致饲料行业需求发生变化。受此影响，饲料企业的发展路径发生调整。

在细分领域存在渐进性创新的机会。尽管饲料行业整体进入成熟阶段，但在一些细分领域，仍然存在着渐进性创新的机会。如在产品上，以微生物发酵技术为核心的生物环保型饲料的发展，以及在各个品类上都存在的根据饲喂阶段越来越细分的料种。

## 2. 生猪养殖行业

### (1) 行业概况

随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，中国生猪养殖集中度持续提升，但2020年末CR10仅12%，集中度仍比较低，导致其具有较大的周期波动性。

生猪养殖行业下游需求量与人民生活水平息息相关，并具有刚性。猪肉产量稳居各畜产品之首，无论是产量还是产值均占畜禽养殖行业的50%以上，总产值已接近2万亿。

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，中国生猪养殖结构不断优化，行业集中度持续提升，但生猪养殖行业集中度仍比较低。截至2021年末，中国生猪养殖行业CR10仅为约12.34%。因此目前中国肉猪养殖主体仍为散养农户，产能上下波动随意性强，导致生猪养殖行业具有较大的周期波动性。

### (2) 生猪产能及产量分析

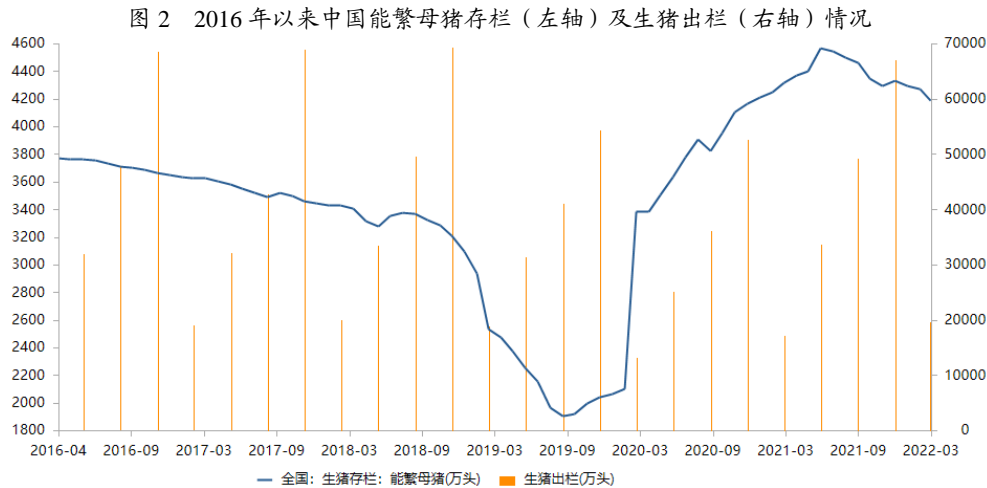
本轮猪周期自2018年开始。2018年，生猪养殖景气度低，非洲猪瘟爆发，中国生猪养殖户加速出栏、减少补栏。2019年以来，中国能繁母猪和生猪存栏见底后，生猪养殖景气度大幅提升。2020年，尽管得益于高景气度、生猪存栏有所增加，但非洲猪瘟叠加能繁母猪实际产能恢复不及预期等因素影响下，生猪出栏量仍处低位。2021年以来，得益于前期高景气度补栏，生猪出栏量同比大幅增加。

在猪周期运行逻辑中，能繁母猪存栏量是先行指标，后备母猪仔培育为能繁母猪约需4个月，能繁母猪受孕分娩约需114天，仔猪育

肥至出栏约需6个月。能繁母猪存栏量决定了未来10~12个月生猪出栏量，从而影响市场生猪供应。

本轮猪周期自2018年开始。根据农业农村部数据，2018—2021年末，中国能繁母猪存栏量分别为3205万头、2036万头、4161万头和4329万头。其中2019年较上年末下降主要系上年生猪养殖景气度低叠加非洲猪瘟、养殖户加速出栏减少补栏影响所致。2020年末在行业高景气度带动下存栏数较上年末大幅增长，已超2015—2017年间的平均水平；在高猪价的拉动下，2020年能繁母猪中的三元母猪占比较高，考虑到三元母猪繁殖能力下降20%~50%，折合后能繁母猪的实际产能恢复低于预期。2021年以来，能繁母猪存栏量持续增加，截至2021年6月末，中国能繁母猪存栏量为4564万头，达到本轮周期峰值；截至2021年7月末，中国能繁母猪存栏量环比下降0.5%，迎来连续增长21个月后的首次下降。以正常年份全国猪肉产量在5500万吨时的生产数据为参照，农业农村部设定全国能繁母猪正常保有量约为4100万头；截至2021年末，能繁母猪存栏量约相当于正常保有量的104.78%，未来一段时期内生猪出栏量仍将保持高位。

出栏生猪方面，根据国家统计局公布数据，2018—2021年，中国生猪出栏头数波动下降，分别为6.94亿头、5.44亿头、5.27亿头和6.71亿头。其中2019年同比下降21.57%主要系能繁母猪存栏减少叠加非洲猪瘟影响所致；2020年同比下降3.15%主要系非洲猪瘟影响、能繁母猪实际产能恢复不及预期、三元母猪留种以及二次育肥等因素影响所致。2021年生猪出栏量同比大幅增加，一方面受2020年末行业高景气度影响，能繁母猪存栏充裕；另一方面随着2021以来猪价持续下降，市场上猪养殖户着手出清前期加速补栏形成的低效三元母猪。



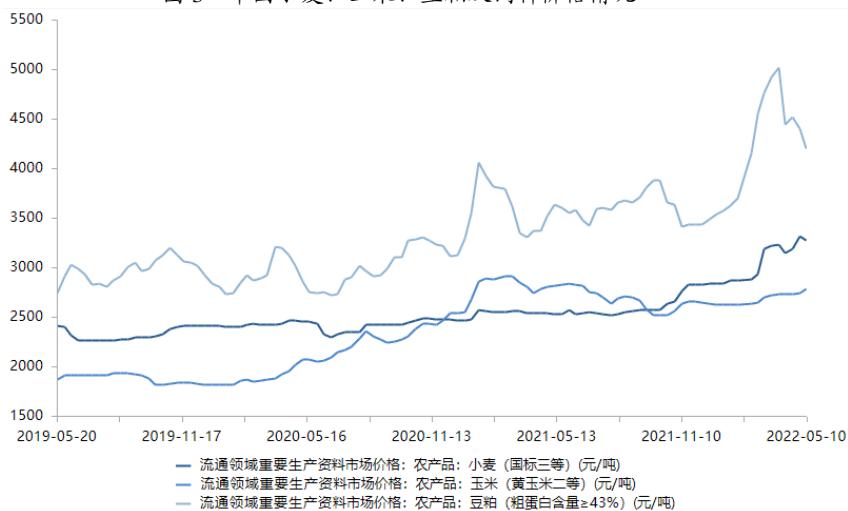
(3) 行业上下游及产品价格情况

生猪养殖行业的上游为饲料行业，下游为中国居民的刚性需求，供给基本决定了猪肉价格。2019年以来，持续攀升的粮食及饲料价格对生猪养殖企业产生较大升本控制压力。2018-2020年，中国猪肉价格持续增长，2021年以来，随着能繁母猪产能释放，猪价快速下跌，生猪养殖行业盈利能力大幅下滑。

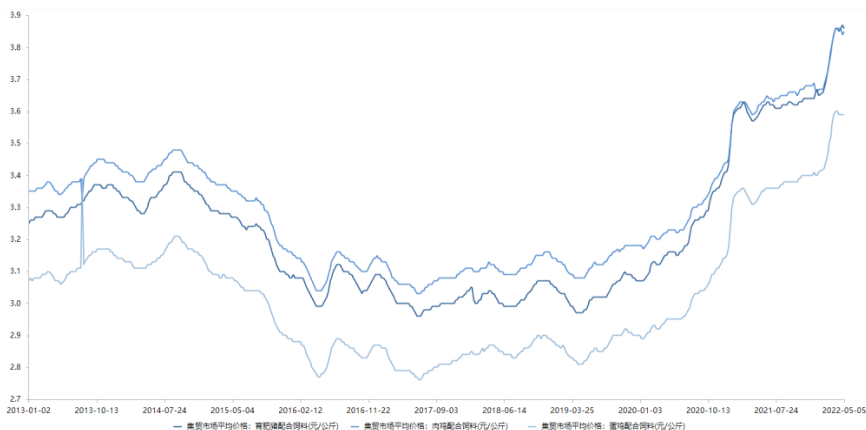
生猪养殖行业上游主要为饲料行业，下游主要是居民肉食消费需求。生猪养殖业的上游为农作物生产行业，饲料所需原材料包括玉米、

豆粕、小麦、鱼粉等主料，以及氨基酸、维生素、矿物质微量元素等辅料，原材料成本占饲料生产成本的比重约75~80%，养殖业上游受小麦、玉米和豆粕价格的影响较大。玉米、豆粕等原材料价格自2019年以来呈上升态势，截至2021年末，小麦、玉米和豆粕价格分别为2832.40元/吨、2624.30元/吨和3539.20元/吨，较2019年末均大幅增长。2022年以来，受国际局势等因素影响，粮食及饲料价格继续攀升。原材料价格高位运行对生猪养殖企业的成本控制形成较大压力。

图3 中国小麦、玉米、豆粕及饲料价格情况







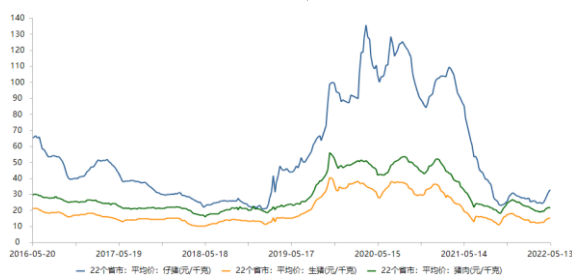
资料来源: Choice, 联合资信整理

根据世界经合组织与联合国粮农组织(OECD-FAO)联合发布的2020年农业展望报告,中国对猪肉的人均年度消费量为24.37千克,而且在猪肉比价较低时存在对猪肉消费的明显偏好。因此,在中国饮食和烹饪体系下,猪肉消费为刚性需求,供给端基本决定了猪肉价格。

自2018年非洲猪瘟疫情爆发以来,中国生猪养殖户加速出栏、减少补栏,生猪产能供给紧张,猪肉价格高位运行。生猪养殖行业景气度提升拉动养殖户补栏热情高涨,2020年11月,能繁母猪存栏量突破4100万头。受生猪存栏增加、种群密度加大,能繁母猪中三元母猪占比较高,非洲猪瘟野毒和疫苗毒扩散速度加快三方面因素影响,中国生猪养殖难度加大、供应紧张,2020年末—2021年初,猪肉平均价格仍保持在高位。进入2021年后,生猪产能开始集中释放,生猪价格快速走低,生猪养殖行业景气度大幅下降,中国22省市生猪平均价格自2021年1月8日36.34元/公斤的高点震荡下跌,6月已跌破行业平均成本线(约16~19元/公斤),于10月8日下探至10.78元/公斤的年内低点。2021年四季度—2022上半年,受冬季猪肉消费增加、节假日消费增加及新冠肺炎疫情影响运输等因素影响,猪价小幅回升,整体仍在低位区间震荡;2021年12月31日,22个省市仔猪、生猪和猪肉平均价格分别为28.74元/千克、16.30元/千克、25.18元/千克;2022年5月13日,22个省市自出、生猪和猪肉平均价格分别为元32.79/千克、15.20元/千克和21.58

元/千克。

图4 2016年以来中国仔猪、生猪及猪肉价格情况(单位:元/千克)



资料来源: Choice, 联合资信整理

#### (4) 行业政策

从政策上看,2021年以来,随着中国生猪养殖产能快速增长,国家出台相关政策,以调控能繁母猪存栏量、推动生猪产能恢复常态。相关方案加强国家对规模化猪场的产能监控,有利于稳定生猪产能,提升行业集中度,平缓和猪价震荡,减小猪周期波动幅度。

2020年3月,国家发改委和农业农村部印发《关于支持民营企业发展生猪生产及相关产业的实施意见》,提出要从加大财政支持力度、完善金融保险支持政策、支持企业克服新冠肺炎疫情带来的特殊困难、保障合理用地需求等方面支持民营企业发展生猪生产。

2021年2月,中国发布《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》,即2021年中央一号文件,提出要深入推进农业供给侧结构性改革,平稳发展生猪产业。需要注意的是,随着生猪养殖产能逐步恢



复，国家促进养殖产能类政策支持力度将不断减弱，信贷、财税和土地政策可能收紧。

2021年9月23日，农业农村部发布了《生猪产能调控实施方案（暂行）》（以下简称“方案”）。方案指出，将以能繁母猪存栏量变化率为核心调控指标，坚持预警为主、调控兜底、及时介入、精准施策的原则，更好发挥政策调控的保障作用，稳固基础生产能力，有效防止生猪产能大幅波动。具体举措如下：1）确定能繁母猪保有量：“十四五”期间，以正常年份全国猪肉产量在5500万吨时的生产数据为参照，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在4100万头左右，最低保有量不低于3700万头。各省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团（以下简称“各省份”）能繁母猪保有量的确定以《农业农村部关于印发2020—2021年生猪稳产保供任务目标的通知》（农牧发〔2020〕11号）中各省份2021年生猪存栏目标的10%为基础，结合各地生产实际，确定能繁母猪正常保有量；以能繁母猪正常保有量的90%为标准，确定最低保有量。2）保持能繁母猪合理存栏水平，将能繁母猪存栏量变动划分为绿色、黄色和红色3个区域，采取相应的调控措施。3）针对种猪生产供应、新生仔猪数量或生猪存栏量出现异常情况的调控，国家生猪核心育种场种猪核心群保有量保持在15万头以上，最低保有量不低于12万头。当核心群保有量处于12万头~13.5万头（含临界值）时，特别是低于12万头时，及时采取应对措施，加强政策支持，使核心群存栏量尽快回归到合理水平。

此外，方案还确立了生猪规模养殖产能的调控方式：各地需对全国年出栏500头以上的规模猪场（户）进行全数备案，确立全国及各省份规模猪场（户）保有量，各地需保持规模猪场（户）数量总体稳定，不得违法拆除，确需拆除的，要安排养殖用地支持其异地重建，并给予合理经济补偿，规模猪场（户）自愿退出的，各地要根据减少的能繁母猪产能情况，新建或改扩建相应产能的规模猪场，确保生猪

产能总体稳定，并依托于全国生猪规模养殖场监测系统，对各地规模养殖场进行动态监测。对年设计出栏1万头以上的规模猪场和国家生猪核心育种场，按照猪场自愿加入并配合开展产能调控的原则，建立国家级生猪产能调控基地。各地可结合实际建立相应层级的生猪产能调控基地并挂牌。产能调控基地依法优先享受相关生猪生产支持政策。

国家收储方面，根据华储网数据，2021年中国投放中央储备冻猪肉共9次，累计21万吨；中央计划收储冻猪肉共4次，累计8.3万吨。

#### （5）未来发展

**本轮猪周期于2021年初进入下行通道，生猪养殖企业面临猪价下行和成本上涨双重压力。考虑到2021年末，能繁母猪存栏量仍处于高位，短时间内出清低效产能及需求增长影响有限，预计猪价仍将低位震荡徘徊至2022年中下旬，此后有望迎来猪周期上行拐点；在生猪养殖企业实现扭亏为盈前，需关注行业内企业信用状况。本轮周期后，抗风险能力较弱的生猪养殖户将进一步出清，生猪养殖行业集中度有望提升，行业格局将有所优化。**

上游原材料与成本方面，在目前全球范围内粮食作物种植成本整体提升的背景下，预计2022年玉米和豆粕等原料价格下行空间有限。此外，非洲猪瘟疫情等不确定性事件对生猪养殖企业在中间生产过程中的环境保障和疫情防控中的成本控制提出了挑战。

生猪产能和猪肉价格方面，2021年6月末，中国能繁母猪存栏量达到本轮猪周期最高点；但截至2021年末仍处于较高水平。由于能繁母猪存栏指标领先于生猪存栏指标约10~12个月，预计中国生猪高出栏量情况将延续至2022年中下旬，与出栏量负相关的猪肉价格届时有望迎来拐点，猪周期出现上行机会。

行业内企业运营与信用状况方面，在成本高企及猪肉价格低迷的双重背景下，在周期拐点出现后，生猪价格预计在调整在一段时间后反弹至生猪养殖企业盈亏平衡点，届时行业内企业才会陆续实现扭亏为盈。2022年上半年行

业将延续低位调整，考验着行业内企业经营管理和资金周转能力，需关注竞争力相对不足企业的信用状况。

政策方面，2021年以来，国家密集的收储行动和生猪产能调控方案的出台显示了国家在助推生猪产能常态化方面的激励和深入细化调控监测。同时，对规模化猪场的产能监控和支持政策，有利于行业集中度提升，减小周期波动振幅。

行业发展方面，本轮猪下行周期进程中，生猪养殖企业面临亏损程度加深、盈利能力下降、营运现金流紧张和再融资能力弱化等风险；抗风险能力较弱的中小规模养殖户退出市场可能性加大，而具有成本优势的头部猪企度过周期底部的能力更强，并能在周期低谷储备产能、蓄力新周期的盈利增长；因此，生猪养殖行业集中度有望进一步提升，未来猪周期造成的行业波动纵深可以进一步平滑。此外，生猪养殖企业下游的产品形式呈多元化发展，“调猪向调肉转变”。生猪养殖企业可通过新增屠宰产能以及延伸产业链，或通过兼并、合资、联营等多种方式向食品初加工、深加工纵深发展，并衍生出电商与实体结合、互联网与产业融合、生产者与消费者直接对接等新业态。通过以上方式，有助于生猪养殖企业安全度过猪周期。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2022年3月末，公司总股本为13.54

亿股，公司控股股东和实际控制人为兵团国资公司，持股比例为20.97%，不存在股权质押情况。

### 2. 企业规模及竞争力

**公司作为行业优势企业，在经营地域与技术水平等方面仍具有较强优势，综合竞争力仍较强。**

公司主要经营地点为新疆，生物疫病防控形势好，具备天然养殖优势。近年来，公司持续加大研发投入，提高科技创新能力，形成了丰富的产品和技术储备，公司研发中心是“国家级企业技术中心”。生物制药业务方面，公司在新疆、上海设立两大研发中心，专业研发和技术人员约200人。截至2021年末，公司共获得20项国家新兽药证书、84项发明和实用新型专利。2020年，公司历时12年研制的布氏菌病基因缺失活疫苗上市；2021年，公司自主研发、自主生产的猪流行性腹泻灭活疫苗（XJ-DB2株）获得农业农村部核发的《新兽药注册证书》，对于预防猪流行性腹泻有很好的免疫效果。公司投资超过2亿元的国家高等生物安全三级实验室（P3）于2020年完成建设并投入使用，并于2022年3月通过中国合格评定国家认可委员会（CNAS）的评审，取得其授予的实验室认可证书和认可决定书。

表4 截至2021年末公司在研主要兽药情况

主要研发项目名称	项目目的	项目进展	拟达到的目标	预计对公司未来发展的影响
猪流行性腹泻灭活疫苗（XJ-DB2株）	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号。用于预防猪流行性腹泻的疫苗产品	于2021年3月取得新兽药证书，2021年11月取得兽药产品批准文号	取得新兽药证书和兽药产品批准文号	与市场上同类产品相比，该疫苗有以下优势：毒株属于G2a亚型，弥补了市场无G2a亚型毒株疫苗的空缺；病毒含量高；佐剂优秀，可有效刺激机体产生较高的黏膜抗体，解决了常规灭活疫苗不能产生黏膜抗体或产生黏膜抗体低的缺陷。该疫苗的成功研制，将进一步丰富公司疫苗产品结构，形成多系列疫苗产品线，有利于进一步提升公司市场竞争力
猪圆环病毒2型-猪支原体肺炎二联灭活疫苗	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号。用于预防由猪圆环病毒2型感染引起的疾病和猪支	2018年6月申报新兽药注册，2021年12月完成复核检验，目前正在复审	取得新兽药证书和兽药产品批准文号	该疫苗抗原的表达量较高，能高效诱导机体产生良好的体液免疫与细胞免疫；疫苗不受母源抗体的影响，能够有效预防由猪圆环病毒2型感染引起的疾病和猪支原体肺炎；疫苗免疫猪群生长发育良好、整齐度高、死淘率低、日增重高、料

	原体肺炎,降低猪只死亡率	中		肉比低,对商品仔猪的保护效力与进口灭活疫苗无显著差异;免疫程序只需注射一次,减少人力,降低猪应激;具有良好的安全性,接种后不会发生急性、持续或潜伏感染;复合型佐剂可有效地提高疫苗的细胞免疫和体液免疫水平,且通针性好便于注射,易于推广。该疫苗的研制,将进一步丰富公司疫苗产品结构,从而满足用户对各类疫病的防疫需求,对持续提升公司业绩产生积极的影响
猪传染性胸膜肺炎基因工程亚单位灭活疫苗(rApxII、rOml-1、rOml-7)	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号。用于预防猪只防血清1型和7型(国内优势流行菌株)的胸膜肺炎放线杆菌的感染	2018年2月申报新兽药注册,目前已完成复核检验,正在进行标准核定工作	取得新兽药证书和兽药产品批准文号	该疫苗通过对表达蛋白精确定量,抗原配比稳定精准,可预防血清1型和7型(国内优势流行菌株)的胸膜肺炎放线杆菌感染,对其他血清型也有不同程度的交叉保护,可产生持续6个月的有效免疫。该疫苗的研制,将进一步丰富公司疫苗产品结构,从而满足用户对各类疫病的防疫需求,对持续提升公司业绩产生积极的影响
猪口蹄疫O型、A型二价合成肽疫苗	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号。用于预防猪只O型和A型口蹄疫病毒的攻击	2019年7月获得临床实验批件,目前已完成临床实验,正在申请新兽药注册	取得新兽药证书和兽药产品批准文号	经试验证明,该疫苗抗原可以产生有效的抗体应答效果,在免疫猪后可以抵抗O型和A型口蹄疫病毒的攻击。对免疫动物安全,免疫后28日即可产生足够的抗体,能有效的抵御O型和A型口蹄疫病毒的攻击。该疫苗的研制,将进一步丰富公司疫苗产品结构,从而满足用户对各类疫病的防疫需求,对持续提升公司业绩产生积极的影响
小反刍兽疫、山羊痘二联灭活疫苗(Clone9株+AV41株)	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号。用于预防小反刍兽疫和山羊痘两种疾病	于2021年12月取得新兽药证书	取得新兽药证书和兽药产品批准文号	本项目是国内乃至国际上首个开展"小反刍兽疫--羊痘二联灭活疫苗"研究的项目。通过把两个单用疫苗合二为一,一次免疫,同时预防二种疾病,降低了防御人员的工作强度,以及频繁免疫造成羊只生长影响。该疫苗的研制,将有利于公司更好地为养殖客户提供综合防疫解决方案,巩固公司在动物疫苗领域的行业地位,对提升公司市场竞争力和可持续发展等方面具有积极的促进作用
牛病毒性腹泻/黏膜病、牛传染性鼻	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号	2018年完成临床申报,2020年进行新	取得新兽药证书和兽药产品批准文号	本项目为全球首个牛病毒性腹泻、牛传染性鼻气管炎亚单位疫苗,能够区分野
气管炎二联亚单位疫苗(E2+gD)	用于预防牛病毒性腹泻、牛传染性鼻气管炎的亚单位疫苗,能够区分野毒感染和疫苗免疫产生的效价。	兽药申报。		毒感染和疫苗免疫产生的效价,达到鉴别检验的作用。该疫苗的研制,将有利于公司更好地为养殖客户提供综合防疫解决方案,巩固公司在动物疫苗领域的行业地位,对提升公司市场竞争力和可持续发展等方面具有积极的促进作用
猪伪狂犬病基因缺失活疫苗	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号。预防由猪伪狂犬病毒感染引起的疾病	2019年已获批临床实验,2020年完成临床实验,正在进行新兽药注册申报阶段	取得新兽药证书和兽药产品批准文号	该疫苗是应用基因重组技术,构建出基因缺失活疫苗株,通过细胞培养收获培养物,冻干而制成的活疫苗。该疫苗的研制,将为中国畜牧业健康发展提供有效的技术支撑,有利于进一步提升公司市场竞争力
猪伪狂犬病亚单位疫苗	取得《新兽药注册证书》和兽药产品批准文号。预防由猪伪狂犬病毒感染引起的疾病	2019年该疫苗已获批临床实验,2020年完成临床实验,正在进行新兽药注册申报阶段	取得新兽药证书和兽药产品批准文号	该疫苗是利用分子克隆技术,将猪伪狂犬病毒保护性抗原基因插入到真核表达载体中,获得了重组质粒转染至真核细胞中,通过加压筛选得到高效表达猪伪狂犬病毒保护性抗原蛋白的单克隆细胞株,接种适宜培养基培养收获培养物,而制成的灭活疫苗。该疫苗的研制,将为中国畜牧业健康发展提供有效的技术支撑,有利于进一步提升公司市场竞争力

资料来源:公司年报

### 3. 企业信用记录

#### 公司过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行征信系统查询的《企业信用报告》（统一社会信用代码：91650000722362767Q），截至2022年6月13日，公司本部已结清及未结清贷款中，均无不良/关注类信息记录，过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 七、管理分析

**2021年，公司核心管理团队较为稳定，主要管理制度连续，经营运作正常。**

2021年，公司副总经理潘毅平因工作调整离任。跟踪期内，公司主要管理制度未发生变化。

## 八、重大事项

根据公司2021年12月《天康生物股份有限公司非公开发行股票发行情况报告书暨上市公告书》公告，公司发行股票数量2.77亿股，发行股票的对象为12家符合中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）规定的证券投资基金管理公司、证券公司、信托公司、财务公司、保险机构投资者、合格境外机构投资者、境内法人以及其他合格投资者，发行价格为7.45元/股。募集资金总额为20.67亿元（含），扣除发行费用后将全部用于以下项目：

表5 非公开发行股票募集资金用途（单位：亿元）

序号	项目名称	拟投资总额	拟利用募集资金额
1	甘肃天康农牧科技有限公司42万头仔猪繁育及20万头生猪育肥建设项目	6.66	5.56
2	天康生物股份有限公司30万头仔猪繁育及20万头生猪育肥基地建设项目	5.23	4.30
3	甘肃天康农牧科技有限公司30万头仔猪繁育及20万头生猪育肥建设项目	5.82	4.84
4	补充流动资金	5.97	5.97
	合计	23.68	20.67

资料来源：公司提供

2021年5月，公司本次非公开发行股票事项获得中国证监会核准批复。新增股份于2021年12月24日上市。发行后，公司的总股本由10.76亿股增至13.54亿股，其中限售流通股增加2.77亿股，占发行后总股本的20.49%。发行前后，公司控股股东及实际控制人未发生变化。发行前，兵团国资公司持有公司26.38%股份，发行后，兵团国资公司持有公司股份降至20.97%。

## 九、经营分析

### 1. 经营概况

**2021年以来，公司收入有所增长，但公司业务综合毛利率同比下降，利润总额同比由大**

**额盈利转为大额亏损；公司其他业务板块收入规模均有所扩大，经营毛利率稳健，但盈利难以弥补养猪业务的深度亏损。2022年一季度，公司亏损情况延续。**

2021年，公司营业总收入及营业成本同比均大幅增长，主要系业务规模扩大所致；实现利润总额-6.47亿元。2021年以来，生猪养殖行业进入下行周期，公司由2020年的盈利转为大额亏损。公司亏损的主要原因为：（1）生猪价格大幅下跌，叠加饲料原料价格连续上涨、外购仔猪育肥成本高等因素推高养猪成本，公司肉猪养殖业务录得较大亏损。（2）公司按照企业会计准则的有关规定对存栏的消耗性生物资产计提了大额减值准备。



表 3 2019 - 2021 年公司营业总收入及毛利率情况

业务板块	2019 年			2020 年			2021 年			
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率(%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入同比增 长率 (%)
饲料	29.31	39.20	14.33	42.15	35.17	14.13	51.35	32.62	13.35	21.83
兽药	5.55	7.43	60.12	8.46	7.06	68.98	9.80	6.22	68.38	15.80
屠宰加工及肉制品	11.63	15.56	47.83	10.36	8.64	65.17	17.34	11.01	3.85	67.40
农副产品加工	8.06	10.78	10.82	11.15	9.30	8.63	16.40	10.42	6.50	47.07
生猪养殖	4.81	6.44	29.37	24.41	20.36	54.28	17.61	11.18	-22.93	-27.86
玉米收储业务	12.50	16.72	18.69	19.68	16.42	20.90	38.31	24.33	8.63	94.64
其他主营业务	2.69	3.60	61.49	3.38	2.82	19.58	6.16	3.91	7.75	82.05
其他业务	0.22	0.29	61.49	0.27	0.22	79.81	0.47	0.30	72.16	76.89
合计	74.76	100.00	25.09	119.87	100.00	30.99	157.44	100.00	9.77	31.35

注：尾差系四舍五入所致  
资料来源：公司提供

从收入构成来看，2021 年，公司饲料收入同比增长主要系新疆原有市场销售规模扩大及开拓陕甘宁区域市场所致，占营业总收入的比重同比略有下降；兽药收入同比增长主要系公司加强大客户合作，以及圆-支二联苗、腹泻苗等新品上市所致，占营业总收入的比重同比变化不大；屠宰加工及肉制品收入同比大幅增长，主要系公司屠宰场投入使用，屠宰生猪量增加所致，占营业总收入的比重同比略有上升；农副产品加工收入同比增长 47.09%，主要系市场需求增加，销售规模扩大所致，占营业总收入的比重同比上升 1.12 个百分点；生猪养殖收入同比下降主要系生猪行业处于下行周期所致，占营业总收入的比重同比下降 9.18 个百分点；玉米收储业务收入同比大幅增长，主要系价格上涨所致，占营业总收入的比重同比上升 7.91 个百分点；其他主营业务与其他业务收入占比较小，影响不大。

从毛利率来看，2021 年，饲料、兽药和农副产品加工业务毛利率较上年变化不大；屠宰加工及肉制品与生猪养殖业务毛利率同比大幅下降，主要系生猪价格大幅下降所致；玉米收储业务毛利率同比下降 12.27 个百分点，主要系收储的玉米价格大幅上升及运输费用调整至营业成本所致。综上，公司综合毛利率同比下降 21.22 个百分点。

2022 年一季度，猪价继续低位震荡，饲料等原材料价格高企，公司亏损情况延续，公司

实现营业总收入 33.92 亿元，同比增长 1.58%，变化不大；实现利润总额-0.98 亿元，净利润-1.09 亿元。

## 2. 饲料业务

2021 年，饲料原材料价格上升，原材料采购量基本稳定；产能与产量较上年均有所增加，但产能利用率仍有待提高；受益于猪料和禽料销量增长，公司饲料销量有所提升，产销率维持在很高水平。

采购方面，2021 年，公司玉米和豆粕的采购量同比变化不大；采购均价方面，2021 年，受粮食价格增长影响，公司玉米采购均价较上年增长 15.57%，豆粕采购均价较上年增长 19.37%。公司玉米采购一般采用现款现货的方式，其他原材料采用货到付款的方式赊购，一般账期在 30 天左右。

表 7 2019 - 2021 年饲料业务主要原材料采购情况  
(单位：万吨、元/吨)

原材料	项目	2019 年	2020 年	2021 年
玉米	采购数量	60.06	88.00	87.48
	采购均价	1892.62	2222.88	2568.94
豆粕	采购数量	14.89	20.74	21.65
	采购均价	3268.43	3227.93	3853.24

资料来源：公司提供

生产方面，从产能来看，2021 年，公司饲料产能 359.00 万吨，同比增长 10.56%；产量为 234.95 万吨，同比增长 21.81%；产能利用率方



面，公司饲料业务产能利用率为 65.45%，较上年增加 6.04 个百分点，产能利用率仍有待提高。

销售方面，2021 年，公司饲料销售量为 231.25 万吨，同比增长 21.08%。其中，猪饲料销量为 127.91 万吨，同比增长 52.09%；禽用饲料销量为 45.80 万吨，同比下降 23.60%；水产饲料销量为 5.24 万吨，同比下降 4.20%；反刍饲料销量为 45.43 万吨，同比增长 27.22%。产销率方面，2021 年，公司饲料产销率为 98.43%，仍处于很高水平。2021 年，公司饲料销售均价为 2220.54 元/吨，同比增长 0.62%，变化不大。公司对于大部分客户采用先款后货的结算方式，对于少数信誉度高、经销潜力大的经销商经公司审批后，给予一定的信用期，并对其进行较为严格的应收账款催收管理。

### 3. 兽药业务

2021 年，因生猪存栏量增加，为提前应对疫苗市场需求可能出现的增长，公司兽药业务中血清和佐剂采购量均大幅增加，培养基采购金额大幅增加；兽药产销量变化不大，产能利用率仍较低，但产销率维持在高水平。

从采购情况看，2021 年，全国生猪存栏规模大，带动公司兽药疫苗销量增长，公司血清采购量与佐剂采购量较上年分别增长 1.88 倍和 2.16 倍。采购价格方面，2021 年，公司血清采购均价同比增长 6.67%，佐剂采购均价同比下降 2.53%；培养基采购金额大幅增加。

从采购集中度来看，2021 年，公司兽药业务原材料前五大供应商采购金额为 1.65 亿元，占兽药原材料采购金额的 40.67%，集中度变化不大。结算方面，公司原材料主要采用电汇的结算方式，一般在收到货后 3~6 个月之内付清。

表 8 2019 - 2021 年疫苗主要原材料采购情况

原材料	项目	单位	2019 年	2020 年	2021 年
血清	采购数量	万毫升	703.00	1596.90	4592.93
	采购均价	元/毫升	0.94	0.90	0.96
	采购金额	万元	663.01	1437.93	4409.21
佐剂	采购数量	吨	300.30	153.65	485.80
	采购均价	万元/吨	8.39	8.31	8.10

	采购金额	万元	2520.46	1277.25	3934.98
培养基*	采购金额	万元	2316.44	2074.80	6020.32

注：由于公司采购的培养基种类较多，根据配方的差异，采购数量存在升、公斤、克等多种单位，具体数量难以统计

资料来源：公司提供

生产方面，2021 年，公司兽药疫苗产能较上年无变化，产量较上年增长 5.75%，产能利用率增加 2.36 个百分点至 43.38%。

销售方面，2021 年，公司兽药疫苗销量较上年增长 2.35%，变化不大；销售均价较上年增长 13.24%，主要系客户集中采购价格增加所致。其中，口蹄疫疫苗销量 76736.12 万头份，同比增长 2.24%；小反刍兽疫疫苗销量 28157.11 万头份，同比减少 5.63%；猪蓝耳病疫苗销量 773.77 万头份，同比下降 25.49%；猪瘟疫苗销量 2246.7 万头份，同比增长 0.85%；布病疫苗销量 15062.12 万头份，同比下降 4.38%；其他疫苗销量 8791.81 万头份，同比增长 82.03%。从客户集中度看，前五名客户销售额占兽药销售金额的 13.27%，销售集中度较低，单一大客户依赖度低。

表 9 2019 - 2021 年公司兽药疫苗产能、产量及产能利用率情况

项目	单位	2019 年	2020 年	2021 年
产能	万毫升	335000.00	335000.00	335000.00
产量	万毫升	82215.54	137430.00	145338.00
产能利用率	%	24.54	41.02	43.38
销量	万毫升	98562.05	128738.00	131768.00
销售均价	元/毫升	0.56	0.68	0.77
产销率	%	119.88	93.68	90.66

资料来源：公司提供

### 4. 其他业务

#### (1) 生猪养殖及食品加工业务

2021 年，公司生猪出栏量大幅增加，但种猪和仔猪对外销售数量大幅减少；受疫情政策影响，屠宰和代宰数量大幅增加；担保项目具有反担保措施，风险敞口较小。

采购方面，公司采购渠道及采购政策较上年均未发生变化。养殖方面，2021 年，公司共出栏生猪 160.33 万头，较上年增长 19.20%，主要系公司前期扩大养殖规模所致。

养殖产能建设方面，公司于 2017 年发行可转债 10.00 亿元、2021 年定向增发募集资金 20.67 亿元用于向疆外扩大生猪养殖产能规模，目前，公司生猪产能主要位于新疆、河南和甘肃，每个区域内产业链较为完整，具有原种猪、三级繁育、育肥和饲料厂的配套建设基地，目前在新疆和甘肃的屠宰场已投入使用，屠宰产能均为 100 万头/年，河南屠宰场尚在规划中。截至 2021 年末，公司在新疆、河南、甘肃的生猪产能分别约为 150 万头、100 万头和 70 万头；新疆与甘肃相对地广人稀，养殖密度较低，非瘟疫情控制压力较小，河南基地非瘟疫情防控较为复杂，目前产能以繁育场为主，配套育肥比例较低，随着河南基地疫情防控水平提供，公司将逐步提高配套育肥产能<sup>2</sup>。

销售方面，2021 年，公司种猪对外销售数量为 0.30 万头，较上年大幅下降，主要系养殖规模扩大，留种需求增加所致；销售均价为 5281.89 元/头，较上年下降 8.83%；仔猪对外销售数量为 37.31 万头，较上年下降 44.72%，主要系猪价下行，市场需求下降所致；销售均价为 1163.54 元/头，较上年下降 14.73%。

屠宰及食品加工方面，2021 年，公司生猪屠宰量为 91.63 万头，较上年大幅增长。其中代宰数量为 2.73 万头；肉制品销售为 11.07 万吨。

公司控股的担保公司新疆天康融资担保有限公司（以下简称“天康担保”）和河南富桥投资担保有限公司（以下简称“富桥担保”）为畜牧养殖产业链上的相关主体提供配套融资担保服务。截至 2021 年末，天康担保业务共有在保项目 122 个，在保金额为 2.49 亿元，共代偿逾期担保款项 40 笔，代偿余额 0.47 亿元；富桥担保在保项目 66 个，再报金额 1.46 亿元，共代偿逾期担保款项 38 笔，代偿余额 0.62 亿元。两家公司对主要担保项目均要求被担保方采取了相应反担保措施（如牲畜抵押、房产抵押、多户联保、担保人担保等）。

## （2）农副食品加工业务

**2021 年，公司毛油、粕类产能及产销量均大幅下降。**

2020—2021 年，公司毛油产能分别为 6.62 万吨和 3.20 万吨，产量分别为 5.98 万吨和 2.73 万吨；销量分别为 6.05 万吨和 2.70 万吨。2020—2021 年，粕类产能分别为 25.00 万吨和 12.00 万吨，产量分别为 21.86 万吨和 10.05 万吨；销量分别为 21.54 万吨和 9.37 万吨。其中内销数量分别为 2.30 万吨和 0.56 万吨。

## （3）玉米收储业务

**2021 年，公司玉米收储业务收入规模大幅增长，对公司收入有一定贡献；因玉米原材料价格大幅上涨，玉米收储板块毛利率下降。**

贸易冲突与争端加大了农产品等大宗商品价格波动的不确定性，为应对原材料价格波动风险，公司于 2018 年下半年开展了玉米收储业务，对玉米于四季度进行采购加工，并于次年出售。2021 年，因原材料价格大幅上涨，公司玉米收储业务收入 38.31 亿元，毛利率 8.63%。

## 5. 在建项目

**2021 年，公司甘肃生猪产业化项目在建设中，建成后甘肃生猪产能将进一步增加；疫苗研发生产项目投资金额较大，具有持续性资金投入需求。**

截至 2021 年末，公司在建项目拟投资 41.98 亿元，尚需投资 13.30 亿元，主要为甘肃基地生猪产业化建设项目和苏州科技园项目。甘肃基地生猪产业化项目 2022 年预计完成 30 万头生猪产能建设，项目建成后，预计截至 2022 年末，公司甘肃省生猪产能将达到 100 万头/年；苏州科技园项目为新建综合性制药基地，主要进行疫苗的研发、生产制造。

<sup>2</sup> 资料来源：公司机构调研公告。

表 10 截至 2021 年末，公司主要在建项目情况（单位：亿元、%）

项目名称	预算数	工程累计投入占预算比例	工程进度	尚需投资	资金来源
甘肃天康农牧科技有限公司 42 万头现代化生猪繁育场、20 万头现代化生猪育肥产业基地	5.56	72.35	80.00	1.11	募股资金
天康制药兽用生物安全三级防护升级改造项目	2.22	86.35	98.00	0.04	募股资金
苏州科技园项目	10.00	0.47	0.47	9.95	其他
汝南天康饲料年产 24 万吨饲料项目	0.91	56.74	56.74	0.39	其他
永昌天康饲料有限公司年产 57 万吨饲料加工项目	1.07	68.69	68.69	0.34	其他
达拉特旗 10 万吨仓储项目	0.33	6.27	6.27	0.31	其他
FMD 乳化分包装生产线升级改造	0.56	67.00	67.00	0.18	其他
活疫苗车间升级改造项目	0.47	76.29	76.29	0.11	其他
宁夏吴忠年产 30 万吨饲料厂项目	0.91	57.93	90.00	0.09	其他
宁夏常新农业 20 万吨级粮食烘干仓储物流项目	0.53	87.62	87.62	0.07	其他
高新北市区灭活苗生产线改造	0.30	80.91	80.91	0.06	其他
北泉饲料散装仓土建款项目	0.05	21.26	21.26	0.04	其他
阿克苏天康畜牧有限责任公司年产 24 万吨畜禽饲料生产线项目	0.70	94.98	94.98	0.04	其他
乌拉特前旗天康农业发展 2021 年仓储项目	0.33	82.32	90.00	0.03	其他
通辽天康年产 9 万吨饲料设备项目	0.10	68.94	68.94	0.03	其他
鄂托克前旗 10 万吨仓储项目	0.34	80.05	91.55	0.03	其他
乌拉特前旗 2021 年仓储项目	0.27	70.81	90.00	0.03	其他
新疆天康食品中央厨房设备及装修工程	0.09	73.22	73.22	0.02	其他
五原县 10 万吨仓储建设	0.17	80.80	90.00	0.02	其他
北泉饲料制粒机设备项目	0.04	69.41	69.41	0.01	其他
内蒙古饲料技改项目	0.03	78.79	78.79	0.01	其他
水源镇柴家沟村 2400 头 GGP 核心场	1.00	57.75	70.00	0.30	/
新疆天康生猪遗传改良中心（500 头种公猪站）建设项目	0.16	54.23	54.23	0.07	/
芳草湖曾祖代繁育场项目	1.21	97.00	99.00	0.01	/
呼图壁猪舍服务用房改建及维修项目	0.04	80.00	80.00	0.01	/
其他	14.62	/	/	0.00	/
<b>合计</b>	<b>41.98</b>	<b>/</b>	<b>/</b>	<b>13.30</b>	<b>/</b>

注：1. 表中其他项目为多个较小的在建项目合并；2. 尾差系四舍五入所致  
资料来源：公司年报，联合资信整理

## 6. 经营效率

**2021 年，公司经营效率较上年有所提升。**

2021 年，公司销售债权周转次数由上年的 37.31 次增长至 47.49 次；存货周转次数由上年的 1.81 次增长至 2.53 次；总资产周转次数由上年的 0.89 次增长至 0.96 次。

## 7. 未来发展

**公司发展战略明确，符合自身发展需要。**

公司未来计划围绕养殖业的关键环节，包括饲料饲养、良种繁育、动保以及养殖服务体系 and 金融服务体系支持。

动物疫苗方面，公司提前布局了基因工程疫苗的研发，并在行业内大型企业的规模效应及品牌效应的越发突显的情势下，在兽用疫苗行业进行并购整合，并通过制药业务 P3 实验室的投入使用进一步强化公司的品牌效应。

饲料方面，公司拟通过饲料业务向畜牧产业链上游延伸；推出多样化产品与服务以满足不同阶段动物、不同养殖企业的需求；同时布局养殖产业链下游屠宰及食品加工环节，加强产业一体化经营的成本优势。

## 十、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告，希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的2022年一季度财务数据未经审计。

2021年，公司新增22家子公司（21家为新设立，1家为收购），减少3家（2家为注销，1家为股权转让）；截至2021年末，公司合并范围内子公司91家，公司新增与减少的子公司规模较小，财务数据可比性仍属较强。

截至2021年末，公司合并资产总额171.85亿元，所有者权益77.83亿元（含少数股东权益6.35亿元）；2021年，公司实现营业收入157.44

亿元，利润总额-6.47亿元。

截至2022年3月末，公司合并资产总额170.90亿元，所有者权益76.04亿元（含少数股东权益6.03亿元）；2022年1-3月，公司实现营业收入33.92亿元，利润总额-0.98亿元。

### 2. 资产质量

截至2021年末，因公司定向增发对生猪养殖项目建设投入增加，公司资产规模增长；资产结构以流动资产为主，资产受限比例很低。公司整体资产流动性较好，但存货存在一定跌价风险。

截至2021年末，公司合并资产总额较上年末有所增长。公司资产以流动资产为主，非流动资产占比较上年末上升较快。

表 11 2019 - 2021 年及 2022 年 3 月末公司资产主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末			2022 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	同比增长率 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
<b>流动资产</b>	<b>66.94</b>	<b>60.02</b>	<b>106.97</b>	<b>68.01</b>	<b>106.18</b>	<b>61.79</b>	<b>-0.74</b>	<b>104.87</b>	<b>61.36</b>
货币资金	20.01	17.94	20.67	13.14	34.24	19.93	65.64	23.22	13.59
存货	30.97	27.77	60.20	38.27	52.32	30.44	-13.09	58.11	34.00
<b>非流动资产</b>	<b>44.60</b>	<b>39.98</b>	<b>50.32</b>	<b>31.99</b>	<b>65.67</b>	<b>38.21</b>	<b>30.50</b>	<b>66.03</b>	<b>38.64</b>
固定资产	32.15	28.82	36.71	23.34	43.41	25.26	18.24	42.44	24.83
在建工程	6.16	5.52	5.39	3.43	8.95	5.21	65.90	9.64	5.64
<b>资产总额</b>	<b>111.54</b>	<b>100.00</b>	<b>157.29</b>	<b>100.00</b>	<b>171.85</b>	<b>100.00</b>	<b>9.25</b>	<b>170.90</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

#### (1) 流动资产

截至2021年末，公司流动资产较上年末变化不大；流动资产主要由货币资金和存货构成，结构较上年末变化不大。

截至2021年末，公司货币资金较上年末大幅增长，主要系公司非公开发行股票募集资金到账所致。货币资金中有1.12亿元受限资金，受限比例为3.28%，主要为因业务需要在银行存有的担保保证金及投资保证金。

截至2021年末，公司存货较上年末有所下降，主要系2021年玉米价格较高，收储量减少所致。按账面价值看，存货主要由库存商品（占57.16%）、原材料（占18.09%）和消耗性生物资产（占18.06%）构成，累计计提跌价准备3.86亿元，计提比例为6.87%；跌价准备主要系肉品

（计提1.97亿元）和生猪（计提1.69亿元）减值准备。

#### (2) 非流动资产

截至2021年末，公司非流动资产较上年末大幅增长；公司非流动资产主要由固定资产和在建工程构成，结构较上年末变化不大。

截至2021年末，公司固定资产较上年末增长主要系部分在建工程转固所致。固定资产主要由房屋建筑物（占64.75%）和机器设备（占32.33%）构成，累计计提折旧19.59亿元；固定资产成新率69.26%，成新率一般。

截至2021年末，公司在建工程较上年末大幅增长，主要系甘肃及芳草湖生猪养殖项目建设所致。



截至2021年末，除前述受限货币资金外，公司无其他所有权或使用权受限的资产。

截至2022年3月末，公司合并资产总额较上年末变化不大。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

### 3. 资本结构

#### (1) 所有者权益

截至2021年末，公司完成非公开发行股票，所有者权益有所增长，所有者权益中股本与资本公积占比较高，权益结构尚可。

截至2021年末，公司所有者权益77.83亿元，较上年末增长13.33%，主要系非公开发行股票所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为

91.84%，少数股东权益占比为8.16%。在归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积和未分配利润分别占18.94%、46.16%和31.06%。

截至2022年3月末，公司所有者权益规模较上年末变化不大，所有者权益结构变化不大。

#### (2) 负债

截至2021年末，公司负债规模较上年有所增长，以流动负债为主；公司对债务结构进行了调整，但一年内到期的长期借款金额较大，仍有一定的短期集中偿债压力。

截至2021年末，公司负债总额较上年有所增长。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

表 12 2019 - 2021 年及 2022 年 3 月末公司负债主要构成

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末			2022 年 3 月末	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	同比增长率 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
<b>流动负债</b>	<b>43.01</b>	<b>71.81</b>	<b>73.72</b>	<b>83.19</b>	<b>69.56</b>	<b>73.99</b>	<b>-5.64</b>	<b>67.21</b>	<b>70.85</b>
短期借款	27.08	45.21	47.63	53.75	40.05	42.60	-15.91	38.07	40.13
其他应付款 (合计)	3.95	6.59	5.46	6.17	6.01	6.39	10.01	5.58	5.88
一年内到期的非流动负债	4.00	6.68	3.27	3.69	7.31	7.78	123.69	5.59	5.89
合同负债	0.00	0.00	6.01	6.78	6.79	7.22	13.07	7.62	8.03
<b>非流动负债</b>	<b>16.89</b>	<b>28.19</b>	<b>14.90</b>	<b>16.81</b>	<b>24.45</b>	<b>26.01</b>	<b>64.13</b>	<b>27.66</b>	<b>29.15</b>
长期借款	14.03	23.42	12.94	14.60	19.64	20.89	51.78	22.54	23.76
<b>负债总额</b>	<b>59.90</b>	<b>100.00</b>	<b>88.62</b>	<b>100.00</b>	<b>94.01</b>	<b>100.00</b>	<b>6.09</b>	<b>94.86</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2021年末，公司流动负债较上年末下降主要系短期借款减少所致；公司流动负债主要由短期借款、其他应付款（合计）、一年内到期的非流动负债和合同负债构成。

截至2021年末，公司短期借款较上年末有所下降，主要系债务结构调整所致。

截至2021年末，公司其他应付款（合计）较上年末增长10.01%，主要系往来款增加所致。

截至2021年末，公司一年内到期的非流动负债较上年末增长1.24倍，主要系一年内到期的长期借款调入所致。

截至2021年末，公司合同负债较上年末有所增长，主要系预收货款增加所致。

截至2021年末，公司非流动负债较上年末

大幅增长，主要系长期借款增加所致。

截至2021年末，公司长期借款较上年末大幅增长，主要系调整债务结构，以及生猪存栏量有所上升，公司进行部分原材料储备导致资金需求增加所致；长期借款主要由信用借款（占95.06%）构成。

截至2022年3月末，公司负债总额与负债结构较上年末均变化不大。

截至2021年末，公司全部债务较上年末有所增长，主要系长期借款增加所致。债务结构方面，以短期债务为主，2021年，公司进行债务结构调整，截至2021年末，公司短期债务较上年末有所下降，长期债务有所增长。从债务指标来看，截至2021年末，公司资产负债率与



全部债务资本化比率较上年末略有下降，长期债务资本化比率较上年末有所提高。

截至2022年3月末，公司全部债务规模及结构较上年末变化均不大。从债务指标来看，截至2022年3月末，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较上年末均有所提高。

表 13 公司债务及相关指标情况  
(单位: 亿元、%、百分点)

项目	2019年	2020年	2021年	2021同比	2022年1-3月
短期债务	31.08	51.98	47.37	-8.87	43.66
长期债务	17.70	15.04	24.58	63.45	27.81
全部债务	48.78	67.02	71.95	7.35	71.47
短期债务占比	63.71	77.56	65.84	-11.73	61.09
资产负债率	53.70	56.34	54.71	-1.63	55.51
全部债务资本化比率	48.57	49.39	48.04	-1.35	48.45
长期债务资本化比率	25.53	17.96	24.00	6.04	26.78

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

截至2022年3月末, 公司存续债券为“天康转债”, 债券余额为0.86亿元, 于2023年到期。

#### 4. 盈利能力

2021年, 饲料业务拉动公司营业总收入同比增长, 费用控制能力尚可。2021年以来, 猪价步入下行通道, 粮食等原材料价格高企, 同时公司计提大额资产减值损失, 导致公司发生大额亏损, 公司盈利能力恶化。2022年一季度, 公司亏损情况延续。

2021年, 公司实现营业总收入分析详见“经营分析”章节。

2021年, 公司费用总额为17.16亿元, 同比下降8.56%, 主要系销售费用下降所致。从构成看, 公司期间费用以管理费用为主。2021年, 公司销售费用同比大幅下降, 主要系公司执行新收入准则, 运费调整至营业成本中, 若按照期初调整数来计算, 公司销售费用同比增长40.16%, 主要系公司业务规模扩大, 人员费用及技术服务费增加所致; 管理费用同比略有下降, 主要系公司2021年未完成年度经营目标,

未计提超额绩效所致; 研发费用同比大幅增长, 主要系公司研发投入增加所致; 财务费用略有增长。2021年, 公司期间费用率同比有所下降。

非经营性损益方面, 2021年, 公司资产减值损失为3.85亿元, 主要系生猪养殖行业处于下行周期, 公司按照企业会计准则的有关规定对存栏的消耗性生物资产计提了大额减值准备所致, 资产减值损失占营业利润的64.21%, 是公司发生亏损的主要原因之一。

表 14 公司盈利能力变化情况

项目	2019年	2020年	2021年
营业总收入(亿元)	74.76	119.87	157.44
期间费用率(%)	17.16	15.66	10.90
利润总额(亿元)	5.90	18.08	-6.47
营业利润率(%)	24.75	30.71	9.52
总资本收益率(%)	7.82	14.60	-3.15
净资产收益率(%)	11.47	26.00	-8.72

注: 期间费用率=(管理费用+销售费用+研发费用+财务费用)/营业总收入\*100%

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

盈利指标方面, 2021年, 因公司净利润出现亏损, 公司总资本收益率和净资产收益率分别为-3.15%和-8.72%, 各盈利指标有所弱化。

与所选公司比较, 公司整体盈利水平处于行业中游水平。

表 15 2021年同行业公司盈利情况对比

证券简称	销售毛利率(%)	总资产报酬率(%)	净资产收益率(%)
新希望	1.60	-5.93	-20.44
大北农	10.45	-1.47	-7.38
北大荒	42.87	9.11	10.42
天康生物	9.77	-2.56	-8.72

注: Wind与联合资信在上述指标计算上存在公式差异, 为便于与同行业公司进行比较, 本表相关指标统一采用Wind数据

资料来源: Wind

2022年一季度, 猪价继续低位震荡, 饲料等原材料价格高企, 公司亏损情况延续, 公司实现营业总收入33.92亿元, 同比增长1.58%, 变化不大; 实现利润总额-0.98亿元, 净利润-1.09亿元。

#### 5. 现金流

2021年, 公司农产品收储量有所下降, 经营活动现金由净流出转为大额净流入; 因公司

生猪养殖项目建设投入力度加大，投资活动现金净流出规模大幅增加；伴随公司定增落地，筹资活动现金仍保持较大规模净流入。

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入量与流出量同比均有所增长，经营活动现金净流入15.33亿元，同比由净流出转为净流入，主要系2021年农产品业务收购量较上年收购量减少，上年收入体现在2021年所致。2021年，公司现金收入比同比略有提高，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入量同比有所下降；投资活动现金流出19.34亿元，同比增长59.09%，主要系固定资产投资规模增加所致。2021年，公司投资活动现金净流出17.75亿元，同比增长1.20倍。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为-2.42亿元，净流出规模有所收窄。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入量与流出量均有所增长。2021年，公司筹资活动现金净流入16.04亿元，同比增长6.90%，主要系公司业务规模扩大、贷款增加所致。

表 16 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年	2021年同比增长率
经营活动现金流入小计	77.77	125.41	165.49	31.96
经营活动现金流出小计	74.70	131.41	150.16	14.26
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>3.07</b>	<b>-6.01</b>	<b>15.33</b>	--
投资活动现金流入小计	3.79	4.09	1.59	-61.19
投资活动现金流出小计	17.41	12.16	19.34	59.09
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-13.62</b>	<b>-8.06</b>	<b>-17.75</b>	--
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>-10.55</b>	<b>-14.07</b>	<b>-2.42</b>	--
筹资活动现金流入小计	42.08	53.71	79.16	47.39
筹资活动现金流出小计	32.74	38.71	63.13	63.08
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>9.33</b>	<b>15.00</b>	<b>16.04</b>	<b>6.90</b>
现金收入比	103.30	103.18	104.43	1.25

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

2022年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-8.08亿元，投资活动现金流量净额为-2.05亿元，筹资活动现金流量净额为-1.23亿元。

## 6. 偿债指标

跟踪期内，公司偿债指标有所下降，公司为A股上市公司，具有直接融资渠道。

表 17 公司偿债能力指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年
短期偿债能力	流动比率（%）	155.65	145.10	152.63
	速动比率（%）	83.64	63.44	77.42
	经营现金/流动负债（%）	7.14	-8.15	22.04
	经营现金/短期债务（倍）	0.10	-0.12	0.32
	现金类资产/短期债务（倍）	0.63	0.38	0.70
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	11.17	24.93	3.04
	全部债务/EBITDA（倍）	4.37	2.69	23.68
	经营现金/全部债务（倍）	0.06	-0.09	0.21
	EBITDA/利息支出（倍）	5.28	12.70	1.47
	经营现金/利息（倍）	1.45	-3.06	7.41

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标看，截至2021年末，公司流动比率与速动比率有所提高，经营现金净额由负转正，对流动负债和短期债务的覆盖能力大幅增强；截至2021年末，由于公司非公开发行股票资金到账，公司现金短期债务比大幅提高。整体看，公司短期偿债能力有所提升。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA同比大幅下降，经营性现金流量净额由负转正，因而2021年，公司EBITDA相关偿债指标均大幅弱化，经营性现金流量净额相关偿债指标大幅增强。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占225.50%）、摊销（占19.52%）、计入财务费用的利息支出（占67.81%）、构成。

对外担保方面，截至2021年末，公司无对合并范围外的担保。

未决诉讼方面，截至2021年末，公司无重大未决诉讼。

银行授信方面，截至2021年末，公司共计获得银行授信额度177.11亿元，已使用66.45亿元，剩余授信额度为110.66亿元。

## 7. 公司本部（母公司）财务分析

母公司主要履行管理职能，资产以流动资产为主，债务结构较为均衡，整体债务负担一般；所有者权益稳定性较好。

截至 2021 年末，母公司资产总额 101.22 亿元，较上年末增长 49.38%。其中，流动资产 73.77 亿元（占 72.88%），非流动资产 27.45 亿元（占 27.12%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 30.58%）和其他应收款（合计）（占 69.41%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 98.85%）构成。截至 2021 年末，母公司货币资金为 22.56 亿元。除少数进行混合所有制改革的子公司外，母公司对子公司资金实行统借统还。2020 年末，公司将本部生物制药相关资产划至全资子公司天康生物制药有限公司，计入母公司投资收益及其他应收款（合计）科目。

截至 2021 年末，母公司所有者权益为 58.63 亿元，较上年末增长 55.47%。在归属母公司所有者权益中，股本为 13.54 亿元（占 23.09%），资本公积合计 33.26 亿元（占 56.73%），未分配利润合计 9.03 亿元（占 15.40%），盈余公积合计 2.76 亿元（占 4.72%）。

截至 2021 年末，母公司负债总额 42.59 亿元，较上年末增长 41.72%。其中，流动负债 22.39 亿元（占 52.57%），非流动负债 20.20 亿元（占 47.43%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 59.80%）、一年内到期的非流动负债（占 29.87%）和应付职工薪酬（占 7.13%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 92.43%）构成。截至 2021 年末，母公司资产负债率为 42.07%，较上年末下降 2.27 个百分点。截至 2021 年末，母公司全部债务 40.64 亿元，较上年大幅增长。其中，短期债务占 49.40%，长期债务占 50.60%。截至 2021 年末，母公司短期债务为 20.07 亿元。截至 2021 年末，母公司全部债务资本化比率 40.93%，母公司债务负担一般。

2021 年，公司将制药业务剥离至控股子公司，母公司营业总收入为 0.28 亿元，同比下降幅度较大；公司利润总额为 4.91 亿元。同期，母公司投资收益为 5.45 亿元。

现金流方面，2021 年，公司母公司经营活动现金流净额为 -20.12 亿元，投资活动现金流

净额 -1.35 亿元，筹资活动现金流净额 34.03 亿元。

## 十一、 外部支持

**公司控股股东为兵团国资公司，在区域内具有突出地位，控股股东拟对公司制药板块主体的混改进行增资。**

公司控股股东为兵团国资公司，在区域内具有突出地位。公司多个项目建设分布于南北疆，获得了兵团在农用地使用等方面的支持。“新疆芳草湖农场现代化生猪繁育场建设项目”位于新疆兵团第六师芳草湖农场 22 连，新疆芳草湖天康畜牧科技有限公司已通过签订设施农用地使用协议的形式取得了相关项目实施用地。

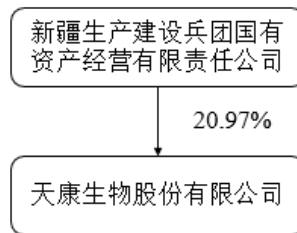
南疆发展支持方面，“天康生物股份有限公司 30 万头仔猪繁育及 20 万头生猪育肥基地建设项目”项目位于新疆生产建设兵团第一师四团，已签订了设施农用地使用协议。

根据公司 2022 年 6 月 2 日公告，公司子公司天康制药（苏州）有限公司（以下简称“天康制药”）拟以非公开协议增资的方式引入兵团国资公司作为天康制药新增国有资本股东，以增资比例上限测算，兵团国资公司增资后，将持有天康制药不超过 10.00% 股权，增资金额不超过 2941.18 万元（具体增资金额以天康制药本次混合所有制改革完成后的实际金额为准）。

## 十二、 结论

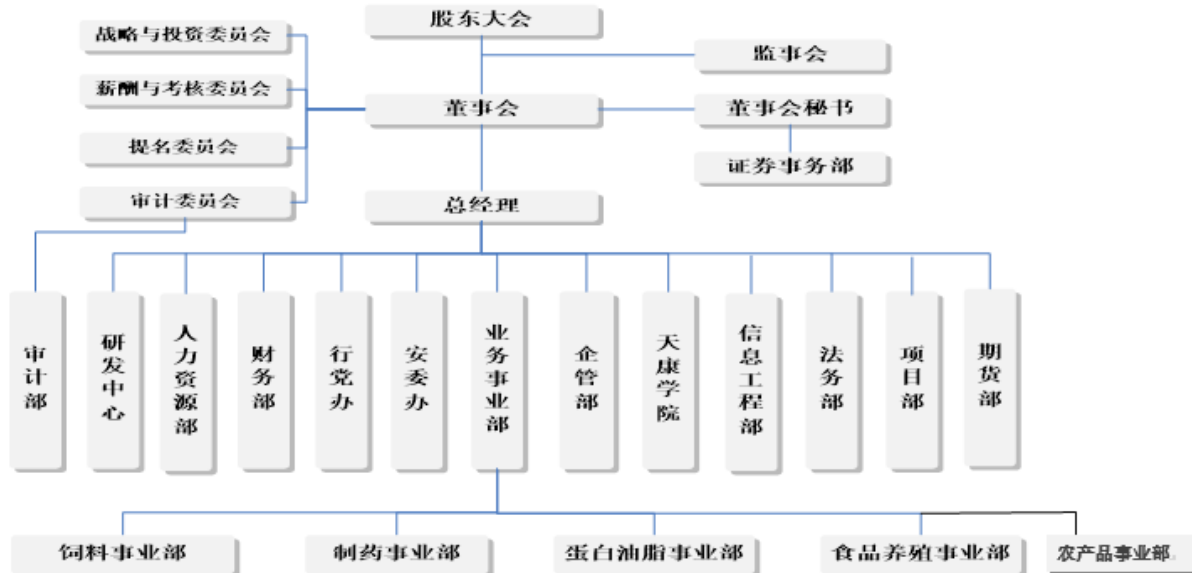
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“天康转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

### 附件 1-1 截至 2022 年 3 月末天康生物股份有限公司 股权结构图



资料来源：公司提供

### 附件 1-2 截至 2022 年 3 月末天康生物股份有限公司 组织架构图



资料来源：公司提供



## 附件 1-3 截至 2021 年末天康生物股份有限公司 主要子公司情况

企业名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例 (%)	取得方式
新疆天康饲料科技有限公司	新疆·乌鲁木齐	新疆·乌鲁木齐	饲料的生产、销售	100.00	投资设立
新疆阿克苏天康植物蛋白有限公司	新疆·阿克苏	新疆·阿克苏	植物蛋白、粕及食用植物油生产、销售	100.00	投资设立
新疆奎屯天康植物蛋白有限公司	新疆·奎屯	新疆·奎屯	植物蛋白、粕及食用植物油生产、销售	100.00	投资设立
沈阳天康饲料有限公司	辽宁·沈阳	辽宁·沈阳	饲料的生产、销售	100.00	投资设立
河南宏展实业有限公司	河南	河南·郑州	饲料的生产、销售	100.00	购买
河南宏展畜牧科技有限公司	河南	河南·信阳	种畜繁育及相关产品的销售	100.00	购买
新疆天康畜牧科技有限公司	新疆·昌吉	新疆·昌吉	种畜繁育及相关产品的销售	100.00	购买
新疆天康融资担保有限公司	新疆·乌鲁木齐	新疆·乌鲁木齐	贷款担保	99.00	购买
河南富桥投资担保有限公司	河南	河南·信阳	贷款担保	100.00	购买
河南天康宏展农牧科技有限公司	河南	河南·汝州	生猪养殖、销售	70.00	购买
新疆天康饲料有限公司	新疆·五家渠	新疆·五家渠	饲料生产、销售	100.00	投资设立
沈阳天康瑞孚饲料科技有限公司	沈阳	沈阳	饲料生产、销售	50.00	投资设立
新疆天康汇通农业有限公司	新疆	新疆·塔城	农副产品收购及销售	51.00	投资设立
天康制药（苏州）有限公司	苏州	苏州	从事生物科技领域内的技术开发	100.00	投资设立

资料来源：公司年报

## 附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	19.46	19.78	33.20	23.37
资产总额 (亿元)	111.54	157.29	171.85	170.90
所有者权益 (亿元)	51.65	68.68	77.83	76.04
短期债务 (亿元)	31.08	51.98	47.37	43.66
长期债务 (亿元)	17.70	15.04	24.58	27.81
全部债务 (亿元)	48.78	67.02	71.95	71.47
营业总收入 (亿元)	74.76	119.87	157.44	33.92
利润总额 (亿元)	5.90	18.08	-6.47	-0.98
EBITDA (亿元)	11.17	24.93	3.04	--
经营性净现金流 (亿元)	3.07	-6.01	15.33	-8.08
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	24.87	37.31	47.79	/
存货周转次数 (次)	2.00	1.81	2.53	/
总资产周转次数 (次)	0.76	0.89	0.96	/
现金收入比 (%)	103.30	103.18	104.43	92.82
营业利润率 (%)	24.75	30.71	9.52	7.10
总资本收益率 (%)	7.82	14.60	-3.15	/
净资产收益率 (%)	11.47	26.00	-8.72	/
长期债务资本化比率 (%)	25.53	17.96	24.00	26.78
全部债务资本化比率 (%)	48.57	49.39	48.04	48.45
资产负债率 (%)	53.70	56.34	54.71	55.51
流动比率 (%)	155.65	145.10	152.63	156.04
速动比率 (%)	83.64	63.44	77.42	69.57
经营现金流流动负债比 (%)	7.14	-8.15	22.04	/
现金短期债务比 (倍)	0.63	0.38	0.70	0.54
EBITDA 利息倍数 (倍)	5.28	12.70	1.47	/
全部债务/EBITDA (倍)	4.37	2.69	23.68	/

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径; 3. 2022 年一季度数据未经审计, 相关财务指标未年化; 4. 本报告 2019-2021 年数据使用相应年度报告期末数据; 5. 合并范围的其它非流动负债中的有息债务部分, 已分别计入长期债务; 6. 现金类资产已剔除受限部分

资料来源: 联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

## 附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	13.20	9.99	22.56	/
资产总额 (亿元)	65.41	67.76	101.22	/
所有者权益 (亿元)	37.15	37.71	58.63	/
短期债务 (亿元)	6.00	7.17	20.07	/
长期债务 (亿元)	16.77	13.85	20.56	/
全部债务 (亿元)	22.77	21.01	40.64	/
营业总收入 (亿元)	6.05	8.09	0.28	/
利润总额 (亿元)	2.69	1.47	4.91	/
EBITDA (亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	2.12	-0.75	-20.12	/
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	3.37	4.00	0.26	/
存货周转次数 (次)	1.28	2.93	238.83	/
总资产周转次数 (次)	0.10	0.12	0.00	/
现金收入比 (%)	99.72	96.62	8.78	/
营业利润率 (%)	61.21	68.45	51.46	/
总资本收益率 (%)	6.57	3.88	6.26	/
净资产收益率 (%)	7.50	3.60	8.40	/
长期债务资本化比率 (%)	31.11	26.86	25.96	/
全部债务资本化比率 (%)	38.00	35.78	40.93	/
资产负债率 (%)	43.20	44.34	42.07	/
流动比率 (%)	302.43	250.31	329.50	/
速动比率 (%)	288.98	250.30	329.50	/
经营现金流流动负债比 (%)	16.93	-4.50	-89.89	/
现金短期债务比 (倍)	2.20	1.39	1.12	/
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	/

注: 1. 本报告中, 部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 2. 本报告 2019 - 2021 年数据使用相应年度报告期末数据; 3. 公司本部的其它非流动负债中的有息债务部分, 已分别计入长期债务; 6. 现金类资产已剔除受限部分; 7. 2022 年一季度母公司报表未披露

资料来源: 联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
<b>经营效率指标</b>	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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	(营业总收入-营业成本-税金及附加)/营业总收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出



## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持