

信用等级公告

联合〔2019〕730号

唐人神集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对唐人神集团股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

唐人神集团股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

唐人神集团股份有限公司拟公开发行的 2019 年可转换公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月十八日

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>

唐人神集团股份有限公司

2019年可转换公司债券信用评级报告

本次可转换公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 12.45 亿元（含）

债券期限：6 年

转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2019 年 6 月 18 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	47.09	60.31	65.31
所有者权益（亿元）	29.64	39.20	39.53
长期债务（亿元）	0.53	1.73	3.68
全部债务（亿元）	5.83	7.80	11.80
营业收入（亿元）	108.84	137.35	154.22
净利润（亿元）	2.56	3.86	1.95
EBITDA（亿元）	4.84	6.92	5.35
经营性净现金流（亿元）	3.56	4.22	5.63
营业利润率（%）	9.34	10.25	8.26
净资产收益率（%）	8.98	11.20	4.95
资产负债率（%）	37.05	35.00	39.48
全部债务资本化比率（%）	16.44	16.60	23.00
流动比率（倍）	1.24	1.19	1.14
EBITDA 全部债务比（倍）	0.83	0.89	0.45
EBITDA 利息倍数（倍）	20.15	16.21	10.74
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.39	0.56	0.43

注：1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，四舍五入造成；2、除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对唐人神集团股份有限公司（以下简称“公司”或“唐人神”）的评级反映了公司作为国内以饲料生产为主营业务的上市公司之一，在经营规模、产业布局、研发能力、生产技术水平等方面具有的综合竞争优势；近年来，公司在做大饲料业务的基础上，大力发展生猪养殖和肉品加工业务，不断完善生猪全产业链经营模式，资产和收入规模快速增长。同时，联合评级也关注到公司主营业务毛利率较低、利润水平易受养殖行业景气度变化的影响、商誉面临减值风险、债务规模增长较快以及对外担保规模较大等因素对公司信用水平可能产生的不利影响。

未来，随着新建猪场和饲料产线的逐步投产，公司生猪养殖和饲料加工规模将进一步扩大，公司的行业地位和综合竞争力有望提高。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 12.45 亿元的可转换公司债券，从本次可转债设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股可能性较大。

基于对公司主体长期信用以及本次可转换债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 公司作为全国性大型饲料生产企业，生产规模大、产品在养殖业集中区域市场占有率较高，行业地位突出。

2. 公司已构建了较为完整的生猪全产业链经营模式，饲料、养猪、肉品三大业务板块间形成产业链协同效应，有助于公司综合竞争实力的提高。

3. 公司重视研发工作，通过与国内高校、科研机构以及美国国家种猪登记协会等的合作，

种猪繁育技术已到达国内领先水平。

关注

1. 公司所处行业周期性较强，生猪价格波动对公司业绩影响较大，且猪瘟等疫病易影响其经营稳定性。

2. 原材料占公司饲料业务的生产成本比例较高，玉米、豆粕等原材料价格波动性较大，不利于公司生产成本控制。

3. 公司主营业务毛利率低，期间费用对公司营业利润形成了一定的侵蚀。

4. 公司债务规模增长较快，存在一定短期偿债压力；商誉规模较大，如被收购单位经营业绩未达预期，则面临一定商誉减值风险。

分析师

孙长征

电话：010-85172818

邮箱：suncz@unitedratings.com.cn

范 琴

电话：010-85172818

邮箱：fanq@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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。

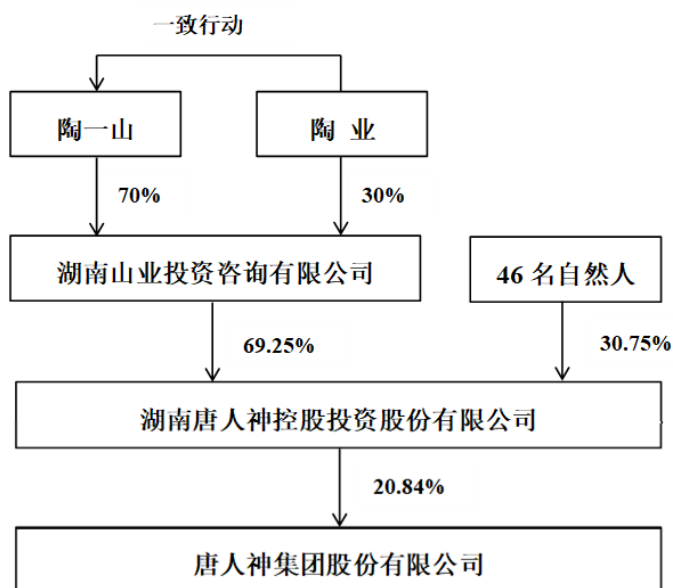
分析师： 孙长征 范玲

联合信用评级有限公司

一、主体概况

唐人神集团股份有限公司（以下简称“公司”或“唐人神”）的前身为由株洲市饲料厂和注册于香港的大生行饲料有限公司合资设立的湖南湘大实业有限公司，成立于 1992 年 9 月，初始注册资本 4,120 万元。后经企业改制和多次股权转让、增资及更名，截至 2009 年 7 月，公司变更为股份有限公司，注册资本增加至 10,300 万元，并变更为现名称，出资人为株洲成业投资股份有限公司等 10 名法人股东。2011 年 3 月，经中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）批准，公司首次向社会公众发行人民币普通股 3,500 万股，在深圳证券交易所上市（股票简称：唐人神，股票代码：002567.SZ），股本总额为 13,800 万股。上市后经多次增发股票和公积金转增股本，截至 2018 年底，公司总股本变更为 83,657.08 万元，控股股东为湖南唐人神控股投资股份有限公司（以下简称“唐人神控股”），持股比例为 20.84%。陶一山先生通过湖南山业投资咨询有限公司控制唐人神控股，同时直接持有公司 0.11% 股份，直接和间接持有公司共 20.95% 的股份，是公司的实际控制人。截至 2019 年 4 月 11 日，唐人神控股已将所持公司股份的 46.94% 用于质押融资。

图 1 截至 2018 年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：生产配合饲料、浓缩饲料（凭有效的饲料生产企业审查合格证经营），生产添加剂预混合饲料（凭有效的添加剂预混合饲料生产许可证经营），养殖畜禽种苗（限分支机构凭种畜禽生产经营许可证经营）以及上述产品自销。饲料原料贸易、饲料技术研发、技术服务及进出口业务（涉及配额许可证管理、专项规定管理的商品按照国家有关规定办理）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）

截至 2018 年底，公司本部下设技术中心、财务中心、人力资源中心、行政监察中心、经营管理部、投资证券部、工程信息部、战略发展部、饲料事业部、肉类事业部和种苗事业部等 11 个职能部门（见附件 1），纳入合并范围的子公司 120 家，公司拥有在职员工 7,583 名。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 65.31 亿元，负债合计 25.78 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 39.53 亿元，归属于母公司所有者权益 34.07 亿元。2018 年，公司实现营业收入 154.22

亿元，净利润（含少数股东损益）1.95 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.37 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.63 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.64 亿元。

公司注册地址：湖南省株洲市国家高新技术产业开发区栗雨工业园；法定代表人：陶一山。

二、本次可转换公司债券概况及债券募集资金用途

1. 本次债券概况

本次发行债券的种类为可转换为公司股票的可转换公司债券（以下简称“本次可转债”或“可转债”）。本次可转债及未来转换的股票将在深交所上市。本次可转债发行规模不超过人民币 12.45 亿元（含），按面值发行，每张面值为人民币 100 元，期限为自发行之日起 6 年。本次可转债转股期自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。

本次可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。年利息指可转债持有人按持有的可转债票面总金额自本次可转债发行首日起每满一年可享受的当期利息。年利息的计算公式为：

$$I=B \times i$$

I：指年利息额；

B：指本次可转债持有人在计息年度（以下简称“当年”或“每年”）付息债权登记日持有的可转换公司债券票面总金额；

i：本次可转债的当年票面利率。

（1）转股条件

本次可转债初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前 1 个交易日公司 A 股股票交易均价。具体初始转股价格由股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

在本次可转债发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因可转债转股而增加的股本），将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

$$\text{派送股票股利或转增股本：} P_1 = P_0 / (1+n) ;$$

$$\text{增发新股或配股：} P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k) ;$$

$$\text{上述两项同时进行：} P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k) ;$$

$$\text{派送现金股利：} P_1 = P_0 - D ;$$

$$\text{上述三项同时进行：} P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k) 。$$

其中： P_0 为调整前转股价， n 为送股或转增股本率， k 为增发新股或配股率， A 为增发新股价或配股价， D 为每股派送现金股利， P_1 为调整后转股价。

当公司出现上述股份和/或股东权益变化情况时，将依次进行转股价格调整，并在中国证券监督管理委员会（以下简称“中国证监会”）指定的上市公司信息披露媒体上刊登公告，并于公告中载明转股价格调整日、调整办法及暂停转股时期（如需）。当转股价格调整日为本次可转债持有人转股申请日或之后，转换股票登记日之前，则该持有人的转股申请按本公司调整后的转股价格执行。

修正价格：在本次可转债存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东

大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转换公司债券的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前 1 个交易日均价之间的较高者。

(2) 赎回条款

到期赎回

在本次可转债期满后 5 个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）确定。

有条件赎回

在转股期内，如果公司股票在任何连续30个交易日中至少15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含130%），或当本次可转债未转股余额不足3,000万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

当期应计利息的计算公式为： $I_A = B \times i \times t / 365$

I_A ：指当期应计利息；

B ：指本次可转债持有人持有的可转债票面总金额；

i ：指本次可转债当年票面利率；

t ：指计息天数，即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数（算头不算尾）。

若在前述30个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

(3) 回售条款

有条件回售条款

本次可转债的最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

附加回售条款

若公司本次可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在回售条件满足后，可以在公司公告后的回售申报期内进行回售，该次回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

2. 本次可转债募集资金用途

本次可转债募集资金总额不超过人民币 12.45 亿元（含），扣除发行费用后，募集资金净额将投资于以下项目：

表 1 本次可转债募投项目（单位：万元）

序号	项目名称	项目总投资	拟投入募集资金
一	新建养殖项目		
1	湖南花垣县年出栏 30 万头瘦肉型苗猪、10 万头湘西黑猪苗猪养殖项目	21,000.00	12,000.00
2	河南南乐县年出栏 30 万头良种苗猪养殖项目	15,000.00	9,000.00
3	甘肃天水市存栏 3,600 头基础母猪核心原种场项目	15,000.00	10,000.00

二 新建饲料生产项目			
4	湖北武汉市年产 15 万吨特种水产膨化料项目	20,000.00	15,500.00
5	广东清远市年产 24 万吨核心添加剂项目	20,000.00	12,000.00
6	广西钦州市年产 24 万吨饲料生产项目	12,500.00	8,000.00
7	湖南株洲县年产 24 万吨核心添加剂项目	20,000.00	12,000.00
三 新建中央厨房项目			
8	湖南株洲市现代食品加工中央厨房项目项目	30,000.00	15,000.00
四 其他项目			
9	补充流动资金	31,000.00	31,000.00
合计		184,500.00	124,500.00

资料来源：公司提供

新建养殖项目

湖南花垣县年出栏 30 万头瘦肉型苗猪、10 万头湘西黑猪苗猪养殖项目建设期拟定为 24 个月，计划分二期建设。按全部投资计算，扣除所得税后财务内部收益率达 21.05%，投资回收期（含建设期）为 6.17 年。

河南南乐县年出栏 30 万头良种苗猪养殖项目建设期拟定为 12 个月，按全部投资计算，扣除所得税后财务内部收益率达 24.97%，投资回收期（含建设期）为 4.85 年。

甘肃天水市存栏 3,600 头基础母猪核心原种场项目建设期拟定为 12 个月，按全部投资计算，扣除所得税后财务内部收益率达 16.73%，投资回收期（含建设期）为 7.08 年。

新建饲料生产项目

湖北武汉市年产 15 万吨特种水产膨化料项目建设期拟定为 15 个月，按全部投资计算，扣除所得税后财务内部收益率达 19.17%，投资回收期（含建设期）为 5.98 年。

广东清远市年产 24 万吨核心添加剂项目建设期拟定为 15 个月，按全部投资计算，扣除所得税后财务内部收益率达 26.46%，投资回收期（含建设期）为 5.23 年。

广西钦州市年产 24 万吨饲料生产项目建设期拟定为 15 个月。按全部投资计算，扣除所得税后财务内部收益率达 24.05%，投资回收期（含建设期）为 5.58 年。

湖南株洲县年产 24 万吨核心添加剂项目建设期拟定为 15 个月。按全部投资计算，扣除所得税后财务内部收益率达 26.44%，投资回收期（含建设期）为 5.23 年。

新建中央厨房项目

公司拟在株洲市规划建设用地 100 亩，用于新建食品加工、中央厨房的生产厂房、配套设施等建筑物及设备设施投资等，依托公司的养殖基地，打造“养殖基地+中央厨房+配送中心+集约化供餐”四位一体的服务体系，项目建设期拟定为 12 个月。按全部投资计算，该项目扣除所得税后财务内部收益率达 24.23%，投资回收期（含建设期）为 5.23 年。

总体看，上述项目与公司主营业务密切相关，募投项目建成后，有助于公司扩大经营规模、提高竞争实力；但募投项目投资回收期较长，养殖行业景气度的波动可能对项目投资回报带来较大的不确定性。

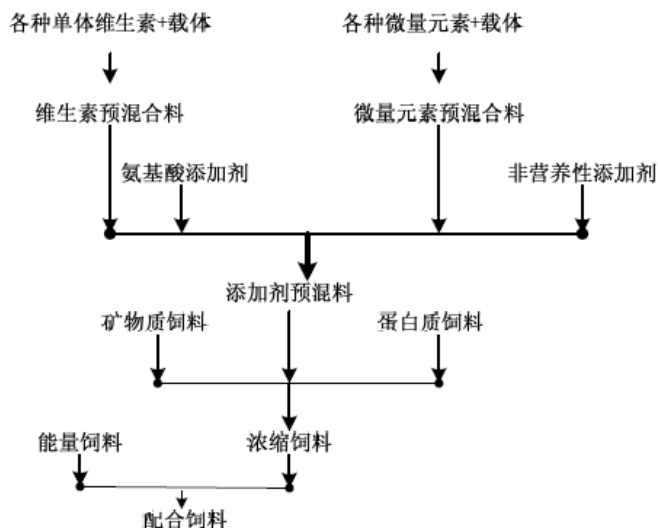
三、行业分析

公司主要从事饲料加工、生猪养殖、肉品加工等业务，目前收入和利润来源主要为饲料加工。

1. 行业概况

饲料是指在合理喂养条件下能对畜禽、水产动物等提供营养物质、调控生理机制、改善动物产品品质，且不产生有毒有害作用的物质。按照产品配方及养殖户使用方法分类，饲料可分为预混合饲料、浓缩饲料和配合饲料。按照饲养对象分类，饲料可分为禽畜饲料、水产饲料及其他饲料。

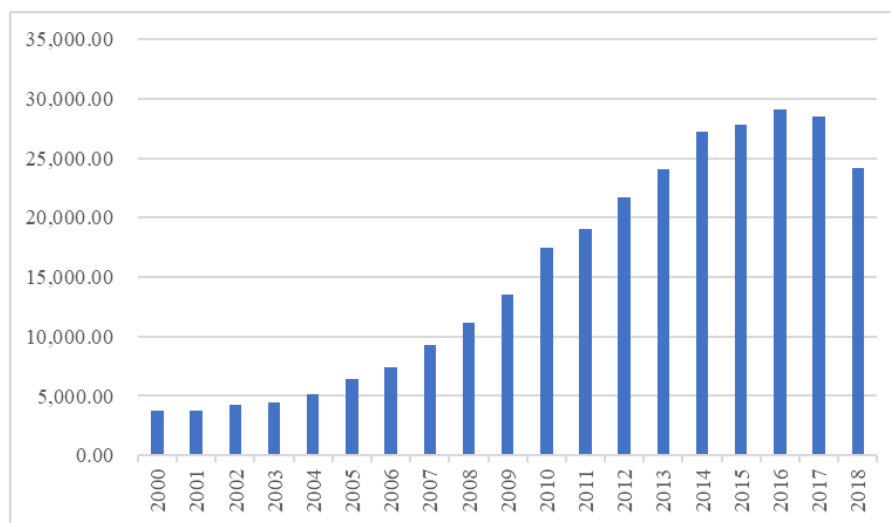
图 2 饲料产品按企业生产标准分类图



资料来源：中国畜牧业协会、中国饲料工业协会。

根据国家统计局数据，中国饲料产品产量从 2000 年的 3,740.81 万吨增加到 2014 年的 2.72 亿吨，增长了 6.28 倍，其中 2004 年到 2014 年，饲料产量保持在较高的增长速度，除 2011 年外各年度均保持了两位数以上的增速。经过多年跨越式发展后，自 2015 年起，我国饲料产品产量增速出现明显下降，特别是 2017 年和 2018 年，受疫病和养殖收益下降的影响，我国饲料产量分别为 2.85 亿吨和 2.42 亿吨，同比分别下降 2.02% 和 14.94%。

图 3 近年来中国饲料产品产量走势（单位：万吨）



资料来源：Wind

总体看，经过多年的发展，我国饲料加工行业已形成较大规模并告别连续、高速增长期，近年

来总产量受养殖业影响而有所波动。

2. 行业上下游情况

饲料行业上游

饲料行业的上游主要为饲料原料和饲料添加剂行业，饲料原料和添加剂的质量、货源、价格等均会对饲料行业的运行产生影响。

饲料原材料主要为玉米和豆粕。2006~2011年，我国玉米价格震荡走高，自2011年四季度开始维持高位运行，22个省市平均价主要在2,330元/吨~2,590元/吨之间波动。由于玉米供应量充足，新陈玉米无缝衔接、下游需求疲软，加之国家准备调整自2007年起实行的玉米国储政策（取消玉米主产区东北三省和内蒙古自治区的保护价格，玉米临时收储政策调整为“市场化收购”加“补贴”），玉米价格在2015年8月发生断崖式下跌，并于2015年10月底基本企稳。随着东北三省和内蒙古自治区收储政策调整工作的推进，2016年7月起玉米价格再次下降，并于2017年3月降至1,710元/吨的近年来最低点；此后，在工业消费需求增长、补库存等因素的拉动下，玉米价格逐步回升，2018年，我国22省市玉米平均价格在1,840元/吨至2,020元/吨之间波动，年底价格达1,960元/吨。

从豆粕价格来看，2008年，受养殖业的恢复、豆粕消费的提振加之美国大豆期货价格的上涨等多方面利好因素影响，豆粕价格在2008年7月创历史新高，22个省市平均价达到4,770元/吨，然而随后的国际金融危机和国外大豆产量增加，把豆粕价格带入低谷。2009~2011年，豆粕价格基本上维持低位震荡行情。2012年，受美洲天气干旱影响，导致进口大豆到港量不及预期、国内油厂开机率下降以及生猪存栏量增加等因素，推动豆粕价格持续上涨。2013年至2016年，进口大豆供应相对宽松以及终端养殖业畜禽存栏量未有突破，豆粕价格处于下行通道，从2013年初的4,130元/吨下降至2016年3月底的2,600元/吨。受南美大豆产区天气原因、超限导致物流成本上涨、美农报告不断下调美豆年末库存等多重因素的影响，2016年后三个季度豆粕价格大幅增长，并于年底达到3,670元/吨的高点。2017年起，因上游大豆供应充足，油厂大豆压榨量保持增长，中国豆粕价格平稳下降，于2017年6月底降至2,900元/吨，随后触底反弹；在经历了近一年的震荡后，因中美贸易战升级，中国豆粕价格再次上升，从2018年6月初的3,120元/吨上升至10月底的3,670元/吨；2018年第四季度，随着中美关系的缓和、中国恢复采购美国大豆，豆粕价格迅速下降，2018年底22省市平均价格在3,230元/吨左右。

饲料添加剂，是指在饲料加工、制作、使用过程中添加的少量或者微量物质，包括营养性饲料添加剂和一般饲料添加剂。目前市场上主要的饲料添加剂如鱼粉、蛋氨酸和赖氨酸等主要依赖进口。以鱼粉为例，由于国产鱼粉质量不及进口鱼粉，我国鱼粉主要依靠从智利、秘鲁等南美洲国家的进口；2015~2017年，我国饲料用鱼粉进口量分别为103万吨、104万吨和157万吨，年均复合增长23.46%；我国鱼粉产量分别为40万吨、43.6万吨和44万吨，增幅远低于进口。鱼粉价格在经历了2014年的大幅上涨和2015年初的快速回调后，2015年第二季度以来我国鱼粉平均价格主要在9,450元/吨至12,800元/吨之间波动。饲料行业所需鱼粉等添加剂对进口的依赖仍将继续，由于需求方议价能力弱，价格下降空间不大，对饲料行业成本控制有一定影响。

总体看，饲料原料价格主要受供求关系影响，近年来价格波动较频繁，对行业内企业生产成本有一定影响；而饲料添加剂则更多依赖进口，国内厂商议价能力弱，对成本控制有一定影响。

饲料行业下游

2014年，受前期补栏数量大，存栏量保持高位，餐饮业受“三公”消费影响需求小于预期，养殖户对未来行情持悲观态度集中出栏等因素综合作用，生猪价格整体波动下降；猪粮比全年几乎都

处于 6.0 以下，最低探至 4.46，大部分养殖户出现深度亏损，行业进入周期性波谷；养殖户开始淘汰屠宰母猪，控制生猪存栏量，能繁母猪数量及生猪存栏量在此期间快速下滑，行业深度洗牌，抗风险能力弱的散户加速退出。2015 年 4 月~2016 年底，能繁母猪数量及生猪存栏量继续惯性下滑，供需关系转变，生猪行情进入新一轮上涨周期，叠加饲料原材料价格下跌，猪粮比迅速提高，2016 年全年 22 省市猪粮比均值达 9.52，最高到 11.16 的历史最高点，行业内经营者获利颇丰。进入 2017 年，生猪价格理性回落，但猪粮比仍维持在 7.16 以上，养殖户仍可保持一定的盈利。2018 年，生猪价格波动较为剧烈，22 个省市生猪均价从年初的 14.95 元/公斤下降到 5 月中旬的 10.00 元/公斤后开始回升，9 月底达到 14 元/公斤后再次出现下降，年底下降至 13.05 元左右，2018 年全年均价 12.70 元/公斤，明显低于 2014~2017 年 15.53 元/公斤的均值；受其影响，2018 年猪粮比均值下降至 6.53，最低达 5.13，猪粮比的下降显著降低了养殖户的盈利水平，部分缺乏规模效应的养殖户亏损严重。

2019 年一季度，我国生猪价格再度回升，3 月底 22 省市均价已站在 15 元以上，但价格上升主要系非洲猪瘟疫情蔓延所致，生猪养殖行业存栏量下降、多数中小型养殖经营者补栏积极性不足。

图 4 近年来我国 22 省市生猪平均价格（单位：元/公斤）



资料来源：Wind

总体看，近年来我国生猪养殖行业市场波动大，饲料行业下游需求稳定性一般。

3. 行业竞争

饲料行业具有市场总量大、容量相对稳定的特点。经过多年的发展，我国饲料行业竞争格局出现了较大变化，近年来龙头企业纷纷开始整合自身业务结构，横向进行收购、兼并，小企业不断退出市场。2012~2016 年，中国饲料加工企业由 10,858 家减少至 7,047 家，产业集中度明显提升；但目前饲料行业 CR10 仍在 35% 左右，因产品同质化严重、市场化程度提高，以价格竞争为主的行业内部竞争依然激烈。

目前国内配合饲料（浓缩饲料、精料补充料）生产企业主要分为三大类：一是全国性的大型农牧产业集团，无论是品牌效应、产品品质、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，如新希望集团有限公司、广东海大集团股份有限公司、北京大北农业科技集团股份有限公司等；二是区域性的中等饲料企业，拥有自己核心的竞争力和核心技术，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，属于快速成长期或即将进入成熟期的企业，如傲农生物、深圳市金新农科技股份有限公司等；三是中小型饲料企业，这类企业没有技术特色或核心优势，客户群体也相对不稳定。虽然能够持续经营，但发展空间有限，处于较弱势的市场地位。

由于饲料行业存在产品运输半径的问题，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。

总体看，饲料行业已形成了以少数全国性大型企业集团为主导，部分中型企业占据区域性市场，大批小企业为补充的市场格局。

4. 行业政策

包含饲料行业在内的农副产品加工业作为国民经济的基础产业具有涉及面广、关联度高、劳动技术密集、吸纳就业能力强的特点。近年来，中央一号文件多次聚焦“三农”问题，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。这些政策涵盖了财政、税收、金融、投资、保险、科技、用地、用电等多个方面，有力地推动了农副产品加工行业的发展。

表 2 农副产品加工行业最新相关政策

日期	政策文件	发文机关	内容
2012年3月	《国务院关于支持农业产业化龙头企业发展的意见》	国务院	对龙头企业从事国家鼓励发展的农产品加工项目且进口具有国际先进水平的自用设备，在现行规定范围内免征进口关税。对龙头企业购置符合条件的环境保护、节能节水等专用设备，依法享受相关税收优惠政策。保障龙头企业开展农产品加工的合理用地需求。
2013年6月	《关于调整销售电价分类结构有关问题的通知》	发改委	扩大农业生产用电范围，对单个农户及规模化生产的种植业、养殖业及农产品加工用电均执行农业生产电价，明确了农产品初加工用电不再局限于农户，而是扩大到所有从事农产品初加工活动的用电。
2014年11月	《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》	国务院	鼓励农业产业化龙头企业等涉农企业重点从事农产品加工流通和农业社会化服务，带动农户和农民合作社发展规模经营；落实和完善相关税收优惠政策，支持农民合作社发展农产品加工流通；推动供销合作社农产品流通企业、农副产品批发市场、网络终端与新型农业经营主体对接，开展农产品生产、加工、流通服务。
2015年12月	《全国饲料工业“十三五”发展规划》	农业部	明确提出加强饲料资源综合利用，发展优势安全高效饲料产品、加快推动发展方式转变，支持饲料企业向饲料原料生产、畜牧水产养殖、畜产品加工等领域延伸产业链，增强抗风险和可持续发展能力
2016年11月	《全国农产品加工业与农村一二三产业融合发展规划（2016—2020年）》	农业部	加快推进农业供给侧结构性改革，充分发挥农产品加工业引领带动作用，大力发展休闲农业和乡村旅游，促进农村一二三产业融合发展，拓展农民增收渠道、构建现代农业产业体系、生产体系和经营体系。
2016年12月	《“十三五”生态环境保护规划》	国务院	强调要大力推进畜禽养殖污染防治；划定禁止建设畜禽规模养殖场（小区）区域，加强分区分类管理，以废弃物资源化利用为途径，整体推进畜禽养殖污染防治；养殖密集区推行粪污集中处理和资源化综合利用；要求在2017年底之前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场（小区）和养殖专业户。
2018年11月	《中华人民共和国环境保护税法》（修订稿）	全国人大常委会	取消排污费，针对存栏规模大于50头牛、500头猪、5,000羽鸡、鸭的养殖单位征收环保税。对纳税人排放应税大气污染物或者水污染物的浓度值低于规定标准的30%的，减按75%征收环保税；低于50%的，减按50%征收。以生猪养殖为例，经初步测算，征收环保税之后，每头猪新增的环保成本约10元。

资料来源：联合评级整理

总体看，国家一系列扶持政策的出台表明了我国政府对发展农副产品加工产业的积极扶持态度，充分显示出农副产品加工产业在农业发展中的重要地位；同时，针对畜禽养殖行业的有关政策，将引导行业健康运行、提高行业集中度，有利于饲料行业的发展。

5. 行业关注

（1）原材料价格波动风险

饲料产品的成本主要来自原料成本，而所需主要原料玉米、豆粕等的价格极易受气候变化、国际粮情和国家农业政策的影响而发生波动，进而加大了饲料行业成本控制难度。

(2) 下游养殖业市场波动风险

饲料加工行业处于养殖业的上游，养殖业易随生猪价格、国内外消费市场及动物重大疫病而波动。一方面，养殖业中重要子行业——生猪养殖业，仍然存在着“多、散、小”的特点，猪价周期性波动对经营者的负面影响仍将长期存在；另一方面，食品安全和疫情是养殖业发展的重要影响因素，近几年，“禽流感”、“猪流感”、“蓝耳病”、“非洲猪瘟”等事件频发，对养殖企业冲击较大。养殖行业产品价格、销售量的波动，将直接传导至饲料行业。

(3) 运输行业整改导致运输成本上升

饲料产品物流量较大，运杂费是其饲料加工企业销售费用的重要组成部分。由于历史遗留问题，我国货运车辆大部分归个人所有，物流用车存在一定的非标准化问题。2016年9月，我国《超限运输车辆行驶公路管理规定》开始实施，现有车辆中，相当一部分面临整改或逐步被淘汰。实施运输新规定所导致的运输市场车量紧张、运费提高，将对饲料加工企业费用控制带来不利影响。

6. 未来发展

(1) 行业整合升级，集中度不断提高

近年来，我国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。根据国家十三五规划，到2020年中国饲料企业将减少至3000余家，100万吨产能的企业增加至60家，约占全国饲料产能的60%，行业集中度将不断提升。目前我国大型饲料加工企业已开始提高饲料、畜牧及食品加工产业关联度，推动饲料加工行业的转型和提升。饲料加工企业不仅要依靠扩大产量和提高市场份额获得竞争优势，同时要不断提高饲料生产科技水平，降低农产品等原料成本，研制和开发新产品。

(2) 饲料需求继续增长

随着国内居民生活水平的提高以及城镇化进程的推进，人们对肉、蛋、奶等动物性食品需求将不断增加，并且对质量的要求也不断增强。饲料作为畜牧业发展的基础，其未来发展潜力巨大。2017年，我国生猪出栏7.02亿头，年底生猪存栏量4.42亿头，占世界总量的一半以上，行业容量在1万亿元之上；全年猪肉产量5,452万吨，占全部肉产品的六成以上，规模化生猪养殖的持续发展，将带来饲料需求的稳定增长。

(3) 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；此外，环保压力推动小企业退出市场，受此影响，饲料企业的发展路径发生调整，部分大型饲料企业向下游延伸，进行产业链整合，进入养殖行业，一些饲料企业则尝试OEM发展路径，为规模养殖企业提供饲料代加工服务，坚持服务营销发展策略，以家庭农场和规模化猪场为重点客户群，以提供养殖综合技术服务为切入点，以实现饲料、兽药等产品的协同性为未来发展方向。

总体看，我国饲料行业已进入低增长期，未来在产业政策的引导下，行业集中度有望提高，具备集团化、规模化优势的大型企业将从中受益。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

成立三十余年以来，公司作为中国首批农业产业化国家重点龙头企业之一，逐步构建了以饲料

营养、生猪养殖、肉品加工三大产业为核心的完整的生猪全产业链经营模式。饲料产业为养猪产业提供性价比高的饲料，降低养猪成本；养猪产业为饲料产业拓展规模猪场方面提供养猪技术服务和养猪技术人材输送，养猪产业为肉品产业提供安全放心肉的养殖基地；肉品产业提升养猪产业的生猪附加值，平滑生猪价格波动对公司利润的不利影响。公司是中国饲料工业协会常务副会长单位，近年来先后获得了“中国畜牧行业先进企业”、“中国肉类行业综合实力十强企业”、“湖南民营企业农业产业化 10 强”、“全国十大领军饲料企业”等荣誉。

饲料业务方面，公司注重产品研发并不断更新产品理念，针对不同饲养阶段的特点，对猪教槽料、保育料、母猪料、公猪料等的配方和加工工艺及时进行升级，提高其饲料产品的针对性和技术领先性。公司近年来收购了山东和美集团有限公司（以下简称“山东和美”）、深圳比利美英伟营养饲料有限公司（以下简称“比利美英伟”），已形成约 1,200 万吨的饲料加工能力；公司形成了“骆驼”、“比利美英伟”、“和美”和“湘大”四大品牌，分别用于规模猪场、家庭农场、家禽养殖和水产养殖，产品在湖南、广东、山东、湖北等地销量领先。

生猪养殖方面，公司把做好种猪育种作为发展养猪业务的基础，于 2016 年获得美国国家种猪登记协会（NSR）授牌，通过与美方的技术合作，实现与美国同步育种，逐步拥有自己的核心育种技术。公司的“美神”牌种猪具有美系种猪中最好的品系，拥有高瘦肉率、高屠宰率、高繁殖率、低料肉比和健康度高等特点。近年来公司通过自建和收购，已在全国拥有 16 个养殖基地，2018 年底，基础母猪达 5.5 万头，具有每年 120 万头的商品猪出栏能力。

肉品加工方面，公司养殖屠宰一体化的模式具有肉品安全优势，抗风险能力强，符合未来生猪产业发展趋势；“唐人神”品牌肉品曾先后荣获湖南省著名商标、名牌产品和中国名牌、中国驰名商标等称号，是国家卫生部向全国消费者公示的首批卫生安全食品之一，在湖南等中部省份有很高的品牌知名度和美誉度。

总体看，公司已构建了较为完整的生猪全产业链经营模式，饲料、养猪、肉品三大业务板块之间形成产业链协同效应，饲料产品技术优势明显、品牌知名度较高，综合竞争实力较强。

2. 研发实力

公司建立了成熟的饲料营养、遗传育种、肉类加工研发体系，拥有一个国家认定企业技术中心、两个省级技术中心，先后设立了院士工作站、博士后工作站、省级重点实验室、研究院等科研创新平台，公司与中国农业科学院亚热带农业生态研究所建立了院士专家工作站，与华中农大、湖南农大等国内一流农业院校合作办学、联合办班，深化人才培养、科研技术的长期合作关系，形成了强大的培训支持体系和技术发展动力，积极推动科研创新和成果转化。

由公司牵头的“生猪遗传育种湖南省重点实验室”紧密围绕生猪育种领域的关键技术和共性技术开展研究，开展了种猪资源利用、遗传育种及遗传与营养互作相关基础理论与应用技术研究，研究方向明确、特色鲜明、保障有力、成效显著；公司与中国肉类食品综合研究中心等高等科研院所合作组建地湖南省肉类加工工程技术研究中心，独创了“无烟熏”加工工艺、中式香肠冷热风多循环烘烤装置及工艺等，同时由公司牵头成立了国家肉制品加工产业科技创新联盟和国家农产品加工分中心。

公司研发团队拥有近 500 名专业技术人员，团队核心人员多具有国内一流科研院所、高校工作经验，并广泛接触相关行业生产经营实践，形成了较强的科研、创新和成果转化能力。2017 年以来，公司在“生长育肥无抗饲料研究”、“应用酶制剂提高肉/蛋鸭杂粕性日粮利用率研究”、“马铃薯蛋白粉替代鱼粉研究”、“复合酶制剂对鱼生长的应用研究”、“肥育无抗饲料研究与开发”、“可

消化氨基酸技术在肉鸡日粮中的研究”、“烘烤大豆的研究与应用”、“液体发酵饲料开发”、“纤维来源对妊娠母猪繁殖性能的应用与研究”、“猪全程饲喂模式改善研究”、“生长育肥猪净能水平研究”、“淫羊藿提取物对精液品质改进研究”、“美神 343 品系选育”、“不同油脂来源在肉禽中研究与应用”和“猪杂粮杂粕型日粮研究”等 20 余个项目上取得了科研成果，进一步提升了公司技术竞争力。

近年来，公司不断加大技术研发投入，研发成果不断推陈出新，发明专利快速增长，先后获得国家科学技术进步奖等多个奖项；其中饲料产品在原材料预处理技术、产品配方、工艺技术等方面处在行业前列。

截至 2018 年底，公司拥有有效专利权 77 项，其中发明专利 23 项，实用新型专利 24 项、外观设计专利 30 项，另有正在申请的专利权 31 项。公司目前在研项目主要围绕生猪养殖、饲料生产相关技术开展，具体情况如下表所示：

表 3 截至 2018 年底公司主要在研项目（单位：万元）

项目名称	研发时间	累计投入费用
全繁殖周期调控提高母猪繁殖性能研究	2018.7-2019.12	900
烘烤大麦燕麦在保育料中的应用研究	2018.7-2019.6	850
固体发酵饲料研究与开发	2018.7-2019.12	1,100
猪生物环保饲料的研究与开发	2019.1-2020.7	1,000
猪分阶段饲喂与精准营养研究	2019.1-2020.12	450
乳仔猪料中钙磷水平与来源的研究	2019.1-2019.12	200
猪肉色改善及风味肉的研究	2019.1-2019.12	350
围产期母猪特殊营养需要研究	2019.1-2020.12	500
生猪宰前饲料的研究	2019.1-2019.12	250
土鸡（阉鸡、项鸡）料的研究与开发	2019.1-2019.12	300

资料来源：公司提供

2016~2018 年，公司研发投入分别为 7876.85 万元、7975.94 万元和 9261.79 万元，占营业收入的比重分别为 0.72%、0.58%和 0.60%。

总体看，公司拥有较强的技术实力，研发工作与生产实践紧密结合，有利于保持产品的核心竞争力。

3. 人员素质

截至 2018 年底，公司有董事 9 人，监事 5 人，高级管理人员（含兼任董事）3 人；公司董事、监事、高级管理人员均在相关领域从业多年，管理经验和行业经验较为丰富。

公司实际控制人、董事长陶一山先生，1955 年出生，无境外永久居留权，中共党员，博士研究生，高级经济师。1988 年至 1992 年担任株洲市饲料厂厂长；1992 年至 2018 年 7 月，担任公司董事长兼总裁，2018 年 7 月辞去公司总裁职务。陶一山先生是享受国务院特殊津贴专家，曾被授予全国五一劳动奖章，荣获全国优秀经营管理者、全国饲料行业优秀创业企业家等多项荣誉称号，并当选全国工商联执委会常委、中国饲料工业协会常务副会长、中国肉类行业协会副会长、中国畜牧业协会副会长等职务，为第十届全国人大代表、政协湖南省第十一届委员会委员。

公司总裁陶业先生，1981 年出生，无境外永久居留权，MBA 学历。2014 年 2 月至 2014 年 11 月担任公司投资部总经理；2014 年 12 月起担任唐人神控股董事；2014 年 11 月至 2015 年 11 月担任

公司肉类事业部副总裁；2015年12月至2016年4月担任公司总裁助理；2016年4月至2017年8月担任公司副总裁、养猪事业部负责人；2016年6月起担任公司董事；2017年8月至2018年7月担任公司执行总裁、养猪事业部负责人；2018年7月起担任公司总裁。

截至2018年底，公司拥有在职员工7,583人。从员工文化素质情况来看，中专及以下学历占比50.89%，大专学历占比32.55%，本科学历占比14.88%，硕士及以上学历占比1.69%；从员工岗位构成来看，管理人员占比8.97%，财务人员占比4.66%，生产人员占比39.50%，销售人员占比35.16%，技术人员占比6.29%，行政人员占比3.03%，其他人员占比2.40%。

总体看，公司高层管理人员行业经验丰富，职工的学历分布和岗位构成符合行业特征，能够满足公司发展需要。

4. 外部支持

公司获得的外部支持主要体现在政府补助和税收优惠两个方面。

(1) 政府补助

2016~2018年，公司计入当期损益的政府补助分别为949.55万元、1,015.50万元和1,509.74万元，分别占当期利润总额的3.21%、2.26%和5.68%。

(2) 税收优惠

增值税

根据财政部、国家税务总局《关于对若干农业生产资料征免增值税问题的通知》（财税[2001]113号）、《关于饲料产品免征增值税问题的通知》（财税[2001]121号）及《国家税务总局关于取消饲料产品免征增值税审批程序后加强后续管理的通知》（国税函[2004]884号）等文件的规定，公司及子公司生产销售的饲料产品，经当地税务机关备案免征增值税。

根据《增值税暂行条例》第十五条的规定，农业生产者销售的自产农业产品免征增值税，公司生产经营生猪所取得的销售收入免征增值税。

所得税

根据《企业所得税法》第二十七条第一款、《企业所得税法实施条例》第八十六条的规定，生猪养殖免征所得税，公司及下属养殖类子公司经当地税务机关批准后享受免征企业所得税优惠。

根据《财政部、国家税务总局、海关总署关于深入实施西部大开发战略有关税收政策问题的通知》（财税[2011]58号），公司及比利美英伟、南宁湘大骆驼饲料有限公司等7家从事饲料生产的子公司目前享受按15%税率征收企业所得税的优惠政策，具体如下表所示。

表4 公司与子公司所得税税收优惠情况

公司名称	批准文号	具体优惠措施
唐人神集团股份有限公司	证书编号：GR201743000610	2017~2020年按15%税率征收
昆明湘大骆驼饲料有限公司	云商资[2013]70号	2018年度按15%税率征收
南宁湘大骆驼饲料有限公司	武县国税审字（2014）1号	2014~2020年度按15%税率征收
陕西湘大骆驼饲料有限公司	财税（2011）58号	2018年度按15%税率征收
赣州湘大骆驼饲料有限公司	财税（2013）4号	2018年度按15%税率征收
湖南永州湘大骆驼饲料有限公司	证书编号：GR201843002108	2018-2020年度15%税率征收
肇庆湘大骆驼饲料有限公司	证书编号：GR201844006257	2018-2020年度15%税率征收
深圳比利美英伟营养饲料有限公司	证书编号：GR201744200261	2017-2019年度15%税率征收

资料来源：公司年报

总体看，公司作为我国农业产业化龙头企业之一，在资金补助、税收优惠等方面受到政府支持，面临较好的外部环境。

五、公司管理

1. 公司治理

公司依据《公司法》、《证券法》等相关规定制定了《公司章程》，建立了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的规范的法人治理结构，并结合公司业务发展的需要，建立了较为规范健全的内部管理机制。

股东大会是公司的权力机构，主要职能是决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会报告等。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由9名成员组成，其中独立董事3名，董事长1名。董事由股东大会选举或更换，任期3年，任期届满可连选连任。董事会的主要职能是召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案等。

公司设监事会，监事会由5名成员组成，设主席1名。监事会成员中包括2名职工代表，由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事的任期每届为3年，监事任期届满，连选可以连任。监事会的主要职能是对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督和质询，对违反法律、行政法规、章程、股东大会决议，以及对发生重大合规风险负有主要责任或者领导责任的董事、高级管理人员提出罢免的建议。

公司设总裁1名，由董事会聘任或解聘。总裁每届任期3年，连聘可以连任。总裁主要职能是主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作；拟订公司内部管理机构设置方案；组织实施公司年度经营计划和投资方案等。

总体看，公司作为上市公司，按相关法律法规建立了较为完善的法人治理结构。

2. 管理体制

公司本部下设技术中心、财务中心、人力资源中心、行政监察中心、经营管理部、投资证券部、工程信息部、战略发展部、饲料事业部、肉类事业部和种苗事业部等11个职能部门，对公司进行统一管理。作为上市公司，公司在采购、生产、财务、投资决策、对外担保等各方面都建立了较为完整的内部控制制度。

采购管理方面，公司制定了《供应商评价和再评价制度》、《原料采购验收制度》，通过信息化管理，确立了总公司采购管理部门（设在各事业部之下）与子公司之间的职责分工，规定了包括信息传递、计划制定、合同订立、收货入库、付款结算等各采购环节的流程，对权限审批、样品检测、供应商管理也做出具体规定，每年定期由采购委员会对各供应商进行综合评审，对价格高、服务差的供应商进行淘汰替换。

生产管理方面，公司针对各层级、各岗位制定了明确的工作职责和权限，同时制定了各岗位相应的安全操作规程，对生产中的各环节制定了详细的管理制度，包括原料物管理、化学药剂管理、投料管理、卸车管理操作、叉车管理、地磅管理、高空作业制度、锅炉安全管理、仓库安全管理、生

产质量事故处理在内的各项管理制度,提高了安全生产管理水平,确保了日常安全生产的顺利进行。公司还不定期地对总部各部门及分、子公司执行各项制度、流程的情况进行检查和评估,对公司正常经营和规范运作起到了较好的监督、控制作用。

产品质量控制方面,公司建立了严格的监控体系,从原料、配方、生产、成品、销售层层把关。其中,在原料采购环节,公司确定了高于国家标准的内控标准,将检测手段从工厂延伸到原料供应基地,对采购的原料实行批批留样、批批检测,从源头上杜绝不合格的原料的入厂;在生产制造环节,严格按照标准操作规程作业,特别设立了关键质量控制点的操作规范,确保产品质量;在销售环节,启用了质量信息追溯系统,保证产品信息的可追溯性。

在财务管理方面,公司按照企业会计准则、会计法、税法等国家有关法律法规的规定,建立了较为完善的财务管理制度,对会计核算、资金运用、现金出纳、存货盘点、采购付款、销售收款、重大工程、档案管理、纳税等日常业务作出规范,在资金、财务核算、成本费用、收入、利润和财务报告等方面形成了一整套财务管理体系。

在投资管理方面,公司制定了《对外投资管理制度》和《证券投资管理制度》,按照符合公司发展战略、合理配置企业资源、促进要素优化组合、创造良好经济效益的原则,规定公司股东大会、董事会和总裁为公司对外投资的决策机构,明确了相关执行部门的权责,规范了投资决策、项目管理、投后监督和信息披露等程序。

在关联交易管理方面,公司制定了《关联交易管理办法》,划分了关联交易的范围,对关联交易的决策程序、价格制定、信息披露等事项做出明确规定。

在对外担保方面,公司建立了《对外担保制度》,明确了对外担保必须经董事会或股东大会审议,规定独立董事应在审议时发表独立意见,规定了对外担保的审批权限、操作流程和风险管理;公司下属子公司湖南大农融资担保有限公司(以下简称“大农担保”)将对外担保客户范围限定为与公司及子公司合作的养殖户(猪、禽、水产类等)、生猪全产业链上的经销商、原料供应商等,建立了较为完善的客户筛选、风险评价和业务操作制度。

在子公司管理方面,公司制定了《子公司管理制度》,规定子公司不具有独立的股权处置权、重大资产处置(购买或出售)权、对外筹资权、对外担保权和各种形式的对外投资权;公司按照子公司章程的要求向子公司委派或推荐董事、监事、高级管理人员及其他管理人员;子公司须按照要求向公司汇报生产经营情况和提供有关生产经营报表数据;公司财务部门负责指导和监督子公司的会计核算、财务管理工作;子公司年度审计机构由公司财务部门负责安排,公司定期或不定期对子公司进行内部审计;子公司应根据公司财务部门的安排统一实施预算管理。

总体看,公司建立了较为完善的内部控制体系,各部门运行较规范,管理体制能较好地满足经营和发展的需要,管理风险较低。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务主要包括饲料生产、生猪养殖和肉类加工和少量兽药业务,收入的90%以上来自于饲料产品销售。2016~2018年,公司大力推动饲料等业务板块市场占用率的提高,营业收入逐年增长,分别为108.84亿元、137.35亿元和154.22亿元,年均复合增长19.03%;营业成本分别为98.50亿元、122.99亿元和141.20亿元,年均复合增长19.73%。其中,2017年公司营业收入同比增长26.19%,高于营业成本的增幅1.34个百分点,主要系玉米等原料价格下跌所致;2018年公司营业收入同比增

长 12.28%，低于营业成本增幅 2.53 个百分点，主要系饲料板块的豆粕等原料均价受中美贸易战影响而上涨，同时养殖板块的效益因生猪价格下跌、加大非洲猪瘟防疫投入而下降所致。主要受上述因素影响，2016~2018 年公司净利润波动下降，分别为 2.56 亿元、3.86 亿元和 1.95 亿元，年均复合下降 12.67%。

表 5 2016~2018 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
饲料	100.60	92.45	8.48	125.63	91.55	9.55	142.86	92.73	8.32
肉类	5.40	4.96	13.11	6.00	4.37	14.73	5.64	3.66	13.65
牲猪	2.70	2.49	37.30	5.49	4.00	23.52	5.46	3.54	2.87
兽药	0.11	0.10	48.90	0.11	0.08	58.09	0.10	0.06	50.32
合计	108.81	100.00	9.47	137.23	100.00	10.38	154.05	100.00	8.34

资料来源：公司提供

从收入构成来看，2016~2018 年，公司主营业务收入占营业收入比重均保持在 99%以上，主营业务十分突出。分业务板块来看，饲料业务是公司第一大收入来源，2016~2018 年，该业务板块分别实现收入 100.60 亿元、125.63 亿元和 142.86 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 19.17%，主要系公司将销量增长作为重要目标，通过价格竞争积极抢占市场份额所致；饲料业务占营业收入的比重波动增长，分别为 92.45%、91.55%和 92.73%，其中 2017 年占比略有下降，主要系当年产品均价随原料价格有所下降以及养殖业务收入大幅提高所致。2016~2018 年，公司养殖业务板块收入波动增长，年均复合增长率达 42.09%，其中 2017 年大幅增长 102.92%，主要系公司收购和自建的猪场陆续投产所致；2018 年微幅下降，主要系生猪平均价格下跌所致；养殖业务收入占营业收入的比重波动上升，分别为 2.49%、4.00%和 3.54%。2016~2018 年，公司肉类加工业务波动增长，年均复合增长 2.25%。公司兽药业务收入规模很小，对经营成果的影响不大。

从毛利率来看，由于公司饲料业务采取较为积极的市场拓展策略，加之饲料行业普遍对原料议价能力不强、产品定价能力有限，2016~2018 年公司饲料板块毛利率处于较低水平且呈波动小幅下降趋势，分别为 8.48%、9.55%和 8.32%；2016~2018 年，公司养殖业务毛利率逐年下降，分别为 37.30%、23.52%和 2.87%，主要系 2016 年猪肉价格大幅上涨、2017 年以来价格回落，以及 2018 年疫情影响所致；2016~2018 年，公司肉类加工业务毛利率分别为 13.11%、14.73%和 13.65%，波动幅度不大。受上述主要板块经营状况的影响，2016~2018 年，公司主营业务综合毛利率分别为 9.47%、10.38%和 8.34%。

总体看，近年来，公司养殖业务的收入贡献率有所上升，但营业收入仍主要来自饲料业务；公司积极抢占市场，经营规模逐年扩大，但受主要原料价格和生猪养殖行业经营状况波动的影响，综合毛利率水平较低。

2. 饲料业务

饲料业务为公司第一大业务板块，公司饲料产品以猪料为主，禽料和水产料为辅，主要产品包括猪料（猪用预混料、猪用浓缩料、猪用配合料）、禽料（禽用配合饲料、禽用预混料）、水产料（普通水产料、特种水产料）。公司以品牌区隔思路开发市场，形成了“骆驼”、“比利美英伟”、“和美”和“湘大”四大品牌，分别用于规模猪场、家庭农场、家禽养殖和水产养殖；饲料产品针对猪、禽、水产不同生长阶段以及不同用户、不同层次的营养需求而设计、配制。

2016~2018年，公司将抢占市场份额作为主要经营目标之一，饲料销售收入逐年增长，年均复合增长19.17%。由于饲料产品运输成本较高，公司根据销售半径在全国30余省份设立（或收购）了70余家饲料业务子公司，在有效降低成本的同时，为客户提供更为便利的售后服务和使用指导。公司在保证安全库存的情形下以销定产，销售部门根据以往销售情况和销售计划提出订单需求，由生产部门按照区域、品种制定生产计划，并将原料需求信息提交采购部门提前安排原料采购。在生产计划决策过程中，公司运用信息化管理系统将生产、销售、库存等信息实时进行整合，为产、供、销各环节决策提供依据。各区域子公司根据销售计划和本区域市场情况灵活制定销售策略。

(1) 采购

原料采购成本是公司饲料成本的主要部分，占比在95%左右，主要包括玉米、豆粕、小麦、菜粕、鱼粉和添加剂等。

公司饲料业务板块采取母公司集中采购与子公司分散采购相结合的方式。对于大宗原料，公司利用大规模集中采购的优势，与规模供应商形成战略合作，有利于保证原材料的稳定供应和价格优惠。在集中采购模式下，由公司原料采购部（设在饲料事业部之下）统一根据各子公司的采购需求进行供应商的询价和选择，并代表各子公司集中与供应商进行商务谈判，确定最后的交易条件后，由各用货子公司采购部门与供应商签订采购合同，并由公司原料采购部监督合同的执行。各子公司生产所需预混料向母公司统一采购，采购价格根据当地市场以及母公司向各子公司提供的服务成本情况综合确定。其他原材料由公司采购部向各子公司总裁和采购部授权，由各子公司自行采购；各子公司采购部寻找供应商，通过询价议价后向子公司总裁汇报，经总裁批准后执行采购。供应商情况以及签订的合同事后在公司采购部备案，并接受监督和检查；公司采购部对授权采购的品种按月度进行评审并对其采购业绩进行考核。目前公司仅对供应本地化程度比较高的原料实行分散采购。

采购价格方面，2016~2018年，公司玉米采购均价波动上升，年均复合增长1.64%，其中2017年采购均价较上年下降5.55%，2018年采购均价较上年度上升9.39%；豆粕采购均价波动上升，年均复合增长1.63%，其中2017年采购均价较上年下降3.50%，2018年采购均价较上年上升7.03%。公司原料采购价格主要取决于相关的大宗商品市场行情，2017年采购均价的下降对当年利润提升起到了重要作用。

从采购量来看，2016~2018年，公司玉米和豆粕的采购量均波动增长，总体增幅与饲料产量增幅接近；其中2017年采购量同比增幅较大，2018年采购量同比有所下降，主要系公司根据市场价格走势调整备货量所致。

表6 2016~2018年公司饲料板块主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨、%）

原材料	项目	2016年	2017年	2018年
玉米	采购数量	165.85	233.10	222.23
	采购均价	1,926.13	1,819.19	1,989.98
	采购占比	32.92	35.62	35.42
豆粕	采购数量	57.64	80.43	77.09
	采购均价	3,241.61	3,128.31	3,348.29
	采购占比	19.26	21.13	20.67

资料来源：公司提供

从采购集中度来看，2016~2018年，公司对前五大供应商采购占比合计分别为6.56%、5.50%和8.16%，公司采购集中度不高。

采购结算方面，公司主要采用银行转账方式对供应商付款，账期一般在14天左右。

总体看，公司建立了合理的采购体系，充分利用自身规模优势，通过集中采购与分散采购的结合，对原料供应和成本控制形成了良好的保障。

(2) 生产

公司饲料产品分为猪料、禽料和水产料三大类，其中猪料包括猪用预混料、浓缩料和配合料，禽料包括禽用预混料和配合饲料，水产料包括普通水产料、特种水产料。2018年，猪料、禽类和水产料产量占比分别为49.93%、44.61%和5.46%，以猪料和禽料为主。

公司以母公司为核心，在全国各主要畜禽生产区建立或收购饲料子公司，贴近当地市场从事畜禽鱼饲料的生产与销售。预混料作为生产浓缩料和配合料的核心料，由母公司组织集中生产，一部分作为饲料原料销售给子公司用来生产浓缩料、配合料，一部分向外部销售。

在对采购的原材料进行检测、清理、粉碎后，按照不同的配方配料、混合，根据不同的产品添加不同配料，再称量包装储藏。公司投入使用了国内先进的全自动成套生产设备，能够在饲料生产的投料、粉碎、配料、混合、调制制粒、冷却、打包等生产环节中精确控制。

2016~2018年，公司饲料总产能分别为1,139.10万吨、1,230.15万吨和1,293.50万吨，呈逐年增长趋势，主要系公司对原有生产线进行技改，以及荆州湘大骆驼饲料有限公司和淮安湘大骆驼饲料有限公司水产料生产线逐步投产所致。2016~2018年，公司饲料总产量逐年增长，分别为395.50万吨、481.46万吨和494.90万吨，年均复合增长11.86%。三大类产品均呈逐年增长态势，其中禽料产量基本稳定，猪料和水产料增速较高。

产能利用率方面，饲料企业生产线的设计产能一般按三班、连续生产确定，因饲料产品规格较多，同一产线在切换产品过程中停机换料、更换模具的过程对实际可利用产能的折算有较大影响，设计产能与实际产能普遍存在一定差异。2016~2018年公司饲料板块总体产能利用率分别为34.72%、39.14%和38.26%，与现阶段饲料行业的特点基本相符。

表7 近年来公司饲料板块主要产品生产情况(单位:万吨、%)

年份	产能	产量	产能利用率
2016年	1,139.10	395.50	34.72
2017年	1,230.15	481.46	39.14
2018年	1,293.50	494.90	38.26

资料来源:公司提供

总体看，近三年公司通过技改等措施，饲料产能有所扩大，产量逐年增长，产能利用率水平符合现阶段行业特点。

(3) 销售

公司饲料板块的销售部门设在各区域子公司，母公司饲料事业部之下设有市场部负责全国范围内市场的协调、管理；各子公司在饲料事业部统一管理下，负责销售半径内指定市场的开发与维护。

销量方面，2016~2018年，公司三大类饲料产品销量均逐年增长，总销量分别为379.75万吨、466.53万吨和480.01万吨，年均复合增长12.55%，其中猪料和水产料增速长较高，禽料增幅较小。公司在保证安全库存的前提下采取“以销定产”的经营模式，各类产品产销率均保持在较高水平。

销售价格方面，2016~2018年，在激烈的市场竞争中，面对原料价格、人工成本的波动，公司通过严控成本、内部提效来维持产品价格的竞争力，进而保证固有客户群体的稳定。近三年公司饲料产品中，销售规模较小的水产料价格有明显提高，禽料售价小幅上涨；而受猪周期、生猪疫情等因素的影响，猪料售价波动小幅下降。由于玉米、豆粕等主要原料价格波动上涨，公司饲料业务毛利受到了挤压。

表 8 2016~2018 年公司饲料板块主要产品销售均价（单位：元/吨）

产品	2016 年	2017 年	2018 年
猪料	2,932.85	2,824.67	2,864.92
禽料	2,228.85	2,234.10	2,365.69
水产料	2,875.07	3,191.31	3,305.18

资料来源：公司提供

2016~2018 年，公司饲料业务分别实现销售收入 100.60 亿元、125.63 亿元和 142.86 亿元，年均复合增长 19.17%；2018 年饲料销售收入中猪料和禽料占比分别为 52.05% 和 41.08%，其余为水产料和其他。

公司下游最终客户为养殖经营者，根据客户规模的不同，公司采取经销与直销相结合的方式进行销售。经销模式下，公司与经销商签订经销合同，约定产品经销授权区域、产品销售品种和价格政策等；公司通过销售区域、品种和价格的限制，同时辅以淘汰机制来约束和考核经销商，主要通过提高产品质量、向经销商返利等措施激励经销商，通过对经销商的约束与激励以维持稳定的合作关系。直销模式下，公司直接向终端客户销售饲料，公司主要通过提高产品质量、根据市场行情调整价格和提供后期服务来实现饲料产品的销售。由于生猪价格的周期性波动以及因环保要求拆除城市周边环保不达标猪场，近年来下游养殖经营者结构正在发生重大变化，大量资金实力较弱、环保不达标的中小散养户退出养殖市场，资金实力较强、管理较为规范的规模猪场的数量逐步提高。随着下游生猪养殖行业的集中度逐步提升，公司两种销售模式下的销量结构有所变化，直销金额占比有所提高，经销商销售金额占比有所下降。

表 9 2016~2018 年公司饲料板块销售渠道情况（单位：家、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经销商数量	12,232	11,345	10,592
经销商销售金额占比	75.36	71.28	68.12

资料来源：公司提供

为解决下游部分客户融资困难的问题，公司设立的专业担保公司为客户提供融资担保服务。公司依托信息化管理平台积累的养殖数据和饲料交易数据，挑选优质客户提供担保；管理上，要求客户专款专用，由公司担保所得融资款仅用于购买公司产品；公司定期派出人员到场检查下游客户经营情况及财务状况，及时掌握客户的信用风险变化情况。

从销售集中度来看，2016~2018 年，公司对前五大客户销售额分别为 7.28 亿元、7.53 亿元和 13.78 亿元，分别占主营业务收入的 6.78%、5.49% 和 8.95%，公司客户集中度较低。

在销售款项结算方面，公司主要采取现款现货和提前付款的政策。从销售区域看，公司饲料产品主要分布于我国猪、禽养殖集中区域，2018 年在山东省和华中、华南、华北地区实现的销售收入占比分别为 34.88%、29.75%、12.03% 和 9.67%。公司营业收入来源分布较广，区域集中度一般。

总体看，近年来公司通过提升服务和控制价格积极拓展市场，饲料销量逐年增长，产品售价基本稳定；直销模式占比有所提高，客户集中度较低。

3. 其他业务

(1) 养殖业务

公司养殖业务板块采取自繁自养与委托代养相结合的模式开展业务，对外销售以商品猪为主，兼有少量种猪。所销售商品猪包括育肥猪和仔猪，种猪包括原种公母猪、二元母猪等。

公司自 2008 年起开始从事种猪繁育工作，先后在湖南、河北、甘肃等区域投资建设种猪场，构建了“原种猪—种猪—商品猪”的完整生猪繁育体系；近年来，公司综合成本、效率、环保和团队等因素，确定了“1+5”自繁自养的猪场经营模式，即新建一个万头母猪场培育 25 万头苗猪，同时在周边 30 公里范围内配套 5 个育肥基地，每个育肥基地出栏 3-5 万头肥猪，全过程为公司自繁自养、分散育肥，风险相对可控，具有养猪效率高、生产指标好、养猪成本低、赢利能力强等优点；目前公司“1+5”模式猪场已在邯郸美神建成，并在河南、山东、广西等区域进行筹划。同时，公司在南方区域依靠自有的母猪场继续发展“公司+农户”模式，公司负责猪的品种繁育、种苗生产、饲料生产、饲养技术、疫病防治、产品销售等环节的管理及配套体系的建立，向家庭农场提供猪苗、饲料、药物、疫苗及其生产过程中的饲养管理、疫病防治、环保技术等关键环节技术支持和服务。

截至 2018 年底，公司从事养殖业务的子公司包括湖南龙华农牧发展有限公司（以下简称“龙华农牧”）、广东美神农牧有限公司、贵州美神种猪育种有限公司等 20 余家；存栏母猪 5.52 万头，存栏商品猪 40.74 万头。

采购方面，公司生猪养殖业务需采购物品主要包括疫苗、兽药、物资、仪器设备等，主要依托公司 EAS 采购平台进行，通过统一采购模式，节约采购成本、保证采购质量。

生产方面，公司将生猪工艺流程分为后备、空怀配种、怀孕、哺乳、保育、生长育肥等阶段，对各阶段饲养天数、空栏消毒天数、需要栏舍数量等都做出明确规定；公司对每个环节、每项操作都制定了统一的流程制度。由于育种技术先进、生产管理完善，目前公司养殖板块平均 MSY¹、自繁自养猪场的料肉比等指标均达到了国内同行业领先水平。

销售方面，公司部分生猪对集团内肉类加工子公司销售，近两年销售金额占比分别为 36.71% 和 32.57%，销售价格参照市场价格确定；对外销售方面，公司在各养殖子公司建立了销售团队，并建立了销售专线对销售价格、质量标准等进行统一协调。随着猪场规模的扩大，公司近年来减少了种猪的对外销售，目前对外销售以育肥商品猪为主。公司养殖板块销售一般采用现款现货的方式结算，种猪销售中对部分客户采取预收货款的方式。

2016~2018 年，公司生猪销售量逐年增长，年均复合增长 119.92%，主要系收购龙华农牧以及自建猪场逐步投产所致；其中种猪销量逐年下降（年均复合下降 24.66%），商品猪销量逐年增长（年均复合增长 146.89%）。2018 年，公司销售种猪 1.82 万头，其中二元种猪占 91.17%；销售商品猪 66.25 万头，其中育肥猪和仔猪分别占 62.64% 和 36.00%。受生猪出栏规模和市场价格变化的影响，2016~2018 年，公司生猪销售收入波动增长，年均复合增长 42.09%，育肥商品猪销售对收入增长的贡献最大。

从毛利率水平看，受养殖成本、生猪价格变动和疫病情况的影响，2016~2018 年，公司养殖业务毛利率逐年下降，分别为 37.30%、23.52% 和 2.87%。

表 10 近年来公司养殖板块销售情况（单位：头、万元）

项目		2016 年	2017 年	2018 年
销量	一元种猪	7,001	4,196	1,606
	二元种猪	25,047	19,193	16,587
	种猪小计	32,048	23,389	18,193
	育肥猪	107,724	353,158	414,986
	仔猪	0	160,924	238,510
	淘汰种猪	961	6,955	8,987

¹ 每头母猪每年提供的出栏肥猪头数。

	商品猪小计	108,685	521,037	662,483
	合计	140,733	544,426	680,676
收入	一元种猪	3,411.59	1,628.64	471.58
	二元种猪	6,101.45	2,681.64	1910.03
	种猪小计	9,513.04	4,310.28	2381.61
	育肥猪	17,442.75	41,186.59	44,991.38
	仔猪	0.00	9,140.79	7,007.15
	淘汰种猪	91.10	244.96	228.79
	商品猪小计	17,533.86	50,572.34	52,227.32
	合计	27,046.89	54,882.62	54,608.92

资料来源：公司提供

总体看，公司重视对生猪养殖业务的投入，近年来收入增长较快，形成了生猪养殖产业链协同效应，但受猪价下跌影响，2018年公司养殖业务利润大幅下降。

（2）肉类加工业务

公司肉类加工业务主要由湖南唐人神肉制品有限公司（以下简称“湖南唐人神”）和上海唐人神肉制品有限公司（以下简称“上海唐人神”）实施；肉类产品目前主要包括生鲜肉、中式香肠、腌腊肉制品、肉类软罐头制品、酱卤肉制品、高温火腿肠和低温肉制品，未来产品开发计划主要围绕“中式香肠、休闲肉品、品牌生鲜肉”三大方向进行。

采购方面，公司肉类加工板块屠宰所需生猪部分来自内部采购，近三年内部采购金额占比分别为13.20%、51.70%和34.20%，采购价格参照市场价格确定。对外采购方面，肉类事业部设置采购中心，采购中心通过采购专员对各分产品线、子公司的原材料进行统一采购，以保证原材料采购的规模优势，降低整体成本。

生产方面，公司立足于长、株、潭地区，在株洲建立了生猪屠宰和肉品深加工基地，专注于湖南特色中式肉品的研究、开发与加工；同时，为应对本地消费结构的升级，近年来在原有生产线的基础上增设了西式肉品生产线，主要面向湖南本省及周边市场；上海唐人神作为公司在沿海地区的重要布局，开发了西式低温产品，以适应沿海发达地区消费趋势的快速变化。

销售方面，湖南唐人神和上海唐人神具体承担各类产品的销售和市场拓展工作，公司由肉类事业部统一负责协调事业部内各子公司的销售策略及市场推广。公司肉品销售模式主要有直销、经销两种，其中直销销售包括月台销售和大客户销售。月台销售模式中，由客户到公司库房自行提货，主要客户是当地猪肉经营户、餐饮企业等，客户群体比较固定，以现款现货为主，公司发货后即确认销售收入；大客户销售模式下，公司与所开发长期大客户直接签订购销合同，价格随行就市。经销销售主要包括商超、品牌连锁和经销商销售等，公司在长沙、株洲、湘潭、衡阳、常德等省内主要城市建立了办事处，直接面向当地的大型超市和农贸市场，通过步步高、新一佳、沃尔玛、家乐福等大型超市及各地商业百货直接销售香肠、腌腊、酱卤等中式肉制品，销售回款期一般不超过一个月；在除上述的其他地区，公司采取经销商销售的方式，与经销商签订经销合同，约定销售区域、销售价格及货款结算方式；公司与经销商销货采取现款现货的方式，发出商品即确认收入。除此之外，公司在长沙、株洲还拥有品牌连锁店（包括品牌专卖店、品牌加盟店以及生鲜农贸屋），负责生鲜产品、各式肉制品、礼包的销售和公司品牌的宣传推广。

2016~2018年，公司肉制品销售量逐年增长，分别为2.60万吨、3.20万吨和3.89万吨；销售收入波动增长，分别为5.40亿元、6.00亿元和5.64亿元；毛利率分别为13.11%、14.73%和13.65%。2018年收入较上年有所下降，主要系单价较低的鲜肉销售占比有所提高以及猪肉价格大幅下跌所致。

总体看，近年来公司肉类加工规模逐步扩大，毛利率基本稳定，对公司经营形成了一定的补充。

4. 在建工程

截至 2018 年底，公司在建工程余额合计 3.13 亿元，涉及在建项目较多，主要为养殖业务和饲料业务子公司的厂房建设和设备安装。

未来尚需较大投入的在建工程中，饲料业务扩产项目主要包括钦州湘大和茶陵湘大饲料生产线项目，两条生产线建设完工后，可新增饲料产能 30 万吨；养殖业务猪场建设项目主要包括茶陵龙华、南乐美神和湘西美神猪场项目，投产后可增加 82 万头的生猪年出栏能力。

表 11 截至 2018 年底公司主要在建工程情况（单位：万元、%）

项目	计划投资金额	已投资金额	投资进度	剩余投资金额	2019 年拟投资金额
茶陵龙华年出栏 22 万头猪场项目	20,865.00	1,926.51	9.23	18,938.19	18,938.19
钦州湘大 15 万吨饲料生产线项目	12,500.00	469.00	3.75	12,031.00	12,031.00
南乐美神年出栏 30 万头猪场项目	15,000.00	5,452.00	36.35	9,548.00	9,548.00
湘西美神年出栏 30 万头猪场项目	21,000	1,301.03	6.20	19,698.97	19,698.97
合计	69,365.00	9,148.54	--	60,216.16	60,216.16

资料来源：公司提供

总体看，公司各在建项目有助于公司扩大现有饲料生产和生猪养殖规模，增强综合竞争实力；同时公司也面临一定的资金支出压力。

5. 经营效率

2016~2018 年，公司应收账款周转次数逐年下降，分别为 84.00 次、72.57 次和 72.00 次，处于很高水平；存货周转次数波动下降，分别为 14.11 次、12.33 次和 12.53 次，主要系 2017 年起公司提高原料的安全库存所致；总资产周转率波动下降，分别为 2.50 次、2.56 次和 2.46 次，主要系 2017 年以来公司对猪场、饲料产线建设投资较大，尚未达产所致。

从同行业上市公司比较情况看（详见下表），公司经营效率处于行业较高水平。

表 12 2018 年饲料行业上市公司经营效率指标（单位：次）

证券代码	证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
000876.SZ	新希望	126.37	12.00	1.53
002157.SZ	正邦科技	49.92	5.25	1.17
002385.SZ	大北农	12.70	6.25	1.03
002311.SZ	海大集团	45.42	9.14	2.76
002548.SZ	金新农	9.60	6.38	0.74
002567.SH	唐人神	86.01	12.79	2.46

资料来源：Wind

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致；Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据。

整体看，公司整体经营效率处于行业较高水平。

6. 经营关注

(1) 行业普遍毛利率水平较低

我国饲料行业企业众多、产品质量和服务能力参差不齐、技术水平与生产规模差异明显等因素导致行业竞争激烈，行业利润水平普遍较低。随着行业内整合加速，淘汰落后产能的步伐加快，行业竞争可能会进一步加强，公司可能会面临较大的行业竞争压力，进一步挤占毛利空间。

(2) 主要原材料价格上涨风险

公司饲料业务原材料采购是公司最主要的成本支出，主要包括玉米、豆粕、添加剂等。近年来玉米与豆粕价格变化较大，而添加剂等原料价格容易受到国际市场的影响。由于饲料行业竞争激烈，饲料产品的价格变化较小，无法完全覆盖原材料价格的变化。公司虽然可以通过集中采购、提高运营管理等方式控制成本，但因所需主要原料均为大宗商品，议价能力有限，原料价格上升仍然会进一步挤压公司饲料业务毛利空间。

(3) 生猪价格波动风险

我国猪肉价格波动较大，具有明显的周期特征。生猪价格对公司饲料业务的下游需求影响很大，更直接影响养殖业务的收入和利润水平。一旦生猪价格持续下跌，养殖户的生猪存栏量和饲养积极性下降，对公司经营业绩将产生较大不利影响。

(4) 业务扩张过快风险

公司通过借贷资金扩大饲料业务规模并发展养殖业务，在全国范围内新建生产基地、并购企业，若公司未来业绩不达预期，将产生较大的资金周转和流动性压力。

(5) 养殖业务易受疫病影响

近年来我国多次发生较大规模的畜禽疫情，一方面导致牲畜死亡，造成直接经济损失，另一方面引起消费者心理恐慌，导致肉制品消费的严重下降。重大疫病的发生将对公司养殖业务产生较大的不利影响。

7. 重大事项

公司于 2019 年 4 月 22 日收到深圳证券交易所中小板公司管理部下发的《关于对唐人神集团股份有限公司 2018 年年报的问询函》（中小板年报问询函【2019】第 85 号，以下简称“问询函”），问询内容主要涉及公司商誉减值准备的计提，公司对龙华农牧业绩承诺方业绩补偿的豁免，公司将控股子公司部分应收账款转让予其少数股东的原因及其对经营业绩的影响，公司担保情况、预计负债及相应风险，公司其他应收款的大幅增长的原因及合理性、是否存在关联方资金占用，生猪养殖业务 2019 年预计目标、长远规划的可实现性，以及公司业务转型过程中所存在的风险及应对措施等方面。

公司已于 2019 年 4 月 30 日发布《唐人神集团股份有限公司关于对深圳证券交易所 2018 年年报问询函回复的公告》（公告编号：2019-080），对相关问题进行了回复。

8. 未来发展

公司制定了“专业运作、产业协同、共同发展”的全产业链经营指导十二字方针，围绕“健康养殖、生物饲料、品牌肉品”三大产业，确立了“生猪出栏 1,000 万头，饲料销量 1,000 万吨，营业收入达到 1,000 亿元，净利润达到 30 亿元”的长远发展目标。

公司将近期工作重点确定为发展养猪业务，努力做中国育种水平最高、生产成绩最好、成本最优、利润率最强的大型养猪企业。一方面，公司将继续同国外优秀育种企业、国内高校加强合作，

加大种猪研发投入，提高种猪繁育性能、瘦肉率及生产性能，降低料肉比，提升生猪养殖效益；另一方面，公司将结合疫情、环保等因素，逐步扩大生猪养殖规模，加快湖南茶陵、湘西花垣等区域猪场建设，通过银行借款、发行债券等多种方式筹集资金，按照“1+5”模式建设先进的现代化猪场。同时，公司将继续发挥生猪产业并购基金作用，发现优秀养殖标的，通过并购等外延式提升公司养殖规模，增强公司养殖实力，不断推进 1,000 万头生猪养殖目标。

总体看，公司战略规划紧密围绕发展生猪全产业链制定，近期工作思路清晰、措施具体，而长远发展目标与目前整体情况尚有较大距离，未来实现情况尚有待观察。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016~2018 年财务报告均经天职国际会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

公司照财政部颁布的《企业会计准则——基本准则》和各项有关规定编制财务报告，并根据财政部 2017 年以来先后颁布的《企业会计准则第 42 号——持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》、《企业会计准则第 16 号——政府补助》、《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）等文件，及时调整了会计核算和财务报表编制。

从合并范围变化看，2017 年公司合并范围内子公司增加 8 家（新设 7 家、收购 1 家），减少 1 家（注销）；2018 年公司合并范围内子公司增加 10 家（新设 8 家、收购 2 家），减少 5 家（注销 3 家、转让 2 家）。截至 2018 年底，公司合并范围子公司共计 120 家。公司财务报表合并范围变化较大，财务可比性一般。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 65.31 亿元，负债合计 25.78 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 39.53 亿元，归属于母公司所有者权益 34.07 亿元。2018 年，公司实现营业收入 154.22 亿元，净利润（含少数股东损益）1.95 亿元，归属于母公司所有者的净利润 1.37 亿元；经营活动产生的现金流量净额 5.63 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.64 亿元。

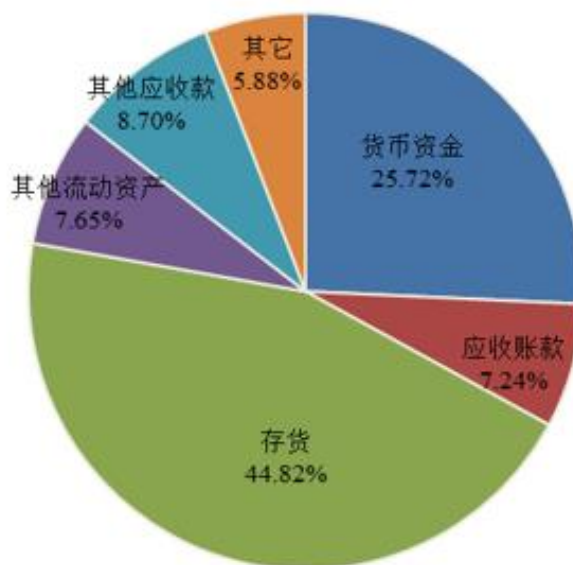
2. 资产质量

2016~2018 年，公司资产规模呈逐年增长态势，年均复合增长 17.77%，主要系非流动资产增长所致。截至 2018 年底，公司资产合计 65.31 亿元，较年初增长 8.29%，其中流动资产 24.68 亿元（占 37.80%），非流动资产 40.62 亿元（占 62.20%），资产结构以非流动资产为主。

流动资产

2016~2018 年，公司流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长 9.49%，主要系存货、货币资金和应收账款增加所致。截至 2018 年底，公司流动资产合计 24.68 亿元，较年初增长 9.78%；流动资产主要由货币资金（占 25.72%）、应收账款（占 7.24%）、其他应收款（占 8.70%）、存货（占 44.82%）和其他流动资产（占 7.65%）构成。

图 5 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司货币资金呈逐年增长态势，年均复合增长 10.43%，主要系公司为扩大经营规模而增加借款补充流动资金所致。截至 2018 年底，公司货币资金 6.35 亿元，较年初增长 15.42%。公司货币资金主要由银行存款（占 93.60%）和其他货币资金（占 6.32%）构成，库存现金占比较小；公司使用受限制的货币资金共 3,055.54 万元（占 4.81%），主要包括信用证保证金 900.00 万元、期货保证金 397.00 万元和担保保证金 1,758.54 万元，受限比例较低。

2016~2018 年，公司应收账款呈波动增长态势，年均复合增长 12.75%，但与公司较大的营业收入相比，应收账款整体处于较低值。截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 1.79 亿元，较年初下降 0.58%。公司按账龄法计提坏账准备的应收账款占比 83.91%，累计计提坏账准备 0.16 亿元，计提比例为 8.77%；其中账龄在一年以内的占 88.63%，账龄在一年以上的占 11.37%，主要为超期未收回货款；公司单项金额重大并单独计提坏账准备的应收账款占比 16.09%，已计提坏账准备共 0.23 亿元，计提比例为 65.18%。公司应收账款坏账准备计提合理。截至 2018 年底，应收账款前五大合计金额占应收账款余额的 17.09%，公司应收账款客户集中度低。

2016~2018 年，公司其他应收款²呈波动增长态势，年均复合增长 4.25%。其中，截至 2017 年底，公司其他应收款 1.29 亿元，较年初下降 34.25%，主要系山东和美对其合作方的财务资助款减少所致；截至 2018 年底，公司其他应收款 2.12 亿元，较年初增长 65.31%，主要系公司处置子公司股权形成的应收股权转让款、山东和美对其合作方的财务资助款以及大农担保对其担保客户的代垫款增加所致。公司按账龄法计提坏账准备的其他应收款占比 93.63%，其中账龄在一年以内和超过一年的分别占 83.93%和 16.07%，累计计提坏账准备 0.22 亿元，计提比例为 9.59%；公司单项金额重大并单独计提坏账准备的其他应收款占比 6.37%，已计提坏账准备共 0.15 亿元，计提比例为 92.30%。截至 2018 年底，其他应收款前五大占其他应收账款余额的 41.36%，公司其他应收款的集中度较高。

2016~2018 年，公司存货呈逐年增长态势，年均复合增长 11.39%，主要系生产规模扩大以及增加原料备货所致。截至 2018 年底，公司存货账面价值 11.06 亿元，主要由原材料（占比 57.37%）、库存商品（占比 12.07%）和消耗性生物资产（占比 28.63%）构成。公司主要原料价格波动性较大，

² 不含应收利息和应收股利

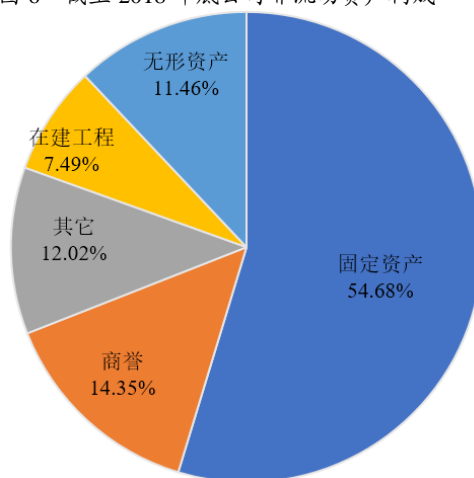
存货有一定的跌价风险，已对原材料和消耗性生物资产计提存货跌价准备共 0.44 亿元，占存货账面余额的 3.80%。

2016~2018 年，公司其他流动资产呈波动下降态势，年均复合下降 1.90%。截至 2018 年底，公司其他流动资产 1.89 亿元，主要为存出保证金（占 67.89%）、委托贷款（占 24.04%）和待摊费用（占 5.56%）。

非流动资产

2016~2018 年，公司非流动资产呈逐年增长态势，年均复合增长 23.82%，主要系对养殖和饲料板块进行固定资产投资所致。截至 2018 年底，公司非流动资产合计 40.62 亿元，较年初增长 7.41%；非流动资产主要由固定资产（占 54.68%）、在建工程（占 7.49%）、无形资产（占 11.46%）和商誉（占 14.35%）构成，如下图所示。

图 6 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司固定资产呈逐年增长态势，年均复合增长 22.28%，主要系公司布局饲料生产和生猪养殖基地、增加固定资产投入所致。截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 22.21 亿元，较年初增长 17.56%，主要由房屋及建筑物（占 68.30%）和机器设备（占 26.78%）构成。截至 2018 年底，公司固定资产账面原值 34.00 亿元，已计提累计折旧 11.77 亿元、减值准备 167.13 万元，固定资产成新率为 65.34%，成新率一般。公司受限的固定资产账面价值合计为 0.59 亿元，受限比例为 2.68%，主要用于借款抵押。

2016~2018 年，公司在建工程呈逐年增长态势，年均复合增长 65.80%。截至 2018 年底，公司在建工程账面价值为 3.04 亿元，较年初增长 39.35%；公司在建工程较为分散，主要为在建猪场项目饲料生产线的技改、扩产工程项目。截至 2018 年底，公司在建工程无受限的情况。

2016~2018 年，公司无形资产呈波动增长态势，年均复合增长 27.28%。截至 2017 年底，公司无形资产 4.69 亿元，较年初增长 63.30%，主要系公司为兴建猪场而购置土地使用权所致；截至 2018 年底，公司无形资产 4.66 亿元，较年初下降 0.79%，主要系摊销所致。公司无形资产主要为土地使用权（占 98.63%）。

2016~2018 年，公司商誉呈波动增长态势，年均复合增长 9.34%。截至 2017 年底，公司商誉 6.24 亿元，较年初增长 27.99%，主要系溢价收购龙华农牧所致；截至 2018 年底，公司商誉 5.83 亿元，较年初下降 6.58%，主要系对收购龙华农牧形成的商誉计提减值准备所致。公司商誉多为溢价收购饲料加工饲料、养殖企业所形成，而相关行业竞争激烈、周期性波动明显，易对被收购企业的经营

业绩形成影响，公司存在一定的商誉减值风险。

截至 2018 年底，公司资产中受限资产合计 2.51 亿元，占资产总额的 3.84%，受限比例较低。

表13 截至2018年底公司受限资产情况（单位：万元）

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	3,055.54	信用证、期货和合并范围内企业间担保保证金
固定资产	5,949.68	抵押用于借款
无形资产	3,268.91	抵押用于借款
其他流动资产	12,812.19	大农担保保证金
合计	25,088.32	--

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司不断加大养殖和饲料生产的固定资产投入，资产总额快速增长，流动资产中存货对营运资金形成一定占用，非流动资产以固定资产为主，商誉存在一定减值风险，公司整体资产质量一般。

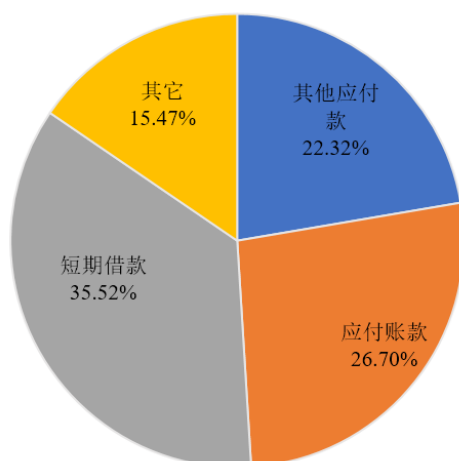
3. 负债及所有者权益

负债

2016~2018 年，公司负债规模呈逐年增长态势，年均复合增长 21.57%，流动负债和非流动负债均有较大幅度的增加。截至 2018 年底，公司负债合计 25.78 亿元，较年初增长 22.16%，其中流动负债 21.62 亿元（占 83.84%），非流动负债 4.17 亿元（占 16.16%），负债结构以流动负债为主。

2016~2018 年，公司流动负债呈逐年增长态势，年均复合增长 14.23%，主要系短期借款和其他应付款增加所致。截至 2018 年底，公司流动负债合计 21.62 亿元，较年初增长 14.71%；流动负债主要由短期借款（占 33.52%）、应付账款（占 26.70%）和其他应付款（占 22.32%）构成，具体如下图所示。

图 7 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2016~2018 年，公司短期借款呈逐年增长态势，年均复合增长 23.54%，主要系公司经营规模扩大，生产、供应和销售环节资金需求均有所增加所致。截至 2018 年底，公司短期借款 7.68 亿元，较年初增长 33.08%，公司短期借款主要由抵押借款（占 15.20%）、保证借款（占 11.20%）和信用借

款（占 73.59%）构成，信用借款占比较高反映了公司获得了合作银行较好的授信条件。

2016~2018 年，公司应付账款呈波动下降态势，年均复合下降 0.21%。截至 2018 年底，公司应付账款 5.77 亿元，全部为应付原材料款。相对于采购规模，近年来公司应付账款占比很低。

2016~2018 年，公司其他应付款呈逐年增长态势，年均复合增长 38.40%，主要系非关联方往来款增加，以及经营规模扩大收取的押金、保证金增加所致。截至 2018 年底，公司其他应付款 4.82 亿元，较年初增长 22.72%，主要由往来款（占 38.60%）、收取的押金与保证金（占 36.19%）、预提返利（占 15.97%）和应付设备与工程款（占 5.74%）构成。

2016~2018 年，公司非流动负债逐年大幅增长，年均复合增长 117.59%，主要系长期借款增加所致。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 4.17 亿元，较年初增长 84.18%；非流动负债主要由长期借款（占 88.32%）和递延收益（占 8.81%）构成。

2016~2018 年，公司长期借款呈逐年增长态势，年均复合增长 162.68%，主要系公司进行猪场和饲料生产线建设以及收购养殖板块子公司所需长期资金增加所致；截至 2018 年底，公司长期借款 3.68 亿元，较年初增长 113.13%；公司长期借款由保证借款（27.17%）和信用借款（占 72.83%）构成，其中于 2020 年到期的 2.68 亿元，于 2027 年到期的 1.00 亿元，公司集中偿付压力一般。

2016~2018 年，公司递延收益呈逐年增长态势，年均复合增长 22.90%，主要系新增与资产相关的政府补助款所致。截至 2018 年底，公司递延收益账面价值 0.37 亿元，较年初增长 6.53%，全部为政府补助款，涉及“优良种猪繁育关键技术研究重大科技成果转化与示范”等 20 个项目。

从债务结构看，2016~2018 年，公司全部债务呈逐年增长态势，年均复合增长 42.29%，主要系公司长、短期借款增长所致。截至 2018 年底，公司短期债务 8.12 亿元（占 68.82%），长期债务 3.68 亿元（占 31.18%），以短期债务为主。2016~2018 年，公司资产负债率分别为 37.05%、35.00%和 39.48%，呈波动上升趋势；全部债务资本化比率分别为 16.44%、16.60%和 23.00%，长期债务资本化比率分别为 1.77%、4.22%和 8.52%，均呈逐年上升态势。

总体看，近年来公司负债规模不断增长，以流动负债为主；债务负担处于合理水平，但债务结构有待调整。

所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益呈逐年增长态势，年均复合增长 15.47%，主要系定向增发股票和利润滚存所致。截至 2018 年底，公司所有者权益 39.53 亿元，较年初增长 0.83%，其中归属于母公司所有者权益占 86.20%。截至 2018 年底，归属于母公司的所有者权益主要由股本（占 24.55%）、资本公积（占 46.60%）、盈余公积（占 7.77%）和未分配利润（占 22.15%）构成；股本和资本公积占比较高，权益稳定性较高。

总体看，近年来，公司所有者权益持续增长，以股本和资本公积为主，权益结构稳定性较高。

4. 盈利能力

2016~2018 年，公司营业收入和营业成本均呈逐年增长态势，年均复合增长率分别为 19.03%和 19.73%。其中，2017 年公司营业收入同比增长 26.19%，较营业成本的增幅高出 1.34 个百分点，主要系玉米等原料价格下跌所致；2018 年公司营业收入同比增长 12.28%，低于营业成本增幅 2.53 个百分点，主要系饲料板块的豆粕等原料均价受中美贸易战影响而上涨，同时非洲猪瘟蔓延使防疫等方面投入加大所致。主要受上述因素影响，2016~2018 年公司净利润波动下降，分别为 2.56 亿元、3.86 亿元和 1.95 亿元，年均复合下降 12.67%。

从期间费用³来看，2016~2018年，公司费用总额分别为7.06亿元、9.30亿元和9.07亿元，呈波动增长态势，其中管理费用增长最多。具体看，2016~2018年，公司销售费用波动增长，年均复合增长3.17%；管理费用（含研发费用）和财务费用逐年大幅增长，年均复合增长率分别为22.81%和91.71%，其中管理费用增长主要系加大研发投入所致，财务费用增长主要系有息债务规模扩大所致。2016~2018年，公司费用收入比分别为6.48%、6.77%和5.88%，呈波动下降态势，公司费用控制能力有所提高；但考虑到公司毛利率低的特点，期间费用对公司利润已构成一定侵蚀，公司费用控制有待进一步加强。

非经常性损益方面，2016年，公司投资收益为负值，无其他收益；营业外收入（主要为政府补助）1,507.18万元，主要为政府补助，占当年利润总额的5.09%。2017~2018年，公司投资收益分别为1,691.65万元和1,744.91万元，占当年营业利润的比重分别为3.69%和6.06%；其他收益（主要为政府补助）分别为1,015.50万元和1,544.24万元，占营业利润的比重分别为2.21%和5.37%。近三年非经常性损益对公司利润的贡献不大。

从整体盈利指标看，2016~2018年，公司营业利润率分别为9.34%、10.25%和8.26%，总资产收益率分别为8.00%、10.38%和4.68%，总资产报酬率分别为7.34%、9.15%和4.79%，净资产收益率分别为8.98%、11.20%和4.95%，均呈波动下降态势；其中2017年上述指标均有不同程度的提高，主要系饲料业务上游的原料价格有所下降，而下游养殖行业景气度高对附加值较高的饲料产品需求较大所致；2018年三项指标均有所回落，主要系生猪价格下行、非洲猪瘟疫情蔓延对养殖行业的不利影响充分传递至饲料行业所致。

从同行业比较情况看，2018年，公司销售毛利率明显较低，而总资产报酬率和净资产收益率处于行业中等水平，与公司以较灵活的定价抢占市场，保持了较高的经营效率有关。具体情况如下表所示。

表 14 同行业上市公司 2018 年盈利能力情况对比（单位：%）

证券代码	证券简称	总资产报酬率	净资产收益率	销售毛利率
000876.SZ	新希望	7.27	7.87	8.73
002157.SZ	正邦科技	2.66	3.02	10.23
002385.SZ	大北农	3.74	5.80	18.66
002311.SZ	海大集团	12.60	20.21	10.77
002548.SZ	金新农	-4.84	-18.28	14.75
002567.SH	唐人神	4.53	4.02	8.34

资料来源：Wind

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致；Wind 与联合评级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。

总体看，近年来公司营业收入保持较快增长，但经营利润受生猪市场行情和原料价格的影响而产生较大波动，盈利能力处于行业中等水平。

5. 现金流

从经营活动来看，2016~2018年，公司经营活动现金流入量分别为112.35亿元、141.29亿元和158.78亿元，呈逐年增长态势，年均复合增长18.88%；其中，销售商品、提供劳务收到的现金分别为109.34亿元、138.12亿元和154.28亿元，年均复合增长18.78%，与营业收入的增长基本同步。

³ 考虑近三年数据的可比性，此处将研发费用纳入管理费用进行分析

2016~2018年，公司经营活动现金流出量分别为108.80亿元、137.07亿元和153.15亿元，呈逐年增长态势，年均复合增长18.65%，与公司主营业务成本中原材料成本的变动趋势基本相符。受上述因素影响，2016~2018年，公司经营活动现金流入净额分别为3.56亿元、4.22亿元和5.63亿元。2016~2018年，公司现金收入比率分别为100.46%、100.56%和100.04%，公司收入实现质量较高。

从投资活动看，2016~2018年，公司投资活动现金流入分别为0.66亿元、0.56亿元和1.31亿元。其中，2016年现金流入主要包括收回投资理财款、收取的资金占用费等；2017年现金流入主要包括处置固定资产和取得投资收益收到的现金；2018年现金流入明显高于往年，主要为所持有“16东江债”到期兑付、退出联营企业股权，以及处置固定资产收到的现金。2016~2018年，公司投资活动现金流出分别为4.47亿元、5.94亿元和7.57亿元，其中，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金分别为2.36亿元（占52.80%）、3.49亿元（占58.78%）和6.80亿元（占89.79%），主要用于饲料生产线和猪场建设；投资支付的现金分别为122.98万元、1.37亿元（占23.2%）和0.72亿元（占9.45%），主要用于参股与公司主营业务相关领域的联营企业；取得子公司及其他营业单位收到的现金净额分别为1.43亿元（占31.96%）、0.91亿元（占15.32%）和0.06亿元（占0.76%），主要用于收购子公司。此外，2016年公司支付其他与投资活动有关的现金0.67亿元（占14.96%），主要为并购比利美英伟之前对其进行的财务资助。受上述因素影响，2016~2018年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-3.82亿元、-5.38亿元和-6.25亿元，持续呈净流出状态，投资活动现金主要流向与主营业务相关的领域。

从筹资活动看，2016~2018年，公司筹资活动产生的现金流入分别为7.72亿元、11.23亿元和12.93亿元。除2017年定向增发股票收到2.58亿元之外，其余主要为取得借款所收到的现金。2016~2018年，公司筹资活动现金流出分别为10.05亿元、9.77亿元和11.67亿元，主要用于偿付债务本金和支付利息。受上述因素影响，近三年公司筹资活动产生的现金流量净额分别为-2.33亿元、1.46亿元和1.27亿元。

2016~2018年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-0.26亿元、-1.15亿元和-0.63亿元，经营活动现金净流入不能满足投资活动的需要。

总体看，近年来公司经营活动现金流状况良好，收入实现质量较高；但固定资产投资等资本性投入规模较大，经营活动现金净流入不能满足投资活动的需要，公司对外部融资仍有一定依赖。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016~2018年，公司流动比率分别为1.24倍、1.19倍和1.14倍，速动比率分别为0.70倍、0.61倍和0.63倍，现金短期债务比分别为0.98倍、0.91倍和0.78倍，三者均有不同程度的下降，主要系近年来公司持续进行资本性投入，短期债务增长而流动资产占比有所下降所致。2016~2018年，公司经营现金流动负债比率分别为21.48%、22.41%和26.04%，呈逐年上升态势，主要系公司经营规模扩大且获现质量保持较好所致。从上述指标的表现看，公司可变现资产对短期债务的覆盖程度均处于较低水平，经营活动现金净流入对流动负债的覆盖程度一般。

从长期偿债能力指标来看，2016~2018年，公司EBITDA波动增长，分别为4.84亿元、6.92亿元和5.35亿元。公司2018年EBITDA中，利润总额、折旧、摊销和计入财务费用的利息支出分别占49.69%、39.71%、4.05%和6.54%，利润总额占比一般。2016~2018年，公司EBITDA全部债务比分别为0.83倍、0.89倍和0.45倍，EBITDA利息倍数分别为20.15倍、16.21倍和10.74倍，EBITDA对债务和利息的保障能力较强。2016~2018年，公司经营现金债务保护倍数分别为0.61倍、0.54倍和0.48倍，经营现金对债务的保障能力较强。整体看，公司正常经营所获利润对债务本金和利息的

保障程度较高，但因所处行业特点，长期偿债能力易因外部环境的变化而产生波动。

截至 2018 年底，公司获得银行授信总额合计 33.90 亿元，其中未使用额度 22.10 亿元。公司间接融资渠道通畅。同时，公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2018 年底，公司对外担保余额 5.59 亿元，占公司净资产的 14.13%，主要为对下游养殖户和经销商的借款担保，公司对外担保比率较高，面临一定的代偿风险。

截至 2019 年 3 月底，公司无重大未决诉讼及仲裁事项。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（机构信用代码：G1043020000008140Q），截至 2019 年 3 月 7 日，公司未结清贷款中无关注及不良类贷款；已还清债务中曾出现 14 笔关注类贷款和 1 笔欠息，均已于 2013 年 7 月之前结清。近五年公司债务履约情况较好。

总体看，公司目前债务负担处于合理水平，短期偿债能力指标表现较弱；长期偿债能力指标表现较好，但考虑到公司经营规模较大、行业地位突出、未使用授信额度较大以及过往债务履约情况良好等因素，其整体偿债能力仍很强。

八、本次可转换公司债券偿债能力分析

1. 本次可转换公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2018 年底，公司全部债务合计 11.80 亿元，本次可转债拟发行的额度不超过人民币 12.45 亿元，相当于目前公司全部债务的 105.47%，对公司债务规模存在较大影响。

以 2018 年底财务数据为基础，本次可转债发行后，在其他因素不变的情况下，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由 39.48%、23.00% 和 8.52% 上升至 49.17%、38.03% 和 28.98%，较发行前分别上升了 9.69 个百分点、15.03 个百分点和 20.46 个百分点，债务负担明显加重。考虑到可转换债券具有转股的可能性，如果公司股价未来上涨超过转股价，公司本次发行的可转换债券将转换为公司的权益，有利于公司降低资产负债率和减轻债务负担。

2. 本次可转换公司债券偿债能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年的 EBITDA 为 5.35 亿元，是本次可转债发行额度（12.45 亿元）的 0.43 倍，EBITDA 对本次可转债的覆盖程度尚可。公司 2018 年经营活动现金流入量为 158.78 亿元，是本次可转债发行额度（12.45 亿元）的 12.75 倍，经营现金流入量对本次可转债的覆盖程度较高。

从本次可转债的发行条款来看，由于公司做出了较低的转股修正条款（任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决），有利于降低转股价；同时制定了提前赎回条款（公司 A 股股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%，或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券），有利于促进债券持有人转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能，同时，募投项目达产后有望进一步完善公司的产业链布局，提升其综合竞争实力。

综合以上分析，考虑到行业地位、经营规模、技术水平等方面的优势，公司对本次可转债的偿还能力很强。

九、综合评价

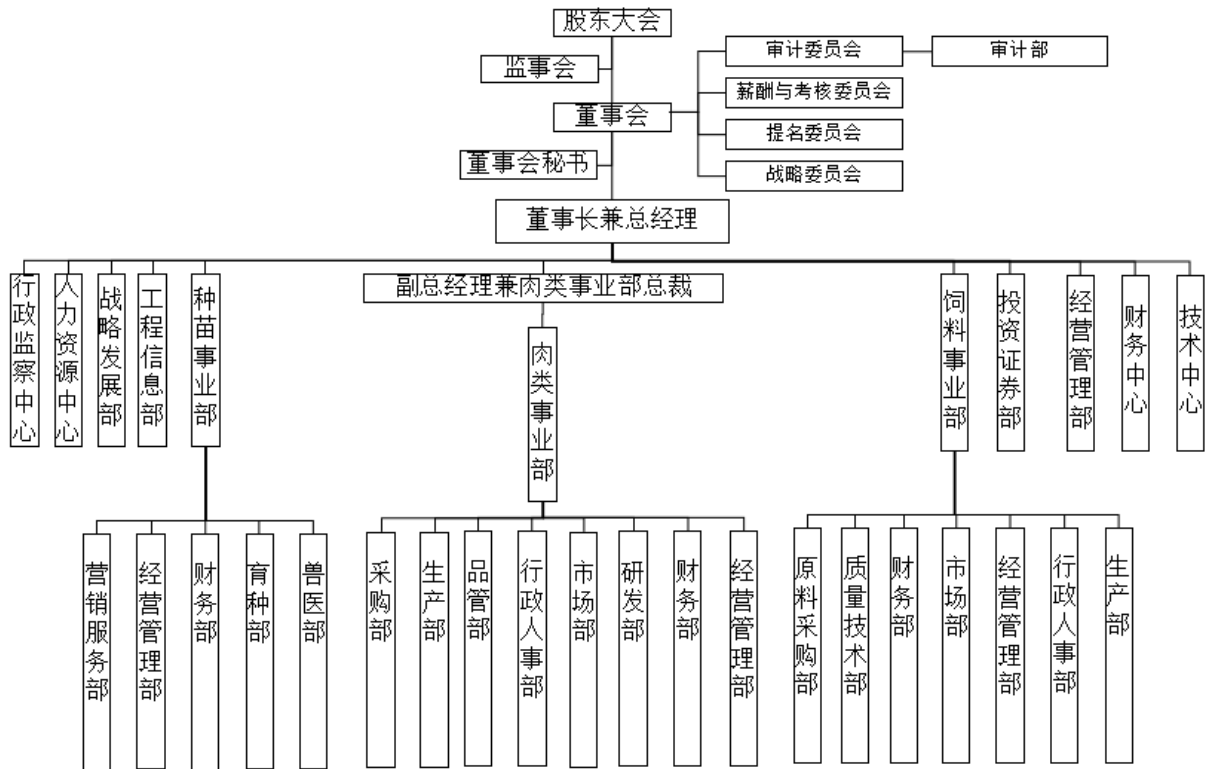
公司作为国内以饲料生产为主营业务的上市公司之一，在经营规模、产业布局、研发能力、生产技术水平等方面具有的综合竞争优势；近年来，公司在做大饲料业务的基础上，大力发展生猪养殖和肉品加工业务，不断完善生猪全产业链经营模式，资产和收入规模快速增长。但公司主营业务毛利率较低、利润水平易受养殖行业景气度变化的影响、商誉面临减值风险、债务规模增长较快以及对外担保规模较大等因素对公司信用水平可能产生不利影响。

未来，随着新建猪场和饲料产线的逐步投产，公司生猪养殖和饲料加工规模将进一步扩大，公司的行业地位和综合竞争力有望提高。联合评级对公司的评级展望为“稳定”

公司本次拟发行 6 年期、不超过 12.45 亿元的可转换公司债券，从本次可转债设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股可能性较大。

基于对公司主体长期信用以及本次可转债偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转债到期不能偿还的风险很低。

附件 1 唐人神集团股份有限公司 组织结构图



附件 2 唐人神集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额 (亿元)	47.09	60.31	65.31
所有者权益 (亿元)	29.64	39.20	39.53
短期债务 (亿元)	5.30	6.08	8.12
长期债务 (亿元)	0.53	1.73	3.68
全部债务 (亿元)	5.83	7.80	11.80
营业收入 (亿元)	108.84	137.35	154.22
净利润 (亿元)	2.56	3.86	1.95
EBITDA (亿元)	4.84	6.92	5.35
经营性净现金流 (亿元)	3.56	4.22	5.63
应收账款周转次数 (次)	84.00	72.57	72.00
存货周转次数 (次)	14.11	12.33	12.53
总资产周转次数 (次)	2.50	2.56	2.46
现金收入比率 (%)	100.46	100.56	100.04
总资本收益率 (%)	8.00	10.38	4.68
总资产报酬率 (%)	7.34	9.15	4.79
净资产收益率 (%)	8.98	11.20	4.95
营业利润率 (%)	9.34	10.25	8.26
费用收入比 (%)	6.48	6.77	5.88
资产负债率 (%)	37.05	35.00	39.48
全部债务资本化比率 (%)	16.44	16.60	23.00
长期债务资本化比率 (%)	1.77	4.22	8.52
EBITDA 利息倍数 (倍)	20.15	16.21	10.74
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.83	0.89	0.45
流动比率 (倍)	1.24	1.19	1.14
速动比率 (倍)	0.70	0.61	0.63
现金短期债务比 (倍)	0.98	0.91	0.78
经营现金流流动负债比率 (%)	21.48	22.41	26.04
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.39	0.56	0.43

注: 1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 四舍五入造成; 2、除特别说明外, 均指人民币。

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	营业总收入/[期初应收账款余额+期末应收账款余额]/2]
存货周转次数	营业总成本/[期初存货余额+期末存货余额]/2]
总资产周转次数	营业总收入/[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/营业总收入×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	(营业总收入-营业总成本-营业税金及附加)/营业总收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业总收入×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)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
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/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注: 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

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其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

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 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。

联合信用评级有限公司关于 唐人神集团股份有限公司 2019 年可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年唐人神集团股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

唐人神集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。唐人神集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注唐人神集团股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现唐人神集团股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如唐人神集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至唐人神集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送唐人神集团股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇一九年六月十八日