

信用等级公告

联合[2011] 360 号

联合资信评估有限公司通过对杨凌本香农业产业集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

杨凌本香农业产业集团有限公司
主体长期信用等级为
BBB⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年七月十一日



信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与杨凌本香农业产业集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与杨凌本香农业产业集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因杨凌本香农业产业集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由杨凌本香农业产业集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、杨凌本香农业产业集团有限公司主体长期信用等级自 2011 年 7 月 11 日至 2012 年 7 月 10 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一一年七月十一日

评级业务专用章

杨凌本香农业产业集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果: BBB⁻

评级展望: 稳定

评级时间: 2011 年 7 月 11 日

财务数据

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	11 年 3 月
资产总额(万元)	16058.34	36976.83	41815.13	40530.49
所有者权益(万元)	8371.10	17149.07	20187.07	20341.61
长期债务(万元)	4097.50	13200.00	12492.03	12483.35
全部债务(万元)	6627.50	14500.00	14382.03	13483.35
营业收入(万元)	11570.46	11268.50	11793.43	3538.99
利润总额(万元)	710.29	865.32	1038.01	154.54
EBITDA(万元)	1352.27	1342.78	1280.61	--
营业利润率(%)	12.22	14.49	17.79	17.70
净资产收益率(%)	8.48	5.05	5.14	--
资产负债率(%)	47.87	53.62	51.72	49.81
全部债务资本化比率(%)	44.19	45.81	41.60	39.86
流动比率(%)	169.14	1020.98	520.24	829.86
全部债务/EBITDA(倍)	4.90	10.80	11.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.27	4.72	5.28	--

注: 公司 2009 年开始执行新会计准则, 2008 年为追溯调整数, 2011 年 1 季度报表未经审计

分析师

李小建

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对杨凌本香农业产业集团有限公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了公司作为畜牧养殖企业, 已初步形成较为完整产业链, 政府扶持力度大等方面的优势; 同时联合资信也注意到, 养殖行业存在一定的市场和疫情风险, 和公司收入增长较慢等因素对公司信用水平的负面影响。

未来, 公司将整合下属子公司, 继续深化全产业链运营, 综合竞争力有望进一步提升。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司所处外部环境优越, 政府扶持力度大。
2. 公司已初步形成饲料生产、种猪繁育、商品猪养殖、猪肉加工、销售的完整产业链。
3. 公司存货周转较快, 经营效率较高。
4. 公司营业利润率呈上升趋势。

关注

1. 养殖行业存在一定的市场和疫情风险。
2. 近两年豆粕和玉米价格波动较大, 加大公司的成本控制难度, 公司整体盈利能力仍偏弱。
3. 公司计划投资规模较大, 对外融资需求上升。
4. 本期发债规模大, 对公司债务规模和结构影响较大。

一、主体概况

杨凌本香农业产业集团有限公司（以下简称“公司”）原名杨凌格润尔食品有限公司，于2001年5月由燕君芳、高展河、丁素芳投资成立，初始注册资本为人民币50万元；2002年5月，公司第一次增资，注册资本增至502万元；2003年7月，公司第二次增资，注册资本增至1555万元；2004年3月，公司变更名称为杨凌本香农业产业集团有限公司；2008年7月，公司第三次增资，注册资本增至2700万元；2009年9月，公司原股东丁素芳将所持有的7.60%股权转让给燕君芳；2010年12月，公司吸收陕西金河科技创业投资有限责任公司（以下简称“金河投资”）为股东，公司注册资本增至3139.17万元。截至2011年3月底，公司注册资本3139.17万元，股东及持股比例为：燕君芳出资1689.96万元，持股53.83%；高展河出资1010.04万元，持股32.18%；金河投资出资439.17万元，持股13.99%。股东燕君芳与高展河为夫妻关系，公司实际控制人是燕君芳。

公司经营范围：配合、浓缩饲料和精料补充料的研发、生产、销售；种猪的繁育、品种改良；商品猪养殖；养殖技术的培训及服务；粮食收购；生猪屠宰、销售；速冻食品（速冻肉制品）的生产、销售，连锁经营；畜禽设备制造销售；畜禽、肉类加工机械设备的进口。

公司本部设食品事业部、养猪事业部、财务部、行政人事部、技术中心、采购部、资产与后勤保障部、项目部、工程部9个职能部门。

截至2011年3月底，公司拥有全资子公司5家（附件1）；本部及控股子公司拥有在岗员工290人。

截至2010年底，公司（合并）资产总额为41815.13万元，所有者权益合计为20187.07万元；2010年公司实现营业收入11793.43万元，利润总额1038.01万元。

截至2011年3月底，公司（合并）资产总额为40530.49万元，所有者权益合计为

20341.61万元；2011年1~3月，公司实现营业收入3538.99万元，利润总额154.54万元。

公司注册地址：陕西杨凌示范区常青路北段路西；公司法定代表人：燕君芳。

二、本期集合票据概况

本期集合票据计划发行总额度为2.1亿元，期限3年，其中公司拟申报发行额度5000万元（以下简称“本期票据”），募集资金全部用于补充经营规模扩大后公司生产经营活动所需流动资金。

三、行业分析

公司所在行业属于畜牧业，主要从事饲料研发、生产、销售；种猪繁育、商品猪养殖、销售；肉及肉制品的加工、销售。

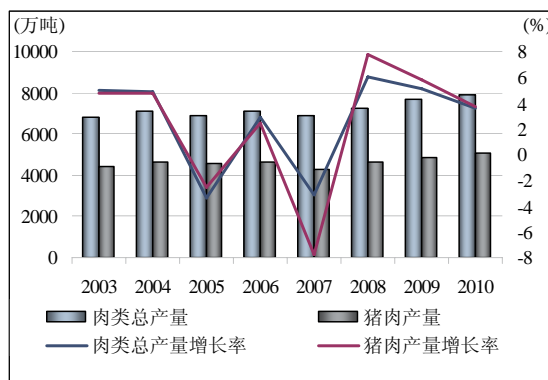
1. 行业现状

（1）畜牧业概况

近几年中国畜牧业稳健发展，其中，肉类产品产量波动中小幅增长。2003~2009年，中国肉类总产量年均增长1.37%。2009年，中国肉类总产量7500万吨，同比增长3.18%，其中，猪牛羊产量5915.72万吨，同比增长5.37%。2010年我国猪牛羊产量出现大幅上涨，达到7780.00万吨。

中国畜牧业是市场充分竞争性行业，从事畜牧业企业多为分散的传统的个体经营方式，集约经营的规模化企业较少。从中国畜牧产业结构来看，中国畜牧业下游精深加工方面还比较薄弱，以养殖产业为主导，由于养殖进入门槛较低，从事养殖的企业和个体数量较多，多以农户和小型养殖企业为主，规模较小，品种较差，养殖技术水平较低，难以抵抗养殖行业多发的疫情和市场风险，可持续发展能力较差。

图1 2003~2010年中国肉类产量情况



资料来源：Wind资讯

（2）生猪养殖概况

猪肉作为中国第一大消费肉类，近十年来，随着中国人口的增长，加之生活水平的提升，对猪肉需求逐步增多，根据中国农业信息网数据显示，中国猪肉产量由1997年3596万吨提高至2010年的5070万吨。目前中国猪肉产量已占世界总产量的一半。

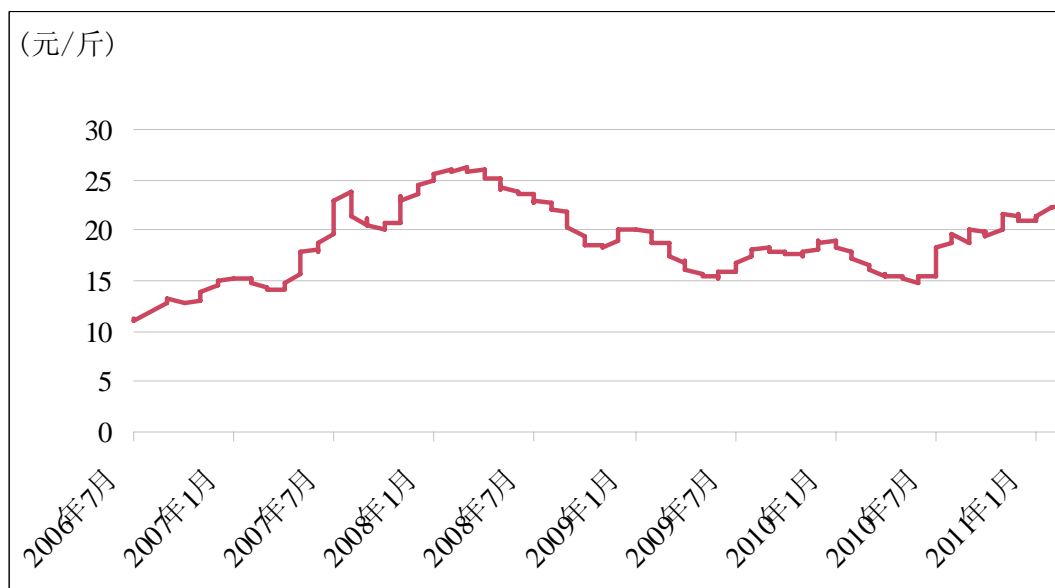
从猪肉市场价格来看，疫情和生猪存出栏量对猪肉短期市场价格影响较大，但是由于猪的成长周期相对较长，因此短期市场价格调整周期相对有所延长；饲料成本仍是影响猪肉长期价格走势的重要因素。此外，由于养猪占地

面积较大，对土地的需求较多，因此土地成本也成为影响猪肉长期市场价格走势的重要间接因素。

近几年，猪肉价格整体呈先上升后下降趋势。2006年猪价开始进入上升区间，2007、2008年两次高热疫病使得生猪产业进入产业整合期，散户逐渐退出，规模养殖户和集约化养殖成为主体，猪价上涨22个月到2008年3月达到顶峰，之后猪价进入下滑区域，猪价走势也表现为震荡下滑，但猪价下滑期间后备母猪更新和扩栏现象比较普遍，因此猪价下跌周期将会相应延长。

面对生猪价格的持续下跌，2009年国家颁布《防止生猪价格过度下跌调控预案实施细则（暂行）》，后将猪粮比以5.5-6作为生猪产业盈亏平衡点。当前国家开始建设多个万吨级冻库，2010年猪粮比低于盈亏平衡点时候，政府会收储冻肉以提升猪价。2010年，商务部会同财政部、发展改革委、中国农业发展银行共进行了5批公开竞价收储储备冻猪肉，对稳定国内生猪市场价格起到了一定作用。

图2 2006年7月~2011年3月中国22省市猪肉平均价格



资料来源：Wind资讯

2010年1~5月,猪肉价格有所波动,但整体仍处于低位。从农业部、商务部发布的2010年4月份相关数据显示看,生猪存栏、能繁母猪存栏数双双出现回落,而屠宰量却出现大幅上涨,短期内生猪市场仍处于供过于求状态。受生猪存栏减少、国家加大冻肉收储等因素影响,2010年6月起猪肉价格呈现上升趋势。

总体看,猪肉长期价格走势基本与饲料原料价格保持一致,短期价格受供给水平、国家政策等因素影响较大。未来,受粮食价格波动、短期肉类市场供需调整加大以及养殖疫情爆发等多重不确定因素影响,预计未来肉类产品价格波动较大,小型养殖企业仍面临较大市场风险,而具有规模优势、市场优势及多元化生产布局的大型养殖企业将表现出更强的抗风险能力,有望在竞争中进一步做大做强。

2. 行业主要影响因素

(1) 饲料成本

饲料主要由玉米、豆粕以及鱼粉和一些添加剂构成,其中玉米主要提供能量需求,单位占比约达到55%左右,豆粕作为动物生长过程中蛋白质摄取的主要来源,单位约占比为15%左右,因此饲料成本主要受玉米和豆粕价格的影响。

2003~2010年,中国玉米价格波动上涨,主要是畜牧业和饲料加工行业快速增长带动对玉米的需求所致。从长期看,考虑供给紧平衡及国家收储政策等因素,预期未来中国玉米价格仍将高位运行。

2005~2006年,豆粕价格有所波动,但整体稳定在2200~2800元/吨区间范围内,从2007年开始,豆粕价格开始不断走高,2008年7月,豆粕价格达到5086元/吨,但2008年下半年后,豆粕价格暴跌,到2008年12月份已经跌到2486元/吨,2009年1季度豆粕价格略有回升,3月达到2800元/吨左右。目前豆粕价格略有回升,但仍在低位震荡运行。豆粕价格大幅度波动后低位运行,给养殖企业成本控制带来了较大压力。

总体看,受玉米价格波动上升和豆粕价格大幅波动影响,养殖企业饲料成本控制难度加大。

(2) 病疫

病疫是畜牧业发展的重要影响因素,近几年,平均每年都有十几起疫情爆发,造成30%的禽畜患病死亡,很多中小型养殖企业也因此破产,同时疫情过后,市场短期消极态势,例如肉类产品价格平均下跌20%,农民补栏的热情减退等,但考虑到畜牧产品非周期性需求特点,加之自身供需调节能力较强,因此疫情仅为短期影响因素。未来随着国家畜牧防疫技术的提升,加之中国畜牧产业结构的优化以及产业升级都将缓解疫情对畜牧产业的影响。

总体看,病疫对养殖行业的影响较大,短期内造成养殖行业产品的价格和销售量较大幅度下降;但从长期来看,病疫的可控性使得养殖行业又可以在一定时间内恢复。

3. 行业政策

2009年6月1日,《中华人民共和国食品安全法》颁布实施,针对我国食品行业的安全问题,明确将建立统一的食物安全国家标准,建立食物安全风险监测和评估制度,取消食物“免检制度”,设立国务院食物安全委员会,规定权益受损消费者可要求十倍赔偿,促进我国的食物安全监管将向统一、严格、有效的方向发展。

2007年7月,国务院印发《关于促进生猪生产发展稳定市场供应的意见》(国发[2007]22号),启动和实施了一系列产业扶持政策,主要包括:建立能繁母猪补贴制度;启动良种猪精液补贴和加大良种场建设力度;推进能繁母猪保险;扶持标准化规模养殖;实施生猪调出大县奖励政策;解决畜牧业养殖用地问题等。

2009年1月9日,国家发展和改革委员会、财政部、农业部、商务部、国家工商总局、国家质检总局共同出台了《防止生猪价格过度下跌调控预案(暂行)》(2009年第1号),该规

定以“猪粮价比”（1 公斤猪肉和 1 公斤玉米价格的比值，6:1 为生猪养殖的盈亏平衡点）为核心监测指标，以国储冻猪肉收购投放为主要调控手段，当猪粮价比跌至 6:1 以下时，国储冻肉收购增加需求；当猪粮价比升至 9:1 以上时，国储冻肉投放市场增加供给；该规定旨在建立保障生猪生产稳定发展的长效机制，防止生猪价格过度下跌，稳定生猪生产，维护生猪养殖户利益。

4. 行业发展

“十二五”期间，尽管农业在国民经济中比重会有所下降，但农业的基础地位不会改变，国家的强农力度将进一步加强。

作为存续了几千年的传统产业，畜牧行业具有非周期性需求特征。从国际经验来看，发达国家畜牧业产值占农业产值的比重一般在 40%~50%之间，中国目前的比重为 34%，仍有约 10 个百分点的增长空间，相当于 5000~6000 亿元的产值，加之，中国人均居民收入将每年保持 10% 的增长水平和总人口持续稳定增加，对畜牧产品的需求也将同步增多。因此未来一段时期内中国畜牧行业仍然具备巨大的需求潜力和广阔的发展空间。

总体看，随着人口的增长，加之生活水平的提升，国家政策的支持，未来中国畜牧行业的发展空间仍然广阔，但粮食价格的高位运行以及产品市场价格的低位徘徊给畜牧养殖企业带来了较大经营压力，利润空间将受到一定挤压，行业将进一步整合，具有较完整产业链及经营规模优势的养殖企业将表现出更强的抗风险能力。

四、基础素质分析

1. 企业规模

公司主要从事饲料研发、生产、销售；种猪繁育、商品猪养殖、销售；猪肉及猪肉制品

的加工、销售。

饲料生产方面，公司饲料生产基地位于杨凌农业示范区，年饲料生产规模 10000 吨，产品涵盖肉猪受孕、生育、生长各个阶段的全系列饲料。

种猪繁育方面，公司拥有良种繁育中心、农民创业示范园和杨凌李家一胎场三个种猪繁育猪场，占地 370 亩，年繁育仔猪 50000 头。

商品猪养殖方面，公司采取“公司+养猪合作社+农户”、“公司+创业示范园+农户”的经营模式，加盟公司的养殖户有 3000 多户，形成的商品猪生产基地有 150 多个。

猪肉加工方面，公司拥有西北最大的现代化猪肉屠宰加工生产线，为商务部屠宰“三星”级企业，年屠宰量达 50 万头。

猪肉销售方面，公司拥有本香肉食专卖店 52 家，分布在西安、咸阳、渭南、宝鸡、榆林、延安等地市。

总体看，公司已初步形成饲料生产、种猪繁育、商品猪养殖、猪肉加工、销售的完整产业链，综合竞争力较强。

2. 人员素质

公司董事长燕君芳女士，1974 年出生，硕士学历，畜牧兽医师，先后获得全国劳动模范、2008 年北京奥运会火炬手、全国三八红旗手、全国巾帼建功标兵、中国 MBA 十大创业精英、全国优秀青年乡镇企业家、全国创业明星等，2001 年至今任公司董事长，现兼任全国畜牧协会常务理事、国家生猪现代产业技术体系综合实验站站长、陕西省工商联常委、陕西省青联常委等职务。

公司总裁高展河先生，1970 年出生，杨凌区政协委员，从事农业 20 年，曾参与《规范化安全养猪综合新技术》、《现代实用动物疾病防治大全》等书籍的编写。

截至 2011 年 3 月底，公司及下属机构拥有在岗员工 290 人。从学历来看，硕士及以上占 1.03%，本科占 15.86%，大专占 21.73%，大专

以下占 61.38；从岗位结构看，管理人员占 8.96%，生产技术人员占 76.90%，销售人员占 14.14%。

总体看，公司高管人员经营管理经验丰富；公司员工年龄结构合理，整体素质一般，基本符合行业特点。

3. 技术、工艺水平

种猪繁育和商品猪养殖方面，公司拥有光明配套系种猪养殖技术，1999 年被科技部列入国家科技成果重点推广计划项目。公司拥有国际一流水准的种猪繁育和商品猪养殖场，猪场采用大跨度、连体保温墙体猪舍，拥有全群自动定量供料，空气全程进化供料、高架漏粪地板等现代化设施。

生猪屠宰方面，公司拥有现代化猪肉屠宰加工生产线，年屠宰量 50 万头。生产线按照 HACCP 食品安全控制体系与 ISO9001 质量管理体系组织生产，采用“三点式高频低压电击晕”、“燃气燎毛”、冷鲜肉精细分割流水线、低温无菌小包装等先进工艺流程；公司执行宰前、宰后十八道检验检疫和对重金属含量、药物残留及激素含量的重点检测，确保肉食安全、营养。

同时，公司充分重视技术研发和生猪行业先进技术的应用，与西北农林科技大学动物科技学院、食品学院、中山大学等签订了技术依托协议；与农业部、科技部以及美国谷物协会的专家签署技术顾问协议；并于 2010 年 10 月与美国第二大养猪公司 pipestone 公司签订了《养殖生产服务协议》，pipestone 公司为公司种猪繁育养殖提供全程技术服务。

总体看，公司技术、工艺水平高。

4. 外部环境

公司位于陕西省杨凌农业高新技术示范区。

陕西地区玉米自给率高，生猪养殖的饲料价格常年低于全国平均水平，具有一定的成本

优势；同时，陕西地处西部地区，农业发展较传统发达省份落后，农业对自然资源的破坏程度低，土地、水资源等生态状况较好，生猪疾病传播有限。

陕西省杨凌农业高新技术示范区是中国唯一的农业高新技术产业示范区，1997 年 7 月成立，园区内入区注册的企业超过 850 家，初步形成了农牧良种、环保农资、绿色食品和生物工程（制药）四大特色产业。公司位于园区内，紧邻西北农林科技大学，具有良好的农业技术区位优势。

5. 政府支持

近年来，生猪养殖及屠宰加工业受到国家高度重视，而陕西省更是将生猪养殖作为提高地区农民收入的重要举措之一。

公司作为生猪养殖及屠宰加工企业，享受免征企业所得税的税收政策。

2008 年 6 月，公司与杨凌示范区农业综合开发办公室签署《陕西省利用世行贷款农业科技项目——杨凌安全猪肉产业化示范工程建设子项目》，获世行无偿贷款 2465.10 万元，省、市、县财政配套资金 1015.74 万元，世行贷款和地方财政配套资金实行有无偿比例 20%:80%。

公司 2009 年获洛川县人民政府无偿提供的土地使用权及项目补助资金、宝鸡凤县人民政府无偿提供的土地使用权及项目补助资金、永寿县人民政府无偿提供的土地使用权及项目补助资金等共计 11376 万元。

总体看，公司已初步形成饲料生产、种猪繁育、商品猪养殖、猪肉加工、销售的完整产业链，技术、工艺水平高，疾病防疫措施到位，所处外部环境优越，政府支持力度大，公司整体竞争力较强。

五、公司管理

1. 法人治理

按照《公司法》等相关法律法规要求，并

结合公司的实际情况，建立了由股东会、董事会、监事、经营层组成的公司治理架构。

股东会是公司最高权力机构，依法行使决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换董事、由股东代表出任的监事；审议批准董事会报告、公司的年度财务预算方案和决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对公司增加或者减少注册资本作出决议等职权。股东会分为定期会议和临时会议，由董事会依法召集。

公司董事会对股东会负责，在战略规划、财务、人事薪酬和安全生产等方面履行决策和监控职能。公司董事会由 3 人组成，其中董事长 1 人。

公司不设监事会，设监事 1 人；公司设经理 1 人，由董事会聘任或者解聘，对董事会负责，行使公司日常经营管理工作。

燕君芳女士和高展河先生分别持有公司 53.83% 和 32.18% 的股份，分别担任公司董事长和总经理，全权负责公司经营决策及管理工作。高度集中的股权结构使公司具有较高的决策效率，能够灵活应对市场变化，但不利于形成有效的决策监督和权力制衡机制，未来随经营规模的进一步扩大，公司的法人治理结构有待进一步完善。

2. 管理水平

公司本部设有食品事业部、养猪事业部、财务部、行政部、人力资源部、采购部、资产与后勤保障部、项目部、工程部等 9 个部门，对日常生产经营进行对口管理，较好地履行了职责。

资金管理方面，公司与各子公司资金由公司本部设立内部银行统一管理，公司内部资金往来主要通过内部银行传票（委托付款单、转账收款单、现金缴款单、转账通知单）进行记账，各子公司登记内部银行存款明细账，月底公司本部会计与子公司会计核对内部存款余额。

人事管理方面，公司严格遵守《劳动法》、《劳动合同法》等规章制度，建立健全员工招聘、培训、使用、考核、激励、退出等人力资源管理制度和机制，保证人力充足、结构合理。制度方面，公司制定了《人事管理制度》、《员工考勤、休假管理制度》、《薪酬管理办法》、《福利制度》、《差旅费报销规定》等。

质量管理、疾病防疫管理方面，公司制定严格的《产品质量检验制度》，对原辅材料进厂、产品加工生产、产品入库、产品出厂全过程进行质量检验。2010 年 10 月，公司与美国第二大养猪公司 pipestone 公司签订了《养殖生产服务协议》，pipestone 公司为公司种猪繁育养殖提供全程技术服务。

总体来看，公司建立了比较完善的管理制度，有效保证了公司的正常运营和发展，但法人治理结构有待进一步改善。

六、经营分析

1. 经营概况

公司主要从事饲料研发、生产、销售；种猪繁育、商品猪养殖、销售；猪肉及猪肉制品的加工、销售。

2008~2010 年，公司营业收入增长缓慢，年复合增长 0.96%，主要是公司逐步退出猪肉销售的低端市场，开拓高端市场导致猪肉及猪肉制品收入下降所致。2010 年，公司实现营业收入 11793 万元。

从公司收入构成上看，饲料收入占公司营业收入的比例呈波动下降，生猪收入占公司营业收入的比例逐年增长，猪肉、猪肉制品收入占公司营业收入的比例逐年下降。2010 年，三种业务收入占公司营业收入的比重分别为 24.34%、39.57% 和 36.08%。

2011 年 1~3 月，公司实现营业收入 3539 万元，其中饲料、生猪、猪肉及猪肉制品分别占 22.44%、37.33% 和 40.23%。

表 1 公司营业收入构成情况（万元/%）

项目	营业收入（万元）				占比（%）			
	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1~3 月	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1~3 月
饲料	2449	2949	2871	794	21.17	26.17	24.34	22.44
生猪	839	3655	4667	1321	7.25	32.44	39.57	37.33
猪肉、猪肉制品	8282	4664	4255	1424	71.58	41.39	36.08	40.23
合计	11570	11268	11793	3539	100.00	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

从毛利率上看，2008~2010 年，公司综合毛利率逐年增长，分别为 12.22%、14.49% 和 17.79%，主要是猪肉产品毛利率增长所致。从分产品毛利率上看，2008~2010 年，公司饲料的毛利率由于玉米、豆粕等原料价格的上涨而波动下降；生猪的毛利率 2009 年由于饲料等价格上涨而逐年下降；猪肉、猪肉制品的毛利率由于公司逐步退出低端市场，开拓高端市场而大幅增长。2010 年，饲料、生猪和猪肉制品的毛利率分别为 4.90%、10.33% 和 34.67%。2011 年 1~3 月，饲料、生猪和猪肉制品的毛利率分别为 9.85%、26.50% 和 34.67%。

表 2 公司销售毛利率情况

项目	毛利率（%）			
	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年 1~3 月
饲料	12.70%	4.88%	4.90%	9.85%
生猪	21.81%	12.04%	10.33%	26.50%
猪肉、猪肉制品	11.11%	22.46%	34.67%	34.67%
合计	12.22%	14.49%	17.79%	17.70%

资料来源：公司提供

总体看，由于调整猪肉、猪肉制品的市场定位，公司营业收入增长较慢，盈利能力较弱，但盈利能力逐年增长。

饲料业务

公司饲料业务主要以杨凌格润尔饲料科技有限公司为经营主体。2008~2010 年，公司饲料收入呈波动下降变化，2010 年为 2871 万元。

公司生产的“格润尔”系列猪饲料，包括

乳猪颗粒料、瘦肉型猪用浓缩饲料、妊娠母猪浓缩饲料、哺乳母猪浓缩饲料、乳猪浓缩饲料、奶牛肉牛肉羊浓缩饲料、蛋鸡浓缩饲料等全系列产品，涵盖肉猪受孕、生育、生长各个阶段的需求。

从原料方面看，公司猪饲料的主要成分构成成为玉米占 55%、麦麸占 20%、豆粕占 20%、葵花饼占 5%、预混料占 1%、其他添加剂（鱼粉、食盐、乳清粉等）占 4%；按成本占比看，玉米和豆粕占比较大，分别占 55% 和 15%。

公司拥有国家粮食局颁发的粮食收购许可证，原料供应主要采取就近收购玉米、豆粕等，收购价格为市场价格。

从生产方面看，公司饲料生产基地位于杨凌农业示范区，年饲料生产规模 10000 吨。

从生产模式上看，公司先接到生产任务，根据生产任务设计饲料配方，按饲料配方从原料库领取原料，最后在技术部监督下投料进行生产。

2008~2010 年，公司随着规模的扩大，饲料的产量年复合增长 8.45%，2010 年，公司饲料实际产量 9600 万吨，产能利用率为 96.00%。

从销售方面看，公司生产的饲料一部分供内部企业养殖种猪和商品猪使用，一部分外销。2008~2010 年，随着公司业务规模的扩大，种猪和商品猪数量增长，公司生产的饲料内耗占比逐年上升，由 2008 年的 29% 增长至 2010 年的 42%。

公司饲料由公司下设的农村事业部承销，主要客户为加盟养殖户、标准化养猪场，部分

产品通过中间商或饲料经销商销售，其中，加盟养殖户、标准化养猪场占比85%，中间商或饲料经销商占比15%。饲料销售结算主要采用现货结算方式。

生猪业务

公司生猪业务主要是以杨凌美和畜牧发展有限公司、咸阳永香农业科技有限公司和宝鸡金凤农业科技发展有限公司为经营主体。2008~2010年，公司生猪收入快速增长，年均复合增长135.85%，截至2010年底为4667万元。

公司生产“光明猪配套系”种猪，“光明猪配套系”由父系、母系两个专门化品系组成。父系是以杜洛克猪为素材，母系是以斯格母系为素材。

从来源、成本方面看，公司生猪来源主要为公司自有生猪培育基地繁育。公司拥有良种繁育中心（占地10亩）、农民创业示范园（占地30亩）和杨凌李家一胎场（占地330亩）三个种猪繁育基地，三个基地年繁育仔猪50000头，其中，种猪占比25%，商品猪占比75%。公司培育成熟种猪主要成本包括引种成本、药品费、饲料费、购猪运费等，其中，引种成本占比80~85%、饲料费占比10%、药品费占比2%，其他费用占比3~8%。

从生猪生产流程看，公司实行均衡流水作业生产方式，生猪生产全过程分为四个生产环节：待配母猪阶段，在配种舍内将空怀、后备或断奶的母猪与公猪配种，妊娠母猪安置于妊娠母猪舍内定位栏饲养，在临产一周转入分娩舍；母猪产仔阶段，母猪按预产期分娩产仔，在分娩舍内饲养4周（临产1周，哺乳3周）；仔猪在分娩舍原栏饲养7天，按强弱分群、平均两窝并一栏，转入保育舍培育至8周龄，体重达15~20公斤可转群；肥猪饲养阶段，8周龄仔猪由保育舍转入肥猪舍饲养15周，预计饲养至23周龄左右，体重达90~100公斤出栏上市。其中，前三个环节（阶段）基本由公司自己完成，第四环节（阶段）即肥猪饲养阶段采用“公司+养猪合作社+农户”、“公司+创业示范园+农

户”的组织形式，公司将8周龄仔猪销售给农户，由农户完成肥猪饲养阶段后，再由公司统一采购屠宰加工。

随着公司新增种猪繁殖和商品猪生产基地的逐步建成投产，公司也逐步参与肥猪饲养。公司繁育的种猪外销占比由2008年的100%下降到2010年的87.8%，内部留育占比则由2008年的0%上升到2010年的12.2%。

从销售方面看。公司种猪、商品猪的销售与饲料的销售模式相同，由公司下设的农村事业部承销，主要客户为加盟养殖户、标准化养猪场，部分产品通过中间商销售，其中，加盟养殖户、标准化养猪场占比85%，中间商占比15%。种猪、商品猪销售结算主要采用现货结算方式。

猪肉、猪肉制品业务

公司猪肉、猪肉制品业务主要是以公司食品事业部为经营主体。2008~2010年，公司猪肉、猪肉制品业务收入呈下降趋势，年均下降29.33%，主要是公司战略思路调整，关闭低端市场的店面，开发高档、优质产品，开拓高端市场所致，截至2010年底为4255万元。2011年1~3月，随着高端市场的逐步打开，公司实现猪肉、猪肉制品收入1424万元。

公司的猪肉产品由冷鲜肉和冷冻肉两个系列，超过160个品种。公司的冷鲜肉产品主要包括白条、分割肉、调理及礼盒等系列，冷冻肉产品主要有冷冻分割肉和冷冻副产品两类。

从商品猪来源看，公司猪肉、猪肉制品生产的生猪来源主要为从加盟养殖户回购的商品猪和公司自有商品猪育肥场养殖的商品猪。近年，随着公司规模的扩大，猪场投入的增长，公司自有育肥养殖的商品猪呈逐年增长趋势。

从生产、加工方面看，公司拥有西北最大的现代化猪肉屠宰加工生产线，年屠宰量可达50万头，年肉食品生产能力达35000吨。2008~2010年，公司肉食品实际产量分别为5176吨、3109吨和2503吨，产能利用率分别为14.79%、8.88%和7.15%。公司产能利用率低，并呈下降

趋势，主要是受生猪供应限制及公司战略调整影响。

从销售方面看，公司猪肉、猪肉制品销售渠道包括大型超市、连锁专卖店（自营店、加盟店、专柜）、团购（机关、部队、学校）、农贸市场，其中，专卖店销售收入占大比。

表3 公司猪肉、猪肉制品销售渠道占比

年份	分渠道销售			
	农贸市场	大型超市	专卖店	团购
2008年	3%	15%	78%	4%
2009年	2%	5%	76%	17%
2010年	1%	0%	66%	33%

资料来源：公司提供

公司目前已建成的本香肉食专卖店52个，分布在西安、咸阳、渭南、宝鸡、榆林、延安等地市。连锁专卖店以加盟店为主，总计50个，占比96%，自营店2个，占比4%。

公司还向定点大客户（团购）供应商品，这些大客户包括部队、政府部门、学校等，该部分销售占比呈逐年增长趋势。

公司猪肉副产品则以外包方式销售，销售对象主要为专业猪肉副产品经营户，结算方式为按月以屠宰数量结算。

从销售价格方面看，一般情况下，大型超市销售产品以冷鲜白条肉为主，价格定位为中低价位（较同类产品高1~2元/公斤），以保本为最低限，确保一定销量，获得相应现金流，分摊总体产品成本；专卖店以销售冷鲜分割肉为主，价格定位为中等偏上（较同类产品高2~4元/公斤）；团购按照客户需求供应冷鲜分割肉

或冷鲜白条肉，价格与专卖店渠道基本一致；VIP 客户以冷鲜精分割肉大礼盒、冷鲜调理肉大礼盒等为主销产品，价格定位为高价位（较同类产品高25~35元）。

总体看，随着公司规模的扩大，公司生产的饲料、生猪产品供公司下游业务（生猪生产、猪肉及猪肉制品生产）的比重逐年增长，公司逐步实现将饲料、生猪生产转化为猪肉、猪肉产品生产的上游生产成本，逐步实现“饲料生产——种猪繁育——商品猪养殖——猪肉深加工——肉食品连锁专卖”垂直一体化的产业经营模式。

2. 经营效率

近三年公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数呈下降趋势，2010年，以上三个指标分别为13.35次、4.18次和0.30次。总体看，公司整体经营效率较高。

3. 未来发展

目前，公司已初步形成“饲料生产——种猪繁育——商品猪养殖——猪肉深加工——肉食品连锁专卖”垂直一体化的产业化经营模式。

未来，公司将继续深化全产业链运营，以有效控制企业经营成本，获取全行业利润。公司计划将现有下属子公司整合，仅以无公害、绿色、有机猪肉产品为终端销售产品，种猪、饲料将成为猪肉产品生产的上游生产成本。同时，在肉食品市场定位方面，公司将逐步退出低端市场，开发高档、优质产品，开拓高端市场。

表4 公司在建工程情况 单位：万元

项目名称	总投资	资金来源		各年投资计划			项目备案和核准情况
		自有	贷款	2009年	2010年	2011年	
杨凌种猪育种中心及仔猪繁育基地建设	14847.47	5047.47	9800	6800	7047.47	1000.00	杨管发改发[2009]44号
永寿县五万头生猪生态养殖基地	5502.50	5502.50	0	2100	2902.5	500.00	永政计备发[2009]4号

项目名称	总投资	资金来源		各年投资计划			项目备案和核准情况
		自有	贷款	2009 年	2010 年	2011 年	
凤县五万头生态仔猪繁育场建设项目	4917.25	1617.25	3300	2617.25	2300	0	凤计发[2008]190 号
洛川县优良仔猪繁育及商品猪育肥基地建设	5502.50	5502.50	0	0	3502.50	2000.00	洛经备[2010]22 号
合计	30769.72	17669.72	13100	11517.25	15752.47	3500.00	

资料来源：公司提供

杨凌种猪育种中心及仔猪繁育基地建设项目是公司为进一步扩大生猪养殖规模，实现公司生猪产业化而建设包括良种繁育场、标准化育肥场，建筑面积 87100 m² 的生猪养殖基地。项目总投资 14847.47 万元，主体工程包括妊娠舍、产仔舍、保育舍、育肥舍、配种舍、公猪站及后备母猪舍，其中：建筑工程投资 5264.80 万元，设备购置费用 2293.10 万元，安装工程费用 175.07 万元，其他费用（包括引种费、建设单位管理费等）3455.00 万元，建设期利息 237.60 万元，铺底流动资金 3421.89 万元。项目建设期两年，全部投资的经济内部收益率 19.33%。目前存栏 4500 头基础母猪的繁育场已投入运营，保育、育肥舍及部分配套工程土建正在施工，部分设备已采购到场，项目已投入

资金约 13800 万元。

为全面推进公司生猪产业化进程和保障安全猪肉产品的原料供应，公司自 2009 年开始在陕西省咸阳市永寿县、宝鸡市凤县、延安市洛川县建设商品猪繁育和生态优良仔猪养殖基地，并在当地成立全资子公司负责各基地的全面运行。预计在各基地全部建设完成，投入运行后，公司将在 2013 年底实现年出栏商品猪 50 万头的生产目标。

截至 2010 年底，公司在建项目已完成投资 27269.72 万元，2011 年需投资 3500 万元。结合公司未来三年投资计划，2011 年，公司需资金 8500 万元（其中 2000 万元养殖基地流动资金），公司未来融资压力较大。

表 5 公司未来三年投资计划 单位：万元

项目名称	总投资	资金来源		各年投资计划		
		自有	贷款	2011 年	2012 年	2013 年
年产 20 万吨安全饲料生产线建设项目	2000.00	2000.00	0	1000.00	1000.00	0
养殖基地流动资金	8500.00	8500.00	0	2500.00	3000.00	3000.00
肉食品连锁销售网络建设	500.00	500.00	0	500.00	0	0
生猪养殖繁育基地建设及引种	3000.00	3000.00	0	1000.00	1000.00	1000.00
合计	14000.00	14000.00	0	5000.00	5000.00	4000.00

资料来源：公司提供

总体看，公司致力于深化全产业链经营，提高经营效益和竞争实力，未来发展良好，但肉食品市场战略思路调整将给公司经营带来一定的不确定性，同时，未来几年，公司存在一定的融资需求。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2008年财务报表已经陕西信达会计师事务所有限责任公司审计，2009年、2010年财务报告已经北京兴华会计师事务所有限责任公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。2009年公司开始执行财政部2006年2月15日颁布的《企业会计准则》（新会计准则），2008年为追溯调整数。公司提供的2011年1~3月报表未经审计，以下分析以2008~2010年审计报告为主，2011年1~3月报表作为参考。

从合并范围看，2009年，纳入公司合并范围的公司增加了四家，分别为宝鸡金凤农业科技发展有限公司、杨凌美和畜牧发展有限公司、咸阳永香农业科技有限公司和延安本源农业科技发展有限公司；2010年，纳入公司合并范围的子公司未发生变化。

截至2010年底，公司（合并）资产总额为41815.13万元，所有者权益合计为20187.07万元；2010年公司实现营业收入11793.43万元，利润总额1038.01万元。

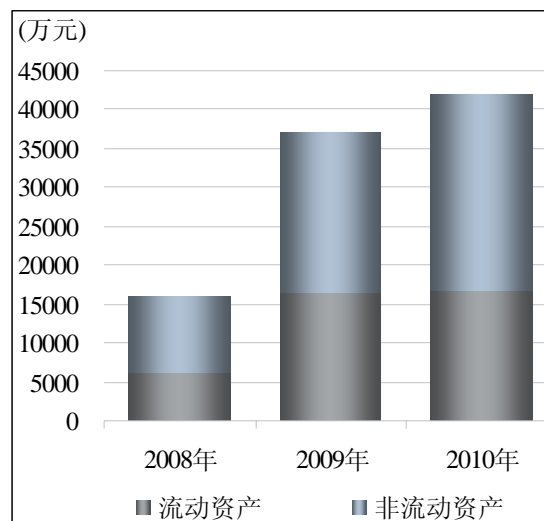
截至2011年3月底，公司（合并）资产总额为40530.49万元，所有者权益合计为20341.61万元；2011年1~3月，公司实现营业收入3538.99万元，利润总额154.54万元。

2. 资产质量

2008~2010年，公司资产总额年均复合增长61.59%，主要是纳入合并范围的子公司2009年较2008年增加两家所致。截至2010年底，公司资产总额为41815.13万元，较2009年底增长13.08%，主要是公司增加猪场投资建设所致；其中，流动资产和非流动资产分别占

39.81%和60.19%，公司资产以非流动资产为主。

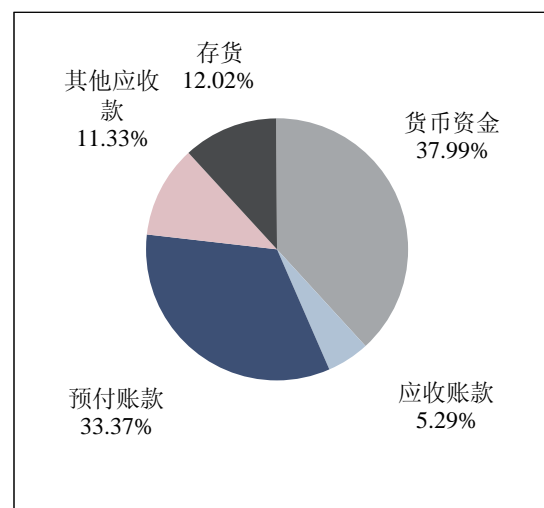
图3 2008~2010年公司资产构成情况



资料来源：公司提供

2008~2010年，公司流动资产年均复合增长65.59%，流动资产快速增长，2010年底为16647.70万元，较2009年底增长0.41%。2008~2010年，公司流动资产结构有一定变化，但主要集中于货币资金、应收账款、预付账款、其他应收款、存货等。

图4 2010年底公司流动资产构成



资料来源：公司提供

截至2010年底，公司货币资金6324.15万元，较上年下降20.47%，主要为银行存款，占比99.96%。公司货币资金占流动资产的比例为

37.99%，公司货币资金充足。

截至 2010 年底，公司应收账款余额为 880.35 万元，占流动资产的比例为 5.29%。从账龄上看，1 年以内占 97.20%，1~2 年占 2.8%；从欠款集中度看，前五大欠款客户占应收账款账面余额的 21.34%。整体看，公司应收账款数额小，应收账款欠款客户分散。

2008~2010 年，公司预付账款年均复合增长 92.00%，主要是 2010 年增加猪场投资建设，预付工程款增加所致。截至 2010 年底，公司预付账款 5555.88 万元，占流动资产的比例为 33.37%，主要为预付杨凌金泰置业有限公司、中航长城建设工程公司、杨凌金泰建设工程公司、中航长城工程建设有限公司陕西分公司永寿项目部、延安市政建设工程公司等工程款，其中，账龄在 1 年以内的占比 82.90%，账龄在 1~2 年的占比 17.10%。

表 6 2010 年底公司前五名预付账款客户情况

欠款单位	金额 (万元)	账龄	占比
杨凌金泰置业有限公司	950.00	1~2 年	17.10%
中航长城建设工程公司	541.21	1 年以内	9.74%
杨凌金泰建设工程公司	538.59	1 年以内	9.69%
中航长城工程建设有限公司陕西分公司永寿项目部	454.12	1 年以内	8.17%
延安市政建设工程公司	396.41	1 年以内	7.13%

资料来源：公司提供

截至 2010 年底，公司其他应收款 1886.18 万元，较 2009 年底下降 43.02%，主要为 2009 年底公司其他应收款中有 2300 万财政补贴，2010 年到账所致。从账龄上看，2010 年底，公司其他应收款全部为 1 年以内；从欠款集中度上看，前五大债务人占其他应收款总额的 70.60%。整体看，公司其他应收款账龄短，客户集中度较高。

2008~2010 年，公司存货呈倒 V 型波动变化，年均增长 1.96%，2010 年底为 2001.14 万元，主要包括原材料（占比 47.40%）、库存商品（占比 23.20%）、消耗性生物资产（占比

27.45%）。

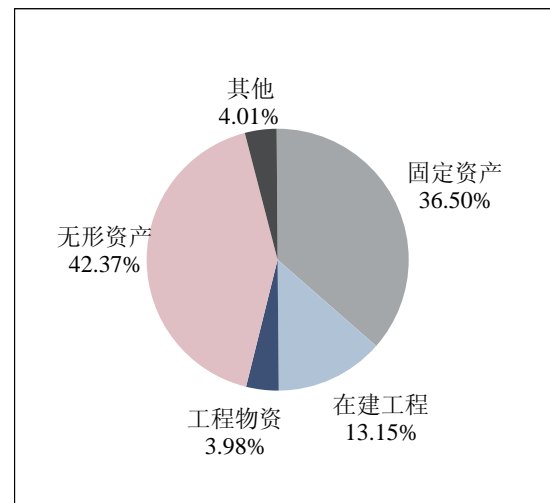
表 7 2010 年底公司前五名其他应收款客户情况

欠款单位	金额 (万元)	账龄	占比
李家一胎场	385.26	1 年以内	20.43%
毕公猪场	305.00	1 年以内	16.17%
实训基地	280.00	1 年以内	14.84%
示范园种猪场	185.67	1 年以内	9.84%
永香公司	175.68	1 年以内	9.31%

资料来源：公司提供

2008~2010 年，公司非流动资产分别为 9986.71 万元、20397.89 万元和 25167.43 万元，年均增长 58.75%，非流动资产快速增长，主要是 2009 年洛川县、宝鸡县、永寿县人民政府无偿提供土地使用权，使公司无形资产大幅增长所致。截至 2010 年底，公司非流动资产中固定资产占比 36.50%、在建工程占比 13.15%、工程物资占比 3.98%、无形资产占比 42.37%、其他占比 4.01%。

图 5 2010 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司提供

截至 2010 年底，公司固定资产原值为 10544.51 万元，其中房屋建筑物、机器设备和其他分别占 69.23%、24.85%和 5.92%，公司累计计提折旧 1359.56 万元，公司固定资产账面价值为 9184.95 万元，较 2009 年增长 15.25%，

主要是公司增加房屋建筑物建设所致。

截至 2010 年底，公司在建工程为 3308.29 万元，其中主要是凤县仔猪繁育基地、永寿仔猪繁育基地、杨凌毕公猪场、洛川旧县仔猪繁育场、洛川黄庄商品猪基地的建设等。

2008~2010 年底，公司无形资产快速增长，年均增长 142.91%，主要是 2009 年洛川县、宝鸡县、永寿县人民政府无偿提供土地使用权所致。截至 2010 年底，公司无形资产为 10663.48 万元。

截至 2011 年 3 月底，公司资产总额为 40530.49 万元，其中，流动资产和非流动资产分别占 36.23%和 63.77%，公司资产以非流动资产为主。

总体看，受益于公司合并范围扩大，公司资产规模快速增长，公司资产以非流动资产为主，流动资产中货币资金和预付账款占比较高，非流动资产以固定资产和无形资产为主，综合分析，公司资产质量一般。

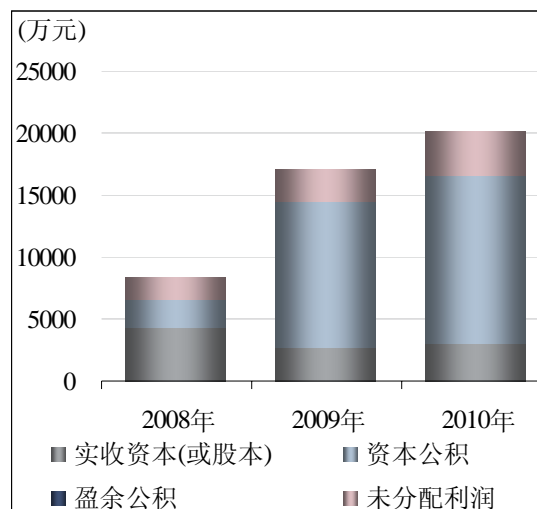
3. 负债及所有者权益

2008~2010 年底，公司所有者权益快速增长，年均增长 55.29%，主要是 2009 年洛川县、宝鸡县、永寿县人民政府无偿提供土地使用权和项目补助资金转入资本公积所致。截至 2010 年底，公司所有者权益为 20187.07 万元，其中，实收资本占比 15.55%、资本公积占比 66.60%、未分配利润占比 17.85%。

截至 2011 年 3 月底，公司所有者权益为 20341.61 万元，其中，实收资本占比 15.43%、资本公积占比 66.10%、未分配利润占比 18.47%。公司所有者权益结构稳定性较好。

负债方面，随着公司合并范围和业务规模的扩大，公司负债总额呈快速增长趋势，2008~2010 年，年均复合增长 67.73%。截至 2010 年，公司负债总额 21628.06 万元，其中流动负债占比 14.80%，非流动负责占比 85.20%，公司负债以非流动负债为主。

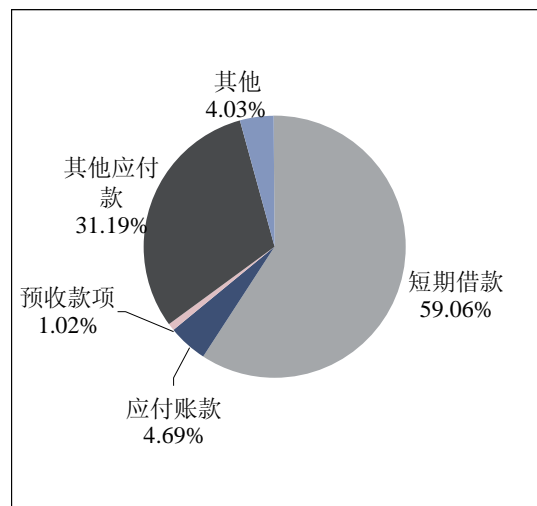
图 6 2008~2010 年公司所有者权益构成



资料来源：公司提供

2008~2010 年，公司流动负债呈 V 型波动变化，年复合增长-5.58%，截至 2010 年底，公司流动负债 3200.03 万元，主要为短期借款（占比 59.06%）、应付账款（占比 4.69%）、其他应付款（占比 31.19%）。

图 7 2010 年底公司流动负债构成



资料来源：公司提供

截至 2010 年底，公司短期借款 1890.00 万元，较 2009 年增长 45.38%，为杨凌农发行贷款。截至 2010 年底，公司其他应付款为 998.14 万元。

2008~2010 年，公司非流动负债大幅增长，年复合增长率为 112.07%，主要是长期借款和

专项应付款大幅增加所致。截至 2010 年底，公司非流动负债为 18428.03 万元，其中长期借款占比 67.79%、专项应付款占比 32.21%。

2008~2010 年，公司长期借款分别为 4097.50 万元，13200.00 万元和 12492.03 万元，年均增长 74.61%。截至 2010 年底，公司长期借款主要为武功农发行 3200.00 万元、杨凌信用联社 8800.00 万元和招行西安枫林绿洲支行 492.03 万元贷款。

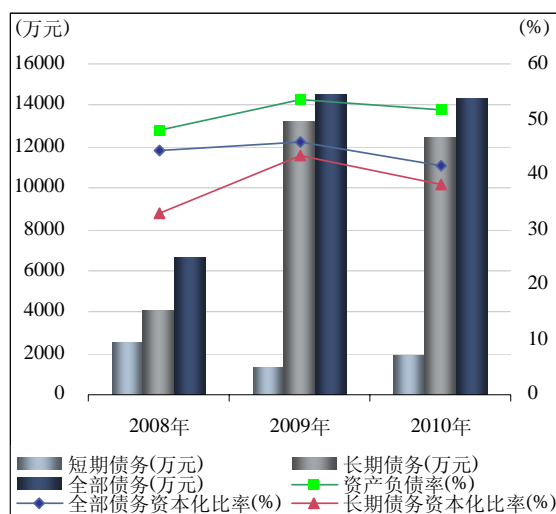
截至 2010 年底，公司专项应付款 5936.00 万元，主要为财政委托拨款（中行）、省财政厅 1037 基建资金、省财政厅流动资金贷款贴息等。

截至 2011 年 3 月底，公司负债总额 20188.88 万元，其中流动负债占比 8.76%，非流动负责占比 91.24%，公司负债以非流动负债为主。

2008~2010 年，公司有息债务快速增长，年复合增长率为 47.31%，截至 2010 年底为 14382.03 万元，其中短期债务占 13.14%，长期债务占 86.86%，公司有息债务以长期债务为主。

2008~2010 年，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呈倒 V 波动变化，截至 2010 年底分别为 51.72%、41.60% 和 38.23%。公司债务负担较合理，偿债压力不大。

图 8 2008~2010 年底公司债务构成情况



资料来源：公司年报

总体看，公司负债规模快速上升，但债务负担较合理，所有者权益结构稳定性较好。

4. 盈利能力

2008~2010 年，公司营业收入保持相对稳定，三年分别为 11570.46 万元、11268.50 万元和 11793.43 万元，年均复合增长 0.96%。2008~2010 年，公司营业成本年均复合增长 -2.30%，截至 2010 年底，公司营业成本 9694.87 万元。2008~2010 年，公司营业利润率分别为 12.22%、14.49% 和 17.79%，营业利润率不断增长，主要原因是：公司逐步退出猪肉、猪肉制品的低端市场，开拓高端市场，使猪肉、猪肉制品的毛利率大幅增长。2011 年 1~3 月，公司实现营业利润率 17.70%。

从期间费用看，2008~2010 年，公司期间费用（营业费用、管理费用和财务费用）占营业收入的比例分别为 6.77%、10.60% 和 9.29%，呈上升趋势，2009 年，期间费用占比较高主要是管理费用和财务费用大幅增加所致。公司期间费用占营业收入的比例一般。

2008~2010 年，公司实现净利润分别为 710.29 万元、865.32 万元和 1038.01 万元，年均复合增长 20.89%。

总体看，公司收入增长较慢，盈利能力较弱，但盈利能力逐年增长。

5. 现金流量

2008~2010 年，公司销售商品提供劳务收到的现金有所下降，年均复合增长 -3.54%，截至 2010 年底为 11147.77 万元；公司现金收入比三年平均值为 99.26%，2010 年为 94.53%，公司收入的现金实现质量一般。

2008~2010 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 673.62 万元、1384.74 万元和 1787.18 万元，年均复合增长 62.88%，主要是公司逐步形成饲料生产、种猪繁育、商品猪养殖、猪肉加工、销售的完整产业链，使得购买商品、接受劳务支付的现金下降所致。

从投资活动看，公司投资活动现金流入量主要是各县人民政府提供的项目补助资金，投资活动现金流出主要为购建固定资产。截至2010年底，公司投资活动现金净流量为-1171.65万元。

2008~2010年，公司筹资活动前产生现金流量净额分别为-3300.55万元、-1272.00万元和615.53万元，逐年由净流出转为净流入，表明公司的经营活动产生的现金流能够逐步满足公司投资活动的需要。

从筹资活动看，公司筹资活动现金流入主要是银行借款，筹资活动现金流出主要表现为偿还借款及利息支付。截至2010年底，公司筹资活动产生的现金流量净额为-2242.84万元。

总体看，近几年，公司经营活动获取净现金的能力逐年增强，对外部筹资依赖逐渐下降。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2008~2010年，公司流动比率和速动比率呈倒V波动变化，2009年，随着公司流动资产大幅增长，流动负债大幅下降影响下，公司流动比率和速动比率均大幅增长，截至2010年底，两项指标分别为520.24%和457.70%；2010年公司经营现金流动负债比为55.85%。

2008~2010年，公司EBITDA年均复合增长-2.69%，2010年公司实现EBITDA 1280.61万元。从长期偿债指标看，由于利息支出同比下降，2010年EBITDA利息倍数较2008年、2009年上升，2010年该值为5.28倍；2008~2010年，公司全部债务/EBITDA倍数分别为4.90倍、10.80倍和11.23倍，公司EBITDA对全部债务的保障程度有所下降。总体看，公司长期偿债能力较弱。结合公司债务结构（2010年底，短期债务占13.14%、长期债务占86.86%），公司综合偿债能力较弱。

截至2011年3月底，公司无对外担保。

截至2011年3月底，各银行对公司的授信额度总量为23300万元，尚未使用额度9816.65万

元。总体看，公司具备间接融资渠道。

八、本期集合票据偿债能力分析

本期票据发行额5000万元，为2011年3月底公司短期债务余额的5.00倍、全部债务余额的37.08%，本期票据的发行对公司债务结构影响大。

以2011年3月底财务数据为基础，不考虑其他因素变化，本期票据发行后，公司资产负债率和全部债务资本化比率将分别上升至55.32%和47.61%，公司债务负担加重。

2008~2010年公司EBITDA平均值为1313.59万元，2010年为1280.61万元，分别是本期票据发行额度的0.27倍和0.26倍，对本期票据的保障能力较弱。

九、综合评价

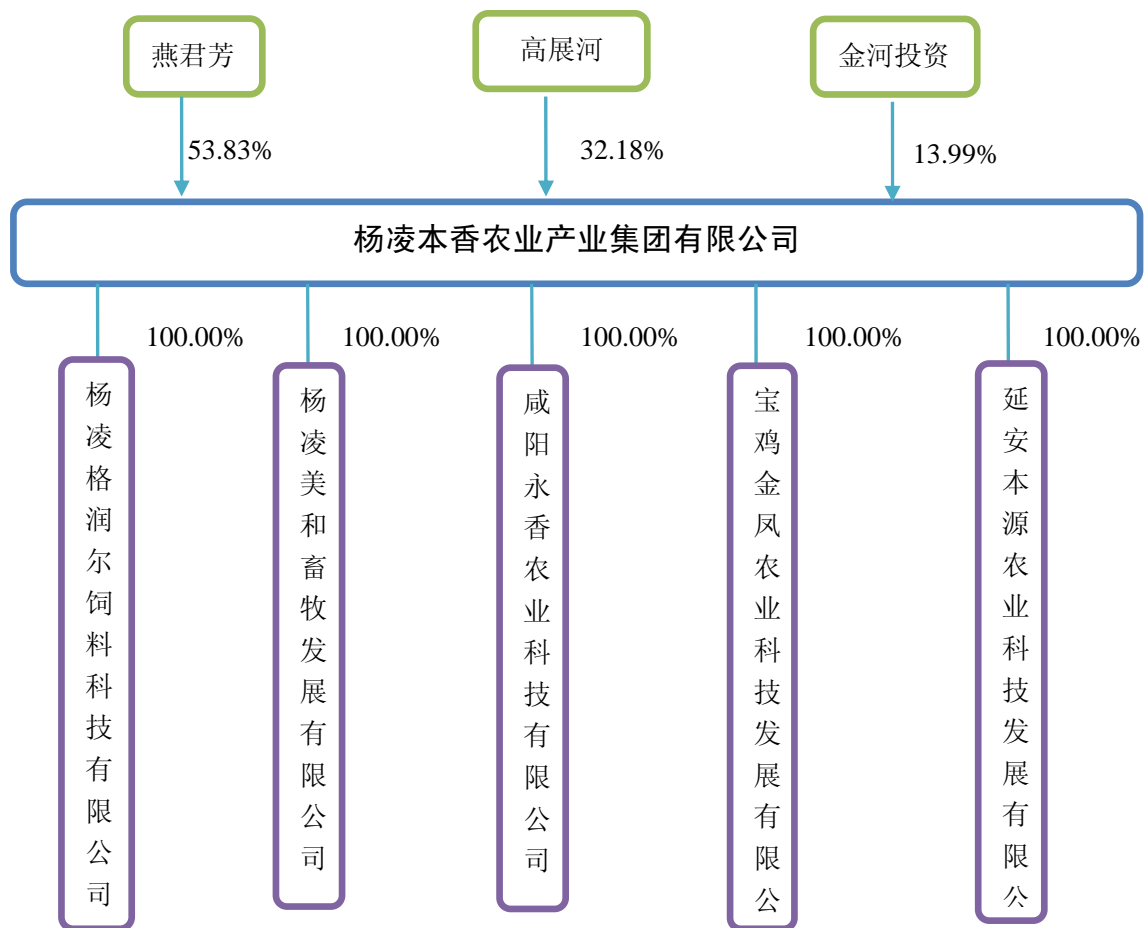
随着人口的增长，加之生活水平的提升，国家政策支持，近年中国畜牧行业的发展稳定，整体保持增长趋势。

公司是一家主要从事饲料生产、销售；种猪繁育、商品猪养殖、销售；猪肉及猪肉制品加工、销售的企业。公司已初步形成饲料生产、种猪繁育、商品猪养殖、猪肉加工、销售的完整产业链，疾病防疫措施到位，政府支持力度大，综合竞争力较强。

受益于公司合并范围扩大，公司资产规模快速增长，主营业务利润率呈上升态势；公司资产流动性一般，债务负担适宜，长期偿债能力较弱，EBITDA对本期集合票据保障能力较弱。

总体看，公司主体偿债能力一般。

附件 1 股权结构情况图



附件 2-1 公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	11 年 3 月
流动资产：					
货币资金	1635.42	7951.46	6324.15	96.65	2785.87
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00		0.00
应收票据	0.00	0.00	0.00		0.00
应收账款	678.07	886.13	880.35	13.94	521.17
预付账款	1507.20	1785.71	5555.88	92.00	5587.04
应收利息	0.00	0.00	0.00		0.00
应收股利	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应收款	325.82	3309.99	1886.18	140.60	3266.32
存货	1925.12	2641.94	2001.14	1.96	2510.63
一年内到期的非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动资产	0.00	3.71	0.00		13.57
流动资产合计	6071.63	16578.94	16647.70	65.59	14684.59
非流动资产：					
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00		0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应收款	0.00	0.00	0.00		0.00
长期股权投资	961.50	28.50	28.50	-82.78	2.00
投资性房地产	0.00	0.00	0.00		0.00
固定资产净额	7198.33	7969.33	9184.95	12.96	9003.37
在建工程	19.27	1459.60	3308.29	1210.13	3946.15
工程物资	0.46	226.53	1000.42	4586.73	1561.31
固定资产清理	0.00	0.38	0.00		0.00
生产性生物资产	0.00	71.91	981.79		680.25
无形资产	1807.16	10641.64	10663.48	142.91	10652.81
开发支出	0.00	0.00	0.00		0.00
商誉	0.00	0.00	0.00		0.00
长期待摊费用	0.00	0.00	0.00		0.00
递延所得税资产	0.00	0.00	0.00		0.00
其他非流动资产	0.00	0.00	0.00		0.00
非流动资产合计	9986.71	20397.89	25167.43	58.75	25845.90
资产总计	16058.34	36976.83	41815.13	61.37	40530.49

附件 2-2 公司合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	11 年 3 月
流动负债：					
短期借款	2530.00	1300.00	1890.00	-13.57	1000.00
交易性金融负债	0.00	0.00	0.00		0.00
应付票据	0.00	0.00	0.00		0.00
应付账款	85.09	116.95	150.21	32.87	331.80
预收款项	57.34	11.13	32.57	-24.64	132.76
应付职工薪酬	60.47	20.80	37.54	-21.21	37.55
应交税费	-196.75	-26.63	-15.69	-71.76	-10.71
应付利息	51.43	0.00	34.17	-18.48	27.81
应付股利	0.00	0.00	0.00		0.00
其他应付款	1002.17	83.23	998.14	-0.20	159.11
预提费用	0.00	0.00	0.00		0.00
一年内到期的非流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
其他流动负债	0.00	118.35	73.09		91.21
流动负债合计	3589.74	1623.82	3200.03	-5.58	1769.52
非流动负债：					
长期借款	4097.50	13200.00	12492.03	74.61	12483.35
应付债券	0.00	0.00	0.00		0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00		0.00
专项应付款	0.00	5003.94	5936.00		5936.00
递延收益	0.00	0.00	0.00		0.00
预计负债	0.00	0.00	0.00		0.00
递延所得税负债	0.00	0.00	0.00		0.00
其他非流动负债	0.00	0.00	0.00		0.00
非流动负债合计	4097.50	18203.94	18428.03	112.07	18419.35
负债合计	7687.24	19827.76	21628.06	67.73	20188.88
所有者权益					
实收资本	4300.00	2700.00	3139.17	-14.56	3139.17
资本公积	2372.03	11884.67	13445.50	138.08	13445.50
盈余公积	0.00	0.00	0.00		0.00
未分配利润	1699.07	2564.39	3602.40	45.61	3756.94
外币报表折算差额	0.00	0.00	0.00		0.00
归属于母公司所有者权益合计	8371.10	17149.07	20187.07	55.29	20341.61
少数股东权益	0.00	0.00	0.00		0.00
所有者权益合计	8371.10	17149.07	20187.07	55.29	20341.61
负债和所有者权益总计	16058.34	36976.83	41815.13	61.37	40530.49

附件 3 公司合并利润表

(单位：人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	11 年 3 月
一、营业收入	11570.46	11268.50	11793.43	0.96	3538.99
减：营业成本	10156.62	9635.57	9694.87	-2.30	2912.52
营业税金及附加	0.00	0.09	0.00		0.00
销售费用	391.95	383.94	406.39	1.82	158.35
管理费用	288.60	525.55	446.17	24.34	153.86
财务费用	103.19	284.46	242.61	53.33	90.22
资产减值损失	0.00	27.58	0.00		0.00
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00		0.00
投资收益	0.00	0.00	0.00		0.00
二、营业利润	630.10	411.31	1003.40	26.19	224.04
加：营业外收入	141.73	691.23	268.51	37.64	142.31
减：营业外支出	61.54	237.22	233.90	94.95	211.81
三、利润总额	710.29	865.32	1038.01	20.89	154.54
减：所得税费用	0.00	0.00	0.00		
四、净利润	710.29	865.32	1038.01	20.89	154.54

附件 4-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2008 年	2009 年	2010 年	变动率(%)	11 年 3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	11980.58	11751.66	11147.77	-3.54	3884.32
收到的税费返还	0.00	0.00	0.00		0.00
收到其他与经营活动有关的现金	0.00	457.29	851.65		134.65
经营活动现金流入小计	11980.58	12208.95	11999.42	0.08	4018.97
购买商品、接受劳务支付的现金	10887.06	10224.87	9567.33	-6.26	3354.27
支付给职工以及为职工支付的现金	368.22	548.14	589.24	26.50	146.76
支付的各项税费	51.68	51.21	55.68	3.80	11.20
支付其他与经营活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
经营活动现金流出小计	11306.97	10824.21	10212.25	-4.96	3512.23
经营活动产生的现金流量净额	673.62	1384.74	1787.18	62.88	506.74
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.00	933.00	0.00		26.50
取得投资收益收到的现金	0.00	0.00	0.00		0.00
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	0.00	0.00		
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	7912.64	5328.18		
投资活动现金流入小计	0.00	8845.64	5328.18		26.50
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3022.17	11502.38	6499.83	46.65	2925.84
投资支付的现金	952.00	0.00	0.00	-100.00	
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		
投资活动现金流出小计	3974.17	11502.38	6499.83	27.89	2925.84
投资活动产生的现金流量净额	-3974.17	-2656.73	-1171.65	-45.70	-2899.34
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	1945.00	0.00	0.00	-100.00	0.00
取得借款收到的现金	3400.00	9102.50	0.00	-100.00	1000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	911.21	0.00	0.00	-100.00	
筹资活动现金流入小计	6256.21	9102.50	0.00	-100.00	1000.00
偿还债务支付的现金	2010.00	1230.00	1300.00	-19.58	1890.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	317.01	281.46	942.84	72.46	255.68
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00		
筹资活动现金流出小计	2327.01	1511.46	2242.84	-1.83	2145.68
筹资活动产生的现金流量净额	3929.21	7591.04	-2242.84		-1145.68
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					0.00
五、现金及现金等价物净增加额	628.66	6316.04	-1627.31		-3538.28

附件 4-2 2008 年、2009 年公司合并现金流量表补充资料

(单位：人民币万元)

补充资料	2008 年	2009 年
1.将净利润调节为经营活动现金流量：		
净利润	710.29	865.32
加：资产减值准备	0.00	0.00
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	324.97	158.58
无形资产摊销	0.00	38.13
长期待摊费用摊销	0.00	-3.71
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	0.00	237.22
固定资产报废损失	0.00	0.00
公允价值变动损失	0.00	0.00
财务费用	317.01	284.46
投资损失	0.00	0.00
递延所得税资产减少	0.00	0.00
递延所得税负债增加	0.00	0.00
预提费用增加	51.43	0.00
存货的减少	-477.72	-716.82
经营性应收项目的减少	-97.07	-208.06
经营性应付项目的增加	-154.00	31.85
其他	-1.30	697.77
经营活动产生的现金流量净额	673.62	1384.74
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动：		
债务转为资本		
一年内到期的可转换公司债券		
融资租入固定资产		
3.现金及现金等价物净变动情况：		
现金的期末余额	1635.42	7951.46
减：现金的期初余额	1006.76	1635.42
加：现金等价物的期末余额	0.00	0.00
减：现金等价物的期初余额	0.00	0.00
现金及现金等价物净增加额	628.66	6316.04

附件 5 主要计算指标

项 目	2008 年	2009 年	2010 年	平均值
经营效率				
销售债权周转次数(次)	34.13	14.41	13.35	17.82
存货周转次数(次)	10.55	4.22	4.18	5.46
总资产周转次数(次)	1.44	0.42	0.30	0.57
现金收入比(%)	103.54	104.29	94.53	99.26
盈利能力				
营业利润率(%)	12.22	14.49	17.79	15.69
总资本收益率(%)	6.85	3.63	3.70	4.31
净资产收益率(%)	8.48	5.05	5.14	5.78
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	32.86	43.49	38.23	38.73
全部债务资本化比率(%)	44.19	45.81	41.60	43.38
资产负债率(%)	47.87	53.62	51.72	51.52
偿债能力				
流动比率(%)	169.14	1020.98	520.24	600.24
速动比率(%)	115.51	858.28	457.70	509.44
经营现金流动负债比(%)	18.77	85.28	55.85	57.26
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.27	4.72	5.28	4.91
全部债务/EBITDA(倍)	4.90	10.80	11.23	9.84
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.50	-0.09	0.04	-0.10
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-10.41	-4.47	2.54	-2.16
本期债项偿债能力				
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.17	0.17	0.16	0.16
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	1.50	1.53	1.50	1.51
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.08	0.17	0.22	0.18
筹资活动前现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.14	-0.16	0.08	-0.09

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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×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%
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/利息支出
本期债券偿债能力	
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/本期债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期债券到期偿还额
筹资活动前现金流量净额偿债倍数	筹资活动前现金流量净额/本期债券到期偿还额
现金偿债倍数	现金类资产/本期债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务