

食品行业

(弱) 稳定

## 食品行业 2018 年度信用展望

工商企业评级部 朱侃 翁斯喆

2017 年以来, 食品行业在国内居民人均可支配收入和消费支出快速增长的背景下, 行业营业收入实现持续增长, 盈利水平保持稳定, 行业运行平稳。细分行业中, 种植业受人口增长、税收减免、种植补贴等政策支持, 粮食需求稳步增长, 供需较为平衡, 信用质量较为稳定; 畜禽养殖业受供求关系变化、环保政策、疫情等因素影响, 存在较强的周期性波动, 2017 年生猪养殖行业进入下行周期, 肉鸡养殖行业整体较为低迷。细分行业信用质量有所分化。

从上市和发债较为集中的农牧行业样本数据分析看, 2017 年以来样本企业营业收入持续增长, 但受细分行业周期性波动影响, 产品毛利减少, 利润规模略有下滑。样本企业主营业务收现情况良好, 经营性现金呈净流入状态, 但并不能够对投资性现金支出形成有效覆盖, 投资缺口通过融资进行补充, 导致样本企业负债规模增长, 债务结构仍以短期债务为主, 流动性压力偏大。

从债券发行情况看, 食品行业内已发债企业主要为各细分行业龙头企业, 且以民营企业居多, 发行人整体信用质量主要集中在 AA 级。2017 年 1~11 月, 行业内发行一般短期融资券支数较少, 一般中期票据和公司债等中长期债券发行支数较多。发行利差方面呈现出发债主体信用等级与发行利差同向变化的情况, 比较符合市场规律。级别调整方面, 2017 年 1~11 月, 评级机构分别对 6 家和 2 家发债主体进行评级上调和展望上调, 对 2 家和 1 家发债主体进行评级下调和展望下调。整体看, 行业内主体信用质量有所分化。

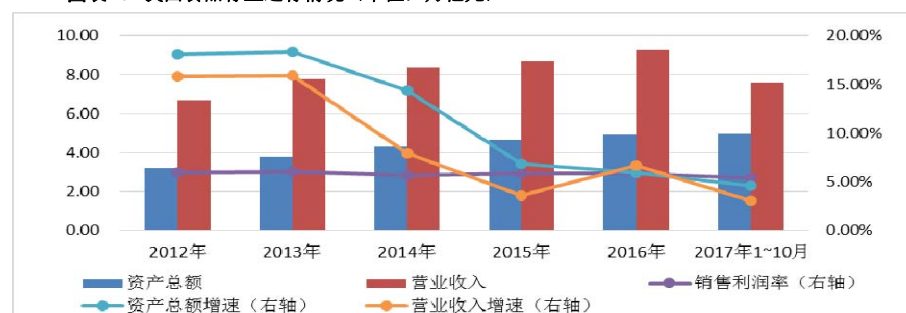
展望 2018 年, 随着农业供给侧结构性改革的深化, 食品行业整合力度将逐步加大, 农业产业化龙头企业面临的发展环境和政策环境向好, 行业集中度有望持续提升。细分行业看, 生猪养殖行业由于环保趋严及集中度持续提升, 且目前存栏量趋于低位, 猪价降幅有限, 行业景气度能够维持稳定; 肉鸡养殖行业去产能显著, 行业景气度有望上升, 但疫病风险仍需重点关注; 乳制品行业分化严重, 上游奶牛养殖企业受国外进口大包粉冲击影响大, 2016~2017 年深度调整后, 预计 2018 年会出现供需紧平衡状态, 原奶价格有望持续回升, 奶牛养殖企业经营情况有望好转, 但仍需关注部分企业盈利下滑及大额亏损对偿债能力的影响。

## 行业基本面

我国食品行业门类较多，产业链条较长，从产业链分布看，包含上游农林牧渔和下游食品加工等子行业。食品行业周期性整体较弱，其发展状况与地区经济发展水平、人口结构、消费者偏好紧密相连，但上游农林牧渔行业受供求关系影响周期性较强。近年来，我国食品行业规模和营业收入水平保持持续增长态势，增速有所放缓，盈利水平保持稳定，行业经营环境和运营质量较好。

食品行业门类较多，产业链条较长，包含上游农林牧渔和下游食品加工等子行业。近年来，我国食品行业在 market 需求的快速增长和科技进步的有力推动下，经营规模和营业收入水平保持了持续增长态势，但受宏观经济下行、下游需求低迷等影响，行业规模和营业收入增速均呈现放缓态势，企业融资成本也有所上升。从盈利状况看，我国食品行业近年来利润率保持在 5.8% 左右。截至 2017 年 10 月末，我国食品行业资产总额为 4.98 万亿元，较上年末增长 4.58%，增速下降 1.34 个百分点；年末行业整体资产负债率为 48.38%，较上年末上升 0.36 个百分点。2017 年 1~10 月行业整体实现营业收入 7.60 万亿元，同比增长 2.99%，增速下降 0.94 个百分点，财务费用为 537.9 亿元，同比下降 3.64%。整体看，我国食品行业运行保持平稳，行业经营环境和运营质量较好。

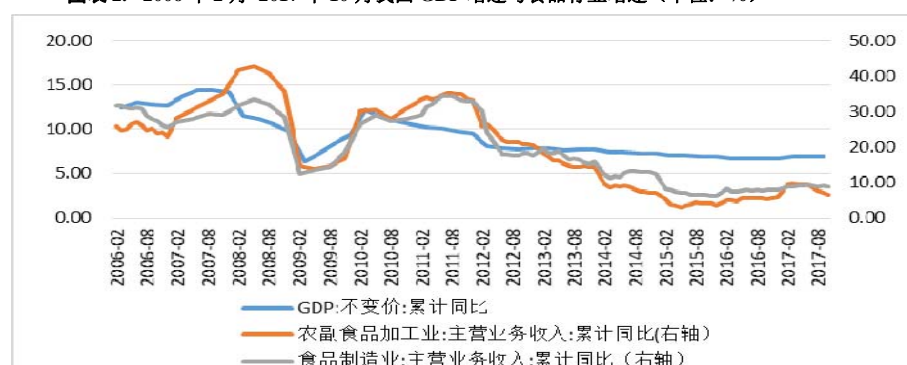
图表 1. 我国食品行业运行情况（单位：万亿元）



资料来源：国家统计局

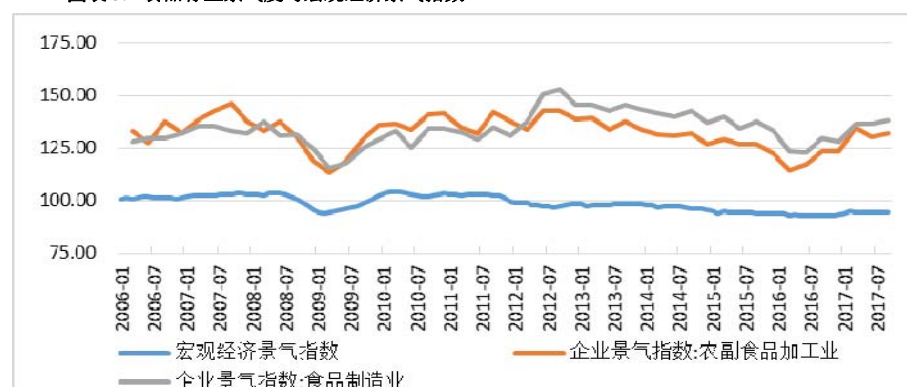
食品行业周期性较弱，其发展状况与地区经济发展水平、人口结构、消费者偏好紧密相连。从相关数据上来看，其增长率波动幅度大于 GDP 增长率波动幅度，行业景气度基本与宏观经济变动基本保持一致。2006-2008 年我国 GDP 以及各食品细分子行业增加值都保持在高位运行，GDP 增速普遍超过 12%，而各类食品细分子行业增速平均超过 15%；2008 年，受国际经济危机影响，我国宏观经济持续下行，食品制造业营业收入增速大幅下滑至不足 10%，而农副产品加工业保持平稳；2009-2011 年，食品行业增长值持续提升，但 2012~2015 年，受中央政府限制“三公消费”政策的出台以及宏观经济持续低迷，农副产品加工业和食品制造业增速均持续下滑。2016 年以来，我国宏观经济发展步入新常态，宏观经济稳中向好，行业景气度有所恢复。

图 2. 2006 年 2 月~2017 年 10 月我国 GDP 增速与食品行业增速 (单位: %)



资料来源: 国家统计局

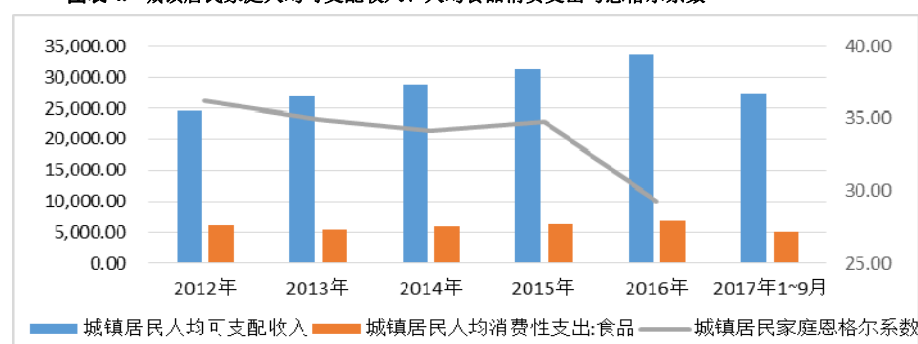
图 3. 食品行业景气度与宏观经济景气指数



资料来源: 国家统计局

食品消费方面, 随着我国国民经济发展以及人民生活水平的不断提高, 我国城镇居民家庭人均可支配收入从 2006 年 11,759.5 元提升至 2016 年 33,616 元, 人均食品烟酒消费支出较 2006 年增长 104.37%, 达到 6,359.7 元。目前国民消费结构正处于升级转型中, 即从以吃穿为主的生存型消费, 向享受型和发展型消费过渡。居民家庭恩格尔系数逐步降低, 但食品消费支出仍稳步上升, 为食品行业的长期增长提供支撑。同时随着城镇化的持续推进, 居民消费结构的转变, 以及三四线城市消费能力的不断提升, 也为行业发展带来了新的机遇。

图 4. 城镇居民家庭人均可支配收入、人均食品消费支出与恩格尔系数

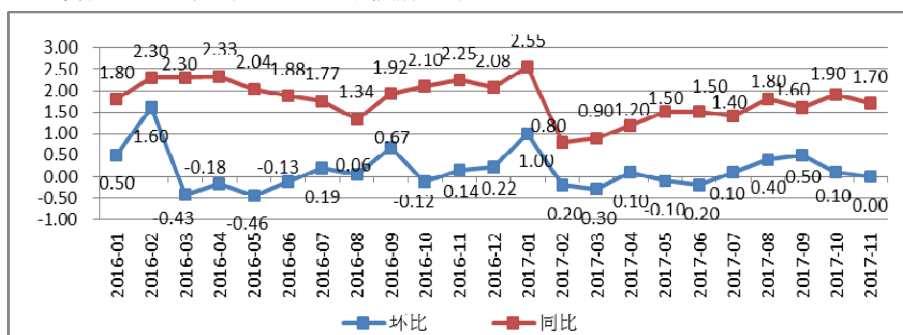


资料来源: 国家统计局

从 CPI 情况来看, 2017 年 1~11 月, 我国 CPI 同比上涨 1.5%, 涨幅较上年同期缩小 0.5 个百分点, 涨幅呈温和下降态势; 食品 CPI 同比下降 1.5%, 较上年同期下降 6.3 个百分点, 主要是鲜菜和猪肉价格同比大幅下降所致。从季度情况来看, 第一季度“元旦”、“春节”等传统节日会对食品类产品需求形成有效刺激, 食品价格一般呈现上涨态势; 第

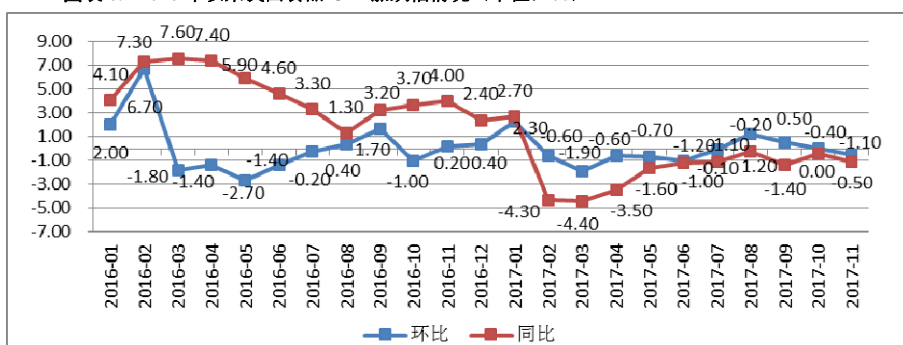
二季度随着“节日”因素消退，以及天气转暖等使得蔬菜供应增加，食品价格呈现稳中有降态势；第三季度以来受季节性因素和节日需求增加影响，食品价格呈现增长态势。

图表 5. 2016 年以来我国 CPI 涨跌幅情况（单位：%）



数据来源：WIND

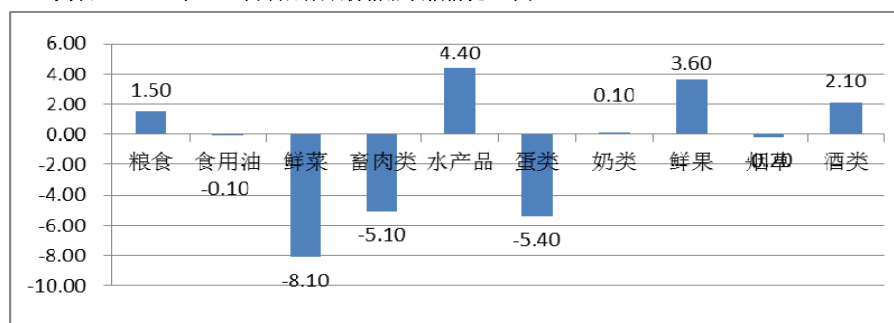
图表 6. 2016 年以来我国食品 CPI 涨跌幅情况（单位：%）



数据来源：WIND

从我国 CPI 统计指标分类看，2017 年 1~11 月我国食品烟酒类价格同比下降 0.5%，为八大类<sup>1</sup>中唯一一个下降的指标。具体看，2017 年 1~11 月鲜菜价格下降幅度为 8.1%。同期畜肉类降幅为 5.1%，主要是猪肉价格下降所致，当年猪肉价格跌幅为 8.8%。粮食、水产品、奶类、鲜果和酒类价格涨幅分别为 1.5%、4.4%、0.1%、3.6%和 2.1%。此外，由于今年禽流感影响，鸡蛋需求低迷，蛋类价格呈现下跌趋势，同期下跌 5.4%。

图表 7. 2017 年 1-11 月食品烟酒价格涨跌幅情况（单位：%）



数据来源：WIND

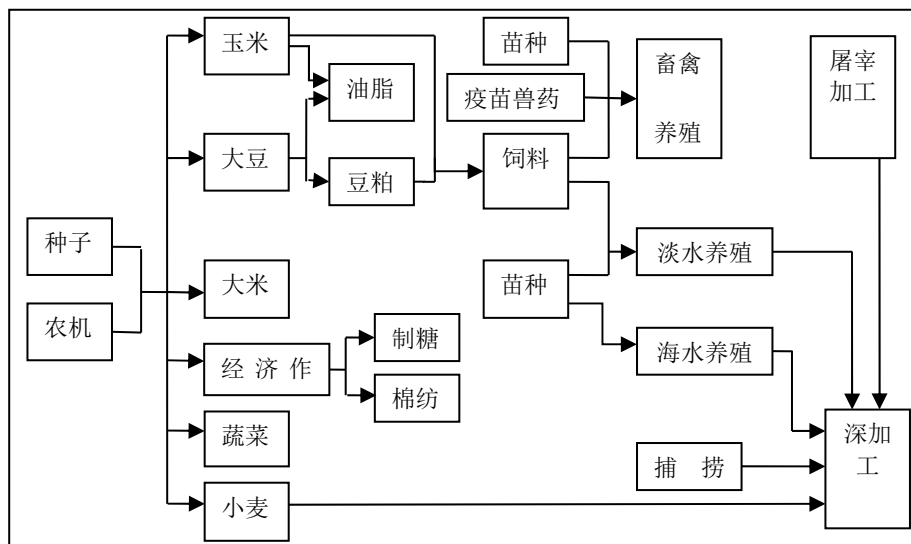
由于食品行业门类较多，本文中重点对食品行业上游农林牧渔业中的农牧业进行分析，包括的子行业为种植业、饲料业、畜禽养殖业等。

<sup>1</sup>八大类统计指标分别为：食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务。

农业是我国国民经济发展和社会稳定的基础，我国农业长期以来保持平稳发展，农、牧、渔、林总产值从 2006 年的 42,424.38 亿元增长至 2016 年的 112,091.30 亿元，2017 年前三季度为 72,571.50 亿元，同比增长 0.71%。从国内经济结构来看，第一产业总产值在国内生产总值（GDP）中的比重由 1980 年的 30.17% 逐渐下降至 2016 年的 8.55%。

农牧业产业链长，由上游种植业、中游的饲料业以及下游的畜禽养殖业和屠宰业组成。种植业包括种子、农机、化肥等，种植的主要产品是小麦、稻谷、玉米和大豆等基本农作物以及饲料原材料；饲料业是畜禽养殖业的主要原材料；畜禽养殖产品是屠宰加工的原料，经屠宰加工后转化为消费者手中的最终产品。

图表 8. 农牧业产业链



资料来源：新世纪评级根据公开资料整理、绘制

（一）种植业

种植业是农业的重要基础性产业，近年来随着城市化、工业化的推进，粮食等主要农产品消费需求稳步增长。我国稻谷、小麦、玉米等主要粮食作物总体供需平衡，但由于受到供求关系、自然环境、政策变化及国际市场价格波动等影响，各类农作物价格波动较大。2017 年以来，玉米减产导致其价格整体呈增长态势，而豆粕价格呈稳中有降态势，主要是当期豆粕供需较为平稳所致。总体看，种植业面临较好的发展环境，但如何平衡各类农作物种类、控制种植成本等将对种植业企业形成一定挑战。

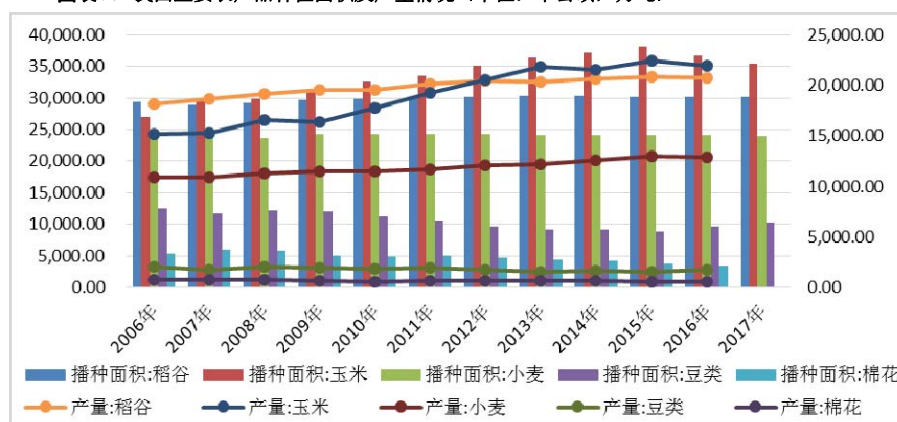
种植业是农业的重要基础，保障粮食有效供给是农业发展的首要任务，我国粮食消费结构中占比最大的品种分别为稻谷、玉米和小麦。近年来，随着我国城镇化推进，粮食需求稳步增长，粮食播种面积整体呈现增长态势，从 2006 年的 10,548.91 万公顷增至 2017 年的 11,221.96 万公顷，其中的稻谷、玉米和小麦三大主要品种合计种植面积占我国粮食种植面积总和约 80%。2016 年，国家农业部发布《关于“镰刀弯”地区<sup>2</sup>玉米结构调整的指导意见》，意见中指出目前我国粮食供求总量平衡但结构性矛盾日益突出，国内玉米供大于求情况严重，库存大幅增加，种植效益降低，农业部将积极推进“镰刀弯”地区玉米结构调整，调减非优势区域种植，通过推行粮豆轮作、发展苜蓿玉米轮作制度等方式改善粮食结构，同时农业部还发布了相关粮食补贴政策，黑龙江省 2016 年大豆种植补贴由去年的 60 元/亩涨至 130.87 元/亩、玉米改种大豆每亩补贴 150 元，补贴金额翻倍增长。受此影响，2017 年稻谷、玉米和小麦三大主要品种合计种植面积较 2016

<sup>2</sup> “镰刀弯”地区，包括东北冷凉区、北方农牧交错区、西北风沙干旱区、太行山沿线区及西南石漠化区，在地形版图中呈现由东北向华北-西南-西北镰刀弯状分布。

年减少 152.41 万公顷至 8,960.87 万公顷，其中我国玉米播种面积 3,675.97 万公顷，较 2015 年减少 135.96 万公顷；稻谷播种面积为 3,016.24 万公顷，较 2015 年略有下降 5.33 万公顷；小麦播种面积为 2,418.65 万公顷；2016 年豆类种植面积较 2015 年增长 84.22 万公顷。

从产量情况来看，我国粮食产量整体随种植面积增加呈增长态势，从 2006 年的 49,804.23 万吨增至 2016 年的 61,623.9 万吨，其中三大品种合计产量占粮食产量总和的约 90%，2016 年三大主要品种合计产量较 2015 年减少 15,595.15 万吨至 55,533.80 万吨，主要是玉米减产所致，当年我国玉米减产 507.76 万吨；稻谷减产 129.12 万吨；小麦减产 133.52 万吨。此外，2016 年豆类产量增长 8.78% 至 1,729.40 万吨。粮食主产区是我国重要的粮食基地，肩负着稳定粮食生产的重任，2016 年我国 13 个粮食主产省（区）<sup>3</sup> 粮食总产量 46,776.4 万吨，占全国粮食产量的 75.91%，较 2015 年增产粮食 4,801.5 万吨。

图表 9. 我国主要农产品种植面积及产量情况（单位：千公顷，万吨）



资料来源：WIND

从主要粮食供求关系看，我国稻谷、小麦和玉米产量与国内总消费量较为匹配，能够较好的满足国内需求，对进口的依赖度低。2017 年稻谷和小麦产量有所减少，但目前库存量均处于较高水平。我国玉米消费以饲料消费为主，2017 年由于政策调控导致产量有所下滑，但目前玉米库存量仍较大，供需环境相对宽松。从进口情况看，根据海关数据显示，2017 年 1~10 月我国稻米、小麦和玉米进口量分别为 328 万吨、404 万吨和 235 万吨，同比分别增长 18.91%、29.35% 和下降 21.50%。

大豆是一种优质高含量的植物蛋白资源，既能用于食用，也是油料、饲料的原材料。从世界大豆种植情况看，转基因大豆因其种植简便、出产较为稳定及出油率较高等优势，生产规模快速扩张，美国、巴西、阿根廷等大豆产业市场竞争力强。我国国产大豆主要为非转基因豆，生产规模小、成本相对较高，故我国大豆主要来源于进口。近年来受进口大豆价格较低的冲击，国内农民种植大豆积极性不高，国产大豆种植规模逐年下降，而下游饲料业及豆油消费需求的增长带动国内大豆消费量逐年增长，2017 年受益于国家鼓励大豆种植政策推出，产量有所增长。根据海关数据显示，2017 年 1~10 月我国大豆进口量为 7,731 万吨，同比增长 16.42%，进口量占国内总需求比重达 75.2%。

<sup>3</sup> 我国 13 个粮食主产区包括河北、河南、黑龙江、吉林、辽宁、湖北、湖南、江苏、江西、内蒙古、山东、四川和安徽。

图表 10. 我国主要农产品供需平衡表（单位：百万吨）

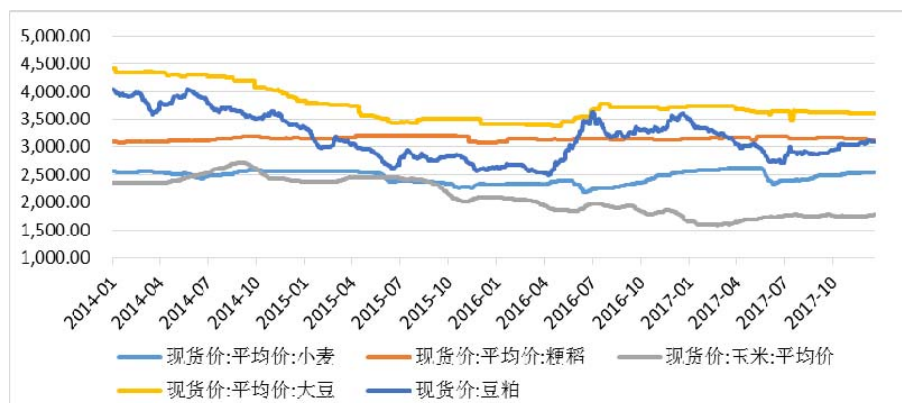
	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年
<b>玉米</b>								
产量	158.00	177.25	192.78	205.60	218.49	215.65	224.63	219.55
国内消费量	159.00	176.00	188.00	202.00	212.00	202.00	217.50	232.00
进口量	1.30	0.98	5.23	2.70	3.28	5.52	3.17	2.46
出口量	0.15	0.11	0.09	0.08	0.02	0.01	0.00	0.08
库存量	53.31	53.42	59.34	65.56	77.32	100.46	110.77	100.72
<b>大米</b>								
产量	136.57	137.00	140.70	143.00	142.53	144.56	145.77	144.85
国内消费量	134.32	135.00	139.50	144.00	146.30	147.60	144.00	141.35
进口量	0.30	0.54	1.62	3.10	4.02	4.32	4.80	5.30
出口量	0.60	0.50	0.44	0.34	0.26	0.43	0.27	0.81
库存量	40.85	42.57	44.95	46.78	46.81	47.66	63.74	86.50
<b>小麦</b>								
产量	115.12	115.18	117.40	121.00	121.93	126.21	130.19	128.85
国内消费量	107.00	109.50	122.50	125.00	121.50	118.50	112.00	118.50
进口量	1.39	0.93	2.93	2.96	6.77	1.93	3.48	4.41
出口量	0.89	0.94	0.98	0.97	0.89	0.80	0.73	0.75
库存量	54.31	60.09	55.95	53.94	60.27	74.11	97.04	111.05
<b>大豆</b>								
产量	14.70	15.10	14.48	12.80	12.20	12.35	11.79	12.90
国内消费量	59.43	65.95	72.07	76.13	80.30	86.70	95.00	102.80
进口量	50.34	52.34	59.23	59.87	70.36	78.35	83.23	93.50
出口量	0.18	0.19	0.28	0.27	0.22	0.14	0.11	0.11
库存量	14.47	14.56	15.92	12.19	14.43	17.98	16.91	20.39

资料来源：USDA 供需报告

从主要农产品价格趋势看，粳稻和小麦由于供需较为平衡，价格整体较为平稳。从玉米价格来看，2017 年以来，受益于国家层面调减玉米种植面积，玉米供应量有所下降，对玉米价格形成一定支撑。

我国大豆主要来源于进口，受海外市场影响较大，2017 年以来，国内大豆供需较为平衡，大豆价格较 2016 年呈持平态势，当年在国家政策推动下种植面积有所增加，大豆供应较为宽松，价格波动将主要受季节性涨跌因素影响。根据 USDA 公布的 2017 年 10 月全球农产品供需报告显示，USDA 预计 2017/18 年全球大豆产量为 3.48 亿吨，消费量为 3.44 亿吨，呈现供大于求的状况，库存消费比为 27.6%，比 2016/17 年减少 0.4 个百分点。

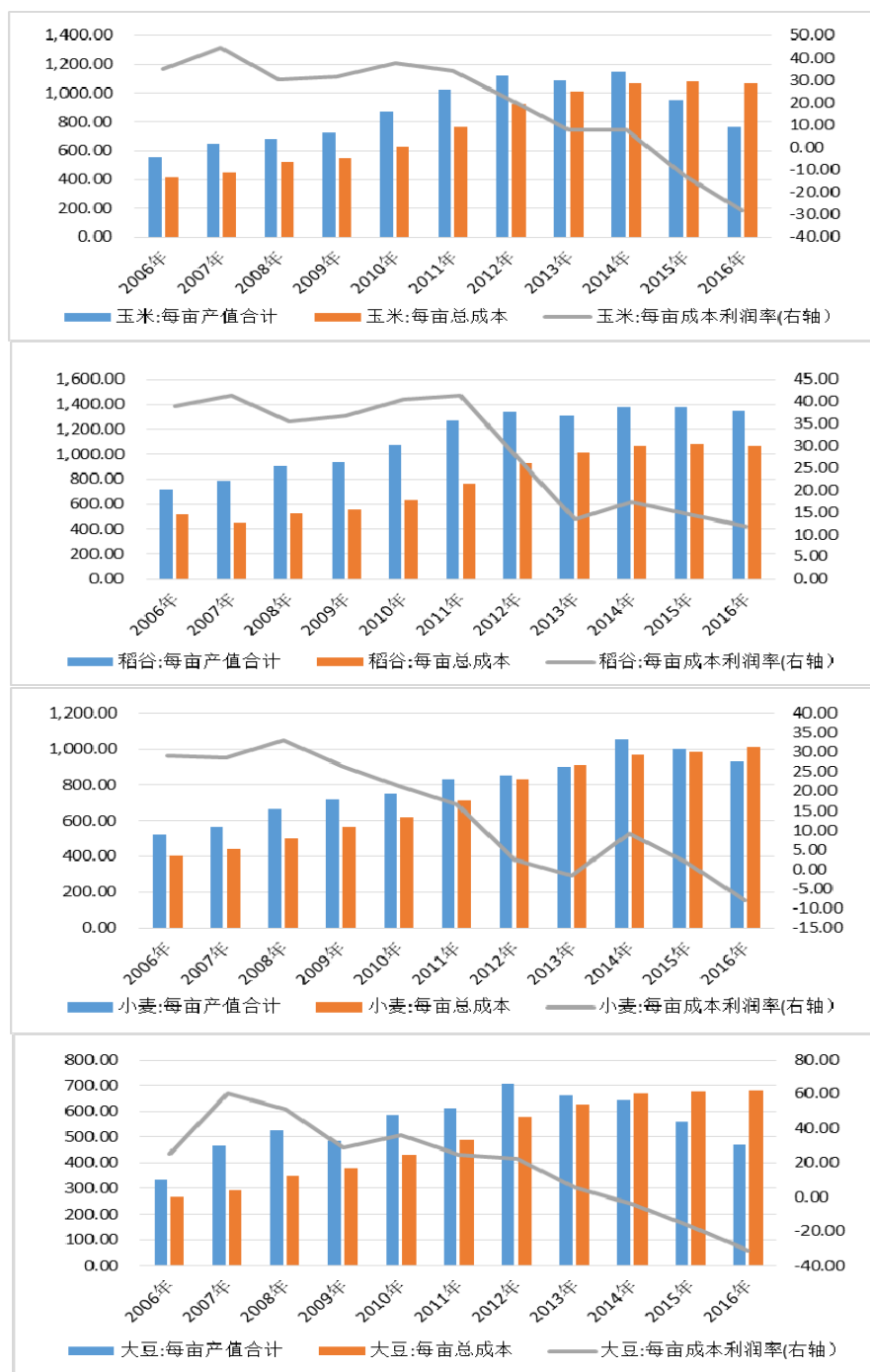
图表 11. 我国主要农产品价格变化情况（单位：元/吨）



资料来源：WIND

从主要粮食产品成本效益看，2017 年我国玉米、稻谷、小麦和大豆每亩产值合计数呈下降态势，主要是玉米、稻谷、小麦产量下滑，价格偏低所致，而大豆主要是价格低迷所致。从单位成本情况看，受种子、农药、化肥等农资价格上涨，人工成本的增加等影响，玉米、稻谷、小麦和大豆每亩成本整体均呈逐年上升态势。从盈利状况看，玉米、稻谷、小麦和大豆每亩成本利润率均呈下滑态势，2017 年分别下滑 15.75 个百分点、2.78 个百分点、9.88 个百分点和 13.87 个百分点，其中玉米、小麦和大豆成本利润率呈亏损状况。总体看，种植业主要粮食品种产值有所下滑但成本有所增长，成本控制将对相关企业形成一定挑战。

图表 12. 我国主要农产品成本效益情况（单位：元，%）



资料来源: WIND



从行业政策来看,2017 年以来我国政府出台了多项政策和意见以“稳产能、调结构、转方式”为基础推进农业供给侧结构性改革,从而推动种植业的发展,具体包括出台中央一号文件、《2017 年种植业工作要点》以及农业补助政策等。此外,为了保证粮食供应,稳定粮食价格以及保护农民利益,我国政府粮食补贴政策逐渐由流通环节向生产环节转变,良种补贴、农机购置补贴和农资综合补贴额度均出现大幅上升。而为了确保国内粮食供应平衡,我国政府取消 84 种农产品的出口退税,并对部分粮食产品征收出口关税,另外还出台规定对小麦、玉米机大米粉的出口实施配额制度等。

图表 13. 2017 年种植业主要行业政策

时间	发布部门及名称	主要内容
2017.1	农业部《2017 年种植业工作要点》	围绕推进农业供给侧结构性改革工作主线,坚持质量兴农,以稳定粮食、优化供给、提质增效、农民增收为目标,巩固提升主产区,打造优势特色区,提高供给体系质量和效率,加快推进种植业转型升级,力争绿色发展取得新突破。1) 稳定粮食生产; 2) 深入推进种植结构调整,提升攻击体系质量效率; 3) 深入推进绿色发展,提升可持续发展能力; 4) 深入推进质量兴农,增加绿色优质产品供给; 5) 深入推进创新驱动,培育种植业发展新动能; 6) 深入推进法规建设,夯实种植业发展基础。
2017.2	中央一号文件《关于深入推进供给侧结构性改革,加快培育农村发展新动能的若干意见》	目前我国农产品供给较为单一,优质的、品牌的产品少,与消费结构升级的要求相不适应,农业生产面临成本与价格双向挤压、农业资源过度开发、长期透支等情况,需在确保粮食和重要农产品供给的前提下,积极推进农业供给侧结构性改革,把增加绿色优质农产品供给放在突出位置,优化农业产业体系、生产体系、经营体系,从整体上提高农业供给体系的质量和效率。农业供给侧结构性改革作为未来“三农”工作的重要方向,主要包括优化产品结构和品质结构、优化产业结构和区域布局以及优化技术结构和经营结构等方面。2017 年,农业供给侧结构性改革将从五方面入手: 1) 调整农业结构,继续调减玉米产量,引导生猪养殖向玉米主产区、环境容量大的地区转移,建设优质奶源基地,逐步减少近海养殖,加快发展地方特色产业; 2) 推进绿色发展,深入实施化肥农药使用量零增长,全面推进农业废弃物资源化利用; 3) 推进创新驱动,形成一批“一体化”农业科技综合解决方案; 4) 推进农村改革,加快推进承包地确权登记颁证,扩大农村集体资产股份权能改革试点,深化农垦体制机制改革; 5) 稳定粮食生产,启动粮食生产功能区和重要农产品保护区建设,继续加大早涝保收高标准农田建设,推动整合耕地建设投入,落实好粮食安全省长责任制。
2017.4	农业部出台取消大豆目标价格,改为价补分离政策	大豆原实行目标价格政策,当市场价低于目标价时根据价差和种植面积给予种豆农民补贴,而实现价补分离政策后,其价格直接由市场决定,大豆种植者将直接获得补贴。

资料来源: 公开资料整理

## (二) 饲料行业

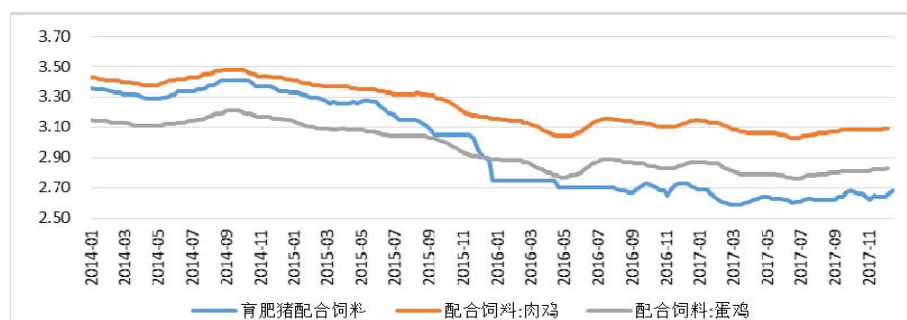
我国饲料行业规模化集约化程度不高,市场竞争激烈,行业利润水平较低,且易受原材料价格波动以及养殖行业周期性波动影响。近年来,我国饲料行业进入结构性发展调整期,大型企业逐步完善产业链建设,小企业快速被淘汰,行业集中度有所提高。我国饲料价格与玉米、豆粕等主要粮食作物价格呈同向波动态势。预计后期在生猪及禽类养殖规模增长的驱动下,行业景气度将持续上升。

饲料行业介于种植业与畜牧养殖业之间,易受上游种植业收成的影响,同时也受制于畜牧养殖业发展规模。我国饲料行业技术壁垒低、资金需求小,进入门槛不高,由此导致饲料行业规模化程度低、行业集中度不高且竞争激烈。饲料行业所需原材料主要包括玉米、豆粕、鱼粉等,以及氨基酸、维生素、矿物质微量元素等添加剂。

从我国饲料产量情况看,根据农业部发布的数据显示,2016 年我国饲料总产量 29,051.57 万吨,同比增长 3.9%。从饲料品种来看,生猪饲料、蛋禽料和肉禽料每年产量约占全部饲料产量的 85%。2016 年,猪饲料产量 8,726 万吨,同比增长 4.6%,主要是生猪养殖规模增加所致;蛋禽饲料 3,005 万吨,同比下降 0.5%;肉禽饲料 6,011 万吨,同比增长 9%,主要是肉鸡存栏量较大所致;水产饲料 1,930 万吨,同比增长 1.9%,主要是水产养殖行业景气度提升所致;反刍饲料 880 万吨,同比下降 0.5%;其他饲料同比增长 3.5%。2017 年 1~10 月我国饲料总产量 24,533.1 万吨,同比增长 4.9%。根据《全国饲料工业“十三五”发展规划》,到 2020 年,我国工业饲料总产量预计达到 2.2 亿吨。其中,按产品类别分,配合饲料 2 亿吨,浓缩饲料 1,200 万吨,添加剂预混合饲料 800 万吨;按动物品种分,猪饲料 9,400 万吨,肉禽饲料 6,000 万吨,蛋禽饲料 3,100 万吨,水产饲料 2,000 万吨,反刍饲料 1,000 万吨。

从饲料价格来看，2017 年以来我国饲料价格整体呈先降后升态势，主要受主要饲料原材料价格波动及下游养殖业需求变化所致。预计后期在生猪及禽类养殖规模有望持续增长的情况下，我国饲料行业景气度将持续提升。

图表 14. 我国饲料产品价格变化情况（单位：元/公斤）



资料来源：WIND

饲料行业进入壁垒低且布局分散，同质化现象严重，行业集中度低。截至 2016 年末，全国共有 11,627 家饲料和饲料添加剂生产企业，其中配合饲料、浓缩饲料和精料补充料生产企业 7,047 家，添加剂预混合饲料生产企业 2,396 家。根据农业部发布的《全国饲料工业“十三五”规划》，到“十三五”末，全国年产 100 万吨以上的饲料企业集团将达到 40 个，饲料产量占全国总产量的比例达到 60% 以上。此外，由于下游养殖企业规模化程度不断提高，带来需求特征的改变，倒逼饲料行业市场和产品结构转型。小型企业逐步丧失竞争力并退出市场，具备资本实力、规模化经营及技术等优势的企业将有机会通过并购整合、产业链延伸等方式扩大市场份额。

从我国主要饲料上市公司统计数据来看，截至 2017 年 9 月末，主要饲料上市公司资产规模合计 1,425.33 亿元，较上年末增长 17.21%；应收账款规模合计 94.83 亿元，较上年末增长 94.94%；存货规模合计 195.36 亿元，较上年末增长 15.88%。2016Q4~2017Q3 营业收入合计 2,046.11 亿元，同比增长 15.57%；实现净利润 90.16 亿元，同比增长 5.62%。

图表 15. 我国饲料行业主要上市公司基本情况（单位：亿元）<sup>4</sup>

企业	主要产品	销量（万吨）	资产规模	应收账款	存货	营业收入	净利润
康达尔	水产饲料、猪饲料	35.49	27.79	0.63	11.04	14.99	-0.79
正虹科技	猪饲料	41.87	6.79	0.04	1.61	12.69	0.22
新希望	猪饲料	1,541.46	408.03	8.90	45.61	624.05	29.05
正邦科技	猪饲料	553.11	159.90	6.14	34.73	197.61	5.32
海大集团	水产饲料	780.43	127.00	18.69	23.65	337.15	11.36
大北农	猪饲料	399.78	168.86	19.93	20.45	184.03	12.01
金新农	猪饲料	73.18	35.36	4.40	2.72	31.93	1.65
唐人神	猪饲料	379.75	58.09	2.04	8.41	134.15	3.38
通威股份	畜禽、水产饲料	401.36	251.35	8.97	19.65	248.00	16.87
傲农生物	猪饲料	—	23.98	4.49	2.95	49.60	1.33
禾丰牧业	猪饲料	215.49	60.14	6.65	11.90	133.85	4.12
天马科技	水产饲料	8.41	15.46	3.98	4.75	9.80	0.87
天康生物	畜禽饲料	91.21	47.15	5.82	5.44	46.54	3.91
百洋股份	水产饲料	24.67	35.44	4.15	2.44	21.73	0.86

资料来源：公开资料整理

### （三）畜禽养殖业

<sup>4</sup> 其中销量数据中正邦科技、海大集团和新希望销量为 2016Q3-2017Q2 数据，其余为 2016 年数据。资产规模、应收账款和存货为截至 2017 年 9 月末数据，营业收入和净利润为 2016Q4-2017Q3 数据。

我国畜禽养殖行业保持较快发展，规模化养殖比例逐年提升。2017 年以来生猪价格有所波动，上半年度随着生猪供给量逐步增长，生猪价格呈下降态势，2017 年 6 月起由于环保压力加大及“禁养令”实施，2017 年生猪养殖行业进入加速洗牌期，生猪价格实现逆势反弹，整体看当年生猪养殖企业利润有所压缩。目前我国生猪存栏量和能繁母猪存栏量仍保持在低位，预计猪价下降幅度有限，行业信用质量整体较为稳定。肉鸡养殖方面，2017 年以来，受一季度禽流感因素影响，鸡价较 2016 年有所下滑，肉鸡企业经营业绩大幅下滑。但是，目前我国白羽肉鸡祖代鸡和父母代鸡存栏量呈下降态势，在祖代鸡引种量持续大幅减少的情况下，预计在未来较长一段时间内肉鸡供应量将处于偏紧状态，鸡价有望持续上升，但疫情风险仍需重点关注，行业企业经营业绩和信用状况有望好转，行业信用质量将有所改善。

我国是畜禽养殖业大国，近年来我国畜禽养殖业保持较快发展，产业素质稳步提升。从畜禽产品产量看，2016 年我国肉类产量较 2015 年下降 3.03%至 8,364.00 万吨，主要是猪肉产量同比下降 3.43%至 5,299.00 万吨所致，牛肉和羊肉产量实现稳步增长。此外，2016 年牛奶产量 3,602.00 万吨，同比下降 4.07%，禽蛋产量 3,095.00 万吨，同比增长 3.20%。

图表 16. 我国畜禽产品产量（单位：万吨）

	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
肉类：	8,387.24	8,535.02	8,706.74	8,625.00	8,364.00
猪肉	5,342.70	5,493.03	5,671.39	5,487.00	5,299.00
牛肉	662.26	673.21	689.24	700.00	717.00
羊肉	400.99	408.14	428.21	441.00	459.00
牛奶	3,743.60	3,531.42	3,724.64	3,754.67	3,602.00
禽蛋	2,861.17	2,876.06	2,893.89	2,999.00	3,095.00

资料来源：WIND

从畜禽养殖行业市场格局看，我国畜禽养殖行业仍呈现以个体农户及中小型农场为主的情况，但我国畜牧业标准化规模养殖占比逐年提升，根据农业部数据显示，目前我国畜禽规模养殖比例约为 56%。此外，根据农业部发布的《全国生猪发展规划（2016-2020 年）》、《全国草食畜牧业发展规划（2016—2020 年）》，预计到“十三五”末，我国年出栏 500 头以上生猪和存栏 100 头以上奶牛规模养殖比重将分别达到 52%和 60%，而 2015 年仅为 44%和 48%。后续随着环保力度加强，规模化养殖占比逐步提升后，畜禽养殖行业周期性将有所延长，价格波动幅度将减小。

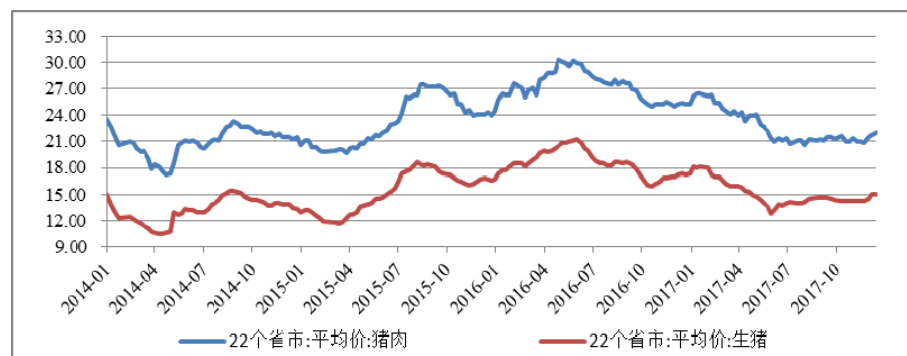
### 1、生猪养殖

猪肉消费始终是我国肉类消费的重点，猪肉年产量占肉类总产量比重接近 2/3。从生猪养殖情况看，能繁母猪（二元猪）的规模直接决定了生猪（商品猪、三元猪）的规模，且生猪养殖具有一定的周期性。一般（二元）出生仔猪需生长 8 个月左右成为能繁母猪，一头能繁母猪需经过 4.5~5 个月的妊娠期和哺乳期，生产 9~10 头（三元）仔猪，仔猪生长成生猪则需再经过 4~5 个月。正常来说，从初期（二元）仔猪到最终生猪，总共需经过 1.5 年。

由于生猪养殖具有周期性，所以生猪价格呈现较为明显的周期性波动。2015 年 3 月，在生猪供给持续收缩的背景下，我国生猪价格实现触底反弹，涨势延续至 2016 年 6 月，从 2015 年 3 月中旬 11.60 元/公斤增长至 2016 年 6 月初 21.20 元/公斤。猪价大幅上涨导致养殖户补栏意愿持续增强，且由于前期因猪肉价格过高导致养殖户惜售，而屠宰企业下游需求下滑使得生猪收购量减少，2016 年 6 月中旬开始，生猪出栏量大幅增长，生猪价格明显下滑，8 月由于我国长江流域暴雨导致洪涝灾害发生，对相关地区养殖场造成较大损失，生猪价格有所回升但随后又呈现下滑态势，2016 年 10 月末跌至 16.23

元/公斤，2016 年 11 月以来，受益于“元旦”、“春节”备货影响，猪价持续增长并于 2017 年 1 月恢复至 18.14 元/公斤，后因节日因素消退价格持续下降，2017 年 6 月起因当年环保力度加大以及各地“禁养令”的逐步实施，猪价呈上涨态势，整体稳定在 15 元/公斤左右。截至 2017 年 11 月末，全国生猪存栏数为 34,886 万头，较 2016 年末下降 5.03，能繁母猪存栏量 3,466 万头，较 2016 年末下降 5.46%，预计短期内生猪供应量将不会出现大幅增长，猪价整体保持稳定态势。

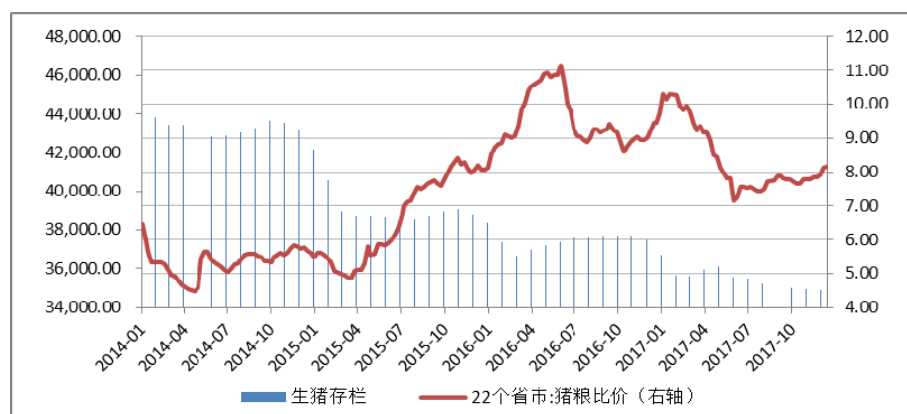
图表 17. 我国生猪和猪肉价格变化情况（单位：元/公斤）



资料来源：WIND

猪粮比<sup>5</sup>是衡量生猪养殖效益情况的重要指标，在生猪养殖过程中，饲料成本占养猪成本的 60% 以上。猪粮比是生猪价格和作为生猪主要饲料的玉米价格的比值。2015 年第二季度以来，随着生猪价格的大幅增长，以及饲料价格的持续下滑，猪粮比呈增长态势，于 2015 年 6 月中旬恢复至盈利水平，随后继续上升并于 2016 年 6 月初达到 11.16: 1 的最高值，6 月中旬至 10 月，随着生猪价格持续下跌，猪粮比呈下降态势，2016 年 10 月猪粮比约为 9: 1 左右。11 月以来，节日因素对猪价形成一定支撑，猪粮比持续增长，2017 年 1 月猪粮比达到 10.31%。2017 年 2~6 月，由于生猪价格持续下滑，猪粮比呈持续下降态势，但 6 月以来由于生猪价格的上涨，猪粮比有小幅反弹，猪粮比维持在 7.5%~8%。

图表 18. 我国生猪存栏量和猪粮比情况（单位：万头，%）



资料来源：WIND

我国生猪养殖以养殖散户为主，规模化养殖程度仍不高，目前我国年出栏 500 头以上生猪规模养殖比重为 44%，我国生猪养殖体系产业化程度低、市场集中度不高。同时

<sup>5</sup> 猪粮比值 6: 1 为生猪养殖企业盈亏平衡点，处于 5.5: 1~6: 1 之间为轻度亏损，处于 5: 1~5.5: 1 之间为中度亏损，而处于 5: 1 以下为重度亏损。

养殖散户相对于规模化养殖企业而言，资金实力弱、技术落后、食品安全和环保问题难以得到保障，且由于进入和退出市场成本低，短时间内易对生猪养殖行业造成供需失衡。近年来，生猪价格持续低迷倒逼中小散户退出养殖，且环保、食品安全要求日益严格也加剧散户退出。产业链较为完整的大型生猪养殖企业逐步扩大市场份额。

从我国主要生猪养殖上市公司统计数据来看，截至 2017 年 9 月末，主要生猪养殖上市公司资产规模合计 1,153.43 亿元，较上年末增长 19.59%；应收账款规模合计 17.69 亿元，较上年末增长 19.93%；存货规模合计 216.27 亿元，较上年末增长 14.35%。2016Q4~2017Q3 营业收入合计 1,013.28 亿元，同比增长 5.45%；净利润合计 94.67 亿元，同比下降 46.96%。

图表 19. 我国生猪养殖主要上市公司基本情况（亿元）<sup>6</sup>

企业	生猪出栏量 (万头)	资产规模	应收账款	存货	营业收入	净利润
天邦股份	91.49	40.12	1.09	7.61	28.42	2.50
正邦科技	302.14	159.90	6.14	34.73	197.61	5.32
罗牛山	16.98	61.89	0.32	7.90	14.66	1.50
雏鹰农牧	—	210.73	5.30	13.93	55.55	8.99
牧原股份	648.90	189.83	0.00	33.99	88.63	23.72
龙大肉食	30.00	25.09	2.08	5.54	61.03	2.00
温氏股份	1,704.31	448.20	2.53	109.19	549.30	50.32
<b>合计</b>	<b>2,833.67</b>	<b>1,153.43</b>	<b>17.69</b>	<b>216.27</b>	<b>1,013.28</b>	<b>94.67</b>

资料来源：公开资料整理

从行业政策情况来看，2016 年 11 月国务院印发《“十三五”生态环境保护规划的通知》中，把广东、福建、浙江、江西、湖北、湖南、安徽、江苏这八个水网密集的省份规划为限养区，北京、上海、天津等特大城市也在约束发展的范围之内，提出在 2017 年底前关闭或搬迁禁养区畜禽养殖场。2017 年以来全国各地陆续划定禁养区，目前 10 多个省份已经启动（或准备启动）生猪禁养区划定，禁养区内养殖场进行搬迁，影响 2,000 多万头生猪出栏量。2017 年 2 月，“2017 年中央一号文件”指出要稳定生猪生产，优化南方水网地区生猪养殖区域布局，引导产能向环境容量大的地区和玉米主产区转移。同月农业部印发《2017 年畜牧业工作要点》，其中指出要着力推进结构调整、推进绿色发展、提升产业竞争力、提升质量安全水平、提升行业精准管理水平、推进支撑保障体系建设。2017 年 6 月，《中华人民共和国水污染防治法》指出畜禽养殖场、养殖小区应当保障畜禽粪便、废水的综合利用或者无害化处理设施正常运转，防止污染环境；禁止在饮用水水源一级、二级保护区新建、改建与保护水源无关的项目，已建成的由政府部门责令拆出或关闭。此外，随着我国《环境保护法》的实施，各省防止污染条例纷纷出台，环保压力提升也加速生猪养殖行业集中度提升。

整体看，在生猪供给持续收缩的背景下，2015 年 4 月以来我国生猪价格实现触底反弹，但 2016 年 6 月中旬起，随着养殖户补栏意愿增强，生猪供求关系得到改善，猪价有所回落。但目前由于环保政策趋严及“禁养令”实施，中小养殖企业加速淘汰，规模化养殖企业集中度逐步提升，我国生猪存栏量和能繁母猪存栏量保持在低位，预计猪价下降幅度有限，且由于饲料价格较为低迷，行业企业经营业绩预计有所下滑但整体信用质量能够维持。

## 2、肉鸡养殖

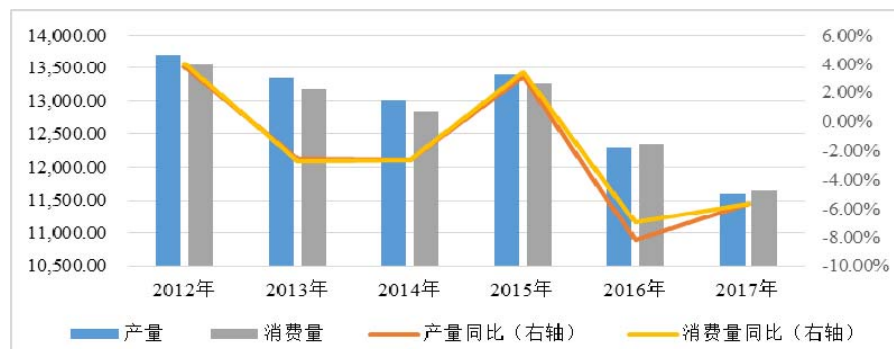
<sup>6</sup> 其中出栏量为 2017 年 1~11 月数据，新五丰为 2017 年 1~9 月数据。资产规模、应收账款和存货为截至 2017 年 9 月末数据，营业收入和净利润为 2016Q4-2017Q3 数据。

近年来，随着国民经济的发展、城市化水平的提高将带动餐饮行业和食品加工业的较快发展、未来我国居民可支配收入的增长，以及国家加大对畜牧业以及农业产业化龙头企业的支持，鸡肉消费和相关养殖企业仍有较好的发展空间。

肉鸡产业为多元代次家禽产业，以“曾祖代-祖代-父母代-商品代”杂交繁育为基础，包括育种、引种、繁育、养殖、屠宰加工及饲料加工等环节。目前，白羽肉鸡育种环节主要为欧美企业所掌握，我国白羽肉鸡产业链主要从祖代种鸡引种环节开始，相关企业的生产主要针对产业链上的若干环节。目前较好生产模式为“自繁自养自宰”模式，是指在肉鸡养殖环节上采取“公司+基地”的模式，并继续向产业链上下游延伸，形成了全产业链一体化。在“自繁自养自宰”模式下种鸡场、孵化厂、肉鸡场等需要企业自建，企业必须具备雄厚的资金、土地资源实力，外部还得具备良好的自然环境条件，壁垒相对较高。且“自繁自养自宰”模式不仅在养殖环节上能更有效地控制风险，而且在供货稳定性、成本控制、规模化经营等方面具有明显的竞争优势，抗风险能力相对更强。

从供需情况看，2017 年以来，主要由于一季度爆发禽流感，对肉鸡消费产生不利影响，肉鸡消费整体较为低迷。2017 年，我国鸡肉产量和消费量分别为 1,160 万吨和 1,165 万吨，较 2016 分别下降 5.69% 和 5.62%。

图表 20. 我国鸡肉产量和消费量情况（单位：万吨）



资料来源：WIND

肉鸡引种方面，为抑制肉鸡养殖行业产能过剩情况，在中国畜牧业协会牵头及农业部监管下，国内 14 家祖代鸡企业共同签署了 2014 年祖代鸡引种配额协定，近年来，因全球多地爆发禽流感，导致祖代鸡引种量逐年大幅削减。2015~2016 年，祖代鸡引种量分别为 71 万套和 40 万套，2017 年预计全年总引种量在 40~50 万套。

根据中国畜牧业协会最新数据显示，截至 2017 年 6 月末我国祖代鸡在产和后备祖代鸡存栏量约为 107 万套，同比继续下滑；同期末父母代鸡存栏量约为 4,100，也呈下滑态势。整体看祖代鸡存栏量持续下降，将有助于改善白羽肉鸡行业供求失衡的状况，促进鸡肉价格复苏。

从鸡肉价格变动情况看，2017 年 1~11 月，人感染“H7N9”禽流感发病 646 例、死亡 269 人，较上年同期分别增长 487.27% 和 525.58%，其中一季度大规模爆发禽流感导致肉鸡价格持续下滑。2017 年 4 月起，受禽流感状况逐步好转，肉鸡产品价格有所恢复呈现大幅波动态势，后续随着祖代鸡引种量持续下滑，以及父母代存栏过剩情况逐步缓解，预计鸡价有望回暖，但是人感染高致病性禽流感事件对鸡肉需求形成负面影响。从肉鸡养殖行业的利润来看，近年来白羽肉鸡行业盈利及亏损波动大且频繁，众多肉鸡养殖企业因无法承受亏损而退出或削减养殖规模，在行业去产能以及饲料成本下降情况下，2016 年养殖企业利润较好但 2017 年起又呈现微利或亏损状况。

2013 年发生的“H7N9”禽流感事件对肉鸡养殖业造成了很大的冲击。近年来人感染高致病性禽流感事件屡屡发生，根据国家卫生和计划生育委员会最新统计数据显示，

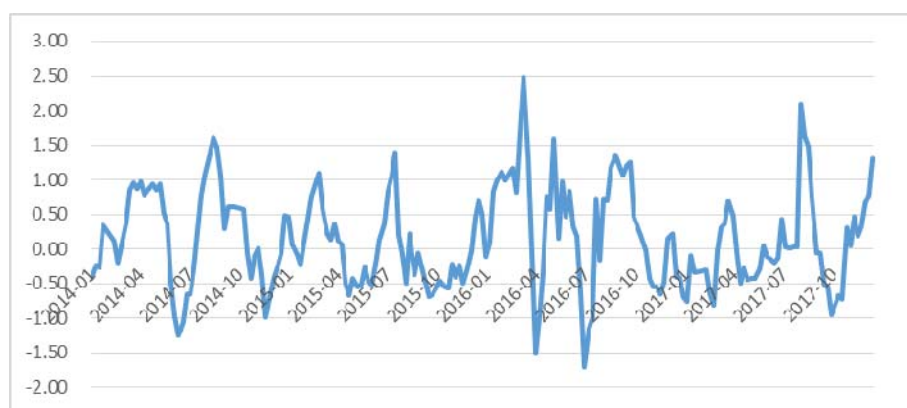
2016 年人感染“H7N9”禽流感发病 216 例，死亡 63 人，2017 年以来，福建、云南、湖南、湖北、浙江、北京多地出现人感染“H7N9”禽流感，我国活禽交易已暂停。人感染高致病性禽流感事件将对鸡肉需求形成负面影响，养殖类企业疫情疫病控制风险加剧。

图表 21. 近年来我国白羽肉鸡价格走势情况（单位：元/公斤）



资料来源：WIND

图表 22. 近年来我国白羽肉鸡孵化场利润走势情况（单位：元/羽）



资料来源：WIND

从行业集中度来看，与美国、巴西等肉鸡行业相对成熟的国家相比，我国肉鸡行业的集中度还有较大的提升空间。据统计，美国前十大肉鸡养殖企业的产量占据了美国国内超过 75% 的市场份额，其中规模最大的占据国内总产量的 25%；巴西前十大肉鸡养殖企业产量占据了国内 51% 的市场份额；而我国前十大肉鸡养殖企业产量的市场占有率仅为 25% 左右。近年来，“速成鸡事件”及人感染 H7N9 型禽流感，加速了行业去产能化和市场洗牌，众多小规模养殖户及散养户因亏损加剧纷纷退出市场，而产业链较完整的规模化生产企业凭借防疫及产品质量控制方面的优势进一步扩大市场份额。

从我国主要肉鸡养殖上市公司统计数据来看，截至 2017 年 9 月末，主要饲料上市公司资产规模合计 199.15 亿元，较上年末增长 0.60%；应收账款规模合计 7.09 亿元，较上年末增长 30.80%；存货规模合计 23.04 亿元，较上年末增长 0.28%。2016Q4~2017Q3 营业收入合计 143.03 亿元，同比增长 0.99%；净利润亏损 1.65 亿元，同比下降 114.22%。

图表 23. 我国肉鸡养殖主要上市公司基本情况（亿元）<sup>7</sup>

企业	销量（万吨）	资产规模	应收账款	存货	营业收入	净利润
仙坛股份	24.08 万吨	25.85	0.38	2.93	21.48	1.32
圣农发展	75.05 万吨	115.03	3.96	15.15	87.74	2.24
得利斯	8.42 万吨	16.43	1.96	1.51	14.86	-0.06

<sup>7</sup> 其中资产规模、应收账款和存货为截至 2017 年 9 月末数据，营业收入和净利润为 2016Q4~2017Q3 数据

企业	销量 (万头)	资产规模	应收账款	存货	营业收入	净利润
益生股份	2.70 亿只	19.97	0.34	1.13	8.16	-1.30
民和股份	—	21.88	0.46	2.32	10.80	-3.86
合计	—	199.15	7.09	23.04	143.03	-1.66

资料来源：公开资料整理

整体看，2017 年以来，受禽流感因素影响，鸡价较 2016 年有所下滑，肉鸡企业经营业绩大幅下滑。但是，目前我国白羽肉鸡祖代鸡和父母代鸡存栏量呈下降态势，在祖代鸡引种量持续大幅减少的情况下，预计在未来较长一段时间内肉鸡供应量将处于偏紧状态，鸡价有望持续上升，但疫情风险仍需重点关注，行业企业经营业绩和信用状况有望好转，行业信用质量将有所改善。

## 行业样本数据分析

由于食品行业中农牧业上市公司及发债企业较为集中，故本文中选取农牧业国内上市公司和公开发债企业作为样本，剔除部分数据不齐全的样本，有效样本数量共计 67 个，其中上市公司 55 个，发债企业 12 个。样本数据采用合并口径数据，见附录一所示。

**样本企业营业收入持续增长，盈利能力整体呈增长态势，但受细分行业周期性影响有所波动。**

随着居民收入水平的提高，2012~2016 年样本企业的营业收入持续增加，年均复合增长率为 10.30%；但由于养殖行业周期性较强，猪价、鸡价波动性大，导致样本企业的营业利润有所波动，但整体呈波动增长态势。毛利率方面，行业毛利率整体呈持续增长态势。

期间费用方面，随着近年来样本企业业务规模的不断扩大，相应的销售费用和管理费用呈逐年增长态势，且随着融资规模的增长，财务费用亦呈现逐年增长态势，在此影响下，样本企业期间费用率整体攀升态势，在一定程度上影响样本企业的盈利能力。

图表 24. 样本企业营收盈利情况（单位：亿元，%）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	16Q4-17Q3
营业收入	4,572.66	5,119.57	5,671.63	6,077.94	6,768.86	7,326.37
营业利润	216.86	168.65	208.84	196.69	345.61	281.21
净利润	225.13	181.43	216.43	234.29	388.46	304.13
毛利率	14.19	14.19	14.39	15.33	17.21	15.65
期间费用率	10.38	11.01	11.11	11.61	11.28	11.12
总资产报酬率	6.44	5.52	5.60	5.06	6.05	—
净资产收益率	10.09	7.70	7.66	6.56	9.14	—

注：新世纪评级整理

**样本企业资产规模持续增长，其中流动资产是主要构成。受行业资金链趋紧影响，企业应收账款和存货规模持续上升，对行业资产质量和资金运营效率造成一定影响。另外，企业扩产使得固定资产投资规模持续上升，未来行业产能释放情况有待关注。**

近年来样本企业业务规模持续扩大，样本企业资产规模逐年上升，2017 年 9 月末达到 9,135.96 亿元，较上年末增长 8.57%，其中流动资产是主要构成部分，占比约 50%。随着经济增速的下降、行业资金链趋紧，样本企业普遍在一定程度上放宽了信用政策，应收账款余额总体呈现增长趋势，2017 年 9 月末样本企业应收账款达到 428.79 亿元，较上年末增长 27.70%，增速快于营业收入的增长，资金占用和坏账风险有所上升。样本企业存货规模也呈现增长态势，2017 年 9 月末达到 1,780.68 亿元，较上年末增长 3.91%，存货跌价



损失风险有所积累。从固定资产投资情况看，近年来样本企业中龙头企业持续扩大产能，固定资产投资规模逐年增长，至 2017 年 9 月末为 1,941.83 亿元，较上年末增长 4.16 亿元，后续存在一定的产能释放压力，加之存货水平的持续上升，若未来消费市场增速下滑或发生结构性调整，供求关系的变化可能使样本企业经营风险加大。

图表 25. 样本企业资产构成情况（单位：亿元）

项目	2012 年末	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 9 月末
资产总额	4,396.45	5,109.79	6,272.32	7,508.25	8,414.58	9,135.96
流动资产	2,258.92	2,663.64	3,054.53	3,634.46	3,980.59	4,297.79
应收账款	184.99	235.96	251.65	306.40	335.77	428.79
存货	968.28	1,193.63	1,500.29	1,631.92	1,713.73	1,780.68
固定资产	958.15	1,101.87	1,335.91	1,577.84	1,864.21	1,941.83

注：新世纪评级整理

应收账款和存货规模的上升加大了对样本企业的营运资金占用，相应的周转速度有所放缓，固定资产的建成与效益产生之间需要一定的产能释放时间，总资产周转效率降低。

图表 26. 样本企业运营效率（单位：次）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
总资产周转速度	1.04	1.08	1.00	0.88	0.85
应收账款周转速度	24.72	24.32	23.26	21.78	21.08
存货周转速度	4.05	4.06	3.60	3.29	3.35
固定资产周转速度	4.77	4.97	4.65	4.17	3.93

注：新世纪评级整理

样本企业营业收现能力较好，经营性活动现金流总体表现情况较好，但受产能扩张影响，投资性现金流持续呈净流出状态且逐年增长，企业对外部融资仍有一定需求。

样本企业营业收入收现情况较好，近年来营业收入现金率均超过 100%，因而近年经营性现金流呈现持续净流入状态，经营性现金净流量表现情况较好。但近年来随着行业产能扩张，投资支出增加，近年来投资活动现金流呈现持续流出状态且流出额持续增长，对外部融资有一定的依赖。其中得益于 2015 年和 2016 年经营性现金净流量的增加，使得样本企业对筹资活动获取现金的情况得到缓解。

图表 27. 样本企业现金回笼情况（单位：%、亿元）

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	16Q4-17Q3
营业收入现金率	105.55	105.45	104.59	106.99	107.47	105.29
经营性现金净流量	208.62	176.19	131.91	480.42	686.29	454.79
投资性现金净流量	-362.73	-355.52	-440.21	-471.77	-506.93	-597.67
筹资性现金净流量	269.98	191.41	329.38	212.39	-96.37	181.79

注：新世纪评级整理

近年来，样本企业债务规模持续增长，资产负债率有所波动。其中刚性债务规模持续增长，结构上以短期债务为主，融资方式以银行借款为主。样本企业利息保障倍数及经营性现金流对短期债务覆盖程度较好，偿债能力较强。

随着样本企业业务规模的扩大，其债务规模也持续增长，2017 年 9 月末负债总额为 4,982.91 亿元，较上年末增长 10.30%，同期末资产负债率为 54.54%，较上年末增长 0.85 个百分点。从债务结构来看，样本企业负债以流动负债为主，占负债比重超过 60%，符合行业对流动资金需求较大的特点。近年来刚性债务规模整体呈增长态势且结构上以短期为主，2017 年 9 月末，样本企业刚性债务为 2,549.00 亿元，占负债总额的 51.15%，其中短

期刚性债务占比超过 50%，即期刚性债务偿付压力偏大。从融资方式看，2017 年 9 月末样本企业银行借款总额为 1,832.85 亿元，占刚性债务比重的 71.90%。

图表 28. 样本企业负债构成情况（单位：亿元）

项目	2012 年末	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 9 月末
负债总额	2,466.98	3,003.99	3,533.77	4,150.79	4,517.57	4,982.91
流动负债	1,827.43	2,164.23	2,475.99	2,927.81	3,126.55	3,353.88
非流动负债	639.55	839.76	1,057.79	1,222.98	1,391.02	1,629.03
刚性债务	1,423.00	1,696.58	2,019.40	2,384.40	2,244.04	2,549.00
短期刚性债务	948.35	1,063.56	1,240.70	1,513.13	1,279.93	1,372.50
短期借款	779.66	849.29	844.82	956.28	926.55	1,260.63
应付票据	30.60	47.51	56.28	89.26	100.38	110.66
一年内到期的长期借款	59.76	90.56	157.87	128.06	63.19	—
应付短期融资券	57.50	35.99	131.74	212.98	67.59	—
其他短期刚性债务	18.43	36.02	49.66	126.20	121.84	—
中长期刚性债务	474.65	633.02	778.70	871.27	964.11	1,176.50
长期借款	340.49	418.08	517.47	632.15	539.59	572.22
应付债券	134.16	214.95	261.22	239.12	424.52	604.28

注：新世纪评级整理

偿债能力指标方面，样本企业的流动性偏弱，流动比率和速动比率偏低，2017 年 9 月末分别为 1.28 和 0.68。经营活动产生的现金流对流动负债的保障程度有所波动，自 2015 年以来呈上升态势；近年来样本企业有息负债规模上升，但自身盈利能力也有所提升，自身盈利对于债务的保障程度有所波动，但整体处于较好范围。

图表 29. 样本企业负债构成情况（单位：亿元）

项目	2012 年末	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年 9 月末
资产负债率	56.11	58.79	56.34	55.28	53.69	54.54
流动比率	123.61	123.08	123.37	124.14	127.32	128.14
速动比率	61.62	57.97	55.41	62.51	66.09	67.52
现金比率	39.97	34.67	30.80	35.61	37.18	36.48
EBITDA	422.35	419.93	503.78	564.13	739.46	—
EBITDA/刚性债务	0.30	0.27	0.27	0.26	0.32	—
利息保障倍数	5.35	3.97	3.62	3.62	5.18	—
经营性现金流量净额/流动负债	14.66	11.30	7.10	21.82	29.66	—

注：新世纪评级整理

## 样本企业信用等级分布及级别迁移分析<sup>8</sup>

### 主体信用等级分布

食品行业企业分布的子行业范围较广，已发债企业主要为细分行业中龙头企业，发行人整体信用质量主要集中在 AA 级。2017 年 1~11 月，食品行业公开发行债券主体共计 21 家，其中 AAA 级主体 3 家，AA+级主体 10 家，AA 级主体 7 家，AA-主体 1 家；截至 2017 年 11 月末，食品行业仍在公开发行债券市场有存续债券的发行主体共计 54 家，其中 AAA 级主体 7 家，AA+级主体 14 家，AA 级主体 26 家，AA-级主体 4 家，A+级主体 2 家，C 级主体 1 家。

<sup>8</sup> 本部分主体信用等级均仅考虑发行人付费模式的评级机构的评级结果，即不考虑中债资信的评级结果。此外，统计主体等级分布时剔除了重复主体，即单一主体发行多期债券时只按该主体最新信用等级计一次。

图表 30. 食品行业主体信用等级分布（截至 2017 年 11 月末）

发行主体信用等级	2017 年 1~11 月 <sup>9</sup>		截至 2017 年 11 月末 <sup>10</sup>	
	发行主体数量 (家)	占比 (%)	存续主体数量 (家)	占比 (%)
AAA	3	14.29	7	12.96
AA+	10	47.62	14	25.93
AA	7	33.33	26	48.15
AA-	1	4.76	4	7.41
A+	—	—	2	3.70
C	—	—	1	1.85
合计	21	100.00	54	100.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

### 主体信用等级迁移

2017 年 1~11 月，食品行业发生级别迁移的有 8 家企业，其中 6 家级别上调，2 家级别下调。级别上调的企业分别为北京粮食集团有限责任公司、广西农垦集团有限责任公司、牧原食品股份有限公司、梅花生物科技集团股份有限公司、江西正邦科技股份有限公司和中粮屯河糖业股份有限公司。级别下调的企业为甘肃省敦煌种业股份有限公司和石家庄市建设投资集团有限责任公司。

从级别上调情况看：（1）大公国际将北京粮食集团有限责任公司主体信用等级由 AA+ 级上调为 AAA 级，主要是考虑公司仍承担着北京市和部分中央的政策性粮油储备职能，已开发保障房项目受到北京市政府有力支持，新成立的财务公司有利于加强资金集中管理，成为上市公司第一大股东有利于丰富融资渠道以及盈利能力有所提高等有利因素。（2）新世纪评级将广西农垦集团有限责任公司主体信用等级由 AA 级上调为 AA+ 级，主要是考虑随着食糖价格和生猪价格回升，其主业盈利能力增强，盈利状况持续改善，公司土地资源丰富，目前正在进行清产核资和土地确权工作，有望显著提升公司资本实力。（3）中诚信国际将牧原食品股份有限公司主体信用等级由 AA 级上调为 AA+ 级，主要是基于公司作为行业龙头，拥有自育自繁自养一体化产业链、技术和成本优势，逐年增长的收入规模以及畅通的融资渠道等因素对公司信用水平有所支撑。（4）中诚信国际将梅花生物科技集团股份有限公司主体信用等级由 AA 级上调为 AA+ 级，主要是考虑 2016 年以来味精行业发展稳定，公司作为行业龙头企业继续保持了突出的规模优势和稳定的销售渠道；公司产品结构多元化，受益于玉米等原材料价格的下降及小品种氨基酸价格的上涨，盈利水平大幅提升，同时债务规模下降明显。（5）鹏元资信将江西正邦科技集团股份有限公司主体信用等级由 AA- 级上调为 AA 级，主要是考虑公司饲料生产和生猪养殖规模均处于行业前列，公司生猪养殖业务经营状况较好，带动公司盈利能力大幅提升；2016 年公司成功定向增发有效提升了公司的资本实力，资本结构有所优化。（6）中诚信国际将中粮屯河糖业股份有限公司主体信用等级由 AA 级上调为 AA+ 级，主要考虑 2016 年以来其继续保持了食糖业务产业链完整的优势，同时控股股东实力雄厚、公司非公开发行股票事宜已获国资委通过、融资渠道畅通、收入及净利润水平提升对其信用水平亦起到了良好的拉动作用。

从级别下调情况看：（1）大公国际将甘肃省敦煌种业股份有限公司主体信用等级由 AA- 调整为 A+，主要是考虑公司自有品种竞争能力不强，合资公司敦煌种业先锋良种有限公司出现亏损，2016 年前三季度公司亏损额进一步扩大，短期内盈利能力难以改善以及面临一定的短期债务偿还压力等不利因素。（2）联合资信将石家庄市建设投资集团

<sup>9</sup> 2017 年 1~11 月，食品行业在公开发行债券市场新发行债券的发行主体中，不存在双评级情况。

<sup>10</sup> 截至 2017 年 11 月末，食品行业仍在公开发行债券市场有存续债券的发行主体中，10 家主体存在双评级情况，其中 9 家企业双评级级别不存在差异（表中仅计入 1 次），1 家企业双评级级别存在差异（表中计入 2 次）。

有限责任公司主体信用等级由 AA-调整为 A+，主要是考虑公司委托贷款全部逾期、对外担保发生代偿、其他应收款对公司资金形成较大占用、自身盈利能力弱、产业投资项目未来收益实现有待观察。

从评级展望调整情况看，2017 年 1~11 月，食品行业发生评级展望调整的有 3 家企业，其中 2 家为展望上调，1 家为展望下调。具体看，展望上调的为南宁糖业股份有限公司和好想你枣业股份有限公司，均从负面调整为稳定；展望下调的为西王集团有限公司，从稳定调整为负面。

整体看，2017 年 1~11 月行业内主体信用质量有所分化，但主要呈上升态势。

图表 31. 食品行业主体信用等级迁移情况

2017 年 11 月末		AAA	AA+	AA	AA-	A+	C
2016 年末	AAA	6	-	-	-	-	-
	AA+	1	11	-	-	-	-
	AA	-	4	26	-	-	-
	AA-	-	-	1	4	2	-
	C	-	-	-	-	-	1

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

## 样本企业主要债券品种利差分析<sup>11</sup>

由于食品企业目前发债主体数量相对较少，已发债企业对中长期债券和超短期融资券的发行选择倾向较明显，行业内发行一般短期融资券支数较少，一般中期票据和公司债等债券支数相对较多。2017 年 1~11 月，食品企业合计发行 8 支一般短期融资券、9 支中期票据和 11 支公司债，没有企业债发行，具体发行利差情况详见附录四。

### 1. 短期融资券<sup>12</sup>

2017 年 1~11 月，食品行业内企业仍倾向于发行超短期融资券，故仅有 7 家食品企业发行 8 支一般短期融资券，其中 6 家企业各发行 1 支一般短期融资券，1 家企业发行 2 支一般短期融资券。从发行利差看，西王集团有限公司发行的“17 西王 CP001”和“17 西王 CP002”发行利差分别为 415.32BP 和 427.13BP，广西洋浦南华糖业集团股份有限公司发行的“17 南华糖业 CP001”发行利差为 354.21BP，偏离较大，其余企业发行利差水平较为正常。

图表 32. 食品行业公司债券发行利差情况（单位：BP）

发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
		区间	均值
AAA	1	158.36	158.36
AA+	5	[135.67, 427.13]	277.29
AA	2	[206.67, 354.21]	280.44

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

### 2. 中期票据<sup>13</sup>

<sup>11</sup> 本部分所统计债券种类均为公开发行的债券。

<sup>12</sup> 仅统计 1 年期短期融资券，不含超短期融资券。

<sup>13</sup> 不含中小企业集合票据。

2017 年 1~11 月，食品行业内合计发行中期票据 9 支，其中 2 年期 1 支、3 年期 6 支、5 年期 2 支。从发行人发行时主体信用等级与其发行利差来看，发行人主体信用等级越高，其发行利差越小，符合市场预期。

图表 33. 食品行业公司债券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
2 年	AA	1	427.03	427.03
3 年	AAA	2	[149.02, 176.91]	162.97
	AA+	2	[179.88, 198.73]	189.05
	AA	2	[233.65, 391.04]	312.35
5 年	AA+	2	[234.78, 353.52]	294.15

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

### 3. 公司债券

2017 年 1~11 月，食品行业内合计发行公司债券 11 支，其中 3 年期 4 支、5 年期 7 支。从发行人发行时主体信用等级与其发行利差来看，发行人主体信用等级越高，其发行利差越小，符合市场预期。

图表 34. 食品行业公司债券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
3 年	AA+	2	[180.03, 259.22]	219.63
	AA	1	245.81	245.81
	AA-	1	272.91	272.91
5 年	AAA	3	[122.85, 147.96]	135.00
	AA+	2	[137.68, 150.41]	144.05
	AA	2	[173.53, 349.27]	261.40

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

## 2018 年行业信用展望

### （一）行业整合进一步深化，行业集中度有望进一步提升。

我国食品行业企业数量多、市场竞争程度较高、行业整体集中度不高、同质化竞争明显。近年来，受我国宏观经济下行和政府反腐政策的影响，食品行业整体需求低迷，大中型企业尤其是具有完整产业链的企业和行业龙头企业得益于其规模较大、品牌资源优势及较为稳定的供销渠道，在行业弱势中尚能保持经营稳定，而小、微企业因整体抗风险能力较弱纷纷退出市场，行业落后产能淘汰力度有所加大。此外，随着我国政府对环境保护和食品安全重视程度日益提升，以及相关监管政策的出台，行业内企业生产环境、生产设备及生产管理面临更高的要求，预计也将推动行业集中度进一步提升。

### （二）食品安全风险和环保风险加大。

食品作为生活必需品，产品质量和食品安全是消费者关注的重要因素。好的产品品质将提升产品的美誉度，增强消费者的信心，进而增加销量、提升企业的市场竞争力；反之，如食品安全出现问题，对企业经营将产生难以预计的后果，甚至对整个行业的景气度产生很大的负面影响。目前我国已基本形成了以《中华人民共和国食品安全法》为

核心的食品安全法律法规体系，通过了《刑法修正案（八）》，为加强食品安全监管、严厉打击违法犯罪提供了法律依据。随着食品安全监管体系不断完善，食品安全信息透明度越来越高，消费者食品安全意识越来越强，对整个行业的质量安全管理提出了更高要求，食品行业生产企业需要在原材料采购、生产以及包装等各个环节严控产品质量。

环境监管方面，食品行业中是污染较严重的行业之一，目前国内食品行业企业对环境保护重视程度和治理程度仍停留在较低水平，特别是小、微型企业和小作坊在生产过程中产生废水、废气和废料未能得到有效的转化和处置，对周围环境可能产生不可逆转的破坏，对企业经营亦会产生一定的负面影响。新《环境保护法》对目前农业和农村污染问题增加了指导意见，并进一步加大对违法行为的处罚力度。随着国家对环保要求的不断提高，现有食品企业的生产工艺需符合更为严格的环保要求，使得企业在环保方面投入进一步增加，不符合环保要求的企业将面临关停，进一步加快行业整合，以推动我国食品行业健康发展。

### （三）农业企业获国家政策支持力度大，面临的政策环境较好。

农业是我国国民经济发展和社会稳定的基础产业，受国家政策扶持力度大。为巩固农业的基础地位、稳定农业发展，我国政府已连续 14 年发布了指导农业和农村工作的“中央一号文件”，把加强“三农”工作、推进农业科技创新、强化农业支持保护制度、深化农村土地制度改革、加快转变农业发展方式和深入推进新农村建设等方面作为工作重点，并通过贴息补助、税收政策优惠等支持农业企业的发展，将有利于相关企业规模的扩大，且随着企业专业化水平的提升，其经济效益有望得到提升，行业大型企业盈利能力有望保持稳定。

### （四）深化农业供给侧结构性改革，有利于农业产业化龙头企业的发展。

目前我国农业呈现粮食产量高但产品质量参差不齐，种植成本高但销售价格较低，库存大量积压等状况。2016 年 12 月召开的中央农村工作会议以及 2017 年中央“一号文件”中均提出要深入推进农业供给侧结构性改革，提高农产品有效供给，推动农产品加工转型升级，推动农业可持续发展，培育新型经营主体，发展农业适度规模经营，发展农村新产业新业态。农业产业化龙头企业治理结构完善、管理效率较高、技术水平较为先进，能够在农产品生产方面进行引导示范，并通过市场研究、需求分析及高效运营等，发展订单农业、生产中高端农产品并带动普通农户和其他新型经营主体有效对接市场。深化农业供给侧结构性改革将有利于农业产业化龙头企业的发展。

### （五）生猪存栏量维持低位，猪价降幅有限，畜牧养殖行业景气度较为稳定。

在生猪供给持续收缩的背景下，2015 年 4 月以来我国生猪价格实现触底反弹。虽然随着养殖户补栏意愿增强，2016 年 6 月中旬起猪价有所回落，但目前生猪存栏量和能繁母猪存栏量均维持在低位，预计短期内生猪供应量将不会出现大幅增长，猪价下降幅度有限，整体将保持平稳，且由于饲料价格较为低迷，行业企业经营业绩预计能够得到保障，行业信用质量将保持稳定。

### （六）肉鸡养殖行业去产能显著，行业景气度有望上升，但疫病风险需重点关注。

肉鸡养殖方面，2015 年以来，由于国外发生高致病性禽流感导致封关，我国祖代鸡引种量锐减，2015 年和 2016 年引种量分别仅为 71 万套和 40 万套。虽然目前由于父母代鸡存栏过剩及下游需求低迷导致鸡肉价格低迷，但是长期看，祖代鸡引种量持续下滑，行业去产能显著，鸡价有望回暖，行业企业信用质量有望进一步提升。近期高致病性禽流感频发，对鸡肉需求造成一定影响，也对养殖企业疫病疫情防控提出很大挑战，相关风险仍需重点关注。

**（七）奶牛养殖行业在经历 2016~2017 年的深度调整后，预计后续出现供需紧平衡状态，原奶价格将恢复，奶牛养殖企业经营情况有望好转，但仍需持续关注 2016 年及 2017 年盈利下滑或亏损对企业偿债能力的影响。**

我国乳制品行业上下游行业分化严重，上游奶牛养殖行业受国外进口大包粉冲击影响大，2016~2017 年奶牛养殖行业进入深度调整期，国内奶价持续低迷，行业内企业“倒奶杀牛”现象严重，盈利大幅下滑甚至出现大额亏损。目前，行业去产能效果较为明显，预计 2018 年会出现供需紧平衡状态，原奶价格将持续恢复，奶牛养殖企业经营情况有望好转。但是由于 2016~2017 年经营业绩的大幅下滑，行业内企业债务偿付能力受到一定影响，需进行持续关注。

## 附录一

## 食品行业样本企业信用等级分布及主要财务数据与指标

(2016/Q4~2017/Q3, 合并口径, 亿元)

发行人名称	最新主体评级	评级机构	期末总资产	期末所有者权益	期末资产负债率	期末现金类资产	期末刚性债务	期末流动比率	年度营业收入	年度净利润	年度 EBITDA	年度经营性现金流量净额
深圳市康达尔(集团)股份有限公司	—	—	27.79	20.13	72.46%	6.15	8.92	1.35	14.99	-0.79	0.93	-2.84
湖南正虹科技发展股份有限公司	—	—	6.79	2.03	29.91%	0.73	0.43	1.49	12.69	0.22	0.33	-0.00
合肥丰乐种业股份有限公司	—	—	24.22	10.48	43.26%	0.94	4.06	1.42	14.82	0.59	0.69	-2.84
新希望六和股份有限公司	AAA/稳定	中诚信国际	408.03	146.67	35.95%	23.63	81.43	0.86	624.05	29.05	44.90	29.32
袁隆平农业高科技股份有限公司	—	—	86.49	28.26	32.68%	10.83	15.37	1.92	25.13	6.81	7.19	2.87
山东登海种业股份有限公司	—	—	42.26	5.21	12.32%	5.45	0.55	7.07	13.04	3.51	6.53	-1.14
天邦食品股份有限公司	—	—	40.12	9.83	24.49%	5.66	2.45	1.78	28.42	2.50	5.36	4.29
江西正邦科技股份有限公司	AA/稳定	大公国际/ 鹏元资信	159.90	92.92	58.11%	15.34	61.79	1.04	197.61	5.32	17.37	13.32
广东海大集团股份有限公司	—	—	127.00	61.61	48.52%	8.32	26.06	1.19	337.15	11.36	16.13	3.98
北京大北农科技集团股份有限公司	AA+/稳定	联合资信/ 联合信用	168.86	64.21	38.02%	14.32	36.07	1.41	183.89	12.01	7.44	6.57
深圳市金新农科技股份有限公司	—	—	35.36	16.58	46.90%	3.61	9.83	0.90	31.93	1.65	3.66	1.40
唐人神集团股份有限公司	—	—	58.09	19.49	33.55%	8.85	7.58	1.29	134.19	3.38	2.43	6.00
安徽荃银高科种业股份有限公司	—	—	15.57	7.33	47.06%	4.27	0.13	1.70	7.58	0.27	0.74	1.94
海南神农基因科技股份有限公司	—	—	26.01	5.18	19.92%	2.37	2.38	3.83	17.85	0.54	1.47	-1.75
甘肃亚盛实业(集团)股份有限公司	AA/稳定	联合信用	79.08	31.52	39.86%	11.01	22.32	1.89	18.60	0.84	3.45	0.40
金健米业股份有限公司	—	—	19.46	11.51	59.16%	2.68	8.34	0.97	27.11	0.04	-2.76	-0.00
甘肃省敦煌种业股份有限公司	A+/稳定	大公国际	27.09	12.42	45.83%	3.88	9.44	1.86	6.43	-0.05	1.97	-2.80
万向德农股份有限公司	—	—	7.86	2.90	36.91%	4.12	0.00	1.97	2.97	0.61	12.42	0.17
通威股份有限公司	—	—	251.36	119.13	47.40%	19.31	65.86	0.89	248.00	16.87	21.10	27.34
新疆赛里木现代农业股份有限公司	—	—	22.89	17.38	75.94%	3.62	6.99	0.78	17.55	-6.89	-6.04	0.73
黑龙江北大荒农业股份有限公司	—	—	80.47	21.06	26.18%	11.12	0.04	1.70	29.65	6.82	10.17	9.94



## 食品行业样本企业信用等级分布及主要财务数据与指标

(2016/Q4~2017/Q3, 合并口径, 亿元)

发行人名称	最新主体评级	评级机构	期末总资产	期末所有者权益	期末资产负债率	期末现金类资产	期末刚性债务	期末流动比率	年度营业收入	年度净利润	年度 EBITDA	年度经营性现金流量净额
江苏省农垦农业发展股份有限公司	—	—	61.85	10.90	17.63%	3.85	2.40	4.74	42.21	5.57	6.90	3.64
福建傲农生物科技集团股份有限公司	—	—	23.98	14.54	60.65%	4.05	6.22	0.98	49.60	1.33	1.96	1.58
辽宁禾丰牧业股份有限公司	—	—	60.14	24.79	41.22%	6.58	13.15	1.24	133.85	4.12	7.28	4.12
福建天马科技集团股份有限公司	—	—	15.46	7.44	48.14%	1.47	5.28	1.53	9.80	0.87	1.21	-2.13
罗牛山股份有限公司	—	—	61.89	24.96	40.32%	7.90	8.27	1.59	14.87	1.50	2.60	3.81
中水集团远洋股份有限公司	—	—	13.06	5.68	43.46%	3.35	0.87	1.39	7.68	1.46	0.65	2.85
河南双汇投资发展股份有限公司	—	—	222.04	78.33	35.28%	50.68	22.85	1.10	508.22	44.63	68.32	60.60
獐子岛集团股份有限公司	—	—	46.22	34.49	74.63%	6.08	31.27	1.31	31.95	1.22	4.17	0.96
山东东方海洋科技股份有限公司	—	—	40.15	10.24	25.50%	4.04	8.43	3.22	7.87	1.25	1.99	1.17
天康生物股份有限公司	—	—	47.15	17.91	37.99%	10.44	9.59	1.55	46.54	3.91	6.34	4.18
大连天宝绿色食品股份有限公司	—	—	51.04	23.64	46.32%	6.84	20.58	7.71	13.46	1.42	3.06	1.93
山东仁和牧业股份有限公司	—	—	21.88	14.47	66.13%	2.63	7.81	0.56	10.80	-3.86	2.98	-0.59
福建圣农发展股份有限公司	AA/稳定	联合信用	115.03	57.47	49.96%	3.05	44.90	0.44	87.74	2.24	15.66	9.85
河南华英农业发展股份有限公司	—	—	81.34	53.23	65.44%	28.07	41.60	1.20	36.22	0.80	4.13	-4.10
山东得利斯食品股份有限公司	—	—	16.43	3.16	19.25%	0.63	0.33	1.81	14.86	-0.06	0.77	0.67
大连壹桥海参股份有限公司	—	—	32.43	4.14	12.77%	0.49	0.02	3.37	7.20	3.00	5.27	5.30
山东益生种畜禽股份有限公司	—	—	19.97	6.59	32.98%	1.17	4.49	0.72	8.16	-1.30	6.62	-0.22
雏鹰农牧集团股份有限公司	AA/稳定	联合信用	210.72	132.56	62.91%	36.96	108.26	1.48	55.55	8.99	16.46	17.53
百洋产业投资集团股份有限公司	—	—	35.44	13.03	36.76%	7.36	7.31	1.30	21.73	0.86	1.59	0.74
牧原食品股份有限公司	AA+/稳定	中诚信国际	189.83	92.60	48.78%	13.23	73.89	0.85	88.63	23.72	29.57	15.10
山东龙大肉食品股份有限公司	—	—	25.09	5.10	20.31%	7.33	0.83	3.46	61.03	2.00	3.10	1.91
山东仙坛股份有限公司	—	—	25.85	5.03	19.44%	5.74	0.22	3.07	21.48	1.32	3.81	3.58
浙江华统肉制品股份有限公司	—	—	15.08	3.09	20.50%	1.50	1.00	2.36	45.85	1.14	1.68	2.22
山东省中鲁远洋渔业股份有限公司	—	—	10.19	3.23	31.66%	1.12	1.59	1.38	9.00	0.81	0.97	0.95
湛江国联水产开发股份有限公司	AA-/稳定	中诚信证评	37.59	18.48	49.17%	2.56	15.00	2.50	37.83	1.43	1.72	-5.63
新疆天山畜牧生物工程股份有限公司	—	—	7.59	3.97	52.28%	0.97	2.93	0.65	1.81	-1.04	-1.37	0.66

## 食品行业样本企业信用等级分布及主要财务数据与指标

(2016/Q4~2017/Q3, 合并口径, 亿元)

发行人名称	最新主体评级	评级机构	期末总资产	期末所有者权益	期末资产负债率	期末现金类资产	期末刚性债务	期末流动比率	年度营业收入	年度净利润	年度 EBITDA	年度经营性现金流量净额
广东温氏食品集团股份有限公司	AAA/稳定	联合信用	448.20	143.42	32.00%	8.82	59.81	1.61	549.30	50.32	141.72	63.90
上海梅林正广和股份有限公司	—	—	113.29	59.44	52.47%	35.14	28.97	1.42	209.86	4.60	8.14	15.75
上海开创国际海洋资源股份有限公司	—	—	16.96	8.34	49.15%	2.78	5.06	1.46	17.20	1.96	1.29	2.97
大湖水殖股份有限公司	—	—	16.76	3.37	20.13%	1.87	1.15	3.26	10.33	0.11	0.68	-0.76
湖北武昌鱼股份有限公司	—	—	2.93	1.77	60.30%	0.02	0.80	0.05	0.15	-0.47	-0.20	0.07
山东好当家海洋发展股份有限公司	—	—	56.66	26.59	46.94%	7.15	22.91	0.74	11.32	0.51	3.50	3.54
河北福成五丰食品股份有限公司	—	—	23.09	4.91	21.28%	4.91	2.61	2.63	13.48	1.56	3.29	2.59
湖南新五丰股份有限公司	—	—	17.66	4.86	27.50%	6.03	2.22	3.24	18.10	0.31	2.46	2.07
湖南粮食集团有限责任公司	AA/稳定	中诚信国际/东方金诚	143.50	114.68	79.91%	23.46	92.52	1.04	65.29	0.25	5.95	-14.99
伊犁农四师国有资产投资有限责任公司	AA+/稳定 //AA/稳定	新世纪评级 /中诚信国际	276.05	148.21	53.69%	48.26	92.33	1.28	108.76	4.08	11.78	-0.23
广东粤合资产经营有限公司	AA-/稳定	新世纪评级	116.70	98.54	84.44%	21.47	76.22	1.24	208.63	1.11	4.29	3.17
浙江省农村发展集团有限公司	AA/稳定	新世纪评级	162.50	129.09	79.44%	16.08	82.40	1.04	108.36	-1.14	3.32	2.70
甘肃省农垦集团有限责任公司	AA/稳定	大公国际	182.62	99.32	54.38%	22.96	52.41	1.22	41.42	0.53	8.19	4.31
安徽省农垦集团有限公司	AA/稳定	新世纪评级	339.17	79.25	23.37%	17.07	9.77	1.14	19.18	1.63	3.24	5.20
光明食品(集团)有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	2,460.20	1,628.64	66.20%	369.79	945.39	1.33	1677.96	30.37	112.10	138.11
舟山海洋综合开发投资有限公司	AA+/稳定	中诚信国际	332.89	215.08	64.61%	30.06	89.33	1.79	30.44	2.96	8.67	-19.16
北京粮食集团有限责任公司	AAA/稳定	大公国际	278.56	204.14	73.28%	36.86	138.55	1.11	360.59	7.18	16.32	-20.01
北京首都农业集团有限公司	AAA/稳定 /AA+/稳定	大公国际 /联合信用	691.88	490.41	70.88%	142.53	213.11	1.24	432.02	6.25	26.97	26.18
内蒙古圣牧高科牧业有限公司	AA/稳定	中诚信国际/ 联合信用	111.31	49.36	44.34%	7.32	36.98	1.20	30.03	3.70	12.32	7.46
现代牧业(集团)有限公司	AA/稳定	新世纪评级	142.90	98.57	68.98%	6.57	69.34	0.50	46.42	-13.71	-3.34	4.39

注：主要财务数据为 2017 年 9 月末数据；年度数据为 2016Q4-2017Q3 的数据，其中 EBITDA 为 2016 年度数据

## 附录二

## 食品行业样本企业信用质量

(略)

## 附录三

## 2017 年 1~11 月食品行业发债主体级别调整情况

发行人	评级机构	最新主体等级及展望	最新评级日期	2016 年末主体等级及展望
北京粮食集团有限责任公司	大公国际	AAA/稳定	2017-06-28	AA+/稳定
中粮屯河糖业股份有限公司	中诚信国际	AA+/稳定	2017-09-08	AA/稳定
广西农垦集团有限责任公司	新世纪评级	AA+/稳定	2017-06-29	AA/稳定
牧原食品股份有限公司	中诚信国际	AA+/稳定	2017-05-27	AA/稳定
梅花生物科技集团股份有限公司	中诚信证评	AA+/稳定	2017-04-27	AA/正面
西王集团有限公司	大公国际	AA+/负面	2017-07-06	AA+/稳定
江西正邦科技股份有限公司	鹏元资信	AA/稳定	2017-05-02	AA-/稳定
甘肃省敦煌种业股份有限公司	大公国际	A+/稳定	2017-04-21	AA-/负面
石家庄市建设投资集团有限责任公司	联合资信	A+/稳定	2017-07-14	AA-/负面

## 附录四

## 2017 年 1~11 月食品行业发行债券利差情况

发行债券种类	发行期限(年)	发行时主体信用等级	发行主体	发行利差(BP)
短期融资券	1 年	AAA/稳定	新希望集团有限公司	158.36
		AA+/稳定	伊犁农四师国有资产投资有限责任公司	135.67
		AA+/稳定	广西农垦集团有限责任公司	195.71
		AA+/稳定	江苏省盐业集团有限责任公司	212.64
		AA+/负面	西王集团有限公司	415.32
		AA+/负面	西王集团有限公司	427.13
		AA/稳定	甘肃省农垦集团有限责任公司	206.67
		AA/稳定	广西洋浦南华糖业集团股份有限公司	354.21
中期票据	2 年	AA/稳定	河南众品食品有限公司	427.03
	3 年	AAA/稳定	光明食品(集团)有限公司	149.02
		AAA/稳定	新希望集团有限公司	176.91
		AA+/稳定	中国盐业总公司	179.88
		AA+/稳定	广西农垦集团有限责任公司	198.73
		AA/稳定	牧原食品股份有限公司	233.65
		AA/稳定	山东三星集团有限公司	391.04
	5 年	AA+/稳定	湖南省轻工盐业集团有限公司	353.52
AA+/稳定		舟山海洋综合开发投资有限公司	234.78	
公司债券	3 年	AA+/稳定	湖北省宏泰国有资本投资运营集团有限公司	180.03
		AA+/稳定	广西农垦集团有限责任公司	259.22
		AA/稳定	现代牧业(集团)有限公司	245.81
		AA-/稳定	湛江国联水产开发股份有限公司	272.91
	5 年	AAA/稳定	光明食品(集团)有限公司	122.85
		AAA/稳定	广东温氏食品集团股份有限公司	147.96
		AAA/稳定	广东温氏食品集团股份有限公司	134.20
		AA+/稳定	北京首都农业集团有限公司	137.68
		AA+/稳定	北京首都农业集团有限公司	150.41
		AA/稳定	江西正邦科技股份有限公司	173.53
AA/稳定	湖南粮食集团有限责任公司	349.27		