

撰写人：刘伟强

专业职称：高级分析师

联系电话：82872861

电子邮箱：liuwq@scrc.com.cn

饲料行业评级方法

前言

本评级方法主要介绍了鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）在对饲料企业评级时关注的主要因素，主要适用于饲料行业中的生产性和贸易性企业。

鹏元界定饲料企业的标准参照《我国上市公司的行业分类标准》，即以营业收入来划分，饲料业务营业收入占公司总营业收入的比重大于或等于 50% 的企业归属饲料企业；若饲料业务收入比重不到 50%，但比其他业务所产生的收入高出 30% 也可划入饲料企业。

本评级方法旨在帮助发行人、投资者以及其他相关机构了解鹏元在对饲料企业的信用评级过程中主要考虑的因素以及评级基本框架。需要指出的是，本评级方法并未涵盖鹏元在具体评级时所考虑的所有因素，在确定最终级别时可能会因具体企业情况的不同而有所区别。

鹏元对饲料企业的信用评级的最终目的是在分析行业景气度和发展前景的基础上，围绕业内企业的经营状况、资产质量以及综合财务实力来判断其整体实力及偿债能力，而在影响企业整体竞争实力的因素中，鹏元主要考虑了企业的经营规模、管理水平、资产质量、盈利能力、筹资能力以及政策影响等因素，而这些因素的表现将影响饲料企业整体的竞争能力和偿债能力。鹏元将在本评级方法中详细阐述这些因素。

一、行业概况

1、行业发展情况

饲料行业发展水平是衡量一国农牧业综合实力的重要指标之一。改革开放以来，我国饲料工业得到快速发展，特别近 10 年来，饲料产量由 1991 年 3,583 万吨增长到 2006 年的 1.11 亿吨（其中配合饲料 8,117 万吨、浓缩饲料 2,456 万吨、添加剂预混饲料 486 万吨），上世纪九十年代年均增速达到了 10.5%，近 4 年年均增速为 6.03%；预计到 2015 年，我国饲料产业总产量将达到 1.6-1.8 亿吨。饲料工业年平均以 10% 左右速度增长，发展成为门类比较齐全，功能比较完善的产业体系，实现了饲料产量、产值、利税和就业人数的同步增长。

饲料行业在“九五”后期，一些制约我国饲料工业进一步发展的瓶颈问题，如饲料原料问题、饲料企业科技、管理水平问题、饲料安全问题、政府部门的宏观管理与支持等问题逐渐暴露出来，使得饲料工业发展的速度明显放慢。业内企业如何面对和解决这些问题，成为“十五”期间及之后，我国饲料工业能否实现持续、良性发展的关键。

现阶段，我国饲料工业的发展进入了成熟期，由数量的扩张、快速发展，转向优化结构、稳步提高，所有制构成向多元化发展，企业组织向大型化、集中化方向发展，产品向名品化、系列化方向发展，产品结构也在调整。这些变化趋势，随着市场化程度的提高、竞争的加剧而日趋明显。

饲料行业发展具有地区发展不平衡、饲料业与养殖业相互依存、饲料产品结构发生变化、饲料企业转换经营策略、主原料价格波动大等特点。在资本结构方面，我国饲料业形成了以民营资本(含外资)为主的产业资本结构。从数量上看，在中国目前已有的饲料企业中，90% 的饲料企业都是民营企业。这种产业资本结构决定了较为开放的产业政策，并形成了竞争激烈的市场结构。在细分产品上，工业化生产的家禽饲料在全球饲料产量中保持最大的份额。由于鸡肉的消费量持续增长，因此肉鸡饲料的增长速度最快，其次是猪饲料和牛饲料，后者主要是乳牛用的精饲料。鱼和甲壳纲动物以及某些“次要物种”如马、狗和猫的饲料，在饲料总产量中所占的份额将继续上升。

饲料业发展依赖于下游需求的发展。近年来，我国养殖业效益持续下滑，国内各饲料企业开工不足，大型饲料企业纷纷利用规模、资金的优势，通过价格战实现控制区域市场、提高市场占有率的目的。目前，我国饲料行业整体利润率较低，而大企业凭借规模、品牌和技术优势，保持着一定的盈利水平。

由于饲料行业在“种植业—饲料业—养殖业”的产业链条中居于中间环节，而饲料是发展养殖业的重要支柱，饲料加工是发展农产品加工的重要途径，饲料卫生质量是提高动物源性食品安全的重要保障，在政府逐步加大对农业重视力度的背景下，我国的饲料工业未来仍然具有广阔的发展前景。

2、行业特点

(1) 饲料业本身属于食品业，饲料安全问题突出。饲料本身的安全是生产绿色肉食品的基础，饲料安全不仅关系到饲养动物的安全和生产效率，更直接影响到人的安全和健康。

(2) 饲料业受种植业与养殖业发展的制约。饲料业的发展除了养殖业和种植业等基础性条件之外，还需要物流、营销等作为产业发展的外部支持条件。

(3) 人口的增长（并非动物产品人均消费量的增加，但鸡肉除外）仍是推动饲料产量增加的主要因素。即使在国内需求疲软的情况下，肉品出口量增加仍有助于保持饲料的产量水平。

(4) 饲料产品是微利产品，企业的发展要靠规模求效益。行业产品具有同质性，价格竞争和品牌竞争是市场竞争的主要手段。

(5) 行业技术和资金壁垒较低，生产要素易于获得，进出市场比较容易。

3、行业发展趋势

➤ 产业链进一步延伸

当前的饲料行业具有发展不平衡，饲料业与种植和养殖业相互依存的特点，种植和养殖行业直接影响着饲料行业的发展。因此，进一步完善产业链，将饲料行业的经营扩展到种植、养殖行业并延伸到屠宰业是行业发展的大趋势。但是，产业链的延伸需要大量的资金投入，而目前行业内资金实力强的企业不多。为实现资源共享，做到相互依存，产生协同效应，达到共同发展的目的，通过股权置换的方式形成纵向一体化的联合体将是业内大多数企业的良好选择。

➤ 重新整合

我国目前饲料行业中 90% 的饲料企业都是民营企业，这种产业结构决定了较为开放的产业政策，并形成了竞争激烈的市场结构。由此价格战、企业人才流动非常激烈。单个的中小型企业很难独立面对和承担原料价格、养殖行业结构调整等方面带来的风险。因此，业内企业需考虑如何重新整合，以避免被淘汰或兼并的风险。

➤ 注重科技在产业链中的关键作用

国内饲料企业不重视科技投入，在某类产品上市前缺乏研究和试验，这结果必然会导致推广的困难，进而只能用低价吸引客户，从而使企业自身陷入恶性循环。国内企业在科技投入不足还体现在缺乏自主知识产权的技术成果。就目前的情形来看，纠缠价格战已经失去意义，注重科技的应用，尽快步入差异化经营轨道，成为业内企业进一步发展壮大主要动力。

二、评级思路

鹏元评级的核心是揭示受评企业债务的违约风险，我们对于受评企业等级的评定主要从偿还能力的强弱入手，通过分析影响受评企业的资产质量、盈利能力、现金流及资金来源等各种因素，包括行业发展趋势及影响、受评企业经营情况和财务状况等方面，最终对偿还能力的高低和违约风险的大小作出评价。

在评级思路，鹏元在评级中结合当前的经济环境和受评企业自身的特点，遵循从宏观到微观的思路，强调分析的逻辑性和全面性。

我们首先从外部宏观经济和政策环境对饲料行业内企业经营的影响程度。我们主要分析经济形势和政策环境，饲料行业前景及对经济形势变化的反应，以及受评企业在行业中的竞争地位。为揭示受评企业的发展能力，我们考察其所制定的发展计划的合理性、可操作性及执行情况，是否符合行业发展趋势等。

明确宏观环境后，在行业分析的基础上过渡到对企业的业务运作和管理执行情况进行分析的层面，鹏元通过回顾受评企业过往经营业绩、管理水平、财务状况以及发展战略等因素，揭示可能影响企业未来盈利、现金流和偿债能力的因素。

最后，鹏元考虑受评企业的筹资能力，包括直接的和间接的，以及资金来源的稳定性和可靠性，从中分析受评企业的资本结构影响现金流的能力和及时偿付到期债务的可能性。

三、评级关注点

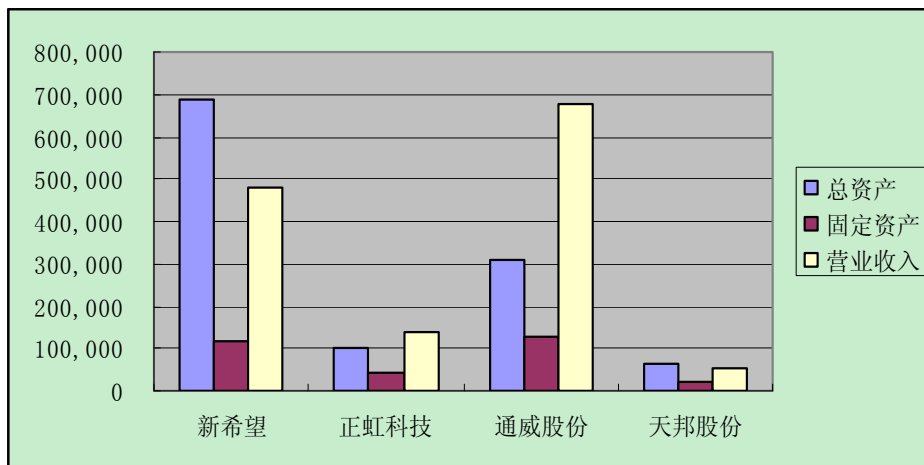
鹏元在分析行业景气度、竞争状况及行业发展趋势的基础上，在对饲料行业具体企业进行信用评级时，以围绕企业的偿债能力及偿债意愿为核心，着力考察企业未来的盈利能力和现金流量。影响饲料企业盈利水平和现金流量的因素有多方面，我们建议在分析时应着重关注以下几个方面：

1、规模与布局

饲料行业竞争激烈，产品同质性高，产品毛利水平较低，企业通过薄利多销寻求规模效益以支撑自身的发展，这是业内企业目前面临的现实状况，也是行业发展的必然。

企业如何获得规模效益、取得效益的多少很大程度上取决于自身经营与投资规模。正常情况下，企业经营规模越大，经济实力越强，收入越有保障（见图 1），因此越有能力实施产品研发、网络拓宽、进一步扩大生产规模等一系列有助于收入水平提升的措施。

图 1 2007 年上市饲料企业规模及收入对比（单位：万元）



资料来源：各公司年报

目前国内饲养业采用集约化规模饲养与传统农户分散饲养相结合，但以分散饲养为主，这一特点决定了国内饲料需求的市场集中度不高。尽管国内饲料企业很多，但生产能力都有限，就目前的情况看，较多饲料企业的经营布局以基地型方式为主，即以生产基地为圆心，辐射周边一定范围。这种方式下的产品资源较有保障，但因运输成本相对较高，这些企业都能且只能在基地周边占有一定的市场份额，若企业经营布局仅局限在某地或无拓展经营布局的计划，这种明显的区域性特征很大程度上会限制企业盈利水平的进一步提高。因此，在对饲料企业评级时，企业的经营规模和主要的销售区域是否有生产基地是分析其经营实力和持续盈利能力的重要考察点。

分析要点主要包括：

➤ 业务和产品种类

该要点的核心是考察企业的经营规模和收入来源渠道，通过分析企业各类业务或各种产品在营业收入或总产量中的比重，以考察企业业务经营的重心、收入来源的多元化和稳定程度。

➤ 生产情况

该要点的核心是通过了解企业的产能、实际生产量、定单量及完成情况等，来考察企业生产状况的执行情况，进而分析企业产能利用率程度，以及未来是否需要进一步增加投资以扩大生产规模。

➤ 营销网络

该要点的核心主要是考察企业营销网点的布局及合理性，分析各网点对总收入的贡献程度、收入来源的稳定及持续程度。

2、管理与战略

饲料产品生产周期较短，必然要求资产的周转速度能保障生产处于良性的循环状态。我们认为，企业自身的生产管理水平是决定资产运营效率的重要因素之一，因此，我们关注企业为保障业务的持续运作而制定的管理制度的合理性和可操作性。

在具体分析时，可从以下要点进行分析：

➤ 组织架构

该要点的核心主要是通过考察企业目前组织架构的配置，分析是否符合自身经营管理的需要，进而判断企业在这一架构下对业务运作、资金运用的控制能力以及未来经营发展的影响程度。

➤ 管理制度的制定与执行

该要点的核心主要是考察企业是否根据自身经营特点而制定制度及制度的合理性，并分析在具体执行时对改善或提高管理水平的影响程度。

➤ 发展规划

该要点的核心主要是考察分析企业是否有针对自身目前的经营状况、行业发展趋势等情况而制定出的有利于未来盈利水平提高和可持续发展的具体举措或方案。

3、存货质量

饲料生产性企业的存货通常是其重要的资产组成部分，存货的质量和周转是反映企业资产质量和运营效率的重要因素，因此是评级时重要的考察点。在分析企业的存货质量时，主要从存货的构成及周转率着手。

一般情况下，饲料生产性企业的存货是以原材料为主，产成品的占比相对较低。在分析原材料的占用时，主要通过企业自身的生产能力并结合存货周转率来分析占用是否符合生产

需求，由此判断占用的合理性；而在分析产成品的占用时，一旦出现产成品占存货的比重很高，应引起分析员的高度关注，需要了解核实造成这一状况的原因（积压或尚未结算）并分析影响程度。

企业存货运营效率的高低，不仅直观地反映出企业在采购、储存、生产、销售各环节管理工作状况的好坏，而且对企业的收入水平高低产生决定性影响（见表1）。

表1 2007年上市饲料企业存货周转率及收入对比

	新希望	正虹科技	通威股份	天邦股份
存货周转率（次）	6.40	5.83	9.74	4.18
存货占流动资产比重	40.53%	44.60%	48.33%	30.64%
营业收入（万元）	479,177	139,075	674,944	55,838

资料来源：各公司年报

因此，存货周转率是对饲料企业进行财务分析时必不可少的重要指标，而在分析时应从企业的生产状况并结合行业数据进行考察。

分析要点主要包括：

➤ 存货质量及变动情况

该要点的核心主要是分析受评企业存货的结构，即存货各组成明细占存货的比重，以表明企业各明细资产的集中程度，从中分析企业存货的构成是否符合自身业务运营特点。同时，针对近年某明细类存货变动较大的情况，分析引起这一变动的内在原因、合理性以及未来的变化趋势，从而对存货的质量进行分析，并做出综合判断。

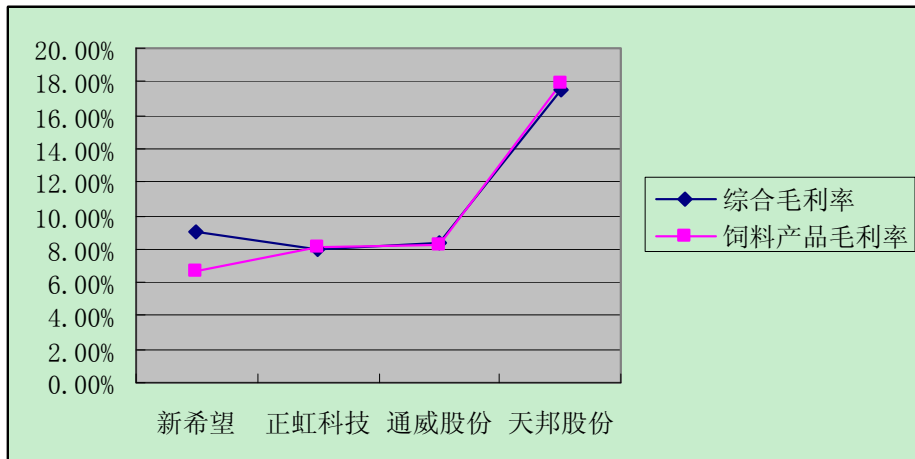
➤ 存货周转率

该要点的核心主要是考察企业存货的运营效率，从中揭示企业的生产管理水平和存货的变现能力。具体分析时，通过近年周转速度的变动情况，揭示造成这一变化的深层次原因，进而判断这一原因对未来运营的影响程度。

4、盈利能力

饲料业务具有区域性和运输成本高的特点，加之产品同质性高、行业进入壁垒较低，无序竞争导致饲料企业的毛利水平相对较低。目前情况下，国内饲料企业的毛利率范围一般在5%-10%左右（见图2）。

图 2 2007 年上市饲料企业毛利水平对比



资料来源：各公司年报

若受评企业的主业毛利水平与上述毛利水平偏差大，应重点深入了解产生偏差的原因，由此做出具体分析；在考察受评企业未来的盈利能力时，在考虑受评企业经营规模、生产技术实力、市场份额、产品品牌等现有因素外，再结合企业的投资计划或已获的定单，进而对受评企业未来的获利能力做出分析与判断。

饲料经营企业的生产规模、生产技术、经济实力、营销网络、经营业绩以及品牌声誉等因素决定着企业在市场内的份额和竞争能力，这对企业的盈利能力影响很大，需要进行详细的资料收集与分析，重点指出其优势和劣势，并分析其优势是否能持续，劣势能否克服。

分析要点主要包括：

➤ 主营业务收入

该要点主要分析企业收入的构成及来源的稳定程度。通过近年变化的趋势，揭示造成这一趋势的深层次原因，以考察是否影响企业未来收入水平的程度。

➤ 毛利率

该要点主要考察企业在经营中的议价能力、成本控制能力以及转嫁能力。分析时应结合行业平均水平，揭示企业盈利能力的高低，而这一状况未来能否改善、保持或提高。

➤ 总资产报酬率

该要点主要考察企业全部资产的获利水平，是企业综合盈利能力的反映。分析时应结合行业平均水平，揭示企业的资产利用效益、财务杠杆的利用程度以及经营管理水平。

5、筹资能力

饲料企业以规模获取效益，资金实力对企业的经营有着重要的影响。一旦企业资金周转

困难时，能否获得资金支持将是至关重要的；鹏元除了关注受评企业自身业务经营产生的现金流以外，同样关注受评企业对外获取资金的能力或手段。在具体分析时，我们会结合金融机构给予的授信额度、企业自身在资本市场的筹措能力以及股东的扶持力度等方面进行分析判断。

6、政策影响

饲料业在农业产业链中处于养殖业和种植业的中间环节，因其上下游产业均关系到国计民生，自改革开放以来，我国政府逐步加大了对饲料工业的重视力度，制定了一系列相关政策。而为促进饲料业持续的健康发展，国家政府会根据不同时期的经济形势进行补充和调整政策，进而影响到业内企业的盈利和发展。因此，考虑到政策存在变动的可能性，在评级时应随时关注国家政策的变动情况。

值得关注的是，由于饲料业务经营具有明显的区域性特征，而饲料行业的发展水平是衡量农牧业综合实力的重要指标之一，因此在评级时，不仅需要关注国家政策，还需要关注地方政府是否有针对饲料企业出台的其他优惠或具体化的相关政策，如陕西省对符合条件的当地饲料企业在 2001 年至 2010 年期间一律减按 15% 的税率征收企业所得税。

四、特殊事项分析

除上述的评级关注点外，鹏元还关注可能影响受评企业偿付能力的特殊及其他事项，提示事先不能合理预测的因素，如并购、事故、特殊市场因素变化、对外担保、产品质量承诺情况以及未决诉讼等情况。

由于上述事项的发生很可能导致受评企业产生偿债违约风险，因此对于这部分内容的分析，主要是通过揭示企业是否因上述情况而存在大量的或有负债，并分析判断这些或有负债引发风险可能性的高低，从而考察受评企业偿债能力及意愿对信用级别的影响。

附件 饲料行业相关知识

1、饲料业基本概念

“饲料”是指在合理饲喂条件下能对家畜、家禽、水产动物提供营养物质、调控生理机制、改善动物产品品质，且不发生有毒、有害作用的物质。

饲料工业中的基本概念

名称		定义	种类
饲料 feed		经工业化加工、制作的供动物食用的饲料。	单一饲料、添加剂预混合饲料、浓缩饲料、配合饲料和精料补充料。
饲料原料 feedstuff		除饲料添加剂以外的用于生产配合饲料和浓缩饲料的单一饲料成分。	饲用谷物、粮食加工副产品、油脂工业副产品、发酵工业副产品、动物性蛋白质饲料、饲用油脂等。
饲料添加剂 feedadditive	营养性饲料添加剂 nutritive feedadditive	用于补充饲料营养成分的少量或者微量物质。	饲料级氨基酸、维生素、矿物质微量元素、酶制剂、非蛋白氮等。
	一般性饲料添加剂 general feed additive	为保证或者改善饲料品质、提高饲料利用率而掺入饲料中的少量或者微量物质。	
	药物饲料添加剂 medical feed additive	为预防、治疗动物疾病而掺入载体或者稀释剂的兽药的预混物。	抗球虫药、驱虫剂类、抑菌促生长类等。

2、饲料种类

饲料种类具体细分如下：

按来源可分为：植物性、动物性、矿物质和人工合成或提纯的产品；

按形态可分成：固体、液体、胶体、粉状、颗粒及块状等类型；

按饲用价值分成：粗饲料、青饲料、青贮饲料、能量饲料、蛋白质饲料、矿物质饲料、维生素饲料、营养性添加剂及非营养性添加剂等。

3、子行业分类

行业细分类

子行业	细分	产品	地位
饲料加工业	配合及混合饲料制造业	添加剂预混合饲料、浓缩饲料、配合饲料、混合饲料等	饲料加工行业是饲料行业的主体。
	蛋白饲料制造业	动物性蛋白饲料、植物性蛋白饲料等	
	水产饲料制造业	海水、淡水鱼、虾、贝饲料	
	其他饲料制造业		
饲料添加剂	营养性饲料添加剂	饲料级氨基酸、维生素、矿物质微量元素、酶制剂、非蛋白氮等	饲料添加剂的生产状况表现了一国饲料发展的水平。
	药物饲料添加剂	抗球虫药、驱虫剂类、抑菌促生长类等	
	一般性饲料添加剂		
饲料原料工业	玉米	玉米	饲料原料作为饲料行业的直接上游行业，对饲料生产的影响重大。
	豆粕	豆粕	
	鱼粉	鱼粉	
饲料加工机械行业			饲料加工机械行业为饲料工业提供设备和技术支持。