作　者：刘　越
邮　箱：research@fecr.com.cn

雏鹰农牧集团债券违约分析

摘 要

2018 年 11 月 5 日，“18 雏鹰农牧 SCP001”未能兑付本息 527,739,726.03 元，构成实质性违约。除了宏观降杠杆、银行信贷收缩等宏观方面的影响以外，发行人自身的问题在于主营业务收入大幅下降、资产受限较多、投资收益下降及实际控制人股份被冻结等多方面因素。这些问题造成发行人在营业利润下降的同时，也很难通过其他渠道融到资金偿还债务，进而导致违约。

相关研究报告：

1.《房地产 ABS 系列产品研究—物业费 ABS》，2018.11.14

2.《从央行第三季度货币政策执行报告看信用：谈民企融资》，2018.11.13

3.《房地产 ABS 系列产品研究—供应链金融 ABS》，2018.11.07

一、违约事件简要回顾

“18 雏鹰农牧 SCP001”应于 2018 年 11 月 5 日兑付本息，截至 2018 年 11 月 5 日营业终了，雏鹰农牧集团股份有限公司（以下简称“发行人”）未能按照约定将兑付资金按时足额划至托管机构，已构成实质违约。

该期债券发行总额 5 亿元，债券期限 270 天，票面利息 7.5%，违约金额 527,739,726.03 元。发行人的评级机构是联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”），发行人在 2018 年 3 月 26 日最后一次通过发行债券募集资金时的主体评级是 AA，随后在同年 7 月 24 日、8 月 13 日、9 月 7 日、10 月 23 日及 11 月 5 日主体评级分别被降至 AA-、A、BBB、B 及 C，目前的发行人主体评级是 C。

二、发行人基本情况概述

发行人全称雏鹰农牧集团股份有限公司，前身是河南雏鹰禽业发展有限公司，系侯建芳、侯五群及刘喜娣三名自然人于 2003 年 5 月 14 日共同投资组建成立。2010 年，发行人首次公开发行人民币普通股（A）股 0.34 亿股，在深交所挂牌上市（股票简称“雏鹰农牧”，股票代码“002477”）。后经过多次资本公积转增股本，截至 2018 年 9 月 30 日，发行人的注册资本为 31.35 亿元，实际控制人是侯建芳，持股比例 40.20%。

截至 2018 年 6 月底，发行人纳入合并财务报表的子公司共 44 家，包括 22 家二级子公司、18 家三级子公司和 4 家四级子公司。发行人及其子公司经营业务包括家畜养殖与销售、家畜屠宰、鲜冻肉熟食以及粮食销售、贷款、担保业务，农业产业基金、电商、贸易、农牧机械、兽医机械、农业建材的生产及销售等。其中主营业务是畜类、粮食贸易、互联网及类金融三个板块，2017 年报中分别在主营业务中收入占 47.10%、40.49%及 11.98%。

三、违约债券原因分析

（一）受“猪周期”叠加“非洲猪瘟”影响，发行人利润总额连续两季度为负

生猪产品作为发行人的主营产品，2017 年年报显示其为发行人带来了 28.61%的主营业务收入，毛利率为 15.80%。表 1 是近几年发行人营业收入的主要构成，可以看到 2015-2017 年生猪产品一直占营业总收入的最大比重，分别是 41.39%、35.18%和 28.61%。

表1:发行人三年及一期营业收入构成（单位：亿元）

	2018-09-30	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31
营业总收入	35.33	56.98	60.90	36.19
生猪产品	--	16.30	21.42	14.98
生鲜冻品	--	10.34	12.34	9.61
粮食	--	10.54	10.32	7.73
熟食	--	0.19	0.59	0.48
家禽产品	--	--	--	0.22
其他主营业务	--	19.60	16.23	3.17

来源：公司年报，远东资信整理

近两年多生猪市场价格偏弱（见下图 1）。其中，生猪市场价格在 2018 年第一季度继续回落，第二季度仍处于低位；第三季度虽然生猪市场价格有所回升但仍价格不高。同时，从 2018 年 8 月 3 日，国内多地发生“非洲猪瘟”（见图 2“非洲瘟疫”热力图）。其中，辽宁、安徽、湖南、内蒙古、山西、吉林、河南等地出现较多次数。而雏鹰农牧的养殖地区主要分布在河南、吉林、内蒙古、西藏等地，正处于“非洲瘟疫”高发区域，受到疫区封锁、禁运等影响，发行人正常的经营业务受到影响。

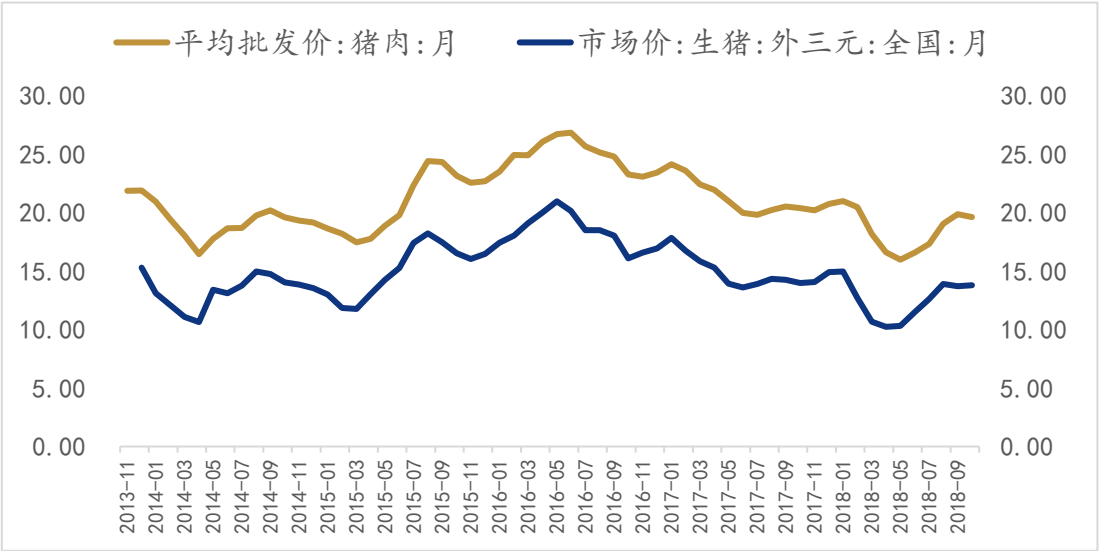

图1： 生猪和猪肉价格走势（单位：元/千克）

来源：国家统计局，远东资信整理

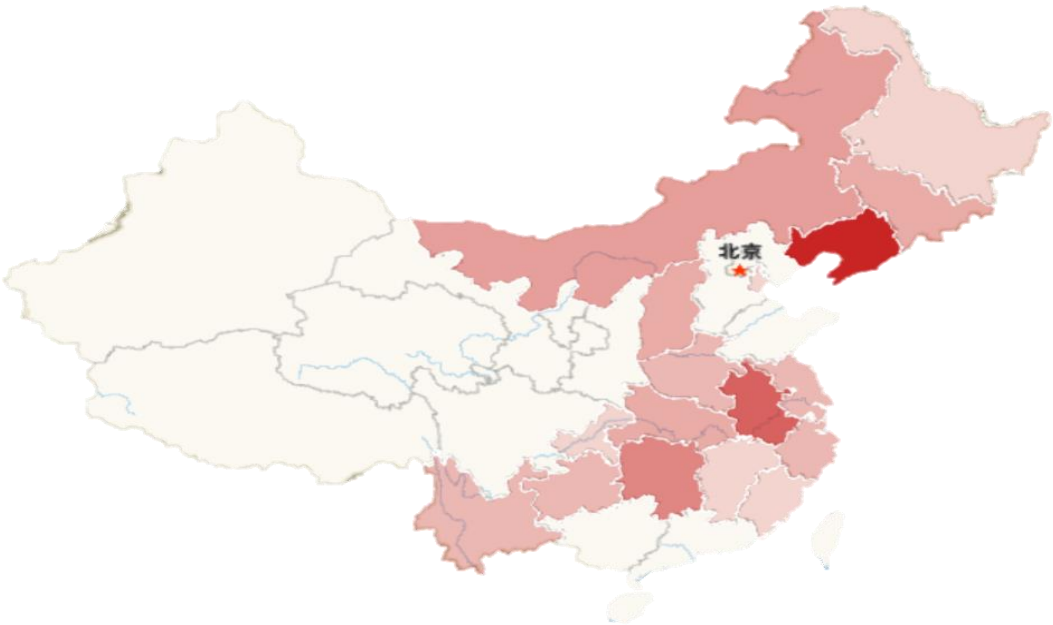

图2：“非洲瘟疫”发病的省份热力图

来源：农业农村部官网，远东资信整理（颜色越深表示发病次数越多）

从发行人发布的生猪销售情况简报中，可以看到生猪的销售情况下滑严重，如图 3 所示，从 2018 年初开始，虽然当月销售生猪的头数在个别月份较前一月份所有提升，但是总体上来看是下降的。其中，2018 年 10 月份只有 12.1 万头，较去年同期减少 33.7%。生猪的当月销售收入从 2018 年 2 月份下降趋势也十分明显，2018 年 10 月份只有 1.29 亿元，较去年同期减少 51.9%。2018 年 1-10 月份生猪累计销售收入 20.83 亿元，较去年同期减少 26.7%。与之相反的，是发行人的生产成本有所上升，发行人在 10 月 29 日的公告中提到，由于公司资金流动性较为紧张，公司与供应商结算周期延长、供应商取消了对公司采购的优惠，相应增加了生产成本。

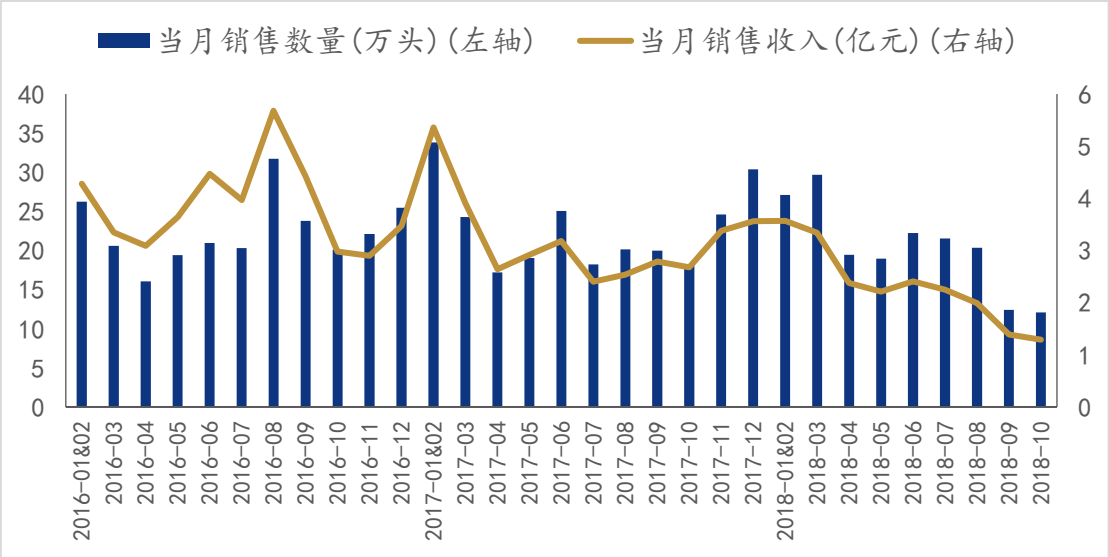

图3： 2016-2018年生猪销售情况（月度）

来源：公司销售情况简报，远东资信整理

发行人三季报显示，2018 年 1-9 月公司利润总额下降至-8.16 亿元，净利润下降至-8.45 亿元，亏损金额超过公司 2018 年三季度末净资产的 10%，这也是继 2018 年二季度亏损后的再次亏损。二季度之前，发行人已经实现连续 11 个季度净利润为正。发行人的经营性净现金流也由正转负，2015-2017 年及 2018 年前三季度的经营性净现金流分别是-2.73 亿元、18.01 亿元、0.76 亿元和-6.97 亿元。

（二）发行人采用的“雏鹰模式3.0”占用过多资金

2016 年发行人经营上采用“雏鹰模式 3.0”，即“公司+合作社+农户”，加速公司向轻资产方向运营。在资金方面，猪场由合作社来建设，猪由农户来饲养，合作社需要 20%的自有资金，农户需要 10%自有资金，其余部分由合作社（或农户）自筹或者由发行人协助向金融机构或其他机构贷款。协助的形式包括发行人及其子公司提供担保向金融机构交保证金或者直接提供资金，保证金的比例大概为所借资金的 30%-50%左右，实现加杠杆融资建猪场。

根据联合资信的评级报告显示，截至到 2018 年 3 月底，发行人六只产业基金中的最大一家深圳泽赋农业产业投资基金（简称“深圳泽赋”）对外投资 56.03 亿元，其中债权类投资 33.77 亿元，主要投向为公司养殖模式中的合作社，期限在 12-18 个月不等。

在发行人 2018 年半年报中，发行人受限的货币资金达 18.38 亿元，主要是定期存款和保证金，占当期货币资金的 77.5%。

除此之外，发行人公告显示从 2017 年至 2018 年 9 月 30 日，公司及子公司合计为 226 家合作社提供财务资助约 11.99 亿元，占 2017 年度净资产的 24.15%。

从以上几个方面可以看出，除了对合作社的债权投资之外，还有为合作社提供担保使货币资金受限极大，加上给借给合作社大量的借款，使得发行人的流动性非常紧张。

（三）发行人投资规模扩大，各项资产波动较大，近几年投资性现金流一直为负

发行人近几年资产扩张迅速，且各项资产波动较大，见表 2、表 3：

表2：资产负债表重要科目（单位：亿元）

科目	2018-09-30	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31
货币资金	12.91	26.88	41.2	17.89
应收账款	9.31	4.06	4.69	2.23
其他应收款	20.52	11.97	3.41	3.94
存货	16.11	16.1	11.81	13.4
其他流动资产	65.07	53.54	15.02	3.71
可供出售金融资产	25.22	18.27	6.45	2.79
长期股权投资	14.22	12.64	7.39	--
固定资产	36.32	36.18	15.23	15.31
在建工程	9.3	13.4	4.38	16.7
其他非流动资产	13.91	15.55	26.15	2.64
资产总计	242.59	228.6	170.36	101.81
其他应付款	20.6	13.27	9.54	9.1
一年内到期的非流动负债	38.53	7.4	7.81	0.2
其他流动负债	26.07	16.72	0.38	0.33
长期借款	1.09	15.33	6.17	6.97

来源：公司财务报告、远东资信整理

表3：利润表重要科目（单位：亿元）

科目	2018-09-30	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31
营业总收入	35.33	56.98	60.9	36.19
营业总成本	44.85	60.27	55.07	36.06
财务费用	6.49	7.88	4.1	1.7
投资净收益	0.2	3.73	1.53	0.38
资产处置收益	0.43	0.81	1.96	--
营业外收入	0.38	0.28	0.34	2.46
利润总额	-8.16	1.44	9.48	2.74
净利润	-8.45	1.08	8.34	2.3

来源：公司财务报告、远东资信整理

从上表中我们可以看到，发行人的资产最近几年扩张较快，主要是应收账款、其他应收款、其他流动资产、可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产及在建工程几个科目。其中占比将近 26.8%的其他流动资产主要由短期债权类投资组成，还包括一些理财产品、贷款、未抵扣及预交的税金。应收账款增多是受行业影响赊销加大所致，其他应收款增加主要是发行人代合作社支付款项所致，可供出售金融资产增加主要是产业基金对外投资增加所致。发行人 2015-2017 年及 2018 年前三季度的投资性净现金流金额分别是-5.15 亿元、-49.47 亿元、-56.45 亿元和-11.48 亿元。而作为发行人主业的生猪产品业务，在存货中近体现为 16.11 亿元，相对较为稳定。由以上可以看出，发行人似乎已经偏离了主业，试图通过对产业基金以及“雏鹰农牧 3.0”模式的运作来弥补主业的亏损。

从其他的科目中我们也能印证这一点。在利润表中，近两年公司的营业收入一直不能覆盖营业成本，同时财务费用因为产业基金优先级资金利息增加而激增。与之相反的，最近两年的投资净收益、资产处置收益和营业外收入为正，并且在 2017 年三项加起来共 4.82 亿元，将利润总额扭亏为盈，但是在 2018 年，随着投资净收益大幅下降，也很难扭转发行人大幅亏损的局面。

综上，可以看到近一两年，发行人在产业基金上投入很大，使得资产规模急速扩张，但主业亏损，期间费用严重侵蚀利润，利润总额依赖投资收益。而产业基金进行的股权和债权很难短时间变现，投资收益有很强的不稳定性和不可持续性，这使得发行人在面临流动性问题时，非常的脆弱，抵抗风险能力大幅下降。

（四）发行人股份被质押，大股东股份被多轮轮候冻结，土地房产被查封

从发行人的公告中统计到，从 2018 年 7 月 25 日开始至 11 月 5 日，发行人实际控制人侯建芳所持有的公司 40.20%的股份被 21 次申请轮候冻结。截至 2018 年 9 月 30 日，发行人前 10 名股东持股占比 52.98%，其中 49.91%被质押，48.81%被冻结。

2018 年 8 月 3 日，发行人发布公告显示由于子公司三门峡雏鹰农牧触发合同违约条款导致发行人作为担保人被查封了 36 块土地和房产，账面价值 22,663.07 万元。

综上发行人如此高的质押比例以及冻结比例，加上近一段时间发行人股票价格处在低位的情况，使发行人面临着很大的平仓风险，也使发行人丧失了一条融资的途径，并且还要面临追缴保证金的风险。发行人的土地及房产被查封更是雪上加霜，流动性一旦变紧张，几乎没有腾挪的空间。

四、总结

2018 年债券市场发生了很多的债券违约事件，发行人作为上市的民营企业，因为整体宏观因素与企业自身经营等诸多原因，使得资金链断裂，造成实质违约。但违约事件如果没有得到及时解决，风险暴露绝不会止于此。因为除本次违约的“18 雏鹰农牧 SCP001”的本金 5 亿元及其利息需要偿付之外，发行人存续的债券在 12 月份将到期 10 亿，在 2019 年上半年到期 23 亿。接踵而至的债券到期，对发行人来说无疑是巨大的挑战。

【作者简介】

刘　越，南开大学经济学硕士，研究部助理研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于 1988 年 2 月 15 日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业 30 年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。

远东资信评估有限公司　　网址：www.sfecr.com

北京总部
地址：北京市东城区东直门南大街 11 号中汇广场 B 座 11 层
电话：010-53945367　010-53945366

上海总部
地址：上海市杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 2 层 202 室
电话：021-61428088　021-61428115

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。