

# 信用等级公告

联合〔2020〕819号

新希望六和股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对新希望六和股份有限公司主体长期信用状况和拟面向专业投资者公开发行的 2020 年可续期公司债券进行综合分析和评估，确定：

**新希望六和股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”**

**新希望六和股份有限公司拟面向专业投资者公开发行的 2020 年可续期公司债券信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年四月三十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 新希望六和股份有限公司

## 2020 年面向专业投资者公开发行永续期公司债券

### 信用评级报告

本次永续期公司债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

发行规模：不超过人民币 100 亿元（含）

债券期限：基础期限不超过 5 年（含），在约定的基础期限期末及每一个周期末，公司有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期；公司不行使续期选择权则全额到期兑付

还本付息方式：在公司不行使递延支付利息选择权的情况下，每年付息一次

偿付顺序：本次债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司发行的普通债券和其他债务

评级时间：2020 年 4 月 30 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	424.52	479.44	642.18
所有者权益（亿元）	262.35	273.36	326.50
长期债务（亿元）	26.14	18.39	49.60
全部债务（亿元）	90.82	126.93	199.78
营业收入（亿元）	625.67	690.63	820.51
净利润（亿元）	29.32	27.22	61.81
EBITDA（亿元）	47.64	46.02	83.13
经营性净现金流（亿元）	27.12	33.37	44.37
营业利润率（%）	7.94	8.53	11.89
净资产收益率（%）	11.32	10.16	20.61
资产负债率（%）	38.20	42.98	49.16
全部债务资本化比率（%）	25.72	31.71	37.96
流动比率（倍）	0.83	0.74	0.66
EBITDA 全部债务比（倍）	0.52	0.36	0.42
EBITDA 利息倍数（倍）	15.31	10.14	14.85
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.48	0.46	0.83

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将其他流动负债计入短期债务核算，将长期应付款计入长期债务核算

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对新希望六和股份有限公司（以下简称“公司”或“新希望”）的评级反映了公司作为国内农牧行业龙头企业之一，在行业地位、经营规模、品牌知名度、技术水平、销售渠道和产业链一体化布局等方面具有很强的竞争优势。近年来，公司收入规模和资产规模持续增长，资产质量较好，经营活动现金流持续净流入，来自中国民生银行股份有限公司的稳定的投资收益对公司整体盈利能力形成良好支撑。同时，联合评级也关注到公司所处行业上下游价格波动性较大、畜禽疫病风险、在建工程尚需投入规模较大以及债务规模增长较快等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司“做强饲料、做大养猪、做精肉禽、做优食品、做深海外”的战略发展规划逐步落实，公司的盈利能力和综合实力有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次永续期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次永续期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. **公司综合竞争优势很强。**公司行业地位突出、品牌知名度很高、产业链一体化布局合理、经营规模很大。

2. **公司财务状况良好，经营效率高。**公司资产和收入规模持续增长，经营活动现金流持续净流入，经营效率处于行业优秀水平。

3. **公司获得的投资收益对整体盈利能力形成良好支撑。**公司持有中国民生银行股份有限公司 18.28 亿股，其投资收益对公司利润总额贡献较大且稳定性较好，对公司整体盈利能力形成良好支撑。

## 关注

1. **所处行业上下游价格易波动，且面临多种风险。**公司所处行业上游原材料价格不稳定，下游畜、禽产品价格容易发生周期性波动，生产流通过程中还面临疫病、食品安全等风险。

2. **多元化经营管理风险。**公司业务板块众多，管理体系庞大，面临一定的多元化经营管理风险。截至 2019 年底，公司合并范围内共拥有 573 家子公司。

3. **在建工程尚需投入规模较大，面临一定的资金支出压力。**公司对生猪养殖项目投入较大，截至 2020 年 3 月底，公司主要在建工程未来尚需投资 60.95 亿元，面临一定的资金支出压力。而且在建工程能否取得预期投资回报存在一定不确定性。

4. **公司债务规模增长较快，且债务结构有待调整。**由于长、短期借款大幅增加，2017—2019 年，公司全部债务增长较快，年均复合增长 48.32%；其中短期债务占比分别为 71.22%、85.51% 和 75.17%。

## 分析师

唐玉丽 登记编号（R0040215110002）

李敬云 登记编号（R0040220010004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：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他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：

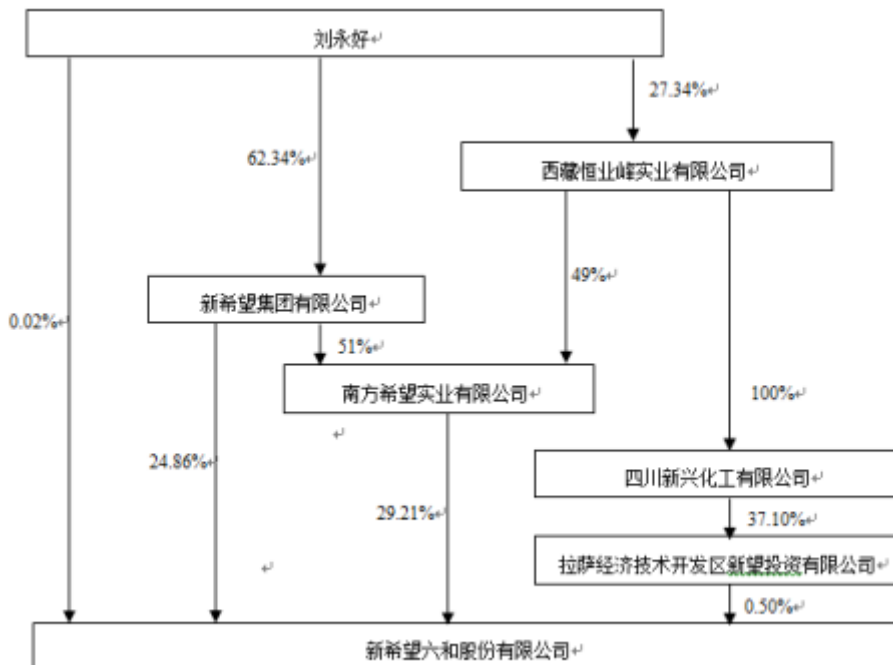


联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

新希望六和股份有限公司（以下简称“公司”或“新希望”）原名为四川新希望农业股份有限公司，经四川省人民政府川府函（1997）260号文批准，于1998年3月由原绵阳希望饲料有限公司整体变更成立，成立时注册资本为14,002.00万元。1998年3月11日和9月15日，公司向社会公众公开发行的公众股3,600.00万股和向内部职工发行的内部职工股400.00万股，并在深圳证券交易所上市交易，股票简称“新希望”，股票代码“000876.SZ”。2011年12月，公司变更为现名。后历经多次股权转让及增资，截至2019年底，公司注册资本为421,601.50万元，其中新希望集团有限公司（以下简称“新希望集团”）直接持股24.86%股份，通过南方希望实业有限公司（以下简称“南方希望”）间接持有公司29.21%股份，合计持有公司54.07%股份，为公司控股股东；刘永好先生为公司实际控制人。截至2019年底，公司实际控制人刘永好先生所持的公司股份不存在质押情况。

图1 截至2019年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：许可经营项目：配合饲料、浓缩饲料、精料补充料的生产、加工（限分支机构经营）（以上项目及期限以许可证为准）。一般经营项目（以下范围不含前置许可项目，后置许可项目凭许可证或审批文件经营）：谷物及其他作物的种植；牲畜的饲养；猪的饲养；家禽的饲养；商品批发与零售；进出口业；项目投资及管理（不得从事非法集资、吸收公众资金等金融活动）；科技交流和推广服务业。

截至2019年底，公司根据经营需要将管理单元分为本部职能管理中心、战略业务单元和本部公司化支持平台3类；其中战略业务单元包括饲料BU、禽产业BU、海外特区、食品事业群和猪产业发展指挥部等5个战略业务单元（见附件1）。截至2019年底，公司在国内外共拥有573家子公司；拥有在职员工7.06万人。

截至2019年底，公司合并资产总额642.18亿元，负债总额315.68亿元，所有者权益（含少数

股东权益) 326.50 亿元, 其中归属于母公司所有者权益合计 260.62 亿元。2019 年, 公司实现营业收入 820.51 亿元, 净利润(含少数股东损益) 61.81 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 50.42 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 44.37 亿元, 现金及现金等价物净增加额 3.21 亿元。

公司注册地址: 四川省绵阳市国家高新技术产业开发区; 法定代表人: 刘畅。

## 二、本次可续期公司债券概况及募集资金用途

### 1. 本次可续期公司债券概况

本次可续期公司债券名称为“新希望六和股份有限公司2020年面向专业投资者公开发行可续期公司债券”(以下简称“本次债券”), 发行规模不超过100亿元(含), 计划分期发行, 首期拟发行规模不超过人民币30亿元(含)。本次债券面值100元, 按面值平价发行。本次债券可以为单一期限品种, 也可以为多种期限的混合品种。具体期限构成、各期限品种的发行规模及是否行使续期选择权提请股东大会授权董事会并同意董事会授权公司管理层在发行前根据公司资金需求和发行时市场情况确定。本次债券在破产清算时的清偿顺序劣后于公司发行的普通债券和其他债务。

**续期选择权:** 本次债券基础期限不超过5年(含); 在约定的基础期限期末及每一个周期末, 公司有权行使续期选择权, 按约定的基础期限延长1个周期; 公司不行使续期选择权则全额到期兑付。

**递延支付利息选择权:** 本次债券采用固定利率形式, 单利按年计息, 不计复利。如有递延, 则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向专业投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定, 在首个周期内固定不变, 其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差, 后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加300个基点, 利率调整后相比首个周期票面利率不超过400个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。本次债券附设公司递延支付利息选择权, 除非发生强制付息事件, 本次债券的每个付息日, 公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付, 且不受到任何递延支付利息次数的限制; 前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。在公司不行使递延支付利息权的情况下, 每年付息一次; 到期一次还本, 最后一期利息随本金的兑付一起支付。

**强制付息事件:** 付息日前12个月内, 发生以下事件的, 公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息: (1) 向普通股股东分红; (2) 减少注册资本。

**利息递延下的限制事项:** 若公司选择行使延期支付利息权, 则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前, 公司不得有下列行为: (1) 向普通股股东分红; (2) 减少注册资本。

**赎回选择权:** 公司在满足以下两种情况之一时, 可以赎回本次债券: (1) 公司由于法律法规改变或修正, 相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本次债券的存续支付额外税费, 且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候, 公司有权对本次债券进行赎回; (2) 根据相关会计准则规定, 公司将本次债券计入权益, 若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正, 影响公司在合并财务报表中将本次债券计入权益时, 公司有权对本次债券进行赎回。

本次债券无担保。

### 2. 本次可续期公司债券募集资金用途

本次债券募集资金拟用于生猪养殖场建设项目、偿还公司有息债务、补充营运资金等。

### 三、行业分析

公司所处行业包括饲料行业和畜牧养殖行业。

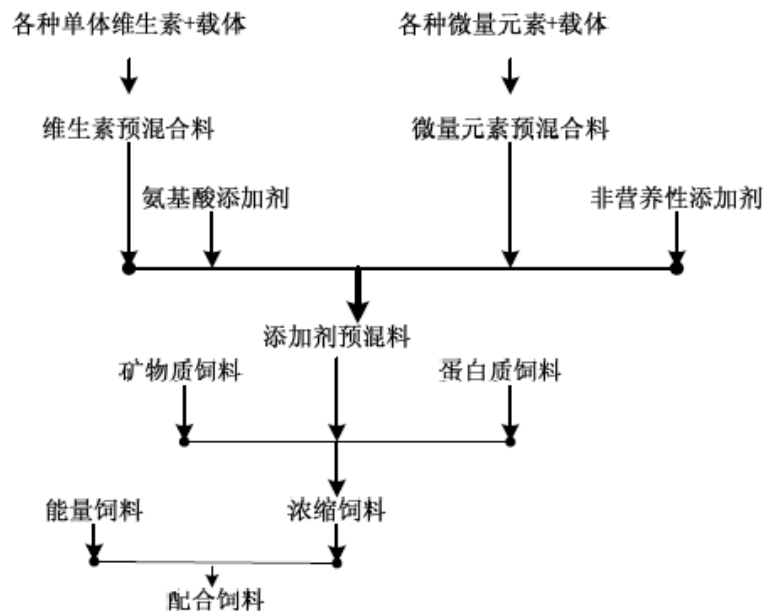
#### 1. 饲料行业

##### (1) 行业概况

近年来，我国饲料行业已告别高速增长期，总产量有所波动。

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。

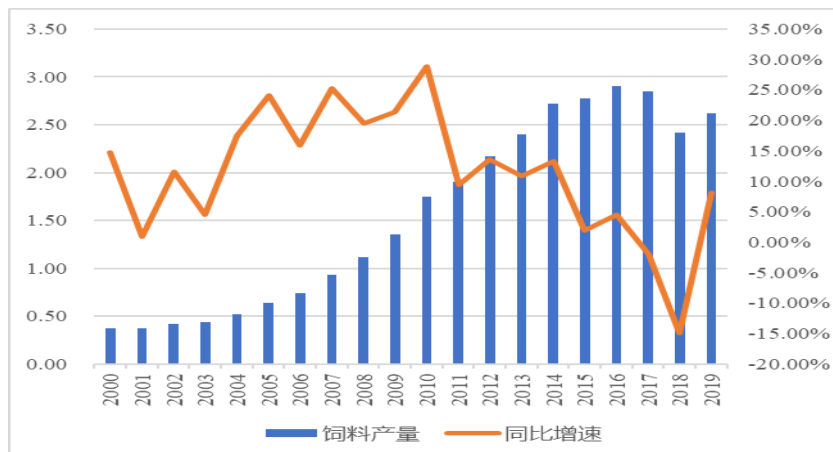
图2 饲料产品按企业生产标准分类图



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 2018 年，受生猪和禽类养殖收益下降的影响，我国饲料产量 2.42 亿吨，同比下降 14.94%。2019 年以来，随着猪饲料需求逐步回升和禽饲料需求保持上升，我国饲料产量 2.62 亿吨，较上年增长 8.14%。

图3 2000-2019年中国饲料产量走势(单位:亿吨、%)



资料来源: Wind

## (2) 行业上下游情况

### ① 饲料行业上游

饲料原料价格主要受供求关系影响,近期玉米和豆粕价格均有上涨趋势,对行业内企业的成本控制产生一定影响。

饲料行业的上游主要为玉米和豆粕等饲料原料。2008—2019年,玉米价格走势分三个时期,分别为政策上升期、政策瓶颈期及政策改革期,先是震荡中走高,由于玉米供应量充足,新陈玉米无缝衔接、下游需求疲软,加之前期实行的玉米国储政策面临调整(即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年底发生断崖式下跌,并在2016年底将至本轮调整最低点。2017年起,玉米价格走势进入政策改革期,玉米市场化改革进一步深入,玉米市场价格重心上移,但涨幅有限。具体看,2019年以来,全国玉米价格震荡走高,截至2019年底,我国玉米批发平均价格为2.09元/公斤,较年初上涨0.97%,上涨程度较为温和。但2020年,随着下游养殖需求回暖、我国玉米库存降至低位,后续玉米价格可能继续温和上涨。

图4 2008年以来我国玉米批发平均价(单位:元/公斤)



资料来源: Wind

从豆粕价格来看,豆粕的供需结构由大豆的供需结构决定。受进口大豆的低价冲击,国内农民



种植大豆积极性不高，大豆产量在 2004 年后波动下降，直到 2015 年在大豆产业政策的刺激下才有所增长，但近年来我大豆进口依存度仍然接近 85%。从进口来源来看，我国 80%~90%的进口大豆来自巴西、美国和阿根廷。2019 年，我国进口自巴西、美国和阿根廷的大豆占国内消费量的比例分别为 53.70%、15.78%和 8.20%。截至 2019 年底，我国豆粕现货价格为 2,834.50 元/吨，较年初变化不大，整体保持稳定。但 2020 年以来，随着新冠疫情全球在蔓延，巴西大豆和阿根廷大豆受到物流阻塞和人员不足的影响，到港情况不明朗；美国大豆供给因贸易摩擦和未至收获期尚无法预测；导致豆粕价格整体处于上升趋势。

#### ②饲料行业下游

饲料行业下游为畜牧养殖行业，详见本报告行业分析部分“2、畜牧养殖行业”。

#### (3) 行业竞争

目前，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。

饲料行业具有市场容量稳定、总量较大的特点。近年来，我国饲料行业有了突飞猛进的发展，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。受此影响，2012 年以来，我国饲料加工企业由 10,858 家减少至目前不到 8,000 家，降幅超过 30%；产业集中度明显提升，饲料行业 CR10 已超 35%。与此同时，因市场化程度明显提高、产品同质化严重，行业内部竞争愈演愈烈。

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、广东海大集团股份有限公司、北京大北农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，如福建傲农生物科技集团股份有限公司、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。

#### (4) 行业政策

**国家政策支持饲料工业健康发展，行业政策环境良好。**

饲料行业具有涉及面广、关联度高、劳动技术密集、吸纳就业能力强等特点。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，但对饲料行业发展的方向做出了科学性与生态化的指引。

表 1 饲料行业最新相关政策

日期	政策文件	发文机关	内容
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 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。
2017 年 6 月	《粮改饲工作实施方案》	农业部	促进青贮玉米、苜蓿、燕麦、甜高粱和豆类等饲料作物种植，收获加工后以青贮饲草料产品形式由牛羊等草食家畜就地转化。到 2020 年，全国优质饲草料种植面积发展到 2500 万亩以上。

2019年3月	《关于征求<药物饲料添加剂退出计划（征求意见稿）>意见的函》	农业农村部	决定实施药物饲料添加剂退出计划，自2020年1月1日起，退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种；自2020年7月1日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂的商品饲料。
---------	--------------------------------	-------	--

资料来源：联合评级整理

## （5）行业关注

### 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。

### 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”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。

### 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

### 行业整合升级，集中度不断提高

饲料行业市场竞争加剧，集中度有所提高。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。饲料加工企业开始提高饲料、畜牧及食品加工产业关联度，推动了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。

### 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。2019年，我国生猪出栏5.44亿头。截至2019年11月底，我国生猪存栏量1.95亿头，占世界总量的比重较大，行业容量在1万亿元之上；随着规模化生猪养殖的持续发展，饲料需求有望小幅稳定增长。

### 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，未来规模养殖企业将提供专业饲料业务，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。

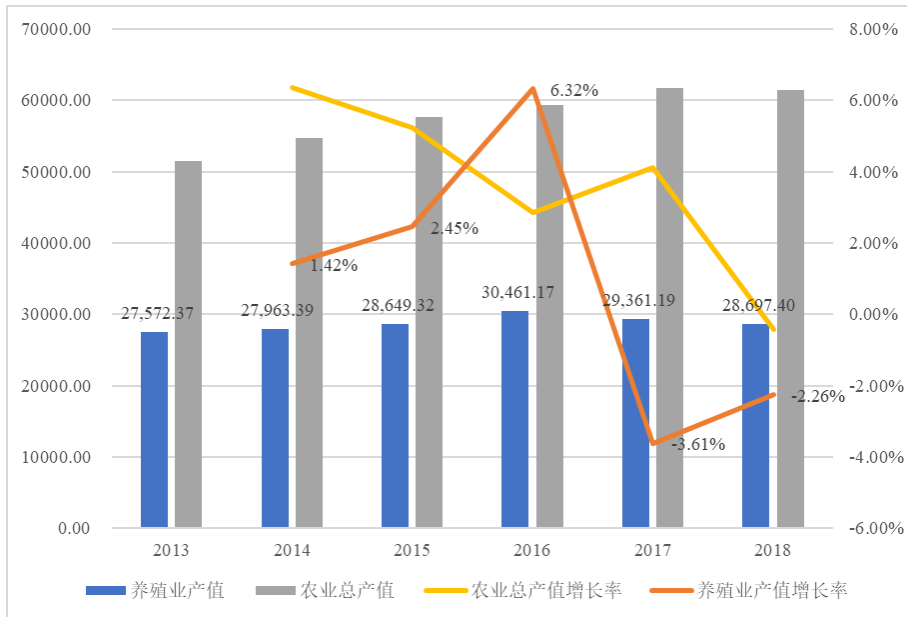
## 2. 畜牧养殖行业

### (1) 行业概况

近年来，我国畜禽养殖行业将长期稳定发展，并呈现规模化、标准化、集约化的发展趋势。

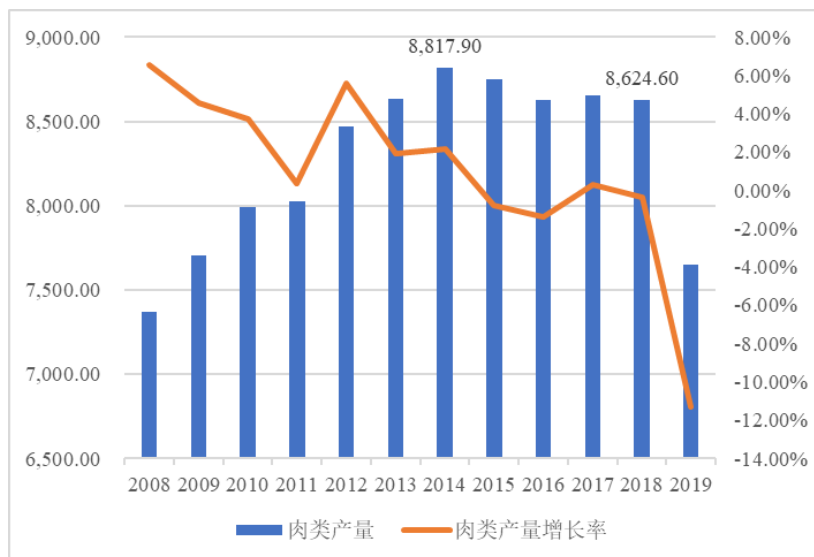
近年来，我国人均可支配收入的增长改善了居民膳食结构，畜禽产品已成为生活必需品，并从需求端拉动了养殖业的发展。2018年，我国养殖业总产值达到2.87万亿元，较上年小幅下降2.26%。目前，我国人均肉类占有量达64公斤，直接从事畜禽养殖的收入占家庭农业经营现金收入的1/6，养殖业日益呈现规模化、标准化、集约化的发展趋势。

图5 2013—2018年我国农业和养殖业总产值及增长率（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局、前瞻产业研究院

图6 2008—2019年我国肉类产量及增长率（单位：万吨、%）



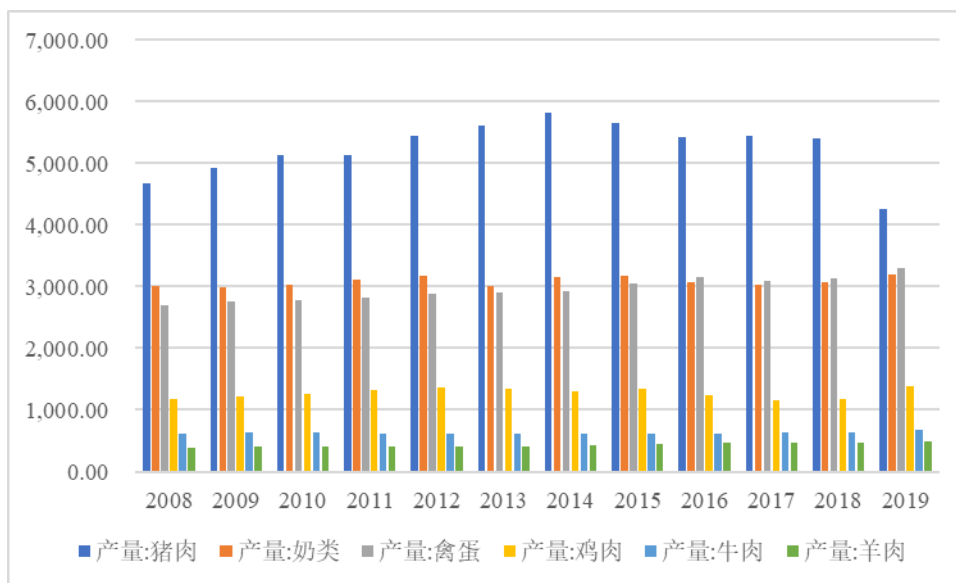
资料来源：国家统计局

近年来，受2019年生猪存栏较少、猪肉产量下降影响，我国肉类产量整体呈下降趋势。2017—2019年，我国肉类产量分别为0.87亿吨、0.86亿吨和0.76亿吨，年均复合下降5.99%；同比增速分

别为 0.30%、-0.34%和-11.31%。

从畜禽产品的产量上来看，猪肉产量稳居各畜产品之首，为养殖业的主要产品，2019 年猪肉产量为 4,255.00 万吨，较上年下降 21.26%，主要系猪周期下行阶段能繁母猪存栏降至历史低点、环保因素以及非洲猪瘟影响复产等因素综合影响所致。排名其后的奶类和禽蛋产量均较上年有所增长。鸡肉产量方面，受祖代鸡引种受限影响，鸡肉产量自 2015 年起持续下降至 2017 年的 1,160.00 万吨，为近十年来最低点。2018 年鸡肉产量与上年持平。2019 年鸡肉产量为 1,380.00 万吨，较上年增长 17.95%，主要系积极替代猪肉缺口所致。牛、羊肉产量方面，随着居民收入的逐步提高，牛、羊肉的需求量持续增长，带动产量稳步上升，但由于我国牛、羊现代化养殖起步较晚，产量难以大幅提高，对外依存度持续上升。

图 7 2008—2019 年我国各主要畜禽产品产量（单位：万吨）



资料来源：国家统计局、艾媒数据中心

## （2）生猪养殖

**我国生猪养殖集中度目前仍属较低；2019 年以来，猪价快速上涨，进入高景气周期；未来受供给逐步宽松影响将有所回落。**

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及市场发展，我国生猪养殖结构不断优化，行业集中度持续提升，但生猪养殖行业集中度仍比较低，截至 2019 年底，我国生猪养殖行业 CR10 不到 10%，而同期出栏在 50 头以下的生猪养殖场数量占全国总养殖场数量的比例在 90% 以上，导致目前我国肉猪养殖主体仍为散养农户。

供给方面，从能繁母猪存栏量来看，2012 年至今，受散养户逐步退出，补栏意愿不强烈等多方面因素影响，能繁母猪存栏量持续下跌。截至 2020 年 3 月底，我国能繁母猪存栏量仍处于近十年低位。由于 2016 年猪价下跌导致养殖户有压栏观望情绪并延迟补栏，2017 年我国生猪存栏量较上年有所下降，出栏量较上年略有增加。截至 2017 年底，我国生猪存栏量 34,153 万头，较年初下降 8.91%；生猪出栏量 68,861 万头，较上年上升 0.52%。截至 2018 年底，我国生猪存栏量 31,111 万头，较年初下降 7.12%；生猪出栏量 69,382 万头，较年初上升 0.76%，主要系受非洲猪瘟影响，养殖户加速出栏所致。截至 2019 年 11 月底，我国生猪存栏量 19,457 万头，较上年同期下降 39.77%。截至 2019 年底，我国生猪出栏量 54,419 万头，较上年同期下降 20.97%，主要系猪周期下行阶段能繁母猪存栏

降至历史低点、环保因素以及非洲猪瘟影响复产等因素综合影响所致。短期看，能繁母猪仍处低位将造成一段时间内生猪供给不足。中长期来看，猪肉价格持续处于高位刺激了各大主体的复养扩产步伐，未来生猪供给有望进一步宽松。

需求方面，我国猪肉消费总量在 2014 年之前保持总体增长态势，并于 2014 年达到 5,719 万吨的历史高点。2015 年，我国猪肉消费总量出现负增长，主要系人们饮食结构变化及猪肉价格提升所致。随着人均可支配收入的增加及农村人口对猪肉需求量的增长，2015 年后猪肉消费总量降幅收窄；预计未来猪肉潜在需求量将保持稳定，但不排除猪肉价格过高时，消费者转向鸡肉等替代品。

价格方面，由于我国猪肉需求近年来较为稳定，因此供给在猪肉价格的形成中具有重要影响。2016 年，受生猪存栏较低以及极端气温影响，猪价快速上涨，并于 2016 年年中到达 21.12 元/公斤的历史高位；2016 年下半年，生猪价格先降后升，整体维持高位。2017 年，受生猪存栏量和能繁母猪存栏量的持续走低，以及养殖户补栏积极性犹存等多因素影响，猪肉价格呈现出供需博弈格局下的下行趋势。截至 2017 年底，生猪价格为 14.92 元/公斤，较年初 18.14 元/公斤下降 17.75%。2018 年上半年，生猪价格延续下降趋势，并于 2018 年 4 月底到达截至目前本轮猪周期调整的最低点 10.10 元/公斤；2018 年 8 月，受非洲猪瘟突然爆发影响，主产区和主销区猪价有所分化，但仍属低迷。2019 年以来，受生猪供给短缺影响，猪肉价格直线上涨。截至 2019 年底，我国猪肉平均批发价为 43.25 元/公斤，较年初增长了 106.64%。此后，猪肉平均批发价持续位于 44 元/公斤上方。长期来看，在生猪产能进一步扩大、非洲猪瘟疫情得到有效控制后，猪价将受供给逐步宽松影响有所回落。

### （3）肉鸡养殖

**我国肉鸡养殖行业集中度很高；近年来受祖代鸡供给收缩影响，鸡价波动上升。后续随着供给逐步宽松，白条鸡平均批发价格将逐步回落。**

我国肉鸡主要包括白羽肉鸡、黄羽肉鸡和肉杂鸡，在鸡肉产量中的占比分别为 60%、37%和 4%。就白羽肉鸡和黄羽肉鸡两大主流品种而言，白羽肉鸡具有成长快、抗病差、规模化养殖程度高的特点，多用于快餐市场；黄羽肉鸡具有成长慢、口感好、抗病好、规模化养殖程度不高的特点，多用于鲜食市场。近年来，年出栏 5 万羽以下的肉鸡养殖户不断减少，5 万羽以上的规模化养殖户逐渐增多，2019 年我国肉鸡规模化率已超 79%，远高于其他畜种。规模化养殖企业凭借不断提升的生产效率及内部治理能力将规模、资金、技术和成本等优势进一步扩大，普通散养户很难与之竞争，特别是在面对 H7N9 等突发事件时，规模化企业凭借着雄厚的资金实力与全面的疫病预防机制，能够有效化解风险。

供给方面，从祖代鸡引种情况来看，2015 年以前，美国和法国是我国大多数祖代鸡的进口国。2015 年，由于美国和法国先后发生禽流感，我国对美国和法国先后实施了祖代鸡引种禁令；2016 年，我国祖代鸡引种主要来自于波兰、西班牙和新西兰，全年祖代鸡引种规模缩减至 63.86 万套，较上年下降 11.33%；2017 年初，波兰、西班牙等地连续爆发高致病性禽流感，导致我国引种禁令再度升级，全年祖代鸡引种量为 68.71 万套，较上年变化不大。2018 年，我国祖代鸡引种量低于 75 万套，引种量持续四年处于低位。2019 年，我国祖代鸡引种量有所增长，但全年祖代鸡存栏量仍维持历史较低水平。考虑到祖代鸡传导到商品代至少需要 22 个月，预计短期内，肉鸡供给量仍属紧平衡。

需求方面，近年来，我国禽流感情况出现频繁，较大程度影响了鸡肉等禽肉的消费量。2016 年，我国鸡肉消费量为 1,273 万吨。2017 年初，我国爆发严重的禽流感，造成工厂、学校等禽肉需求量大幅下降，鸡肉消费量为 1,191 万吨，较上年下降 6.43%。2018 年，我国鸡肉消费量为 1,197 万吨，较上年变化不大。2019 年，在猪价较高进行替代的情况下，我国鸡肉消费量约 1,400 万吨，较上年增长 16.96%。考虑到我国居民膳食习惯和对高价猪肉进行替代，预计未来我国鸡肉消费量可能保持

小幅增长。

价格方面，受 2015—2018 年连续四年祖代鸡供给处于低位影响，商品代鸡价波动上升。截至 2016 年底，白条鸡平均批发价格为 14.44 元/公斤。截至 2017 年底，白条鸡平均批发价格上涨至 15.41 元/公斤，随后延续上涨态势。截至 2018 年底，白条鸡平均批发价格上涨至 16.51 元/公斤，较上年同期增长 7.14%。截至 2019 年底，白条鸡平均批发价格上涨至 18.79 元/公斤，较上年同期增长 13.81%，成为近年来的最高点。2020 年以来，随着供给逐步宽松，白条鸡平均批发价格逐步回落。

#### （4）行业政策

近年来，我国畜牧养殖行业政策聚焦于养殖区划、环保指导和促进养殖产能恢复，为行业可持续发展营造了较好的政策环境。

##### ①“生猪养殖北上”政策

2017 年 2 月，农业部办公厅印发了《2017 年畜牧业工作要点》（以下简称“《要点》”）的通知。根据《要点》规定，生猪养殖由北京、天津、上海、江苏、浙江、福建、广东、安徽、江西、湖北、湖南等限制发展的南方水网向潜力增长区东北的黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古以及西南的云南和贵州转移，在转移过程中出现的供应缺口将由禽类以及牛羊等肉类来补上，并选择几个典型县开展生猪种养结合循环发展试点。

2019 年 9 月，生态环境部和农业农村部印发《关于进一步规范畜禽养殖禁养区划定和管理，促进生猪生产发展的通知》，指出除饮用水水源保护区，风景名胜区，自然保护区的核心区和缓冲区，城镇居民区、文化教育科学研究区等人口集中区域及法律法规规定的其他禁止养殖区域之外，不得划定禁养区。

##### ②环保类政策

2016 年，我国环保政策密集出台，环保门槛持续提高。国务院陆续发布《土壤污染防治行动计划的通知》《水污染防治行动计划》《“十三五”生态环境保护规划》等政策，明确要合理确定畜禽养殖布局和规模，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，推行绿色发展，把环保列入政府考核，禁养区划定全面展开。

2018 年 1 月，农业部办公厅印发了《2018 年畜牧业工作要点》，提出继续推进畜禽养殖废弃物资源化利用，全面实施粮改饲政策，推动规模化养殖水平，提升中小养殖场户的生产经营水平。

##### ③促进养殖产能类政策

2019 年 12 月，农业农村部印发《加快生猪生产恢复发展三年行动方案》，包括落实生猪规模化养殖场建设补助项目、加大农机购置补贴支持力度、保障养殖用地、加大金融保险支持、推进养殖项目环评“放管服”改革等。

2020 年 3 月，国家发改委和农业农村部印发《关于支持民营企业发展生猪生产及相关产业的实施意见》，提出要从加大财政支持力度、完善金融保险支持政策、支持企业克服新冠肺炎疫情带来的特殊困难、保障合理用地需求等方面支持民营企业发展生猪生产。

#### （5）行业关注

##### 畜禽疾病发生和传播风险

作为生物体，不可避免地会受到疾病的侵扰，一是自有畜禽在养殖过程中发生疾病带来的风险；二是畜禽养殖行业爆发大规模疫病带来的风险。畜禽的生长过程中伴随着各种疫病的威胁。疫病爆发，将直接给企业的生产带来损害；即使生产不受影响，疫病的发生与流行也会对消费者心理产生冲击，导致销售市场的萎缩。

## 环保压力增大

肉鸡及肉猪养殖过程中会有污染物排放，其排放标准需符合国家环保监管的相关要求。随着我国对环境保护问题的日益重视，国家制定了更严格的环保标准和规范。从政绩考核来看，2017年之后，环境因素的考核首次置于比GDP更重要的位置。如果国家及地方政府将来颁布新的法律法规，进一步提高环保监管要求，将使畜禽养殖行业支付更高的环保费用，可能对行业的经营业绩和利润水平产生一定程度的影响。

## 食品安全事件频发

近年来，中国畜牧产业一次次受到食品安全事件的冲击，“三聚氰胺”“瘦肉精”等事件不断影响消费者对于国内畜产品的信心，同时也给广大畜禽养殖户带来了巨大的损失。国家对食品安全制定的相关法规和消费者对食品安全的要求将促使肉鸡和肉猪养殖企业更加严格地控制其养殖环节的食品安全。

### (6) 未来发展

近年来，我国畜牧业行业规模较大，但集中度较低；随着行业的不断整合，具有技术、品牌和资金优势的大型生产企业将在竞争中获得先发优势，行业地位有望得到进一步巩固和强化。

未来随着环保政策的趋严，畜禽养殖行业将向增长与环保并重型转变；行业集中度和产业化程度将同步提升。畜禽产品从生产到上市，涉及种养加销售等多个环节，还有饲料、动物保健品等支撑行业。未来畜牧养殖行业有望在大型养殖企业带动下，通过兼并、合资、联营等多种方式，向养殖、种植、加工纵深发展；并衍生出电商与实体结合、互联网与产业融合、生产者与消费者直接对接等新业态。

## 四、基础素质分析

### 1. 规模与竞争力

经过多年发展，公司作为国内农牧龙头企业之一，在规模、品牌、技术、渠道和产业链一体化方面拥有很强的竞争优势。

#### (1) 规模优势

公司饲料加工规模优势突出。截至2019年底，公司饲料产能为3,600.00万吨/年，是国内第一、全球领先的饲料生产商。公司畜禽养殖规模优势明显；其中，白羽肉禽养殖规模国内前三，生猪出栏量目前排名上市公司前五。此外，截至2019年底，公司理论上可达的最大生猪养殖产能约6,000万头，为后续大力发展生猪养殖业务奠定了基础。上述规模优势一定程度上能够提升公司的采购议价能力和销售定价能力，进而提升公司的资源整合能力。

#### (2) 品牌优势

公司积累了一定的行业和区域品牌优势。公司拥有的“六和牌水产饲料”“六和牌冷冻调理鸡肉制品”“六和牌禽肉熟制品”被认定为山东省名牌产品；“六和”“六和美食”商标被认定为山东省著名商标、中国驰名商标。作为我国畜牧行业先进企业，公司先后获得中国饲料工业协会颁发的“2016年度全国十大领军饲料企业”、国家知识产权局颁发的“2017年国家知识产权优势企业”、中国食品安全年会提名的“2017-2018食品安全科技创新十佳案例”等荣誉称号。

#### (3) 技术优势

公司技术实力较强。在饲料业务板块，经过多年积累，公司已经建立起全行业最大的饲料营养与原料数据库，可以及时地制定最优的营养和成本组合。禽产业方面，2019年公司的种鸡和种鸭只

产健雏数量分别为 110 和 200，均居国内领先水平。公司与中国农业科学院北京畜牧兽医研究所合作培育出的具有完全知识产权的“中新”北京鸭，各项生产指标均达国际先进水平，打破了国外品种的垄断局面。生猪养殖方面，公司目前的 PSY 平均值为 23.8，高于国内平均水平 17~20。整体看，公司在育种、养殖、管理和设备创新方面具有成体系的技术优势。

#### （4）渠道优势

公司经营多年，在批市、农贸、原料加工等传统流通渠道具有优势。同时，公司也在积极建设新兴销售渠道。以食品业务领域销售渠道为例，在 ToB 端，公司为海底捞、真功夫、云海肴等提供长期服务，同时开发了乡村基、吉野家、小肥羊等优质客户；在 ToC 端，千喜鹤冷鲜肉与永辉超市持续稳定合作；美好系列产品进驻沃尔玛全国 400 余家门店；与京东、阿里、美团等平台积极展开合作，积极布局新零售业态。

#### （5）产业链一体化优势

公司已形成含饲料生产与销售、畜禽养殖、屠宰及肉制品加工、渠道销售为一体的产业链一体化经营模式，并具有产品结构多元、价格波动对冲、食安风险把控、交易费用内化等产业链一体化优势。公司第一主业为饲料生产。在此基础上，向饲料行业的下游畜禽养殖行业延伸，降低畜禽养殖成本和饲料库存风险。进而公司向养殖产业的下游屠宰及肉类加工行业延伸，对冲畜禽产品价格风险和提升盈利能力。农牧产业链的一体化有助于从食品安全、疫病防控和成本控制方面提升公司的市场竞争力。

## 2. 人员素质

**公司高层管理人员具有丰富的行业及管理经验，公司员工学历结构及岗位构成符合行业特点，能够满足公司运营及发展需求。**

截至 2020 年 3 月底，公司共有董事 8 人（其中独立董事 3 人），监事 4 人，高级管理人员 9 人，其中总裁 1 人，副总裁 5 人，董事会秘书 1 人。公司高管人员大多从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长刘畅女士，系公司实际控制人刘永好之女，1980 年 4 月出生，新加坡国籍，研究生学历；2002 年 6 月至 2003 年 5 月，任四川新希望农业股份有限公司办公室主任；2003 年 6 月至 2004 年 6 月，任新希望乳业控股有限公司办公室主任；1997 年 1 月至今，任新希望集团董事；2013 年 5 月至今，担任公司董事长职务。

公司总裁邓成先生，1972 年 3 月出生，中国国籍，研究生学历；2001 年 9 月至 2008 年 10 月，于新希望集团总部从事经营管理工作；2008 年 10 月至 2012 年 9 月，任山东六和集团有限公司饲料、养殖服务及食品分子公司负责人；2012 年 9 月至 2015 年 1 月，任公司人力资源部负责人；2015 年 2 月至 2017 年 10 月，任公司副总裁；2017 年 10 月至今，担任公司总裁职务。

截至 2019 年底，公司的员工人数为 7.06 万人，14.80% 的员工拥有本科及以上学历。从工作岗位看，生产人员占 72.91%，销售人员占 13.69%，技术人员占 4.45%，财务人员占 3.62%，行政人员占 5.32%。

## 3. 税收优惠

**公司能够获得一定的税收优惠，外部发展环境良好。**

公司从事的饲料生产、畜禽养殖、屠宰及肉类加工业务属于国家重点扶持的基础性农业产业，享有多方面税收优惠政策。主要税收优惠政策包括：



#### (1) 增值税优惠政策

公司生产的饲料产品方面，根据财政部、国家税务总局《关于饲料产品免征增值税问题的通知》（财税〔2001〕121号）的规定，公司生产销售符合其规定的饲料产品，免征增值税。

公司下属国内屠宰及肉制品加工企业的初加工产品方面，根据《财政部、税务总局、海关总署关于深化增值税改革有关政策的公告》（财政部 税务总局 海关总署公告 2019 年第 39 号）的规定，自 2019 年 4 月 1 日起初级农产品适用税率调整为 9%，熟食及深加工产品适用增值税税率为 13%。

公司下属国内养殖类企业方面，根据《中华人民共和国增值税暂行条例》第十五条“农业生产者销售的自产农业产品免征增值税”的规定，免征增值税。

#### (2) 所得税优惠政策

公司设在西部地区的分、子公司，根据西部大开发战略相关政策，自 2011 年 1 月 1 日至 2020 年 12 月 31 日，在征得税务机关的同意下执行 15% 的所得税税率。

公司下属肉食品加工行业的企业，所从事的肉类初加工业务免征企业所得税，并已取得免税备案。

公司下属养殖行业的企业，牲畜、家禽养殖免征所得税，并已取得免税备案。

公司子公司潍坊新希望六和饲料科技有限公司被认定为高新技术企业，减按 15% 的税率征收企业所得税。目前，该子公司的高新技术企业证书仍处于有效期内。

此外，公司境外子公司也享受部分当地税收优惠政策。

## 五、公司管理

### 1. 治理结构

**公司作为上市公司，法人治理结构较为完善。**

公司依据《公司法》《证券法》等相关法律法规的要求制定了《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 5~9 名董事组成，其中董事长 1 名。董事由股东大会选举或更换，任期 3 年。董事任期届满，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 3~5 名监事组成，其中主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。职工代表监事的比例为 1/3，由公司职工通过职工代表大会形式民主选举产生。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，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设总裁（总经理）1 名，由董事会聘任或解聘。总裁（总经理）每届任期 3 年，连聘可以连任。总裁（总经理）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；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟定公司内部管理机构设置方案和基本管理制

度等。

## 2. 管理体制

公司已建立起适合自身特点的管理模式和制度体系，内部管理较为完善，运作规范，管理效率较高。

截至 2020 年 3 月底，公司董事会内设战略委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会、风险控制委员会等 5 个专门委员会；除拥有本部职能管理中心和本部公司化支持平台外，还设置了饲料 BU、禽产业 BU、海外特区、食品事业群和猪产业委员会等 5 个战略业务单元。公司部门设置合理、职责清晰，公司根据部门设置制定了一系列内部管理制度。

财务管理方面，公司建立了财产日常管理制度和定期清查制度，各项实物资产建立台账进行记录、管理，坚持进行定期盘点及账实核对等措施，保障公司财产安全；公司建立并实施全面预算管理制度，明确公司内部各责任单位在预算管理中的职责权限，规范预算的编制、审定、下达和执行程序，通过预算将公司未来的销售、成本、现金流量等以计划的形式具体、系统地反映出来，以便有效地组织与协调公司全部的经营活动，完成公司的经营目标。

在投融资管理方面，公司在《董事会议事规则》《对外投资管理制度》等相关制度中，按投资金额和重要性程度的不同规定了相应的审批权限和审批程序。对投资项目可行性进行广泛的评估和论证。在投资项目实施以后，公司需指定相关部门及时跟进、监督和管理。公司设立发展中心，负责对公司重大项目的可行性、投资风险及投资回报等进行分析评估；公司财务部、董事会办公室分别依职责进行审核，并在征询公司法律顾问的意见后报公司董事会审批。

人事管理方面，公司对人力资源的引进、开发、培训、薪酬和劳动纪律管理等实施统一管理。公司通过《人力资源管理规定》《招聘控制流程》《培训控制流程》等一系列人力资源管理制度明确了岗位的任职条件，人员的胜任能力及评价标准、培训措施等，形成了有效的绩效考核与激励机制。公司认真贯彻落实《中华人民共和国劳动法》和公司制定的相关规章制度。公司还根据实际工作的需要，针对不同岗位展开多种形式的后续培训教育，使员工们均能胜任其工作岗位。

对子公司的管理方面，公司总部授权海外中心、片联、特区等单位对子公司实施日常经营活动的管理，代表公司对子公司行使股东权利。公司通过委派董事、监事、高级管理人员等方式对控股子公司实施管理控制；同时，建立了就经营计划、重大业务事项和财务事项等的报告和审批制度，将财务、重大投资、人事及信息披露等方面工作纳入公司统一的管理体系；公司对控股子公司实行全面预算管理、统一资金控制和资源调控、内部审计等制度；公司各职能部门对控股子公司的相关业务与管理进行指导、服务和监督。

在安全生产方面，公司各分子公司都建立了《安全生产管理制度》，基于“安全第一、预防为主”的生产方针，从机构设置、车间管理、水电安全和防疫安全等方面对生产全流程做了规范。同时，公司针对猪场专门设立了《生物安全管理制度》，从人员进场、车辆管理、物资进场、器械消毒、病死猪处理和有害动物控制等方面做了较详细的规定，形成了防止疾病传播和控制疾病传播途径的综合管理措施。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

近年来，得益于业务规模扩大，公司营业收入逐年增长，主营业务突出，综合毛利率逐年提升；

公司在饲料业务基础上，逐步向下游养殖端和食品深加工端转型；公司营业收入主要来自于国内。

公司主营业务包括饲料、禽产业、猪产业和食品等。2017—2019年，公司分别实现营业收入625.67亿元、690.63亿元和820.51亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长14.52%，主要系业务规模扩大所致。2017—2019年，公司分别实现净利润29.32亿元、27.22亿元和61.81亿元，呈波动增长趋势，年均复合增长45.18%；其中2019年净利润较上年增长1.27倍，主要系饲料、禽产业、猪产业和食品等主要板块毛利率均有所提升所致。

从收入构成来看，2017—2019年，公司主营业务收入占营业收入的比重分别为99.46%、99.56%和99.71%，主营业务十分突出。分产品来看，饲料业务对公司营业收入贡献最大，2017—2019年，饲料业务收入逐年增长，分别为355.68亿元、394.19亿元和424.31亿元，年均复合增长9.22%，主要系禽价高位运行引发了禽养殖产能扩张，带动公司禽料销量和售价上升所致；占营业收入的比重波动下降，分别为56.85%、57.07%和51.72%。2017—2019年，禽产业收入逐年增长，分别为170.36亿元、186.47亿元和213.59亿元，年均复合增长11.97%，主要系禽产品售价逐年上升所致；占营业收入的比重小幅下降，分别为27.23%、27.00%和26.03%。2017—2019年，猪产业收入逐年增长，分别为25.22亿元、32.25亿元和74.87亿元，年均复合增长72.30%，主要系公司处于从饲料销售向商品猪销售的商业模式转型阶段，且受益于2019年生猪养殖高景气周期，生猪销量和售价均有所上升所致；占营业收入的比重逐年提升，分别为4.03%、4.67%和9.12%。2017—2019年，食品业务收入波动增长，分别为57.80亿元、54.35亿元和71.49亿元，年均复合增长11.21%，其中2019年较上年增长31.54%，主要系公司优化销售渠道后，各类深加工肉制品和预制菜销量增长所致；占营业收入的比重分别为9.24%、7.87%和8.71%。商贸业务主要为饲料原材料贸易，2017—2019年，商贸业务收入逐年增长，分别为11.60亿元、17.03亿元和28.53亿元，年均复合增长56.83%，主要系饲料原材料销量增加所致；占营业收入比重较小。其他业务包括饲料及养殖设备的生产销售、鸭绒等副产品的加工销售、对外担保业务等，占比较小，对营业收入影响较小。

表2 2017—2019年公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
饲料	355.68	56.85	7.43	394.19	57.07	7.62	424.31	51.72	8.10
禽产业	170.36	27.23	6.17	186.47	27.00	8.54	213.59	26.03	10.65
猪产业	25.22	4.03	26.87	32.25	4.67	16.23	74.87	9.12	38.53
食品	57.80	9.24	9.41	54.35	7.87	12.92	71.49	8.71	13.47
商贸	11.60	1.85	3.69	17.03	2.47	7.98	28.53	3.48	5.66
其他	5.01	0.80	28.19	6.34	0.92	11.69	7.72	0.94	23.10
合计	625.67	100.00	8.15	690.63	100.00	8.73	820.51	100.00	12.07

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2017—2019年，公司综合毛利率逐年提升，分别为8.15%、8.73%和12.07%。分产品来看，2017—2019年，饲料业务毛利率逐年提升，分别为7.43%、7.62%和8.10%，主要系采购成本优化和生产效率提高所致。2017—2019年，禽产业毛利率逐年提升，分别为6.17%、8.54%和10.65%，主要系禽产品售价提高所致。2017—2019年，猪产业毛利率波动提升，分别为26.87%、16.23%和38.53%，主要系受猪周期影响，2018年猪价下跌，2019年猪价大幅上涨所致。2017—2019年，食品业务毛利率逐年提升，分别为9.41%、12.92%和13.47%，主要系公司不断推出创新产品、高毛利品类销量占比提升所致。2017—2019年，商贸业务毛利率波动提升，分别为3.69%、7.98%和

5.66%，主要系 2016 年公司购买的原料价格较高，在 2017 年才销售完毕，影响了 2017 年的毛利率所致。2017—2019 年，其他业务的毛利率波动较大，主要系 2018 年毛利率较高的对外担保业务收入占比下降所致。

从公司产品销售的区域分布来看，2017—2019 年，公司销售收入主要来自于国内，但国内销售占比小幅下降，分别为 91.34%、90.41%和 88.92%，国外收入主要来自于印度尼西亚、越南、新加坡、菲律宾、缅甸、老挝、柬埔寨等东南亚国家。

表 3 2017—2019 年公司营业收入分布区域（单位：亿元、%）

区域	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内	571.51	91.34	624.39	90.41	729.56	88.92
国外	54.16	8.66	66.24	9.59	90.95	11.08
合计	<b>625.67</b>	<b>100.00</b>	<b>690.63</b>	<b>100.00</b>	<b>820.51</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

## 2. 饲料

近年来，公司采购渠道畅通，主要原材料采购量与采购额小幅增长，采购价格基本保持稳定；采购集中度不高，不存在对单一供应商依赖。公司饲料生产规模较大，产能利用率处于行业较好水平。公司饲料销售以经销为主；占比较大的禽饲料销量和均价均有所增长，其余主要饲料品种的销量与价格较为稳定；公司产销率保持较高水平，客户集中度很低。

### （1）采购

采购模式方面，公司对饲料原料的采购采取统分结合的模式，即总部集中采购、总部与区域协同采购及区域自采相结合的模式。饲料 BU 在总部层面设有饲料原料采购委员会，负责决定各原料品种的采购模式，并负责解释、判定相关争议。饲料 BU 的饲料供应链管理部和片区及以下运营单元的采购职能部门组成公司饲料原料采购业务的具体执行体系。在采购执行方面，公司目前施行三种模式：一是基于“以销定产、以产定采”基本原则的“正常采购”；二是根据市场行情动态调整的“机会采购”，当市场行情向好时，鼓励各区域加大原料采购量；三是由于季节性因素而开展的“冬储采购”，以应对原料由于季节变化而产生的短缺风险。

从整体采购情况来看，2017—2019 年，公司主要原材料采购量波动增长，分别为 926.16 万吨、918.40 万吨和 986.97 万吨，年均复合增长 3.23%；其中 2019 年采购量较上年增长 7.47%，主要系玉米采购量增加所致。2017—2019 年，公司采购额小幅增长，分别为 204.91 亿元、207.88 亿元和 218.09 亿元，年均复合增长 3.17%。

从采购品种来看，公司饲料板块采购的主要的原材料为玉米和豆粕，近年来在饲料板块采购总额中的占比大致为 60%和 30%；其余花生粕、赖氨酸、棉粕、蛋氨酸、小麦等占比较小。玉米采购方面，2017—2019 年，玉米采购量逐年增长，分别为 648.27 万吨、693.94 万吨和 735.73 万吨，年均复合增长 6.53%；玉米采购均价小幅上涨，分别为 1,814.58 元/吨、1,932.84 元/吨和 1,937.01 元/吨，年均复合增长 3.32%。豆粕采购方面，2017—2019 年，豆粕采购量波动下降，分别为 197.82 万吨、175.31 万吨和 188.20 万吨，年均复合下降 2.46%；豆粕采购量波动主要受其价格影响，公司视豆粕价格情况使用花生粕、棉粕以及玉米蛋白粉等进行配比替代；豆粕采购均价波动下降，分别为 3,071.77 元/吨、3,264.72 元/吨和 2,950.00 元/吨，年均复合下降 2.00%。

表 4 2017-2019 年公司饲料业务主要原材料采购情况 (单位: 万吨、元/吨、万元)

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	采购量	采购均价	采购额	采购量	采购均价	采购额	采购量	采购均价	采购额
玉米	648.27	1,814.58	1,176,337.78	693.94	1,932.84	1,341,274.99	735.73	1,937.01	1,425,116.37
豆粕	197.82	3,071.77	607,657.54	175.31	3,264.72	572,338.06	188.20	2,950.00	555,190.00
花生粕	13.33	2,822.79	37,627.79	16.22	2,817.00	45,691.74	12.60	2,880.00	36,288.00
赖氨酸	9.03	4,929.25	44,511.13	9.19	4,645.64	42,693.43	12.50	4,221.28	52,766.00
棉粕	6.10	2,718.42	16,582.36	12.32	2,897.18	35,693.26	7.07	2,851.00	20,156.57
蛋氨酸	3.39	21,235.35	71,987.84	1.12	18,534.52	20,758.66	1.87	16,930.00	31,659.10
小麦	48.22	1,958.26	94,427.30	10.30	1,972.31	20,314.79	29.00	2,060.00	59,740.00
<b>合计</b>	<b>926.16</b>	<b>--</b>	<b>2,049,131.73</b>	<b>918.40</b>	<b>--</b>	<b>2,078,764.94</b>	<b>986.97</b>	<b>--</b>	<b>2,180,916.04</b>

资料来源: 公司提供

结算方式方面, 公司国外采购结算主要为美元远期信用证, 国内采购结算主要使用电汇, 结算账期均在 15 天以内。公司海外采购量根据行情而变化, 采购金额占比一般在 10% 以内。采购集中度方面, 2017-2019 年, 公司前五大供应商 (均非关联方) 大部分产生自饲料板块; 采购额分别为 43.15 亿元、62.36 亿元和 69.09 亿元, 占当年采购总额的比例分别为 7.51%、9.65% 和 9.00%, 集中度不高。

表 5 2017-2019 年公司前五大供应商情况 (单位: 万元、%)

年份	序号	供应商名称	采购金额	占当期采购总额的比例
2017 年	1	益海嘉里投资有限公司	105,414.67	1.83
	2	中粮集团有限公司	93,949.67	1.63
	3	山东泰山国家粮食储备库	83,694.97	1.46
	4	山东荣达农业发展有限公司	83,316.61	1.45
	5	泰安市东岳粮库	65,154.71	1.13
		<b>合计</b>	<b>431,530.63</b>	<b>7.51</b>
2018 年	1	益海嘉里投资有限公司	209,963.36	3.25
	2	中粮集团有限公司	144,176.99	2.23
	3	山东泰山国家粮食储备库	118,893.34	1.84
	4	山东荣达农业发展有限公司	85,424.46	1.32
	5	泰安市东岳粮库	65,106.24	1.01
		<b>合计</b>	<b>623,564.40</b>	<b>9.65</b>
2019 年	1	中粮集团有限公司	208,386.67	2.72
	2	益海嘉里金龙鱼粮油食品股份有限公司	195,082.55	2.54
	3	山东泰山粮食储备集团有限公司	131,937.20	1.72
	4	山东荣达农业发展有限公司	90,890.80	1.18
	5	泰安市东岳粮食储备有限公司	64,647.34	0.84
		<b>合计</b>	<b>690,944.55</b>	<b>9.00</b>

资料来源: 公司提供

## (2) 生产

饲料是公司核心产业, 主要生产猪饲料、禽饲料、水产料等各类饲料。截至 2019 年底, 公司共有 281 家饲料厂, 饲料年产能 3,600.00 万吨, 位居国内第一, 世界前三。截至 2019 年底, 公司国内所辖饲料厂主要分布在华南、华中、华东、华北、东北、西南和西北等区域, 厂房面积超过 100 万平方米, 设备技术处于行业领先水平。公司下属饲料企业均进行了 ISO9001:2008 质量认证, 部分公司还通过了 HACCP 认证。公司通过实施 6S 管理、精益化管理、QC 管理等管理方式, 保证了饲料生产的有序进行。

生产模式方面，公司采用“以销定产”的方式进行生产，具备完整的生产管理体系和生产计划安排机制，由销售部门汇总客户需求，并向生产部下达生产任务单，生产部结合实际存货库存量制定生产计划下达生产车间，生产周期较短，一般当天即可完成。

产能方面，2017—2019年，公司产能逐年增长，分别为3,286.46万吨/年、3,573.99万吨/年和3,600.00万吨/年，年均复合增长4.66%，主要系公司推动饲料工厂布局和产能的优化调整，淘汰落后产能，改造升级或新建大产能工厂所致。2017—2019年，公司产品产量逐年增长，分别为1,572.90万吨、1,714.80万吨和1,870.00万吨，年均复合增长9.04%；产能利用率逐年提升，分别为47.86%、47.98%和51.94%；考虑到我国饲料行业产能利用率普遍在40%~50%之间，公司产能利用率较好。

表6 2017—2019年公司饲料业务产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
猪饲料	851.58	407.57	47.86	922.87	442.79	47.98	763.59	396.64	51.94
禽饲料	2,069.57	990.49	47.86	2,284.51	1,096.11	47.98	2,541.41	1,320.12	51.94
水产料	179.74	86.02	47.86	222.28	106.65	47.98	225.61	117.19	51.94
其他料	185.57	88.81	47.86	144.33	69.25	47.98	69.42	36.06	51.94
合计	<b>3,286.46</b>	<b>1,572.90</b>	<b>47.86</b>	<b>3,573.99</b>	<b>1,714.80</b>	<b>47.98</b>	<b>3,600.00</b>	<b>1,870.00</b>	<b>51.94</b>

注：表中数据为合并抵消前的数据  
资料来源：公司提供

### （3）销售

公司总部市场部负责饲料销售环节的统筹、协调与管理；具体工作由各片区或聚落分子公司的销售部门负责执行。公司饲料业务的客户主要包括经销商和养殖户两类，分别适用经销模式和直销模式；以经销模式为主，2019年占比近63%。

销量方面，2017—2019年，猪饲料销量波动下降，分别为407.41万吨、439.97万吨和398.00万吨，年均复合下降1.16%；禽饲料销量逐年增长，分别为990.11万吨、1,089.12万吨和1,319.00万吨，年均复合增长15.42%；水产料销量逐年增长，分别为85.99万吨、105.97万吨和119.00万吨，年均复合增长17.64%；其他料销量占比较小。

销售价格方面，2017—2019年，猪饲料销售均价较为稳定，分别为2,877.63元/吨、2,888.71元/吨和2,812.13元/吨，年均复合下降1.14%；禽饲料销售均价逐年小幅增长，分别为2,451.36元/吨、2,511.42元/吨和2,536.00元/吨，年均复合增长1.71%；水产料销售均价较为稳定，分别为3,499.42元/吨、3,558.41元/吨和3,455.42元/吨，年均复合下降0.63%；其他料销售均价波动较大，主要系产品结构变化所致。

产销率方面，2017—2019年，公司各类饲料产品产销率均保持在99%以上。

表7 2017—2019年公司饲料业务主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
猪饲料	407.41	2,877.63	99.96	439.97	2,888.71	99.36	398.00	2,812.13	100.34
禽饲料	990.11	2,451.36	99.96	1,089.12	2,511.42	99.36	1,319.00	2,536.00	99.92
水产料	85.99	3,499.42	99.97	105.97	3,558.41	99.36	119.00	3,455.42	101.54
其他料	88.78	3,524.41	99.97	68.81	3,392.25	99.36	36.00	5,216.33	99.83
合计	<b>1,572.29</b>	--	<b>99.96</b>	<b>1,703.87</b>	--	<b>99.36</b>	<b>1,872.00</b>	--	<b>100.11</b>

注：表中数据为合并抵消前的数据  
资料来源：公司提供

销售结算方式方面，由于饲料行业毛利率较低，销售量大，公司为控制风险，主要采取现款现货的信用政策；对于一些有较好合作基础的客户，经公司内部综合考评后，一般会给予不超过 30 天的赊销期限；对于猪料、水产料的销售，因下游养殖周期较长，公司会结合行业销售特点，给予客户一定的赊销期限；公司饲料业务回款良好。

客户集中度方面，由于公司饲料业务下游客户为经销商和养殖户，客户集中度很低。

### 3. 禽产业

近年来，基于禽产业供给总体收缩的外部环境，公司禽产业板块通过实施关停并转落后产能、控制禽产品的销售规模、减少库存等战略，其产能和产量均有所下降，公司对禽产品的定价权有所提升，叠加 2019 年处于禽养殖行业高景气周期，公司禽产品的售价有所提升。公司禽产业各类产品下游客户集中度很低。

#### (1) 采购

禽产业板块的采购内容主要包括种禽、兽药、养殖及屠宰设备。种禽采购方面，公司采取“以产定采”的采购模式。禽产业 BU 在总部层面设置了种禽事业部，根据每月商品肉禽宰杀产量核定种禽采购计划量，并于每月固定日期与种禽供应商进行次月采购计划的对接。供应商根据公司提供的采购计划，直接向公司各分子公司销售种禽，并通过公司总部统一结算。兽药采购方面，公司采取总部集中、统一采购的模式。公司总部集采小组负责统筹公司兽药采购相关工作，各兽药使用单位每月上报兽药采购需求，由集采小组兽药项目采购人员进行统计、汇总，并于每月固定时间集中采购两次。公司对兽药库存进行严格管理，将兽药库存严格控制在 20 天以内。养殖及屠宰设备采购方面，公司根据设计规划和工艺流程向供应商提出成套定制化产品需求和技术要求，委托供应商进行成套设备的设计、制造、安装、调试及试生产工作。

#### (2) 生产

公司的禽产业板块包括种禽养殖、商品代禽养殖和禽屠宰三个环节。种禽养殖方面，公司实行“自养自繁”模式；商品代禽养殖方面，公司实行以“公司+农户”合作养殖为主，一体化自养为辅的养殖模式；禽屠宰方面，公司以市场为导向，根据放养合同安排宰杀计划。

“公司+农户”合作养殖模式进一步细分为传统型合同养殖模式和委托代养模式。传统型合同养殖模式下，公司将父母代禽苗对外销售给养殖户，产出商品代肉鸡、肉鸭后，由公司按照市场价格进行回收；委托代养模式下，公司向养殖户提供禽苗，产出商品代肉鸡、肉鸭后，由公司按照产品的料肉比、存活率等指标计算并支付代养费。目前，公司商品代肉鸡的养殖基本采用传统型合同养殖模式，商品代肉鸭则主要采用委托代养模式。同时，公司也在一些条件适合的区域发展了小部分商品代肉鸡的一体化自养。近年来，为把控养殖端，公司积极推动传统型合同养殖模式向委托代养模式转型，并加大一体化自养模式的投入。截至 2019 年底，公司下属禽类养殖场 74 家，设计规模种鸡 247 万套、种鸭 10,867 单元；并拥有肉鸡 4.63 亿只/年、肉鸭 5.85 亿只/年的屠宰加工能力。

近年来，公司凭借每年约 7 亿只的禽屠宰量，近 200 万吨的禽肉产销量，位居行业前列。基于禽产业供给总体收缩的外部环境，在公司关停并转落后产能，以及控制禽产品的销售规模、减少库存以提振产品价格的销售战略影响下，2017—2019 年，鸡一体化业务产能波动下降，分别为 101.32 万吨/年、84.21 万吨/年和 86.95 万吨/年，年均复合下降 7.36%；产量波动下降，分别为 76.94 万吨、66.24 万吨和 72.77 万吨，年均复合下降 2.75%。2017—2019 年，鸭一体化业务产能持续下降，分别为 151.32 万吨/年、140.79 万吨/年和 127.10 万吨/年，年均复合下降 8.35%；产量持续下降，分别为 114.90 万吨、110.74 万吨和 109.41 万吨，年均复合下降 2.42%。2017—2019 年，禽产业板块的产能

利用率逐年提升，分别为 75.94%、78.66%和 85.14%。

表 8 2017-2019 年公司禽产业板块产能及产量情况 (单位: 万吨/年、万吨、%)

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
鸡一体化	101.32	76.94	75.94	84.21	66.24	78.66	86.95	72.77	83.69
鸭一体化	151.32	114.90	75.93	140.79	110.74	78.66	127.10	109.41	86.08
合计	<b>252.63</b>	<b>191.84</b>	<b>75.94</b>	<b>225.00</b>	<b>176.98</b>	<b>78.66</b>	<b>214.05</b>	<b>182.19</b>	<b>85.14</b>

注: 表中数据为合并抵消前的数据  
资料来源: 公司提供

### (3) 销售

公司禽产业的主要产品包括禽肉和禽苗两类。其中，禽肉可进一步分为鸡分割品和鸭分割品，禽苗包括商品代禽苗和种禽苗。禽肉销售以订单式销售为主；禽苗销售通过控制孵化量实施计划销售。公司从鸡一体化和鸭一体化角度进行销量统计。

近年来，在禽产业供给总体收缩的环境下，公司通过控制销量、减少库存，扩大禽产品的定价权。2017-2019 年，鸡一体化业务销量波动下降，分别为 76.34 万吨、67.03 万吨和 72.52 万吨，年均复合下降 2.53%；销售均价持续上升，分别为 8,386.57 元/吨、9,859.63 元/吨和 11,871.22 元/吨，年均复合增长 18.97%。2017-2019 年，鸭一体化业务销量持续下降，分别为 113.47 万吨、112.10 万吨和 108.56 万吨，年均复合下降 2.19%；销售均价波动上升，分别为 7,219.52 元/吨、9,150.60 元/吨和 9,057.36 元/吨，年均复合增长 12.01%。2017-2019 年，禽产业板块产销率较为稳定，保持在 100.00% 左右。

表 9 2017-2019 年公司禽板块主要产品销售情况 (单位: 万吨、元/吨、%)

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
鸡一体化	76.34	8,386.57	99.22	67.03	9,859.63	101.19	72.52	11,871.22	99.65
鸭一体化	113.47	7,219.52	98.76	112.10	9,150.60	101.23	108.56	9,057.36	99.22
合计	<b>189.81</b>	--	<b>98.94</b>	<b>179.13</b>	--	<b>101.21</b>	<b>181.07</b>	--	<b>99.39</b>

注: 表中数据为合并抵消前的数据  
资料来源: 公司提供

销售结算方式方面，公司禽产业主要为现款现货；存在少量赊销，账期最长 30 天。

客户集中度方面，2017-2019 年，公司前五大客户主要来自禽产业板块；销售额分别为 15.64 亿元、18.80 亿元和 20.80 亿元，占同期销售总额比例分别为 2.50%、2.72%和 2.54%，客户集中度很低。

表 10 2017-2019 年公司前五大客户情况 (单位: 万元、%)

年份	序号	客户名称	是否关联方	销售收入	占当期销售总额的比例
2017 年	1	山东荣达农业发展有限公司	是	58,957.06	0.94
	2	上海六和勤强食品有限公司	是	36,170.89	0.58
	3	广东壹号食品股份有限公司	否	23,912.99	0.38
	4	湖北周黑鸭食品工业园有限公司	否	19,928.28	0.32
	5	廖娜	否	17,453.04	0.28
			合计	--	<b>156,422.26</b>
2018 年	1	山东荣达农业发展有限公司	是	52,370.48	0.76



	2	上海六和勤强食品有限公司	是	37,426.68	0.54
	3	杭州三友羽绒有限公司	否	36,320.28	0.53
	4	广东壹号食品股份有限公司	否	31,909.25	0.46
	5	安徽新桥羽绒有限公司	是	30,021.72	0.43
		<b>合计</b>	--	<b>188,048.41</b>	<b>2.72</b>
2019年	1	上海六和勤强食品有限公司	是	66,228.19	0.81
	2	山东荣达农业发展有限公司	否	56,157.85	0.68
	3	华宝食品股份有限公司	否	31,137.69	0.38
	4	安徽华英新塘羽绒有限公司	否	27,599.62	0.34
	5	安徽新桥羽绒有限公司	是	26,894.85	0.33
		<b>合计</b>	--	<b>208,018.20</b>	<b>2.54</b>

资料来源：公司提供

#### 4. 猪产业

公司猪产业目前主要业务为生猪养殖，所需饲料全部由公司自供。近年来，公司生猪养殖业务产能快速扩张，产量大幅增长；猪板块销售价格受猪周期波动和非洲猪瘟影响较大，销售回款较好。

##### (1) 采购

公司的猪产业板块是未来发展的战略重点，目前主要业务为生猪养殖。养殖成本中，饲料占比大致为 41.00%，全部由公司内部提供；药品等动保产品占比大致为 4.00%，由公司“以产定采，统谈分签”的模式进行采购，近年来采购均价较稳定；其他成本为人工成本、猪场固定资产折旧、部分仔猪采购成本等，种类较多。公司建立了较为健全的供应商管理制度，从产品价格、质量、供货条件、交货及时性、信誉、售后服务及财务状况等方面对供应商的准入进行管理。

##### (2) 生产

生产环节目前包括种猪养殖和商品猪养殖两个环节，以商品猪养殖为主。商品猪养殖则主要采用三种模式：由养猪业务单元推动的“新好模式”，由饲料业务单元推动的“新六模式”，以及在辽宁地区发展的“新望模式”。

“新好模式”是公司生猪养殖的核心模式。在此模式下，猪场大部分通过自建方式取得，少部分通过外部租赁方式取得，仔猪由公司内部供应，并在肥育过程中采用自养与“公司+农户”合作代养相结合的养殖方式。“新六模式”目前主要分布在四川、山东和河北区域，特点是仔猪外采，以“公司+农户”合作代养为主；其中外采仔猪来自新好模式的父母代猪场或外部供应商。“新望模式”规模很小。截至 2019 年底，公司下属生猪养殖场 71 家，已完成约 993 万头生猪养殖产能布局，在建的生猪养殖产能 650 万头，另有已完成土地签约或储备的生猪养殖产能超 4,350 万头，理论上可达到的最大生猪养殖产能约 6,000 万头。

2017—2019 年，公司生猪养殖产能逐年提升，分别为 300.00 万头/年、400.00 万头/年和 993.51 万头/年，年均复合增长 81.98%，主要系公司向生猪养殖业务战略转型所致；生猪产量有所提升，分别为 239.96 万头、255.37 万头和 354.99 万头，年均复合增长 21.63%。生猪产量增速低于产能增速主要系公司目前竣工的产能以种猪场为主，投放品种主要为祖代猪和后备母猪，商品猪产出有时滞所致。受此影响，2017—2019 年，公司生猪养殖产能利用率分别为 79.99%、63.84%和 35.73%。

表 11 2017-2019 年公司生猪养殖业务产能及产量情况 (单位: 万头/年、万头、%)

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
生猪养殖	300.00	239.96	79.99	400.00	255.37	63.84	993.51	354.99	35.73

注: 表中数据为合并抵消前的数据  
资料来源: 公司提供

### (3) 销售

公司生猪销售模式为“量价统筹, 随行就市”; 并通过三条主要渠道进行市场销售: 一是通过“猪易通”生猪交易平台, 二是将生猪销售给猪贩子, 三是将生猪直接销售给外部大型屠宰厂。

销售量方面, 公司各分子公司根据生猪存栏量, 以月为单位制定月度销售计划, 并汇总至所属片区或聚落。2017-2019 年, 随着加大力度发展猪板块业务, 生猪销量有所增长, 分别为 239.96 万头、255.37 万头和 354.99 万头, 年均复合增长 21.63%。销售价格方面, 受 2018 年猪周期处于下行阶段、突发非洲猪瘟和 2019 年猪周期进入景气阶段影响, 2017-2019 年, 生猪销售均价波动增长, 分别为 14.96 元/公斤、12.72 元/公斤和 22.73 元/公斤, 年均复合增长 23.26%; 产销率均为 100.00%。

销售结算方式方面, 公司猪板块业务结算主要为现款现货。

表 12 2017-2019 年公司生猪养殖业务主要产品销售情况 (单位: 万头、元/公斤、%)

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
生猪养殖	239.96	14.96	100.00	255.37	12.72	100.00	354.99	22.73	100.00

注: 2017 年包含内销, 2018 年起统计口径转变为不含内销  
资料来源: 公司提供

## 5. 食品

近年来, 公司屠宰分割业务主要为生食 (猪产品), 产销量均波动下降, 销售价格受猪周期波动和非洲猪瘟影响较大; 公司食品加工业务的产销量波动提升, 销售价格整体稳定。

### (1) 屠宰分割

公司将禽屠宰并入禽产业板块, 猪屠宰并入食品板块中的屠宰分割。采购方面, 屠宰分割主要在当地按市价采购生猪。生产方面, 屠宰分割端采用订单式生产和市场导向式生产相结合的生产模式。订单式生产基于公司每年与重要客户签订的年度购销框架协议; 市场导向式生产即公司根据市场实际需求, 积极布局门店并运用商超等销售平台开展鲜肉零售业务。

2017-2019 年, 公司屠宰产能波动提升, 分别为 52.37 万吨/年、52.25 万吨/年和 55.38 万吨/年; 其中 2019 年屠宰产能较上年提升 5.99%, 主要系公司新设屠宰类子公司所致。屠宰产生的生食 (猪产品) 产量波动下降, 分别为 26.51 万吨、27.89 万吨和 23.40 万吨; 其中 2019 年产量较上年下降 16.10%, 主要系非洲猪瘟导致生猪出栏量减少、收猪困难所致。受此影响, 屠宰分割的产能利用率波动下降, 分别为 50.62%、53.38%和 42.25%。

表 13 2017-2019 年公司屠宰分割业务产能及产量情况 (单位: 万吨/年、万吨、%)

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
生食 (猪产品)	52.37	26.51	50.62	52.25	27.89	53.38	55.38	23.40	42.25

注: 表中数据为合并抵消前的数据  
资料来源: 公司提供

销售方面，屠宰分割端主要采用经销、直销和合作经营三种销售模式；合作经营即公司通过大型商超等销售平台进行场内销售。受 2019 年收猪困难、产量不足影响，2017—2019 年，生食（猪产品）的销量波动下降，分别为 26.52 万吨、27.83 万吨和 23.26 万吨，年均复合下降 6.35%；产销率在 100%左右。受 2018 年猪周期下行阶段、突发非洲猪瘟和 2019 年猪周期进入景气阶段影响，2017—2019 年，生食（猪产品）的销售均价波动上升，分别为 15,222.09 元/吨、13,228.04 元/吨和 21,393.12 元/吨，年均复合增长 18.55%。公司屠宰分割业务销售结算周期约 30 天。

表 14 2017—2019 年公司屠宰分割业务主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
生食（猪产品）	26.52	15,222.09	100.04	27.83	13,228.04	99.78	23.26	21,393.12	99.40

注：表中数据为合并抵消前的数据  
资料来源：公司提供

## （2）食品加工

近年来，公司食品加工业务的产销量波动提升，销售价格整体稳定。

食品加工业务主要产品为以调理品和熟食为主的肉制品和预制菜。采购方面，目前食品加工业务所需鸡鸭类原材料全部由公司内部提供；所需猪类原材料的近 20%由公司自供。生产方面，因种类繁多且品类复杂，既有当天生产并发货的日配鲜品，也有按照周计划生产的保质期较长的产品，因此食品加工业务采用多品种批量柔性生产模式，以市场为导向。

2017—2019 年，公司肉制品和预制菜产品的产能较为稳定，分别为 22.63 万吨/年、20.68 万吨/年和 21.12 万吨/年。产量波动上升，分别为 16.98 万吨、15.43 万吨和 17.79 万吨，年均复合增长 2.36%。其中，2019 年产量较上年增长 15.29%，主要系销量增加所致。产能利用率分别为 75.03%、74.61%和 84.23%。

表 15 2017—2019 年公司食品加工业务主要产品产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
肉制品和预制菜	22.63	16.98	75.03	20.68	15.43	74.61	21.12	17.79	84.23

注：表中数据为合并抵消前的数据  
资料来源：公司提供

销售方面，主要采用渠道销售和连锁直销相结合的销售模式，并注重打造亿元单品。2017—2019 年，肉制品和预制菜销量波动上升，分别为 16.20 万吨、14.97 万吨和 17.66 万吨，年均复合增长 4.41%。其中 2019 年销量较上年增长 17.97%，主要系亿元单品销量增加，面向商超、电商、新零售等新兴渠道拓宽所致。受销售结构影响，食品加工业务销售均价整体稳定，分别为 16,911.37 元/吨、15,320.12 元/吨和 15,799.06 元/吨，年均复合下降 3.34%。产销率由 2017 年的 95.41%提升至 2019 年的 99.26%。

食品加工业务的销售结算方式方面，传统渠道的主要结算方式为现款现货，新兴渠道的账期一般不超过 30 天。

表 16 2017-2019 年公司食品加工业务主要产品销售情况 (单位: 万吨、元/吨、%)

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
肉制品和预制菜	16.20	16,911.37	95.41	14.97	15,320.12	97.02	17.66	15,799.06	99.26

注: 表中数据为合并抵消前的数据  
资料来源: 公司提供

## 6. 境外生产情况

公司目前海外业务以饲料为主, 并逐渐在布局畜禽养殖业务; 随着海外业务布局增加, 相关业务已成为公司营业收入的有益补充和后备增长点。

境外业务属于公司的战略业务, 目前以饲料产品为主, 未来有望向养殖板块和食品端拓展。公司境外生产经营主体为海外特区战略业务单元; 海外特区内设 1 个投资平台、7 个经营片区和 2 个独立公司, 投资平台是指新加坡平台, 7 大片区主要集中于东南亚区域, 并逐渐向非洲、东欧等地区延伸。

截至 2020 年 3 月底, 公司在海外特区共投资设立 52 家分子公司, 业务范围覆盖饲料、畜禽养殖、商贸等领域。目前, 海外特区共有从事饲料经营的分子公司 37 家 (其中处于筹建阶段的 1 家), 同时, 公司逐渐在海外布局畜禽养殖业务, 共有从事禽产业的分子公司 4 家 (其中处于筹建阶段的 1 家), 从事其他业态的分子公司 3 家 (2 家烘干项目, 1 家印尼食品项目)。此外, 公司还有 6 家海外分子公司从事贸易业务。

2017-2019 年, 随着公司海外业务布局增加, 公司海外特区营业收入逐年增长, 分别为 54.16 亿元、66.24 亿元和 90.95 亿元, 年均复合增长 29.59%; 占营业总收入的比例分别为 8.66%、9.59% 和 11.08%。海外业务采购模式主要为期货采购; 销售模式以经销为主, 结算方式为现款现货, 少数情况下会有 30~40 天账期。

## 7. 关联交易

近年来, 公司关联交易占比较小, 对公司经营及财务独立性影响较小。

公司与控股股东及其子公司等关联方存在日常持续性关联交易。关联交易方式主要体现在向关联方采购和销售两方面: 公司向关联方采购主要是采购饲料原料、乳制品、冰鲜禽肉和猪肉等; 向关联方销售主要是饲料、肉制品等商品。根据公司披露信息, 从关联方采购、接受劳务或者向关联方销售商品均按照市场公允价格执行。

从关联交易规模上看, 2017-2019 年, 公司向关联方采购商品、接受劳务的金额分别为 0.36 亿元、0.82 亿元和 7.96 亿元, 占同期采购总额的比例分别为 0.06%、0.13% 和 1.04%, 占比较小; 公司向关联方销售商品的金额分别为 6.46 亿元、9.64 亿元和 10.61 亿元, 占同期销售总额的比例分别为 1.03%、1.40% 和 1.30%, 占比较小。

公司关联交易占比较小, 且定价公允, 对公司经营及财务独立性影响较小。

表 17 2017-2019 年公司关联交易情况 (单位: 万元、%)

年份	向关联方采购商品、接受劳务		向关联方销售商品、提供劳务	
	采购金额	占采购总额比例	销售金额	占销售总额比例
2017 年	3,582.06	0.06	64,574.04	1.03
2018 年	8,232.35	0.13	96,399.87	1.40
2019 年	79,641.28	1.04	106,098.81	1.30

资料来源: 公司年报

## 8. 在建工程

公司在建项目围绕生猪养殖进行布局，尚需投资规模较大，面临一定的资金支出压力；项目建成后，公司综合实力有望进一步提升。

公司在建项目主要内容为生猪养殖。截至 2020 年 3 月底，公司主要在建工程计划投资额为 92.41 亿元，已完成投资 31.46 亿元；未来尚需投资 60.95 亿元，公司面临一定的资金支出压力。随着公司在建项目逐步建成达产，核心业务板块产能将进一步增长，综合实力有望进一步增强。

表 18 截至 2020 年 3 月底公司主要在建工程情况（单位：万元）

序号	项目名称	建设内容	计划投资	已投资	尚需投资
1	广西南明华侨农场项目	生猪养殖	83,926.00	1,350.76	82,575.24
2	河北深泽大兴项目	生猪养殖	81,796.00	15,994.74	65,801.26
3	河北辛集后杜科项目	生猪养殖	69,572.00	25,396.00	44,176.32
4	甘肃靖远红丰项目	生猪养殖	62,062.00	32,816.13	29,245.64
5	河北唐山丰南刘迁庄项目（二期）	生猪养殖	55,000.00	19,362.86	35,637.14
6	越南平福项目	生猪养殖	50,646.00	16,825.20	33,820.80
7	山东菏泽曹县前刘村东项目	生猪养殖	47,550.00	12,184.16	35,365.84
8	辽宁新民沉檀木项目	生猪养殖	47,072.00	32,121.64	14,950.36
9	河北内丘西北岭项目	生猪养殖	42,855.00	15,853.00	27,001.53
10	湖北襄阳古岭项目	生猪养殖	41,140.00	10,846.07	30,293.93
11	广西来宾象州大蒙项目	生猪养殖	38,500.00	11,078.22	27,421.78
12	山东夏津夏庄项目	生猪养殖	38,331.00	6,926.00	31,405.04
13	河南汤阴尚家庵项目	生猪养殖	37,800.00	27,357.41	10,442.31
14	辽宁黑山高家项目	生猪养殖	35,933.00	3,700.29	32,232.58
15	辽宁黑山卧牛项目	生猪养殖	34,523.00	10,641.45	23,881.82
16	河南台前高庙项目	生猪养殖	32,710.00	16,313.18	16,396.40
17	河北阳原浮图讲项目	生猪养殖	31,855.00	1,036.90	30,818.10
18	陕西临渭蔺店项目	生猪养殖	31,667.00	20,105.73	11,561.44
19	陕西临渭故市项目	生猪养殖	31,237.00	19,587.44	11,649.41
20	辽宁康平北三家子种猪场项目	生猪养殖	29,943.00	15,130.20	14,812.80
合计			--	<b>314,627.37</b>	<b>609,489.74</b>

资料来源：公司提供

## 9. 经营效率

近年来，公司经营效率处于行业优秀水平。

2017—2019 年，受有一定账期的水产料销售量增加，以及食品业务新兴销售渠道的销售量增加，导致应收账款有所增加影响，公司应收账款周转次数逐年下降，分别为 96.29 次、93.86 次和 84.94 次；受代养向自养转型、养殖板块产能释放影响，公司生猪和肉鸡存栏量有所上升，存货周转次数逐年下降，分别为 12.11 次、11.91 次和 9.69 次；总资产周转次数分别为 1.57 次、1.53 次和 1.46 次，较为稳定。

从同行业上市公司比较情况看，公司经营效率处于行业优秀水平。其中，应收账款管理方面，因饲料板块占比较大，且具有规模、技术和品牌等方面优势，产业链地位较强势，公司执行严格的销售信用政策，导致应收账款周转水平较高；存货管理方面，得益于公司严格执行“以销定产”和销售情况较好，存货管理水平较高。

表 19 同行业上市公司 2018 年经营效率情况 (单位: 次)

股票代码	股票简称	应收账款周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
603609.SH	禾丰牧业	42.01	10.97	2.44
603363.SH	傲农生物	13.98	12.05	1.97
002567.SZ	唐人神	86.01	12.79	2.46
002157.SZ	正邦科技	49.92	5.25	1.17
002385.SZ	大北农	12.70	6.25	1.03
002124.SZ	天邦股份	88.17	3.21	0.85
002548.SZ	金新农	9.60	6.38	0.74
上述中位数		<b>42.01</b>	<b>6.38</b>	<b>1.17</b>
<b>000876.SZ</b>	<b>新希望</b>	126.37	12.00	1.53

注: 为了增加可比性, 表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致  
资料来源: Wind, 联合评级整理

## 10. 经营关注

### (1) 食品安全风险

公司是以饲料生产、畜禽养殖、屠宰及肉类加工销售等业务为主业的大型现代化农牧企业, 食品安全是影响公司声誉和经营的重要因素。如出现产品质量和食品安全问题, 将会对公司品牌形象和经营业绩带来不利影响。

### (2) 多元化经营管理风险

公司业务板块众多, 管理体系庞大。尽管具有产业链一体化优势, 但下属子公司多达 573 家, 受国家政策、上下游行业联动、行业周期性等多重因素影响, 如果公司管理水平和风控能力不能与业务发展速度相匹配, 容易出现多元化经营管理风险。

### (3) 境外经营风险

根据公司“做深海外”战略目标, 未来公司境外业务的区域布局将进一步扩张。不同国家在监管体系、文化习俗、宗教信仰等方面存在较大差异, 因此公司的境外生产经营面临着合规风险、文化风险、管理风险、人才风险和政治风险。

### (4) 汇率波动风险

一方面饲料生产企业的原料采购呈现出全球化趋势, 另一方面公司境外业务涉及到大量跨境资金往来与结算, 因而受到汇率的影响越来越大。随着近年来的国际贸易和经济局势复杂化, 人民币汇率波动频繁且幅度较大, 对公司的外汇管理能力形成挑战。

### (5) 畜、禽价格波动风险

畜禽类产品的市场价格受市场供求关系、养殖成本、疫情及自然灾害等因素的影响而有所波动。结合生猪等养殖子行业规模化程度较低, 容易非理性扩大养殖规模, 造成产品价格周期性波动等问题。当畜、禽行业处于下行周期时, 公司面临一定的经营业绩下滑风险。

### (6) 在建工程尚需投入规模较大, 公司面临一定的资金支出压力

公司对生猪养殖项目投入较大, 截至 2019 年底, 公司主要在建工程计划投资额为 92.41 亿元, 未来尚需投资 60.95 亿元, 面临一定的资金支出压力。而且考虑到目前猪价较高带动全国生猪产能较快恢复, 公司在建工程能否取得预期投资回报存在一定的不确定性。

### (7) 新冠肺炎可能对公司养殖业务和海外业务造成一定影响

2019 年底以来, 新冠肺炎全球蔓延趋势不减, 对公司养殖业务和海外业务可能造成一定影响。养殖业务方面, 新冠肺炎可能从道路阻断等方面影响供给, 从而导致公司所需豆粕、玉米等原材料价格上涨; 也可能从经济增速滞缓等方面影响居民购买力, 从而导致公司下游需求缩减。海外业务

方面，新冠肺炎一定程度上引起各国民粹主义和逆全球化思潮，可能对公司海外运营与扩张形成一定阻力。

#### 11. 未来发展

**公司未来主营业务方向清晰，发展规划整体定位明确，有利于其核心竞争力的持续提升。**

公司将遵循“做强饲料、做大养猪、做精肉禽、做优食品、做深海外”战略发展规划，不断向上游延伸产业链；升级饲料运营模式、提升禽产业和猪产业规模、发挥全产业链优势做好食品业务，推动海外业务长期发展。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2017—2019 年合并财务报表已经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留审计意见。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和各项有关规定编制。

合并范围变化方面，2017 年，公司合并范围内包括 502 家子公司；2018 年，公司合并范围内新增子公司 37 家，不再纳入合并范围的子公司 26 家，共包括 513 家子公司。2019 年，公司合并范围新增子公司 96 家，不再纳入合并范围的子公司 36 家，共包括 573 家子公司。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内子公司共 600 家。公司合并范围存在一定变动，但公司主要经营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 642.18 亿元，负债总额 315.68 亿元，所有者权益（含少数股东权益）326.50 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 260.62 亿元。2019 年，公司实现营业收入 820.51 亿元，净利润（含少数股东损益）61.81 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 50.42 亿元；经营活动产生的现金流量净额 44.37 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.21 亿元。

### 2. 资产质量

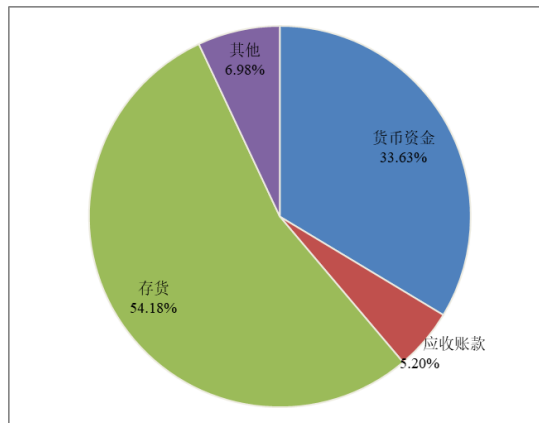
近年来，随着公司加大对猪产业的投资力度，公司资产规模逐年增长，资产结构以非流动资产为主；流动资产中货币资金和存货占比较高；非流动资产中长期股权投资、固定资产和在建工程占比较高，公司受限资产比例很低，整体资产质量较好。

2017—2019 年，随着公司加大对猪产业的投资力度，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 22.99%，主要系非流动资产增加所致。截至 2019 年底，公司合并资产总额为 642.18 亿元，较年初增长 33.94%；流动资产和非流动资产占比分别为 26.75% 和 73.25%，资产结构以非流动资产为主。

#### （1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产规模逐年增长，年均复合增长 24.59%。截至 2019 年底，公司流动资产总额 171.79 亿元，较年初增长 26.40%，主要由货币资金（占 33.63%）、应收账款（占 5.20%）和存货（占 54.18%）构成。

图 8 截至 2019 年底公司流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 37.17%。截至 2018 年底，公司货币资金 54.51 亿元，较年初大幅增长 77.52%，主要系公司经营活动产生的现金流量净额增加及银行短期借款增加所致。截至 2019 年底，公司货币资金 57.77 亿元，较年初增长 5.99%；货币资金包括库存现金（占 0.12%）、银行存款（占 92.65%）和其他货币资金（占 7.22%）。公司使用受限的货币资金总额为 0.85 亿元，用于购买期货及提供担保公司保证金等，占货币资金比例为 1.47%，受限比例很低。

2017—2019 年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 30.44%。截至 2019 年底，公司应收账款账面价值 8.94 亿元，较年初增长 57.53%，主要系有一定账期的新兴渠道销售占比提升所致。公司坏账准备分为按单项计提（占 2.43%）和按组合计提（占 97.57%）。按组合计提进一步分为境外风险组合（占 37.68%，其中低风险及以下占 77.61%）和境内风险组合（占 62.32%，其中低风险及以下占 76.73%）。截至 2019 年底，公司应收账款坏账准备 2.55 亿元，计提比例为 22.16%，计提充分。公司全部应收账款中，账龄 1 年以内的占 83.91%，账龄较短。公司前五名应收账款合计占全部应收账款的比例为 12.22%，集中度低。

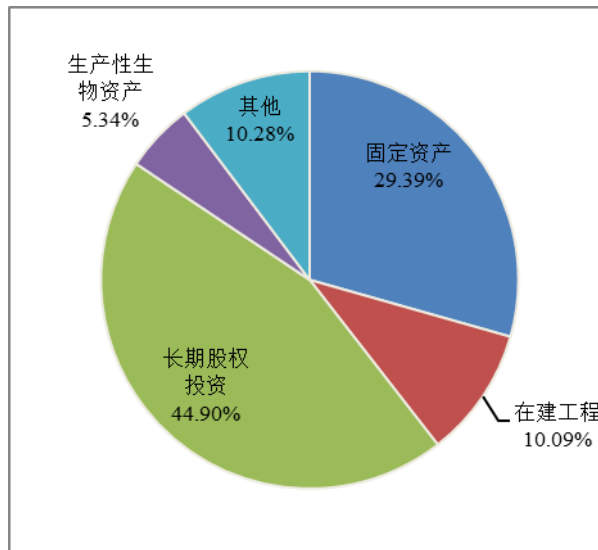
2017—2019 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 34.94%。截至 2019 年底，公司存货账面价值 93.08 亿元，较年初增长 72.53%，主要系近年来在建的养殖板块产能释放，生猪和肉鸡存栏量增加所致。存货主要由原材料（占 35.54%）、库存商品（占 21.44%）和消耗性生物资产（占 40.00%）等构成。截至 2019 年底，公司共计提跌价准备 1.47 亿元，计提比例 1.55%，主要为对库存商品和消耗性生物资产计提的跌价准备。生猪及禽类价格波动性较大，公司存货面临着一定跌价风险。

## （2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 22.42%。截至 2019 年底，公司非流动资产总额 470.39 亿元，较年初增长 36.93%，主要由长期股权投资（占 44.90%）、固定资产（占 29.39%）、生产性生物资产（占 5.34%）和在建工程（占 10.09%）构成。



图9 截至2019年底公司非流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2017—2019年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长9.41%，主要系公司在权益法下确认对联营企业的投资收益所致。截至2019年底，公司长期股权投资账面价值211.22亿元，较年初增长12.78%，主要系确认联营企业中国民生银行股份有限公司（股票简称“民生银行”，股票代码“1988.HK”）投资收益22.47亿元所致；公司长期股权投资主要由对民生银行的长期股权投资构成（占91.15%）；公司未对民生银行的长期股权投资计提减值准备。截至2019年底，公司持有民生银行股份182,832.74万股，持股比例为4.18%，是民生银行第五大股东。

2017—2019年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长30.08%。截至2019年底，公司固定资产账面价值138.25亿元，较年初增长58.00%，主要系猪产业相关养殖项目从在建工程转入所致。其中，固定资产清理占0.03%，固定资产占99.97%；后者主要由房屋及建筑物（占54.98%）和机器设备（占39.61%）构成。截至2019年底，公司固定资产累计计提折旧55.22亿元，累计计提减值准备0.88亿元，成新率为71.13%，成新率尚可。

2017—2019年，公司生产性生物资产逐年增长，年均复合增长1.29倍。截至2019年底，公司生产性生物资产账面价值25.11亿元，较年初大幅增长3.84倍，主要系外购和自行培育的种猪和后备母猪增加所致。公司生产性生物资产由未成熟（占53.15%）和成熟（占46.85%）两类构成，累计计提2.18亿元折旧，未计提减值准备。

2017—2019年，公司在建工程逐年增长，年均复合增长100.25%。截至2019年底，公司在建工程账面价值47.46亿元，较年初增长85.27%，主要系公司增加对各地生猪养殖项目的投入所致；公司累计对在建工程计提354.84万元减值准备，计提比例0.07%。公司对猪产业持续大力投入，若后续在建工程不能顺利达产并取得预期投资回报，公司面临一定的资产减值风险和盈利波动风险。

截至2019年底，公司使用受限的资产账面价值共计2.97亿元，占总资产的比例为0.46%，受限比例很低。

表20 截至2019年底公司受限资产情况（单位：万元、%）

项目	受限账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	8,484.73	0.13	购买期货、担保公司保证金等
固定资产	7,812.29	0.12	用作长、短期借款抵押物

无形资产	2,810.69	0.04	用作长、短期借款抵押物
消耗性生物资产	3,451.77	0.05	用作短期借款抵押物
长期股权投资	7,112.00	0.11	用作长期借款、一年内到期的非流动负债质押物
合计	<b>29,671.48</b>	<b>0.46</b>	--

资料来源：公司审计报告

### 3. 负债及所有者权益

近年来，由于长、短期借款大幅增加，公司负债规模持续增长，以流动负债为主；公司整体债务负担处于合理水平，但债务结构有待调整。公司所有者权益逐年增长，但未分配利润占比较高，权益结构的稳定性一般。

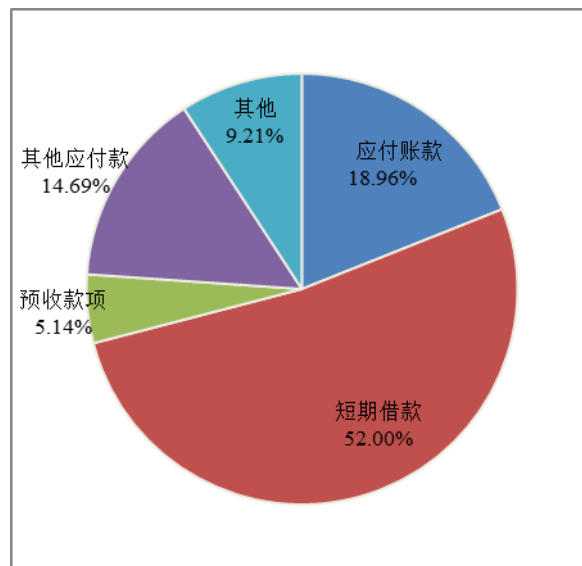
#### (1) 负债

2017—2019年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 39.52%，主要系流动负债增加所致。截至 2019 年底，公司负债总额 315.68 亿元，较年初增长 53.18%；以流动负债为主，占比为 82.98%。

##### ① 流动负债

2017—2019年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 40.44%，主要系短期借款增加所致。截至 2019 年底，公司流动负债合计 261.96 亿元，较年初增长 42.67%，主要由短期借款（占 52.00%）、应付账款（占 18.96%）、预收款项（占 5.14%）和其他应付款（占 14.69%）构成。

图 10 截至 2019 年底公司流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告

2017—2019年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长 49.05%，主要系公司业务规模扩大，日常经营所需流动资金增加所致。截至 2019 年底，公司短期借款合计 136.21 亿元，较年初增长 64.67%；公司短期借款主要由信用借款（占 46.71%）、票据贴现借款（占 34.75%）和保证借款（占 16.68%）构成。其中，票据贴现借款产生于公司内部采用票据结算的购销交易，收款方将所取得的票据在新希望财务有限公司提前贴现，因具有融资性质，在合并报表上将应付票据结转到短期借款。

2017—2019年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 25.12%。截至 2019 年底，公司应付账款 49.66 亿元，较年初增长 33.09%，主要系业务规模扩大、采购增加所致。

2017—2019年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长 40.31%。截至 2019 年底，公司预收款

项 13.47 亿元，较年初增长 71.50%，主要系饲料板块预收下游客户款增加所致。

2017—2019 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 31.94%。截至 2019 年底，公司其他应付款 38.49 亿元，较年初增长 67.60%，主要系公司向更多的商品代自养或委托代养转型，与公司合作的养殖户增加，向养殖户暂收押金、保证金增加所致；其他应付款由应付利息（占 1.19%）、应付股利（占 5.06%）和其他应付款（占 93.75%）构成。

#### ②非流动负债

2017—2019 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 35.28%。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 22.47 亿元，较年初下降 23.46%，主要系应付债券减少所致。截至 2019 年底，公司非流动负债合计 53.72 亿元，较年初增长 1.39 倍，主要系长期借款增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 92.23%）和递延收益（占 5.30%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 1.83 倍。截至 2019 年底，公司长期借款 49.54 亿元，较年初增长 1.72 倍，主要系公司猪产业投入增加以及保持合适的资本结构所致；公司长期借款主要由保证借款（占 15.22%）和信用借款（占 79.65%）构成。公司将在 2021 年和 2022 年分别偿还 14.46 亿元和 22.51 亿元，其余部分偿还时间分布在 2024 年及以后，集中偿付压力尚可。

2017—2019 年，公司递延收益较稳定，年均复合下降 2.56%。截至 2019 年底，公司递延收益 2.85 亿元，较年初下降 0.94%。公司递延收益主要为政府补助。

全部债务方面，2017—2019 年，公司全部债务逐年加重，年均复合增长 48.32%，主要系短期债务增加所致。截至 2019 年底，公司全部债务 199.78 亿元，较年初增长 57.39%，主要系长、短期借款均大幅增加所致；其中短期债务占 75.17%，长期债务占 24.83%，债务结构以短期债务为主，短期偿债压力大。

2017—2019 年，公司资产负债率持续上升，分别为 38.20%、42.98%和 49.16%；全部债务资本化比率持续上升，分别为 25.72%、31.71%和 37.96%；长期债务资本化比率波动上升，分别为 9.06%、6.30%和 13.19%；整体债务负担处于合理水平，但债务结构有待调整。

#### （2）所有者权益

2017—2019 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 11.56%。截至 2019 年底，公司所有者权益合计 326.50 亿元，较年初增长 19.44%；其中归属于母公司所有者权益占 79.82%；归属于母公司所有者权益中，股本占 16.18%，资本公积占 9.62%，盈余公积占 9.21%，未分配利润占 67.49%。所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

#### 4. 盈利能力

近年来，公司营业收入逐年增长，投资收益对营业利润的贡献大，公司整体盈利能力处于行业中上水平。

2017—2019 年，公司营业收入逐年增长，分别为 625.67 亿元、690.63 亿元和 820.51 亿元，年均复合增长 14.52%。2017—2019 年，公司营业成本逐年增长，分别为 574.68 亿元、630.33 亿元和 721.50 亿元，年均复合增长 12.05%。受 2018 年资产减值损失增加影响，2017—2019 年，公司营业利润波动增长，分别为 33.28 亿元、32.41 亿元和 66.69 亿元，年均复合增长 41.56%；净利润波动增长，分别为 29.32 亿元、27.22 亿元和 61.81 亿元，年均复合增长 45.18%。

期间费用方面，2017—2019 年，期间费用规模逐年增长，分别为 37.80 亿元、41.35 亿元和 51.23 亿元，年均复合增长 16.42%；以销售费用（约占 40%）和管理费用（约占 50%）为主。2017—2019

年，销售费用逐年增长，分别为 15.41 亿元、16.50 亿元和 18.13 亿元，年均复合增长 8.49%，主要系销售人员薪酬和运输费增加所致。管理费用逐年增长，分别为 18.78 亿元、20.52 亿元和 27.02 亿元，年均复合增长 19.95%，主要系支付给管理人员的绩效薪酬增加所致。研发费用逐年增长，分别为 0.60 亿元、0.92 亿元和 1.73 亿元，年均复合增长 69.42%，主要系支付给研发人员薪酬增加所致。财务费用分别为 3.00 亿元、3.41 亿元和 4.34 亿元，年均复合增长 20.19%，主要系有息债务规模增长所致。从费用控制能力来看，2017—2019 年，公司费用收入比波动上升，分别为 6.04%、5.99%和 6.24%，公司费用控制能力尚可。

2017—2019 年，公司资产减值损失波动增长，分别为 1.54 亿元、6.98 亿元和 1.66 亿元；其中 2018 年资产减值损失较上年增加 5.44 亿元，主要有两方面原因：一是 2018 年公司对北京嘉信恒泰商贸有限公司、海南文昌永风水产有限公司、南京和大食品有限公司三家客户的应收账款全额计提坏账准备，导致坏账损失较年初增加 2.86 亿元；二是中美之间的大宗农产品贸易受到贸易摩擦影响，导致公司投资参股的美国蓝星贸易集团有限公司（以下简称“蓝星贸易”）业绩下滑，公司对蓝星贸易的长期股权投资计提减值准备 2.24 亿元。

2017—2019 年，公司投资收益规模较为稳定，分别为 22.14 亿元、21.82 亿元和 23.79 亿元，主要为权益法核算下对民生银行的投资收益；占营业利润的比例分别为 66.52%、67.33%和 35.67%，对公司营业利润的贡献大。考虑到民生银行经营业绩较为稳定，公司投资收益具有较强的可持续性。

2017—2019 年，公司其他收益分别为 0.70 亿元、0.95 亿元和 1.13 亿元，占当期利润总额的比例分别为 2.18%、3.18%和 1.76%，主要为政府给予的各类补贴；整体看，公司利润总额对政府补助的依赖程度较小。

在 2018 年资产减值损失增加及 2019 年行业景气度提升的综合影响下，2017—2019 年，公司主要盈利能力指标呈波动提升趋势。公司总资本收益率分别为 9.73%、8.39%和 14.48%，总资产报酬率分别为 8.82%、7.59%和 12.41%，净资产收益率分别为 11.32%、10.16%和 20.61%。近年来公司整体盈利能力有所提升。

从主要业务板块来看，公司饲料板块和禽产业板块的盈利能力处于同行业中下水平；猪产业板块的盈利能力处于同行业中上水平。

表 21 同行业上市公司 2018 年毛利率对比情况（单位：%）

对比板块	证券代码	证券简称	该板块毛利率	2018 年报对应板块
饲料	002385.SZ	大北农	19.45	饲料产品
	603363.SH	傲农生物	14.61	饲料行业
	002548.SZ	金新农	11.77	饲料加工
	603609.SH	禾丰牧业	12.01	饲料产品
	000702.SZ	正虹科技	9.61	饲料行业
	002567.SZ	唐人神	8.32	饲料
	002157.SZ	正邦科技	10.11	饲料
	上述中位值		<b>11.77</b>	--
	<b>000876.SZ</b>	<b>新希望</b>	<b>7.62</b>	<b>饲料</b>
禽类	300498.SZ	温氏股份	23.28	肉鸡类
	002299.SZ	圣农发展	18.85	家禽饲养加工行业
	002746.SZ	仙坛股份	15.62	食品加工
	002234.SZ	民和股份	36.57	畜牧业
	002458.SZ	益生股份	39.08	鸡收入
	上述中位值		<b>23.28</b>	--
		<b>000876.SZ</b>	<b>新希望</b>	<b>8.54</b>

猪类	002714.SZ	牧原股份	9.83	生猪
	300498.SZ	温氏股份	12.32	肉猪类
	002567.SZ	唐人神	2.87	牲猪
	600975.SH	新五丰	3.61	畜牧业
	002157.SZ	正邦科技	7.93	养殖
	上述中位值		7.93	--
	<b>000876.SZ</b>	<b>新希望</b>	<b>16.23</b>	<b>猪产业</b>

注：新希望数据来自本报告经营概况，均为2018年相关板块的毛利率  
资料来源：上述公司2018年年度报告

从整体盈利能力来看，与同行业主要上市公司相比，公司处于行业中上水平。

表 22 同行业上市公司 2018 年盈利情况（单位：%）

证券代码	证券简称	总资产报酬率	净资产收益率
002385.SZ	大北农	4.74	5.07
002567.SZ	唐人神	4.53	4.00
603609.SH	禾丰牧业	11.67	15.24
300498.SZ	温氏股份	8.47	11.78
002157.SZ	正邦科技	2.66	3.02
上述中位值		4.74	5.07
<b>603876.SH</b>	<b>新希望</b>	<b>7.27</b>	<b>8.04</b>

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致  
资料来源：Wind

## 5. 现金流

近年来，公司经营活动现金流保持净流入，收入实现质量较好；考虑到生猪养殖项目的投资需求，公司存在一定的融资需求。

经营活动方面，2017—2019 年，公司经营活动现金流入量逐年增长，分别为 654.10 亿元、728.32 亿元和 873.54 亿元，年均复合增长 15.56%，与营业收入增速较匹配，以销售商品、提供劳务收到的现金为主。2017—2019 年，公司经营活动现金流出量逐年增长，分别为 626.98 亿元、694.95 亿元和 829.18 亿元，年均复合增长 15.00%，以购买商品、接受劳务支付的现金为主。受上述因素影响，2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额保持净流入且逐年增长，分别为 27.12 亿元、33.37 亿元和 44.37 亿元。从收入实现质量来看，2017—2019 年，公司现金收入比分别为 102.72%、104.03% 和 104.16%，收入实现质量较好。

投资活动现金流方面，2017—2019 年，公司投资活动现金流入量逐年增长，分别为 13.40 亿元、19.88 亿元和 21.93 亿元，年均复合增长 27.96%；投资活动现金流出量逐年大幅增长，分别为 38.97 亿元、43.80 亿元和 109.31 亿元，年均复合增长 67.49%，主要系公司持续进行生猪养殖项目投资所致；受上述因素影响，2017—2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额持续净流出，净流出规模分别为 25.57 亿元、23.92 亿元和 87.37 亿元。

筹资活动现金流方面，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量逐年大幅增长，分别为 72.01 亿元、117.94 亿元和 235.64 亿元，年均复合增长 80.90%，以取得借款所收到的现金为主。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出量逐年增长，分别为 73.67 亿元、103.91 亿元和 188.70 亿元，年均复合增长 60.04%，主要系偿还债务规模增长所致。受上述因素影响，2017—2019 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 -1.67 亿元、14.03 亿元和 46.95 亿元。

## 6. 偿债能力

近年来，公司长短期偿债能力指标表现良好，未使用银行授信额度较大，过往履约情况良好，同时考虑到公司在行业地位、经营规模、品牌知名度、技术水平、销售渠道和产业链一体化布局等方面具有的优势，其整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019年，公司流动比率分别为0.83倍、0.74倍和0.66倍；速动比率分别为0.45倍、0.45倍和0.30倍；考虑到公司存货的下游需求面较广、变现速度较快，流动资产对流动负债的保护程度尚可。2017—2019年，现金短期债务比波动下降，分别为0.48倍、0.51倍和0.39倍，公司现金类资产对短期债务的保护能力一般。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2017—2019年，公司EBITDA较为稳定，分别为47.64亿元、46.02亿元和83.13亿元。2018年，公司EBITDA主要由利润总额（占77.36%）、折旧（占14.09%）和计入财务费用的利息支出（占6.34%）构成。2017—2019年，公司EBITDA利息倍数分别为15.31倍、10.14倍和14.85倍，EBITDA对利息的保护程度高；公司EBITDA全部债务比分别为0.52倍、0.36倍和0.42倍，EBITDA对全部债务覆盖程度较高。整体看，公司长期偿债能力很强。

截至2019年底，公司无重大对外担保事项。

截至2019年底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至2019年底，公司在全球范围内取得的银行综合授信621.37亿元（其中国有五大银行、进出口银行和国开行合计授信占40.14%），已使用授信325.67亿元，未使用授信余额为295.70亿元，公司间接融资渠道畅通。同时公司作为上市公司，具有直接融资渠道。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：91510000709151981F），截至2020年3月4日，公司无已结清或未结清的关注类、不良类贷款信息记录。

## 7. 公司本部财务概况

公司本部一定程度上承担了融资平台职能。截至2019年底，公司本部资产规模较年初大幅增长，以流动资产为主；负债规模较年初大幅增长，以流动负债为主，整体债务负担处于合理水平；所有者权益规模较大，权益结构稳定性好。2019年，公司本部收入、利润及现金流量规模较小。

截至2019年底，公司本部资产总额372.11亿元，较年初增长32.05%，主要系其他应收款增加所致。其中，流动资产278.19亿元（占74.76%），非流动资产93.92亿元（占25.24%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占14.19%）和其他应收款（占84.91%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占97.22%）构成。截至2019年底，公司本部货币资金为39.47亿元。

截至2019年底，公司本部负债总额252.39亿元，较年初增长59.38%。其中，流动负债228.62亿元（占90.58%），非流动负债23.78亿元（占9.42%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占19.01%）和其他应付款（占77.64%）构成，非流动负债主要由长期借款（占99.93%）构成。公司本部2019年资产负债率为67.83%，较2018年提高11.63个百分点。

截至2019年底，公司本部所有者权益为119.74亿元，较年初下降2.99%。其中，实收资本占35.21%，资本公积占40.73%，所有者权益稳定性好。

2019年，公司本部营业收入为7.56亿元，净利润为2.05亿元。

2018年，公司本部经营活动现金流量净额为0.81亿元；投资活动现金流量净额为-3.71亿元；筹资活动现金流量净额为4.49亿元。

## 八、本次可续期公司债券偿还能力分析

### 1. 本次可续期公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2019 年底，公司债务总额为 199.78 亿元，本次债券拟发行规模为 100.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度大，对公司债务水平有较大影响。

根据《企业会计准则第 37 号——金融工具列报》（财会〔2014〕23 号）和《关于印发〈金融负债与权益工具的区分及相关会计处理规定〉的通知》（财会〔2014〕13 号），公司将本次债券分类为权益工具，可有效降低公司资产负债率。若将本次债券仍计入应付债券科目，以 2019 年底财务数据为基础，在其他因素不变的情况下，假设募集资金净额为 100.00 亿元，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发行前的 49.16%、37.96% 和 13.19% 上升至 56.01%、47.87% 和 31.42%，债务负担大幅加重，但仍属可控。考虑到公司拟将部分募集资金用于偿还现有债务，实际债务负担将低于上述预测值。

### 2. 本次可续期公司债券偿还能力分析

以 2019 年相关财务数据为基础，公司 2019 年 EBITDA 为 83.13 亿元，为本次债券发行额度（100.00 亿元）的 0.83 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度尚可；2019 年经营活动产生的现金流入量为 873.54 亿元，为本次债券发行额度（100.00 亿元）的 8.74 倍，公司经营活动现金流入量规模对本次债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司在行业地位、经营规模、品牌知名度等方面具有的综合竞争优势，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力极强。

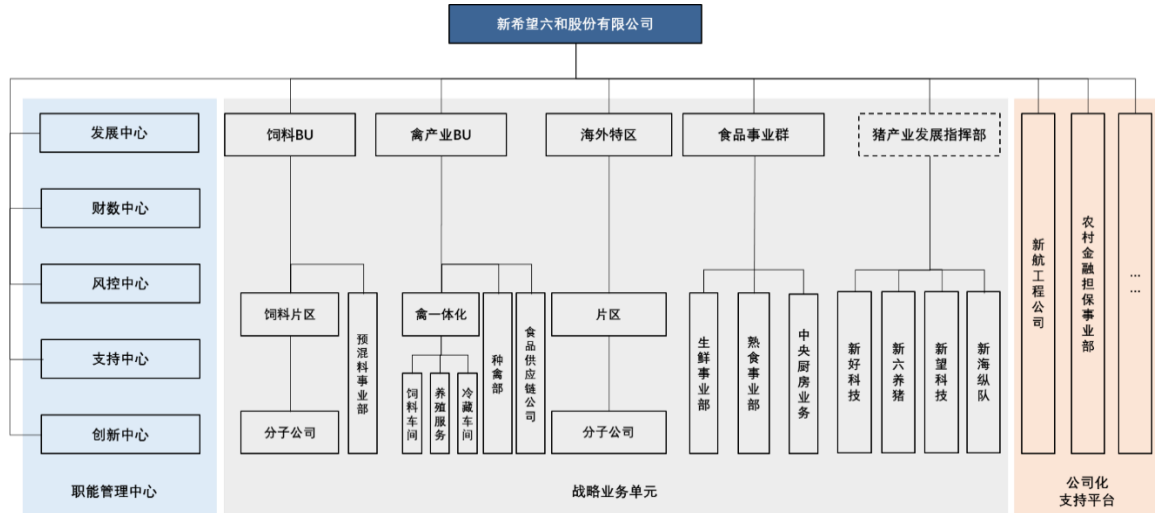
## 九、综合评价

公司作为国内农牧行业龙头企业之一，在行业地位、经营规模、品牌知名度、技术水平、销售渠道和产业链一体化布局等方面具有很强的竞争优势。近年来，公司收入规模和资产规模持续增长，资产质量较好，经营活动现金流持续净流入，来自民生银行的稳定的投资收益对公司整体盈利能力形成良好支撑。同时，联合评级也关注到公司所处行业上下游价格波动性较大、畜禽疫病风险、在建工程尚需投入规模较大以及债务规模增长较快等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司“做强饲料、做大养猪、做精肉禽、做优食品、做深海外”的战略发展规划逐步落实，公司的盈利能力和综合实力有望进一步提升。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用以及本次可续期公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可续期公司债券到期不能偿还的风险极低。

## 附件 1 截至 2019 年底新希望六和股份有限公司 组织结构图





## 附件 2 新希望六和股份有限公司 主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年
资产总额（亿元）	424.52	479.44	642.18
所有者权益（亿元）	262.35	273.36	326.50
短期债务（亿元）	64.68	108.54	150.17
长期债务（亿元）	26.14	18.39	49.60
全部债务（亿元）	90.82	126.93	199.78
营业收入（亿元）	625.67	690.63	820.51
净利润（亿元）	29.32	27.22	61.81
EBITDA（亿元）	47.64	46.02	83.13
经营性净现金流（亿元）	27.12	33.37	44.37
应收账款周转次数（次）	96.29	93.86	84.94
存货周转次数（次）	12.11	11.91	9.69
总资产周转次数（次）	1.57	1.53	1.46
现金收入比率（%）	102.72	104.03	104.16
总资本收益率（%）	9.73	8.39	14.48
总资产报酬率（%）	8.82	7.59	12.41
净资产收益率（%）	11.32	10.16	20.61
营业利润率（%）	7.94	8.53	11.89
费用收入比（%）	6.04	5.99	6.24
资产负债率（%）	38.20	42.98	49.16
全部债务资本化比率（%）	25.72	31.71	37.96
长期债务资本化比率（%）	9.06	6.30	13.19
EBITDA 利息倍数（倍）	15.31	10.14	14.85
EBITDA 全部债务比（倍）	0.52	0.36	0.42
流动比率（倍）	0.83	0.74	0.66
速动比率（倍）	0.45	0.45	0.30
现金短期债务比（倍）	0.48	0.51	0.39
经营现金流动负债比率（%）	20.42	18.17	16.94
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.48	0.46	0.83

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将其他流动负债计入短期债务核算，将长期应付款计入长期债务核算

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[ (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/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
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	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+研发费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
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)
<b>本次债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次债券到期偿还额
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+长期应付款

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+应付短期融资款+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 新希望六和股份有限公司 2020年面向专业投资者公开发行永续期公司债券 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，并在每年新希望六和股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六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。

新希望六和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。新希望六和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新希望六和股份有限公司的相关状况，以及包括续期选择权、递延支付利息选择权在内的永续期债券下设特殊条款，如发现新希望六和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。

如新希望六和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，直至新希望六和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新希望六和股份有限公司、监管部门等。

