信用评级公告

联合〔2021〕5162号

联合资信评估股份有限公司通过对四川新希望房地产开发有限公司主体长期信用状况及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持四川新希望房地产开发有限公司主体长期信用等级为AA^{+}，维持“16希望02”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

四川新希望房地产开发有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
四川新希望房地产开发有限公司	AA$^+$	稳定	AA$^+$	稳定
新希望集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
16 希望 02	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
16 希望 02	10.00 亿元	8.20 亿元	2021/07/13

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间： 2021 年 6 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
房地产企业信用评级方法	V3.0.201907
房地产企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa$^+$		评级结果	AA$^+$
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

四川新希望房地产开发有限公司（以下简称“新希望地产”或“公司”）作为“新希望”体系内房地产开发业务经营主体，在区域布局、股东支持、品牌知名度以及行业竞争力等方面仍保持较强优势。2020 年，公司签约销售规模保持大幅增长，收入和利润水平继续提升，经营活动现金流持续净流入且规模大幅增长。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到集中推地政策增加公司项目获取难度、在建及拟建项目投资敞口规模大、热点城市项目开发利润空间有限以及所有者权益稳定性有待提升等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着新项目销售推进及在建项目竣工结转，公司收入及利润规模有望进一步提升。

“16 希望 02”由新希望集团有限公司（以下简称“新希望集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。新希望集团资本实力强，行业地位突出，整体运营状况良好，其提供的担保对“16 希望 02”的信用状况仍具有显著的积极影响。

综上，联合资信维持公司的主体长期信用等级为 AA$^+$，评级展望为稳定；同时维持“16 希望 02”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. **品牌知名度较高，股东支持力度较大。**公司作为“新希望”体系内房地产开发主体，品牌知名度较高；跟踪期内，新希望集团在融资方面对公司仍保持较大的支持力度。截至 2020 年底，新希望集团为公司提供的担保余额为 97.34 亿元；同时，公司与新希望集团签订的内部永续债余额 32.68 亿元。
2. **区域布局良好。**公司土地储备以新一线和强二线为主，布局区域具备较好的人口和经济基础，为项目去化提供良好支撑。
3. **签约销售规模、收入和净利润保持增长，回款率较高。**2020 年，受益于房产销售收入大幅增长，公司营业收入同比增长 67.02%，净利润同比增长 15.45%；全口径签约销售金额及销售面积分别同比增长 63.28%和

分析师：杨　野　张　超
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

53.05%；回款率 92%，回款率处于较高水平。

4. **新希望集团提供的担保仍能显著提升“16 希望 02”的信用水平。**“16 希望 02”由新希望集团提供担保，新希望集团资本实力强，行业地位突出，整体运营状况良好，其提供的担保对“16 希望 02”的到期还本付息仍具有显著的积极影响。

关注

1. **集中推地政策增加公司项目获取难度。**公司高周转模式对土地持续获取能力要求较高，随着深耕城市集中供地政策的开展以及各地招拍挂政策的调整，一旦土地获取不及预期，公司后续开发销售节奏将受到一定影响。
2. **在建及拟建项目存在一定资金支出压力。**截至 2020 年底，公司在建及拟建项目 80 个，尚需权益投资额 548.48 亿元，在建拟建项目投资敞口规模大，公司后续将面临一定的资金支出压力。
3. **热点城市项目开发利润承压。**公司近年来布局的杭州、苏州、南京、宁波等热点城市土地市场竞争激烈，新增土地储备成本相对较高，若区域调控政策升级，政府限价导致价格不及预期，项目开发利润将面临一定压力。
4. **权益稳定性有待提升。**截至 2020 年底，公司所有者权益中少数股东权益、其他权益工具、其他综合收益和未分配利润分别占 42.21%、10.10%、6.29%和 25.29%，公司权益稳定性有待提升。同时，随着合作开发规划扩大，2020 年公司新增土储以及销售权益占比整体水平仍然不高，项目管理、资金调配和品牌维护压力较大。

主要财务数据：

合并口径			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
现金类资产（亿元）	118.29	130.20	150.91
资产总额（亿元）	712.54	1094.87	1437.59
所有者权益（亿元）	166.58	256.19	323.70
短期债务（亿元）	46.25	63.92	77.26
长期债务（亿元）	216.41	257.33	288.22
全部债务（亿元）	262.67	321.25	365.49
营业收入（亿元）	152.43	182.58	304.96
利润总额（亿元）	28.36	31.29	37.98
EBITDA（亿元）	32.66	38.88	54.95
经营性净现金流（亿元）	-23.94	15.93	48.37
营业利润率（%）	21.39	20.91	20.50
净资产收益率（%）	12.78	9.61	8.78
资产负债率（%）	76.62	76.60	77.48
全部债务资本化比率（%）	61.19	55.63	53.03
流动比率（%）	194.44	166.60	147.13
经营现金流动负债比（%）	-7.53	2.79	5.94
现金短期债务比（倍）	2.56	2.04	1.95
EBITDA 利息倍数（倍）	1.74	1.91	2.46
全部债务/EBITDA（倍）	8.04	8.26	6.65
公司本部（母公司）			
项　目	2018 年	2019 年	2020 年
资产总额（亿元）	337.88	514.24	572.78
所有者权益（亿元）	37.70	57.41	87.55
全部债务（亿元）	83.75	93.85	86.36
营业收入（亿元）	1.82	1.77	3.21
利润总额（亿元）	0.41	4.68	4.66
资产负债率（%）	88.84	88.84	84.71
全部债务资本化比率（%）	68.96	62.05	49.66
流动比率（%）	122.78	118.39	122.02
经营现金流动负债比（%）	7.47	-3.48	-12.30

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
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
16 希望 02	AAA	AA+	稳定	2020/06/11	卢瑞 王彦	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
16 希望 02	AAA	AA+	稳定	2019/06/20	冯磊 卢瑞	原联合信用评级有限公司房地产行业企业信用评级方法（2018 年）	阅读全文
16 希望 02	AAA	AA	稳定	2016/05/20	周旭 唐玉丽	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（2015 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由四川新希望房地产开发有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

四川新希望房地产开发有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于四川新希望房地产开发有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司于 1997 年 5 月成立，成立时注册资本为 0.30 亿元，其中新希望集团有限公司（以下简称“新希望集团”）持股 98.50%、成都好吃街餐饮娱乐有限公司持股 1.50%。后经多次股权转让及增资，截至 2020 年底，公司注册资本和实收资本均为 19.50 亿元。其中，新希望集团直接持有公司 29.52%股权，并通过南方希望实业有限公司（以下简称“南方希望实业”）间接持有公司 30.48%股权，为公司第一大股东；新希望投资集团有限公司（以下简称“投资集团”）持股 17.95%。根据公司章程约定，投资集团的股东投票权比例为 55.00%、新希望集团的股东投票权比例为 11.00%、南方希望实业的股东投票权比例为 11.96%，其余股东按持股比例享有同等投票比例，故公司控股股东为投资集团，实际控制人为刘永好先生。

跟踪期内，公司经营范围和组织结构较上年未发生重大变化。截至 2020 年底，公司纳入合并范围子公司共 260 家，在职员工合计 2197 人。

截至 2020 年底，公司合并资产总额 1437.59 亿元，所有者权益 323.70 亿元（含少数股东权益 136.65 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 304.96 亿元，利润总额 37.98 亿元。

公司住所：成都市人民南路四段新希望集团；法定代表人：姜孟军。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均已按指定用途使用完毕，并在付息日正常付息。

表 1　联合资信所评公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
16 希望 02	10.00	8.20	2016/07/13	5 年（3+2）

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济运行

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30% ，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00% ，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情

况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。**社融存量增速下降。**截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛。**从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新

增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。**

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业及区域经济环境

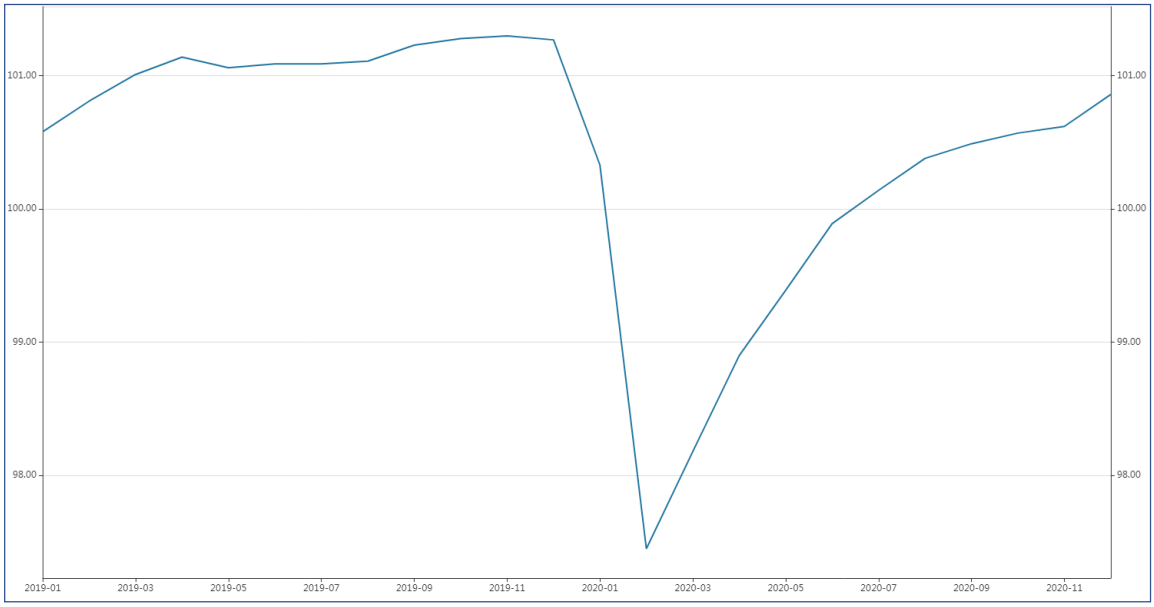
1. 房地产行业概况

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场

造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020 年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图 1　2019 年－2020 年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长

8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

2. 土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 17268.83 亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1－3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合 计	**165962.89**	**100.00**	**178608.59**	**100.00**	**193114.85**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

3. 政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 4。

表 4 2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行

2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020 年以来房地产融资相关政策具体内容见表 5。

表 5　2020 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 1 月	央行	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场工作电视电话会议要求，2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 4 月	银保监会	4 月 22 日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020 年 5 月	央行	《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 6 月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020 年 8 月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020 年 10 月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围
2020 年 12 月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自 2021 年 1 月 1 日起实施

资料来源：联合资信整理

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化，控股股东为投资集团，实际控制人为刘永好先生。

2. 企业规模及竞争力

公司品牌影响力较高，市场竞争力较强。

公司坚持新一线以及核心二线的城市群深耕战略，目前已完成长三角、中西部以及粤港澳三大经济圈重点城市的布局与发展，已在成都、重庆、昆明、西安、武汉、杭州、苏州、南京、宁波、温州、佛山等城市累计运营上百个高品质项目。

公司主打改善型住宅产品，注重建立全差异化的产品定位，并从投资、产品、成本、工程以及服务等方面建立了房地产开发全流程的标准化管理，市场竞争力整体较强，品牌影响力较高。根据中国房地产业协会、上海易居房地产研究院中国房地产测评中发布的《2021中国房地产开发企业综合实力TOP500》，公司位列第49位。

3. 外部支持

跟踪期内，新希望集团在融资方面对公司仍保持较大的支持力度。

截至2020年底，公司与新希望集团签订的内部永续债余额32.68亿元；同时，新希望集团

对公司融资提供担保支持，2020年底担保余额97.34亿元。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91510100633139520L），截至2021年3月16日，公司本部无不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司核心管理团队有所变动，但相关人员变动对公司的日常管理和生产能力尚无重大影响。

2020年11月23日，公司召开股东会，决定免去张明贵、何成、伏俊敏董事职务，并选举李红顺、罗利、季虹担任公司董事，组成公司董事会；决定免去罗利监事职务，并选举张彦为公司监事。2020年12月3日，公司召开董事会，决定免去张明贵董事长职务，并选举姜孟军为公司新任董事长，任期为三年；决定解聘张明贵总裁职务，并聘任姜孟军为公司执行总裁，任期为三年。

姜孟军先生，汉族，1974年9月出生，大专学历，中国国籍，无永久境外居留权。历任青川县房石初中教师；成都博瑞行代理有限公司策划主管；岷江新希望房地产开发有限公司营销主管、经理；公司总部营销主管、经理、总监；公司总裁助理兼温州公司总经理、副总裁。现任公司董事长、执行总裁。

九、经营分析

1. 经营概况

2020年，公司营业收入和利润水平继续大幅增长，综合毛利率小幅下降。

跟踪期内，公司主营业务未发生变化，2020年，公司主营业务收入占比为97.75%，仍十分突出。2020年，受益于房产销售收入大幅增长，公司营业收入同比增长67.02%；同期，实现净利润28.42亿元，同比增长15.45%，低于收入增速，主要系房地产业务规模扩张引起期间费用快速增长，但收益结转滞后所致。

从收入构成看，房产销售仍为公司最主要的收入来源。2020年，受益于结转规模的大幅增加，公司房产销售收入同比大幅增长69.32%，收入占比仍维持在高位。其他板块业务规模较小，对营业收入贡献有限。

从毛利率看，2020年，公司房产销售业务毛利率同比小幅下降1.95个百分点，主要系当期结转项目成本上升以及部分项目政府限价共同影响所致。受此影响，2020年，公司综合毛利率同比下降2.10个百分点。

表6　2018－2020年公司营业收入及毛利率情况

项目	2018年			2019年			2020年		
	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）	收入（亿元）	占比（%）	毛利率（%）
主营业务	148.65	97.52	28.16	177.85	97.41	27.48	298.10	97.75	25.30
其中：房产销售	143.17	93.92	26.83	171.57	93.97	26.43	290.51	95.26	24.48
酒店经营	0.26	0.17	70.16	0.08	0.04	72.41	0.10	0.03	41.48
物业租赁	2.80	1.84	99.32	2.89	1.58	99.65	2.95	0.97	96.72
物业服务	2.41	1.58	20.12	3.32	1.82	17.84	3.66	1.20	36.90
其他	--	--	--	--	--	--	0.89	0.29	6.40
其他业务	3.78	2.48	13.97	4.73	2.59	25.79	6.86	2.25	26.94
合计	**152.43**	**100.00**	**27.81**	**182.58**	**100.00**	**27.44**	**304.96**	**100.00**	**25.34**

注：尾差系数据四舍五入所致
资料来源：公司提供

2. 房地产开发

（1）土地储备情况

2020年，公司继续在新一线和强二线城市保持较大的拿地力度，部分项目成本相对较高，

利润空间承压。未开发规模相对新开工有所不足，补库存压力较大，需关注集中推地政策对公司后续土地拓展的影响。

跟踪期内，公司土地获取仍以“招拍挂”为主，并择机进行产业联动获地，同时坚持新一线和强二线城市布局。

2020 年，公司继续保持较大的土地储备开拓力度，新增土地储备建筑面积（权益口径）和金额（权益口径）同比分别增长 48.52%和 31.05%；2020 年，新进入西安市。从区域分布看，公司新增土地储备（全口径建筑面积）主要分布于南宁、昆明、苏州、成都和温州，合计占比为 59.49%。从土地成本看，随着高地价新一线城市新增土储规模占比下降，公司 2020 年新增土地储备楼面均价（权益口径）同比减少 13.49%。但具体来看，杭州、南京、宁波、苏州等城市部分新增项目楼面均价仍相对较高（每平方米两万元左右），考虑到其立项销售均价，项目利润空间相对有限。

表 7　公司土地储备获取情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
新增项目个数（个）	25	29	42
新增土地储备建筑面积（全口径）（万平方米）	316.29	424.26	645.38
新增土地储备建筑面积（权益口径）（万平方米）	125.75	238.93	354.85
新增土地储备金额（全口径）（亿元）	351.17	547.13	719.92
新增土地储备金额（权益口径）（亿元）	131.81	277.04	363.05
新增土地储备楼面地价（权益口径）（元/平方米）	11103	12896	11156

资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司土地储备（未开发）分布于全国 14 个新一线及强二线城市，其中，昆明、西安、温州总建筑面积占比较高。公司保持很快的项目开发节奏，未开发土地储备均为 2020 年获取。相对于 2020 年新开工面积，公司未开发土地储备相对不足，补库存压力较大。高周转模式对土地持续获取能力要求较高，随着集中供地政策的逐步开展以及各地招拍挂政策的调整，一旦土地获取不及预期，公司后续开发销售节奏将受到一定影响。

表 8　截至 2020 年底公司土地储备情况

城市	总建筑面积（万平方米）	总建筑面积占比（%）	权益建筑面积（万平方米）	土地性质	获取时间
成都	14.15	3.47	14.15	住宅、车位	2020 年
广佛	32.88	8.08	16.77	住宅、商业、车位	2020 年
杭州	23.56	5.79	6.45	住宅、车位	2020 年
嘉兴	15.69	3.85	15.69	住宅、车位	2020 年
昆明	64.94	15.95	56.87	住宅，商业，车位	2020 年
南京	30.12	7.40	6.37	住宅、商业、车位	2020 年
南宁	7.98	1.96	1.60	住宅、商业、车位	2020 年
沈阳	31.24	7.67	31.24	住宅、商业、车位	2020 年
苏州	14.68	3.60	4.40	住宅、车位	2020 年
温州	39.10	9.60	17.18	住宅、商业、办公、车位	2020 年
武汉	32.06	7.88	15.71	住宅、商业、车位	2020 年
西安	74.78	18.37	59.64	住宅、商业、车位	2020 年
重庆	25.96	6.38	25.96	住宅、商业、车位	2020 年
总计	**407.13**	**100.00**	**272.03**	--	--

注：上表土储均为尚未开发的土地面积

资料来源：公司提供

（2）项目开发情况

2020年，公司新开工面积及竣工面积继续增长；在建及拟建项目尚需投资规模大，后续存在一定资金支出压力。

2020年，公司根据房地产市场环境变化及自身情况，适度调整新项目开工进度，新开工面积同比大幅增长64.79%；竣工方面，随着项目开发建设的推进，竣工面积亦同比大幅增长71.23%。

表9 近年来公司项目开发情况

项目	2018年	2019年	2020年
新开工面积（万平方米）	563.07	504.40	831.21
竣工面积（万平方米）	171.53	328.51	562.52

注：此表数据为全口径数据
资料来源：公司提供

截至2020年底，公司在建、拟建项目80个，全口径建筑面积合计1753.30万平方米，预计总投资额2527.50亿元，权益计划总投资1322.13亿元，尚需权益投资额548.48亿元。考虑到公司近年的房地产签约销售规模、土地拓展力度以及债务规模等因素，公司后续将面临一定的资金支出压力。

（3）项目销售情况

2020年，公司签约销售面积和金额进一步增长，回款水平维持在高位，对整体去化水平较高。

2020年，受益于所布局城市良好的市场行情以及公司适度的推盘节奏，公司销售业绩呈现量价齐升的态势，全口径签约销售金额及销售面积分别同比增长63.28%和53.05%，全口径签约销售均价同比增长6.68%，回款率维持在高位水平。2020年，公司权益销售占比51.03%，受合作开发规模较大影响，公司权益销售占比整体不高，对公司的项目管理、品牌维护及资金调配能力提出更高要求。

从城市分布来看，2020年公司签约销售主要来自于杭州、南京、成都、温州、宁波和苏州等城市，上述城市签约销售金额（全口径）合计占比为82.59%，其中杭州和南京占比分别为24.59%和18.05%。

表10 近年来公司房地产销售情况

（单位：万平方米、亿元、元/平方米、%）

项目	2018年	2019年	2020年
销售面积（全口径）	187.76	302.93	463.63
销售金额（全口径）	316.63	623.10	1017.38
销售均价（全口径）	16863.55	20569.11	21943.79
销售金额（权益口径）	207.37	352.28	519.15
回款率	97	92	92

资料来源：公司提供

截至2020年底，公司在售项目分布于全国15个城市，剩余可售面积（全口径）合计784.35万平方米，以2020年全口径签约销售面积计算，满足不到2年的销售需求，项目储备充足性一般。截至2020年底，公司整体去化率较高，但个别城市包括佛山、武汉、沈阳以及大连去化水平一般。其中，武汉与佛山为公司2019年新进驻城市，在资源部署、客群研判以及销售规划等方面处于调整磨合阶段；沈阳、大连为公司协同新希望集团的产业联动城市，具有长期、稳定的发展基础以及土地成本优势，相较于去化速度，公司更加侧重盈利水平。

表11 截至2020年底公司在售项目情况

城市	总可售面积（万平方米）	已取得预售证面积（万平方米）	已售建筑面积（万平方米）	去化率（%）
成都	193.86	138.49	94.83	68.47
大连	33.77	23.66	11.27	47.63
广佛	35.41	9.36	4.50	48.06
杭州	190.55	169.29	136.48	80.62
嘉兴	29.18	24.78	23.67	95.52
昆明	238.15	122.62	117.35	95.70
南京	105.23	65.09	50.66	77.83

南宁	189.84	155.72	119.27	76.59
宁波	119.41	87.741	83.28	94.92
沈阳	44.99	31.33	18.63	59.46
苏州	126.44	81.02	59.84	73.86
温州	350.87	350.34	254.33	72.60
武汉	30.87	6.39	3.35	52.43
重庆	139.41	89.35	66.17	74.06
总计	**1827.98**	**1355.18**	**1043.63**	**77.01**

注：此表为全口径数据，去化率=已售面积/取得预售证面积
资料来源：公司提供

3. 经营效率

2020年，公司经营效率有所上升，与同行业其他企业相比表现良好。

2020年，公司流动资产周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为0.28次、0.37次和0.24次，较上年分别上升0.05个百分点、0.08个百分点和0.04个百分点。与同行业其他企业相比，公司经营效率指标表现良好。

表 12 2020 年同行业公司经营效率对比情况

公司简称	存货周转次数（次）	流动资产周转次数（次）	总资产周转次数（次）
大华集团	0.12	0.19	0.18
厦门中骏	0.38	0.30	0.23
联发集团	0.03	0.03	0.02
公司	**0.37**	**0.28**	**0.24**

注：为便于比较上表数据均来自 Wind
数据来源：Wind

4. 未来发展

公司发展战略明晰可行。

公司坚持深耕新一线及重点二线城市，通过创新产品、优质服务以提升企业品牌和综合竞争优势。

在投资战略方面，继续落实已有城市的深耕发展，聚焦区域、聚焦项目；在充分调查和研究的基础上审慎进入新城市。并充分利用新希望集团的资源优势和自身的专业能力，以“市场化+产业联动”方式获取项目，进一步完善整体布局。

在产品服务方面，公司将提升对客户需求的精细化研究，保持准确的产品定位；继续关注用户体验，加大产品研发力度；健全产品生产线，保障产品品质。

在营运管理方面，以经营目标为导向，以项目为最小单元精细化管理，以销定产、以销定投，实现“投－融－产－供－销－回－转”双循环跑道，通过大运营体系的组织创新、管理创新、考核创新等方式有力保障经营目标的实现。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年度财务报告，四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

合并范围方面，2020年，公司新增子公司119家，公司减少子公司2家。截至2020年底，公司纳入合并范围子公司共260家。考虑到引起公司合并范围变动的子公司规模有限，且公司主营业务未发生变化，财务数据可比性仍较强。

截至2020年底，公司合并资产总额1437.59亿元，所有者权益323.70亿元（含少数股东权益136.65亿元）；2020年，公司实现营业收入304.96亿元，利润总额37.98亿元。

2. 资产质量

截至2020年底，公司资产规模继续增长，资产结构仍以流动资产为主；公司货币资金较充足，存货和投资性房地产区域布局良好，其他应收款和长期股权投资随着合作开发规模扩大而快速增长，资产受限比例一般。公司资产质量较高。

截至2020年底，公司合并资产总额1437.59亿元，较上年底增长31.30%，主要系流动资产

增加所致。其中，流动资产占83.35%，非流动资产占16.65%，资产结构较上年底变化不大。

（1）流动资产

截至2020年底，公司流动资产1198.17亿元，较上年底增长26.11%，主要系存货和其他应收款增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占12.60%）、其他应收款（占26.46%）和存货（占57.31%）构成。

截至2020年底，公司货币资金150.91亿元，较上年底增长15.91%，主要系销售回款增加所致，受限资金占比为0.75%，主要为保证金，不含预售监管资金。公司其他应收款317.08亿元，较上年底增长34.98%，主要系关联方往来款以及合作方经营往来款增加所致。公司存货686.64亿元，较上年底增长26.36%，主要系业务规模扩张及在建项目持续投入所致，其中，开发成本占92.50%，未计提跌价准备。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产239.42亿元，较上年底增长65.39%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占63.87%）和投资性房地产（占30.29%）构成。

截至2020年底，公司长期股权投资152.92亿元，较上年底增长223.69%，主要系房地产合作开发项目中对联营、合营公司的投资增加所致。公司投资性房地产72.52亿元，较上年底变化不大，当期公允价值增值2.33亿元，主要位于成都、南宁、昆明、温州、上海等区域。

截至2020年底，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计355.66亿元（其中，存货326.88亿元，投资性房地产17.69亿元），占当期资产总额的24.74%，受限比例一般。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至2020年底，公司所有者权益继续大幅增长，但权益稳定性有待提升。

截至2020年底，公司所有者权益323.70亿元，较上年底增长26.35%，主要系未分配利润积累，其他权益工具和少数股东权益增长共同影响所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为57.79%，少数股东权益占比为42.21%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具、其他综合收益和未分配利润分别占6.02%、9.35%、10.10%、6.29%和25.29%。所有者权益结构稳定性较弱。

其他权益工具主要为新希望集团向公司发放的无固定期限贷款，2020年底较上年底大幅增长197.12%，主要系2020年公司子公司苏州新希望置业有限公司和昆明新希望置业有限公司将其与新希望集团签订的内部永续债转让给公司所致。

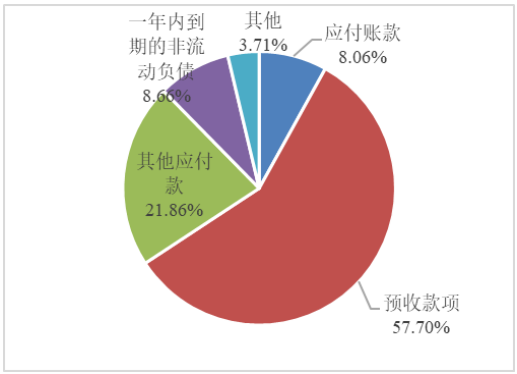
（2）负债

截至2020年底，公司负债规模继续大幅增长，债务结构相对合理，债务负担处于可控水平，集中偿债压力一般。

截至2020年底，公司负债总额1113.89亿元，较上年底增长32.82%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占73.11%，非流动负债占26.89%。

截至2020年底，公司流动负债814.38亿元，较上年底增长42.80%，主要系预收款项增加所致。公司流动负债主要由应付账款（占8.06%）、预收款项（占57.70%）、其他应付款（占21.86%）和一年内到期的非流动负债（占8.66%）构成。

图 2 截至 2020 年底公司流动负债情况



资料来源：联合资信整理

截至2020年底，公司应付账款65.66亿元，较上年底增长60.27%，主要系在建规模增长后应付及预提工程款增加所致。公司预收款项469.94亿元，较上年底增长59.29%，主要系地产

预售规模扩大所致，较大规模的预收款项为后续收入确认提供良好支撑。公司其他应付款178.01亿元，较上年底增长18.89%，主要系合作开发规模扩大，与合作方以及联合营企业之间往来款增加所致，其中往来款占93.72%。公司一年内到期的非流动负债70.54亿元，较上年底增长14.55%；其中，一年内到期的长期借款占75.90%，一年内到期的应付债券占24.10%。

截至2020年底，公司非流动负债299.51亿元，较上年底增长11.60%。公司非流动负债主要由长期借款（占96.23%）构成。

截至2020年底，公司长期借款288.22亿元，较上年底增长19.93%，主要系业务规模扩大，融资需求增长所致；长期借款主要由抵押借款（占56.88%）和保证借款（占34.46%）构成。

截至2020年底，公司全部债务365.49亿元，较上年底增长13.77%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占21.14%，长期债务占78.86%，以长期债务为主。从债务指标来看，截至2020年底，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为77.48%、53.03%和47.10%，较上年底分别提高0.88个百分点、下降2.60个百分点和下降3.01个百分点。如将永续债调入长期债务，截至2020年底，公司全部债务增至398.17亿元，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为79.76%、57.77%和52.44%，较调整前分别上升2.27个百分点、4.74个百分点和5.34个百分点，公司债务负担仍处于可控水平。

债务期限分布方面，公司有息债务2022年到期规模较大，但相较于公司目前货币资金和签约销售规模，公司集中偿债压力一般。

表 13　截至 2020 年底公司有息债务期限分布情况

项目	2021 内到期	2022 年到期	2023 年及以后到期	小计
短期借款（亿元）	5.80	--	--	**5.80**
一年内到期的非流动负债（亿元）	70.54	--	--	**70.54**
长期借款（亿元）	--	134.46	153.76	**288.22**
合计	**76.34**	**134.46**	**153.76**	**364.56**

注：上表有息债务不包括应付票据，位数差异系四舍五入导致
资料来源：公司提供

4. 盈利能力

2020 年，公司收入和利润水平继续增长，费用规模随着业务规模扩张而增长较快，但收入结转滞后致使公司盈利指标有所下降。

2020年，受益于房产销售收入大幅增长，公司营业收入同比增长67.02%；同期，实现净利润28.42亿元，同比增长15.45%，低于收入增速，主要系房地产业务规模扩张引起期间费用快速增长，但收益结转滞后所致。

2020年，公司费用总额为27.51亿元，同比增长84.39%。从构成看，公司销售费用、管理费用和财务费用占比分别为34.37%、33.82%和31.81%。2020年，随着公司业务规模扩大，公司销售费用同比增长65.00%至9.46亿元，管理费用同比增长74.42%至9.30亿元；受公司债务规模增长以及费用化利息支出增加影响，财务费用为同比增长127.01%至8.75亿元。

公司公允价值变动收益来自于投资性房地产的评估增值，投资收益主要由权益法核算的长期股权投资收益构成，受合联营项目结转收入节奏波动的影响，2020 年公司投资收益大幅下降，非经营损益对当期利润水平影响有限。

2020 年，公司总资本收益率 6.55%，同比提高 1.00 个百分点，主要系费用化利息增长所致；净资产收益率 8.78%，同比下降 0.83 个百分点，公司盈利指标有所下降。2020 年，与同行业公司相比较，公司盈利指标处于中游水平。

表 14　2020 年同行业公司盈利情况对比

公司简称	销售毛利率（%）	总资产报酬率（%）	净资产收益率（%）
大华集团	56.62	6.11	19.22
厦门中骏	22.02	3.34	15.54
联发集团	11.13	0.11	0.57
公司	**25.34**	**3.66**	**8.76**

注：为便于比较上表数据均来自 Wind
数据来源：Wind

5. 现金流分析

2020年，公司经营活动现金流持续净流入且规模大幅增长，投资活动净流出规模大幅下降，筹资活动前现金流量净额转正，公司现金流对筹资活动依赖程度大幅好转。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入同比增长 26.21%，主要系销售回款增加所致；经营活动现金流出同比增长 19.57%，主要系支付的经营性往来款增加所致。2020 年，公司经营活动现金净流入同比增长 203.68%。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入同比增长 672.81%，主要系收到联营企业往来款大幅增长所致；投资活动现金流出同比增长 17.79%，主要系对合联营企业股权投资支出增加所致。2020 年，公司投资活动现金净流出同比下降 76.29%。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入同比增长 64.43%，主要系取得借款收到的现金增加所致；筹资活动现金流出同比增长 224.76%，主要系偿还债务支付的现金增加所致。2020 年，公司筹资活动现金净流入同比下降 90.68%。

表 15 公司现金流量情况

（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	248.42	441.56	557.30
经营活动现金流出小计	272.36	425.63	508.92
经营现金流量净额	**-23.94**	**15.93**	**48.37**
投资活动现金流入小计	0.17	18.34	141.73
投资活动现金流出小计	22.16	146.03	172.00
投资活动现金流量净额	**-21.98**	**-127.69**	**-30.27**
筹资活动前现金流量净额	**-45.93**	**-111.76**	**18.10**
筹资活动现金流入小计	217.17	226.68	372.72
筹资活动现金流出小计	105.14	111.46	361.98
筹资活动现金流量净额	**112.03**	**115.22**	**10.74**

资料来源：公司审计报告

6. 偿债能力

公司短期偿债能力较强，长期偿债能力一般，但同时考虑到公司在业务布局、开发规模、股东支持等方面的竞争优势，公司整体偿债能力很强。

截至 2020 年底，公司流动比率与速动比率分别由上年底的 166.60%和 71.32%分别下降至 147.13%和 62.81%，流动资产对流动负债的保障程度一般。公司现金短期债务比由上年底的 2.04 倍下降至 1.95 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较高。整体看，公司短期偿债能力较强。

2020年，公司 EBITDA 为54.95亿元，同比增长41.35%，主要由计入财务费用的利息支出（占30.40%）和利润总额（占69.11%）构成。2020年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的1.91倍提高至2.46倍，EBITDA 对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA 由上年的8.26倍下降至6.65倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2020年底，公司对外担保12.00亿元，担保对象为公司联营企业成都恒基隆置业有限公司及关联公司四川东进新希望旅游开发有限公司，对外担保规模较小。截至2020年底，公司无重大诉讼。

截至2020年底，公司取得的银行授信总额为427.00亿元，其中未使用额度为179.89亿元，公司间接融资渠道通畅。同时，作为“新希望”体系内房地产开发主体，公司可以从股东方获取一定融资支持。

7. 母公司财务分析

母公司资产主要为其他应收款和长期股权投资，债务负担较重，利润主要来自投资收益，经营活动现金持续净流出。

截至2020年底，母公司资产总额572.78亿元，较上年底增长11.38%。其中，流动资产525.14亿元（占91.68%），非流动资产47.64亿元（占8.32%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（合计）（占93.29%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占73.65%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为33.23亿元。

截至2020年底，母公司负债总额485.23亿元，较上年底增长6.22%。其中，流动负债430.36亿元（占88.69%），非流动负债54.87亿元（占

11.31%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占92.13%）构成，非流动负债主要由长期借款（占99.07%）构成。

截至2020年底，母公司全部债务86.36亿元。其中，短期债务占37.05%，长期债务占62.95%。截至2020年底，母公司资产负债率为84.71%，全部债务资本化比率49.66%，母公司债务负担较重。

截至2020年底，母公司所有者权益为87.55亿元，其中，实收资本为19.50亿元（占22.27%）、资本公积合计12.56亿元（占14.35%）、未分配利润合计17.68亿元（占20.19%）、盈余公积合计2.40亿元（占2.74%），其他权益工具32.68亿元（占37.33%）。

2020年，母公司营业收入为3.21亿元，利润总额为4.66亿元。同期，母公司投资收益为5.62亿元。

现金流方面，2020年，公司母公司经营活动现金流净额为-52.93亿元，投资活动现金流净额为43.31亿元，筹资活动现金流净额为-7.83亿元。

十一、 存续期内债券偿还能力分析

截至2020年底，公司存续债券的集中偿债压力较小。

截至2020年底，公司存续债券余额共17.00亿元[1]，全部为一年内到期。截至2020年底，公司现金类资产为150.91亿元，为公司存续债券额度（17.00亿元）的8.88倍。2020年公司经营活动产生的现金流入、经营活动现金流净额和EBITDA分别为557.30亿元、48.37亿元和54.95亿元，分别为公司存续债券额度（17.00亿元）的32.78倍、2.85倍和3.23倍。

十二、债权保障条款

新希望集团资本实力强，行业地位突出，整体运营状况良好，其提供的担保对“16希望02”的信用状况仍具有显著的积极影响。

“16希望02”由新希望集团提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

新希望集团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，新希望集团营业收入和资产规模持续增长，并持有较大规模的可变现优质金融资产，其带来丰厚投资收益对新希望集团整体盈利能力形成良好支撑。

截至2020年底，新希望集团合并资产总额1758.22亿元，所有者权益732.13亿元（含少数股东权益373.83亿元）；2020年，新希望集团实现营业总收入1144.04亿元，利润总额86.17亿元。

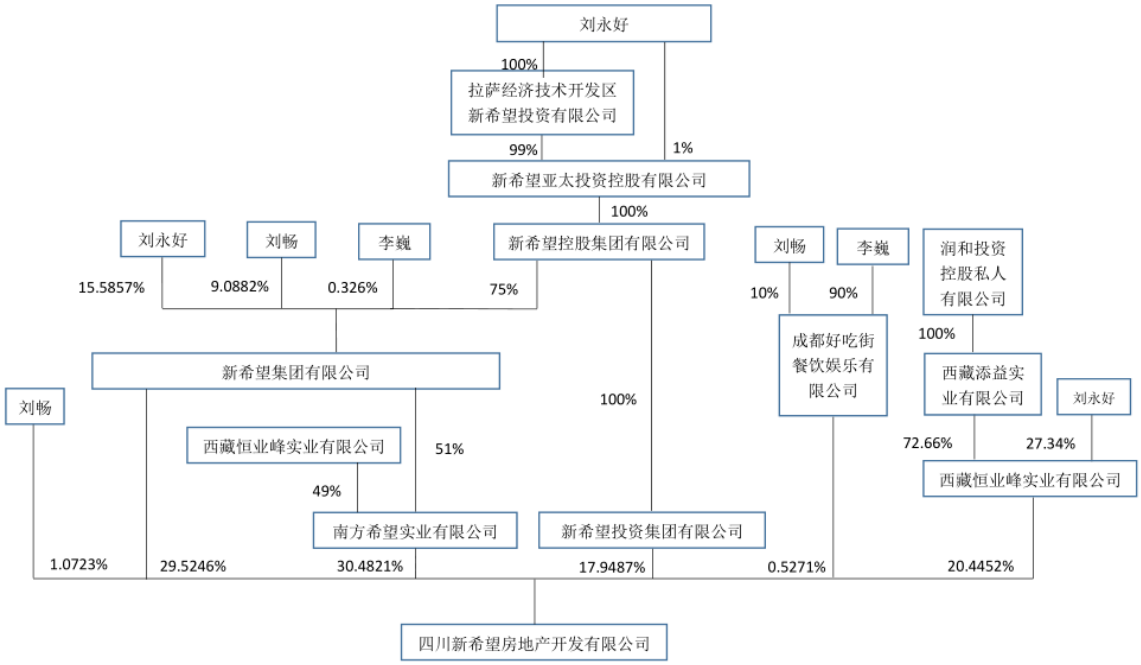
截至2021年3月末，新希望集团合并资产总额1960.08亿元，所有者权益748.32亿元（含少数股东权益379.63亿元）；2021年1－3月，新希望集团实现营业总收入307.68亿元，利润总额31.80亿元。

十三、结论

综合评估，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA^{+}，并维持“16希望02”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

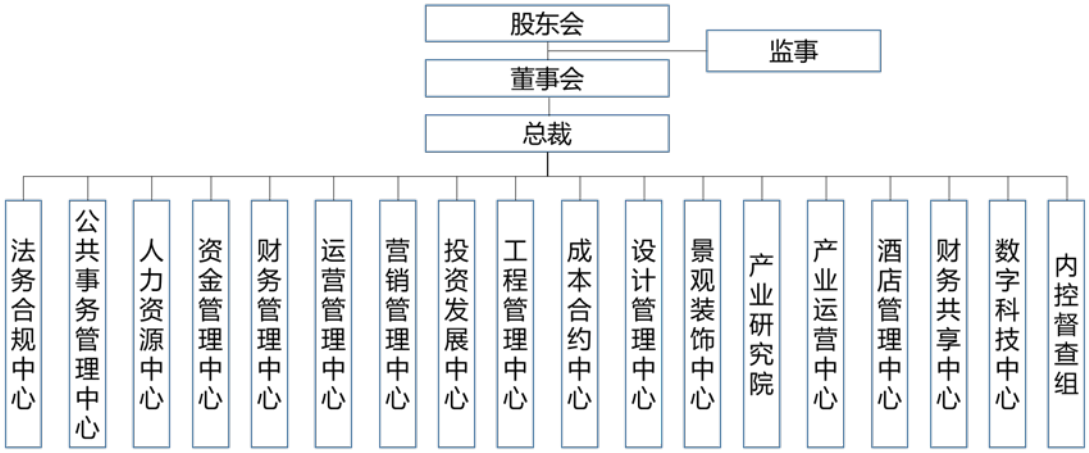
[1] 为公司审计报告应付债券口径。

附件 1-1　截至 2020 年底四川新希望房地产开发有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2020 年底四川新希望房地产开发有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2020 年底四川新希望房地产开发有限公司主要子公司情况

序号	公司名称	业务性质	注册资本（万元）	直接持股比例（%）	间接持股比例（%）	表决权比例（%）
1	成都新希望置业有限公司	房产开发	60606.07	100	--	100
2	成都晖江置业有限公司	房产开发	34000.00	--	51	51
3	成都津同置业有限公司	房产开发	21700.00	--	50	50
4	成都锦阁装饰有限公司	服务	1000.00	--	100	100
5	成都岷江新希望花园房地产开发有限责任公司	房产开发	2000.00	--	50	50
6	成都荣澳酒店管理有限公司	酒店管理	1000.00	--	100	100
7	成都时盛商贸有限责任公司	贸易	10.00	--	50	51
8	重庆新希望实业有限公司	房产经纪	1000.00	--	100	100
9	大连新希望房地产有限公司	房产开发	3000.00	--	100	100
10	大连新希望家园房地产有限公司	房产开发	5000.00	--	100	100
11	大连新希望锦官置业有限公司	房产开发	6000.00	--	52	52
12	佛山锦官置业有限公司	房产开发	70940.10	--	50	51
13	佛山锦宏置业有限公司	房产开发	185579.50	--	51	51
14	广州新希望置业有限公司	房产开发	5000.00	--	100	100
15	杭州新希望置业有限公司	房产开发	5000.00	--	100	100
16	嘉兴锦川置业有限公司	租赁业	12000.00	--	100	100
17	昆明大商汇实业有限公司	房产开发	30900.00	100	--	100
18	昆明锦官置业有限公司	房产开发	5000.00	--	100	100
19	昆明和广房地产开发有限公司	房产开发	26000.00	--	50	51
20	昆明新希望置业有限公司	房产开发	25000.00	--	51	51
21	拉萨恒锦商贸有限公司	贸易	1000.00	--	55	55
22	丽水市金航房地产开发有限公司	房产开发	35000.00	--	50	50
23	南宁川望置业有限公司	房产开发	5000.00	--	100	100
24	南宁大商汇实业有限公司	房产开发	24127.00	16	84	100
25	南宁锦麟置业有限公司	房产开发	114000.00	--	50	80
26	南宁新畅行汽车市场管理有限公司	服务	2000.00	--	100	100

27	南京锦华置业有限公司	房产开发	7950.00	--	25	25
28	宁波锦安置业有限公司	房产开发	20000.00	--	100	100
29	宁波锦府置业有限公司	房产开发	20000.00	--	72	72
30	宁波锦官置业有限公司	房产开发	10000.00	100	--	100
31	宁波梅山保税港区泽珑投资管理合伙企业（有限合伙）	服务	255601.00	10	0	10
32	宁波润祥房地产开发有限公司	房产开发	50000.00	50	--	51
33	上海张江新希望企业有限公司	房产开发	16000.00	60	--	60
34	沈阳新希望置业有限公司	房产开发	8000.00	--	95	95
35	苏州锦官置业有限公司	房产开发	13000.00	--	79	79
36	苏州新锦置业有限公司	房产开发	5000.00	--	100	100
37	苏州新希望置业有限公司	房产开发	13000.00	--	69	69
38	温州诚裕置业有限公司	房产开发	10000.00	--	50	50
39	温州玖富置业有限公司	房产开发	5000.00	--	100	100
40	温州火焰企业管理咨询有限公司	服务	35000.00	--	50	50
41	温州万楷置业有限公司	房产开发	1000.00	--	51	51
42	温州新锦天置业有限公司	房产开发	30000.00	--	100	100
43	温州新希望置业有限公司	房产开发	52600.00	--	96	96
44	武汉新希望置业有限公司	房产开发	5000.00	--	100	100
45	新希望物业服务集团有限公司	服务	500.00	91	--	91
46	新希望置业有限公司	房产开发	5500.00	100	--	100
47	永嘉万新恒锦置业有限公司	房产开发	30000.00	--	40	40
48	永嘉万新商鼎置业有限公司	房产开发	5000.00	--	40	40
49	永嘉万新尚瑞置业有限公司	房产开发	5000.00	40	--	40
50	云南新恒基房地产开发有限公司	房产开发	2000.00	--	100	100
51	中山市新希望房地产开发有限公司	房产开发	1000.00	--	100	100

注：尾数差异系四舍五入导致

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	118.29	130.20	150.91
资产总额（亿元）	712.54	1094.87	1437.59
所有者权益（亿元）	166.58	256.19	323.70
短期债务（亿元）	46.25	63.92	77.26
长期债务（亿元）	216.41	257.33	288.22
全部债务（亿元）	262.67	321.25	365.49
营业收入（亿元）	152.43	182.58	304.96
利润总额（亿元）	28.36	31.29	37.98
EBITDA（亿元）	32.66	38.88	54.95
经营性净现金流（亿元）	-23.94	15.93	48.37
财务指标			
流动资产周转次数（次）	0.28	0.23	0.28
存货周转次数（次）	0.31	0.29	0.37
总资产周转次数（次）	0.25	0.20	0.24
现金收入比（%）	131.97	166.04	154.68
营业利润率（%）	21.39	20.91	20.50
总资本收益率（%）	5.93	5.55	6.55
净资产收益率（%）	12.78	9.61	8.78
长期债务资本化比率（%）	56.50	50.11	47.10
全部债务资本化比率（%）	61.19	55.63	53.03
资产负债率（%）	76.62	76.60	77.48
流动比率（%）	194.44	166.60	147.13
速动比率（%）	81.59	71.32	62.81
经营现金流动负债比（%）	-7.53	2.79	5.94
现金短期债务比（倍）	2.56	2.04	1.95
EBITDA 利息倍数（倍）	1.74	1.91	2.46
全部债务/EBITDA（倍）	8.04	8.26	6.65

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

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
财务数据			
现金类资产（亿元）	55.98	50.68	33.23
资产总额（亿元）	337.88	514.24	572.78
所有者权益（亿元）	37.70	57.41	87.55
短期债务（亿元）	17.00	22.80	32.00
长期债务（亿元）	66.75	71.05	54.36
全部债务（亿元）	83.75	93.85	86.36
营业收入（亿元）	1.82	1.77	3.21
利润总额（亿元）	0.41	4.68	4.66
EBITDA（亿元）	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	17.40	-13.42	-52.93
财务指标			
存货周转次数（次）	0.26	0.29	0.41
总资产周转次数（次）	0.01	0.00	0.01
现金收入比（%）	104.34	107.37	64.77
营业利润率（%）	56.64	-1.86	77.04
总资本收益率（%）	0.52	3.27	2.49
净资产收益率（%）	1.69	8.62	4.95
长期债务资本化比率（%）	63.90	55.31	38.30
全部债务资本化比率（%）	68.96	62.05	49.66
资产负债率（%）	88.84	88.84	84.71
流动比率（%）	122.78	118.39	122.02
速动比率（%）	122.21	118.09	121.82
经营现金流动负债比（%）	7.47	-3.48	-12.30
现金短期债务比（倍）	3.29	2.22	1.04
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/

注：表中“/”表示无法计算相关指标，“--”表示该指标不适用

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。

信用评级公告

联合〔2021〕2666号

联合资信评估股份有限公司通过对新希望集团有限公司的信用状况进行综合分析和评估，确定新希望集团有限公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

新希望集团有限公司
2021年度主体长期信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

评级展望：稳定

评级时间：2021年6月17日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	3
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	3
		资本结构		1
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为A、B、C、D、E、F共6个等级，各级因子评价划分为6档，1档最好，6档最差；财务风险由低至高划分为F1—F7共7个等级，各级因子评价划分为7档，1档最好，7档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：刘丽红 李敬云
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对新希望集团有限公司（以下简称“公司”）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，公司营业收入和资产规模逐年增长，持有较大规模的可变现优质金融资产，且其带来丰厚投资收益对公司整体盈利能力形成良好支撑。同时，联合资信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、债务规模大幅增长以及关联交易等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司以现代农业与食品产业为主导，布局银行、金融科技、基金等多种金融业态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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力极强，违约风险极低。

优势

1. **公司综合竞争优势很强。**公司作为国内农牧龙头企业之一，规模优势突出、品牌知名度很高、技术实力较强、渠道优势明显、产业链一体化布局合理、综合竞争优势很强。
2. **近年来，公司收入和资产规模逐年增长，资产质量较好。**2018—2020年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长26.91%，经营效率处于行业较高水平。2018—2020年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长36.54%；资产受限规模小，资产质量较好。
3. **公司持有较大规模的可变现金融资产，投资收益丰厚，对整体偿债能力形成较好支撑。**截至2021年3月末，公司持有的上市公司股权包括民生银行、深圳燃气和中国飞鹤，持有部分参考市值合计超100亿元。2018—2020年，投资收益作为公司利润的重要构成部分，较为稳定，分别为52.46亿元、50.49亿元、52.03亿元。上述资产和收益为公司农牧主业发展及债务偿付提供了很强的

保障。

关注

1. **公司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. **公司在建工程尚需投入规模较大，面临一定的资金支出压力，而且在建项目能否取得预期投资回报存在一定不确定性。**公司对生猪养殖项目投入较大，截至 2021 年 3 月末，公司主要在建工程未来尚需投资 33.35 亿元，主要拟建项目尚需投资 55.47 亿元，公布的资本开支额度较大，面临一定的资金支出压力，而且在建项目能否取得预期投资回报存在一定不确定性。
3. **公司债务规模增长较快，债务负担较重。**2018－2020 年末，公司全部债务持续大幅增长，年均复合增长 55.51%。截至 2021 年 3 月末，公司全部债务 982.92 亿元，较上年末增长 18.31%，债务负担较重。
4. **公司存在一定的关联占款及关联担保风险。**截至 2020 年末，关联方以其他应收款等方式占用公司资金 200.64 亿元，公司以其他应付款和吸收存款等方式占用关联方资金 58.24 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司为关联方提供的担保余额为 109.45 亿元，公司存在一定的关联占款及关联担保风险。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	105.38	120.15	152.41	189.62
资产总额（亿元）	943.03	1207.30	1758.22	1960.08
所有者权益（亿元）	441.24	525.81	732.13	748.32
短期债务（亿元）	211.93	356.81	408.65	455.58
长期债务（亿元）	131.59	143.83	422.13	527.34
全部债务（亿元）	343.52	500.63	830.78	982.92
营业总收入（亿元）	710.27	854.81	1144.04	307.68
利润总额（亿元）	56.29	77.24	86.17	31.80
EBITDA（亿元）	80.96	106.72	140.58	/
经营性净现金流（亿元）	33.23	38.27	44.94	-46.79
营业利润率（%）	9.45	12.17	10.88	8.85
净资产收益率（%）	12.03	14.25	11.18	/
资产负债率（%）	53.21	56.45	58.36	61.82
全部债务资本化比率（%）	43.77	48.77	53.16	56.78
流动比率（%）	77.31	70.09	94.72	106.53
经营现金流动负债比（%）	9.06	7.19	7.51	/
现金短期债务比（倍）	0.50	0.34	0.37	0.42
EBITDA 利息倍数（倍）	5.20	6.90	5.84	/
全部债务/EBITDA（倍）	4.24	4.69	5.91	/
公司本部				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	264.02	326.95	408.06	397.93
所有者权益（亿元）	97.57	104.92	139.31	138.95
全部债务（亿元）	155.70	214.68	264.25	253.25
营业收入（亿元）	0.07	0.05	0.26	0.27
利润总额（亿元）	9.02	6.11	12.35	0.98
资产负债率（%）	63.04	67.91	65.86	65.08
全部债务资本化比率（%）	61.48	67.17	65.48	64.57
流动比率（%）	73.41	70.71	103.45	108.30
经营现金流动负债比（%）	-21.49	-27.60	-23.62	/

注：1. 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；2. 合并口径下，本报告将其他流动负债和卖出回购金融资产款计入短期债务核算；3. 公司本部口径下，本报告将其他流动负债计入短期债务核算；4. 2021 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标计算未年化

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
--	--	--	--	--	--

声 明

一、本报告引用的资料主要由新希望集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、该公司信用等级自 2021 年 4 月 19 日至 2022 年 4 月 18 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

新希望集团有限公司
2021 年度主体长期信用评级报告

一、主体概况

新希望集团有限公司（以下简称“公司”）成立于 1997 年 1 月，成立时注册资本 1.64 亿元，由自然人股东刘永好、刘畅[1]、李巍[2]投资组建。2020 年 4 月，新希望控股集团有限公司（以下简称“新希望控股”，刘永好持股 100.00%）向公司增资 24.00 亿元，成为公司控股股东。截至 2021 年 3 月末，公司注册资本为 32.00 亿元，刘永好直接持股 14.602%，间接持股 75.00%，为公司实际控制人（见附件 1-1）。截至 2021 年 4 月末，公司控股股东及实际控制人所持公司股份不存在质押情形。

公司经营范围：农、林、牧、副、渔产业基地开发建设；生态资源开发；菜篮子基地建设；饲料，农副产品（除棉花、烟叶、蚕茧、粮油）的加工、仓储、销售；高新技术的开发，销售化工原料及产品、建筑材料（以上项目不含危险化学品），普通机械，电器机械，电子产品，五金，交电，针纺织品，文化办公用品；本企业自产产品及相关技术的出口及本企业生产、科研所需的原辅材料，仪器仪表，机械设备，零配件和相关技术的进口，进料加工和三来一补业务；商务服务业。

公司下属子公司新希望六和股份有限公司（以下简称“新希望六和”，股票代码“000876.SZ”）为深交所上市公司，是公司农牧与食品板块主要运营主体。截至 2021 年 3 月末，公司直接持有新希望六和 25.07%的股权，通过南方希望实业有限公司（以下简称“南方希望”）持有新希望六和 29.49%的股权，所持新希望六和股权无受限，是新希望六和的控股股东。

公司下属子公司新希望财务有限公司（以下简称“财务公司”）对公司货币资金进行归集。截至 2021 年 3 月末，公司直接持有财务公司 42.54%的股权，通过新希望六和和南方希望分别持有财务公司 40.00%和 9.00%的股权。截至 2021 年 3 月末，财务公司资产总额 132.07 亿元，所有者权益合计 17.71 亿元；2021 年 1－3 月，财务公司实现营业收入 1.24 亿元，利润总额为 0.56 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司本部职能部门包括金融事业部、战略投资部、财务部、法务合规部、人力资源部等（见附件 1-2），此外公司将下属子公司按照食品与现代农业、金融与投资两大业务板块进行了划分。截至 2021 年 3 月末，公司直接持股并纳入合并范围的子公司共 10 家（见附件 1-3）。截至 2021 年 3 月末，公司拥有在职员工 11.73 万人。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 1758.22 亿元，所有者权益 732.13 亿元（含少数股东权益 373.83 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 1144.04 亿元，利润总额 86.17 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 1960.08 亿元，所有者权益 748.32 亿元（含少数股东权益 379.63 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 307.68 亿元，利润总额 31.80 亿元。

公司注册地址：成都市武侯区人民南路 4 段 45 号；法定代表人：刘永好。

二、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，

[1] 为刘永好之女。

[2] 为刘永好之妻。

2020年我国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%[3]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价为24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%[4]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表1 2017－2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和Wind数据整理

消费对GDP的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创2007年以来新高。从两年平均增长来看，2021年一季度社会消费品增速为4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对GDP增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额9.60万亿元，同比增长25.60%，两年平均增长2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对GDP增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差7592.90亿元，较上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的

3. 文中GDP增长均为实际增速，下同。
2. 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以2019年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1－3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1－2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协**

调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。**整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

三、行业分析

1. 饲料行业

（1）行业概况

我国饲料行业年产值近万亿，近三年年均复合增长 3.60%。饲料产品以肉禽料、猪饲料和蛋禽料为主。饲料行业整体呈现一定的弱周期性。

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。

我国饲料行业起步于 20 世纪 70 年代，经跨越式发展，2011 年我国饲料总产量跃居世界第一位。截至2020年末，我国饲料行业不仅形成了年产值近万亿的饲料工业体系，也已进入了行业生命周期的成熟期。根据2020年的情况来看，饲料总产量中，肉禽饲料约占 38%，猪饲料约占 32%，蛋禽饲料约占 14%，水产、反刍等其他饲料占比均在 10%以下。

2018－2020 年，我国饲料工业产值分别为 7869.00 亿元、7097.70 亿元和 8445.90 亿元，年均复合增长 3.60%，其中 2019 年同比下降 9.80%主要系上年养殖行业景气度低迷叠加非洲猪瘟冲击下，畜禽存栏数量减少所致。受畜禽养殖周期波动和动物性食品需求较稳定的综合影响，我国饲料行业整体呈现一定的弱周期性，其周期一般滞后于畜禽养殖周期半年到一年左右。

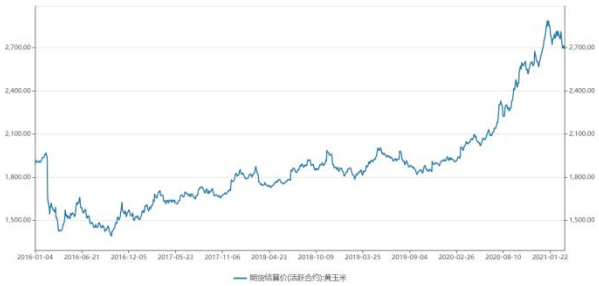
（2）行业上下游情况

饲料行业上游

饲料行业的上游主要为玉米和豆粕等饲料原料。玉米主要来自国内种植，供给有保障，但近三年尤其是 2020 年以来价格迅速攀升，主要系生猪产能不断恢复玉米需求增加、种植面积小幅下降以及天气等原因所致。豆粕依赖国外进口，2020 年价格涨幅较大，主要系 2020 年第四季度生猪产能恢复提振需求、拉尼娜等极端天气影响美洲大豆生产等因素所致。预计后续玉米和豆粕价格仍将维持高位。

饲料行业所需玉米主要来自国内，进口占比较小。我国每年玉米产量较为稳定，维持在2.6亿吨左右（其中60%~70%用作饲料原料），但价格受农产品价格保护政策影响。2016 年，我国在主产区取消玉米临时收储政策（托底收购），玉米价格降至近年来的最低点。2017 年起，玉米价格走势进入价格和补贴分离的政策改革期，玉米市场化改革进一步深入，玉米市场价格重心上移。2018－2020 年末，我国黄玉米期货结算价（活跃合约）分别为 1864.00 元/吨、1911.00 元/吨和 2737.00 元/吨，其中 2020 年末较上年末增长43.22%，主要系生猪产能不断恢复玉米需求增加、种植面积小幅下降以及天气等原因所致。2021 年第一季度，我国黄玉米期货结算价（活跃合约）基本维持在2700元/吨的高位。预计后续随着进口玉米增加、国产玉米轮作种植面积扩大，我国玉米价格中枢的上行态势将减缓，但仍将维持高位。

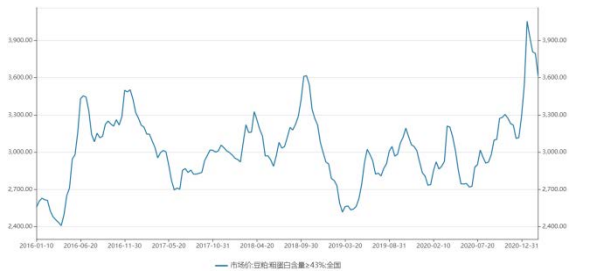
图 1 2016 年以来我国黄玉米期货结算价走势
（单位：元/吨）



资料来源：Wind

饲料行业所需豆粕的供需结构由国外进口大豆的供需结构决定。近年来我国大豆的进口依存度近 85%。从进口来源来看，我国每年需要 0.8~1 亿吨大豆，80%~90%的进口大豆来自巴西、美国和阿根廷，以巴西为主。近年来，巴西、美国和阿根廷三国大豆年度产量保持在 2 亿吨以上，对我国大豆需求形成供给保障，但大豆价格及后续豆粕价格受贸易摩擦、国际政治等因素的影响较大。2018－2020 年末，我国豆粕（粗蛋白含量≥43%）市场价有所上涨，分别为 2921.90 元/吨、2834.50 元/吨和 3291.80 元/吨，其中 2020 年末较上年末增长 12.66%，主要系 2020 年第四季度生猪产能恢复提振需求、拉尼娜等极端天气影响美洲大豆生产等因素所致。2021 年第一季度，受南美大豆产量基本确定影响，我国豆粕（粗蛋白含量≥43%）市场价格呈现冲高回落态势。预计后续随着国内生猪、肉禽养殖持续恢复，豆粕的价格重心仍将维持高位，并存在进一步抬升的可能。

图 2 2016 年以来我国豆粕市场价走势
（单位：元/吨）



资料来源：Wind

饲料行业下游

饲料行业下游为生猪和肉鸡养殖，详见本报告行业分析部分“2. 生猪养殖行业”。

（3）行业竞争

饲料行业属于垄断竞争市场，市场集中度处于动态提升进程中。行业内企业竞争优势主要包括产品品质、服务能力、资金优势和研发能力等。

饲料行业下游客户主要为畜禽养殖户。改革开放以来，我国畜禽养殖整体呈现地域分散、家庭作业、规模较小和养殖品种繁多的特征，进而导致饲料行业对下游议价能力尚可，整体容量较稳定。但由于饲料产品有一定的同质度，饲料行业属于垄断竞争市场。2020 年，饲料行业市场集中度指标 CR3 不到 20%。随着我国饲料行业步入成熟期，行业内部竞争激烈化，行业内小微企业试图转型、龙头企业开展并购，市场集中度处于动态提升进程中。

猪饲料市场竞争格局方面，按照销量可以划分为三个梯队：其中第一梯队的代表企业是双胞胎（集团）股份有限公司和正邦集团有限公司等，猪饲料销量超过 600 万吨；第二梯队的代表企业是唐人神集团股份有限公司以及北京大北农科技集团股份有限公司，猪饲料销量在 200 万吨以上；第三梯队的代表企业是湖南正虹科技发展股份有限公司以及深圳市金新农科技股份有限公司等。

禽饲料市场竞争格局方面，第一梯队以新希望六和为代表，禽饲料销量超 1000 万吨；第二梯队以温氏食品集团股份有限公司为代表，禽饲料销量超 500 万吨；其余的企业可以归入第三梯队，代表企业为禾丰食品股份有限公司。

饲料企业的竞争优势主要包括产品品质、服务能力、资金优势和研发能力等。第一梯队企业无论是产品品质、品牌效应、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；第二梯队一般由于产品品质较好、服务能力突出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；第三梯队企业除发展空间有限等情形外，也有可能是处于快速成长期所致。

由于饲料产品存在运输半径、地域性等特

性，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

国家政策支持饲料行业健康发展，行业政策环境良好。近年来针对饲料行业的政策主要集中在“禁抗”方面。

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”领域，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。具体到饲料行业，近年来的政策聚焦在“禁抗”方面，并已启动了退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂的相关行动。

表 2 近年来饲料行业最新相关政策

日期	政策文件	发文机关	内容
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
2019 年 7 月	中华人民共和国农业农村部公告第 194 号	农业农村部	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（中药类除外）的商品饲料

资料来源：联合资信整理

（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，养殖业易随畜禽价格、国内外消费市场及动物重大疫病而波动。下游养殖行业产品价格、销售量的波动，将直接传导至饲料行业。

环保压力。饲料行业属于高污染行业，生产过程中除涉及废气和废渣外，还有粉尘排放、气味污染和噪声污染。需关注当前形势下，环境成本引致的运营成本增加。

（6）未来发展

饲料需求有望整体保持小幅增长。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。2020 年，我国生猪出栏 5.27 亿头，存在供需缺口。随着生猪产能恢复进程，我国饲料下游需求有望整体保持小幅增长。

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。

下游养殖产业变化倒推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，为规模养殖企业提供专业饲料业务，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。

在细分领域存在渐进性创新的机会。尽管饲料行业整体进入成熟阶段，但在一些细分领域，仍然存在着渐进性创新的机会。如在产品上，以微生物发酵技术为核心的生物环保型饲料的发展，以及在各个品类上都存在的根据饲喂阶段越来越细分的料种。在生产上，由于物流变得更加高效便利，能够支撑更大范围的运输，也使得更大产能的单厂越来越多，通过更集中的规模化生产提升效率，同时也可以通过专业化车间或专业化生产线提升品质。

2. 生猪养殖行业

（1）行业概况

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，我国生猪养殖集中度持续提升，但 2020 年末 CR10 仅 12%，集中度仍比较低，导致其具有较大的周期波动性。

我国生猪养殖古已有之，下游需求量与人民生活水平息息相关，并具有刚性。近年来，猪肉产量稳居各畜产品之首，无论是产量还是产值均占畜禽养殖行业的 50%以上，总产值已接近 2 万亿。

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，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2020年末，我国生猪养殖行业CR10 仅 12%，其中行业龙头牧原食品股份有限公司 2020 年实现出栏 1811.5 万头，市占率仅 3.4%。因此目前我国肉猪养殖主体仍为散养农户，产能上下波动随意性强，导致生猪养殖行业具有较大的周期波动性。

（2）生猪产能及产量分析

2018 年，生猪养殖景气度低，非洲猪瘟爆发，我国生猪养户加速出栏、减少补栏。2019 年，我国能繁母猪和生猪存栏见底后，生猪养殖景气度大幅提升。2020 年，尽管得益于高景气度、生猪存栏有所增加，但非洲猪瘟叠加能繁母猪实际产能恢复不及预期等因素影响下，生猪出栏量仍处低位。

生猪养殖的基础产能指标为能繁母猪。根据中国政府网公布数据，2018－2020 年末，我国能繁母猪存栏量分别为 2988 万头、2045 万头和 4161 万头，年均复合增长 18.01%，其中 2019 年较上年末下降 31.56%主要系上年生猪养殖景气度低叠加非洲猪瘟、养户加速出栏减少补栏影响所致，2020 年末在行业高景气度带动下存栏数较上年末大幅增长 103.47%，已超 2015－2017 年间的平均水平。然后，在高猪价的拉动下，2020 年能繁母猪中的三元母猪占比较高，考虑到三元母猪繁殖能力下降 20%~50%，折合后能繁母猪的实际产能恢复低于预期。

存栏生猪方面，根据中国政府网公布数据，2018－2020 年末，我国生猪存栏量分别为 3.11 亿头、2.05 亿头和 4.07 亿头，年均复合增长为 14.31%，其中 2019 年末较上年末下降 34.16%，2020 年末较上年末增长 98.54%。我国生猪存栏量于 2019 年见底。

出栏生猪方面，根据国家统计局公布数据，2018－2020 年，我国生猪出栏头数持续下降，分别为 6.94 亿头、5.44 亿头、5.27 亿头，年均复合下降 12.86%，其中 2019 年同比下降 21.57%主要系能繁母猪存栏减少叠加非洲猪瘟影响所致，2020 年同比下降 3.15%主要系非洲猪瘟影响、能繁母猪实际产能恢复不及预期、三元母猪留种以及二次育肥等因素影响所致。

图 3 2015－2020 年末我国生猪产能、产能、价格及先行指标情况（单位：左轴-万头、右轴-元/千克）



资料来源：Wind，联合资信整理

（3）行业上下游及产品价格情况

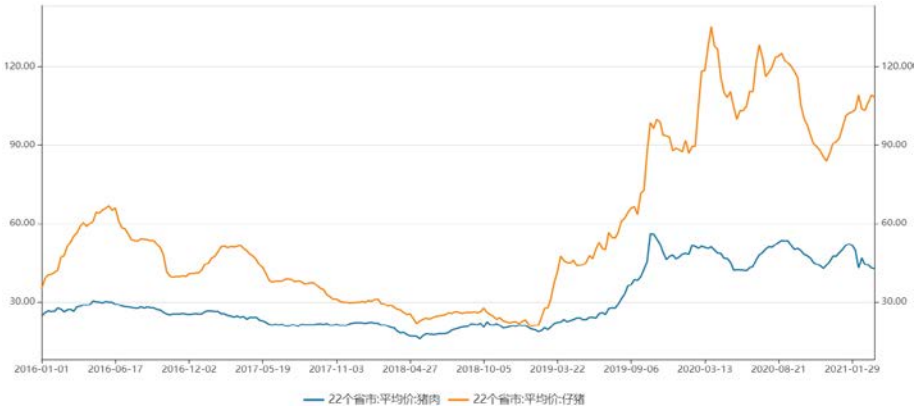
生猪养殖行业的上游为饲料行业，成熟稳健；下游为我国居民的刚醒需求，供给基本决定了猪肉价格。2018－2020 年，受供给不足影响，我国猪肉价格年均复合增长 50.91%。2021 年以来，猪肉平均价格仍保持在高位，但已呈现出慢速下行态势。考虑到 2021 年以来猪周期处于下行阶段，如生猪产能继续集中释放，将引致猪价无序下跌以出清，届时行业内企业将面临较大风险。

生猪养殖行业上游主要为饲料行业，详见本报告行业分析部分“1. 饲料行业”。下游主要是居民肉食消费需求。根据世界经合组织与联合国粮农组织（OECD-FAO）联合发布的 2020 年农业展望报告，我国对猪肉的人均年度消费量为 24.37 千克，而且在猪肉比价较低时存在对猪肉消费的明显偏好。因此，在我国饮食和烹饪体系下，猪肉消费为刚性需求，供给端基本决定了猪肉价格。

2018－2020 年末，受生猪产能大幅波动影响，我国 22 个省市猪肉平均价大幅上涨，分别为 20.84 元/千克、47.20 元/千克和 47.46 元/千克，年均复合增长 50.91%。其中，由于同期生猪出栏数量下降 21.57%，2019 年末猪肉平均价较上年末增长 126.49%。

2021 年第一季度，受①生猪存栏增加、种群密度加大，②能繁母猪中三元母猪占比较高，③年初非洲猪瘟野毒和疫苗毒扩散速度加快三方面因素影响，我国生猪养殖难度加大、供应紧张，猪肉平均价格仍保持在较高位，先行指标仔猪价格也出现了反弹。但生猪/猪肉平均价格已呈现出慢速下行态势，猪周期处于下行阶段。如后续生猪产能继续集中释放，将引致猪价无序下跌以出清，届时行业内企业将面临猪价跌破成本价、盈利能力大幅下降、营运现金流紧张、再融资能力弱化等风险。

图 4 2016 年以来我国猪肉及仔猪价格情况（单位：元/千克）



资料来源：Wind

（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。但需要关注随着生猪养殖产能逐步恢复，相关政策支持不断减弱。

“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。

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。

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。

2021 年 2 月，我国发布《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》，即 2021 年中央一号文件，提出要深入推进农业供给侧结构性改革，平稳发展生猪产业。需要注意的是，随着生猪养殖产能逐步恢复，国家促进养殖产能类政策支持力度将不断减弱，信贷、财税和土地政策可能收紧。

（5）行业关注

原料端价格上行。生猪养殖过程发生的主要成本是饲料成本。上游饲料产品所需主要原料玉米、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，进而转嫁到养殖端。当玉米、豆粕价格上行时，养殖企业成本控制难度增加。

生猪价格波动。一般而言，猪周期最低点会跌破行业平均成本线。如生猪价格长期跌破行业平均成本线，将会对行业内大部分企业的现金流和运营造成巨大影响。

非洲猪瘟等疫病。非洲猪瘟等疫病可能使企业生物性资产蒙受巨大损失，对企业产能和产品造成巨大影响。

重大食品安全事件。如瘦肉精等食品安全事件出现，特别是经过媒体曝光放大，将会对行业下游销售严重影响。

（6）未来发展

对于生猪养殖行业而言，本轮猪周期持续期较长，2021 年起步入缓慢下行通道。对于猪企而言，可能面临上游成本压力，并进行产业

链延伸经营。

对于行业而言，2018－2019 年开启的本轮猪周期不同以往，随着非洲猪瘟反复，散户复产困难，行业集中度 CR10 有望在未来 2~3 年内迅速提升至 30%左右。时间方面，如不考虑通胀因素，本轮猪周期持续期会超过以往 4 年的规律，2021 年起步入缓慢下行通道。

对于猪企而言，上游将面临农产品易涨难跌带来的成本压力；中间生产过程对环保和防疫的重视程度提升，也附加了相关成本；下游产品形式多元化，需针对“调猪向调肉转变”新增一定的屠宰产能或延伸产业链，也可采用生猪期货等金融工具控制风险。未来畜牧养殖企业有望通过兼并、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. 产权状况

截至2021年3月末，公司注册资本为32.00亿元，其中刘永好通过新希望控股间接持股75.00%，直接持股14.602%；刘畅和李巍分别持有公司9.088%和1.31%股份。刘永好先生为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

经过多年发展，公司作为国内农牧龙头企业之一，行业地位突出，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

截至2020年末，公司拥有3972.00万吨/年的饲料产能，是国内第一、世界第二的饲料生产商。此外，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。截至2020年末，公司生猪养殖产能为2500万头。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

公司品牌知名度很高。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。公司先后被授予农业产业化国家重点龙头企业、中国制造业企业500强、全国食品放心企业、全国肉类工业最具影响力品牌等荣誉称号。

（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，近两年公司种鸡只产健雏数量保持在115以上，种鸭只产健雏数量保持在220以上，均居国内领先水平。公司与中国农业科学院合作培育的具有完全知识产权的“中新瘦肉型北京鸭”，各项生产指标均达国际先进水平。生猪养殖方面，公司PSY保持在24左右，高于国内平均水平。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To B端，公司为海底捞、真功夫、云海肴等提供长期服务。在To C端，公司入驻沃尔玛、大润发、永辉、家乐福、盒马、物美、麦德龙等全国性重点商超。近年来，公司还与京东、阿里、美团等平台展开合作，布局新零售业态。

（5）产业链一体化优势

公司目前已形成含饲料生产与销售、畜禽养殖、屠宰及肉制品加工、渠道销售为一体的合理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、食品安全风险把控、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。

3. 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2021年3月末，公司共有董事3名（其中董事长1名），监事1名，高级管理人员3名。高级管理人员包括总经理1名（由董事长兼任）、首席运营官1名和首席财务官1名。公司高级管理人员从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

刘永好先生，1951年9月出生，中国国籍，大专学历；1995年12月至今任中国民生银行股份有限公司（股票简称“民生银行”）副董事长；1997年1月至今，任公司董事长兼总经理。

刘畅女士，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，任原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，任新希望乳业股份有限公司办公室主任；1997年1月至今，任公司董事；2013年5月至今，担任新希望六和董事长职务。

截至2021年3月末，公司员工人数为11.73万人。从工作岗位看，管理人员占8.97%，技术人员占1.13%，非管理人员占89.90%。

4. 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。主要税收优惠政策如下：

（1）增值税优惠政策

公司下属国内饲料生产企业生产销售一般饲料产品于2019年4月1日以前适用的增值税率为10%，自2019年4月1日起，饲料产品生产销售适用税率调整为9%。另根据《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，饲料企业生产销售符合其规定的饲料产品，则免征增值税。饲料企业销售饲料外的应税货物执行3%（小规模纳税人）或9%、13%（一般纳税人）的增值税税率。

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日起，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，并已取得备案；深加工业务所得税税率为25%。

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。

此外，公司境外子公司也享受部分当地税收优惠政策。

5. 企业信用记录

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：91510000201893845 7），截至2021年5月25日，公司已结清和未结清的信贷信息中，不存在关注、不良类的信贷信息。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，

履约情况良好。截至2021年6月17日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

五、管理分析

1. 法人治理结构

作为家族企业，公司法人治理结构较完善。

公司依据《公司法》和国家有关法律、法规，制定了《公司章程》，建立了由股东会、董事会、监事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；选举和更换董事、由股东代表出任的监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事、监事的报告。

公司设董事会，对股东会负责。董事会由3名董事组成，其中董事长1名。董事由各股东推荐，任期3年，可连选连任。董事会的主要职能是召开股东会，并向股东会报告工作；执行股东会决议；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。

公司由股东选举产生监事1名，任期3年，任期届满可以连选连任。监事行使的职权包括检查公司财务；对董事和其他管理人员执行公司职权时违反法律、法规或者公司章程的行为进行监督；当董事和其他管理人员的行为损害公司的利益时，要求其予以纠正；提议召开临时股东会。

公司设总经理1名，由董事会聘任；其他高级管理人员由总经理提名，董事会聘任。总经理主要行使的职权包括组织实施股东会和董事会决议，并将实施情况向董事会提出报告；全面负责公司日常的行政和业务活动；拟定公司内部管理机构设置方案和基本管理制度等。

2. 管理水平

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。

截至2021年3月末，公司本部职能部门包括金融事业部、战略投资部、财务部、法务合规部、人力资源部等。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。

公司制定了《资金管理办法》《银行账户管理办法》《银行存款管理办法》《融资管理办法》等，确定在“明确主体、统一标准、分类管理、强化监督”原则下，实行归口分级的资金管理模式，以财务公司为公司资金管理归口部门，统筹公司本部、各事业部及直属公司的资金管理工作。资金管理包括银行账户、银行存款、授信、融资、担保、理财产品及考核监督等。

融资管理方面，公司实行整体资产负债比例控制，公司财务部定期（每季度）核准并下发公司、各事业部及直属公司的资产负债率控制红线，各事业部及直属公司须控制本单位资产负债率水平。

担保管理方面，公司对担保实行集中、统一管理。公司原则上只为各事业部本部及直属公司提供担保，事业部下属各级公司由其母公司提供担保。公司严禁任何单位为公司外部单位、个人提供任何形式的担保、保证（专业担保公司除外）。

资金调拨管理方面，公司要求下属各事业部及直属公司之间不允许直接发生融资性往来调拨。公司本部与各单位之间实行资金有偿占用原则，占用费率由公司本部确定。

六、经营分析

1. 经营概况

公司是以饲料为核心，养殖、屠宰加工全产业链经营的农牧与食品行业龙头企业之一。2018－2020年，公司营业收入主要来自饲料、猪产业和禽产业。在猪产业和饲料业务扩张带动下，公司营业收入逐年增长，综合毛利率波动提升。公司营业收入主要来自于国内。

近年来，公司业务板块有一定调整。2018年起，公司剥离与核心业务相关性较弱的房地

产业务[5]，将围绕饲料业务展开的禽产业、猪产业（含养殖、屠宰）以及食品加工等农牧与食品全产业链转为核心业务。短期内，剥离房地产业务对给公司的收入规模和毛利率水平有一定冲击，但长期来看有助于控制业务扩张和多元化管理带来的风险，进而提升其整体竞争力。2018－2020年，公司营业总收入持续增长，分别为710.27亿元、854.81亿元和1144.04亿元，年均复合增长26.91%；利润总额持续增长，分别为56.29亿元、77.24亿元和86.17亿元，年均复合增长23.73%。

公司主营业务突出，分板块来看，2018－2020年，饲料、猪产业和禽产业是公司收入及利润的主要来源，前两类业务收入规模均呈持续增长趋势，禽产业收入规模较为稳定。

2018－2020年，饲料业务收入逐年增长，年均复合增长14.46%，主要系禽养殖产能扩张，带动公司禽料销量和售价上升所致；占营业收入的比重逐年下降，维持在50%左右。

2018－2020年，禽产业收入较为稳定，其中2019年同比增长14.54%，主要系禽产品售价上升所致，2020年同比下降13.95%，主要系新冠疫情影响下餐饮市场低迷，禽产品销售均价同比下降所致；禽产业占营业收入的比重不断下降至16.13%。

2018－2020年，猪产业收入逐年增长，年均复合增长177.18%，主要系公司大力发展生猪养殖，且受益于2019年以来上行的猪周期，生猪销售量价齐升所致；猪产业占营业收入的比重大幅上升至21.74%。

2018－2020年，食品业务收入逐年增长，年均复合增长27.57%，主要系公司优化销售渠道后，相关产品销量增长所致；食品业务占营业收入的比重维持在8%左右。

此外，贸易业务主要为围绕主业开展的饲料原材料贸易，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，对业绩影响较小。

表 3 2018－2021 年一季度公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1－3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
饲料	394.19	55.74	7.62	424.31	49.82	8.10	516.46	45.31	7.22	146.13	47.61	7.01
禽产业	186.47	26.37	8.54	213.59	25.08	10.65	183.79	16.13	4.94	40.43	13.17	7.79
猪产业	32.25	4.56	16.22	74.87	8.79	38.53	247.77	21.74	23.13	60.96	19.86	15.09
食品	54.35	7.69	12.92	71.49	8.39	13.47	88.45	7.76	10.85	22.70	7.40	3.96
贸易	30.35	4.29	6.95	48.48	5.69	5.73	82.08	7.20	2.90	30.18	9.83	4.00
房地产	2.18	0.31	--	--	--	--	--	--	--	--	--	--
医疗服务	--	--	--	9.98	1.17	14.68	12.72	1.12	22.43	3.48	1.13	17.12
其他	7.36	1.04	58.16	9.00	1.06	29.07	8.46	0.74	42.19	3.02	0.98	5437
合计	**707.15**	**100.00**	**9.31**	**851.72**	**100.00**	**12.03**	**1139.73**	**100.00**	**10.71**	**306.92**	**100.00**	**8.79**

注：1. 2018 年 3 月 30 日起，新希望地产不再纳入合并报表范围。2. 分项合计数与总数有细微差异系因小数末尾四舍五入所致
资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2018－2020年，饲料业务的毛利率受原材料价格影响有所波动，但维持在7%以上。2018－2020年，禽产业的毛利率受2019年售价上涨和2020年疫情冲击影响大幅波动。2018－2020年，受猪周期影响，猪产业的毛利率于2019年大幅上升至38.53%，并于2020年因外购仔猪与母猪增加、非洲猪瘟影响下降至23.13%。2018－2020年，食品业务的毛

[5] 2018 年 3 月 12 日，公司控股子公司四川新希望房地产开发有限公司（以下简称“新希望地产”）通过修订其章程中董事会构成及股东投票权比例，实现控股股东的变更。本次变更后，公司直接及间接持有新希望地产的股权比例为 60.01%，新希望投资集团有限公司（以下简称“新希望投资集团”）投票权为 55%并在董事会 7 名成员中派驻 4 名，新希望地产不再纳入新希望集团的并表范围，上述变更于 2018 年 3 月 30 日生效。上述重组前，新希望地产自有资金均由公司下属财务公司进行归集，形成财务公司吸收的存款，出表后新希望地产资金仍然归集在财务公司。

利率维持在10%以上，其中2020年同比下降2.62个百分点主要系原料猪肉价格上涨所致。2018－2020年，商贸业务和其他业务的毛利率波动较大，主要系收入结构变化所致。受上述因素综合影响，2018－2020年，公司综合毛利率波动提升，分别为9.31%、12.03%和10.71%。

从公司产品销售的区域分布来看，2018－2020年，境内收入占公司营业收入的比例约为90%，境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。

2021年1－3月，公司实现营业总收入307.68亿元，同比增长42.39%，主要系饲料、猪产业和贸易业务规模扩大所致；营业利润率为8.85%，同比下降5.76个百分点，主要系高成本的外购仔猪占比增加、叠加生猪价格下降所致。2021年1－3月，实现利润总额31.80亿元，同比增长41.13%，主要系投资收益大幅增加[6]所致。

2. 饲料

2018－2020年，公司主要原材料采购量逐年增长，玉米和小麦的采购价格逐年上涨，豆粕价格存在上涨的可能，公司面临一定的成本控制压力。公司饲料生产规模大，产能利用率较好。公司饲料销售以经销为主，其中禽饲料销量和均价均逐年上升，猪饲料销量和均价波动上升。公司产销率保持较高水平，客户集中度很低。

公司饲料、禽产业、猪产业、食品和超过一半的贸易业务的经营主体均为上市子公司新希望六和。饲料业务是公司农牧及食品业务板块的上游和核心业务。

（1）采购

采购模式方面，新希望六和对饲料原料的采购采取统分结合的模式，包括新希望六和总部集采、总部与区域协采和区域自采。新希望六和的饲料BU设有饲料原料采购委员会，决定各原料品种的采购模式。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构成采购执行体系。采购执行包括三种模式：一是基于“以销定产、以产定采”的“正常采购”；二是“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开展的“冬储采购”。

公司饲料板块采购的主要的原材料为玉米、豆粕和小麦（在玉米价格上涨时做替代），2021年第一季度占饲料成本的比例分别为37%、20%和14%。

采购量方面，2018－2020年，公司主要原材料采购量逐年增长，年均复合增长17.03%。玉米和小麦合计采购量的三年复合增速为15.55%，豆粕采购量的三年复合增速为25.72%。2018－2020年，公司赖氨酸和蛋氨酸采购量均逐年增长，年均复合增速分别为20.30%和71.65%。受产品结构和比价替代影响，2018－2020年，公司花生粕采购量有所波动，年均复合增长5.55%；棉粕采购量持续下降，年均复合下降31.03%。

采购价格方面，能量类原料方面，2018－2020年，玉米采购均价逐年上涨，年均复合增长6.25%。其中，2020年玉米采购均价同比上涨12.64%，主要系生猪产能不断恢复玉米需求增加、种植面积小幅下降以及天气等原因所致。2018－2020年，小麦采购均价逐年上涨，年均复合增长9.61%。

蛋白类原料方面，2018－2020年，豆粕采购均价波动下降，年均复合下降3.35%。花生粕和棉粕近三年采购均价也较为稳定。

添加剂方面，赖氨酸和蛋氨酸由于国内产能充足，近三年价格出现不同程度下降。整体看，公司面临成本占比较大的玉米、小麦价格上涨风险。且随着国内生猪、肉禽养殖持续恢复，豆粕的价格重心仍将维持高位，后期存在进一步抬升的可能，对公司成本控制形成一定

[6] 公司持有的部分民生银行股权的核算科目从可供出售金融资产转换为长期股权投资。

压力。

表 4 2018－2020 年公司饲料业务主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨、亿元）

类别	2018 年			2019 年			2020 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	693.94	1932.84	134.13	735.73	1937.01	142.51	818.32	2181.85	178.55
豆粕	175.31	3264.72	57.23	188.20	2950.00	55.52	277.08	3049.37	84.49
花生粕	16.22	2817	4.57	12.60	2880.00	3.63	18.07	3078.47	5.56
赖氨酸	9.19	4645.64	4.27	12.50	4221.28	5.28	13.30	4491.85	5.97
棉粕	12.32	2897.18	3.57	7.07	2851.00	2.02	5.86	3093.57	1.81
蛋氨酸	1.12	18534.52	2.08	1.87	16930.00	3.17	3.30	16548.22	5.46
小麦	10.30	1972.31	2.03	29.00	2060.00	5.97	122.02	2369.58	28.91
合计	**918.40**	--	**207.88**	**986.97**	--	**218.09**	**1257.95**	--	**310.76**

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。

表 5 2020 年公司前五大供应商情况

（单位：亿元、%）

序号	供应商名称	采购额	占年度采购总额比例
1	益海嘉里金龙鱼粮油食品股份有限公司	31.32	3.11
2	牧原食品股份有限公司	23.68	2.35
3	中粮集团有限公司	22.85	2.27
4	山东泰山粮食储备集团有限公司	15.77	1.56
5	泰安市国友粮食储备有限公司	14.76	1.46
合计	--	**108.37**	**10.75**

注：上表为根据公司总体采购额计算得出的前五大供应商，非饲料板块的前五大供应商

资料来源：公司提供

采购集中度方面，2018－2020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62.36亿元、69.09亿元和108.37亿元，占当年采购总额的比例分别为9.65%、9.00%和10.75%，集中度不高，也不存在对单一供应商的依赖。

（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2020年末，公司拥有饲料年产能3972.00万吨（国内占比约85%），所辖饲料厂散布国内主要区域，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。

公司饲料产品大致分为猪饲料、禽饲料、水产料和其他料四类，产线共用性较强，公司按照综合产能进行统计。2018－2020年末，饲料产能逐年增长，分别为3573.99万吨/年、3600.00万吨/年和3972.00万吨/年，年均复合增长5.42%，主要系公司推动饲料工厂布局和产能优化，以及给扩张的生猪养殖业务配套饲料产能所致。2018－2020年，在销量增长带动下，公司饲料产量逐年增长，分别为1714.80万吨、1870.00万吨和2373.00万吨，年均复合增长17.64%；产能利用率逐年提升，分别为47.98%、51.94%和59.74%。结合行业情况，公司产能利用率较好。

表 6 2018－2020 年公司饲料业务产能及产量利用情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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
合计	3573.99	1714.80	47.98	3600.00	1870.00	51.94	3972.00	2373.00	59.74

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，2020年占比约75%。

销售结构方面，公司销售饲料产品主要是禽饲料和猪饲料。2020年，按销量计算，公司饲料产品主要包括禽饲料（占64.38%）、猪饲料（占28.05%）和水产料（占5.48%）。

销量方面，2018－2020年，三类饲料销量均有所增长。在“做大养猪”战略引导和生猪存栏量双重影响下，猪饲料销量波动增长，年均复合增长23.50%；禽饲料销量逐年增长，年均复合增长18.91%；水产料销量逐年增长，年均复合增长11.18%；其他料销量占比较小。

公司饲料产品基本采用成本加成法定价。销售价格方面，2018－2020年，禽饲料销售均价逐年上涨，年均复合增长2.80%。猪饲料和水产料的销售均价波动上升，年均复合增幅分别为1.70%和0.50%。但2020年以来，受原料端价格上行压力影响，猪饲料和水产料销售均价的同比增幅分别为6.25%和4.01%。

产销率方面，2018－2020年，公司饲料产品产销率均保持在99%以上。

表 7 2018－2020 年公司饲料业务主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨）

类别	2018 年		2019 年		2020 年	
	销量	销售均价	销量	销售均价	销量	销售均价
猪饲料	439.97	2888.71	398.00	2812.13	671.00	2987.86
禽饲料	1089.12	2511.42	1319.00	2536.00	1540.00	2654.08
水产料	105.97	3558.41	119.00	3455.42	131.00	3593.98
其他料	68.81	3392.25	36.00	5216.33	49.00	--
合计	1703.87	--	1872.00	--	2392.00	--

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

2018－2020年，公司的鸡一体化业务产能、产量和销量均呈增长趋势。鸭一体化业务产能逐年下降，产量较为稳定，销量逐年下降。2020年以来，受新冠肺炎疫情影响餐饮市场，公司禽产品的销售价格均呈不同程度下跌。

（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，主要生产基地在山东省。

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。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。

2018－2020年，鸡一体化业务产能有所增长，年均复合增长1.61%；产量逐年增长，年均复合增长11.02%。2018－2020年，受关闭落后产能影响，鸭一体化业务产能逐年下降，年均复合下降5.00%；产量有所波动但整体稳定。2018－2020年，禽产业板块的产能利用率逐年提升。

表 8 2018－2020 年公司禽产业板块产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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	84.21	66.24	78.66	86.95	72.77	83.69	86.95	81.65	93.90
鸭一体化	140.79	110.74	78.66	127.10	109.41	86.08	127.06	112.06	88.19
合计	**225.00**	**176.98**	**78.66**	**214.05**	**182.19**	**85.14**	**214.01**	**193.71**	**90.51**

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。

2018－2020年，鸡一体化业务销量逐年增长，年均复合增长10.40%。销售均价方面，2019年受非瘟疫情影响鸡肉替代需求上升，鸡一体化业务销售均价同比上涨20.40%；2020年受新冠肺炎疫情影响餐饮市场低迷，鸡一体化业务销售均价同比下降19.01%。

2018－2020年，鸭一体化业务销量逐年下降，年均复合下降3.67%。销售均价在2018－2019年较为稳定，2020年受新冠肺炎疫情影响同比下降6.14%。

2018－2019年，禽产业板块产销率较为稳定，保持在100.00%左右。2020年，受新冠肺炎疫情影响小幅下降至95.88%。

表 9 2018－2020 年公司禽板块主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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	67.03	9859.63	101.19	72.52	11871.22	99.65	81.70	9614.44	100.06
鸭一体化	112.10	9150.60	101.23	108.56	9057.36	99.22	104.03	8500.88	92.84
合计	**179.13**	--	**101.21**	**181.07**	--	**99.39**	**185.73**	--	**95.88**

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，2018－2020年，公司前五大客户大部分来自禽产业板块；销售额分别为18.80亿元、20.80亿元和36.61亿元，占同期销售总额比例分别为2.72%、2.54%和3.21%，客户集中度很低。

表 10 2020 年公司前五大客户情况（单位：亿元、%）

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
1	华宝食品股份有限公司	否	10.73	0.94
2	山东龙大肉食品股份有限公司	否	10.19	0.89
3	上海六和勤强食品有限公司	是	7.04	0.62
4	河南双汇投资发展股份有限公司	否	5.43	0.48
5	河北灵熙食品有限公司	否	3.22	0.28
合计		--	**36.61**	**3.21**

注：上表为根据公司销售总额计算得出的前五大客户、非禽产业板块的前五大客户
资料来源：公司提供

4. 猪产业

公司猪产业主要为生猪养殖，是发展的战略重点。2018－2020年，公司生猪养殖产能年均复合增长1.50倍。截至2020年末，公司生猪养殖产能为2500万头/年。生猪产销量受制于先建种猪场再建育肥场，增速慢于产能。公司生猪产能利用率有待提升。此外，考虑到“公司+农户”模式固有缺陷，公司可能持续面临非洲猪瘟疫病风险。

（1）采购

公司的猪产业主要为生猪养殖，是重点发展板块。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“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繁育和商品猪育肥两部分。

在种猪繁育环节，公司现已建立PIC、海波尔双系种猪架构，并在全国具有养殖比较优势的区域积极布局种猪场。截至2020年末，公司储备了超过7000万头的产能布局[7]，自育肥产能接近400万头。截至2021年3月末，公司能繁母猪数量约110万头。

在商品猪育肥环节，公司在不同区域逐步建设育肥场。公司育肥场以“公司+农户”模式为主，2020年该模式出栏生猪占出栏总数的比例约90%。截至2020年末，公司有肥猪投放存栏的合作放养农户为2240户，较上年末增长超16%。但随着2020年下半年以来，公司一体

[7] 含已投入运营的种猪场，年产能已超 3000 万头；建设中的种猪场，年产能超 2500 万头；另有筹建中及已完成土地签约或储备的项目产能超 1500 万头。

化自养产能的陆续竣工，预计一体化自养模式占比将逐步提升。公司未来将转为以一体化自养为主的育肥模式。

现阶段非洲猪瘟防控方面，公司对农户/家庭农场按照防控标准进行更加严格的管理。一是补贴、协助养户完成棚舍的改造升级，使养殖条件达到非洲猪瘟防控标准。二是对农户/家庭农场进行全流程的非洲猪瘟检测与监控，包括上猪前场地检测、运输车辆检测、供料饲料厂检测、物料检测，并形成了及时报告制度。三是根据防非要求全面升级生物资产及安全生产、兽药管理、环保管理等的执行标准。四是对农户反复培训宣贯，全面落实执行上述标准。尽管自2018年中非瘟爆发以来至2020年末，公司育肥成活率已恢复至近90%，但考虑到“公司+农户”模式固有缺陷，公司可能持续面临非洲猪瘟疫病风险。

随着公司持续实施“做大养猪”战略，2018－2020年，公司生猪养殖产能逐年大幅增长，分别为400.00万头/年、993.51万头/年和2500万头/年，年均复合增长150.00%。生猪产量逐年大幅增长，年均复合增长63.55%。

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，育肥资源发展慢于种猪场建设，商品猪产出有时滞所致。受此影响，2018－2020年，公司生猪养殖产能利用率持续下行，分别为77.50%、43.69%和33.17%。

如后续猪周期下行或养殖资源发展持续滞后，公司将面临生猪产能利用率较低带来的养殖成本偏高、业务竞争力低下等问题。

表 11 2018－2020 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	2018 年			2019 年			2020 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	400.00	310.00	77.50	993.51	434.03	43.69	2500.00	829.25	33.17

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”，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。销售渠道有三个：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。

2018－2020年，随着大力发展生猪养殖，生猪销量逐年大幅增长，分别为310.00万头、434.03万头和829.25万头，年均复合增长63.55%。

销售价格方面，受2018年猪周期处于下行阶段、突发非洲猪瘟，2019年以来猪周期进入景气阶段影响，2018－2020年，生猪销售均价逐年上升，分别为12.72元/公斤、22.73元/公斤和34.39元/公斤，年均复合增长64.43%；产销率均为100.00%。2021年以来，随着国内生猪产能集中释放，猪价同比出现较大幅度的下降，公司猪产业盈利能力承压。

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 2018－2020 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	2018 年			2019 年			2020 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	310.00	12.72	100.00	434.03	22.73	100.00	829.25	34.39	100.00

资料来源：公司提供

5. 食品

2018－2020年，公司食品业务分两部分。屠宰分割业务产能有所增长，但收猪困难产量有所下降。食品加工业务产能较稳定，但随着单品打造和渠道拓展，产销量逐年上升。公司食品销售均价均持续上涨。

（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。受2019年以来生猪供应偏紧、猪价上行影响，屠宰分割板块收猪困难，生食（猪产品）产销量有所下降。销售方面，公司持续优化渠道结构，提高非批市渠道占比。截至2020年末，公司生鲜猪肉非批市渠道占比为40%。

2018－2020年，公司屠宰产能有所提升，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。生食（猪产品）产量逐年下降，年均复合下降22.97%。受此影响，屠宰分割的产能利用率持续下降。

表 13 2018－2020 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	2018 年			2019 年			2020 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）	52.25	27.89	53.38	55.38	23.40	42.25	55.38	16.55	29.88

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，受2019年以来收猪困难、产量不足影响，2018－2020年，生食（猪产品）的销量逐年下降，年均复合下降13.61%。销售均价逐年大幅上升，年均复合增长55.46%。产销率在100%左右，易受冷冻存货的影响。公司屠宰分割业务销售结算周期约30天。

表 14 2018－2020 年公司屠宰分割业务主要产品销售情况（单位：万吨、万元/吨、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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）	27.83	1.32	99.78	23.26	2.14	99.40	20.77	3.19	125.52

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

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，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。

2018－2020年，公司肉制品和预制菜产品的产能较为稳定，产量逐年增长，年均复合增长10.21%；产能利用率持续上升。

表 15 2018－2020 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	2018 年			2019 年			2020 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	20.68	15.43	74.61	21.12	17.79	84.23	21.12	18.74	88.73

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。2018－2020年，肉制品和预制菜销量逐年上升，年均复合增长20.34%，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。受原材料成本上升影响，食品加工业务销售均价逐年上升，年均复合增长6.34%。

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 2018－2020 年公司食品加工业务主要产品销售情况（单位：万吨、万元/吨、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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	14.97	1.53	97.02	17.66	1.58	99.26	21.68	1.73	115.69

注：表中数据为合并抵消前的数据
资料来源：公司提供

6. 海外情况

公司海外业务现阶段以饲料为主，将逐步布局养殖和食品业务。2020年初爆发的新冠肺炎疫情对公司海外业务有一定影响。

海外业务属于公司的战略业务，现阶段以饲料板块为主，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BU，生产经营主要集中于东南亚区域。2020年初爆发的新冠肺炎疫情对公司海外业务有一定影响，但公司采取各类措施控制并消除疫情影响。

2018－2020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66.24亿元、90.95亿元和111.89亿元，年均复合增长29.97%；占营业收入的比例大致在10%。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. 金融投资业务

金融投资方面，公司所持较大规模的可变现优质金融资产为其带来丰厚的投资收益，对整体偿债能力形成良好支撑。

公司金融投资业务由金融事业部集中管理，定位为农牧产业链的支持和辅助。近年来，公司长期股权投资中联营和合营企业为公司贡献较大规模的投资收益，2018－2020年，公司按权益法核算的长期股权投资收益分别为39.90亿元、46.22亿元和27.82亿元，取得投资收益收到的现金分别为3.32亿元、9.98亿元和33.75亿元[8]。整体看，公司长期股权投资资产质量较高，投资效益尚可。

截至2021年3月末，公司（合并口径）持有上市公司股权包括民生银行、深圳市燃气集团股份有限公司（股票简称“深圳燃气”）、中国飞鹤有限公司（股票简称“中国飞鹤”）和四川科伦药业股份有限公司（股票简称“科伦药业”），持有部分参考市值合计超100亿元。2020年，民生银行实现利润总额367.06亿元，同比大幅下降43.30%，联合资信将持续关注公司持有的民生银行股权价值和市值情况。

总体看，大规模变现能力较强的金融资产为农牧主业发展及债务偿付提供了很强的保障。

表 17 截至 2021 年 3 月末公司持有的上市公司股票情况（单位：万股、%、亿元）

股票简称	持股数量	持股比例	质押股数	核算科目	账面价值	持有部分参考市值
民生银行	217150.00	4.96	0.00	以权益法核算计入长期股权投资	240.14	A 股 97.50 亿元（股价为 5.05 元）；H 股 10.86 亿港元（股价为 4.51 港元）
深圳燃气	19424.00	6.75	10587.00	以公允价值计入其他非流动金融资产	14.63	14.63
中国飞鹤	8457.00	0.95	0.00	以公允价值计入交易性金融资产	15.72	18.61 亿港元
科伦药业	525.00	0.36	0.00	以公允价值计入其他非流动金融资产	1.16	1.16

资料来源：公司提供

[8] 2020 年取得投资收益收到的现金同比大幅增长主要系处置了可供出售金融资产中的“希望转债”所致。

8. 关联交易

新希望投资集团、新希望地产等关联方存在较大资金占用，且公司对其提供担保，公司面临一定的实控人经营体系内债务传导风险。

2020年，公司向关联方采购商品、接受劳务产生的金额为28.80亿元，占同期营业成本的比例为2.83%；向关联方销售商品、提供劳务产生的金额为15.62亿元，占同期营业总收入的比例为1.37%。

截至2020年末，公司对新希望投资集团等关联方形成其他应收款103.60亿元，向新希望地产等关联方发放贷款或垫款21.84亿元，可供出售金融资产中包括对新希望投资集团等关联方的永续债权投资75.20亿元。公司上述关联资金占用合计200.64亿元，金额较大。

同期，公司向新希望地产等关联方形成其他应付款11.64亿元，向新希望地产、新希望化工等关联方吸收存款46.60亿元；公司合计占用关联方资金58.24亿元。综合上述款项，截至2020年末，关联方对公司形成142.40亿元关联占用。

此外，截至2021年3月末，公司为同一实际控制人下属的新希望地产等关联方提供担保，担保余额为109.45亿元，占净资产比例为14.63%，公司面临一定的实控人经营体系内债务传导风险。

9. 在建工程

公司在建项目主要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。考虑到2021年以来猪周期处于下行阶段，公司在建及拟建项目能否取得预期投资回报存在一定不确定性。

公司主要在建项目均与生猪养殖相关。养殖地点决策的关键因素包括拿地便利程度和产销回报测算，整体布局较为分散。

截至2021年3月末，公司主要在建工程计划投资额为44.63亿元，已完成投资11.28亿元，未来尚需投资33.35亿元。

此外，截至2021年3月末，公司主要拟建项目尚需投资55.47亿元，将在2022年之前完成投资，主要投向生猪养殖项目（覆盖祖代、父母代和自育肥各环节）。

根据新希望六和2021年5月10日披露信息，为应对猪周期下行，新希望六和2021年全年资本开支将从约300亿元下修并控制在200亿元以内。除自有资金和经营利润外，上述资本开支的资金来源包括银行专项贷款、债券融资、产业基金合作等，公司仍面临一定的资金支出压力。

考虑到2021年以来猪周期处于下行阶段，公司在建及拟建项目能否取得预期投资回报存在一定不确定性。

表 18 截至 2021 年 3 月末公司主要在建工程情况（单位：亿元）

序号	项目名称	总投资	已投资	投资计划		预计完工日期	建设内容
				2021 年 4—12 月	2022 年		
1	广东揭西赤告年出栏 50 万头生猪养殖项目	5.78	1.36	3.68	0.73	2021 年 6 月	猪舍及附属设施
2	福建漳州龙海东泗乡西岭村年出栏 30 万头生猪养殖项目	6.22	0.63	5.58	--	2021 年 8 月	猪舍及附属设施
3	四川盐源山门口年出栏 50 万头生猪养殖项目	9.00	2.27	6.73	--	2021 年 7 月	猪舍及附属设施
4	江苏徐州邳州占城镇毛山村年出栏 30 万头生猪养殖项目	6.00	2.06	3.94	--	2021 年 5 月	猪舍及附属设施
5	安徽五河长淮园艺场年出栏 30 万头生猪养殖项目	4.00	2.98	1.02	--	2021 年 8 月	猪舍及附属设施
6	山东利津李村屋子年出栏 30 万头生猪养殖项目	4.85	0.95	3.90	--	2021 年 10 月	猪舍及附属设施
7	天津滨海联盟年出栏 30 万头生猪养殖项目	4.60	0.20	4.41	--	2021 年 8 月	猪舍及附属设施
8	河北巨鹿项目年出栏 30 万头生猪养殖项目	4.18	0.82	3.36	--	2021 年 7 月	猪舍及附属设施

合计	44.63	11.28	32.62	0.73	--	--

资料来源：公司提供

10.经营效率

2018－2020年，公司经营效率处于行业中等水平。

2018－2020年，公司销售债权周转次数逐年下降，主要系贸易业务账期有所延长所致。受2018年3月剥离地产业务和2019年起生猪存栏量有所上升的综合影响，存货周转次数波动上升。公司总资产周转次数较为稳定。

表 19 2018－2020 年公司经营效率指标（单位：次）

类别	2018 年	2019 年	2020 年
销售债权周转次数	53.55	49.63	40.44
存货周转次数	2.68	8.47	6.99
总资产周转次数	0.67	0.80	0.77

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

与同行业其他企业相比，2020年公司经营效率处于行业中等水平。

表 20 2020 年同行业公司经营效率对比情况（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
正邦科技	197.63	4.11	1.09
大北农	23.32	6.05	1.06
唐人神	89.89	10.45	2.11
天邦股份	97.08	3.45	0.93
傲农生物	26.29	8.18	1.36
中位数	**89.89**	**6.05**	**1.09**
公司	**44.52**	**6.99**	**0.77**

注：考虑到指标可比性，上表中公司指标及计算公式与Wind保持一致

资料来源：Wind，联合资信整理

11.未来发展

公司发展规划清晰明确，具有切实可行性。

公司以“为耕者谋利，为食者造福”为经营理念，战略规划以现代农业与食品产业为主导，布局银行、金融科技、基金等多种金融业态。公司将加强风险防控体系构建，并致力于建设产业发展平台、区域发展平台、战略投资发展平台与金融发展平台。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018－2020年财务报表，均经四川华信（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意见。公司2021年1－3月财务报表未经审计。公司财务报表根据企业会计准则的相关规定编制。

合并范围变化方面，截至2018年末，公司合并范围内的一级子公司为8家。截至2019年末，公司合并范围内的一级子公司较2018年末增加2家，新设成都新络永智科技有限公司和北京百谦科技有限公司。截至2020年末，公司合并范围内一级子公司较上年无变化，但新设二、三级子公司数量较多。截至2021年3月末，公司合并范围内一级子公司10家。考虑到公司于2018年进行了合并范围的调整，后续随着业务板块拓展新设二、三级子公司数量较多，合并范围变化较大，财务数据可比性较弱。

截至2020年末，公司合并资产总额1758.22亿元，所有者权益732.13亿元（含少数股东权益373.83亿元）；2020年，公司实现营业总收入1144.04亿元，利润总额86.17亿元。

截至2021年3月末，公司合并资产总额1960.08亿元，所有者权益748.32亿元（含少数股东权益379.63亿元）；2021年1－3月，公司实现营业总收入307.68亿元，利润总额31.80亿元。

2. 资产质量

2018－2020年末，公司资产规模持续增长，构成以非流动资产为主。流动资产中，货币资金充足但本部货币资金余额较低，较大部分货币资金由下属财务公司归集；应收关联方款项规模大，存货规模大但已相应计提减值准备。非流动资产中，长期股权投资规模大且能带来持续稳定的高额投资收益。公司资产受限规模小。

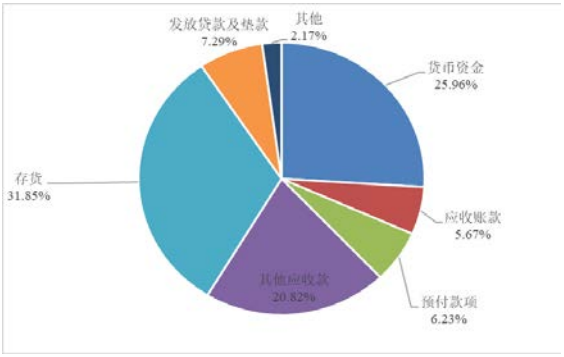
2018－2020年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长36.54%。截至2020年末，公司合并资产总额1758.22亿元，较上年末增长45.63%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占32.25%，非流动资产占67.75%。公司资产以

非流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

（1）流动资产

2018－2020年末，流动资产规模持续增长，年均复合增长41.42%。截至2020年末，流动资产566.96亿元，较上年末增长52.01%，主要系货币资金、其他应收款和存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占25.96%）、应收账款（占5.67%）、预付款项（占6.23%）、其他应收款（占20.82%）、存货（占31.85%）、发放贷款及垫款（占7.29%）构成。

图 5 截至 2020 年末公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018－2020 年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长18.79%。截至2020年末，公司货币资金 147.20 亿元，较上年末增长25.05%，主要系对外筹资增加所致。货币资金中有 7.74 亿元受限资金，受限比例为 5.26%，主要为存放中央银行法定存款准备金以及各类保证金等。

2018－2020 年末，公司应收账款持续增长，年均复合增长55.05%。截至2020年末，公司应收账款账面价值32.13亿元，较上年末增长68.48%，主要系保理业务应收账款增加所致。应收账款主要由按组合计提坏账准备的应收账款（其中信用风险组合 1.12 亿元，保理业务组合17.66亿元）和按新金融工具准则计提坏账准备的应收账款（13.85 亿元）构成。公司累计计提坏账 3.09 亿元，计提比例为 8.78%；应收账款前五大欠款方合计金额为 3.27 亿元，占比为9.28%，集中度一般。

2018－2020 年末，公司预付款项持续增长，年均复合增长 137.21%。截至 2020 年末，公司预付款项 35.34 亿元，较上年末增长323.11%，主要系预付饲料和猪产业所需的原材料款项所致。

2018－2020 年末，公司其他应收款持续增长，年均复合增长54.05%。截至2020年末，公司其他应收款 118.05 亿元，较上年末增长51.11%，主要系对新希望投资集团等关联方形成的其他应收款增加所致。其他应收款主要由对关联方的应收款（占 83.62%）构成。

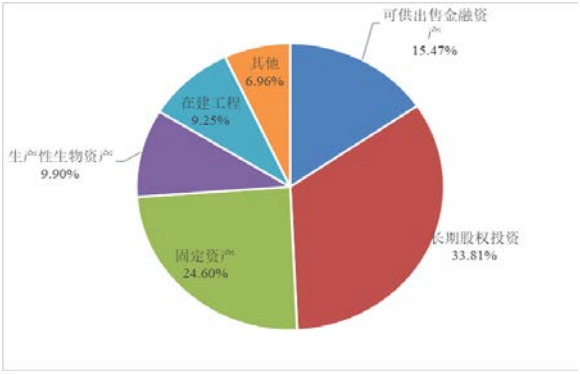
2018－2020 年末，公司存货持续增长，年均复合增长64.87%。截至2020年末，公司存货180.59 亿元，较上年末增长 63.54%，主要系消耗性生物资产增加所致。存货主要由原材料（占24.17%）、库存商品（占18.77%）和消耗性生物资产（占 41.83%）构成，共计提跌价准备 0.72 亿元，计提比例低。

2018－2020 年末，公司发放贷款及垫款波动增长，年均复合增长 21.49%。截至 2020 年末，公司发放贷款及垫款41.34亿元，较上年末增长 56.88%，主要系对新希望地产发放贷款增加所致。

（2）非流动资产

2018－2020年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长34.39%。截至2020年末，公司非流动资产1191.26亿元，较上年末增长42.78%，主要系固定资产和在建工程增加所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占15.47%）、长期股权投资（占33.81%）、固定资产（占24.60%）、生产性生物资产（占9.90%）和在建工程（占9.25%）构成。

图 6 截至 2020 年末公司非流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018－2020年末，公司可供出售金融资产持续增长，年均复合增长17.07%。截至2020年末，公司可供出售金融资产184.25亿元，较上年末增长18.31%，主要系持有的华创阳安股票由长期股权投资科目调整至可供出售金融资产科目所致。

2018－2020 年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长 6.83%。截至 2020 年末，公司长期股权投资 402.79 亿元，较上年末增长 3.57%，主要包括持有的民生银行（197.59 亿元）、新希望地产（92.63 亿元）、新希望化工（14.68 亿元）以及四川新网银行股份有限公司（15.03 亿元）等公司的股权，共计提减值准备 4.78 亿元。2018－2020 年，公司实现投资收益分别为 52.46 亿元、50.49 亿元和 52.03 亿元；取得投资收益收到的现金分别为 3.32 亿元、9.98 亿元和 33.75 亿元。

2018－2020年末，公司固定资产持续增长，年均复合增长81.04%。截至2020年末，公司固定资产293.07亿元，较上年末增长105.47%，主要系在建完工转入所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占58.17%）和机器设备（占35.51%）构成，累计计提折旧70.11亿元；固定资产成新率77.20%，成新率尚可。

2018－2020年末，公司生产性生物资产持续增长，年均复合增长377.03%。截至2020年末，公司生产性生物资产117.98亿元，较上年末增长369.91%，主要系种猪存栏增加所致。

2018－2020年末，公司在建工程持续增长，年均复合增长107.45%。截至2020年末，公司在建工程110.23亿元，较上年末增长131.09%，主要系大幅增加生猪养殖设施建设所致。在建工程主要由养殖公司改扩建工程构成。

截至2021年3月末，公司合并资产总额1960.08亿元，较上年末增长11.48%，流动资产和非流动资产均有所增加。其中，流动资产占33.73%，非流动资产占66.27%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

截至2020年末，公司受限资产27.82亿元，受限资产占总资产比例为1.58%，受限比例很低。

表 21 截至 2020 年末公司资产受限情况

（单位：亿元、%）

项目	账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	7.74	0.44	央行法定存款准备金、保证金等
应收账款	0.40	0.02	短期借款质押物
消耗性生物资产	0.41	0.02	短期借款抵押物
可供出售金融资产	7.66	0.44	长期借款质押物
固定资产	2.34	0.13	长、短期借款抵押物
无形资产	0.62	0.04	长、短期借款抵押物
长期股权投资	8.65	0.49	长期借款质押物
合计	**27.82**	**1.58**	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

（1）所有者权益

2018－2020 年末，公司所有者权益规模持续增长，但稳定性较弱。

2018－2020 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长28.81%。截至2020年末，公司所有者权益 732.13 亿元，较上年末增长39.24%，主要系少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 48.94%，少数股东权益占比为 51.06%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占8.93%、7.04%和78.51%。所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益 748.32 亿元，较上年末增长 2.21%，较上年末变化不大。

（2）负债

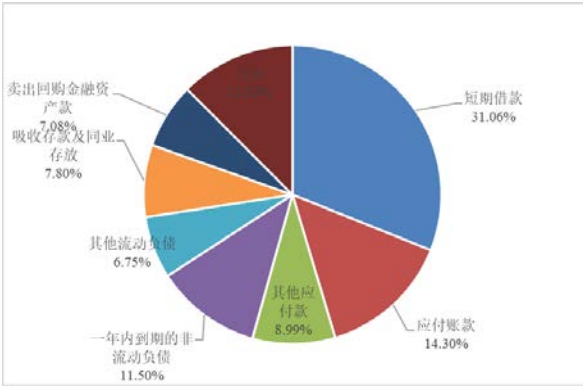
2018－2020 年末，公司负债规模持续大幅增长，负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。2018－2020 年末，公司债务规模持续大幅增长，债务结构以长期债务为主。公司债务负担较重。

2018－2020 年末，公司负债规模持续大幅增长，年均复合增长43.00%。截至2020年末，公司负债总额 1026.09 亿元，较上年末增长50.56%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占58.34%，非流动负债占41.66%。公

司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。

2018－2020 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长27.76%。截至2020年末，公司流动负债 598.57 亿元，较上年末增长 12.49%，主要系应付账款和卖出回购金融资产款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 31.06%）、应付账款（占 14.30%）、其他应付款（占 8.99%）、一年内到期的非流动负债（占 11.50%）、其他流动负债（占 6.75%）、吸收存款及同业存放（占 7.80%）和卖出回购金融资产款（占 7.08%）构成。

图7 截至2020年末公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018－2020年末，公司短期借款波动增长，年均复合增长24.70%。截至2020年末，公司短期借款185.91亿元，较上年末下降5.09%。公司短期借款主要由保证借款（59.39亿元）和信用借款（124.30亿元）构成。

2018－2020年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长50.86%。截至2020年末，公司应付账款85.61亿元，较上年末增长65.78%，主要系新希望六和设备采购款与工程款增加，以及业务规模扩大所致。

2018－2020年末，公司其他应付款波动增长，年均复合增长21.68%。截至2019年末，其他应付款较上年末增长66.28%至60.44亿元，主要系公司扩大畜禽委托代养规模、暂收的保证金及押金增加所致。截至2020年末，公司其他应付款53.82亿元，较上年末下降10.95%，主要系关联方往来款减少所致。

2018－2020年末，公司一年内到期的非流动负债持续增长，年均复合增长23.65%。截至2020年末，公司一年内到期的非流动负债68.85亿元，较上年末增长17.53%，主要系一年内到期的长期借款转入所致。

2018－2020年末，公司其他流动负债波动增长，年均复合增长41.78%。截至2020年末，公司其他流动负债40.40亿元，较上年末下降8.08%。其他流动负债主要为短期和超短期融资券，本报告已将其调入短期债务核算。

2018－2020年末，公司吸收存款及同业存放持续下降，年均复合下降17.77%。截至2020年末，公司吸收存款及同业存放46.67亿元，较上年末下降17.08%，主要系财务公司吸收新希望地产及其他公司存款减少所致。

2018－2020年末，公司卖出回购金融资产款持续增长，年均复合增长98.28%。截至2020年末，公司卖出回购金融资产款42.38亿元，较上年末增长84.66%，主要系向央行再贴现增加所致。

2018－2020 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长77.89%。截至2020年末，公司非流动负债 427.52 亿元，较上年末增长186.15%，主要系长期借款和应付债券增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占74.63%）和应付债券（占24.11%）构成。

2018－2020 年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长 144.00%。截至 2020 年末，公司长期借款 319.05 亿元，较上年末增长280.60%，主要系调整债务结构，新增长期借款用于固定资产投资所致；长期借款[9]主要由保证借款（占 62.38%）和信用借款（占41.63%）构成。从期限分布看，截至 2021 年 3 月末，1~2 年内到期的长期借款 109.69 亿元，2~3 年到期的长期借款 148.42 亿元，3 年以上到期的长期借款 146.15 亿元。公司面临一定的集

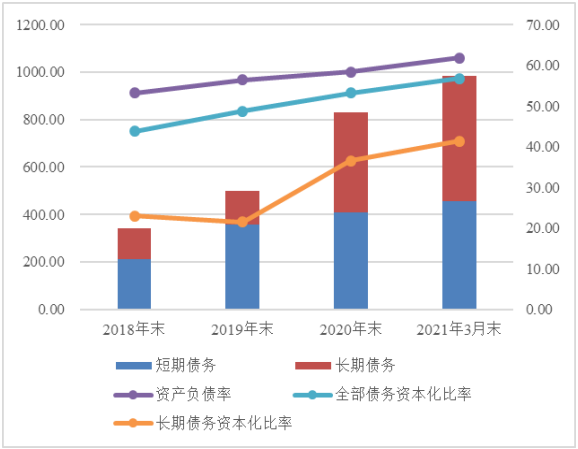
[9] 含一年内到期部分 38.21 亿元。

中偿付压力。

2018－2020 年末，公司应付债券波动增长，年均复合增长14.96%。截至2020年末，公司应付债券 103.09 亿元，较上年末增长71.81%，主要系债券发行增加所致。

有息债务方面，2018－2020 年末，公司全部债务持续大幅增长，年均复合增长 55.51%。至2020年末，公司全部债务830.78亿元，较上年末增长 65.95%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占 49.19%，长期债务占 50.81%，结构相对均衡，其中，短期债务408.65 亿元，较上年末增长 14.53%，主要系多期短期融资券发行和卖出回购金融资产款增加所致；长期债务 422.13 亿元，较上年末增长193.50%，主要系长期借款和应付债券所致。从债务指标来看，2018－2020 年末，公司资产负债率分别为53.21%、56.45%和58.36%，持续增长；全部债务资本化比率分别为 43.77%、48.77%和 53.16%，持续增长；长期债务资本化比率分别为22.97%、21.48%和36.57%，波动增长。公司债务负担不断加重。

图 8 公司债务情况（单位：亿元、%）



数据来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2021年3月末，公司负债总额1211.76亿元，较上年末增长 18.09%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占 51.22%，非流动负债占 48.78%。公司流动负债与非流动负债相对均衡，负债结构较上年末变化不大。

截至 2021 年 3 月末，公司全部债务 982.92亿元，较上年末增长 18.31%，主要系长期债务所致。债务结构方面，短期债务占 46.35%，长期债务占 53.65%，结构相对均衡，其中，短期债务 455.58 亿元，较上年末增长 11.49%，主要系短期借款增加所致；长期债务 527.34 亿元，较上年末增长 24.92%，主要系长期借款增加所致。从债务指标来看，截至 2021 年 3 月末，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为 61.82%、56.78%和41.34%，较上年末分别提高了 3.46 个、3.62 个和 4.77 个百分点。公司债务负担较重。

4. 盈利能力

2018－2020年，公司收入规模持续增长，期间费用控制能力持续提升，投资收益是公司利润的重要构成部分。

2018－2020年，公司营业总收入持续增长，年均复合增长26.91%。2018－2020年，公司营业成本持续增长，年均复合增长25.97%。2018－2020年，公司营业利润率分别为9.45%、12.17%和10.88%，波动增长。受上述因素影响，2018－2020年，公司利润总额持续增长，分别为56.29亿元、77.24亿元、86.17亿元，年均复合增长23.73%。

从期间费用看，2018－2020年，公司费用总额持续增长，年均复合增长19.18%。2020年，公司费用总额为77.88亿元，同比增长19.15%，主要系管理费用和财务费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为19.60%、50.63%、3.83%和25.94%，以管理费用和财务费用为主。其中，销售费用为15.26亿元，同比下降19.61%，主要系运输费调整至营业成本所致；管理费用为39.43亿元，同比增长25.67%，主要系管理人员薪酬和中介机构费增加所致；研发费用为2.99亿元，同比增长70.69%，主要系研发人员薪酬增加所致；财务费用为20.20亿元，同比增长52.43%，主要系利息支出增加所致。2018－

2020年，公司期间费用率[10]分别为7.72%、7.65%和6.81%。公司费用控制能力持续提升。

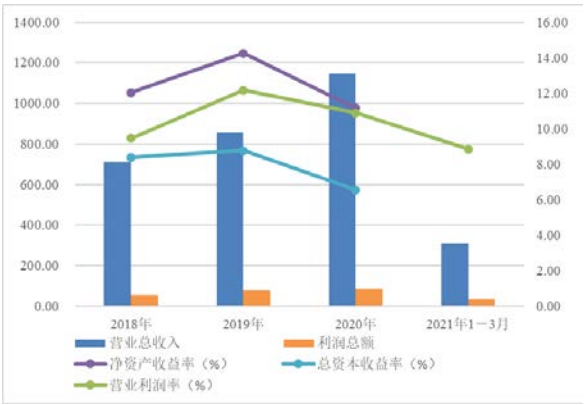
2018－2020年，公司投资收益较为稳定，分别为52.46亿元、50.49亿元、52.03亿元，占营业利润的比例分别为89.18%、63.24%和56.48%，对利润影响很大，是公司利润的重要构成部分。

2018－2020年，公司资产减值损失和信用减值损失合计计提金额分别为8.12亿元、7.15亿元和5.22亿元，占营业利润的比例分别为13.80%、8.95%和5.67%，对利润影响程度一般。2018－2020年，公司营业外支出分别为3.15亿元、3.39亿元和7.34亿元，占利润总额的比例分别为5.60%、4.39%和8.52%，其中2020年营业外支出发生额较大主要系非洲猪瘟与新冠疫情影响下生产性生物资产毁损和非常损失增加所致。

2018－2020年，公司其他收益、公允价值变动收益、资产处置收益和营业外收入等非经常性损益对利润影响较小。

盈利指标方面，2018－2020年，公司总资本收益率波动下降，分别为8.39%、8.77%和6.56%；净资产收益率波动下降，分别为12.03%、14.25%和11.18%。公司各盈利指标表现尚可。

图 9 公司盈利指标情况（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

与所选公司比较，受饲料产品以禽料为主以及关联方资金占用影响，公司的盈利能力处于同行业较低水平。

表 22 2020 年同行业公司盈利情况对比（单位：%）

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
正邦科技	22.35	15.17	35.19
大北农	22.03	14.24	18.55
唐人神	13.33	13.16	21.94
天邦股份	42.22	29.57	55.65
傲农生物	17.26	13.54	32.10
上述中位数	**22.03**	**14.07**	**32.10**
公司	10.71	7.07	12.44

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

2021年1－3月，公司实现营业总收入307.68亿元，同比增长42.39%，主要系饲料、猪产业和贸易业务规模扩大所致；营业利润率为8.85%，同比下降5.76个百分点，主要系高成本的外购仔猪占比增加、叠加生猪价格下降所致。2021年1－3月，实现利润总额31.80亿元，同比增长41.13%，主要系投资收益大幅增加所致。

5. 现金流

2018－2020 年，公司收入实现质量较好，公司经营活动现金流量净额持续增长. 由于投资活动现金流量净额持续较大规模净流出，公司对外融资需求较大。

从经营活动来看，2018－2020 年，公司经营活动现金流入量持续增长，分别为 852.47 亿元、979.14 亿元和 1305.35 亿元，年均复合增长 23.74%，略低于营业收入增速；经营活动现金流出量持续增长，分别为 819.24 亿元、940.88 亿元和 1260.41 亿元，年均复合增长 24.04%。综上，2018－2020 年，公司经营活动现金净额持续增长，分别为 33.23 亿元、38.27 亿元和 44.94 亿元，年均复合增长 16.28%。2018－2020 年，公司现金收入比分别为 110.49%、105.81%和 107.33%，波动下降，收入实现质量仍属较好。

从投资活动来看，2018－2020 年，公司投资活动现金流入量持续增长，分别为 45.30 亿

[10] 即期间费用在营业总收入中的占比。

元、60.94 亿元和 97.10 亿元，年均复合增长 46.41%；投资活动现金流出量持续增长，分别为 127.58 亿元、185.93 亿元和 480.00 亿元，年均复合增长 93.97%。综上，2018－2020 年，公司投资活动现金净额分别为-82.28 亿元、-125.00 亿元和-382.90 亿元，净流出规模持续增长主要系新希望六和对猪产业固定资产投入增加所致。

2018－2020 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-49.05 亿元、-86.73 亿元和-337.96 亿元，缺口规模持续扩大，对外部融资依赖性不断上升。

从筹资活动来看，2018－2020 年，公司筹资活动现金流入量持续增长，分别为 302.61 亿元、450.68 亿元和 1033.06 亿元，年均复合增长 84.77%；筹资活动现金流出量持续增长，分别为 234.29 亿元、349.64 亿元和 668.51 亿元，年均复合增长 68.92%。综上，2018－2020 年，公司筹资活动现金净额持续增长，分别为 68.32 亿元、101.04 亿元和 364.55 亿元，年均复合增长 131.00%。

2021 年 1－3 月，公司经营活动现金流量净额-46.79 亿元，投资活动现金流量净额-57.87 亿元，筹资活动现金流量净额 118.25 亿元。考虑到公司在生猪养殖业务方面的经营战略和资本开支，公司对外融资需求较大。

6. 偿债能力

2018－2020 年，公司短、长期偿债能力指标表现尚可。考虑到公司为国内农牧龙头企业之一，行业地位突出，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，整体偿债能力极强。但公司对外担保规模较大，存在一定或有负债和体系内债务传导风险。

偿债能力方面，从短期偿债能力指标看，2018－2020 年，公司流动比率分别为 77.31%、70.09%和 94.72%，波动增长。同期，公司速动比率分别为 59.19%、49.34%和 64.55%，波动增长。考虑到公司持有大规模变现能力较好的金融类资产，公司对流动负债的保障能力较好。2018－2020 年，公司现金短期债务比分别为 0.50 倍、0.34 倍和 0.37 倍，波动下降，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2018－2020 年，公司 EBITDA 分别为 80.96 亿元、106.72 亿元和 140.58 亿元，持续增长。2020 年，公司 EBITDA 为 140.58 亿元，同比增长 31.73%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 20.61%）、计入财务费用的利息支出（占 14.70%）、利润总额（占 61.30%）构成。2018－2020 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 5.20 倍、6.90 倍和 5.84 倍，波动增长，EBITDA 对利息的覆盖程度较高。2018－2020 年，公司全部债务/EBITDA 分别为 4.24 倍、4.69 倍和 5.91 倍，持续增长，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期债务偿债能力尚可。

截至 2021 年 3 月末，公司（合并）共获得各银行人民币授信额度 2237.34 亿元，其中尚未使用授信额度为 1547.90 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司子公司新希望六和为上市公司，具备直接融资渠道。

对外担保方面，截至 2021 年 3 月末，公司对外担保余额合计 109.45 亿元，占净资产比例为 14.63%，被担保对象新希望地产以及新希望投资集团均为公司同一实际控制人下属企业。其中，公司对新希望地产及其子公司担保余额较大。公司对外担保规模较大，被担保单位以新希望地产等关联单位为主，其持续经营情况对公司有一定影响。

新希望地产是具有一定品牌知名度的房地产开发商，经过多年发展，其房地产业务已布局西安、昆明、温州、广州、佛山、南京、沈阳、武汉、重庆、杭州、成都、嘉兴、苏州、南宁等城市。2018－2020 年，新希望地产可预售项目数量逐年增长，分别为 19 个、22 个和 37 个；协议销售面积逐年增长，分别为 187.76 万平方米、302.93 万平方米和 463.60 万平方米；协议销售均价逐年上升，分别为 1.69 万元/平方米，2.06 万元/平方米和 2.19 万元/平方米；销售

回款率保持在92%以上。

截至2020年底，新希望地产合并资产总额1437.59亿元，所有者权益323.70亿元（含少数股东权益136.65亿元）；2020年，新希望地产实现营业收入304.96亿元，利润总额37.98亿元。

截至2020年底，新希望地产全部债务365.49亿元，其中短期债务占21.14%，长期债务占78.86%。从债务指标来看，截至2020年底，新希望地产资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为77.48%、53.03%和47.10%。

尽管新希望地产经营正常、债务负担在同行业中处于中等水平，联合资信将持续关注其持续经营情况，以便及时评估公司面临的或有风险。

截至2021年3月末，公司无单笔标的金额在500万元以上的、可能会对其生产经营产生重大影响的未决诉讼、仲裁。

7. 公司本部财务分析

公司本部作为控股和融资平台，资产以可供出售金融资产和长期股权投资为主，债务负担较重，短期偿债压力较大，投资收益规模大且为利润的主要来源，经营和投资活动产生的现金均呈净流出状态，存在较大的周转压力。公司下属子公司财务公司对公司货币资金进行归集，公司对体系内资金的调拨能力较强。

公司本部为控股和融资平台。截至2020年末，公司本部资产总额408.06亿元，较上年末增长24.81%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产160.29亿元（占39.28%），非流动资产247.77亿元（占60.72%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占89.74%）构成；非流动资产主要由可供出售金融资产（占43.52%）和长期股权投资（占53.80%）构成。截至2020年末，公司本部货币资金为7.62亿元。

截至2020年末，公司本部负债总额268.75亿元，较上年末增长21.05%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债154.95亿元（占57.65%），非流动负债113.81亿元（占42.35%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占55.05%）、一年内到期的非流动负债（占22.75%）和其他流动负债（占19.36%）构成；非流动负债主要由长期借款（占34.00%）和应付债券（占65.90%）构成。公司本部2020年末资产负债率为65.86%，较上年末下降了2.05个百分点。

截至2020年末，公司本部全部债务264.25亿元。其中，短期债务占56.97%、长期债务占43.03%，债务结构较为均衡。截至2020年末，公司本部短期债务为150.55亿元，即使考虑到持有的较大规模可变现的优质金融资产，短期债务偿付压力仍属较大。截至2020年末，公司本部全部债务资本化比率65.48%，公司本部债务负担较重。

截至2020年末，公司本部所有者权益为139.31亿元，较上年末增长32.77%，主要系实收资本和未分配利润增加所致。在所有者权益中，实收资本为32.00亿元（占22.97%）、资本公积合计11.69亿元（占8.39%）、未分配利润合计82.26亿元（占59.05%）、盈余公积合计5.21亿元（占3.74%）。公司所有者权益稳定性一般。

2020年，公司本部营业总收入为0.26亿元，利润总额为12.35亿元。同期，公司本部投资收益为19.41亿元。

现金流方面，2020年，公司本部经营活动现金流净额为-36.60亿元，投资活动现金流净额-29.29亿元，筹资活动现金流净额62.87亿元。公司下属子公司财务公司对公司货币资金进行归集，相当于公司的资金中心，公司对体系内资金的调拨能力较强。

八、结论

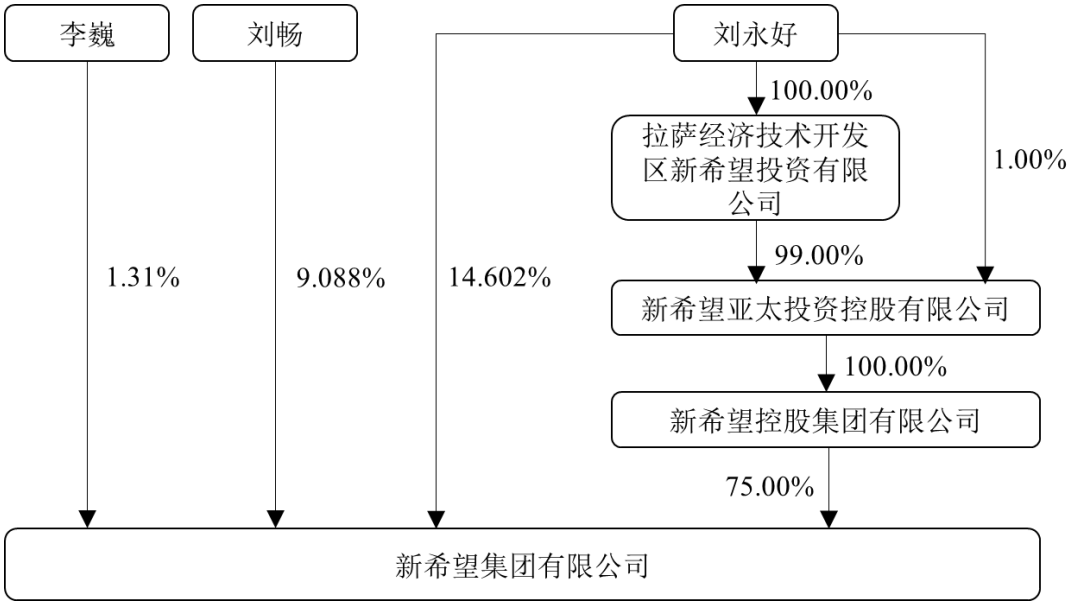
公司作为国内农牧行业龙头企业之一，在行业地位、经营规模、品牌知名度、技术水平、销售渠道和产业链一体化布局等方面具有很强的竞争优势。近年来，公司营业收入和资产规

模逐年增长，持有较大规模的可变现优质金融资产，且其带来丰厚投资收益对公司整体盈利能力形成良好支撑。同时，联合资信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、债务规模大幅增长以及关联交易等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司以现代农业与食品产业为主导，布局银行、金融科技、基金等多种金融业态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。联合资信对公司的评级展望为稳定。

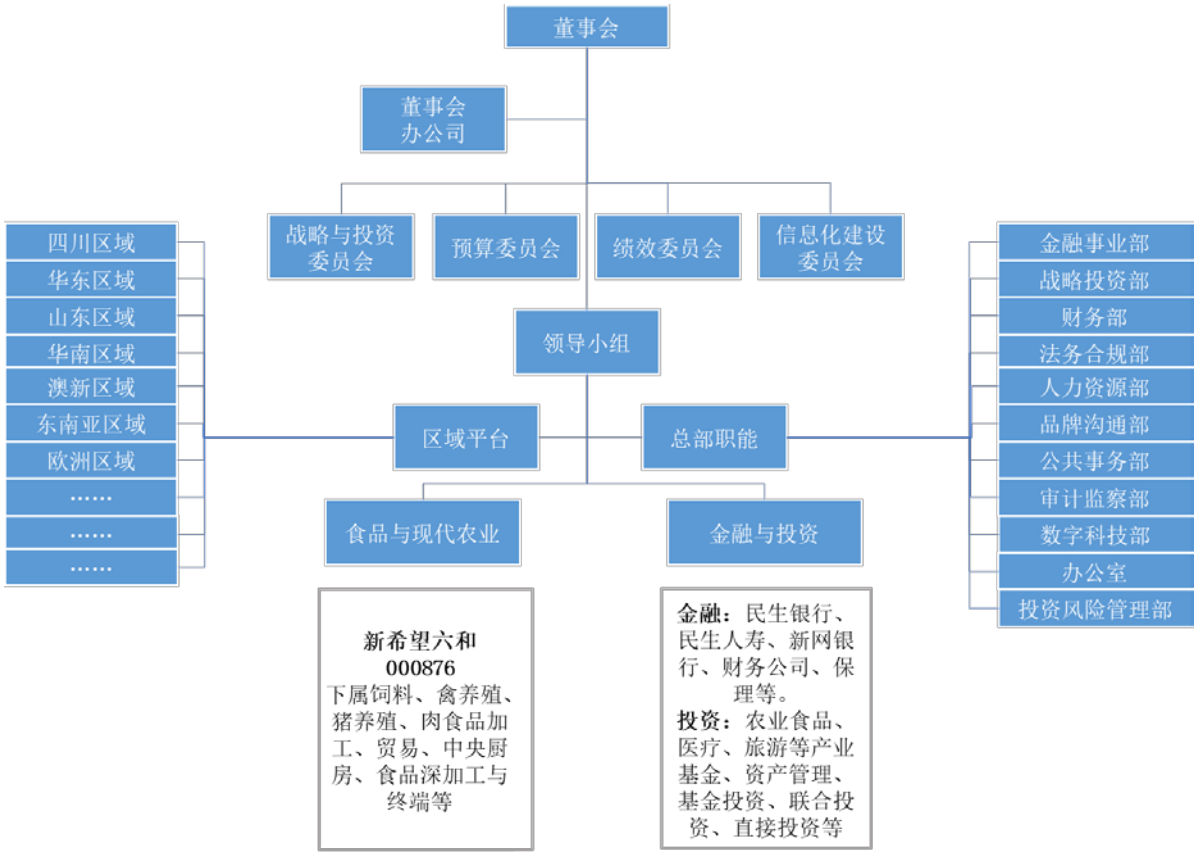
基于对公司主体长期信用状况综合评估，联合资信认为，公司主体偿债能力极强，违约风险极低。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月末新希望集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月末新希望集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月末新希望集团有限公司主要子公司情况

序号	子公司名称	注册资本（万元）	直接持股（%）	间接持股（%）	业务性质	取得方式
1	南方希望实业有限公司	103431.37	51.00	--	农牧	发起设立
2	新希望财务有限公司	103200.00	42.54	49.00	金融	发起设立
3	新希望六和股份有限公司	450,644.88	25.07	29.49	农牧	发起设立
4	北京首望资产管理有限公司	1000.00	60.00	40.00	投资管理	发起设立
5	新希望全球控股有限公司	300.00（万美元）	34.00	33.00	投资管理	发起设立
6	New Hope Group Australia and New Zealand Services Pty Limited	3461.21	100.00	--	--	发起设立
7	北京百年农澳农业咨询有限公司	100.00	70.00	30.00	咨询服务	发起设立
8	广东源希管理咨询有限公司	2000.00	100.00	--	咨询服务	发起设立
9	成都新络永智科技有限公司	100000.00	100.00	--	技术咨询	发起设立
10	北京百谦科技有限公司	10,000.00	100.00	--	技术咨询	发起设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	105.38	120.15	152.41	189.62
资产总额（亿元）	943.03	1207.30	1758.22	1960.08
所有者权益（亿元）	441.24	525.81	732.13	748.32
短期债务（亿元）	211.93	356.81	408.65	455.58
长期债务（亿元）	131.59	143.83	422.13	527.34
全部债务（亿元）	343.52	500.63	830.78	982.92
营业总收入（亿元）	710.27	854.81	1144.04	307.68
利润总额（亿元）	56.29	77.24	86.17	31.80
EBITDA（亿元）	80.96	106.72	140.58	/
经营性净现金流（亿元）	33.23	38.27	44.94	-46.79
财务指标				
销售债权周转次数（次）	53.55	49.63	40.44	/
存货周转次数（次）	2.68	8.47	6.99	/
总资产周转次数（次）	0.67	0.80	0.77	/
现金收入比（%）	110.49	105.81	107.33	107.31
营业利润率（%）	9.45	12.17	10.88	8.85
总资本收益率（%）	8.39	8.77	6.56	/
净资产收益率（%）	12.03	14.25	11.18	/
长期债务资本化比率（%）	22.97	21.48	36.57	41.34
全部债务资本化比率（%）	43.77	48.77	53.16	56.78
资产负债率（%）	53.21	56.45	58.36	61.82
流动比率（%）	77.31	70.09	94.72	106.53
速动比率（%）	59.19	49.34	64.55	69.80
经营现金流动负债比（%）	9.06	7.19	7.51	/
现金短期债务比（倍）	0.50	0.34	0.37	0.42
EBITDA 利息倍数（倍）	5.20	6.90	5.84	/
全部债务/EBITDA（倍）	4.24	4.69	5.91	/

注：1. 上表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；2. 本报告将合并口径下的其他流动负债和卖出回购金融资产款计入短期债务核算；3. 2021 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标计算未年化

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	2.42	10.64	7.62	7.72
资产总额（亿元）	264.02	326.95	408.06	397.93
所有者权益（亿元）	97.57	104.92	139.31	138.95
短期债务（亿元）	63.93	140.03	150.55	132.55
长期债务（亿元）	91.77	74.65	113.70	120.70
全部债务（亿元）	155.70	214.68	264.25	253.25
营业收入（亿元）	0.07	0.05	0.26	0.27
利润总额（亿元）	9.02	6.11	12.35	0.98
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-16.03	-40.65	-36.60	12.64
财务指标				
销售债权周转次数（次）	/	/	/	/
存货周转次数（次）	/	/	/	/
总资产周转次数（次）	0.00	0.00	0.00	/
现金收入比（%）	0.00	0.00	113.65	0.00
营业利润率（%）	94.67	89.95	83.93	98.75
总资本收益率（%）	6.45	4.77	5.59	/
净资产收益率（%）	9.55	6.60	8.67	/
长期债务资本化比率（%）	48.47	41.57	44.94	46.49
全部债务资本化比率（%）	61.48	67.17	65.48	64.57
资产负债率（%）	63.04	67.91	65.86	65.08
流动比率（%）	73.41	70.71	103.45	108.30
速动比率（%）	73.41	70.71	103.45	108.30
经营现金流动负债比（%）	-21.49	-27.60	-23.62	/
现金短期债务比（倍）	0.04	0.08	0.05	0.06
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

注：1. 上表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；2. 本报告将公司本部口径下的其他流动负债计入短期债务核算；3. 因公司本部财务报表注释未披露折旧、摊销等，出于准确性考虑，本报告不披露公司本部 EBITDA 及相关指标的值；4. 公司本部应收票据、应收账款、存货均为零，营业收入很小，对上表周转次数指标的计算造成影响；5. 2021 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标计算未年化

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于
新希望集团有限公司的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在新希望集团有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

新希望集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。新希望集团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项，新希望集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注新希望集团有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现新希望集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如新希望集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与新希望集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。