跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1322 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持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，并维持“15希望六和CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月十一日

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）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

新希望六和股份有限公司短期融资券跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
15 希望六和 CP001	8 亿元	2015/8/27~2016/8/27	A-1	A-1

跟踪评级时间：2016 年 7 月 11 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	34.27	33.89	37.61	42.62
资产总额(亿元)	295.35	334.01	352.17	361.86
所有者权益(亿元)	167.66	218.89	241.36	249.16
短期债务(亿元)	81.92	56.79	58.24	57.46
全部债务(亿元)	85.19	67.18	66.20	65.34
营业收入(亿元)	693.95	700.12	615.20	122.39
利润总额(亿元)	28.10	29.08	31.80	9.03
EBITDA(亿元)	40.91	42.73	44.23	--
经营性净现金流(亿元)	15.84	13.44	31.88	7.19
营业利润率(%)	5.85	5.90	6.91	9.09
净资产收益率(%)	14.86	11.94	12.26	--
资产负债率(%)	43.23	34.47	31.46	31.15
全部债务资本化比率(%)	33.69	23.48	21.52	20.78
流动比率(%)	88.31	104.95	98.21	100.91
全部债务/EBITDA(倍)	2.08	1.57	1.50	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.82	9.22	15.02	--
经营现金流动负债比(%)	12.92	13.05	31.61	--

注：2016 年一季度财务数据未经审计；长期债务包含长期应付款中的有息债务；短期债务包含其他流动负债中的有息债务；现金类资产已剔除受限货币资金。

分析师

谭心远　姜 帆

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）

Http：//www.lhratings.com

评级观点

新希望六和股份有限公司（以下简称“公司”）是以饲料、养殖、屠宰及肉制品等为主业的产业集团公司。联合资信评估有限公司（以下称“联合资信”）的评级反映了公司作为国内饲料行业龙头，其产业链结构完整、产能规模大、品牌影响力强、区域市场占有率高；跟踪期内，公司养殖业务盈利能力明显增强、债务负担减轻、现金类资产充足、投资收益保持稳定。同时联合资信关注到饲料行业竞争激烈、饲料市场受疫情影响大、公司营业收入下降、债务结构不尽合理等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着城镇化进程的加快、人民生活水平的提高，公司所处的农牧业发展前景较好；未来随着公司产业链的不断完善和延伸，养殖业务规模效应逐步显现，公司盈利能力有望提升。

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为稳定，并维持“15 希望六和 CP001”A-1 的信用等级。

优势

1. 公司作为饲料行业龙头企业，规模优势明显，产业链结构完整。
2. 公司是民生银行第四大流通股股东，投资收益规模大且稳定，公司整体盈利能力较强。
3. 公司前瞻性布局肉猪养殖，2015年以来，公司养殖业务在猪肉市场进入新一轮上涨周期的大环境下盈利能力明显增强，未来有望成为公司新的业绩增长点。
4. 跟踪期内，公司债务负担进一步下降。
5. 公司现金类资产、经营活动活动现金流入量对“15希望六和CP001”的保障能力很强。

关注

1. 跟踪期内，公司积极拓展以饲料及配套业务为主的海外业务，受各国国情及政局影响，公司面临一定境外经营风险和汇率波动风险。
2. 公司所处饲料及养殖行业周期性较强，市场和疫情风险较大。
3. 饲料行业竞争激烈，跟踪期内，公司饲料业务营业收入有所下滑。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与新希望六和股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与新希望六和股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因新希望六和股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由新希望六和股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“15 希望六和 CP001”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于新希望六和股份有限公司主体长期信用及存续期内的“15 希望六和 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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，系经四川省人民政府川府函（1997）260 号文批准，于 1998 年 3 月 4 日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 14002.00 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 3600.00 万股和向内部职工发行的内部职工股 400.00 万股，分别在深圳证券交易所上市交易，股票代码：000876。公司股票上市后，经过 2000 年 5 月的转送股，2001 年 3 月的配股，2002 年 7 月、2002 年 10 月、2008 年 6 月、2010 年 5 月的转送股，以及 2006 年 8 月执行的《公司股权分置改革方案》后，截至 2010 年 12 月 31 日，公司总股本为 83237.154 万股。

2011 年 9 月 13 日，中国证监会核准了公司向南方希望实业有限公司、李巍、刘畅等投资者等定向增发事项，完成后公司注册资本变更为 17.38 亿元。2011 年 12 月，公司变更为现名。

经中国证券监督管理委员会于 2014 年 6 月 5 日《关于核准新希望六和股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可[2014]565 号），公司向南方希望、新希望集团有限公司（以下简称“新希望集团”）、拉萨开发区和之望实业有限公司、成都美好房屋开发有限公司和拉萨经济技术开发区新望投资有限公司（以下简称“新望投资”）等五名特定对象非公开发行股票 354609927 股新股，扣除发行费用后的募集资金净额为人民币 29.86 亿元，本次增发于 2014 年 9 月 3 日在深圳证券交易所上市。截至 2016 年 3 月底，公司注册资本 20.84 亿元。

截至 2016 年 3 月底，南方希望实业有限公司和新希望集团有限公司持有发行人股份最高，分别为 29.41%和 23.98%。由于新希望集团有限公司是公司第一大股东南方希望实业有限公司的控股股东，控股比例 51.00%，同时，刘永好控股新希望集团有限公司 62.34%股权，因此，公司实际控制人为刘永好先生。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额 352.17 亿元，所有者权益为 241.36 亿元（含少数股东权益 48.69 亿元）；2015 年公司实现营业收入 615.20 亿元，利润总额 31.80 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额 361.86 亿元，所有者权益合计 249.16 亿元（含少数股东权益 50.32 亿元）；2016 年 1～3 月公司实现营业收入 122.39 亿元，利润总额 9.03 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。

三、宏观经济和政策环境

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增

速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年底，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济环境

目前公司业务以饲料、屠宰及肉制品、养殖为主，是农牧业的重要组成部分。

（1）饲料行业现状

饲料行业是连接种植业与养殖业的中间行业，也是衡量一个国家农牧业综合实力的重要指标之一。饲料是指在合理饲喂条件下能对家畜、家禽、水产动物提供营养物质、调控生理机制、改善动物产品品质，且不发生有毒、有害作用的物质。按照饲料企业的生产标准及养殖户使用方法，饲料可分为预混料、浓缩料和配合料。

根据中国饲料行业信息网的数据，2015年，中国饲料的总产量突破2亿吨大关，同比增长1.52%，其中猪料8350万吨，同比下降3%，蛋禽料2560万吨，同比上升7%，肉禽料5400万吨，同比上升2%，水产料5500万吨，同比下降5%。2013~2015年，中国饲料企业数量分别为10113家、7000余家和6000余家，企业集约化程度加快，整合后的饲料企业数量大幅减少，有助于饲料转化率和生产效率的提高。

目前，中国的肉、蛋、禽、乳制品、水产品生产与需求结构已趋于相对稳定，相应的中国饲料产品结构也保持相对稳定。

（2）上游行业—饲料原料

饲料主要由玉米、豆粕以及鱼粉和一些添加剂构成，其中玉米主要提供能量需求，单位占比约为65%左右，豆粕作为动物生长过程中蛋白质摄取的主要来源，单位占比约为25%左右，因此饲料成本主要受玉米和豆粕价格的影响。

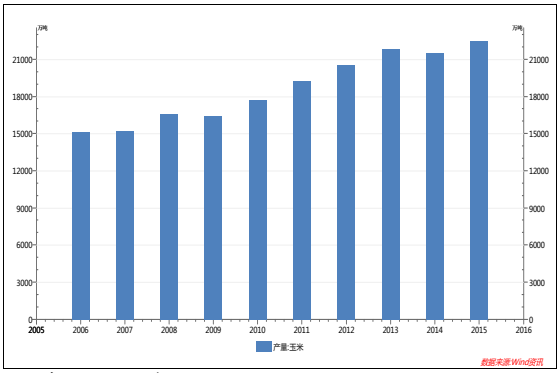
玉米

中国的玉米栽培种植面积和总产量均居世界第 2 位。中国玉米种植带主要集中在黑、吉、辽、内蒙、冀、鲁、豫、陕、甘、宁、新等地区。

2015 年全年中国玉米产量为 2.25 亿吨，略高于去年。近几年受收储政策的提振，农户种植玉米的意愿较强，而且玉米种子及田间管理水平都在不断提高；另外，近年来国内玉米价格处于高位，农户种植收益不断提高。因玉米种植收益高于大豆，玉米播种面积逐年增加。

图 1　2005～2015 年中国玉米产量情况

（单位：万吨）



数据来源：wind 资讯

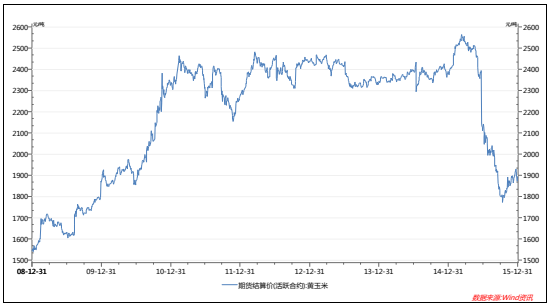
中国不仅是世界玉米的主要生产国，也是玉米的主要消费国。玉米消费主要用于食用、饲料生产、工业消费等三个方面。消费结构中饲料生产和工业加工约占总消费的 90%，其中饲料消费占比稳定在 60%-65%。

由于近年玉米产量连续增收，但下游饲用需求增长缓慢以及工业消费维持平稳，导致国内玉米期末库存不断增加，2015 年中国玉米期末库存为 1.14 亿吨，国内玉米供需结构逐渐由偏紧转为宽松的局面，玉米自给率一直维持在 98%左右。

2008 年起中国开始实施玉米临时收储政策，2015 年以来，玉米持续丰产带来国内库存压力，并且进口玉米价格较低，导致玉米现货价格大幅下降，11 月国家首次下调玉米临储价格至 2000 元/吨，较上年同期下降 220-260 元/吨。

图 2　2008～2015 年黄玉米价格情况

（单位：元/吨）

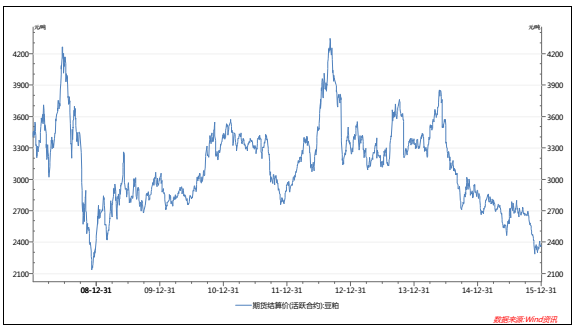


数据来源：wind 资讯

豆粕

中国的大豆主要依赖进口，大豆进口主要来源于美国、巴西、阿根廷三国。豆粕作为大豆压榨豆油的副产品，其价格基本由大豆价格决定。受国际大豆价格变动影响，国内豆粕价格近年来波动较大。截至 2015 年底，豆粕期货结算价为 2367 元/吨，同比下降 17.93%。

图 3　2009～2015 年中国豆粕期货价情况（单位：元/吨）



数据来源：wind 资讯

总体看，2015 年受益于玉米和豆粕价格下降，一定程度上缓解了饲料企业的生产成本。

（3）下游行业—养殖业

养殖业的景气程度直接影响饲料行业的需求。由于养殖进入门槛较低，从事养殖的企业和个体数量较多，多以农户和小型养殖企业为主，规模较小，品种较差，养殖技术水平较低，难以抵抗养殖行业多发的疫情和市场风险，可持续发展能力较差。

从养殖模式来看，以肉鸡和肉猪为例，中国畜牧业养殖业主要有三种养殖模式：专业的肉鸡和肉猪养殖模式、专业的种鸡和种猪养殖模式和自繁自养养殖模式，其中自繁自养又分为小规模自繁自养模式、中大规模自繁自养模式和完整产

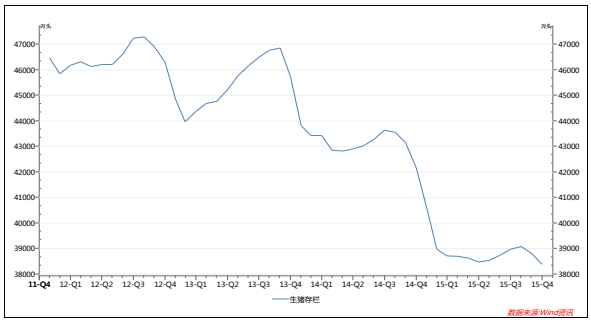
业链条自繁自养模式。

自繁自养模式，尤其是具备完整产业链条的自繁自养模式，一般是集育种、饲料、防疫、养殖、屠宰、加工、食品和配送等各个产业链条于一体的养殖经济模式。这种经营模式对资本、技术水平、土地、劳动力等综合素质要求较高，一旦产业链条形成，其经营效益和风险抵御能力的优势也较为凸显。这种养殖模式是中国养殖企业长期发展的趋势，是各地政府重点扶持对象，这也是公司的养殖模式。

以猪料为例，其需求主要受生猪存栏量以及猪肉价格等因素的影响。长期以来，以散户养殖为主的养殖模式决定了中国养殖行业受猪肉价格波动影响，具有一定的周期性特征。经过前期的调整，2014 年以来，全国能繁母猪存栏量进一步下降，且同比跌幅不断加深，2014 年 3 月跌破农业部 4800 万头的预警线，生猪价格步入上升通道，生猪养殖利润实现扭亏；2015 年 12 月能繁母猪存栏量为 3798 万头，同比下降 11.45%，生猪存栏量 38379 万头，同比下降 8.96%，养殖行业去产能化较为彻底。

图 4　2012～2015 年中国生猪存栏量

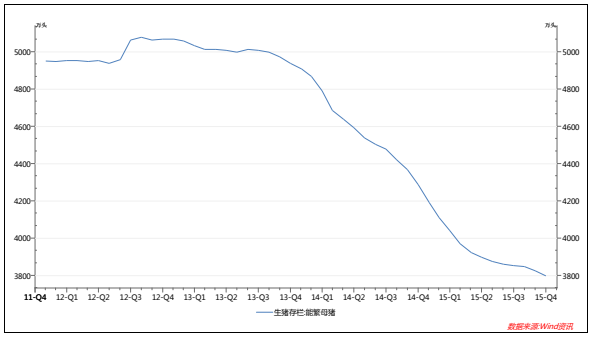
（单位：万吨）



数据来源：wind 资讯

图 5　2012～2015 年中国能繁母猪存栏量

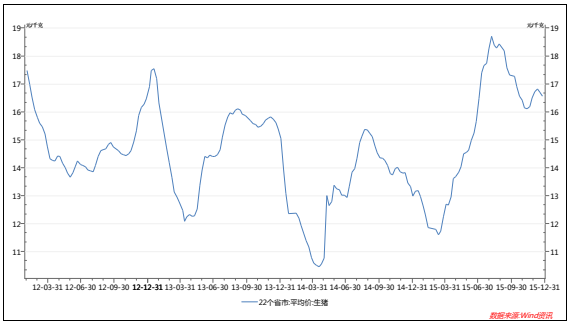
（单位：万吨）



数据来源：wind 资讯

图6　2012～2015年全国22省市生猪平均价格

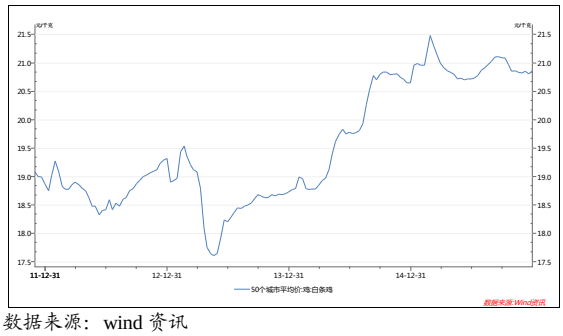
（单位：元/千克）



资料来源：wind资讯

禽类饲料的需求主要受禽类养殖景气度的影响。以肉鸡养殖为例，2013 年底，中国畜牧业协会禽业分会召开了“祖代白羽肉雏鸡引种总量控制方案协商会议”，成功签订《2014 年祖代种鸡引进数量承诺书》，在资金压力与承诺书双重制约下，2014 年祖代鸡引种量下跌 22.73%至 119 万套，但祖代鸡引种传导至商品鸡约有一年半的时滞，受之前祖代鸡引种量过多造成父母代鸡存栏量处于较高的水平，商品代鸡产能过剩仍在消化中。2015 年初由于 H5N2 禽流感疫情爆发，美国、英国、澳大利亚、加拿大等国禽类产品（包括种禽）被禁止进口。国内转向法国引种，2015 年 1-10 月祖代鸡引种量为 50 万套，96%来自法国，2015 年 11 月法国发生 H5N1 禽流感，考虑其高致病性、法国地域面积较小等因素，引种被全面限制。其他潜在替代国家，如新西兰，年产量仅 20-30 万套，难以满足国内需求。从复关节奏来看，法国至少需要半年才能复关，美国最快 2016 年 2 季度末才能复关。未来半年行业引种全面受限，父母代鸡在 2016 年有望实现过剩产能的去库存化，商品代鸡供应情况趋紧，鸡肉价格有望走出 2013 年以来的低谷。

图7　2012-2015年全国50个城市白条鸡平均价格
（单位：元/千克）



数据来源：wind 资讯

总体来看，目前全国生猪存栏量和能繁母猪存栏量依然处于低位，生猪价格快速反弹；祖代鸡引种量持续下降，白羽肉鸡产业链将迎来全面复苏；同时玉米和豆粕价格也处于下行通道，未来养殖和饲料行业盈利依然存在上升空间。

（3）行业政策

2013 年，中央一号文件与国家提出发展家庭农场，将使一批大型农牧企业在产业链发展、良种繁育、“公司+农户”模式创新等方面得到支持。受突发的“H7N9 流感”的影响，畜禽消费需求的短期回落使肉鸡、鸡苗价格大幅下跌，其后期的影响程度将视疫情发展而定。猪价下跌、“H7N9 流感”影响，再加上行业本已持续低迷，2013 年对畜禽养殖业而言无疑是雪上加霜，结合国内肉制品行业的发展，单个工厂、区域市场、局部运作的模式将失去竞争力，优势企业将在价值链主导下打破资源约束，在全程产业链上谋求联盟与合作，在行业资源的整合上发挥更大的作用。随着人口的增长、城市化进程的加快，人们在肉类、水产品方面的开支不断加大，养殖与屠宰加工业面临良好的发展机遇。

农牧类企业享有一系列新农村优惠补贴，主要包括母猪养殖补贴、农业产业龙头企业贴息补贴、种母猪养殖保险补贴、政府配套建设新农村资金补贴、沼气池基础设施补贴、出口信用保险补贴、新型保温节能鸡舍补助资金、农业产业化专项资金定补、中小企业发展成长资金、标准化规模养猪场建设项目补贴、良种补贴、生猪养殖补贴、产值补贴、饲料厂技改补贴、农业综合开发财政补贴、中小企业贷款贴息补贴（非养殖）等。

税收方面，根据《中华人民共和国企业所得税法》从事肉类初加工业务的企业免征企业所得税；牲畜、家禽养殖免征企业所得税；从事动物饲料初加工业务免征企业所得税。

（4）行业关注

饲料价格波动，加大饲料行业成本控制难度

如上文分析，目前国内玉米市场价格受国家收储政策影响大，2015 年以来，玉米持续丰产带来国内库存压力，并且进口玉米价格较低，导致玉米现货价格大幅下降。受国际大豆价格变动影响，国内豆粕价格近年来波动较大，2013 年以来，受“H7N9”流感疫情阶段性爆发、养殖业行情低迷以及北美大豆丰收等因素影响，豆粕供应远大于需求，豆粕价格呈下降趋势。因此，饲料行业的成本控制难度进一步加大。

国内饲料企业众多，集中度有待提升

中国饲料行业进入壁垒较低，市场化程度高，企业数量众多，竞争激烈。饲料行业整体属于简单加工行业，行业特征决定了饲料生产的利润率相对较低，且成本转嫁能力弱。中国饲料工业协会统计数据显示，在原材料成本大幅上涨的情况下，仅 15%左右的原材料成本压力转嫁给了消费者，饲料生产企业的利润空间受到进一步挤压。

由于饲料产品具有保质期短、运输成本高的特点，饲料企业的运营受到一定的销售半径限制。饲料企业提高市场占有率的措施，主要是通过增加布点数量，提高产品覆盖面积。大型饲料企业集团由于存在其品牌影响力和资金实力，在竞争中会占有较为明显的优势。这使得全国范围内饲料行业的竞争主要集中在部分规模较大的全国性饲料企业之间，而各区域内的竞争则体现为本地中小企业与全国性饲料企业集团在当地设立的饲料加工企业之

间的竞争。

食品安全和疫情对养殖业的影响大

食品安全和疫情是养殖业发展的重要影响因素，近几年，“速生鸡”、“H7N9 流感”、“猪流感”等事件频发，对养殖企业冲击较大，短期内造成养殖行业产品的价格和销售量大幅下降；但从长期来看，食品安全和疫情的可控性使得养殖行业又可以在一定时间内恢复。

（5）未来发展

从短期看，饲料行业受多种因素的影响而具有波动性。从长期看，中国的人口基础决定了肉食、禽蛋、乳品等庞大的消费规模，特别是农村收入的提高将继续带动此类产品的消费增长，同时，规模化养殖方式不断普及，在总饲养量中所占比重不断提高，上述市场环境决定了中国饲料行业长期而相对稳定的发展。

总体看，大型饲料企业由单一业务向集养殖、加工一体化的大型综合农牧企业集团发展的趋势明显，产业链的延伸拓展成为饲料企业发展壮大的必然选择。

区域经济概况

公司的业务遍布于全国各地，其中山东片联[1]是公司收入的主要来源。

山东省

2015 年山东省经济运行总体平稳，全省实现生产总值（GDP）63002.3 亿元，按可比价格计算，比上年增长 8.0%。其中，第一产业增加值 4979.1 亿元，增长 4.1%；第二产业增加值 29485.9 亿元，增长 7.4%；第三产业增加值 28537.4 亿元，增长 9.6%。产业结构调整优化，三次产业比例由上年的 8.1：48.4：43.5 调整为 7.9：46.8：45.3。人均生产总值 64168 元，增长 7.3%，按年均汇率折算为 10305 美元。

农林牧渔业平稳增长。农业增加值 2900.8 亿元，比上年增长 4.7%；林业增加值 98.4 亿元，增长 8.2%；牧业增加值 1043.7 亿元，增长 3.1%；渔业增加值 936.2 亿元，增长 3.2%；猪牛羊禽肉产量 762.0 万吨，比上年增长 0.5%。禽蛋产量 423.9 万吨，增长 9.2%。牛奶产量 275.4 万吨，下降 1.5%。新增国家级标准化示范场 65 家、省级标准化示范场 289 家。

总体看，跟踪期内，山东省经济发展较快，虽然农业在工业增加值中的比重较小，但农业是经济发展中的基础板块，未来随着人民生活水平和城镇化率的提高，饲料、养殖和肉类加工业的发展空间很大。

五、基础素质分析

跟踪期内，公司在产权状况、企业规模、人员素质、技术水平、政府支持等方面无重大变化。

六、管理分析

跟踪期内，公司经正常换届，选举产生了新一届董事会，截至 2016 年 5 月底，公司拥有主要高级管理人员 8 人，其中总裁 1 人，副总裁 5 人，人力资源总监 1 人，投资发展总监 1 人。

公司董事长刘畅，35 岁，硕士，曾任北京金锣广告公司品牌宣传、项目策划工作，四川新希望农业股份有限公司从事行政管理工作，任办公室主任，新希望乳业控股有限公司从事内部管理品牌宣传、推广等工作，任公司办公室主任；现任新希望六和股份有限公司全资子公司新加坡（私人）有限公司董事长，新希望集团有限公司董事，南方希望实业有限公司董事、副总经理，新希望六和股份有限公司董事长。

公司董事兼总裁李兵，45 岁，MBA，曾任希望集团深州金豆饲料有限公司销售部经理，希望集团榆次强大饲料公司总经理，希望集团郑州红门饲料有限公司总经理，希望集团河南区域片区总裁，广汉国雄饲料有限公司总经理，贵州片区总经理兼贵阳新希望农业科技有限公司总经理，新希望六和股份有限公司总

[1] 原青岛中心更名为山东片联，即山东片区联合运管委员会。

裁助理兼成都服务中心总裁，新希望六和股份有限公司成都片联、成都服务中心总裁，新希望六和股份有限公司副总裁。

除此之外，跟踪期内，公司在管理体系和管理制度方面未发生重大变化。

七、经营分析

1. 经营现状

2015 年，公司实现营业收入 615.20 亿元，同比下降 12.13%，主要系公司淘汰落后产能以及原材料价格下降导致公司饲料产品销量销价下滑所致。从收入构成来看，饲料、屠宰及肉制品占营业收入比重较高，2015 年分别占比 58.39%和 27.09%，饲料收入占比较上年有所下降；此外公司养殖业务占比为 3.28%。。

从毛利率分析，2015 年公司综合毛利率为 6.95%，同比增长 1.02 个百分点。2015 年，公司饲料业务、屠宰及肉制品业务和养殖业务的毛利率分别为 6.97%、5.89%和 7.15%；同比分别增长 0.73、3.01 和 0.95 个百分点；其中屠宰及肉制品业务毛利率增长较快主要系公司推动产品升级，积极延伸销售终端所致。2015 年，公司主营业务中的其他业务毛利率为-0.19%，同比由正转负，主要系商贸业务亏损所致。

2016 年一季度，公司实现营业收入 122.39 亿元，同比下降 7.14%，其中饲料业务收入占比下降至 55.17%，屠宰及肉制品业务占比上升至 30.83%，养殖业务收入占比上升 2.51 个百分点至 5.79%。当期，公司综合毛利率为 9.14%，较 2015 年上升 2.19 个百分点，其中养殖业务毛利率为 32.08%，较 2015 年大幅增长 24.95 个百分点，主要系猪肉价格进入新一轮上涨周期，市场价格增长较快所致；屠宰及肉制品加工业务毛利率为 7.02%，较 2015 年增长 1.13 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司收入规模保持较高水平，综合毛利率稳中有升，屠宰及肉制品业务和养殖业务对毛利润贡献持续增长，成为公司新的业绩增长点。

表 1　2014~2016 年 3 月公司经营情况

分行业	营业收入（亿元）			毛利率（%）		
	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
1.主营业务收入	**697.82**	**612.94**	**121.80**	**5.86**	**6.88**	**9.06**
饲料	493.98	416.85	78.74	6.24	6.97	6.77
屠宰及肉制品	213.73	193.36	44.00	2.88	5.89	7.02
养殖	19.80	23.42	8.26	6.20	7.15	32.08
其他	90.64	78.00	11.73	2.50	-0.19	-0.26
内部抵减	-120.33	-98.69	-20.93	--	--	--
2.其他业务收入	2.30	2.26	0.59	27.63	26.11	25.42
合计	**700.12**	**615.20**	**122.39**	**5.93**	**6.95**	**9.14**

资料来源：公司提供

注：主营业务收入中的“其他”指贸易业务、金融投资等；其他业务收入指包装业务、废铁、废旧编织袋等废旧物资收入及部分原材料收入。

（1）饲料业务

原材料采购

从原材料构成看，饲料生产所需的原材料包括玉米、小麦、豆粕、花生粕、棉粕、赖氨酸和蛋氨酸等，其中玉米、小麦和豆粕占饲料成本的 60%左右，其价格变动对饲料生产成本影响大；花生粕、棉粕、赖氨酸和蛋氨酸为饲料生产的辅料，饲料产品原材料有一定可替换性，公司可根据需要灵活配置。

2015 年，公司玉米、小麦、豆粕采购量合计为 729.63 万吨，同比下降 4.87%。采购量下降主要受饲料行业整体下滑影响。2015 年公司

根据配方需要，调整了小麦和豆粕的采购量，故当期小麦和豆粕采购量同比波动较大。2016年一季度，以上三种原材料采购量合计150.57万吨，同比保持相对稳定。

采购价格方面，2015年以来，受国内玉米持续丰产和进口玉米价格较低的影响，公司玉米采购价格下降至2162.55元/吨。2015年小麦采购价格下降至为2296.72元/吨。近年来受北美大豆丰收影响，豆粕价格持续下行，2015年，公司豆粕采购价格下降至2920.04元/吨。受上述因素影响，公司饲料业务的生产成本有所降低。饲料生产的辅料花生粕、棉粕、赖氨酸和蛋氨酸采购量相对较小，对饲料成本的影响有限。2016年一季度，上述三种主要原材料采购价格继续下降，分别为1826.97元/吨、1790.00元/吨和2689.55元/吨。

表2　公司近年原材料采购情况

主要原材料		采购量（万吨）			采购价格（元/吨）		
名称	占饲料成本比重	2014年	2015年	2016年1~3月	2014年	2015年	2016年1~3月
玉米	30-50%	482.00	496.14	110.90	2381.00	2162.55	1826.97
小麦	10-20%	139.00	32.35	4.57	2501.00	2296.72	1790.00
豆粕	5-10%	146.00	201.14	35.10	3756.00	2920.04	2689.55
花生粕	3-4%	14.00	7.37	1.79	3466.00	2719.73	2120.26
棉粕	3-4%	17.00	14.37	2.20	3108.00	2620.88	2275.70
赖氨酸	1.5-2%	8.00	19.37	4.05	5355.00	5102.47	4817.97
蛋氨酸	1-1.5%	2.00	3.27	0.83	32697.00	32447.73	26395.85

资料来源：公司提供

结算方式来看，公司国外采购结算主要为美元远期信用证，账期主要在15天以内；国内采购结算主要使用电汇，结算账期基本在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。2015年，公司前五大供应商采购占比为6.34%，集中度不高。

表3　2015年公司饲料业务前五大供应商

（单位：亿元、%）

供应商	采购金额	占比
邦基毛里求斯有限公司	13.40	2.41%
山东泰山国家粮食储备库	6.45	1.16%
泰安市东岳粮库	5.77	1.04%
美国蓝星贸易集团有限公司	5.37	0.97%
赢创德固赛(中国)投资有限公司	4.25	0.76%
合计	**35.24**	**6.34%**

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司饲料业务主要原材料采购价格下降幅度较大，有效降低了公司生产成本。

饲料生产

公司主要生产猪、鸡、鸭、水产等各类饲料。截至2016年3月底，公司共有232家饲料厂，生产饲料1535种，饲料产能3198万吨，位居国内同行业前列。

近年来，公司通过新建、并购等方式扩大产能，其中国内产能波动下降，海外产能不断增长；2015年，公司国内产能与海外产能分别为2748万吨和450万吨。2015年国内产量和海外产量分别为1331.29万吨和118.14万吨。

产能利用率来看，近年来公司整体产能利用率不高，且逐年下降；受饲料行业整体行情的影响，2015年产能利用率下降至44.00%，其中海外产能利用率为26.30%，同比大幅下降28.41个百分点，公司产能利用率提升空间较大。

表4　近年公司产能和产量指标情况

项目	2014年	2015年	2016年1-3月

产能（万吨）	3112.00	3198.00	3198.00
国内	2865.00	2748.00	2748.00
海外	247.00	450.00	450.00
产量（万吨）	1571.40	1449.43	300.22
国内	1436.26	1331.29	266.92
海外	135.14	118.14	33.29
产能利用率	50.49%	44.00%	--
国内	50.13%	47.00%	--
海外	54.71%	26.30%	--

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司的海外饲料板块主营为畜禽、鱼、反刍饲料的加工销售。公司海外饲料生产基地以东南亚为主，目前正在向中东、北非、南非及东欧延伸，涉及的国家和地区有越南、老挝、柬埔寨、缅甸、印尼、菲律宾、孟加拉、尼泊尔、斯里兰卡、印度、埃及、南非、土耳其等，已投产饲料公司有 25 家，在建饲料公司 7 家。公司海外业务集中在东南亚及南亚地区，受各国国情和政局影响，公司面临一定境外经营风险。

总体看，跟踪期内，公司饲料生产规模、覆盖区域保持国内同行业前列，产能利用率仍有较大提升空间。

饲料销售

饲料销售是公司收入的主要来源，以猪饲料和禽料为主。销量方面，2015 年受饲料行业景气度影响，公司饲料销量为 1449.43 万吨，同比下降 7.71%；其中禽饲料销量为 973.49 万吨，猪饲料销量为 345.34 万吨，同比分别下降 1.08%和 23.09%。2015 年公司水产饲料销量为 87.69 万吨，同比下降 4.47%。2015 年公司饲料产销率为 100%，同比上涨 0.05 个百分点，产销率高。2016 年一季度，公司禽料和猪饲料销量同比保持相对稳定，分别为 212.09 万吨和 75.40 万吨；水产料销量为 5.49 万吨，主要是因为水温较低，水产品饲料投喂量较小，是水产料销售的传统淡季。

表 5　近年公司饲料销售情况（单位：万吨）

产品	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
禽料	984.07	973.49	212.09
猪饲料	449.01	345.34	75.40
水产料	91.79	87.69	5.49
其他	45.68	42.91	9.12
合计	**1570.55**	**1449.43**	**302.10**
产销率	99.95%	100%	100%

资料来源：公司提供

销售价格方面，公司饲料销售价格受上游原材料价格波动影响较大。总体看，随着原材料价格的下降和养殖行业景气度的下滑，公司饲料产品销售价格呈下降趋势。2015 年，公司禽饲料销售价格为 2655.37 元/吨，猪饲料销价为 3072.22 元/吨，水产料销售价格为 3514.60 元/吨；同比分别下降 9.72%、5.63%和 3.81%。2016 年 1~3 月，上述三大类饲料售价继续下滑至 2330.68 元/吨、2873.71 元/吨和 3261.90 元/吨。

表 6　近年公司饲料销售价格和毛利率（单位：元/吨）

产品		2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
禽料	售价	2941.23	2655.37	2330.68
	毛利率	3.47%	3.46%	3.70%
猪饲料	售价	3255.39	3072.22	2873.71
	毛利率	8.75%	10.84%	10.26%
水产料	售价	3653.72	3514.60	3261.90
	毛利率	9.69%	12.86%	14.53%

资料来源：公司提供

毛利率方面，2015 年禽料毛利率为 3.46%，同比保持基本稳定；猪饲料毛利率为 10.84%，同比增长 2.09 个百分点；水产料毛利率为 12.86%，同比增长 3.17 个百分点。2016 年 1~3 月，原材料价格继续下跌，上述三大类饲料毛利率分别为 3.70%、10.26%和 14.53%，总体较 2015 年略有增长。

表 7　2015 年公司饲料产品销售区域情况

地区	销售金额（亿元）	占比
华东	209.97	50.37%
华中	46.85	11.24%
华北	43.94	10.54%
西南	35.81	8.59%
华南	26.01	6.24%

东北	12.59	3.02%
西北	7.09	1.70%
国外	34.60	8.30%
合计	**416.85**	**100.00%**

资料来源：公司提供

从销售方式来看，公司饲料产品的销售由下属饲料生产企业负责，以经销商和向养殖户直供销售为主。销售结算方面，由于饲料行业毛利率较低，销售量大，公司为控制风险，饲料产品销售以现款结算，回款较好。销售区域方面，2015 年华东和华中销售占比分别为 50.37%和 11.24%，区域集中度较高；2015 年，公司饲料业务前五大客户销售占比为 3.91%，客户集中度低。

总体看，2015 年公司饲料销量销价均有所下降，但受益于原材料价格的下跌，毛利率有所上升。

（2）屠宰及肉制品加工

屠宰及肉制品加工业务在公司农牧产业链中最贴近消费终端，是公司第二大收入来源。截至 2016 年 3 月底，公司共有 68 家屠宰加工厂及肉制品加工厂，联营企业 1 家，业务范围覆盖全国各地，“千喜鹤”、“美好”、“六和”为主要产品品牌。

屠宰业务

公司屠宰业务原材料主要为毛鸡、毛鸭和肥猪，原材料供应商主要为工厂周边养殖户，采购主要根据合同进行现款结算。其中，毛鸭全部从合同养殖户处采购，即外部采购；毛鸡和肥猪内部采购占比分别为 6.70%和 1.05%。公司毛鸡、毛鸭的采购模式为：公司在向合同养殖户或内部养殖场提供鸡鸭种苗时即签订采购合同，按照“养殖成本+养殖利润”锁定一个养殖周期结束后的采购价格，后公司根据锁定的价格进行采购。肥猪的采购价格由屠宰场根据当地肥猪市场价格自行采购

2014 年，公司实施“冻转鲜、生转熟、贸易转终端”的战略转型，优化产能，加大食品深加工业务的比重，推动渠道升级，全年鸡、鸭及猪屠宰销量均出现不同程度的增长。2015 年，公司鸡、鸭和猪的屠宰量及销量同比均有所下降，主要系公司淘汰落后产能所致。

销售价格方面，2015 年，公司鸡销售价格为 8259 元/吨，同比有所下降，主要系肉鸡市场行情低迷所致；鸭销售价格同比基本持平为 7374 元/吨；猪销售价格增长至 14740 元/吨，主要系市场价格上涨所致。

毛利率方面，2015 年，公司渠道升级战略得到较大突破，改变过去主要依赖批发市场的传统贸易模式，中式快餐定制化供应及电商渠道合作为禽肉产品业务盈利能力提供支撑，加之公司毛鸡和毛鸭采购价格持续下滑，鸡和鸭的毛利率大幅提升，分别为 4.61%和 5.20%。同期，受肥猪采购价格上涨影响，猪的毛利率有所降低为 2.82%。

表 8　公司屠宰业务运营情况

分类		2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
屠宰量（万只）	鸡	31843	29911	6023
	鸭	46492	43753	10094
	猪	179.87	164.25	39.41
销量（万吨）	鸡	72.42	70.95	13.48
	鸭	121.74	113.96	25.75
	猪	18.17	17.67	4.68
销售价格（元/吨）	鸡	9710	8259	8468.00
	鸭	7331	7374	6955.00
	猪	13269	14740	17752
毛利率（%）	鸡	1.23%	4.61%	1.65%
	鸭	1.22%	5.20%	9.53%
	猪	3.47%	2.82%	2.33%

资料来源：公司提供

肉制品加工

公司肉制品加工业务主要由下属子公司成都希望食品有限公司（以下简称“希望食品”）来运营。

表 9　近年公司肉制品产量和毛利率（单位：万吨、%）

产品	2014 年		2015 年		2016 年 1-3 月	
	产量	毛利率	产量	毛利率	产量	毛利率
熟食	5.00	28.80	5.22	29.53	1.34	31.03
调理品	4.50	9.62	4.99	14.54	1.67	12.71
合计	**9.50**	**16.79**	**10.21**	**22.25**	**3.02**	**22.15**

资料来源：公司提供

希望食品下设新津、北京和九寨沟肉制品深加工基地，洪雅生猪屠宰基地，若尔盖、红原等牦牛屠宰及加工基地。公司目前产品主要有熟食和调理品，主要生产和销售“美好”牌系列高、低温肉制品、蛋制品和牦牛肉系列熟食产品，调理品主要是指鸡鸭的副食品（半熟食品）。近年来，公司熟食及调理品产量稳定提升，2015 年，熟食和调理品产量分别为 5.22 万吨和 4.99 万吨。毛利率方面，公司调理品毛利率呈现稳定增长态势，2015 年为 14.54%；熟食产品由于市场竞争激烈，毛利率有所波动，2015 年为 29.53%。2016 年 1~3 月，公司熟食和调理品产量分别为 1.34 万吨和 1.67 万吨，肉制品综合毛利率为 22.15%，较 2015 年保持稳定。

（3）养殖业务

畜禽养殖是公司的重要业务，在公司农牧产业链中居于中间位置，连接着前端的饲料和后端的肉制品业务，公司禽养殖基地主要集中于山东地区，生猪养殖基地主要集中于四川地区。目前，公司已构建肉鸡、肉鸭、生猪三条产业链，在山东、河南、东北多地建设养殖基地，并与国外多家企业合作推广优良禽品种的繁育。2015 年，为加强养殖基地建设，构建更加紧密协同的农牧食品产业链，公司在农牧端逐步推动经营模式转变，以一定半径区域内公司自营的饲料厂、屠宰厂与养殖规模户、养殖合作社结合，打造一体化聚落，通过向养殖、食品环节适度让利，加强与养殖户的联系，使农牧业利润更多地从养殖户收入增加、肉品品质提升上得到体现。截至 2016 年 3 月底，公司下属养殖场 39 家，下属养殖场设计规模家禽 16334 万只、种猪 33484 头、仔猪 331122 头、肥猪 562956 头。

近年来，公司养殖业务发展较快，主要来自于生猪养殖规模扩大的推动，特别是 2015 年以来，生猪价格进入新一轮上涨周期，生猪养殖业务对公司毛利润贡献加大。2015 年公司继续加强对养殖业务的产能优化，不断提升养殖环节的效率，种猪、仔猪和肥猪养殖产量均同比大幅增长，分别为 43148 头、408621 头和 421060 头；家禽养殖产量同比保持相对稳定，为 49731 万只。

2016 年一季度，公司家禽养殖产量为 10857 万只；种猪、仔猪和肥猪养殖产量分别为 15281 头、108937 头和 127552 头，分别占 2015 年全年的 35.42%、26.66%和 30.29% ，产量继续稳步提升。

表 10　近年公司养殖业产量

（单位：万只、头）

产品	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
家禽	50342	49731	10857
种猪	37900	43148	15281
仔猪	285100	408621	108937
肥猪	249700	421060	127552

资料来源：公司提供

总体看，公司养殖业务在经历周期性低迷后从 2015 年开始经营业绩明显提升，其中生猪养殖受益于公司在前几年低谷期的适时投入，加之恰逢养猪行业本轮周期的上行反弹阶段，对公司毛利润贡献明显增长，或有望成为公司未来业绩新的增长点。

（4）其他业务

贸易业务

公司贸易板块业务主要由山东新希望六和集团有限公司商贸部经营，目前业务品种包括磷酸氢钙、设备、饲料原料采购。近三年一期，公司贸易业务收入分别为 10.13 亿元、12.20 亿元和 7.67 亿元，主要来自于饲料相关原料的贸易收入。2015 年，公司贸易业务实现营业利润-1.77 亿元，同比大幅下降。

包装业务

公司包装业务主要由下属子公司四川新乐塑胶有限公司经营，产品包括普通编织袋及复膜彩印袋二大类，以粮食、饲料、化工包装袋为主，该公司现有两条完整生产线，产能达 5000 万条/年。2015 年包装业务实现销售收入 2808.07 万元，同比增长 5.70%。2015 年，公司包装业务实现营业利润 3.52 万元，同比增长

110.19%。

金融投资

截至2016年3月底，公司持有中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）股份152360.61万股，持股比例为4.18%，为其第五大流通股股东。公司持有民生人寿保险股份有限公司（以下简称“民生人寿”）20352万股，持股比例为3.39%。近年来民生银行的经营业绩持续向好，公司亦因此取得了良好的投资收益；民生人寿自2010年开始连续盈利，在资产规模、盈利水平及偿付能力等各方面均呈现出良好的增长态势。

近年来民生银行的经营业绩持续向好，公司亦因此取得了良好的投资收益。2015 年，公司来自民生银行的投资收益为 20.60 亿元，同比保持相对稳定，在公司利润总额中的占比为 64.78%，对公司利润总额贡献大，且稳定性较好。

2. 经营效率

2015 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数分别为 136.84 次、14.43 次和 1.79 次，公司经营效率高。

3. 在建项目

截至 2016 年 3 月底，公司在建项目主要包括：德州新希望六和农牧有限公司新建德州市夏津县年出栏 34 万头商品猪一体化核心种猪群养殖项目、新希望六和饲料股份有限公司中试基地项目、乐亭馨美滋食品年屠宰 3000 万只肉鸡及配套商品鸡场项目等，计划总投资 15.25 亿元所需资金全部自筹，截至 2016 年 3 月底，已投资 7.13 亿元。未来三年计划投资 8.12 亿元，资本支出压力不大。

表 11 公司在建项目（单位：亿元）

项 目	建设内容	计划	截至 2016 年 3 月底已投资	年度投资计划		
		总投资		2016 年 4~12 月	2017 年	2018 年
德州新希望六和农牧有限公司新建德州市夏津县年出栏 34 万头商品猪一体化核心种猪群养殖项目	生猪养殖	3.50	1.80	1.20	0.50	0
成都希望食品扩建年产 3.5 万吨火腿肠	熟食	0.79	0.50	0.20	0.09	0
单县六和饲料有限公司食品分公司年屠宰加工 3000 万只肉鸭建设项目	屠宰	0.62	0.39	0.23	0	0
潍坊寒亭新建年产 12 万吨预混料项目	饲料	0.61	0.28	0.33	0	0
海阳新希望六和饲料有限公司年产 24 万吨饲料生产加工项目	饲料	0.25	0.25	0	0	0
新希望六和饲料股份有限公司中试基地项目	办公楼	3.50	1.29	1.60	0.61	
绵阳畜牧 30 万头生猪产业链	生猪养殖	1.02	0.62	0.30	0.10	0
乐亭馨美滋食品年屠宰 3000 万只肉鸡及配套商品鸡场项目	肉鸡一体化	2.00	0.92	0.60	0.48	0
灵宝新希望年产 24 万吨饲料项目	饲料	0.44	0.31	0.13	0	0
红原牦牛屠宰项目	屠宰	0.57	0.19	0.15	0.20	0.03
宣城扩建饲料生产线项目	饲料	0.28	0.15	0.13	0	0
江油扩建生猪养殖场项目	养殖	0.20	0.15	0.05	0	0
昌图新建年产 18 万吨饲料项目	饲料	0.25	0.14	0.06	0.05	0
茂名六和项目	饲料	0.66	0.14	0.3	0.12	0.10
宁夏新希望项目	饲料	0.56	0,08	0.20	0.20	0.16
合计		**15.25**	**7.13**	**5.48**	**2.35**	**0.29**

资料来源：公司提供

4. 未来发展

公司致力于畜禽产业价值链的价值与创造，专注于生鲜肉制品及熟制食品品质、成本以及效率的改善。

未来公司将从一家生产饲料的公司，延伸到养禽、再延伸到养猪；产品延伸到服务、再

延伸到解决方案；从生产延伸到产业、再延伸到综合服务商；从饲料延伸到养殖、再延伸到食品；从养殖户延伸到养殖合作、再延伸到养殖数据及价值；从中国延伸到亚洲、再延伸到欧非。

公司采用“基地+终端”的模式，在供给侧，依靠高品质的饲料产品，综合性的技术服务、金融服务等，积极掌握养殖基地，开展高效养殖；在需求侧，坚定地推动公司整体向消费终端延伸，通过产品研发、渠道优化，在改善食品供应链效率的同时，为消费者提供安全、营养的肉食品。

公司为保持行业总体规模与市场地位的领先，将运用前瞻性、开拓性、包容性与创新性的思维看待行业发展趋势，通过公司内部沉淀30余年产业链运营管理经验，积极采用创新发展模式，开拓创新，使用资产或股权收购、资产重组、产业金融化、商业模式创新等多种发展方式。

八、募集资金使用情况

截至2016年6月底，公司募集资金已按募集用途使用完毕，资金用途未发生改变。

九、财务分析

公司提供的2015年会计报表由四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计结论；公司2016年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2015年公司合并范围有453家子公司，公司子公司主要为饲料、养殖、屠宰及肉制品加工企业。涉及变动的子公司规模较小，对财务数据可比性影响不大。

截至2015年底，公司（合并）资产总额352.17亿元，所有者权益241.36亿元（含少数股东权益48.69亿元）；2015年，公司实现营业收入615.20亿元，利润总额31.80亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额361.86亿元，所有者权益249.16亿元（含少数股东权益50.32亿元）；2016年1～3月，公司实现营业收入122.39亿元，利润总额9.03亿元。

1. 盈利能力

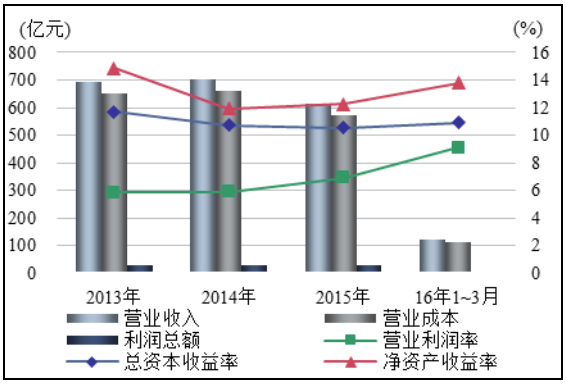
2015年公司营业收入为615.20亿元，同比下降12.13%，主要是受饲料收入下降的影响。营业成本的变动趋势与营业收入保持一致。

2015年公司期间费为33.80亿元，相对稳定，主要是管理费用和销售费用。公司期间费用占营业收入的比重为5.49%，公司期间费用控制能力较强。

作为民生银行的第四大流通股股东，公司长期股权投资产生的投资收益对公司利润贡献较大，2015年公司投资收益在利润总额中的占比为76.49%，同比下降1.95个百分点。2015年，受民生银行净利润增加影响，公司投资收益为24.33亿元。当期，公司收到民生银行现金分红2.96亿元。

2015年，公司利润总额持续增长，为31.80亿元，但对投资收益依赖程度较大。

图8　近年来公司盈利情况



资料来源：公司财务报表

从盈利指标看，2015年公司营业利润率为6.91%，较2014年上升1.01个百分点；2015年总资本收益率为10.57%，同比下降0.17个百分点；2015年净资产收益率为12.26%，同比上升0.32个百分点。

2016年1~3月，公司实现营业收入122.39

亿元，同比下降 7.14%；利润总额为 9.03 亿元，同比增长 17.20%；营业利润率为 9.09%，较 2015 年上升 2.18 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司主业盈利能力保持相对稳定，投资收益规模大且稳定，对利润总额贡献较大，公司整体盈利能力较强。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，公司经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金为主，2015 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 649.30 亿元，同比下降 12.32%，下降的主要原因是饲料业务收入的下降；公司经营活动现金流出以购买商品、接受劳务所支付的现金为主，2015 年为 564.45 亿元，同比下降 16.14%；公司收到的其他与经营活动有关的现金 4.03 亿元，主要由收到的各种暂收款、补贴、代扣款、银行存款利息收入构成；支付的其他与经营活动有关的现金 15.93 亿元，主要由销售费用、管理费用、支付的各种暂借款等构成；2015 年公司经营活动现金流量净额为 31.88 亿元，同比增长 137.20%。收入实现质量方面，2015 年为 105.54%，同比略微下降，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2015 年公司投资活动现金流入为 53.80 亿元，同比下降 62.71%，主要是收回投资收到的现金大幅减少所致，构成仍以收回投资收益收到的现金（占 89.96%）为主；2015 公司投资活动现金流出为 69.41 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金（17.67 亿元）和投资支付的现金（51.72 亿元），其中投资支付的现金主要为购买理财产品、股票、期货等。2015 年公司投资活动产生的现金净额为-15.61 亿元，净流出量比去年增加 5.37 亿元。

2015 年，公司筹资活动前现金流净额为 16.27 亿元，公司经营活动产生的现金流净额能覆盖投资支出需求。

从筹资活动来看，2015 年筹资活动现金流入主要来自取得借款收到的现金（主要为补充流动资金筹措的短期借款）和吸收投资所收到的现金；筹资活动现金流出主要为偿还本息和分配利润、股利所支付的现金。2015 年筹资活动产生的现金流量净额为-11.75 亿元，2015 年公司筹资活动现金流量净额较上年较快减少，主要由于吸收投资收到的现金减少所致。

2016 年 1~3 月，公司实现经营性净现金流 7.19 亿元，较去年同期增长 97.11%，主要是公司提高资金使用效率，降低存货、应收账款占用资金所致；现金收入比为 105.11%；公司投资活动现金流量净额为-0.05 亿元；筹资活动现金净额-2.38 亿元。

总体看，2015 年公司经营活动现金流规模较大，收入实现质量一般，经营活动产生的现金流量净额能够覆盖投资性资本支出。

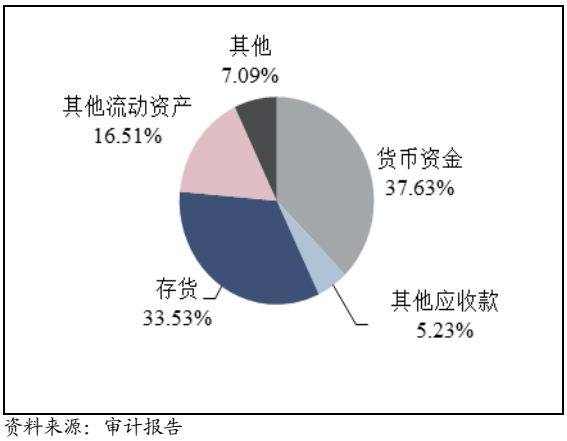
3. 资本及债务结构

截至 2015 年底，公司资产总额 352.17 亿元，公司流动资产和非流动资产分别占 28.12%和 71.88%，公司资产结构以非流动资产为主。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产 99.03 亿元，主要由货币资金（占 37.63%）、存货（占 33.53%）和其他流动资产（占 16.51%）构成。

图 9　2015 年底公司流动资产构成情况



资料来源：审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金为 37.27 亿元，主要是银行存款（占 92.08%）和其他货币资金（占 7.79%），其中受限货币资金规模较

小，为 0.09 亿元。

公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产主要是控股子公司购买的货币基金、股票，2015 年为 0.27 亿元，同比下降 53.45%。

截至 2015 年底，公司应收账款 3.87 亿元，主要是应收货款。公司采用信用分析法考虑账龄、地域、款项性质和结算方式等因素计提坏账准备，2015 年坏账准备余额 1.00 亿元，综合计提比例为 20.51%，计提比例充分；欠款数额较大的前 5 位客户占应收账款总额的 19.00%，集中度一般。

截至 2015 年底，公司其他应收款 5.18 亿元，同比变化不大，构成主要是暂借款。2015 年公司坏账准备余额 1.77 亿元，计提比例 25.48%，计提充分；欠款数额较大的前 5 位客户占其他应收款总额的 22.21%，集中度一般。

截至 2015 年底，公司存货 33.20 亿元，同比大幅下降，主要是公司销售规模下降导致安全库存降低，加之公司主动降低库存量所致；公司库存主要是玉米、豆粕等原材料以及肉食品等库存商品，原材料和库存商品分别占存货总额的 49.95%和 37.41%；其他存货主要为消耗性生物资产、自制半成品、周转材料、包装物等。2015 年的存货周转率为 14.43 次，同比变化不大，处于较高水平。2015 年，公司存货跌价准备余额 0.31 亿元，计提比例 0.93 %，计提水平较低，存在一定存货跌价风险。

截至 2015 年底，公司其他流动资产为 16.35 亿元，同比增长 36.13%，其中理财产品占 95.78%。

非流动资产

截至 2015 年底，公司非流动资产 253.14 亿元，以长期股权投资（占 56.84%）和固定资产（占 26.62%）为主。

截至 2015 年底，公司长期股权投资为 143.89 亿元，主要是对中国民生银行股份有限公司（持股 4.18%）的长期股权投资 130.12 亿元，公司对该投资采用权益法核算，截至 2015 年底共计持有 15.24 亿股。

截至 2015 年底，公司固定资产原值为 100.59 亿元，主要以房屋建筑物（占 50.63%）和机器设备（占 43.16%）为主，本年累计计提折旧 32.99 亿元，公司固定资产账面价值 67.38 亿元。

截至 2015 年底公司在建工程为 8.59 亿元，主要是饲料厂、食品加工和养殖公司改扩建工程。

截至 2015 年底，公司无形资产为 10.49 亿元，主要为土地使用权（占 97.65%）。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产 7.75 亿元，较上年小幅增长，构成以待抵扣增值税进项税（占 86.45%）为主。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额 361.86 亿元，较 2015 年底增长 2.75%，资产构成与 2015 年底相比变化不大。其中（1）应收账款同比增长 55.45%，主要系公司在饲料销售上采取给予客户一定的赊销额度，在年底收回欠款的销售政策，导致应收账款比年初数有所增长；（2）预收款项较 2015 年底增长 77.22%，主要是预付供应商原料款增加所致。截至 2016 年 3 月底，公司持有的民生银行股票中共计 2.85 亿股被质押，占公司持有民生银行股票总数的 18.70%。

总体看，跟踪期内，公司资产规模持续增长，资产结构保持相对稳定，资产流动性较好；长期股权投资持续为公司带来稳定的高额投资收益。公司整体资产质量较好。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 241.36 亿元，其中少数股东权益为 48.69 亿元，归属于母公司所有者权益为 192.67 亿元。归属于母公司的所有者权益中，以股本（占 10.82%）、资本公积（占 22.04%）、未分配利润（占 60.93%）为主。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益合计 249.16 亿元，较 2015 年底增长 3.23%，其中少数股东权益为 50.32 亿元，归属于母公司所有者权益合计 198.83 亿元，与 2015 年底相比，构成

变化不大。

总体看，公司所有者权益规模增长较快，但未分配利润占比较大，所有者权益稳定性弱。

负债

截至 2015 年底，公司负债合计 110.81 亿元，其中流动负债占 91.00%，非流动负债占 9.00%。

截至 2015 年底，公司流动负债为 100.83 亿元，同比略有下降，主要是短期借款和应付账款规模减少所致；构成上以短期借款（占 49.12%）、应付账款（占 16.53%）和其他应付款（占 12.97%）为主。

截至 2015 年底公司短期借款为 49.53 亿元，其构成主要为质押借款、保证借款和信用借款，分别占比 25.24%、37.35%和 32.95%。

截至 2015 年底，公司应付账款为 16.66 亿元，全部为供应商货款，账龄全部在一年以内。

截至 2015 年底，公司其他应付款为 13.08 亿元，主要是暂借款（占 31.18%）和各种暂收保证金（占 27.57%）。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 0.11 亿元，较上年大幅下降 96.35%，主要是 2014 年公司发行的 2 亿元短期融资券于 2015 年 10 月 15 日到期，全部偿还所致。

截至 2015 年底，公司其他流动负债为 8.00 亿元，全部为短期融资券，其中，2015 年发行的短期融资券“15 希望六和 CP001”将于 2016 年 8 月到期。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 9.98 亿元，同比下降 17.75%，主要系长期借款减少所致；构成来看，公司非流动负债以长期借款（占 78.09%）和递延收益（20.10%）为主。

截至 2015 年底，公司长期借款为 7.79 亿元，同比下降 24.87%，全部为保证借款（公司为新希望新加坡私人有限公司提供担保）。截至 2015 年底，公司递延收益 2.01 亿元，主要是政府补助。

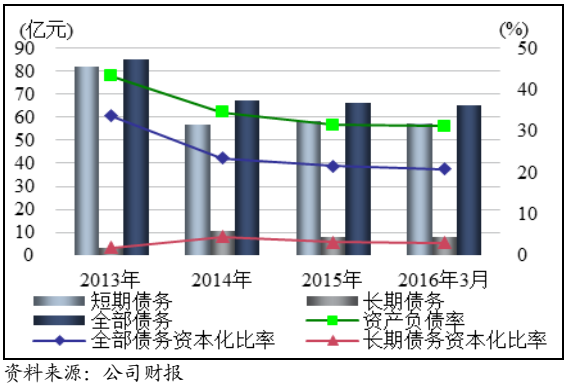
截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 112.71 亿元，较 2015 年底增长 1.71%（主要是预收款项增加所致），其中流动负债和非流动负债分别占 91.23%和 8.77%，负债结构较 2015 年底变化不大。

截至 2015 年底，公司全部债务总额 66.20 亿元，同比下降 1.46%，主要系长期债务减少所致。从债务结构来看，截至 2015 年底，公司短期债务和长期债务占比分别为 87.98%和 12.02%。

截至 2015 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率分别为 31.46%、21.52%和 3.19%。

截至 2016 年 3 月底，公司全部债务总额 65.34 亿元，较 2015 年底下降 1.30%，债务构成较 2015 年底变化不大；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 31.15%、20.78%和 3.06%，债务负担较 2015 年底略有下降。

图 10　2013～2016 年 3 月公司债务情况



资料来源：公司财报

总体看，跟踪期内，公司债务负担有所下架，但债务结构有待进一步优化。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2015 年公司流动比率为 98.21%；速动比率为 65.28%；2016 年 3 月底，上述比率分别为 100.91%和 71.78%，较 2015 年底均有所上升。从现金流对短期债务保护程度来看，2015 年公司经营现金流动负债比为 31.61%。总体看，公司经营活动现金流较充足，但考虑到公司流动资产中存货占比较高，流动负债中短期借款占比较高，公司短期偿债能力

尚可。

从长期偿债指标看，2015 年公司 EBITDA 为 44.23 亿元。2015 年 EBITDA 利息倍数为 15.02 倍，EBITDA 对利息保护能力强；2015 年全部债务/EBITDA 为 1.50 倍，EBITDA 对全部债务保护能力较强。总体看，公司整体偿债能力很强。

截至 2016 年 3 月底，公司累计获得的银行授信总额为 180.50 亿元，尚未使用额度为 136.59 亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为 A 股上市公司，具有较好的直接融资渠道。

截至2016年3月底，公司对外担保237.67万元，主要是对养殖户的担保，担保比率极低，或有风险极小。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业基本信用信息报告》(机构信用代码：G1051070104246640Y)，截至2016年5月25日，公司无未结清和已结清的不良及关注类信贷记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

作为国内规模最大的以饲料、养殖、屠宰及肉制品等为核心竞争力的产业集团公司，公司产业链完整，生产规模较大，市场占有率较高。目前公司资产和收入规模较大，主业盈利能力偏弱，但整体偿债能力较强。综合来看，公司整体抗风险能力强。

十、存续期债券偿还能力

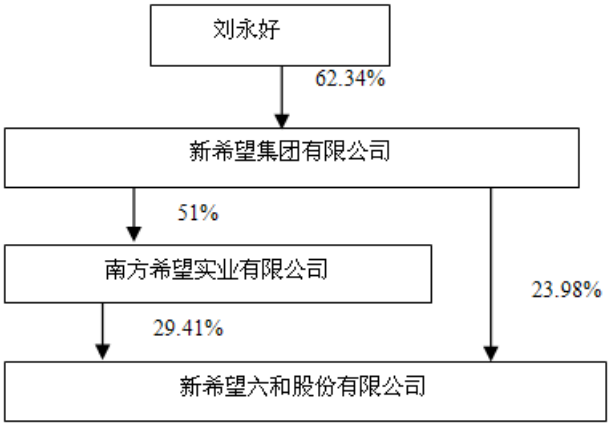
公司于2015年8月27日发行了短期融资券“15希望六和CP001”，发行额度8亿元，将于2016年8月27日到期。

截至2016年3月底，公司现金类资产（已扣除受限资金）合计42.62亿元，为待偿还债券本金的5.33倍。2015年公司经营活动现金流入量和净额分别为待偿还债券本金的81.67倍和3.99倍。公司现金类资产、经营活动现金流入量对“15希望六和CP001”的保障能力很强。

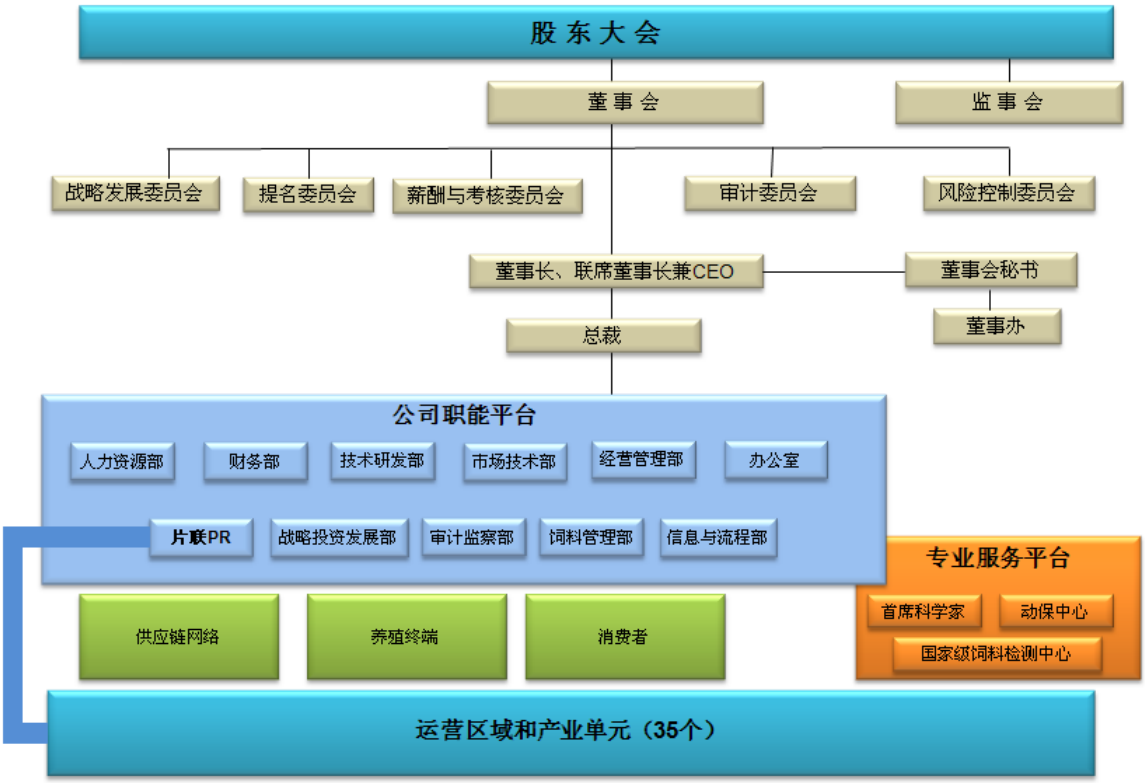
十一、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“15希望六和CP001”A-1的信用等级。

附件 1　　截至 2016 年 3 月底公司股权结构图和组织机构图



新希望六和股份有限公司组织架构图



附件 2　主要计算指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	34.27	33.89	37.61	42.62
资产总额(亿元)	295.35	334.01	352.17	361.86
所有者权益(亿元)	167.66	218.89	241.36	249.16
短期债务(亿元)	81.92	56.79	58.24	57.46
长期债务(亿元)	3.27	10.39	7.95	7.87
全部债务(亿元)	85.19	67.18	66.20	65.34
营业收入(亿元)	693.95	700.12	615.20	122.39
利润总额(亿元)	28.10	29.08	31.80	9.03
EBITDA(亿元)	40.91	42.73	44.23	--
经营性净现金流(亿元)	15.84	13.44	31.88	7.19
财务指标				
销售债权周转次数(次)	118.50	132.51	136.84	--
存货周转次数(次)	15.18	14.40	14.43	--
总资产周转次数(次)	2.56	2.22	1.79	--
现金收入比(%)	104.99	105.78	105.54	105.11
营业利润率(%)	5.85	5.90	6.91	9.09
总资本收益率(%)	11.69	10.74	10.57	--
净资产收益率(%)	14.86	11.94	12.26	--
长期债务资本化比率(%)	1.92	4.53	3.19	3.06
全部债务资本化比率(%)	33.69	23.48	21.52	20.78
资产负债率(%)	43.23	34.47	31.46	31.15
流动比率(%)	88.31	104.95	98.21	100.91
速动比率(%)	51.30	60.15	65.28	71.78
经营现金流动负债比(%)	12.92	13.05	31.61	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.82	9.22	15.02	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.08	1.57	1.50	--

注：2016 年一季度财务数据未经审计；长期债务包含长期应付款中的有息债务；短期债务包含其他流动负债中的有息债务；现金类资产已剔除受限货币资金。

附件 3　有关计算指标的计算公式

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-营业税金及附加）/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%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（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　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	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 5　短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含　义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息