

跟踪评级公告

联合[2014] 1135 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，维持新希望六和股份有限公司主体长期信用等级AA⁺，评级展望为稳定，并维持“13希望六和CP001”信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月四日



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跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA⁺ 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
13 希望六和 CP001	10 亿元	2013/9/9~2014/9/9	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 4 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	21.99	30.50	34.66	31.78
资产总额(亿元)	216.90	246.99	295.35	290.11
所有者权益(亿元)	123.68	144.87	167.66	171.61
长期债务(亿元)	13.81	8.92	3.25	7.25
全部债务(亿元)	54.46	65.06	85.17	80.35
营业收入(亿元)	716.40	732.38	693.95	147.45
利润总额(亿元)	36.22	24.75	28.10	4.19
EBITDA(亿元)	46.35	36.44	40.91	--
经营性净现金流(亿元)	21.22	20.52	15.84	-3.83
营业利润率(%)	7.07	5.33	5.85	4.34
净资产收益率(%)	27.04	15.14	14.86	--
资产负债率(%)	42.98	41.34	43.23	40.85
全部债务资本化比率(%)	30.57	30.99	33.69	31.89
流动比率(%)	107.03	94.34	88.31	87.75
全部债务/EBITDA(倍)	1.18	1.79	2.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.95	9.02	8.82	--
经营现金流动负债比(%)	26.99	22.29	12.92	--

注: 1.2014 年一季度财务数据未经审计。

2.2013 年公司全部债务包括计入其他流动负债的短期融资券

分析师

张丽 王慧

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、屠宰及肉制品、养殖等为核心竞争力的产业集团公司。跟踪期内,公司产能持续扩大,资产规模上升,债务水平适宜。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到饲料原材料价格不断波动,2013 年饲料市场行情低迷,疫情影响大,以及公司肉食及养殖盈利能力偏弱、债务结构不合理等因素对经营及信用水平带来的不利影响。

未来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,公司规模效应将逐步显现。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合考虑,联合资信维持公司主体长期信用级别 AA⁺,评级展望为稳定,并维持“13 希望六和 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司产业链较完整,产能规模大,品牌影响力强、区域市场占有率高。
2. 跟踪期内,公司资产规模持续增长,债务负担适宜。
3. 公司为民生银行的第一大流通股东,近年来投资收益快速增长,对公司利润贡献较大。
4. 公司现金类资产、经营活动现金流量对待偿还债券的保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内,饲料原材料价格呈上涨态势,公司饲料成本控制难度加大,公司整体毛利率较低。且饲料业务产能利用率较低。
2. 2013 年饲料行业整体下滑,公司饲料销量随之下降;“白羽肉鸡”舆情、“H7N9 流感”疫情对公司屠宰及肉制品和养殖业务的影响较大,2014 年一季度养殖业务亏损。

3. 公司正在积极拓展海外业务，目前以饲料及配套业务为主，受各国国情及政局影响，公司面临一定境外经营风险。
4. 公司有息债务中短期债务占比大，债务结构有待优化。

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“13 希望六和 CP001”到期内有效；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“13 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

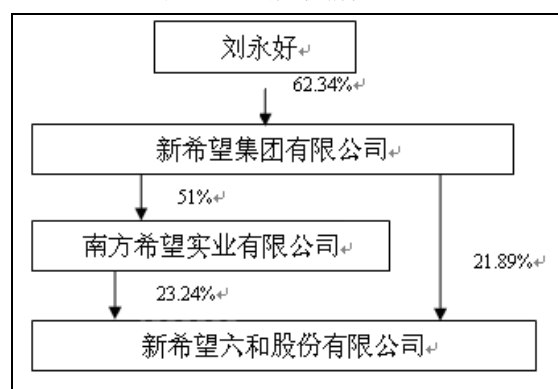
新希望六和股份有限公司（以下简称“公司”或“新希望”）原名为四川新希望农业股份有限公司，系经四川省人民政府川府函（1997）260 号文批准，于 1998 年 3 月 4 日由原绵阳希望饲料有限公司整体变更成立。成立时注册资本为 14002.00 万元。1998 年 3 月 11 日和 9 月 15 日，公司向社会公众公开发行的公众股 3600.00 万股和向内部职工发行的内部职工股 400.00 万股，分别在深圳证券交易所上市交易，股票代码：000876。公司股票上市后，经过 2000 年 5 月的转送股、2001 年 3 月的配股、2002 年 7 月、2002 年 10 月、2008 年 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重大资产重组事项：通过向南方希望实业有限公司（原名四川南方希望实业有限公司）、李巍、刘畅、成都新望投资有限公司、西藏善诚投资咨询有限公司（原名青岛善诚投资咨询有限公司）、西藏思壮投资咨询有限公司（原名青岛思壮投资咨询有限公司）、潍坊众慧投资管理有限公司、拉萨开发区和之望实业有限公司（原名青岛和之望实业有限公司）、西藏高智实业投资发展有限公司（原名青岛高智实业投资发展有限公司）、新疆惠德股权投资有限公司（原名山东惠德农牧科技有限公司）发行股份 9.05 亿股购买其各自持有的成都枫澜科技有限公司、四川新希望六和农牧有限公司（原名四川新希望农牧有限公司）、山东新希望六和集团有限公司（原名山东六和集团有限

公司）、新希望六和饲料股份有限公司（原名六和饲料股份有限公司）的股权，同时出售了房地产行业公司的股权、置换出了乳品行业公司的股权。公司于 2011 年 10 月 14 日完成了上述重大资产重组，完成后公司的经营业务、注册资本均发生变化，截至 2014 年 3 月底，公司注册资本总额 17.38 亿元。

刘永好先生通过新希望集团有限公司对公司控股，因此公司实际控制人为自然人刘永好先生。

图 1 公司产权情况



资料来源：公司提供

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

截至 2014 年 3 月底，公司拥有合并范围内子公司 435 家；本部设有办公室、财务部、审计监察部、人力资源部、技术研发部、经营管理部、投资发展部、饲料管理部、市场技术部、信息流程部共十个职能部门（见附件 1-1）。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 295.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 167.66 亿元；2013 年公司实现营业收入 693.95 亿元，利润总额 28.10 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产

总额 290.11 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 171.61 亿元；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 147.45 亿元，利润总额 4.19 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

1. 宏观经济

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中

国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平

稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013 年 11 月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖 15 个领域、60 项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制

度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013 年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

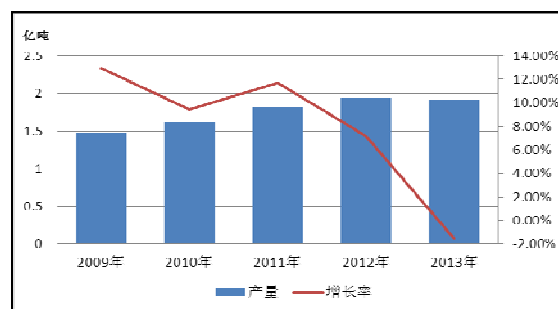
目前公司业务以饲料、屠宰及肉制品、养殖为主，是农牧业的重要组成部分。

1. 饲料行业

（1）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。

图 2 中国饲料产品产量走势

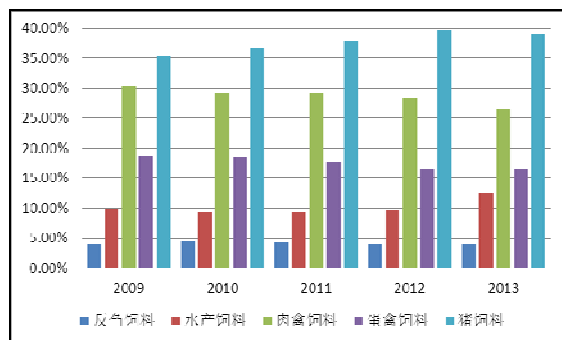


资料来源：中国饲料行业信息网

根据饲料协会预测数据显示,2013年全国饲料产量为1.91亿吨,相比去年下降了1.7%左右。2008-2012年之间饲料产量成体呈增长态势,尽管2013年饲料产量出现小幅下降,但是仍旧处于一个比较高的位置上。但是就增长率来看,2008-2012年期间,饲料产量的年增长率在8%-10%左右,而2013年下降至-1.7%,主要是2013年养殖市场不景气,特别是家禽饲料产量下降幅度大,其他猪饲料、水产饲料增长速度同样放缓。

从饲料种类上看,猪饲料产量居首,其次是肉禽饲料和蛋禽饲料,水产饲料和反刍饲料占比相对较小。2009-2012年,中国猪饲料产量占比逐年提高,而蛋禽饲料和肉禽饲料产量占比逐年下降,2012年上述三类饲料的占比分别为39.70%、28.35%和16.60%。2013年除水产饲料占比大幅上升后,其他饲养对象的饲料产量占比均有所下降。

图3 2009-2013年中国饲料总产量结构(按饲养对象)



资料来源：中国畜牧业协会、中国饲料工业协会

经过多年的发展,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) 上下游情况

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,单位占比约达到65%左右,豆粕作为动物生长过程中蛋白质摄取的主要来源,单位约占比为25%左右,因此饲料成本主要受玉米和豆粕价格的影响。

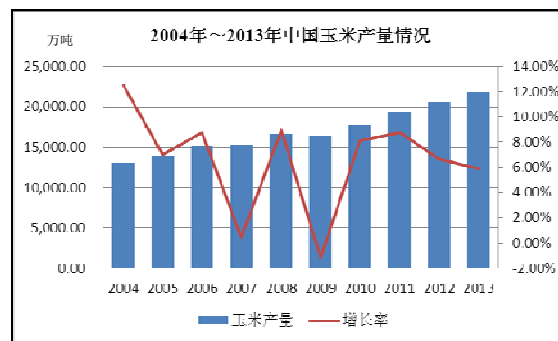
① 玉米

玉米产量再创历史新高

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。

从玉米产量来看,2004~2013年,随着玉米单产量的提高和种植面积小幅扩大,玉米产量波动增长,年均复合增长率为6.63%。2013年中国玉米产量为2.11亿吨,增幅为5.9%,为连续第五年增产。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4 2004~2013年中国玉米产量情况



数据来源：wind 资讯

玉米供应由紧转松

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、工业消费等三个方面。消费结构中饲料和工业加工约占总消费的90%,其中饲料消费占比维持在60%-65%。

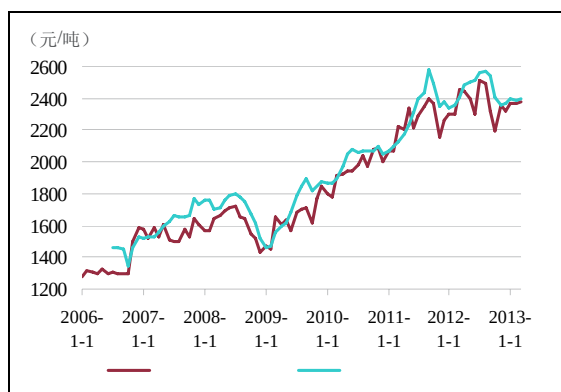
由于近几年玉米产量连续增收,而且期初库存不断积累增加;又由于下游饲用需求刚性增长缓慢以及工业消费维持平稳;从而导致了国内玉米期末库存不断增加,最终导致全年的库存消费比不断升高,2013年度玉米期末库存为9129万吨,库存消费比为46.63%,较2012年增长10.42%,国内玉米供需结构逐渐由偏紧转为宽松的局面,玉米自给率一直维持在98%左右。

玉米价格略有下降

2006~2013年,中国玉米价格上涨趋势明

显。2010 年玉米价格持续在高位区间运行，猪肉价格上涨致使生猪养殖意愿增强，从而增加了对玉米消费的需求，至 2010 年底玉米现货价为 2116 元/吨，较 2009 年同期上涨 12.31%。进入 2011 年，受美国不断下调玉米产量预期、国内生猪补栏增加，以及贵州等地旱情对玉米产量预期的影响，玉米价格持续上涨，于 2011 年 9 月达到年内高点，至 2597 元/吨；此后，新粮丰产并逐渐进入市场，玉米价格逐渐回落，至 2011 年底，玉米现货价格达到 2378 元/吨，较 9 月下降 8.43%。2012 年，受干旱天气导致玉米减产预期增强影响，玉米价格持续上涨，2012 年 6 月份，玉米现货价格达到 2504 元/吨，9 月底上涨至 2512.95 元/吨，之后玉米价格出现回调，2012 年底下降至 2370 元/吨。2013 年国内玉米市场价格基本呈现区间波动的走势，全年均价基本在 2350-2450 元/吨之间波动，年内价格波动仅 100 元/吨，主要是由于中国玉米市场供应增加、需求增速放缓导致。

图 5 2006~2013 年 4 月黄玉米价格情况



数据来源：wind 资讯

国际市场方面，2013 年在全球玉米丰产预期增强及转基因玉米频频遭遇退货等因素影响下，国际玉米市场价格持续下跌，并创下 3 年内低点。美国芝加哥期货交易所(CBOT)的玉米期货以 39.6%的价格跌幅成为商品跌幅榜的冠军。截至 2013 年最后一个交易日，CBOT 玉米价格为每蒲式耳 4.22 美分。这也是自 1960 年以来玉米价格跌幅最大的一年，主要是供给过剩所致。世界最大玉米生产国是美国，2013

年美国玉米产量超过 2009 年，创历史新高，接近 140 亿蒲式耳。

总体看，2013 年玉米市场，国内外由于丰产导致玉米供给宽松，玉米价格均出现下跌，国外玉米价格下跌幅度大于国内。国内玉米价格在玉米丰产以及深加工需求不足等多重利空因素压制下弱势运行，但托市政策和运费补贴的利好支撑下，玉米价格跌幅有限。

②豆粕

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。豆粕价格基本为大豆价格的 80%~85%。

中国大豆供给进口依赖程度高，大豆进口量持续增长

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。近年来，中国大豆进口量上升趋势非常明显。海关公布的数据显示，中国 2013 年大豆进口量为 6340 万吨，令中国进口大豆规模突破 6000 万吨规模。2012 年中国进口大豆 5838 万吨，进口均价为每吨 599.3 美元。这一数量相比 2004 年增长了 189%，比 10 年前增长了 4 倍。进口量的快速增加令国内大豆产业对外依存度骤增。截至 2013 年年底，进口大豆已占国内供给总量 80%以上，进口量连续三年创历史新高。

2013 年全国大豆种植面积继续下滑，创下自 1980 年有统计数据以来的新低，主要原因是与玉米、稻谷相比而言，大豆的比较种植效益低下，导致大豆种植面积自 2010 年开始连续缩减。国家粮油信息中心 2013 年 12 月预测，2013 年中国大豆播种面积为 685 万公顷，同比减少 4.5%；大豆平均单产为 1.781 吨/公顷，同比下降 2.1%；大豆总产量为 1220 万吨，同比下降 6.5%。

表 1 中国大豆供需数据分析

项目	2009	2010	2011	2012	2013
播种面积 (万公顷)	880	840	765	720	685
国内产量(万吨)	1450	1440	1350	1260	1275
消费总量(万吨)	5501	6885	7010	7683	7853

进口总量(万吨)	5034	5234	5923	6100	6650
进口占比(%)	91.51	76.02	84.49	79.40	84.68

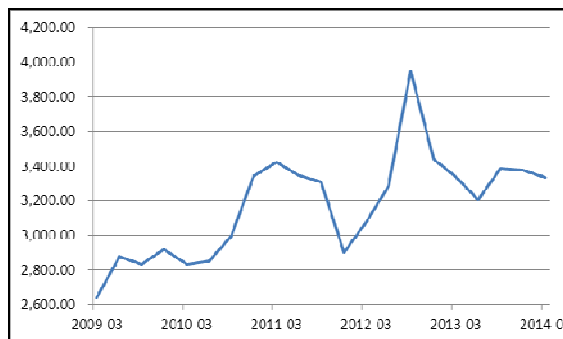
资料来源: wind 资讯

注: 2013 年中国大豆播种面积为国家粮油信息中心 2013 年 12 月预测值

国内豆粕价格大幅度波动, 给畜牧业的成本控制带来较大难度

受国际大豆价格变动影响, 国内豆粕价格近年来波动较大。2011 年, 受国际市场需求低迷、大豆价格波动下降, 豆粕价格随之波动下降, 截至 2011 年底, 豆粕期货收盘价为 2850 元/吨, 较年初下降 14.62%。进入 2012 年以来, 豆粕价格波动较大。2013 年国内豆粕现货市场上半年呈现“过山车”走势, 下半年筑底大幅反弹达年内高点后震荡下调。2014 年一季度豆粕市场整体表现偏弱, 主要受国内终端养殖业惨淡, 油厂亏损严重, 豆粕现货价格跌势较为明显, 截至 3 月底, 豆粕现货日成交均价为 3600 元/吨, 较年初下跌近 200 元/吨。

图 6 2009~2014 年 3 月中国豆粕期货价情况



数据来源: wind 资讯

豆粕价格受大豆价格的影响较大, 未来大豆行情的不明朗, 使得豆粕价格也存在诸多不确定因素, 此外豆粕作为大豆压榨豆油的副产品, 在受大豆原材料价格主导影响外, 油脂加工企业短期市场操控对其也存在一定影响。

总体看, 受玉米和豆粕价格波动影响, 养殖企业饲料成本控制难度加大。

(3) 行业关注

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。

(4) 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。

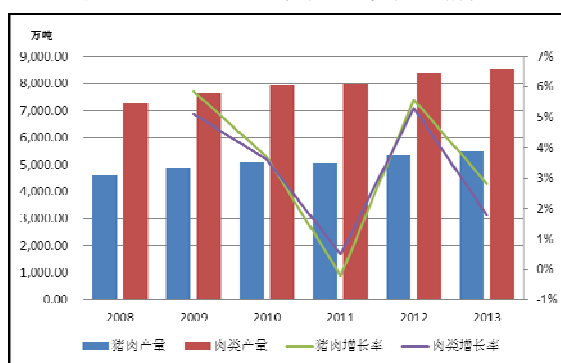
2. 养殖和肉食加工业

(1) 行业现状

畜牧业是农业的重要组成部分, 养殖和肉食加工是其重要的环节。2004~2012 年, 中国肉类总产量年均复合增长率 1.84%, 2013 年中国肉类总产量 8536 万吨, 同比增长 1.81%, 其中, 猪肉产量 5493 万吨, 同比增长 2.96%。

中国畜牧业是市场充分竞争性行业，从事畜牧业企业多为分散的传统的个体经营方式，集约经营的规模化企业较少。从中国畜牧产业结构来看，中国畜牧业下游精深加工方面还比较薄弱，以养殖产业为主导，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。

图7 2008~2013年中国肉类产量情况



资料来源：wind资讯

畜禽养殖行业

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；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。

专业肉鸡和肉猪养殖模式经营周期较短。一般情况下，鸡出栏周期在1~2个月，猪出栏周期在3~6个月。专业肉鸡和肉猪养殖模式不需要育种，相对养殖技术水平要求较低，比较适合农户和小型饲养企业。这种模式是目前中国养殖生产结构中的主要力量。

专业种鸡和种猪养殖模式主要是引进、培养、繁殖祖代猪和祖代鸡，通过祖代猪和祖代鸡来较大规模繁殖种鸡和种猪（父母代），再利用父母代来大规模繁殖仔鸡和仔猪，通过销售仔鸡和仔猪来获取收益的模式。专业种鸡和种猪养殖模式对种鸡和种猪要求较高，对育种和基因技术

要求较高。由于祖代、父母代和种代繁衍周期较长，一般在1~2年，且市场对种鸡和种猪需求具有不确定性，所以专业种鸡和种猪养殖模式对市场判断能力和养殖技术水平要求较高，经营收益也相对大于专业肉鸡和肉猪养殖模式。

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。

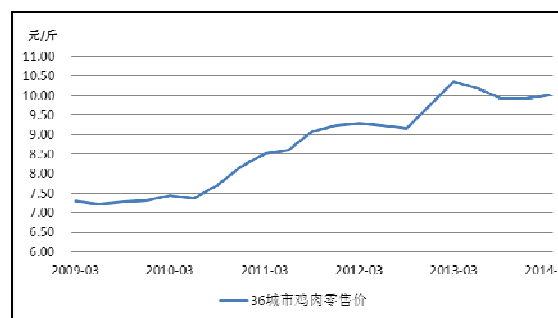
肉食加工业

①肉鸡

近十年来，中国肉鸡产业发展迅速，根据中国畜牧业信息网数据显示，中国鸡肉产量由1997年的729万吨提高至2013年的1335万吨。目前中国鸡肉产量已超过欧盟，为世界第二大鸡肉生产国。

从肉鸡消费来看，近十几年来，人均鸡肉消费量显著提升，但与世界其他国家相比，中国鸡肉人均消费量仍处于较低水平，主要是由于中国肉类消费偏重猪肉所致。目前中国前三大鸡肉消费地区为广东省、广西省和海南省，这三大地区人均鸡肉消费水平基本等同于欧盟地区人均鸡肉消费水平。

图8 2009~2014年3月36个城市鸡肉零售价



资料来源：Wind资讯

从肉鸡市场价格来看，由于农产品定价的市场化程度较高，对市场的供需调节能力较强，因

此需求量、疫情和肉鸡存出栏量对肉鸡短期市场价格影响较大，但饲料成本则影响肉鸡长期价格走势。

近几年，肉鸡价格波动较大。2010 年上半年，中国肉鸡市场整体处于下滑态势，其后，由于受肉鸡市场供应减少以及中国宏观经济通货膨胀的影响，鸡肉价格一路走高，截至 2011 年底，中国 36 个重点城市的鸡肉平均零售价格为 9.22 元/公斤，较年初上涨 11.55%。2012 年初，因元旦与春节期间鸡肉需求旺盛，鸡肉价格上涨至 9.37 元/公斤。随后受猪肉供给量大幅增加肉价持续下降影响，鸡肉价格自 2 月起开始下滑，9 月中国 36 个重点城市的鸡肉平均零售价降至 9.17 元/公斤的低点，之后鸡肉价格一路走高，2012 年底鸡肉价格上涨至 9.45 元/公斤，比年初增长了 3.39%。进入 2013 年，中国肉鸡业在生产严重过剩、市场持续低迷的困境中，遭遇“白羽肉鸡”事件和“H7N9 流感”风波双重打击，禽类食品产销急剧下降，损失超过 1000 亿元。春节前鸡肉价格波动上涨，达到今年以来最高的 10.35 元/斤，随后波动下跌，9 月底鸡肉价格达到本年最低价 9.91 元/斤，之后维持该水平，2013 年底鸡肉价格 9.92 元/斤。2014 年一季度，鸡肉价格无明显起色，截至 2014 年 3 月为 10.00 元/斤。

②

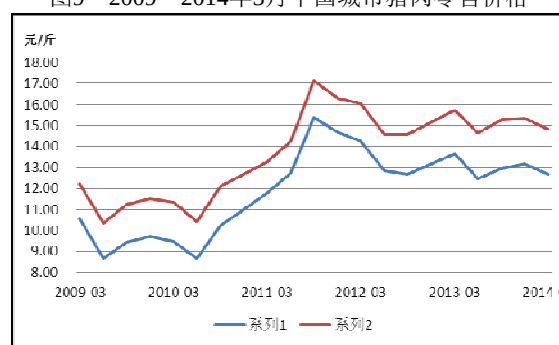
猪肉作为中国第一大消费肉类，近十年来，随着中国人口的增长，加之生活水平的提升，对猪肉需求逐步增多。目前中国猪肉产量已占世界总产量的一半。生猪的屠宰量反映了市场的需求，2011-2013 年中国生猪定点屠宰企业屠宰量分别为 6.67 亿头、6.62 亿头、6.94 亿头；2011-2013 年中国生猪存栏量分别为 1788.67 万头、1857.08 万头和 1942.85 万头，生猪屠宰量和存栏量稳中有升，保障了国内猪肉市场的供应。

从猪肉市场价格来看，影响猪肉价格的因素基本与肉鸡相同，疫情和生猪存出栏量对猪肉短期市场价格影响较大，只是由于猪的成长周期相对鸡而言较长，因此短期市场价格调整周期相对

有所延长；饲料成本仍是影响猪肉长期价格走势的重要因素。此外，由于养猪相对养鸡的占地面积较大，对土地的需求较多，因此土地成本也成为影响猪肉长期市场价格走势的重要间接因素。

由于 2011 年中国进口猪肉逐步增加，猪肉价格过快上涨幅度得到一定抑制。截至 2011 年底，中国 36 个重点城市猪肉精瘦肉零售价格为 31.72 元/千克，较年初上涨 23.71%。受上年猪肉行情较好影响，2012 年养殖户补栏增加，同期消费需求有所回落，猪肉价格持续下跌，7 月猪肉价格跌至 28.72 元/公斤，同比降 15.73%，创下 2011 年 5 月以来的新低。8 月猪肉价格开始缓慢回升，2012 年年底猪肉价格回升至 30.04 元/公斤，比年初下降了 7.85%。

图9 2009~2014年3月中国城市猪肉零售价格



资料来源：Wind资讯

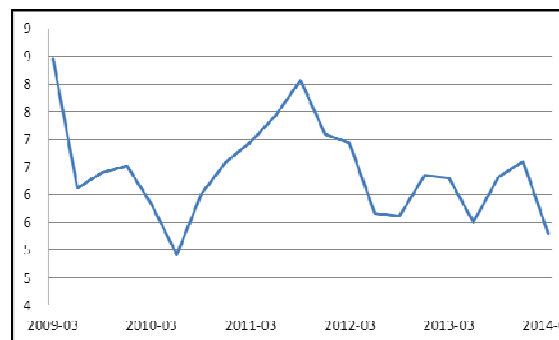
进入 2013 年，受春节效应的影响，1 月份猪肉价格维持较高水平，随着需求的减弱以及生猪供应格局总体比较偏松的影响，1 月底开始猪肉价格持续回落，4 月底降至 1~9 月份内的最低点，5 月份开始，随着国家多次启动收储计划以及生猪供求关系的改善，猪肉价格开始缓慢回升。后期随着节日的来临，随着节日来临和气候影响，猪肉需求量逐步增加。截至 12 月，全国猪肉平均价格为 24.77 元/公斤，环比 11 月上涨 0.43 元/公斤，涨幅为 1.77%。

2014 年以来，生猪养殖存在较严重的产能过剩，一部分养殖户过分看好春节前后的生猪行情而大量补栏，但节前生猪价格却迅速下滑，节后，不能继续存栏的生猪只能扎堆上市，造成价格恐慌性下降。此外，近年居民消费升级导致牛

羊肉替代猪肉作用明显,猪肉需求总量增长幅度下降,致使生猪养殖业步入中、深度亏损已经持续数月,截至 2014 年第 17 周,猪肉平均价格 18.80 元/千克,同比去年同期猪肉价格下跌 2.40 元/公斤,跌幅为 11.32%。

另外,生猪价格和饲料价格波动较大,导致猪粮比也大幅波动。2009 年上半年猪粮比价波动下降,随后在 2009 年 6 月份开始出现反弹,但 2010 年上半年又出现下降,并于 2010 年创下 4.7 的阶段低位,此后开始大幅反弹,并于 2011 年 7 月创下 8.5 的阶段新高,随后开始波动下降,并于 2012 年 4 月跌破 6:1 的盈亏平衡点,部分地方养殖户出现明显亏损。截至 2012 年底,全国大中城市猪粮比价为 6.95。为防止生猪价格过度下跌,发展改革委等六部门于 2012 年 5 月 11 日联合发布了《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》,要求各地适时开展猪肉收储工作,猪肉价格过快下跌的趋势或将得到抑制。2012 年下半年猪粮比持续走高,生猪存栏量持续处于高位。2013 年 3 月~7 月猪粮比价持续在 6:1 以下,在 4 月份达到全年最低点 5.24:1,国家在 4 至 5 月份紧急实施收储政策,在一定程度上大大缓解了生猪市场亏损的尴尬局面,从 5 月开始全国猪粮比价开始缓慢回升,生猪价格首次温和性上扬。8 月初,猪粮比回升至 6.32:1,多数地区已经进入保本区间,自繁自养已经能够盈利。进入 10 月,饲料成本回落,猪粮比价保持平稳态势,养殖盈利持续好转。进入 12 月,虽然生猪价格还是保持相对平稳的震荡状态,但全国猪粮比已经小幅上扬,截至 12 月 9 日,全国猪粮比价为 6.60:1,养殖效益大幅回升,自繁自养可达到 300 元/头,进入年内盈利偏高区间。综合来看,2013 年全国猪粮比价平均水平为 6.15:1,较 2012 年的 6.25:1 下跌 1.6%,生猪市场亏损 5 个月有余。

图 10 2009~2014 年 3 月 22 个省市猪粮比价



资料来源: Wind资讯

总体看,受粮食价格波动、短期肉类市场供需调整加大以及养殖疫情爆发等因素影响,近几年,鸡肉、猪肉价格波动较大;养殖行业较强的周期性特征使得小型养殖企业仍面临较大市场风险,而具有规模优势、市场优势及多元化生产布局的大型养殖企业将表现出更强的抗风险能力,有望在竞争中进一步做大做强。

(2) 行业关注

病疫对畜牧业的影响大

病疫是畜牧业发展的重要影响因素,近几年,中国部分地区暴发高致病性流感,对当地养殖企业冲击较大,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,病疫的可控性使得养殖行业又可以在一定时间内恢复。

饲料价格波动,畜牧业成本控制难度加大

如上文饲料行业的分析,2013 年玉米市场,国内外由于丰产导致玉米供给宽松,玉米价格均出现下跌,国外玉米价格下跌幅度大于国内。国内玉米价格在玉米丰产以及深加工需求不足等多重利空因素压制下弱势运行,但托市政策和运费补贴的利好支撑下,玉米价格跌幅有限。受国际大豆价格变动影响,国内豆粕价格近年来波动较大。因此,养殖业饲料成本的控制难度进一步加大。

(3) 行业发展

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。

总体来看，中国是农牧业大国和人口大国，农牧业在国民经济发展和促进城乡居民生活水平提高等方面具有特殊重要性，农牧业是国家重点扶持的产业，国家在税收及补贴方面给予较多的支持，为农牧行业的发展提供较好的外部支持及发展环境。

3. 区域经济概况

公司的业务遍布于全国各地，其中成都片联¹和山东片联²是公司收入的主要来源。

¹ 原成都中心更名为成都片联，即成都片区联合运管委员会。

² 原青岛中心更名为山东片联，即成都片区联合运管委员会。

成都

近年来，成都市经济快速发展，2013 年全市实现地区生产总值 9108.9 亿元，同比增长 10.2%。其中：第一产业实现增加值 353.2 亿元，增长 3.6%；第二产业实现增加值 4181.5 亿元，增长 12.2%；第三产业实现增加值 4574.2 亿元，增长 8.8%。按常住人口计算人均生产总值 63977 元，增长 9.3%。一、二、三产业比例关系为 3.9：45.9：50.2。

2013 年成都市地方公共财政收入 898.5 亿元，比上年增长 16.6%；其中税收收入 665.7 亿元，增长 16.5%。全年公共财政支出 1162.6 亿元，增长 20.4%。

2013 年成都市全年实现农业总产值 584.6 亿元，同比增长 3.5%。其中种植业 308.2 亿元，增长 6.9%；牧业实现产值 235.1 亿元，下降 0.9%。全年农作物播种面积 75.9 万公顷，其中粮食播种面积 39.8 万公顷。粮食总产量 243.1 万吨，下降 2.8%；肉类总产量 68.7 万吨，增长 0.6%。

山东省

近年来，山东省经济运行稳中有进。初步核算，2013 年山东省实现生产总值 (GDP) 54684.3 亿元，按可比价格计算，比上年增长 9.6%。其中，第一产业增加值 4742.6 亿元，增长 3.8%；第二产业增加值 27422.5 亿元，增长 10.7%；第三产业增加值 22519.2 亿元，增长 9.2%。产业结构调整稳步推进，三次产业比例由上年的 8.6:51.4:40.0 调整为 8.7:50.1:41.2。人均生产总值 56323 元，增长 9.0%，按年均汇率折算为 9094 美元。

2013 年山东省农牧业稳定发展。农业增加值 2649.0 亿元，比上年增长 4.3%；牧业增加值 975.1 亿元，增长 1.9%。畜牧业生产基本稳定。生猪存栏 2931.4 万头，增长 1.0%；生猪出栏 4797.7 万头，增长 4.3%；家禽存栏 62103.9 万只，下降 2.7%；家禽出栏 183726.7 万只，下降 2.5%。猪牛羊禽肉产量 763.3 万吨，增长 1.4%；禽蛋产量 396.2 万吨，下降 1.4%；牛奶

产量 271.4 万吨，下降 4.4%。创建国家级、省级示范场分别为 24 个和 276 个。主要畜产品抽检合格率在 99%以上。

总体看，近年来成都和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，养殖和肉类加工业的发展空间很大。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2014 年 3 月底，公司股本总额 17.38 亿股，控股股东新希望集团有限公司直接和间接持有公司 45.13%股份，实际控制人为自然人刘永好先生。

2. 企业规模

公司成立于 1998 年，并于 1998 年 3 月 11 日在深圳证券交易所上市，2011 年农牧资产重组上市，公司逐步发展成为大型农业产业化龙头企业。

公司立足农牧产业，业务涉及饲料、养殖、肉制品及金融投资等，业务遍及全国，并在越南、菲律宾、孟加拉、印度尼西亚、柬埔寨、斯里兰卡、新加坡、埃及等国家建成或在建 20 余家分子公司。

截至 2014 年 3 月底，公司拥有合并范围内子公司 435 家；屠宰及肉制品加工行业控股子公司 73 家，联营企业 1 家；养殖行业的控股子公司 79 家，联营企业 2 家。2013 年公司实现营业收入 693.95 亿元，其中饲料、屠宰及肉制品、养殖收入分别是 461.03 亿元、200.59 亿元、17.84 亿元。

公司先后获得多项殊荣和拥有多项中国名牌、驰名商标等。公司 2013 年收入规模居川企百强第 1 名，并在 2013 年《财富》杂志评选的中国企业 500 强中位列第 71 位。目前已拥有“美好”、“六和”、“国雄”、“嘉好”等 4

个中国名牌，“六和”1 个中国驰名商标以及“千喜鹤”、“六和”2 个奥运品牌。公司目前已通过 ISO9001 系列国际质量认证、OHSAS18000 职业健康安全管理体系认证、ISO14000 环境管理体系认证。

总体看，公司是国内规模最大的集饲料生产、养殖、屠宰及肉制品加工农牧产业一体化企业之一，并具有较为完整的农牧产业链，品牌优势突出，在规模和区域市场占有率等方面具有较为明显的竞争优势。

六、管理分析

跟踪期内，公司高管人员未发生变化。公司对子公司的管理办法进行了调整，其他方面管理制度未发生变更。

对子公司的管理方面，截至 2014 年 3 月底，公司拥有合并范围内子公司 435 家，子公司遍布全国各大省市及部分海外国家。2013 年 12 月公司对组织架构和区域运营管理进行了重组，主要为设立片联制，片联指片区联合运管委员会，并成立饲料管理部 and 市场技术部；对原成都中心和三北中心进行区域及业务重组，原成都中心更名为成都片区联合运管委员会，并成立成都服务中心；原三北中心撤分为五个区域。以规模、产业优势聚落、核心潜力区和文化特征为划分原则，在全国组建 17 个特区及片区，7 个事业部制的业务单元，6 个省级新区，1 个单列企业，4 个独立合作企业；由片联总裁代表总部负责区域及业务部门运营支持工作。具体来讲，公司通过委派董事、监事、高级管理人员等方式对控股子公司实施管理控制；同时，建立了就经营计划、重大业务事项和财务事项等的报告和审批制度，将财务、重大投资、人事及信息披露等方面工作纳入公司统一的管理体系；公司对控股子公司实行全面预算管理、统一资金控制和资源调控、内部审计等制度；公司各职能部门对控股子公司的相关业务与管理进行指导、服务和监督。

七、经营分析

1. 经营现状

2013 年, 公司收入规模为近三年来的较低水平, 同比 2012 年减少 38.43 亿元, 主要是核心业务饲料收入规模下降所致。2013 年中国经济步入结构性减速期, 消费增幅下降, 同时公司饲料产品结构仍以禽料为主, 2012 年底发生的“白羽肉鸡”事件、2013 年的“H7N9 流感”疫情等因素影响大, 公司饲料整体销量下降。受屠宰及肉制品加工收入规模较 2012 年下降 8.28%, 主要是屠宰产品的售价下降所致; 养殖收入规模较 2012 年略有上涨。

2013 年公司整体毛利率为 5.88 %, 较 2012 年略有增加但整体毛利率水平较低。饲料板块毛利率主要受原材料和劳动力成本的影响, 近年来原材料采购价整体上升, 2013 年公司饲料毛利率为 6.76 %。2014 年一季度, 生猪价格延续了 2013 年四季度的低迷情况, 春节出现了旺季不旺的现象, 商品肉猪及商品仔猪价格持续下滑, 导致 2014 年一季度养殖业务毛利率亏损面加大。

总体看, 公司收入规模较大, 但 2013 年以来整体收入规模有所下降, 其中饲料销售收入下降。公司整体毛利率较低, 其中屠宰及肉制品、养殖业务基本面较弱, 扣除相关期间费用, 处于亏损状态。

表 2 2011-2014 年 1 季度公司经营情况

分行业	营业收入 (亿元)				毛利率 (%)			
	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
1.主营业务收入	712.39	730.62	692.39	147.06	7.02	5.26	5.79	4.25
饲料	445.78	484.09	461.03	92.37	5.70	6.23	6.76	6.17
屠宰及肉制品	220.91	218.70	200.59	48.95	5.31	2.75	3.07	2.02
养殖	18.66	15.44	17.84	3.66	39.34	2.20	2.79	-19.83
其他	27.04	12.39	12.92	2.08	20.56	15.42	17.72	14.11
2.其他业务收入	4.01	1.77	1.56	0.39	21.45	46.33	45.98	46.72
合计	716.4	732.38	693.95	147.45	7.11	5.36	5.88	4.37

资料来源: 公司提供

(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 68%左右, 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。

从采购政策看, 公司从 2009 年开始在国内全面实施《原料集中采购管理办法》, 充分发挥集中采购的优势, 对饲料主要原材料实施集中采购, 从而有效把握原料市场行情, 降低采购成本。目前公司通过与中粮集团、邦基等大型企业签订长期采购协议, 锁定采购量。鉴

于玉米、小麦和大豆等大宗原材料价格具有一定波动性, 公司指导下属子公司根据生产需求、市场行情、公司库存、资金等情况适时采购。

从近三年采购量来看, 近三年玉米、小麦、豆粕采购量合计分别为 1010 万吨、1042 万吨、959 万吨, 其中 2012 年玉米价格整体上扬, 公司加大了替代品小麦的采购量; 2012 年豆粕均价每吨上涨了 406 元, 在不影响生产的情况下, 公司减少了豆粕的采购量; 2013 年受饲料行业整体下滑的不利影响, 饲料生产所需的主要原材料玉米、小麦、豆粕的采购量较 2012 年下降 83 万吨。2014 年一季度以上原材料采购量 196 万吨, 是 2013 年全年的 20.46%。

从采购均价来看，玉米价格在 2013 年略有下浮，但近三年小麦和豆粕的采购均价持续攀升，特别是豆粕采购价格的增长幅度较大，主要原材料价格的变化对公司原材料的成本

控制带来较大难度。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，但 2013 年花生粕和棉粕采购均价增长较快。

表 3 公司近年原材料采购数据

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	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
玉米	30-50%	485	356	636	154	2249	2352	2337	2252
小麦	10-20%	354	529	153	10	2111	2249	2511	2537
豆粕	5-10%	171	157	170	32	3263	3669	4003	3876
花生粕	3-4%	15	16	16	3	2928	2902	3490	3539
棉粕	3-4%	19	35	27	5	2321	2379	3075	3419
赖氨酸	1.5-2%	6	6	8	2	10627	8320	6100	4480
蛋氨酸	1-1.5%	1	0.9	2	0	37899	32517	26492	25687

资料来源：公司提供

从原材料供应来看，公司 17%的玉米从国外采购，其他主要原材料均从国内采购。玉米和小麦的供应商主要是中粮集团、中储粮、路易达孚，为公司长期合作伙伴；小麦采购采取在集团的统一指导下，各分公司自行采购，供应商较分散。公司豆粕的供应商主要是邦基、嘉吉、渤海、中纺，2013 年以上供应商提供了 107 万吨的豆粕，占当年豆粕采购量的 62.94%，采购集中度相对较高。花生粕、棉粕、赖氨酸、蛋氨酸供应商集中度不高。公司饲料原材料的采购结算主要以电汇为主。

总体看，2013 年饲料主要原材料的采购量有所下降；近三年豆粕和小麦的采购均价持续攀升，对公司采购成本控制带来较大压力。

饲料生产

饲料是公司核心产业，主要生产猪、鸡、鸭、水产等各类饲料 100 多个品种。截至 2014 年 3 月底，公司共有 239 家饲料厂，饲料产能达 2928 万吨，位居国内同行业前列。

公司的饲料生产根据动物生长特性的需求，粉碎系统使用粗粉、微粉及超微粉工艺；配料系统采用全自动电脑全屏配料，自动校正料柱误差，确保配料精度；混合系统根据生产不同品种的产品需求，采用单轴螺带和双轴桨

叶混合机，混合均匀动态变异系数始终在 7 的国家标准以下，混合均匀度高；制粒膨化系统选用国内牧羊和国外布勒等厂家最先进生产设备，确保生产质量满足动物生长需要；打包系统采用自动称量打包，动态误差控制在千分之三以内，确保计量精度。总体看，公司饲料生产采用国际先进生产技术，在国内处于领先地位。

公司国内所辖饲料厂主要分布在华南、华中、华东、华北、东北、西南和西北等区域，厂房面积超过 100 万平方米，设备技术处于行业领先水平。公司下属饲料企业均进行了 ISO9001:2008 质量认证，部分公司还通过了 HACCP 认证。公司通过实施 6S 管理、精益化管理、QC 管理等管理方式，保证了饲料生产的有序进行。近年来，公司通过新建、并购等方式扩大产能，截至 2014 年 3 月底，公司国内饲料产能 2758 万吨，占公司全部饲料产能的 94.18%。2011~2013 年，公司国内饲料产量波动下降，其中 2013 年受饲料行业整体下滑的影响，国内饲料产量 1459.65 万吨，同比下降 152.74 万吨。2014 年 1 季度，国内饲料产量为 2013 年的 21.11%。从产能利用率来看，公司国内饲料生产企业整体产能利用率不高，受饲料

行业整体行情的影响，2013 年产能利用率下降至 52.92%，公司产能利用率提升空间较大。

表 4 近年来公司产能和产量指标情况

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
产能（万吨）	2514.45	2738.15	2928.00	2928.00
国内	2379.45	2588.15	2758.00	2758.00
海外	135.00	150.00	170.00	170.00
产量（万吨）	1545.05	1681.52	1541.78	329.70
国内	1480.47	1612.39	1459.65	308.24
海外	64.58	69.13	82.13	21.46
产能利用率	61.45%	61.41%	52.66%	--
国内	62.22%	62.30%	52.92%	--
海外	47.84%	46.08%	48.31%	--

资料来源：公司提供

公司的海外饲料板块目前主营为畜禽、鱼饲料的加工销售。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、斯里兰卡、印度、埃及、南非、土耳其等，已投产饲料公司有 16 家，在建饲料公司 7 家，正在投资考察的饲料项目 6 个。截至 2014 年 3 月底，公司海外饲料产能 170 万吨。从产量分析，在国内饲料产量下降的趋势下，2011~2013 年，公司国外饲料产量年均复合增长 12.77%，2013 年为 82.13 万吨。公司海外饲料企业产能利用率较低，2013 年仅为 48.31%。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，公司饲料生产规模较大，在国内覆盖区域较广，产能处于同行业前列。2013 年受饲料整体行业低迷的影响，国内饲料整体产量有所下滑，但国外饲料产量呈良好的发展势头，产量持续上升。目前公司饲料产能利用率仍有较大提升空间。

饲料销售

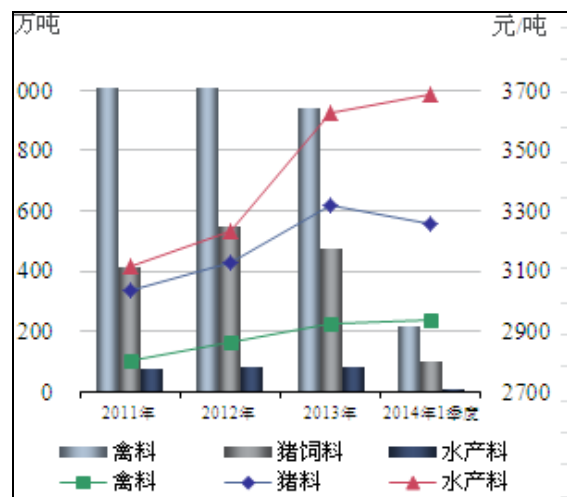
饲料销售是公司收入的主要来源，2011-2013 年公司饲料销售收入分别为 445.78 亿元、484.09 亿元、461.03 亿元，在营业收入

中占比逐年增长，2013 年占 66.44%，同比上升 0.34 个百分点。

销量方面，随着公司产能的扩大，区域覆盖面积的增加，2012 年饲料销量较 2011 年增加 145.75 万吨；2013 年中国经济步入结构性减速期，消费增幅下降，同时公司饲料产品结构仍以禽料为主，2012 年底发生的“白羽肉鸡”舆情事件、2013 年的“H7N9 流感”疫情等因素影响大，2013 年公司饲料整体销量下降，同比减少 146.41 万吨。2014 年一季度饲料销量是 2013 年全年的 21.50%。近三年饲料产销率分别为 99.68%、100.26%、99.85%，产销率较高。

从饲料产品的结构来看，公司的饲料产品以禽料为主，猪料次之，水产料的销量排名第三。2013 年饲料销量 1539.48 万吨，其中禽料、猪料和水产料占比分别为 60.94%、30.76%、5.42%，2013 年禽料和猪料同比分别下降 7.07%、14.04%。2014 年 1 季度，禽料、猪料、水产料销量分别是 2013 年全年的 23.04%、21.02%、4.48%，其中 1 季度水产料销量较少，为 3.74 万吨，主要因为一季度水温较低，水产品饲料投喂量较小，是水产料销售的传统淡季。

图 11 近年公司饲料销量和价格变化



资料来源：公司提供

从饲料销售价格来看，公司饲料销售价格按照成本加成方式制定，随着饲料上游原材料价格上升，近三年饲料销售价格呈上升态势。2013 年水产料、猪料和禽料平均售价分别为

3622.64 元/吨、3316.51 元/吨、2927.01 元/吨，2014 年 1 季度生猪市场产能过剩严重，养殖户亏损加大，导致猪料销售价格每吨较 2013 年下降 60 元左右，禽料和水产料基本维持 2013 年水平。

从毛利率来看，2011~2014 年 1 季度，公司饲料产业毛利率分别为 5.70%、6.23%、6.76%、6.17%，整体毛利率不高。从饲料产品来看，公司猪料毛利率远大于禽料毛利率，其中 2012 年上半年饲料行业延续了 2011 年的发展势头，带动了饲料企业的增量，下半年随着猪价、鱼价持续走低，以及“白羽肉鸡”舆情事件的影响，公司猪饲料毛利率较 2011 年下降，为近三年的最低点；2013 年公司猪料销售价格上涨，带动当年猪料毛利率上升至 8.44%。近三年禽饲料毛利率持续上升，但处于偏低水平，2013 年为 3.92%；水产料毛利率逐年下降。2014 年 1 季度，猪料、禽料、水产料毛利率分别是 8.70%、3.68%、9.62%，其中一季度猪料毛利率有所增长是因为公司产品中毛利率较低的大猪料占比相对减少造成的；一季度公司水产料销量同比增长较大，销量增长摊薄了固定费用，导致毛利率有较大幅度的增长。

表 5 近年来公司饲料毛利率情况

产品	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
猪料	8.23%	8.01%	8.44%	8.70%
禽饲料	3.64%	3.72%	3.92%	3.68%
水产料	9.15%	8.17%	7.12%	9.62%

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；各生产企业饲料以原料成本加上合理加工利润进行定价。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。

总体看，2013 年饲料产销量有所下滑，但近三年饲料的销售均价持续上升。饲料业务毛利率整体不高，且波动较大。

(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，2011-2013 年，该板块分别实现收入 220.91 亿元、218.70 亿元、200.59 亿元。截至 2014 年 3 月底，公司共有 73 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

公司下属主要屠宰及肉制品加工企业如下表所示：

表 6 截至 2014 年 3 月底，公司下属主要屠宰及肉制品加工企业情况

公司名称	持股比例
青岛田润食品有限公司	60%
寿光田汇食品有限公司	100%
鞍山六和食品有限公司	100%
滨州六和隆达农牧有限公司	52%
聊城六和荣达农牧有限公司	60%
郑州六和鑫源食品有限公司	52%
遵化六和美客多食品公司	51%
费县六和化海食品有限公司	51%
阜新六和农牧有限公司	60%
北京千喜鹤食品有限公司	99.15%
河北千喜鹤肉类产业有限公司	74.62%
辽宁千喜鹤食品有限公司	89.73%
成都希望食品有限公司	58.75%

资料来源：公司提供

山东片联和华北片联屠宰业务方面：①屠宰业务原料主要来源于屠宰厂区附近养殖户和大型养殖场，一般情况下，公司原料部与养殖场和养殖户签订回收合同，原料部技术骨干对鸡苗、鸭苗购进—养殖场地设施配置—饲料喂养的质、量、时点控制—用药控制—宰杀前后药残检测等进行全程监控和指导，直到毛禽安全运到宰杀车间。毛禽养殖使用的饲料主要以“六和”饲料为主，同时屠宰业务与种鸡厂、种鸭厂、担保公司、饲料厂、合作社等密切的联系，全程保证屠宰原料的安全。②产品销售统一由肉食事业部下辖的销售部门安排发货，

主要客户群体包括快餐客户和肉制品加工企业等，客户主要是以批发代理商为主导，熟食加工厂对接为辅。

成都片联屠宰业务主要由该区域下属的千喜鹤三家公司负责，三家企业年设计屠宰生猪 700 万头，年产鲜冻分割猪肉 50 万吨。①屠宰原料主要来源于河北、北京、天津、山东、山西、河南、内蒙及东北三省。其中公司体系内的河北宽城、徐水两家猪场的成品猪主要由千喜鹤按照市场价格来收购。②千喜鹤三家公司全部引进世界先进的德国伴斯生猪屠宰生产线，分割车间均引进韩国好烤克分割生产线，高低温车间引进日本、德国、瑞士等肉制品生产设备，生产工艺全国领先。农业部于 2007 年开始对千喜鹤筹划建设食品安全追溯系统试点，现有追溯系统已实现白条产品与生猪供应商的信息批次追溯。公司按照循环经济理念进行设计和 HACCP、ISO22000、ISO14000 等管理体系实行全过程控制，建有现场监控系统、生猪溯源体系和现代化实验室，引进全自动酶标仪等设备，对危害物进行全面检测，保证原料和生产过程的安全。③千喜鹤产品主要销售到商超、团购、终端店、批发等。

从屠宰量来看，近三年鸡、鸭和猪的屠宰量波动大，2012 年鸡和鸭的屠宰量同比增长 17.76%、12.48%，2012 年受猪肉市场行情持续低迷影响，为保证公司有效经营，公司对猪的屠宰量相对有所减少。2013 年受“白羽肉鸡”舆情事件和 H7N9 疫情的影响，公司整体屠宰量下降，其中鸡、鸭屠宰量分别同比下降 19.63%、9.96%，猪的屠宰量略有下降。2014 年一季度鸡、鸭和猪的屠宰量是 2013 年全年的 26.99%。

从销量看，近三年销售量与屠宰量的变化趋势基本一致，2013 年鸡肉、鸭肉、猪肉销量分别是 63.62 万吨、117.97 万吨、17.73 万吨，鸭肉的销量占比较高。2014 年 1 季度，鸡、鸭、猪销量基本是 2013 年的 24.64% 左右。

公司屠宰产品的销售定价基本以市场价为

主，近三年公司屠宰产品鸡、鸭、猪的销售价格整体呈下降趋势，特别是 2012 年受猪肉市场行情低迷，“白羽肉鸡”舆情事件的影响，屠宰产品的销售价格较 2011 年分别下降 7.19%、10.46%、7.34%；2013 年以来销售价格持续低迷，至 2014 年 1 季度，鸡肉、鸭肉、猪肉的销售价格分别降至 8670 元/吨、6711 元/吨、12827 元/吨。

表 7 公司屠宰业务运营情况

分类	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
屠宰量	鸡	29628	34890	28042
	鸭	45412	51078	45993
	猪	1775011	1698600	1717503
销量	鸡	573932	696067	636245
	鸭	1181577	1351094	1179743
	猪	173149	169409	177267
销售价格	鸡	10559	9800	9534
	鸭	9464	8474	8923
	猪	16325	15126	14828

资料来源：公司提供

注：鸡、鸭、猪屠宰量单位分别为万只、万只和头；销量单位为吨；销售价格为元/吨。

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。

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，生产和销售“美好牌”高、低温肉制品、休闲食品等上百个品种，截至 2014 年 3 月底，希望食品火腿肠和熟食两大产品板块产能分别为 4.50 万吨、9.10 万吨。2011~2014 年 1 季度，希望食品产品销量分别是 3.50 万吨、4.05 万吨、4.83 万吨、1.34 万吨；产品毛利率均保持在 35% 以上，利润空间较大。

总体看，公司屠宰及肉制品加工业务规模较大，工艺技术先进，质量安全把控较严格。2013 年屠宰和肉制品加工收入有所下降，整体毛利率很低。

(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。2011~2013 年公司养殖业务实现收入分别为 18.66 亿元、15.44 亿元、17.84 亿元，其中 2011 年农牧业整体上市，注入了优质的农牧产业，实现了鸡、鸭、生猪的全方位规模化养殖；同时 2011 年为养殖行业周期性高点，鸡苗和鸭苗的价格相对较高，带动公司养殖业务收入较 2010 年增长 1.05 倍；2012 年受国内经济放缓，肉食需求下降，畜禽价格不断走低，同时受 2012 年底“白羽肉鸡”舆情事件影响，公司养殖业务受到了较大冲击，养殖销售收入同比下降 17.27%。2013 年，公司养殖业务实现销售收入 17.84 亿元，较 2012 年略有增长，主要是因为种苗和生猪的销量有较大幅度增长；2014 年 1 季度，公司养殖业务实现销售收入 3.66 亿元，与 2012 年同期持平。

截至 2014 年 3 月底，公司下属养殖场 81 家，下属养殖场设计规模种鸡 303 万套、种鸭 17943 单元、种猪 75000 头。

表 8 2013 年公司养殖业务运营情况

分类	设计规模	存栏量
种鸡（万套）	303	197
种鸭（单元）	16129	11898
种猪（头）	75000	31788

资料来源：公司提供

公司自有养殖场从种苗和饲料进行全过程系统化管理，养殖设备先进。2013 年，公司商品鸡场年出栏总量 2404.72 万只，达到 41 天出栏，料肉比为 1.87，平均体重达到 2.37Kg，成活率均在 90.32%以上。2013 年，存栏种猪 3.17 万头，出栏猪只 57.72 万头，其中种猪 6.03 万头，全程成活率 87.4%，每头母猪提供上市猪 18.2 头，料肉比为 2.23。商品猪年出栏总量 16.45 万头，达到 160 天出栏，料肉比 2.64，平均体重 101Kg，成活率平均在 86.2%。2013 年公司销售各类鸭苗、鸡苗、商品鸡共计 44192 万只，同比增长 18.59%；售种猪、仔猪、肥猪 57.72 万头，同比增长 30.55%。

2011-2014 年 1 季度，公司养殖毛利率分别是 39.34%、2.20%、2.79%、-19.83%，近年来禽养殖行业景气度较差，且由于种苗价格长期低迷，公司养殖业务连续 2 年亏损，2014 年一季度亏损面加大。

总体看，公司养殖模式成熟，养殖规模较大，但受疫情、下游需求等影响，养殖业务收入规模有所波动。养殖行业持续低迷，近两年公司养殖业务处于亏损状态，2014 年一季度亏损严重。

（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。2011~2014 年 1 季度贸易业务收入分别是 9.21 亿元、9.55 亿元、10.13 亿元、1.52 亿元。2012 年和 2013 年贸易收入中饲料原料占比较大，分别为 86.99%、92.77%。

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两大类，以粮食、饲料、化工包装袋为主。该公司现有三条完整生产线，产能达 3000 万条/年。2013 年包装业务实现销售收入 517.92 万元。

金融投资

截至 2013 年底，公司持有中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）的股份数量为 1333586825 股，占该行总股本的 4.70%，系民生银行的第一大股东；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 5.09%。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 年开始已连续四年盈利，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。

2011~2013 年，公司来自民生银行的投资收益分别为 13.94 亿元、17.65 亿元、19.87 亿元，

在公司利润总额中的占比分别为38.34%、70.94%、70.72%，对公司利润总额贡献大，且稳定性较好。

2. 经营效率

2011~2013年，公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数平均值分别为116.25次、15.56次、2.93次，2013年以上指标分别为118.50次、15.18次和2.56次，公司经营效率高。

3. 未来发展

(1) 发展战略

未来，公司将坚持“饲料领先、产业跟进、因地制宜”的发展战略，进一步做强饲料生产，做精肉食加工，做大熟食（深加工产品）、生猪养殖体系和商品养殖。公司以“安全、创新、转型、价值”为指导思想，持续创新、技术升级，提升系统安全运营能力；同时随着畜牧业的快速发展，加大后续产业土地储备，

饲料板块：①坚持优化结构布局，做到区域集中、市场集中，重点支持主产区和优势区发展。②对于公司在山东、河南、湖北、四川、河北、重庆地区饲料市场占有优势的省份，要继续巩固和扩大区域发展，加强渠道的渗透力，密集开发、深耕细作。③对于饲料、养殖大省，但市场占有率还比较低的省份，如：广西、广东、湖南、辽宁等省份要集中资源、重点发展和突破，迅速提高市场占有率和品牌影响力。④对于福建、浙江等市场空白省要做好调研、选好目标、填补空缺。⑤围绕公司的区域产业布局，增加专业化饲料加工厂的投入和改造，以提高专业化、高技术、高品质、高附加值产品规模。

肉食板块：坚持以食品安全为核心，优化产业结构，加快技术装备升级改造；按照“变粗为精、变生为熟、变远为近”的原则，大力发展肉类深加工；创新食品深加工发展模式，加快全国布局的步伐。

养殖板块：配合现有产业链完善已有项目布局；充分利用基金、信托资金以及民间资本等社会资源，采用合资、返租、自建等多种模式，进一步完善与一体化项目配套的商品养殖场，为满足原料基地和食品安全需要提供保障。

海外板块：面对海外市场竞争环境的变化，及时调整发展战略，加大海外发展；采取聚落发展为主，点状布局为辅的发展思路；由投资拉动型向投资经营双动力型转变；优势区域以饲料专业化为主，在重点区域进行产业链配套，提高竞争力。

(2) 未来投资

根据公司发展战略，未来公司在饲料、屠宰及肉制品加工、养殖三大板块将继续投资。目前公司制定了详细的投资计划，计划到2016年，公司配合饲料、肉食加工、畜禽养殖产能均有较大提升。计划总投资78亿元，计划通过银行贷款和公司自筹来满足投资需求。

表9 公司未来产能扩张计划

产品	2014	2015	2016
饲料：			
配合饲料（万吨/年）	3450	3750	3900
肉食品加工：			
鸡（万只/日）	120	130	130
鸭（万只/日）	123	131	130
猪（万头/年）	700	700	700
熟食（万吨/年）	21	24	28
畜禽养殖：			
种鸡（父母代，万套）	360	420	420
种鸭（父母代，万单元）	2.6	2.8	2.8
商品猪（万头/年）	400	600	800

资料来源：公司提供

综合分析，公司未来发展方向明确，产能将实现有序扩张，总投资规模较大。鉴于公司收入规模逐年上升，经营现金流入量较大，公司整体筹资压力不大。

八、财务分析

公司提供的 2011~2013 年会计报表均由四川华信（集团）会计师事务所有限责任公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2014 年 1 季度财务报表未经审计。

近三年公司合并范围的变化：2011 年公司纳入合并范围子公司 367 家；2012 年，公司合并范围增至 410 家子公司，新增 43 家子公司，主要为饲料、养殖、屠宰及肉制品加工企业。2013 年，公司合并范围增至 429 家，新增 31 家子公司，减少了 9 家子公司。公司新增子公司主要是新设成立的，主要是公司在海外加快了发展速度，新设子公司较多；同时公司在国内产能布局相对较少的区域，新设了子公司，以完善公司的产能在区域上的布局。由于合并范围的变化较大，对报表分析的可比性影响大，以下分析以 2013 年数据为主。

截至 2013 年底，公司（合并）资产总额 295.35 亿元，所有者权益（含少数股东权益 37.45 亿元）为 167.66 亿元；2013 年公司实现营业收入 693.95 亿元，利润总额 28.10 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司（合并）资产总额 290.11 亿元，所有者权益（含少数股东权益 38.76 亿元）合计 171.61 亿元；2014 年 1~3 月公司实现营业收入 147.45 亿元，利润总额 4.19 亿元。

1. 盈利能力

2011~2013 年，公司营业收入规模年均复合降 1.58%，2013 年公司实现营业收入 693.95 亿元；从其构成来看，公司营业收入以饲料为主，三年占比均在 60% 以上。近三年，公司营业成本波动下降 0.93%，下降幅度略低于营业收入。2011~2013 年，公司营业利润率波动下降，主要受原材料价格上升影响，2013 年营业利润率为 5.85%，较 2012 年上升了 0.52 个百分点。

2011~2013 年，公司期间费用复合增长

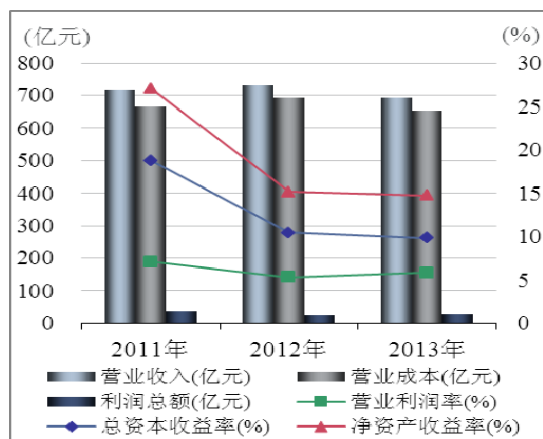
6.23%，2013 年期间费用为 33.26 亿元，公司期间费用占营业收入的比重为 4.79%，所占比重较上年的 4.19% 略有上升，主要是本年财务费用和管理费用增加。

作为民生银行的第一大流通股东，公司长期股权投资产生的投资收益对公司利润贡献较大，近三年公司投资收益在利润总额中的占比分别为 47.03%、73.18% 和 75.99%。2011 年~2013 年，受民生银行净利润逐年增加影响，公司投资收益复合增长 11.96%，2013 年为 21.35 亿元。

2011~2013 年，公司利润总额和净利润均呈波动下降态势，年均分别下降 11.92% 和 13.69%，2013 年分别实现利润总额和净利润为 28.10 亿元和 24.91 亿元。

从盈利指标看，近三年公司总资产收益率和净资产收益率逐年下降，2013 年分别为 11.69% 和 14.86%，总体看，公司主业盈利能力较弱，整体盈利能力主要依赖于投资收益的补充。

图 12 公司盈利情况



资料来源：公司提供

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入 147.45 亿元，完成 2013 年全年营业收入的 21.25%；营业成本 141.02 亿元，是 2013 年全年的 21.59%；公司利润总额和净利润分别为 4.19 亿元和 3.68 亿元。公司营业利润率为 4.34%，较 2013 年略有下降。

总体看，公司收入规模大；但饲料行业整

体毛利率低，屠宰及肉制品和养殖行业 2013 年市场行情低迷，公司主业盈利能力较弱。近三年，民生银行的投资收益在利润中的占比逐年加大，对公司利润总额形成较好的补充。

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2011~2013 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金波动下降 2.09%，2013 年为 728.59 亿元；2013 年收到的其他与经营活动有关的现金 4.94 亿元，主要由收到的各种暂借款、补贴、代扣款、银行存款利息收入构成。近三年公司购买商品、接受劳务支付的现金波动下降 2.43%，2013 年为 662.00 亿元。近三年支付的其他与经营活动有关的现金规模较大，2013 年为 16.38 亿元，主要由销售费用、管理费用、支付的各种暂借款等构成。公司经营活动现金流量净额近三年一直表现为净流入但呈下降趋势，2013 年经营净现金流量为 15.84 亿元。从收入实现质量看，2011~2013 年，公司现金收入比指标基本稳定，2013 年为 104.99%，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2011~2013 年，公司投资活动现金流入三年复合增长 262.86%，主要是收回投资和取得投资收益等收到的现金，2013 年为 80.06 亿元，同比增加 655.73%，主要是公司处置本年购买的民生债券、股票、基金等收回的现金。近三年公司投资规模逐年扩大，购建固定资产、无形资产等支付的现金年均增长 17.10%，2013 年为 23.54 亿元，同比增长 331%，主要是本年购买民生债券、股票、基金、理财产品等增加投入所致。投资规模的扩大导致投资活动产生的现金流量净额表现为净流出，2013 年为 -27.50 亿元。

2011~2013 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 6.26 亿元、6.16 亿元、-11.67 亿元。目前，公司经营活动产生的现金流净额尚不能覆盖投资支出需求。

从筹资活动来看，2011~2013 年，公司筹资活动现金流入主要为借款所收到的现金（近

年来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少部分现金，现金流出主要为偿还本息和分配利润、股利所支付的现金。近年来，由于 2013 年公司经营活动产生的现金净额减少，投资规模却在不断扩大，导致公司 2013 年筹资活动产生的现金流量净额为 13.21 亿元。

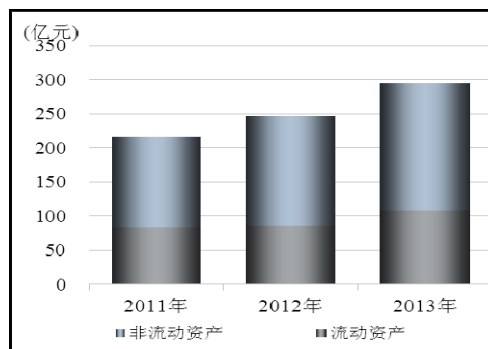
2014 年 1~3 月，受养殖行业亏损面扩大影响，公司经营活动产生的现金流入为 147.66 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 145.87 亿元，现金收入比为 98.92%，经营获现能力较 2013 年有所下降；公司经营活动产生的现金流量净额为 -3.83 亿元；投资活动主要为购买民生债券、股票、基金、理财产品等支付的现金，投资活动产生的现金流量净额为 8.10 亿元；筹资活动主要是取得借款收到的现金及偿还本息支付的现金，筹资活动产生的现金流量净额为 -5.91 亿元。

总体看，公司经营活动现金流量充足但规模有所下降；投资活动现金流入和流出均保持快速增长的趋势，2013 年公司经营现金流净额规模下降，同时对理财产品、货币基金等的投资加大，导致当年对外融资需求加大。

3. 资本及债务结构

资产

图 13 2011~2013 年资产规模与结构



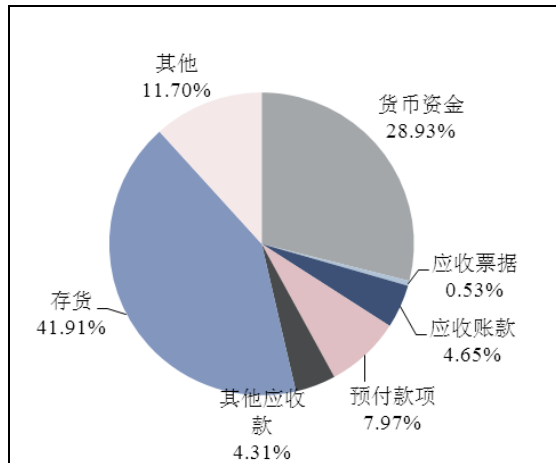
资料来源：公司提供

2011~2013 年，公司资产规模年复合增长 16.69%，主要是由于合并范围的增加所致。截至 2013 年底，公司资产总额 295.35 亿元，流动

资产和非流动资产分别占 36.64%和 63.36%，公司资产结构以非流动资产为主。

2011~2013 年，公司流动资产规模复合增长 13.39%，主要来自货币资金、交易性金融资产、预付账款、存货和其他流动资产的增长。截至 2013 年底，公司流动资产 108.21 亿元，主要由货币资金（占 28.93%）、交易性金融资产（占 2.57%）、应收账款（占 4.65%）、预付账款（占 7.97%）、其它应收款（占 4.31%）、存货（占 41.91%）和其他流动资产（占 9.13%）构成，存货占比较大。

图 14 公司 2013 年底流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

2011~2013 年，公司货币资金快速增长，年复合增长 20.85%。截至 2013 年底，公司货币资金 31.31 亿元，其中银行存款占 83.15%，其他货币资金占 15.05%。公司货币资金中无抵押、质押或冻结等原因使用受限的资金。

2011~2013 年，公司交易性金融资产年均增长 235.97%，截至 2013 年底为 2.78 亿元，较 2012 年增加 2.52 亿元，主要是控股子公司购买的货币基金、股票增加。截至 2013 年底，公司投资的交易性金融资产主要是：2 亿元“大成货币基金”、0.38 亿元“兴业银行“股票、0.20 亿元“长信货币基金”。

2011~2013 年，公司应收账款不断下降，截至 2013 年底，公司应收账款 5.03 亿元，主要是应收货款。公司计提坏账准备使用的是单

项计提法和组合计提法，2013 年计提坏账准备 0.61 亿元；欠款数额较大的前 5 位客户占应收账款总额的 22.31%，账龄均在 1 年以内。

2011~2013 年，公司预付款项波动增长 15.08%，截至 2013 年底，公司预付款项 8.62 亿元，主要是预付供应商的货款。预付款项中金额较大的前 5 名客户占预付款项总额的 24.50%，集中度一般；从账龄看，1 年以内的占 98.80%，账龄较短，存在损失的风险较小。

2011~2013 年，公司其他应收款年均复合增长 13.45%，截至 2013 年底，公司其他应收款 4.66 亿元，主要是往来款。2013 年公司计提坏账准备 0.85 亿元，计提比例 15.48%，计提较充分；欠款数额较大的前 5 位客户占其他应收款总额的 20.81%，集中度一般。

2011~2013 年，公司存货有所波动，截至 2013 年底，公司存货 45.35 亿元；存货主要是玉米、豆粕等原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 60.47%和 30.30%；其他存货主要为包装物、消耗性生物资产、周转材料、在产品和自制半成品等。2011~2013 年，存货周转率分别为 15.73 次、16.10 次和 15.18 次，存货周转效率较高。2013 年公司共计提跌价准备 0.51 亿元，计提比例 1.11%。

截至 2013 年底，公司其他流动资产 9.88 亿元，包括公司委托银行为养殖户发放的贷款 0.08 亿元，购买的理财产品 9.80 亿元，理财产品到期后已全部收回，取得投资收益 0.29 亿元。

表 10 截至 2013 年底公司理财产品明细

理财产品名称	购买金额(亿元)	购买日期	到期日期	产品年收益率(%)
西藏信托有限公司	2.00	2013 年 4 月 3 日	2014 年 3 月 10 日	6.6
贵州百灵股权收益权投资信托合同	1.90	2013 年 4 月 11 日	2014 年 3 月 10 日	8.2
中诚信托有限责任公司资金信托合同	4.90	2013 年 10 月 24 日	2014 年 3 月 5 日	7.5
吉信·兴民钢圈股权受益权	1.00	2013 年 6 月 9 日	2014 年 1 月 9 日	7.8

单一资金信托计划				
合计	9.80			

资料来源：公司提供

2011~2013 年，公司非流动资产规模复合增长 18.74%，主要来自长期股权投资和固定资产的增长。截至 2013 年底，公司非流动资产 187.14 亿元，以长期股权投资（占 56.32%）、固定资产（占 29.97%）为主。

2011~2013 年，公司长期股权投资持续增长，三年复合增长率为 21.09%。截至 2013 年底，公司长期股权投资 105.39 亿元，主要是对中国民生银行股份有限公司（持股 4.70%）的长期股权投资 97.40 亿元，公司对该投资采用权益法核算。

2011~2013 年，公司固定资产持续增长，主要是由于资产重组使得合并范围增加，正常生产经营所需设备购买及在建工程转入所致。截至 2013 年底，公司固定资产原值 79.72 亿元，主要以房屋建筑物（占 50.82%）和机械设备（占 42.83%）为主，2013 年底公司对固定资产计提累计折旧 23.47 亿元，主要是针对房屋及建筑物（计提 8.06 亿元）和机械设备（计提 12.82 亿元）。公司对房屋建筑物和机械设备分别计提减值准备 0.03 亿元和 0.13 亿元，截至 2013 年底，公司固定资产净值 56.09 亿元。

公司在建工程主要是饲料、食品加工和养殖公司改扩建工程，近三年逐年增加，截至 2013 年底在建项目 6.96 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额 290.11 亿元，较 2013 年底下降 1.77%，资产构成与 2013 年底相比变化不大。其中（1）交易性金融资产较 2013 年底降低 42.15%，主要系公司的控股子公司新希望投资有限公司购买的货币基金减少；（2）应收账款较 2013 年底增加 47.23%，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；（3）其他流动资产较 2013 年底下降 99.19%，主要

是公司购买的短期理财产品到期所致。

总体看，近年来，公司资产规模稳定增长，资产构成稳定，以非流动资产为主。流动资产中，货币资金充足，存货占比较大，但存货周转率高；非流动资产中，长期股权投资占比较高，且能为公司带来持续稳定的高额投资收益。公司资产质量较好，资产流动性较好。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 167.66 亿元，其中少数股东权益为 37.45 亿元，归属于母公司所有者权益为 130.21 亿元。归属于母公司的所有者权益中，实收资本（占 3.35%）、资本公积（占 12.82%）、盈余公积（占 6.73%）、未分配利润（占 67.91%）。

截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益合计 171.61 亿元，较 2013 年底增长 1.68%，主要来自未分配利润的增长，其中少数股东权益为 38.76 亿元，归属于母公司所有者权益合计 132.85 亿元，与 2013 年底相比，其构成变化不大。

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，权益结构稳定性较弱。

负债

2011~2013 年，公司负债总额快速增长。截至 2013 年底，公司负债合计 127.69 亿元；随着公司长期借款逐步到期并偿还，流动负债占比逐年上升，非流动负债占比逐年下降。2013 年底公司流动负债占比 95.96%，非流动负债占比 4.04%。

2011~2013 年，公司流动负债复合增长 24.83%，主要来自短期借款、应付账款和其他流动负债的增长。截至 2013 年底，公司流动负债 122.54 亿元，以短期借款（占 49.72%）、应付账款（占 19.19%）、其他应付款（占 10.01%）、一年内到期的非流动负债（占 7.28%）和其他流动负债（占 8.16%）为主。

2011~2013 年，公司短期借款快速增加，三年复合增长率为 64.10%，主要系 2013 年公司增加了 15 亿元的质押借款所致。截至 2013 年底，公司短期借款 60.92 亿元，其构成主要是

质押借款、信用借款和保证借款，分别占比 24.62%、48.35%和 24.27%。

2011~2013 年，公司其他应付款变化不大，年均复合增长 3.80%。截至 2013 年底，公司其他应付款 12.26 亿元，主要是周转借款、往来款和暂收款项等。

近三年，公司一年内到期的非流动负债波动中有所下降，截至 2013 年底为 8.92 亿元，较去年增加 117.76%，主要系 2009 年公司发行的 8 亿元债券将于 2014 年 11 月 25 日到期，计入该科目。

2011~2013 年，公司其他流动负债为公司发行的短期融资债券，分别为 5.00 亿元、5.00 亿元和 10.00 亿元。其中，2011 年和 2012 年发行的短期融资券（“11 六和 CP01”；“12 六和 CP001”）都已兑付，2013 年发行的短期融资券“13 希望六和 CP001”将于 2014 年 9 月 9 日到期。

2011~2013 年，公司非流动负债快速下降 40.55%，主要来自长期借款和应付债券的减少。截至 2013 年底，公司非流动负债 5.15 亿元，以长期借款和其他非流动负债为主。公司长期借款 3.25 亿元，同比增加 253.52%，主要是 2013 年公司信用借款增加所致。其他非流动负债为 1.76 亿元，较 2012 年增加 60.30%，主要是政府拨款增加所致。2013 年，公司应付债券同比减少 100%，是由于应付债券将于一年内到期，转入了一年内到期的非流动负债。

截至 2014 年 3 月底，公司负债总额 118.50 亿元，较 2013 年底下降 7.20%（主要是短期借款减少所致），其中流动负债和非流动负债分别占 92.32%和 7.68%。

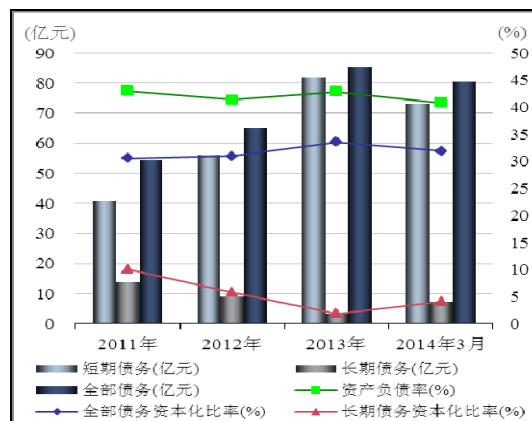
2011~2013 年，公司有息债务规模逐年上升，三年复合增长 25.05%。截至 2013 年底，公司全部债务总额 85.17 亿元（包括计入“其他流动负债”的 10 亿元短期融资券“13 六和 CP001”），其中短期债务和长期债务占比分别为 96.18%和 3.82%。

近三年，公司资产负债率波动上升，2013

年底为 43.23%；长期债务资本化比率下降幅度较大，2013 年底为 1.90%；全部债务资本化比率则逐年上升，截至 2013 年底为 33.69%。

截至 2014 年 3 月底，公司全部债务总额 80.35 亿元，较 2013 年底下降 5.66%，其中短期债务和长期债务占比分别为 90.97%和 9.03%；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 40.85%、31.89%和 4.06%，债务负担较 2013 年底略有减少。

图 15 公司债务指标情况



资料来源：公司审计报告

总体看，公司债务规模逐年上升，全部债务中短期债务占比逐年升高，债务结构有待进一步优化。

4. 偿债能力

从短期偿债指标看，2011~2013 年，公司流动比率逐年下降，速动比率逐年上升，三年平均值分别为 93.86%和 50.54%，2013 年受公司短期借款增加较多影响，上述两指标值分别为 88.31%和 51.30%；2014 年 3 月底，流动比率和速动比率分别为 87.75%和 48.87%。

2011~2013 年，因公司经营活动产生的现金净额逐年下降和流动负债规模逐年上升，导致公司经营现金流流动负债比逐年下降，三年分别为 26.99%、22.29%和 12.92%，经营性净现金流对流动负债的保障能力较弱。总体看，公司经营现金流较充足，结合公司流动资产（存货占比较高）和流动负债（短期借款占比较高）

情况看，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债指标看，2011~2013年，公司利润波动下降带动EBITDA波动下降，2013年为40.91亿元，但由于公司债务负担逐年增长，公司EBITDA利息倍数逐年下降，2013年为8.82倍；全部债务/EBITDA逐年上升，2013年为2.08倍，总体看公司对全部债务的保障程度较高，整体偿债能力强。

截至2014年3月底，公司累计获得的银行授信总额为173.28亿元，未使用额度为108.87亿元，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2014年3月底，公司对外担保3251.00万元，担保比率很低。公司对外担保主要是为关联方的担保，担保金额不大，或有风险较小。

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》（报告编号：B-2014043000307，截至2014年4月30日，公司无未结清和已结清的不良贷款或利息，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。目前公司资产总额和收入规模较大，整体盈利能力一般，整体偿债能力较强。综合来看，公司整体抗风险能力强。

九、存续期债券偿债能力

公司于2013年9月发行了短期融资券“13希望六和CP001”，发行额度10亿元，将于2014年9月9日到期。

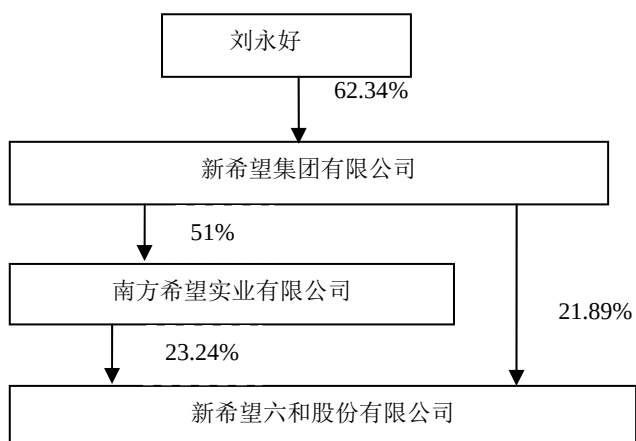
截至2014年3月底，公司现金类资产合计31.78亿元，为待偿还债券本金的3.19倍。2013年公司经营活动现金流入量和净额分别为待偿

还债券本金的73.36倍和1.58倍。公司现金类资产、经营活动现金流量对待偿还债券的保障能力较强。

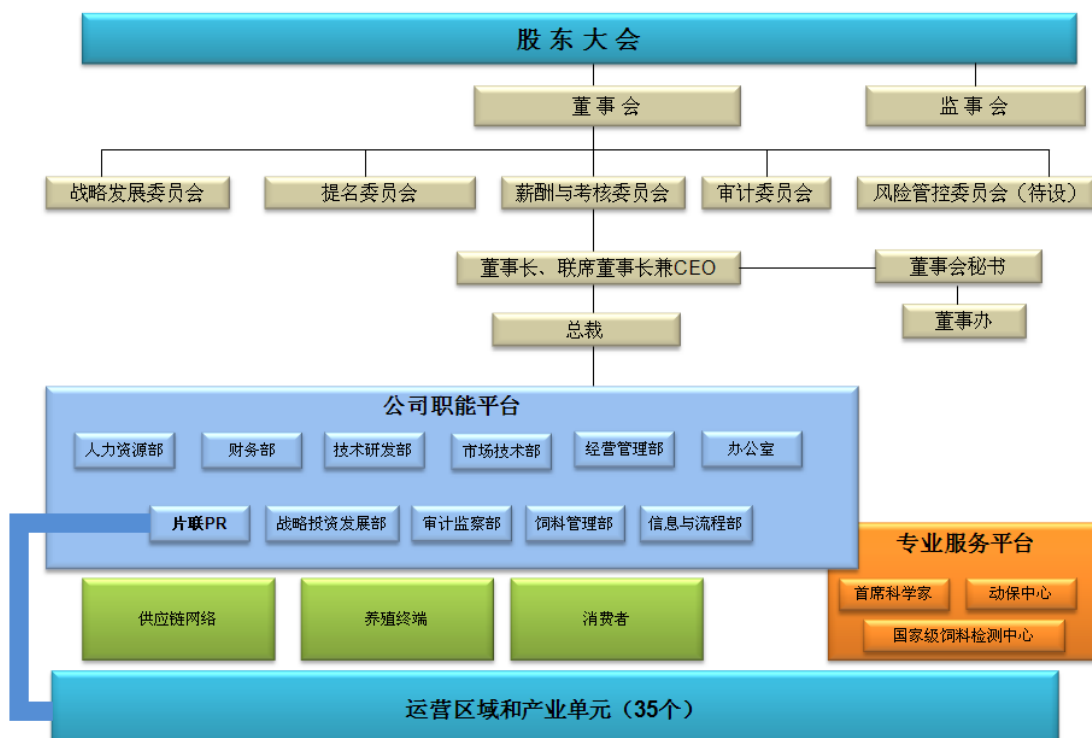
十、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级AA⁺，评级展望为稳定，并维持“13希望六和CP001” A-1的信用级别。

附件 1-1 截至 2014 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 1-2 截至 2014 年 3 月底公司主要一级子公司情况

序号	公司名称	注册资本	持股比例	业务范围
1	四川新希望六和农牧有限公司	80000.00	100%	饲料加工
2	荣成新希望鱼粉有限公司	560.00	60%	生产制造销售
3	遵义嘉好饲料有限公司	200.00	97.50%	生产加工
4	曲靖国雄饲料有限公司	300.00	97.50%	生产加工
5	昆明新希望农业科技有限公司	1000.00	99.63%	生产加工销售
6	贵阳新希望农业科技有限公司	500.00	99.63%	生产加工销售
7	海南新希望农业有限公司	1000.00	92.50%	生产加工销售
8	海南澄迈新希望农牧有限公司	1500.00	100%	生产加工
9	广汉国雄饲料有限公司	1050.00	92.86%	生产加工销售
10	泰州新希望农业有限公司	1000.00	100%	生产加工
11	西藏圣牛新希望农业科技有限公司	1000.00	51%	生产加工
12	芒市新希望农牧科技有限公司	1000.00	100%	生产加工销售
13	黔东南新希望农牧科技有限公司	1000.00	100%	生产加工销售
14	昆明新希望动物营养有限公司	2000.00	100%	生产加工销售
15	江苏天成保健品有限公司	8000.00	51%	生产加工销售
16	四川新乐塑胶有限公司	400.00	98.57%	生产加工销售
17	北京千喜鹤食品有限公司	48000.00	99.15%	肉食品加工
18	河北新希望农牧有限公司	10000.00	100%	养殖
19	金堂新希望畜牧有限公司	200.00	100%	养殖
20	三台新希望农牧科技有限公司	1000.00	100%	养殖
21	徐水县新希望大午农牧有限公司	1000.00	51%	养殖
22	成都枫澜科技有限公司	500.00	75%	饲料添加剂
23	三台新希望农牧融资担保有限公司	3000.00	100%	担保
24	峨眉山新希望六和饲料有限公司	1000.00	100%	饲料销售
25	武隆新希望六和饲料有限公司	1000.00	100%	生产销售
26	云南新希望六和禽业有限公司	200.00	100%	畜禽供养、收购、销售
27	重庆新希望饲料有限公司	2000.00	100%	饲料加工销售
28	阳江新希望六和饲料有限公司	2000.00	100%	饲料加工销售
29	永州新希望六和饲料有限公司	1500.00	100%	饲料加工销售
30	新希望菲律宾中吕宋有限公司	1650 万比索	99.93%	生产加工
31	新希望邦邦牙农业有限公司	10 万美元	100%	生产加工
32	新希望菲律宾塔拉克农业科技有限公司	2000 万比索	97.44%	生产加工
33	新希望菲律宾布拉干农业科技有限公司	260.1 万比索	96.90%	生产加工
34	新希望印度尼西亚泗水有限公司	64.98 万美元	99%	生产加工
35	新希望印度尼西亚雅加达有限公司	495 万美元	99%	生产加工
36	新希望孟加拉有限公司	1 亿塔卡	97.86%	生产加工
37	新希望农业科技孟加拉有限公司	1 亿塔卡	89.90%	生产加工
38	四川新和进出口有限公司	1000.00	92.5%	商品贸易
39	新希望新加坡私人有限公司	7286.4 万美元	100%	批发贸易

40	新希望埃及有限公司	800 万美元	100%	生产加工养殖
41	新希望国际控股（私人）有限公司	1251.48 万美元	100%	批发贸易、投资
42	新希望投资有限公司	57655.56	75%	投资咨询
43	山东新希望六和集团有限公司	52000.00	100%	饲料、兽药
44	德州新希望六和农牧有限公司	3000.00	100%	畜禽养殖销售
45	河北新希望饲料有限公司	2000.00	100%	生产加工
46	北京新希望农牧科技有限公司	1000.00	100%	生产加工
47	宝鸡新希望农牧有限公司	2000.00	100%	加工销售
48	三原新希望饲料有限公司	2000.00	100%	加工销售
49	北京新希望六和商贸有限公司	1800.00	100%	销售饲料，货物进出口
50	拉萨新希望实业有限公司	1,000.00	55%	加工销售
51	梧州新希望六和饲料有限公司	1,000.00	100%	加工销售
52	广西新希望六和饲料有限公司	1,000.00	100%	加工销售
53	广州六和饲料有限公司	6,300.00	61%	加工销售
54	西藏林芝新希望六和养殖有限公司	2,058.10	60%	牲畜饲养、饲料销售
55	黄冈新希望饲料科技有限公司	2000.00	100%	生产销售

附件 2 主要计算指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	21.99	30.50	34.66	31.78
资产总额(亿元)	216.90	246.99	295.35	290.11
所有者权益(亿元)	123.68	144.87	167.66	171.61
短期债务(亿元)	40.65	56.14	81.92	73.10
长期债务(亿元)	13.81	8.92	3.25	7.25
全部债务(亿元)	54.46	65.06	85.17	80.35
营业收入(亿元)	716.40	732.38	693.95	147.45
利润总额(亿元)	36.22	24.75	28.10	4.19
EBITDA(亿元)	46.35	36.44	40.91	--
经营性净现金流(亿元)	21.22	20.52	15.84	-3.83
财务指标				
销售债权周转次数(次)	117.08	111.93	118.50	--
存货周转次数(次)	15.73	16.10	15.18	--
总资产周转次数(次)	3.51	3.16	2.56	--
现金收入比(%)	106.08	105.23	104.99	98.92
营业利润率(%)	7.07	5.33	5.85	4.34
总资本收益率(%)	20.78	12.38	11.69	--
净资产收益率(%)	27.04	15.14	14.86	--
长期债务资本化比率(%)	10.04	5.80	1.90	4.06
全部债务资本化比率(%)	30.57	30.99	33.69	31.89
资产负债率(%)	42.98	41.34	43.23	40.85
流动比率(%)	107.03	94.34	88.31	87.75
速动比率(%)	49.34	50.09	51.30	48.87
经营现金流动负债比(%)	26.99	22.29	12.92	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.95	9.02	8.82	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.18	1.79	2.08	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
主营业务利润率	(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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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