

信用等级公告

联合[2019]551号

新希望六和股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对新希望六和股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 A 股可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

新希望六和股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

新希望六和股份有限公司拟公开发行的 A 股可转换公司债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年四月十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

新希望六和股份有限公司

公开发行 A 股可转换公司债券信用评级报告

本次债券信用等级：AAA
公司主体信用等级：AAA
评级展望：稳定
发行规模：不超过人民币 40.00 亿元（含）
债券期限：6 年
转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止
还本付息方式：按年付息、到期一次还本
评级时间：2019 年 4 月 19 日
主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	373.85	424.52	479.44
所有者权益（亿元）	255.49	262.35	273.36
长期债务（亿元）	28.50	26.14	18.39
全部债务（亿元）	58.60	91.87	127.94
营业收入（亿元）	608.80	625.67	690.63
净利润（亿元）	31.32	29.32	27.22
EBITDA（亿元）	44.90	47.64	46.02
经营性净现金流（亿元）	31.11	27.12	33.37
营业利润率（%）	7.82	7.94	8.53
净资产收益率（%）	12.61	11.32	10.16
资产负债率（%）	31.66	38.20	42.98
全部债务资本化比率（%）	18.66	25.94	31.88
流动比率（倍）	1.05	0.83	0.74
EBITDA 全部债务比（倍）	0.77	0.52	0.36
EBITDA 利息倍数（倍）	18.70	15.33	10.14
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.12	1.19	1.15

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

评级观点

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

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

本次债券募集资金拟用于山东德州宁津新建年出栏 50 万头商品猪聚落等项目。同时本次可转换公司债券发行条款设计偏向于转股，考虑到未来转股因素，预计公司资本结构将进一步优化，偿债压力将得以减轻。

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

优势

1. 公司行业地位突出、品牌知名度很高、产业链一体化布局合理、经营规模很大。
2. 公司资产规模持续增长，整体债务负担较轻，经营活动现金流持续净流入，经营效率处于行业优秀水平。
3. 公司持有中国民生银行股份有限公司 18.28 亿股，其投资收益对公司利润总额贡献较

大且稳定性较好，对公司整体盈利能力形成良好支撑。

关注

1. 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. 公司业务板块众多，管理体系庞大，面临一定的多元化经营管理风险。

3. 公司主营业务毛利率较低，受期间费用与资产减值损失增加影响，近年来公司盈利能力有所下降。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

戴非易

电话：010-85172818

邮箱：daify@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

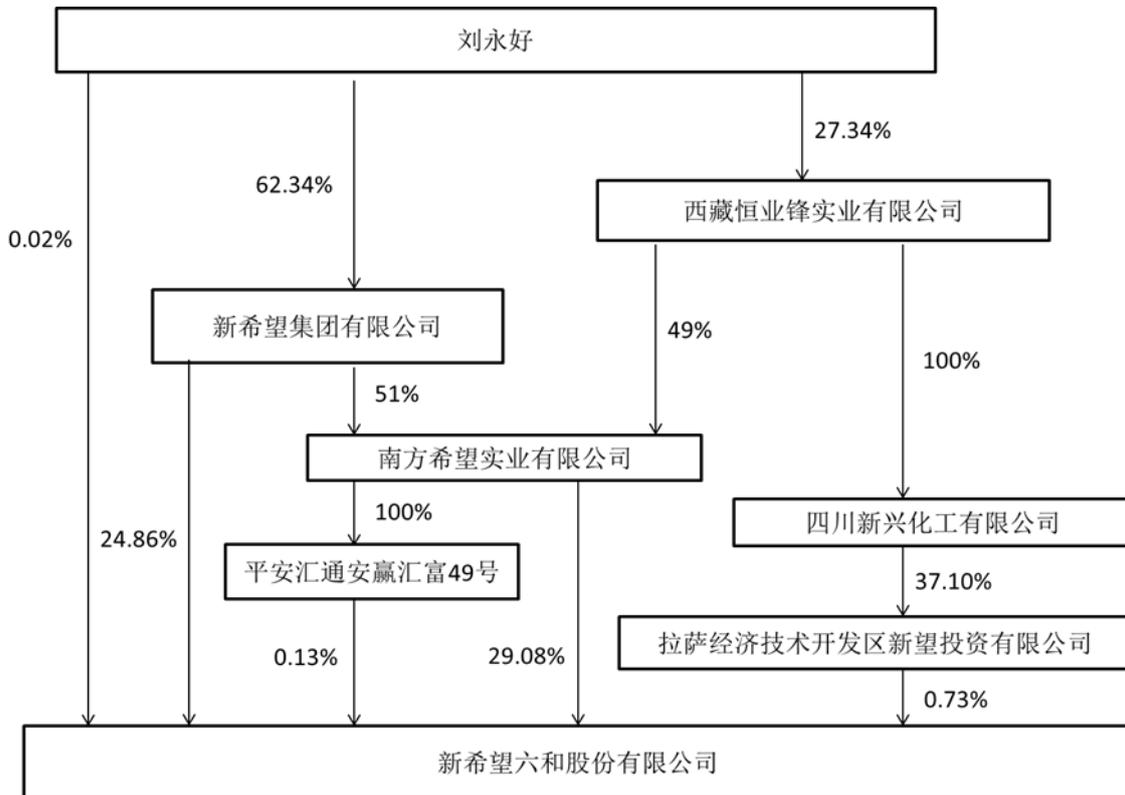


联合信用评级有限公司

一、主体概况

新希望六和股份有限公司（以下简称“公司”或“新希望”）原名为四川新希望农业股份有限公司，经四川省人民政府川府函（1997）260号文批准，于1998年3月由原绵阳希望饲料有限公司整体变更成立，成立时注册资本为14,002.00万元。1998年3月11日和9月15日，公司向社会公众公开发行的公众股3,600.00万股和向内部职工发行的内部职工股400.00万股，并在深圳证券交易所上市交易，股票简称“新希望”，股票代码“000876.SZ”。2011年12月，公司变更为现名。后历经多次股权转让及增资，截至2019年3月底，公司注册资本为421,601.50万元，其中新希望集团有限公司（以下简称“新希望集团”）直接持股24.86%股份，通过南方希望实业有限公司（以下简称“南方希望”）间接持有公司29.21%股份（含通过平安汇通安赢汇富49号定向资产管理计划持有公司的0.13%股权），合计持有公司54.07%股份，为公司控股股东；新希望集团的实际控制人刘永好先生为公司实际控制人。截至2019年3月底，公司实际控制人刘永好先生所持的公司股份不存在质押情况。

图1 截至2019年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

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

截至2018年底，公司根据经营需要将管理单元分为本部职能管理中心、战略业务单元和本部公

司化支持平台 3 类；其中战略业务单元包括饲料 BU、禽产业 BU、海外特区、食品事业群和猪产业委员会等 5 个单元（见附件 1）。截至 2018 年底，公司在国内外共拥有 513 家直接或间接控制的子公司；拥有在职员工 6.19 万人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 479.44 亿元，负债总额 206.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）273.36 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 215.75 亿元。2018 年，公司实现营业收入 690.63 亿元，净利润（含少数股东损益）27.22 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 17.05 亿元；经营活动产生的现金流量净额 33.37 亿元，现金及现金等价物净增加额 23.45 亿元。

公司注册地址：四川绵阳国家高新技术产业开发区；法定代表人：刘畅。

二、本次债券概况及募集资金用途

1. 本次债券概况

本次发行的可转换公司债券名称为“新希望六和股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券”（以下简称“本次债券”或“可转债”），本次债券规模为不超过 40.00 亿元（含），期限为自发行之日起六年，转股期限为自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本次债券到期日止。

本次债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。本次债券面值 100 元，采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。本次债券无担保。

（1）转股条款

转股价格

本次债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日 A 股公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。

前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价=前 20 个交易日公司 A 股股票交易总额/该 20 个交易日公司 A 股股票交易总量。

前一个交易日公司 A 股股票交易均价=前一个交易日公司 A 股股票交易总额/该日公司 A 股股票交易总量。

在本次发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派送现金股利等情况，将按下述公式进行转股价格的调整：

派送股票股利或转增股本： $P_1 = P_0 / (1+n)$ ；

增发新股或配股： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P_1 = P_0 - D$ ；

上述三项同时进行： $P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k)$ ；

其中： P_0 为调整前转股价， n 为派送股票股利或转增股本率， k 为增发新股或配股率， A 为增发新股价或配股价， D 为每股派送现金股利， P_1 为调整后转股价。

转股价格向下修正条款

在本次债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于

当期转股价格的 80%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者。同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。若在前述 30 个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

(2) 赎回条款

到期赎回条款

在本次债券期满后 5 个交易日内，公司将赎回未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐人（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

如果公司股票连续 30 个交易日中至少 15 日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或未转股余额不足 3,000 万元时，公司董事会有权决定按照可转债面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

(3) 回售条款

有条件回售条款

本次发行的可转债的最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时，持有人有权将其持有的可转债全部或部分按可转债面值加上当期应计利息的价格回售给公司。本次发行的可转债的最后两个计息年度，持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款

若公司本次发行的可转债募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，持有人享有一次回售的权利。持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告的回售申报期内进行回售，该次回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金总额不超过人民币 40.00 亿元（含），扣除发行费用后，拟用于山东德州宁津新建年出栏 50 万头商品猪聚落等生猪养殖项目。

表 1 本次债券募集资金运用概况（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金金额
1	山东德州宁津新建年出栏 50 万头商品猪聚落项目	77,307.00	50,000.00
2	黄骅新好科技有限公司李官庄年出栏 70 万头商品猪项目	97,607.00	70,000.00
3	禹城市新希望六和种猪繁育有限公司存栏 6000 头标准化养殖场项目	15,951.00	10,000.00
4	阳原县 30 万头生猪聚落发展项目	27,900.00	20,000.00
5	通辽新好农牧有限公司三义堂农场年出栏 100 万头生猪养殖项目	160,000.00	117,500.00
6	通辽新好农牧有限公司哲南农场年出栏 100 万头生猪养殖项目	160,000.00	117,500.00

7	乐山新希望农牧有限公司井研县金峰种猪场项目	8,800.00	5,000.00
8	河南灵宝年出栏 15 万头仔猪种养一体化生态产业园区	15,919.00	10,000.00
合计		563,484.00	400,000.00

资料来源：公司提供

上述项目与公司主营业务相关，并均已办理完毕环评手续。在本次债券募集资金到位前，公司将使用自筹资金先行投入，并在募集资金到位后予以置换。在募集资金到位后，若扣除发行费用后的实际募集资金净额少于拟投入的募集资金额，不足部分由公司以自筹资金解决。

总体看，上述项目与公司主营业务相关，项目建设完成后公司养殖业务的规模将进一步扩大，有利于提高公司的综合竞争实力。

三、行业分析

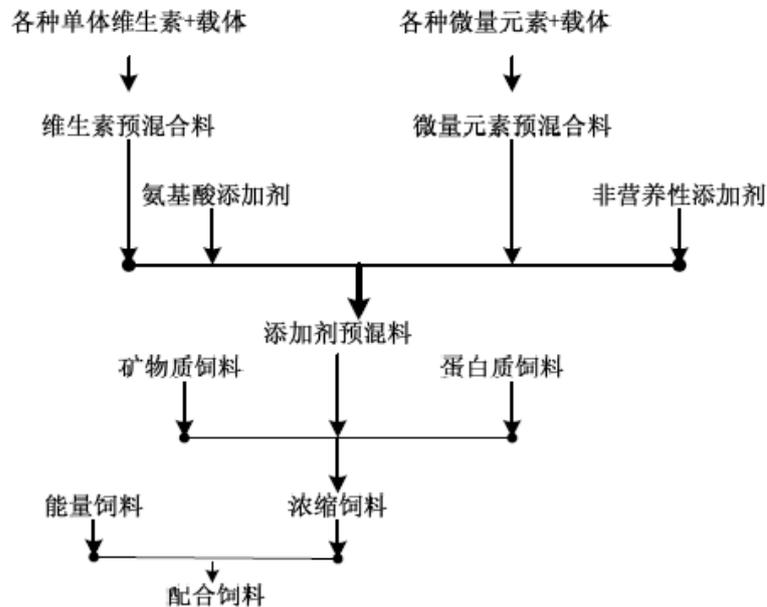
公司所处行业包括饲料行业和畜牧养殖行业。

1. 饲料行业

(1) 行业概况

饲料是指在合理喂养条件下能对畜禽、水产动物等提供营养物质、调控生理机制、改善动物产品品质，且不产生有毒有害作用的物质。按照产品配方及养殖户使用方法分类，饲料可分为预混合饲料、浓缩饲料和配合饲料。按照饲养对象分类，饲料可分为禽畜饲料、水产饲料及其他饲料。

图 2 饲料产品按企业生产标准分类图

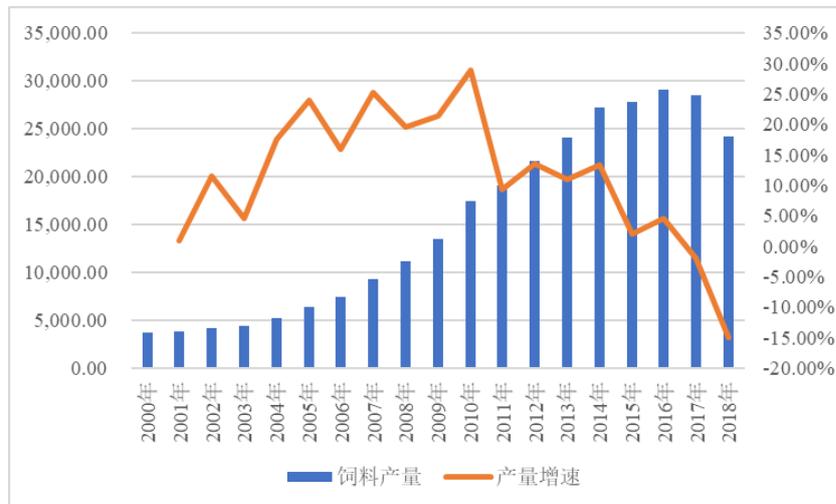


资料来源：中国畜牧业协会、中国饲料工业协会

根据国家统计局数据，中国饲料产品产量从 2000 年的 3,740.81 万吨增加到 2014 年的 2.72 亿吨，增长了 6.28 倍，其中 2004 年到 2014 年，饲料产量保持在较高的增长速度，除 2011 年外各年度均保持了两位数以上的增速。经过多年跨越式发展后，自 2015 年起，我国饲料产品产量增速出现明显下降，特别是 2018 年，受生猪和禽类养殖收益下降的影响，我国饲料产量 2.42 亿吨，同比下降

14.94%。

图3 2000~2018年中国饲料产品产量走势(单位:万吨、%)



资料来源: Wind

总体看,近年来我国饲料行业已告别高速增长期,总产量有所波动。

(2) 行业上下游情况

饲料行业上游

饲料行业的上游主要为饲料原料和饲料添加剂行业,饲料原料和添加剂的质量、货源、价格等均会对饲料行业的运行产生影响。

饲料原材料主要为玉米和豆粕。2007~2018年,玉米价格走势分三个时期,分别为政策上升期、政策瓶颈期及政策改革期,先是震荡中走高,由于玉米供应量充足,新陈玉米无缝衔接、下游需求疲软,加之从2007年起实行的玉米国储政策面临调整(将取消玉米主产区东北三省和内蒙古自治区的保护价格,玉米临时收储政策调整为“市场化收购”加“补贴”),玉米价格在2015年末发生断崖式下跌。2018年是临储收购政策改革的第三年,玉米市场化改革进一步深入,玉米消费量稳步增长,玉米市场价格重心上移,但涨幅有限。具体看,2018年以来,全国玉米价格持续走高,截至2018年底,我国玉米批发平均价格为2.05元/公斤,较年初上涨3.54%,上涨程度较为温和。

图4 近年来我国玉米批发平均价(单位:元/公斤)



资料来源: Wind

从豆粕价格来看，豆粕的供需结构由大豆的供需结构决定。受进口大豆的低价冲击，国内农民种植大豆积极性不高，大豆产量在 2004 年后波动下降，直到 2015 年在大豆产业政策的刺激下才有所增长，但进口依存度依然在 85% 左右。2018 年前三季度，在中美贸易摩擦升级等因素影响下，豆粕价格持续走高，但第四季度以来，由于贸易摩擦影响逐步在休战共识下减弱，以及南美大豆丰产，我国豆粕现货价格持续走低。截至 2018 年底，我国豆粕现货价格为 3,025.88 元/吨，较年初下降 1.46%，整体保持稳定。

饲料添加剂，是指在饲料加工、制作、使用过程中添加的少量或者微量物质，包括营养性饲料添加剂和一般饲料添加剂。目前市场上主要的饲料添加剂有鱼粉、蛋氨酸和赖氨酸等。以鱼粉为例，由于国产鱼粉质量不及进口鱼粉，我国鱼粉主要依靠从智利、秘鲁等南美洲国家的进口；2016~2018 年，我国饲料用鱼粉进口量分别为 104 万吨、158 万吨和 146 万吨，年均复合增长 18.48%；我国鱼粉产量分别为 43 万吨、34 万吨和 51 万吨，增幅远低于进口。鱼粉价格在经历了 2014 年的大幅上涨和 2015 年初的快速回调后，2015 年第二季度以来我国鱼粉平均价格主要在 9,450 元/吨至 12,800 元/吨之间波动。饲料行业所需鱼粉等添加剂对进口的依赖仍将继续，由于需求方议价能力弱，价格下降空间不大，对饲料行业成本控制有一定影响。

总体看，饲料原料价格主要受供求关系影响，近年来价格波动较频繁，对行业内企业生产成本有一定影响；而饲料添加剂中的鱼粉更多依赖进口，国内厂商议价能力弱，对成本控制有一定影响。

饲料行业下游

饲料行业下游为畜牧养殖行业，详见本报告“2、畜牧养殖行业”。

总体看，近年来我国生猪养殖行业市场波动大，饲料行业下游需求稳定性一般。

(3) 行业竞争

饲料行业具有市场容量稳定、总量较大的特点。近年来，我国饲料行业有了突飞猛进的发展，龙头企业纷纷开始整合自身业务结构，横向进行收购、兼并，小企业不断退出市场。受此影响，2012 年以来，我国饲料加工企业由 10,858 家减少至目前不到 8,000 家，降幅超过 30%；产业集中度明显提升，饲料行业 CR10 超过 35%。与此同时，因市场化程度明显提高、产品同质化严重，行业内部竞争愈演愈烈。

目前国内配合饲料（浓缩饲料、精料补充料）生产企业主要分为三大类：一是全国性的大型农牧产业集团，无论是品牌效应、产品品质、资金实力还是资源整合能力等均处于市场竞争的优势地位，如新希望、广东海大集团股份有限公司、北京大北农科技集团股份有限公司等；二是区域性的中等饲料企业，拥有自己核心的竞争力和核心技术，在一个或多个局部地区拥有非常高的市场认可度和品牌效应，属于快速成长期或即将进入成熟期的企业，如福建傲农生物科技集团股份有限公司、深圳市金新农科技股份有限公司等；三是中小型饲料企业，这类企业没有技术特色或核心优势，客户群体也相对不稳定。虽然能够持续经营，但发展空间有限，处于较弱势的市场地位。

由于饲料行业存在产品运输半径的问题，目前国内饲料龙头企业基本限于区域领先，很难做到在全国各个区域同时领先，这也为饲料行业的发展和新格局的产生提供了空间。

总体看，饲料行业已形成了以少数全国性大型企业集团为主导，部分中型企业占据区域性市场，大批小企业为补充的市场格局。

(4) 行业政策

饲料行业具有涉及面广、关联度高、劳动技术密集、吸纳就业能力强等特点。近年来，中央一号文件多次聚焦“三农”问题，政府连续出台多项政策支持包括农副产品加工业在内的农业发展，但对饲料行业发展的方向做出了科学性与生态化的指引。

表 2 饲料行业最新相关政策

日期	政策文件	发文机关	内容
2015 年 12 月	《全国饲料工业“十三五”发展规划》	农业部	明确提出加强饲料资源综合利用，发展优势安全高效饲料产品、加快推动发展方式转变，支持饲料企业向饲料原料生产、畜牧水产养殖、畜产品加工等领域延伸产业链，增强抗风险和可持续发展能力
2016 年 12 月	《“十三五”生态环境保护规划》	国务院	强调要大力推进畜禽养殖污染防治；划定禁止建设畜禽规模养殖场（小区）区域，加强分区分类管理，以废弃物资源化利用为途径，整体推进畜禽养殖污染防治；养殖密集区推行粪污集中处理和资源化综合利用；要求在 2017 年底之前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场（小区）和养殖专业户。
2017 年 6 月	《粮改饲工作实施方案》	农业部	促进青贮玉米、苜蓿、燕麦、甜高粱和豆类等饲料作物种植，收获加工后以青贮饲草料产品形式由牛羊等草食家畜就地转化。到 2020 年，全国优质饲草料种植面积发展到 2500 万亩以上。
2019 年 3 月	《关于征求<药物饲料添加剂退出计划（征求意见稿）>意见的函》	农业农村部	决定实施药物饲料添加剂退出计划，自 2020 年 1 月 1 日起，退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种；自 2020 年 7 月 1 日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂的商品饲料。

资料来源：联合评级整理

总体看，国家政策支持饲料工业健康发展，行业政策环境良好。

（5）行业关注

原材料价格波动风险

饲料产品的成本主要来自原料成本，而所需主要原料玉米、豆粕等的价格易受气候变化、国际粮情和国家农业政策的影响而发生波动，进而加大了饲料行业成本控制难度。

下游养殖业市场波动风险

饲料加工行业处于养殖业的上游，养殖业易随生猪价格、国内外消费市场及动物重大疫病而波动。一方面，养殖业中重要子行业——生猪养殖业，仍然存在着“多、散、小”的特点，猪价周期性波动对经营者的负面影响仍将长期存在；另一方面，食品安全和疫情是养殖业发展的重要影响因素，近几年，“禽流感”、“猪流感”、“蓝耳病”等事件频发，对养殖企业冲击较大。养殖行业产品价格、销售量的波动，将直接传导至饲料行业。

运输行业整改导致运输成本上升

饲料产品物流量较大，运杂费是其饲料加工企业销售费用的重要组成部分。由于历史遗留问题，我国货运车辆大部分归个人所有，物流用车存在一定的非标准化问题。2016 年 9 月，我国《超限运输车辆行驶公路管理规定》开始实施，现有车辆中，相当一部分面临整改或逐步被淘汰。实施运输新规定所导致的运输市场车量紧张、运费提高，将对饲料加工企业费用控制带来不利影响。

（6）未来发展

行业整合升级，集中度不断提高

饲料行业市场竞争加剧，集中度有所提高。饲料行业在不断向集团化、规模化方向发展，未来经营规模小、技术落后、抗风险能力低的饲料加工企业将在激烈的市场竞争中被淘汰。饲料加工企业开始提高饲料、畜牧及食品加工产业关联度，推动了饲料加工行业的转型和提升。饲料加工企业不仅要依靠扩大产量和提高市场份额获得竞争优势，同时要不断提高饲料生产科技水平，降低农产品等原料成本，研制和开发新产品。

饲料需求继续增长

随着国内居民生活水平的提高以及城镇化进程的推进，人们对肉、蛋、奶等动物性食品需求将不断增加，并且对质量的要求也不断增强。饲料作为畜牧业发展的基础，其未来发展潜力巨大。2018 年，我国生猪出栏 6.94 亿头，年底生猪存栏量 3.11 亿头，占世界总量的一半以上，行业容量在 1 万亿元之上；随着规模化生猪养殖的持续发展，饲料需求有望小幅稳定增长。

下游养殖产业变化倒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，未来规模养殖企业将提供专业饲料业务，坚持服务营销发展策略，以家庭农场和规模化猪场为重点客户群，以提供养殖综合技术服务为切入点，以实现饲料、兽药等产品的协同性为未来发展方向。

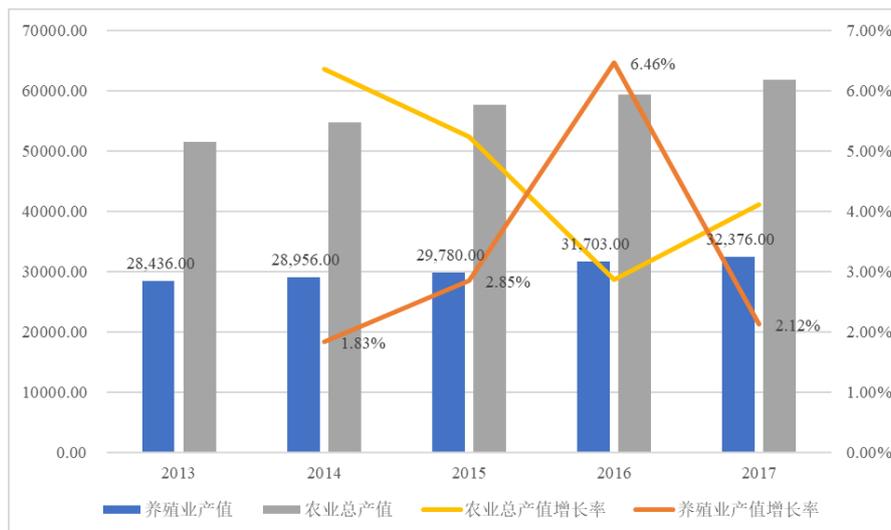
总体看，我国饲料行业已进入低增长期，未来在产业政策的引导下，行业集中度有望提高，具备集团化、规模化优势的大型企业将从中受益。

2. 畜牧养殖行业

(1) 行业概况

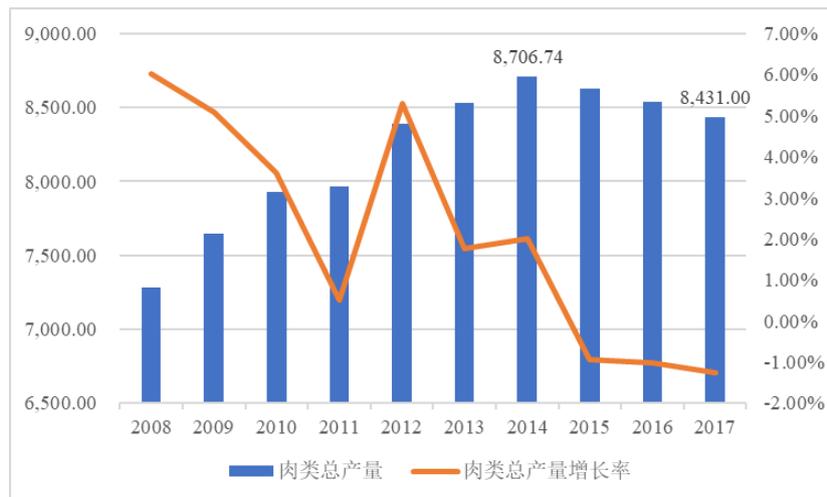
近年来，我国人均可支配收入的增长改善了居民膳食结构，畜禽产品已成为生活必需品，并从需求端拉动了养殖业的发展。2017 年，我国养殖业总产值达到 3.24 万亿元，同比增长 2.12%。目前，我国人均肉类占有量达 64 公斤，直接从事畜禽养殖的收入占家庭农业经营现金收入的 1/6，养殖业国家级产业化龙头企业达 583 家，养殖业日益呈现规模化、标准化、集约化的发展趋势。

图 5 2013~2017 年我国农业和养殖业总产值及增长率（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局

图 6 2008~2017 年我国肉类总产量及增长率（单位：万吨、%）



资料来源：国家统计局

近年来，受猪肉与鸡肉产量下降影响，我国肉类总产量小幅下降，整体仍属稳定。2017 年，我国肉类总产量 8,431.00 万吨，同比下降 1.25%。从畜禽产品的产量上来看，猪肉产量稳居各畜产品之首，为养殖业的主要产品，2017 年猪肉产量与上年基本持平，止住持续两年的下跌趋势。奶类和禽蛋产量位列二、三位，其中奶类产量近年来有所波动，发展进入瓶颈。受祖代鸡引种受限影响，鸡肉产量自 2015 年起持续下降，2017 年为 1,160.00 万吨，同比下降 5.69%。牛、羊肉产量方面，随着居民收入的逐步提高，牛、羊肉的需求量持续增长，带动产量稳步上升，由于我国牛、羊现代化养殖起步较晚，产量难以大幅提高，对外依存度持续上升。

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

（2）生猪养殖

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及市场发展，我国生猪养殖结构不断优化，行业集中度持续提升，但生猪养殖行业集中度仍比较低，截至 2018 年底，我国生猪养殖行业 CR10 不到 10%，而同期出栏在 50 头以下的生猪养殖场数量占全国总养殖场数量的比例在 90% 以上，导致目前我国肉猪养殖主体仍为散养农户。

供给方面，从能繁母猪存栏量来看，2012 年至今，受散养户逐步退出，补栏意愿不强烈等多方面因素影响，能繁母猪存栏量持续下跌；但受规模化养殖程度提升影响，PSY 指标（每头母猪每年所能提供的断奶仔猪头数）不断上升，一定程度上弥补了能繁母猪存栏量下跌带来的影响。由于 2016 年猪价下跌导致养殖户有压栏观望情绪并延迟补栏，2017 年我国生猪存栏量较上年有所下降，出栏量较上年略有增加。截至 2017 年底，我国生猪存栏量 34,153 万头，较年初下降 8.91%；生猪出栏量 68,861 万头，较上年上升 0.52%。截至 2018 年底，我国生猪存栏量 31,111 万头，较年初下降 7.12%；生猪出栏量 69,382 万头，较年初上升 0.76%，主要系受非洲猪瘟影响，养殖户加速出栏所致。补栏不及时、出栏在加速的状况将可能导致未来一段时间内生猪供给不足。

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

价格方面，由于我国猪肉需求近年来较为稳定，因此供给在猪肉价格的形成中具有重要影响。2016 年，受生猪存栏较低以及极端气温影响，猪价快速上涨，并于 2016 年年中到达 21.12 元/公斤

的历史高位；2016年下半年，生猪价格先降后升，整体维持高位。2017年，受生猪存栏量和能繁母猪存栏量的持续走低，以及养殖户补栏积极性犹存等多因素影响，猪肉价格呈现出供需博弈格局下的下行趋势。截至2017年底，生猪价格为14.92元/公斤，较年初18.14元/公斤下降17.75%。2018年上半年，生猪价格延续下降趋势，并于2018年4月底到达截至目前本轮猪周期调整的最低点10.10元/公斤；2018年6~8月，受养殖户补栏积极性降低，生猪严重过剩的局面已有所缓解影响，生猪价格有所上行；2018年8月以来，受非洲猪瘟突然爆发导致全国生猪调运基本暂停影响，短期内，生猪主产区的生猪难以调出，造成区域内供大于求，猪价有所下降；生猪主销区的供给量不足、以及消费意愿的维持，猪价有所上涨。长期来看，疫情得到有效控制后，猪价将受供给收缩影响逐渐回升。

总体看，我国生猪养殖集中度目前仍属较低；未来一段时期内，猪价将受供给收缩影响逐渐回升。

（3）肉鸡养殖

我国肉鸡主要包括白羽肉鸡、黄羽肉鸡和肉杂鸡，在鸡肉产量中的占比分别为60%、37%和4%。就白羽肉鸡和黄羽肉鸡两大主流品种而言，白羽肉鸡具有成长快、抗病差、规模化养殖程度高的特点，多用于快餐市场；黄羽肉鸡具有成长慢、口感好、抗病好、规模化养殖程度不高的特点，多用于鲜食市场。近年来，年出栏5万羽以下的肉鸡养殖户不断减少，5万羽以上的规模化养殖户逐渐增多，根据农业农村部披露情况，截至2018年6月底，我国肉鸡规模化率已达79%，远高于其他畜种。规模化养殖企业凭借不断提升的生产效率及内部治理能力将规模、资金、技术和成本等优势进一步扩大，普通散养户很难与之竞争，特别是在面对H7N9等突发事件时，规模化企业凭借着雄厚的资金实力与全面的疫病预防机制，能够有效化解风险。

供给方面，从祖代鸡引种情况来看，2015年以前，美国和法国是我国大多数祖代鸡的进口国。2015年，由于美国和法国先后发生禽流感，我国对美国 and 法国先后实施了祖代鸡引种禁令；2016年，我国祖代鸡引种主要来自于波兰、西班牙和新西兰，全年祖代鸡引种规模缩减至63.86万套，较上年下降11.33%；2017年初，波兰、西班牙等地连续爆发高致病性禽流感，导致我国引种禁令再度升级，全年祖代鸡引种及自繁量为68.71万套，较上年变化不大。受中美贸易摩擦因素影响，2018年全年祖代鸡引种及自繁量大概率低于上年，祖代鸡存栏量将维持历史较低水平。受此影响，2018年以来，在产父母代存栏量有所下降，商品代鸡苗的供应量降价升。预计未来一段时间内，肉鸡供给量将继续下降。

需求方面，近年来，我国禽流感情况出现频繁，较大程度影响了鸡肉等禽肉的消费量。2016年，我国鸡肉消费量为1,273万吨。2017年初，我国爆发严重的禽流感，造成工厂、学校等禽肉需求量大幅下降，鸡肉消费量为1,191万吨，较上年下降6.43%。2018年，我国鸡肉消费量为1,197万吨，较上年变化不大。考虑到我国居民膳食习惯，预计未来我国鸡肉消费量将长期保持稳定。

价格方面，受近年来主动和被动去产能叠加影响，祖代鸡的供给大幅下降，逐渐向商品代鸡传导，推升鸡价上升。截至2016年底，白条鸡平均批发价格为13.53元/公斤。截至2017年底，白条鸡平均批发价格上涨至15.57元/公斤，随后延续上涨态势。截至2018年底，白条鸡平均批发价格上涨至17.10元/公斤，成为近年来的最高点。在不发生大规模疫病的情况下，受肉鸡供应量缩减的影响，未来一段时期内，鸡价维持高位运行的可能性较大。

总体看，我国肉鸡养殖行业集中度很高；近年来受供给收缩影响，鸡价有所上行。

（4）行业政策

“生猪养殖北上”政策

2016年，农业部继续推进稳生猪的策略，根据《全国生猪生产发展规划（2016~2020年）》和《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》，为纾解南方水网地区生猪饲养密度，推动大型养猪企业在东北、西北等潜力发展区布局，养猪生产区域布局出现“生猪养殖北上”的新趋势。同时，规模化养殖快速发展，产业集中度稳步提升，据农业部统计，2016年，畜禽规模养殖比例提升为56%，较上年提高两个百分点。

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。

环保政策

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。

总体看，畜禽养殖的环保要求逐渐提高，受此影响生猪养殖出现北上新趋势；同时，国家积极鼓励畜禽规模化养殖，推动产业集中度进一步提升。

（5）行业关注

畜禽疾病发生和传播风险

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

环保压力增大

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

食品安全事件频发

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

（6）未来发展

未来随着环保政策的趋严，畜禽养殖行业将向增长与环保并重型转变；行业集中度和产业化程

度将同步提升。畜禽产品从生产到上市，涉及种养加销售等多个环节，还有饲料、动物保健品等支撑行业。未来畜牧养殖行业有望在大型养殖企业带动下，通过兼并、合资、联营等多种方式，向养殖、种植、加工纵深发展；并衍生出电商与实体结合、互联网与产业融合、生产者与消费者直接对接等新业态。

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

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

(1) 规模优势

公司饲料加工规模优势突出。截至 2018 年底，公司饲料产能为 3,573.99 万吨/年，是国内第一、全球前三的饲料生产商。公司畜禽养殖规模优势明显；其中，白羽肉禽养殖规模国内前三，生猪出栏量目前排名上市公司前五。此外，截至 2018 年底，公司已完成约 2,500 万头生猪产能布局，为后续大力发展生猪养殖业务奠定了基础。上述规模优势一定程度上能够提升公司的采购议价能力和销售定价能力，进而提升公司的资源整合能力。

(2) 品牌优势

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

(3) 技术优势

公司技术实力较强。在饲料业务板块，经过多年积累，公司已经建立起全行业最大的饲料营养与原料数据库，可以及时地制定最优的营养和成本组合。禽产业方面，近两年公司的种鸡和种鸭只产健雏数量分别为在 115 和 220 以上，均居国内领先水平。公司与中国农业科学院北京畜牧兽医研究所合作培育出的具有完全知识产权的“中新”北京鸭，各项生产指标均达国际先进水平，打破了国外品种的垄断局面。生猪养殖方面，公司目前的 PSY 平均值达到了 24，高于国内平均水平 17~19。整体看，公司在育种、养殖、管理和设备创新方面具有成体系的技术优势。

(4) 渠道优势

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

(5) 产业链一体化优势

公司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、渠道销售为一体的产业链一体化经营模式，并具有产品结构多元、价格波动对冲、食安风险把控、交易费用内化等产业链一体化优势。公司第一主业为饲料生产。在此基础上，向饲料行业的下游畜禽养殖行业延伸，降低畜禽养殖成本和饲料库存风险。进而公司向养殖产业的下游屠宰及肉类加工行业延伸，对冲畜禽产品

价格风险和提升盈利能力。农牧产业链的一体化有助于从食品安全、疫病防控和成本控制方面提升公司的市场竞争力。

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

2. 人员素质

截至 2019 年 3 月底，公司共有董事 7 人（其中独立董事 3 人），监事 4 人，高级管理人员 10 人，其中总裁 1 人，副总裁 5 人，董事会秘书 1 人。公司高管人员大多从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

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

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

截至 2018 年底，公司的员工人数为 6.19 万人，12.40% 的员工拥有本科及以上学历。从工作岗位看，生产人员占比 71.61%，销售人员占比 15.35%，技术人员占比 4.70%，财务人员占比 3.29%，行政人员占比 5.04%。

总体看，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。

3. 税收优惠

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

（1）增值税优惠政策

公司生产的饲料产品方面，根据财政部、国家税务总局《关于饲料产品免征增值税问题的通知》（财税[2001]121 号）的规定，公司生产的单一大宗饲料、混合饲料、配合饲料、复合预混料、浓缩饲料等饲料产品，免征增值税。

公司下属国内屠宰及肉制品加工企业的初加工产品方面，根据财政部、国家税务总局《关于调整增值税税率的通知》（财税[2018]32 号）的规定，自 2018 年 5 月 1 日起初级农产品适用税率调整为 10%，熟食及深加工产品适用增值税税率为 16%。

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

（2）所得税优惠政策

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

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

公司下属养殖行业的企业，牲畜、家禽养殖免征所得税，并已取得免税备案。

公司子公司潍坊新希望六和饲料科技有限公司和昆明新希望动物营养食品有限公司被认定为高新技术企业，减按 15% 的税率征收企业所得税。目前，上述两个子公司的高新技术企业证书仍处于有效期内。

此外，公司境外子公司也享受部分当地税收优惠政策。

总体看，公司能够获得一定的税收优惠，外部发展环境良好。

五、公司管理

1. 治理结构

公司依据《公司法》、《证券法》等相关法律法规的要求制定了《公司章程》，建立了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的规范的法人治理结构，并结合公司业务发展的需要，建立了较为规范健全的内部管理机制。

股东大会是公司的权力机构，主要职能是决定公司的经营方针和投资计划；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会报告等。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由 7 名董事组成，其中独立董事 3 名，董事长 1 名。董事由股东大会选举或更换，任期 3 年。董事任期届满，可连选连任。董事会的主要职能是召集股东大会，并向股东大会报告工作；执行股东大会的决议；决定公司的经营计划和投资方案；制订公司的年度财务预算方案、决算方案等。

公司设监事会，监事会由 4 名监事组成，其中主席 1 名，由全体监事过半数选举产生。职工代表监事的比例为 1/3，由公司职工通过职工代表大会形式民主选举产生。监事的任期每届为 3 年，监事任期届满，连选可以连任。监事会的主要职能是对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设总裁（总经理）1 名，由董事会聘任或解聘。总裁（总经理）每届任期 3 年，连聘可以连任。总裁（总经理）主要职能是主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟定公司内部管理机构设置方案和基本管理制度等。

总体看，公司作为上市公司，法人治理结构较为完善。

2. 管理体制

截至 2019 年 3 月底，公司董事会下设战略委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会、风险控制委员会等 5 个专门委员会；除拥有本部职能管理中心和本部公司化支持平台外，还设置了饲料 BU、禽产业 BU、海外特区、食品事业群和猪产业委员会等 5 个战略业务单元。公司部门设置合理、职责清晰，公司根据部门设置制定了一系列内部管理制度。

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

有效地组织与协调公司全部的经营活动，完成公司的经营目标。

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

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

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

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

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

六、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括饲料、禽产业、猪产业和食品等。2016~2018年，公司分别实现营业收入 608.80 亿元、625.67 亿元和 690.63 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 6.51%，主要系业务规模扩大所致。2016~2018年，公司分别实现净利润 31.32 亿元、29.32 亿元和 27.22 亿元，呈逐年下降趋势，年均复合下降 6.78%，主要系期间费用与资产减值损失增加所致。

从收入构成来看，2016~2018年，公司主营业务收入占营业收入的比重分别为 99.41%、99.46% 和 99.56%，主营业务十分突出。分产品来看，饲料系公司营业收入中规模最大的产品，2016~2018年，饲料业务收入波动增长，分别为 361.12 亿元、355.68 亿元和 394.19 亿元，年均复合增长 4.48%；其中 2017 年较上年下降 1.51%，变动不大；2018 年较上年增长 10.83%，主要系部分饲料新产品市场认可度提升、单价较高的猪料和水产料销量增加所致；占营业收入的比重略有下降，分别为 59.32%、56.85% 和 57.08%。2016~2018年，禽产业收入逐年增长，分别为 159.06 亿元、170.36 亿元和 186.47 亿元，年均复合增长 8.27%，主要系公司由种禽养殖逐步向商品代禽养殖扩张，相关产品销量增加所致；占营业收入的比重较为稳定，分别为 26.13%、27.23% 和 27.00%。2016~2018年，猪产业收入逐

年增长，分别为 16.31 亿元、25.22 亿元和 32.25 亿元，年均复合增长 40.62%，主要系公司处于从饲料销售向商品猪销售的商业模式转型阶段，并于 2016 年研究制定了生猪业务战略规划，逐步推动生猪养殖规模化所致；占营业收入的比重逐年提升，分别为 2.68%、4.03%和 4.67%。2016~2018 年，食品业务收入较为稳定，分别为 55.29 亿元、57.80 亿元和 54.35 亿元，年均复合下降 0.85%；占营业收入的比重略有下降，分别为 9.08%、9.24%和 7.87%。商贸业务主要为饲料原材料贸易，2016~2018 年，商贸业务收入逐年增长，分别为 10.43 亿元、11.60 亿元和 17.03 亿元，年均复合增长 27.78%，主要系饲料原材料销量增加所致；占营业收入比重较小。其他业务包括饲料及养殖设备的生产销售、鸭绒等副产品的加工销售、对外担保业务等，占比较小，对营业收入影响较小。

表 3 2016~2018 年公司营业收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
饲料	361.12	59.32	6.77	355.68	56.85	7.43	394.19	57.08	7.62
禽产业	159.06	26.13	6.81	170.36	27.23	6.17	186.47	27.00	8.54
猪产业	16.31	2.68	40.71	25.22	4.03	26.87	32.25	4.67	16.23
食品	55.29	9.08	8.23	57.80	9.24	9.41	54.35	7.87	12.92
商贸	10.43	1.71	1.92	11.60	1.85	3.69	17.03	2.47	7.98
其他	6.59	1.08	27.90	5.01	0.80	28.19	6.34	0.92	11.69
合计	608.80	100.00	7.97	625.67	100.00	8.15	690.63	100.00	8.73

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2016~2018 年，公司综合毛利率逐年提升，分别为 7.97%、8.15%和 8.73%。分产品来看，2016~2018 年，饲料业务毛利率逐年提升，分别为 6.77%、7.43%和 7.62%，主要系采购成本优化、生产效率提高和高毛利产品销售占比提升所致。2016~2018 年，禽产业毛利率波动提升，分别为 6.81%、6.17%和 8.54%；其中 2017 年毛利率较上年下降 0.64 个百分点主要系同期 H7N9 流感影响下，相关产品价格下降所致；2018 年毛利率较上年上升 2.37 个百分点主要系禽养殖行业产能收缩，以及公司减少库存提振禽产品价格所致。2016~2018 年，猪产业毛利率逐年下降，分别为 40.71%、26.87%和 16.23%，主要系猪周期下行阶段、猪价下跌所致。2016~2018 年，食品业务毛利率逐年提升，分别为 8.23%、9.41%和 12.92%，主要系公司推进“生转熟”，毛利率较高的深加工肉制品的产能和销量均有所增加所致。2016~2018 年，商贸业务毛利率逐年提升，分别为 1.92%、3.69%和 7.98%，主要系 2016 年公司判断失误，购买的原料价格较高，在 2017 年才销售完毕，影响了 2016~2017 年的毛利率。2016~2017 年，其他业务的毛利率整体较高，主要系对外担保业务毛利率较高所致；2018 年毛利率较低主要系担保业务收入占比下降所致。

从公司产品销售的区域分布来看，2016~2018 年，公司销售收入主要来自于国内且占比较为稳定，占比分别为 92.90%、91.34%和 90.41%，国外收入主要来自于印度尼西亚、越南、新加坡、菲律宾、缅甸、老挝、柬埔寨等东南亚国家。

表 4 2016~2018 年公司营业收入分布区域（单位：亿元、%）

区域	2016 年		2017 年		2018 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内	565.58	92.90	571.51	91.34	624.41	90.41
国外	43.22	7.10	54.16	8.66	66.24	9.59
合计	608.80	100.00	625.67	100.00	690.64	100.00

资料来源：公司提供

总体看，近年来，得益于业务规模扩大，公司营业收入逐年增长，主营业务突出，毛利率逐年提升；公司在饲料业务基础上，逐步向下游养殖端转型；公司营业收入主要来自于国内。

2. 饲料

(1) 采购

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

从整体采购情况来看，2016~2018 年，公司主要原材料采购量逐年小幅增长，分别为 896.04 万吨、926.16 万吨和 918.40 万吨，年均复合增长 1.24%；采购额逐年小幅增长，分别为 200.19 亿元、204.91 亿元和 207.88 亿元，年均复合增长 1.90%。

从详细采购品种来看，公司饲料板块采购的主要的原材料为玉米和豆粕，近年来在饲料板块采购总额中的占比大致为 60%和 30%；其余花生粕、赖氨酸、棉粕、蛋氨酸、小麦等占比较小。玉米采购方面，2016~2018 年，玉米采购量逐年增长，分别为 613.79 万吨、648.27 万吨和 693.94 万吨，年均复合增长 6.33%；玉米采购均价整体稳定，分别为 1,851.83 元/吨、1,814.58 元/吨和 1,932.84 元/吨。豆粕采购方面，2016~2018 年，豆粕采购量逐年下降，分别为 200.37 万吨、197.82 万吨和 175.31 万吨，年均复合下降 6.46%，主要系饲料配方中使用花生粕、棉粕以及玉米蛋白粉等对豆粕进行配比替代所致；豆粕采购均价整体稳定，分别为 3,109.06 元/吨、3,071.77 元/吨和 3,264.72 元/吨。

表 5 2016~2018 年公司饲料业务主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨、万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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	613.79	1,851.83	1,136,634.74	648.27	1,814.58	1,176,337.78	693.94	1,932.84	1,341,274.99
豆粕	200.37	3,109.06	622,962.35	197.82	3,071.77	607,657.54	175.31	3,264.72	572,338.06
花生粕	10.63	2,733.40	29,056.04	13.33	2,822.79	37,627.79	16.22	2,817.00	45,691.74
赖氨酸	9.12	5,298.51	48,322.41	9.03	4,929.25	44,511.13	9.19	4,645.64	42,693.43
棉粕	8.00	2,773.74	22,189.92	6.10	2,718.42	16,582.36	12.32	2,897.18	35,693.26
蛋氨酸	2.15	23,960.74	51,515.59	3.39	21,235.35	71,987.84	1.12	18,534.52	20,758.66
小麦	51.98	1,754.71	91,209.83	48.22	1,958.26	94,427.30	10.30	1,972.31	20,314.79
合计	896.04	--	2,001,890.88	926.16	--	2,049,131.73	918.40	--	2,078,764.94

资料来源：公司提供

结算方式方面，公司国外采购结算主要为美元远期信用证，国内采购结算主要使用电汇，结算账期均在 15 天以内。公司海外采购量根据行情而变化，采购金额占比一般在 10%以内。采购集中度方面，2016~2018 年，公司总体前五大供应商大部分产生自饲料板块；采购额分别为 30.06 亿元、43.15 亿元和 62.36 亿元，占当年采购总额的比例分别为 5.37%、7.51%和 9.65%，集中度不高，不存在对单一供应商依赖。

表 6 2016~2018 年公司前五大供应商情况 (单位: 万元、%)

年份	序号	供应商名称	采购金额	占当期采购总额的比例
2016 年	1	山东泰山国家粮食储备库	84,743.56	1.51
	2	泰安市东岳粮库	62,182.76	1.11
	3	山东荣达农业发展有限公司	57,963.79	1.03
	4	邦基毛里求斯有限公司	54,829.44	0.98
	5	赢创德固赛(中国)投资有限公司	40,906.14	0.73
			合计	300,625.69
2017 年	1	益海嘉里投资有限公司	105,414.67	1.83
	2	中粮集团有限公司	93,949.67	1.63
	3	山东泰山国家粮食储备库	83,694.97	1.46
	4	山东荣达农业发展有限公司	83,316.61	1.45
	5	泰安市东岳粮库	65,154.71	1.13
			合计	431,530.63
2018 年	1	益海嘉里投资有限公司	209,963.36	3.25
	2	中粮集团有限公司	144,176.99	2.23
	3	山东泰山国家粮食储备库	118,893.34	1.84
	4	山东荣达农业发展有限公司	85,424.46	1.32
	5	泰安市东岳粮库	65,106.24	1.01
			合计	623,564.40

资料来源: 公司提供

总体看, 公司采购渠道畅通, 主要原材料采购价格基本保持稳定; 采购集中度不高, 不存在对单一供应商依赖。

(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 2018 年底, 公司共有 281 家饲料厂, 饲料年产能 3,573.99 万吨, 位居国内第一, 世界前三。截至 2018 年底, 公司国内所辖饲料厂主要分布在华南、华中、华东、华北、东北、西南和西北等区域, 厂房面积超过 100 万平方米, 设备技术处于行业领先水平。公司下属饲料企业均进行了 ISO9001:2008 质量认证, 部分公司还通过了 HACCP 认证。公司通过实施 6S 管理、精益化管理、QC 管理等管理方式, 保证了饲料生产的有序进行。

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

产能方面, 2016~2018 年, 公司产能逐年增长, 分别为 3,141.37 万吨/年、3,286.46 万吨/年和 3,573.99 万吨/年, 年均复合增长 6.66%, 主要系公司推动饲料工厂布局 and 产能的优化调整, 淘汰落后产能, 改造升级或新建大产能工厂所致。2016~2018 年, 由于销量增长, 公司产品产量逐年增长, 分别为 1,479.90 万吨、1,572.90 万吨和 1,714.80 万吨, 年均复合增长 6.98%; 产能利用率稳定在 47% 左右; 考虑到我国饲料行业产能利用率普遍在 40%~50% 之间, 公司产能利用率尚可。

表 7 2016~2018 年公司饲料业务产能及产量情况 (单位: 万吨/年、万吨、%)

项目	2016 年			2017 年			2018 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
猪饲料	736.74	347.08	47.11	851.58	407.57	47.86	922.87	442.79	47.98

禽饲料	2,065.14	972.89	47.11	2,069.57	990.49	47.86	2,284.51	1,096.11	47.98
水产料	168.02	79.15	47.11	179.74	86.02	47.86	222.28	106.65	47.98
其他料	171.48	80.78	47.11	185.57	88.81	47.86	144.33	69.25	47.98
合计	3,141.37	1,479.90	47.11	3,286.46	1,572.90	47.86	3,573.99	1,714.80	47.98

资料来源：公司提供

注：以上数据为合并抵消前、包含内销的数据。

总体看，公司饲料生产规模较大，产能利用率处于行业正常水平。

（3）销售

公司总部市场部负责饲料销售环节的统筹、协调与管理；具体工作由各片区或聚落分子公司的销售部门负责执行。公司饲料业务的客户主要包括经销商和养殖户两类，分别适用经销模式和直销模式；以经销模式为主，2018年占比近71%。

销量方面，2016~2018年，猪饲料销量逐年增长，分别为349.17万吨、407.41万吨和439.97万吨，年均复合增长12.25%；禽饲料销量逐年增长，分别为978.75万吨、990.11万吨和1,089.12万吨，年均复合增长5.49%；水产料销量逐年增长，分别为79.63万吨、85.99万吨和105.97万吨，年均复合增长15.36%；其他料销量占比较小。

销售价格方面，2016~2018年，猪饲料销售均价较为稳定，分别为2,865.62元/吨、2,877.63元/吨和2,888.71元/吨，年均复合增长0.40%；禽饲料销售均价小幅上涨，分别为2,369.58元/吨、2,451.36元/吨和2,511.42元/吨，年均复合增长2.95%；水产料销售均价小幅上涨，分别为3,284.84元/吨、3,499.42元/吨和3,558.41元/吨，年均复合增长4.08%；其他料销售均价逐年下降，主要系产品结构变化所致。

表8 2016~2018年公司饲料业务主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2016年			2017年			2018年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
猪饲料	349.17	2,865.62	100.60	407.41	2,877.63	99.96	439.97	2,888.71	99.36
禽饲料	978.75	2,369.58	100.60	990.11	2,451.36	99.96	1,089.12	2,511.42	99.36
水产料	79.63	3,284.84	100.61	85.99	3,499.42	99.97	105.97	3,558.41	99.36
其他料	81.27	4,499.34	100.61	88.78	3,524.41	99.97	68.81	3,392.25	99.36
合计	1,488.82	--	100.60	1,572.29	--	99.96	1,703.87	--	99.36

资料来源：公司提供

注：以上数据为合并抵消前、包含内销的数据。

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；整体看，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，客户集中度较低。

总体看，近年来，公司饲料销售以经销方式为主；各类饲料销量均有所增长，产销率保持较高水平，销售价格整体稳定，不存在对单一客户依赖情况。

3. 禽产业

（1）采购

禽产业板块的采购内容主要包括种禽、兽药、养殖及屠宰设备。种禽采购方面，公司采取“以

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

(2) 生产

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

“公司+农户”合作养殖模式进一步细分为传统型合同养殖模式和委托代养模式。传统型合同养殖模式下，公司将父母代禽苗对外销售给养殖户，产出商品代肉鸡、肉鸭后，由公司按照市场价格进行回收；委托代养模式下，公司向养殖户提供禽苗，产出商品代肉鸡、肉鸭后，由公司按照产品的料肉比、存活率等指标计算并支付代养费。目前，公司商品代肉鸡的养殖基本采用传统型合同养殖模式，商品代肉鸭则主要采用委托代养模式。同时，公司也在一些条件适合的区域发展了小部分商品代肉鸡的一体化自养。近年来，为把控养殖端，公司积极推动传统型合同养殖模式向委托代养模式转型，并加大一体化自养模式的投入。截至 2018 年底，公司下属禽类养殖场 74 家，设计规模种鸡 221 万套、种鸭 1,078 单元。

近年来，公司凭借每年约 7 亿只的禽屠宰量，近 200 万吨的禽肉产销量，位居行业前列。基于禽产业供给总体收缩的外部环境，在公司关停并转落后产能，以及控制禽产品的销售规模、减少库存以提振产品价格的销售战略影响下，鸡一体化业务方面，2016~2018 年，产能波动下降，分别为 92.24 万吨/年、101.32 万吨/年和 84.21 万吨/年，年均复合下降 4.45%；产量波动下降，分别为 70.09 万吨、76.94 万吨和 66.24 万吨，年均复合下降 2.79%。鸭一体化业务方面，2016~2018 年，产能持续下降，分别为 163.55 万吨/年、151.32 万吨/年和 140.79 万吨/年，年均复合下降 7.22%；产量持续下降，分别为 124.29 万吨、114.90 万吨和 110.74 万吨，年均复合下降 5.61%。2016~2018 年，禽产业板块的产能利用率稳定在 76.00%~79.00% 之间。

表 9 2016~2018 年公司禽产业板块产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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	92.24	70.09	75.99	101.32	76.94	75.94	84.21	66.24	78.66
鸭一体化	163.55	124.29	76.00	151.32	114.90	75.93	140.79	110.74	78.66
合计	255.79	194.38	75.99	252.63	191.84	75.94	225.00	176.98	78.66

资料来源：公司提供

注：以上数据为合并抵消前、包含内销的数据。

总体看，近年来，公司禽产业板块受关停并转落后产能、控制禽产品的销售规模等战略的影响，产能和产量均有所波动。

(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。鸡一体化业务方面，2016~2018年，销量波动下降，分别为70.11万吨、76.34万吨和67.03万吨，年均复合下降2.22%；销售均价波动上升，分别为9,038.13元/吨、8,386.57元/吨和9,859.63元/吨，年均复合增长4.45%。鸭一体化业务方面，2016~2018年，销量持续下降，分别为124.29万吨、113.47万吨和112.10万吨，年均复合下降5.03%；销售均价持续上升，分别为6,811.32元/吨、7,219.52元/吨和9,150.60元/吨，年均复合增长15.91%。禽产业板块产销率较为稳定，保持在100.00%左右。

表10 2016~2018年公司禽板块主要产品销售情况(单位:万吨、元/吨、%)

项目	2016年			2017年			2018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	70.11	9,038.13	100.03	76.34	8,386.57	99.22	67.03	9,859.63	101.19
鸭一体化	124.29	6,811.32	100.00	113.47	7,219.52	98.76	112.10	9,150.60	101.23
合计	194.40	--	100.01	189.81	--	98.94	179.13	--	101.21

资料来源:公司提供

注:以上数据为合并抵消前、包含内销的数据。

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，2016~2018年，公司总体前五大客户主要来自禽产业板块；销售额分别为19.02亿元、15.64亿元和18.80亿元，占同期销售总额比例分别为3.12%、2.50%和2.72%，客户集中度较低。

表11 2016~2018年公司前五大客户情况(单位:万元、%)

年份	序号	客户名称	是否关联方	销售收入	占当期销售总额的比例
2016年	1	山东荣达农业发展有限公司	是	67,787.27	1.11
	2	上海六和勤强食品有限公司	是	55,206.47	0.91
	3	李云德	否	24,375.50	0.40
	4	王青	否	23,282.65	0.38
	5	湖北周黑鸭食品工业园有限公司	否	19,526.20	0.32
			合计	--	190,178.09
2017年	1	山东荣达农业发展有限公司	是	58,957.06	0.94
	2	上海六和勤强食品有限公司	是	36,170.89	0.58
	3	广东壹号食品股份有限公司	否	23,912.99	0.38
	4	湖北周黑鸭食品工业园有限公司	否	19,928.28	0.32
	5	廖娜	否	17,453.04	0.28
			合计	--	156,422.26
2018年	1	山东荣达农业发展有限公司	是	52,370.48	0.76
	2	上海六和勤强食品有限公司	是	37,426.68	0.54
	3	杭州三友羽绒有限公司	否	36,320.28	0.53
	4	广东壹号食品股份有限公司	否	31,909.25	0.46
	5	安徽新桥羽绒有限公司	是	30,021.72	0.43
			合计	--	188,048.41

资料来源:公司提供

总体看，近年来，基于禽产业供给总体收缩的外部环境，公司通过控制销量、减少库存，扩大对禽产品的定价权，进而导致相关产品的价格有所提升；禽产业板块下游的客户集中度较低。

4. 猪产业

(1) 采购

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

总体看，猪产业目前主要业务为生猪养殖，所需饲料全部由公司内部提供。

(2) 生产

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

“新好模式”是公司生猪养殖的核心模式。在此模式下，猪场大部分通过自建方式取得，少部分通过外部租赁方式取得，仔猪由公司内部供应，并在肥育过程中采用自养与“公司+农户”合作代养相结合的养殖方式。“新六模式”目前主要分布在四川、山东和河北区域，特点是仔猪外采，以“公司+农户”合作代养为主；其中外采仔猪来自新好模式的父母代猪场或外部供应商。“新望模式”规模很小。截至 2018 年底，公司下属生猪养殖场 46 家，设计规模种猪 15 万头，商品猪 500 万头。

2016~2018 年，公司生猪养殖产能逐年提升，分别为 200.00 万头/年、300.00 万头/年和 400.00 万头/年，年均复合增长 41.42%，主要系公司向生猪养殖业务战略转型所致；生猪产量小幅提升，分别为 114.70 万头、239.96 万头和 310.00 万头，年均复合增长 64.40%。受此影响，2016~2018 年，公司生猪养殖产能利用率分别为 57.35%、79.99%和 77.50%。

表 12 2016~2018 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	2016 年			2017 年			2018 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	200.00	114.70	57.35	300.00	239.96	79.99	400.00	310.00	77.50

资料来源：公司提供

注：以上数据为合并抵消前、包含内销的数据。

总体看，近年来，公司生猪养殖业务产能快速扩张，产量也大幅增长。

(3) 销售

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

销售量方面，公司各分子公司根据生猪存栏量，以月为单位制定月度销售计划，并汇总至所属片区或聚落。2016~2018 年，随着加大力度发展猪板块业务，生猪销量有所增长，分别为 114.70 万头、239.96 万头和 310.00 万头，年均复合增长 64.40%。销售价格方面，2016~2018 年，生猪销售均价与市场行情较一致，分别为 18.81 元/公斤、14.96 元/公斤和 12.72 元/公斤，年均复合下降 17.77%，主要系猪周期下行阶段叠加非洲猪瘟影响所致；产销率均为 100.00%。

表 13 2016~2018 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	2016 年			2017 年			2018 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	114.70	18.81	100.00	239.96	14.96	100.00	310.00	12.72	100.00

资料来源: 公司提供

注: 以上数据为合并抵消前、包含内销的数据。

销售结算方式方面, 公司猪板块业务结算主要为现款现货。

总体看, 猪板块业务产销率高, 销售价格随行就市, 销售回款较好。

5. 食品

(1) 屠宰分割

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

2016~2018 年, 公司屠宰产能大致稳定在 52 万吨/年; 屠宰产生的生食 (猪产品) 逐年上升, 分别为 20.49 万吨、26.51 万吨和 27.89 万吨, 年均复合增长 16.67%, 主要系下游销量增加带动所致; 产能利用率逐年提升, 分别为 39.16%、50.62%和 53.38%。

表 14 2016~2018 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	2016 年			2017 年			2018 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)	52.33	20.49	39.16	52.37	26.51	50.62	52.25	27.89	53.38

资料来源: 公司提供

销售方面, 屠宰分割端主要采用经销、直销和合作经营三种销售模式; 合作经营即公司通过大型商超等销售平台进行场内销售。2016~2018 年, 生食 (猪产品) 销量分别为 20.31 万吨、26.52 万吨和 27.83 万吨, 年均复合增长 17.06%; 产销率大致为 100%。2016~2018 年, 受市场行情影响, 销售均价持续下降, 分别为 17,939.03 元/吨、15,222.09 元/吨和 13,228.04 元/吨, 年均复合下降 14.13%。销售结算周期约 30 天。

表 15 2016~2018 年公司屠宰分割业务主要产品销售情况 (单位: 万吨、元/吨、%)

项目	2016 年			2017 年			2018 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)	20.31	17,939.03	99.12	26.52	15,222.09	100.04	27.83	13,228.04	99.78

资料来源: 公司提供

总体看, 近年来, 公司屠宰分割业务的产销量均有所上升, 但销售价格持续下降。

(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 30% 由公司内部提供。生产方面, 因种类繁多且品类复杂, 既有当天生产并发货的日配鲜品, 也有按照周计划生产的保质期较长的产品, 因此食品加工业务采用多品种批量柔性生产模式, 以市场为导向。

2016~2018年，公司肉制品和预制菜产品的产能较为稳定，分别为20.64万吨/年、22.63万吨/年和20.68万吨/年，年均复合增长0.10%；产量较为稳定，分别为15.05万吨、16.98万吨和15.43万吨，年均复合增长1.25%；产能利用率分别为72.92%、75.03%和74.61%。

表 16 2016~2018 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	2016 年			2017 年			2018 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	20.64	15.05	72.92	22.63	16.98	75.03	20.68	15.43	74.61

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。2016~2018年，肉制品和预制菜销量较为稳定，分别为14.47万吨、16.20万吨和14.97万吨，年均复合增长1.71%；销售均价较为稳定，分别为15,113.89元/吨、16,911.37元/吨和15,320.12元/吨，年均复合增长0.68%；产销率大致为96%。

表 17 2016~2018 年公司食品加工业务主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 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	14.47	15,113.89	96.15	16.20	16,911.37	95.41	14.97	15,320.12	97.02

资料来源：公司提供

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。总体看，近年来，公司食品加工业务的产销量较为稳定，产能利用率有一定提升空间。

6. 境外生产情况

境外业务属于公司的战略业务，目前以饲料产品为主，未来有望向养殖板块和食品端拓展。公司境外生产经营主体为海外特区战略业务单元；海外特区下设1个投资平台、8个经营片区和3个独立公司，投资平台是指新加坡平台，八大片区主要集中于东南亚区域，并逐渐向非洲、东欧等地区延伸。

截至2018年底，公司在海外特区共投资设立56家分子公司，业务范围覆盖饲料、畜禽养殖、商贸等领域。目前，海外特区共有从事饲料经营的分子公司39家（其中处于筹建阶段的6家），同时，公司逐渐在海外布局畜禽养殖业务，共有从事禽产业的分子公司5家（其中处于筹建阶段的3家），从事猪产业的分子公司3家（均处于筹建阶段）。此外，公司还有部分海外分子公司从事贸易业务。

2016~2018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43.22亿元、54.16亿元和66.24亿元，年均复合增长23.80%；占营业总收入的比例分别为7.10%、8.66%和9.59%。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。

总体看，公司目前海外业务以饲料为主，未来有望向养殖板块和食品端拓展；随着海外布局逐步增加，相关业务已成为公司营业收入的有益补充和后备增长点。

7. 关联交易

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

从关联交易规模上看，2016~2018年，公司向关联方采购商品、接受劳务的金额分别为1.68亿元、0.36亿元和0.82亿元，占同期采购总额的比例分别为0.29%、0.06%和0.13%，占比较小；公司向关联方销售商品的金额分别为7.62亿元、6.46亿元和9.64亿元，占同期销售总额的比例分别为1.25%、1.03%及1.40%，占比较小。

表18 2016~2018年公司关联交易情况（单位：万元、%）

年份	向关联方采购商品、接受劳务		向关联方销售商品、提供劳务	
	采购金额	占采购总额比例	销售金额	占销售总额比例
2016年	16,835.68	0.29	76,162.77	1.25
2017年	3,582.06	0.06	64,574.04	1.03
2018年	8,232.35	0.13	96,399.87	1.40

资料来源：公司提供

总体看，公司关联交易占比较小，且定价公允，对公司经营及财务独立性影响较小。

8. 在建工程

公司在建项目基本围绕畜禽养殖、屠宰加工和饲料等核心业务板块而布设。截至2018年底，公司主要在建工程计划投资额为32.02亿元，已完成投资5.36亿元；未来尚需投资26.77亿元，公司面临的一定资金支出压力。随着公司在建项目逐步建成达产，核心业务板块产能将进一步增长，综合实力有望进一步增强。

表19 截至2018年底公司主要在建工程情况（单位：亿元、%）

项目名称	建设内容	计划投资	已投资	尚需投资
新希望六和饲料股份有限公司中试基地项目	办公楼	3.50	2.51	0.99
红原牦牛屠宰项目	屠宰	0.73	0.44	0.29
绵阳新希望六和农牧科技有限公司年产20万吨饲料项目	饲料	0.77	0.34	0.43
嘉祥新希望六和食品有限公司新建肉禽屠宰及深加工项目	肉食屠宰、深加工	1.25	1.36	0.00
贵州施秉县6000头母猪猪场项目	生猪养殖	1.28	0.43	0.85
贵州遵义建设年产20万吨饲料项目	饲料	0.38	0.06	0.32
重庆国雄饲料迁建项目	饲料	0.70	0.01	0.69
丰顺新希望生物科技有限公司新建项目	饲料	1.06	0.07	0.99
山东潍坊安丘肉鸡养殖场项目	禽养殖	0.22	0.00	0.22
辽宁新民年出栏100万头生猪项目	生猪养殖	14.62	0.08	14.54
辽宁康平年出栏37万头生猪项目	生猪养殖	4.32	0.00	4.32
河南灵宝年出栏18万头生猪项目	生猪养殖	1.59	0.03	1.56
山东禹城年出栏15万头生猪项目	生猪养殖	1.60	0.03	1.57
合计	--	32.02	5.36	26.77

资料来源：公司提供

总体看，公司在建项目围绕主业进行布局，拟投资规模较大，面临一定的资本支出压力。

9. 经营效率

2016~2018年，受有一定账期的猪料、水产料销售量增加，以及食品业务新兴销售渠道的销售量增加，导致应收账款有所增加影响，公司应收账款周转次数分别为110.86次、96.29次和95.25次，逐年下降；受代养向自养转型、养殖板块产能释放，导致生猪和肉鸡存栏量上升影响，存货周转次数分别为14.56次、12.11次和11.91次，逐年下降；总资产周转次数分别为1.68次、1.57次和1.53次，较为稳定。

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

表 20 同行业上市公司 2017 年经营效率情况（单位：次）

股票代码	股票简称	总资产周转次数	应收账款周转次数	存货周转次数
603609.SH	禾丰牧业	2.46	41.79	10.38
603363.SH	傲农生物	2.31	16.14	11.75
002567.SZ	唐人神	2.55	85.73	12.34
002157.SZ	正邦科技	1.43	48.73	6.74
002385.SZ	大北农	1.09	15.46	5.96
002124.SZ	天邦股份	0.88	34.92	3.11
002548.SZ	金新农	0.88	12.71	6.41
上述中位数		1.43	34.92	6.74
000876.SZ	新希望	1.57	124.10	12.24

资料来源：Wind，联合评级整理

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致。

总体看，公司经营效率处于行业优秀水平。

10. 经营关注

（1）食品安全风险

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

（2）多元化经营管理风险

公司业务板块众多，管理体系庞大。尽管具有产业链一体化优势，但下属子公司多达 513 家，受国家政策、上下游行业联动、行业周期性等多重因素影响，如果公司管理水平和风控能力不能与业务发展速度相匹配，容易出现多元化经营管理风险。

（3）境外经营风险

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

（4）汇率波动风险

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

（5）畜、禽价格波动风险

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

11. 未来发展

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

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

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2016~2018 年合并财务报表经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准的无保留审计意见。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和各项有关规定编制。

从合并范围变化来看，2016 年，公司合并范围内包括 475 家子公司；2017 年，公司合并范围内新增子公司 51 家，不再纳入合并范围的子公司 24 家，共包括 502 家子公司；2018 年，公司合并范围内新增子公司 37 家，不再纳入合并范围的子公司 26 家，共包括 513 家子公司。公司合并范围存在一定变动，但公司主要经营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 479.44 亿元，负债总额 206.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）273.36 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 215.75 亿元。2018 年，公司实现营业收入 690.63 亿元，净利润（含少数股东损益）27.22 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 17.05 亿元；经营活动产生的现金流量净额 33.37 亿元，现金及现金等价物净增加额 23.45 亿元。

2. 资产质量

2016~2018 年，在经营规模扩大带动下，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 13.24%。截至 2018 年底，公司合并资产总额为 479.44 亿元，较年初增长 12.94%；流动资产和非流动资产占比分别为 28.35%和 71.65%，资产结构以非流动资产为主。

（1）流动资产

2016~2018 年，公司流动资产规模逐年增长，年均复合增长 21.69%。截至 2018 年底，公司流动资产总额 135.91 亿元，较年初增长 22.81%，主要由货币资金（占比 40.11%）和存货（占比 39.70%）构成。

2016~2018 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 31.88%。截至 2017 年底，公司货币资金

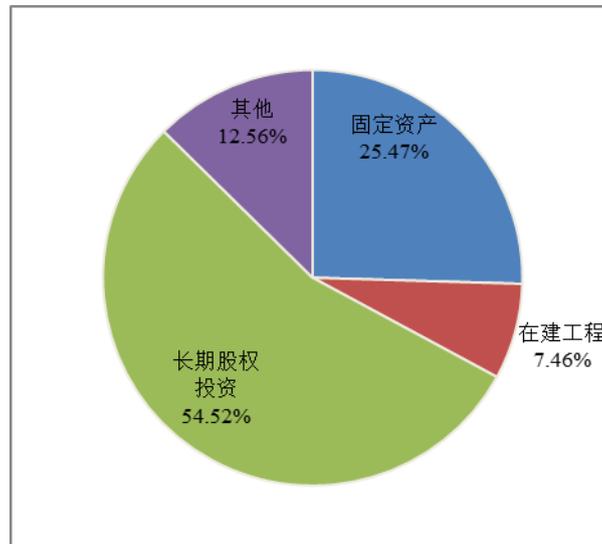
30.71 亿元，较年初小幅下降 2.03%。截至 2018 年底，公司货币资金 54.51 亿元，较年初大幅增长 77.52%，主要系公司经营活动产生的现金流量净额增加及银行短期借款增加所致；货币资金包括库存现金（占比 0.16%）、银行存款（占比 90.68%）和其他货币资金（占比 9.17%）。公司使用受限的货币资金总额为 0.80 亿元，用于购买期货及提供担保公司保证金等，占货币资金比例为 1.47%，受限比例很低。

2016~2018 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 12.25%。截至 2017 年底，公司存货账面价值为 51.11 亿元，较年初增长 19.38%，主要系该年度公司完成对杨凌本香农业产业集团有限公司的收购，生猪存栏量增加，以及加大禽类自养和委托代养，禽类存栏量增加所致。截至 2018 年底，公司存货账面价值 53.95 亿元，较年初增长 5.55%，主要系 2016 年以来在建的养殖板块产能释放，生猪和肉鸡存栏量增加所致。存货主要由原材料（占比 47.79%）、库存商品（占比 22.79%）和消耗性生物资产（占比 25.54%）等构成。截至 2018 年底，公司全部存货共计提跌价准备 0.43 亿元，计提比例 0.80%，主要为对库存商品计提的跌价准备。生猪及禽类价格波动性较大，公司存货面临着一定跌价风险。

（2）非流动资产

2016~2018 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 10.36%。截至 2018 年底，公司非流动资产总额 343.53 亿元，较年初增长 9.46%，主要由长期股权投资（占比 54.52%）、固定资产（占比 25.47%）和在建工程（占比 7.46%）构成。

图 7 截至 2018 年底公司非流动资产构成情况



数据来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 8.77%，主要系公司每年在权益法下确认对联营企业的投资收益所致。截至 2018 年底，公司长期股权投资账面价值 187.28 亿元，较年初增长 6.14%，主要系确认联营企业中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）投资收益 21.02 亿元所致；公司长期股权投资主要由对民生银行的长期股权投资构成（占比 94.03%）；公司未对民生银行的长期股权投资计提减值准备。截至 2019 年 4 月 9 日，公司持有民生银行股份 182,832.74 万股，持股比例为 4.18%，是民生银行第五大股东。

2016~2018 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 8.00%，主要系公司新建养殖场项目陆续竣工投产、饲料厂改扩建工程、食品加工厂改扩建工程相继建设完成并转固所致。截至 2018 年底，

公司固定资产账面价值 87.50 亿元，较年初增长 7.09%；其中，固定资产清理占比 0.40%，固定资产占比 99.60%；后者主要由房屋及建筑物（占比 61.94%）、机器设备（占比 34.83%）和运输设备（占比 2.34%）构成。截至 2018 年底，公司固定资产累计计提折旧 47.75 亿元，累计计提减值准备 0.51 亿元，成新率为 64.36%，成新率一般。

2016~2018 年，公司在建工程逐年大幅增长，年均复合增长 73.96%。截至 2018 年底，公司在建工程账面价值 25.62 亿元，较年初增长 116.44%，主要系养殖公司改扩建工程新增投入 19.88 亿元所致；公司对在建工程计提 583.48 万元减值准备，计提比例 0.23%。

截至 2018 年底，公司使用受限的资产账面价值共计 1.81 亿元，占总资产的比例为 0.38%，受限比例很低。

表 21 截至 2018 年底公司受限资产情况（单位：万元、%）

项目	受限账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	7,989.94	0.17	购买期货、担保公司保证金等
固定资产	5,312.39	0.11	用作长、短期借款抵押物
无形资产	4,824.23	0.10	用作长、短期借款抵押物
合计	18,126.57	0.38	--

资料来源：公司审计报告

总体看，近年来，公司资产规模逐年增长，资产结构以非流动资产为主；流动资产中货币资金和存货占比较高；非流动资产中长期股权投资、固定资产和在建工程占比较高，公司受限资产比例很低，整体资产质量良好。

3. 负债及所有者权益

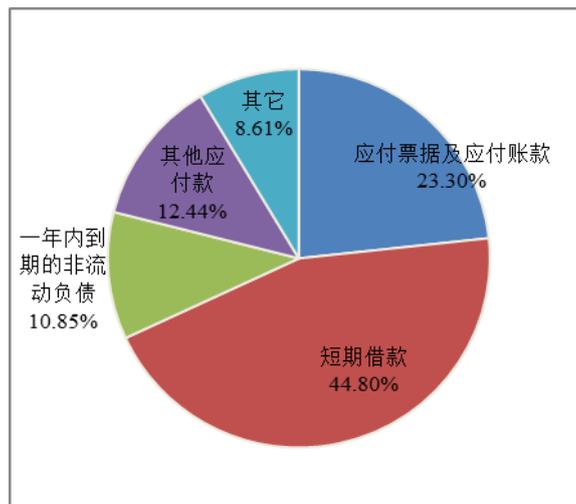
（1）负债

2016~2018 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 31.95%，主要系流动负债增加所致。截至 2018 年底，公司负债总额 206.08 亿元，较年初增长 27.08%；以流动负债为主，占比为 89.59%。

流动负债

2016~2018 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 45.21%，主要系短期借款增加所致。截至 2018 年底，公司流动负债合计 184.63 亿元，较年初增长 39.01%，主要由短期借款（占比 44.80%）、应付票据及应付账款（占比 23.30%）、其他应付款（占比 12.44%）和一年内到期的非流动负债（占比 10.85%）构成。

图 8 截至 2018 年底公司流动负债构成情况



数据来源：公司审计报告

2016~2018 年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长 99.36%，主要系公司业务规模扩大，日常经营所需流动资金增加所致。截至 2017 年底，公司短期借款 61.31 亿元，较年初增长 194.59%。截至 2018 年底，公司短期借款合计 82.71 亿元，较年初增长 34.92%；公司短期借款主要由信用借款（占比 53.36%）、票据贴现借款（占比 28.35%）和保证借款（占比 16.34%）构成。其中，票据贴现借款产生于公司内部采用票据结算的购销交易，收款方将所取得的票据在新希望财务有限公司提前贴现，因具有融资性质，在合并报表上将应付票据结转到短期借款。

2016~2018 年，公司应付票据逐年增长，年均复合增长 122.80%，主要系随着饲料业务规模扩大，公司对饲料原材料的采购增加所致。截至 2018 年底，公司应付票据为 5.69 亿元，较年初增长 269.13%。

2016~2018 年，公司应付账款逐年增长，年均复合增长 14.03%。截至 2018 年底，公司应付账款 37.31 亿元，较年初增长 17.63%，主要系饲料原材料采购增加、固定资产投资增加导致设备采购与工程预付款增加所致。

2016~2018 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 16.38%。截至 2017 年底，公司其他应付款 22.11 亿元，较年初增长 30.42%，主要系在畜禽养殖规模扩大的情况下，公司逐步从种禽养殖为主向更多的商品代自养或委托代养转型，与公司合作的养殖户增加，向养殖户收取的押金、保证金增加所致。截至 2018 年底，公司其他应付款 22.96 亿元，较年初增长 3.86%；其他应付款由应付利息（占比 1.54%）、应付股利（占比 12.62%）和其他应付款（占比 85.84%）构成。

2016~2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，年均复合增长 68.14%。截至 2017 年底，一年内到期的非流动负债 1.83 亿元，较年初下降 74.23%，主要系一年内到期的长期借款减少所致。截至 2018 年底，一年内到期的非流动负债 20.04 亿元，较年初增长 9.97 倍，主要系“16 希望六和 MTN001”转入一年内到期的非流动负债所致。

非流动负债

2016~2018 年，公司非流动负债逐年下降，年均复合下降 16.54%。截至 2017 年底，公司非流动负债合计 29.35 亿元，较年初下降 4.70%。截至 2018 年底，公司非流动负债合计 21.46 亿元，较年初下降 26.91%，主要系应付债券减少所致；公司非流动负债主要由长期借款（占比 84.98%）和递延收益（占比 13.40%）构成。

2016~2018 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 46.77%。截至 2017 年底，公司长期借款 6.17 亿元，较年初下降 27.16%，主要系部分保证借款转入一年内到期的非流动负债所致。截至 2018

年底，公司长期借款 18.23 亿元，较年初增长 195.73%，主要系“16 希望六和 MTN001”将于 2019 年到期，公司新增了长期借款以保持合适的资本结构所致；公司长期借款主要由保证借款（占比 22.59%）和信用借款（占比 76.24%）构成。

公司递延收益主要为政府补助。2016~2018 年，公司递延收益波动增长，年均复合增长 18.30%。截至 2017 年底，公司递延收益 3.00 亿元，较年初增长 46.01%，主要系公司收到多项与资产相关的政府补助所致。截至 2018 年底，公司递延收益 2.88 亿元，较年初下降 4.14%，主要系递延收益摊销所致。

全部债务方面，2016~2018 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 47.77%。截至 2018 年底，公司全部债务 127.94 亿元，较年初增长 39.27%；其中短期债务占比 85.63%，长期债务占比 14.37%，债务结构以短期债务为主，有待调整。

2016~2018 年，公司资产负债率持续上升，分别为 31.66%、38.20%和 42.98%；全部债务资本化比率持续上升，分别为 18.66%、25.94%和 31.88%；长期债务资本化比率持续下降，分别为 10.04%、9.06%和 6.30%；整体债务负担较轻。

总体看，近年来，公司负债规模逐年增长，整体债务负担较轻；债务结构以短期债务为主，有待调整。

（2）所有者权益

2016~2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 3.44%。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 273.36 亿元，较年初增长 4.20%；其中归属母公司所有者权益占比 78.93%；归属母公司所有者权益中，股本占比 19.54%，资本公积占比 11.30%，盈余公积占比 10.21%，未分配利润占比 60.24%。所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

总体看，近年来，公司所有者权益规模逐年增长，但所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

4. 盈利能力

2016~2018 年，得益于业务规模扩大，公司营业收入逐年增长，分别为 608.80 亿元、625.67 亿元和 690.63 亿元，年均复合增长 6.51%。2016~2018 年，公司营业成本逐年增长，分别为 560.27 亿元、574.68 亿元和 630.33 亿元，年均复合增长 6.07%。2016~2018 年，受期间费用与资产减值损失增加影响，公司营业利润较为稳定，分别为 32.54 亿元、33.28 亿元和 32.41 亿元，年均复合下降 0.19%；净利润逐年下降，分别为 31.32 亿元、29.32 亿元和 27.22 亿元，年均复合下降 6.78%。

期间费用方面，2016~2018 年，期间费用规模逐年增长，分别为 33.79 亿元、37.80 亿元和 41.35 亿元，年均复合增长 10.62%；其中，2016~2018 年，销售费用逐年增长，分别为 14.47 亿元、15.41 亿元和 16.50 亿元，年均复合增长 6.77%，与营业收入增速大致相当；管理费用（含研发费用）逐年增长，分别为 17.10 亿元、19.38 亿元和 21.44 亿元，年均复合增长 11.96%，主要系随着业务规模扩大，支付给管理人员的绩效薪酬增加所致；财务费用分别为 2.22 亿元、3.00 亿元和 3.41 亿元，年均复合增长 24.09%，主要系有息债务规模增长所致。从费用控制能力来看，2016~2018 年，公司费用收入比较为稳定，分别为 5.55%、6.04%和 5.99%，公司费用控制能力一般。

2016~2018 年，公司资产减值损失波动增长，分别为 2.16 亿元、1.54 亿元和 6.98 亿元；其中 2017 年较上年下降 28.79%，主要系 2017 年下半年禽肉制品价格回升，计提的相关存货跌价损失减少；公司加强对应收款项的管理，2017 年计提的坏账损失减少所致。2018 年资产减值损失较上年增加 5.44 亿元，主要有两个原因：一是该年度对北京嘉信恒泰商贸有限公司、海南文昌永凤水产有限公

司、南京和大食品有限公司三家客户的应收账款全额计提坏账准备，导致坏账损失较年初增加 2.86 亿元；二是中美之间的大宗农产品贸易受到贸易摩擦影响，导致公司投资参股的美国蓝星贸易集团有限公司（以下简称“蓝星贸易”）业绩下滑，公司对蓝星贸易的长期股权投资计提减值准备 2.24 亿元。

2016~2018 年，公司投资收益规模较为稳定，分别为 20.91 亿元、22.14 亿元和 21.82 亿元，主要为权益法核算下对民生银行的投资收益；占营业利润的比例分别为 62.75%、66.52%和 67.33%，对公司营业利润的贡献大。考虑到民生银行经营业绩较为稳定，公司投资收益具有较强的持续性。

2016~2018 年，公司营业外收入分别为 1.33 亿元、0.48 亿元和 0.58 亿元，年均复合下降 33.69%，占当期利润总额的比例分别为 4.06%、1.51%和 1.95%；公司其他收益分别为 0.00 亿元、0.70 亿元和 0.95 亿元，占当期利润总额的比例分别为 0.00%、2.18%和 3.18%，主要为政府给予的各类补贴；整体看，公司利润总额对政府补助的依赖程度较小。

从盈利能力指标看，受期间费用和资产减值损失增加影响，2016~2018 年，公司总资本收益率分别为 10.82%、9.70%和 8.37%，总资产报酬率分别为 9.66%、8.82%和 7.59%，净资产收益率分别为 12.61%、11.32%和 10.16%，均呈现持续下降趋势；公司盈利能力有所下降。

从主要业务板块来看，受毛利较低的禽饲料为饲料板块主要产品影响，公司饲料板块的盈利能力处于同行业中下水平；公司禽类板块的盈利能力处于同行业中上水平；猪类板块的盈利能力处于同行业中上水平。

表 22 同行业上市公司 2017 年销售毛利率对比情况（单位：%）

对比板块	证券代码	证券简称	该板块毛利率	2017 年报对应板块
饲料	002385.SZ	大北农	22.46	饲料产品
	603363.SH	傲农生物	18.61	饲料
	002548.SZ	金新农	13.02	饲料加工
	603609.SH	禾丰牧业	12.78	饲料产品
	000702.SZ	正虹科技	10.61	饲料行业
	002567.SZ	唐人神	9.55	饲料
	002157.SZ	正邦科技	9.27	饲料
	上述中位值		12.78	--
	000876.SZ	新希望	7.43	饲料
禽类	300498.SZ	温氏股份	11.17	肉鸡类
	002299.SZ	圣农发展	6.49	家禽饲养加工行业
	002746.SZ	仙坛股份	5.23	鸡肉产品
	002234.SZ	民和股份	-2.16	畜牧业
	002458.SZ	益生股份	-21.71	鸡收入
	上述中位值		5.23	--
	000876.SZ	新希望	8.54	禽产业
猪类	002714.SZ	牧原股份	30.03	生猪
	300498.SZ	温氏股份	24.80	肉猪类
	002567.SZ	唐人神	23.52	牲猪
	600975.SH	新五丰	14.46	畜牧业
	002157.SZ	正邦科技	14.41	养殖
	上述中位值		23.52	--
000876.SZ	新希望	26.87	畜养殖	

资料来源：上述公司 2017 年年度报告
注：新希望数据来自本报告经营概况部分

从整体盈利能力来看，与同行业主要上市公司相比，公司处于行业中等水平。

表 23 同行业上市公司 2017 年盈利情况 (单位: %)

证券代码	证券简称	总资产报酬率	净资产收益率
002385.SZ	大北农	9.99	13.00
002124.SZ	天邦股份	8.49	11.82
002157.SZ	正邦科技	5.35	8.67
上述中位值		8.49	11.82
603876.SH	新希望	8.82	11.03

资料来源: Wind

注: 为了增加可比性, 表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致。

总体看, 近年来, 得益于业务规模扩大, 公司营业收入逐年增长; 投资收益对营业利润的贡献大; 受期间费用与资产减值损失增加影响, 公司整体盈利能力处于行业中等水平。

5. 现金流

经营活动方面, 2016~2018 年, 公司经营活动现金流入量逐年增长, 分别为 646.18 亿元、654.10 亿元和 728.32 亿元, 年均复合增长 6.17%, 以销售商品、提供劳务收到的现金为主。2016~2018 年, 公司经营活动现金流出量分别为 615.06 亿元、626.98 亿元和 694.95 亿元, 年均复合增长 6.30%, 以购买商品、接受劳务支付的现金为主。受上述因素影响, 2016~2018 年, 经营活动产生的现金净流量持续净流入, 分别为 31.11 亿元、27.12 亿元和 33.37 亿元。从收入实现质量来看, 2016~2018 年, 公司现金收入比分别为 105.21%、102.72% 和 104.03%, 收入实现质量较好。

投资活动现金流方面, 2016~2018 年, 受收回投资收到的现金波动影响, 公司投资活动现金流入波动下降, 分别为 27.52 亿元、13.40 亿元和 19.88 亿元, 年均复合下降 15.01%; 投资活动现金流出逐年增长, 分别为 32.91 亿元、38.97 亿元和 43.80 亿元, 年均复合增长 15.36%, 主要系公司持续进行项目投资所致; 受上述因素影响, 2016~2018 年, 公司投资活动产生的现金流持续净流出, 净流出规模分别为 5.39 亿元、25.57 亿元和 23.92 亿元。

筹资活动现金流方面, 2016~2018 年, 公司筹资活动现金流入波动增长, 分别为 72.99 亿元、72.01 亿元和 117.94 亿元, 年均复合增长 27.11%; 其中 2018 年较上年增加 45.93 亿元, 主要系经营规模扩大、借款增加所致。2016~2018 年, 公司筹资活动现金流出波动下降, 分别为 104.76 亿元、73.67 亿元和 103.91 亿元, 年均复合下降 0.41%, 主要受偿债规模变动影响。受上述因素影响, 2016~2018 年, 公司筹资活动现金流量净额分别为 -31.77 亿元、-1.67 亿元和 14.03 亿元。

总体看, 近年来, 公司经营活动现金流持续净流入, 收入实现质量较好; 考虑到商业模式转型期的投资需求, 公司存在一定的融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看, 2016~2018 年, 公司流动比率分别为 1.05 倍、0.83 倍和 0.74 倍; 速动比率分别为 0.56 倍、0.45 倍和 0.44 倍; 考虑到公司存货的下游需求面较广、变现速度较快, 流动资产对流动负债的保护程度尚可。2016~2018 年, 现金短期债务比波动下降, 分别为 1.06 倍、0.47 倍和 0.50 倍, 公司现金类资产对短期债务的保护能力尚可。整体看, 公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看, 2016~2018 年, 公司 EBITDA 较为稳定, 分别为 44.90 亿元、47.64 亿元和 46.02 亿元。2018 年, 公司 EBITDA 主要由利润总额 (占比 64.99%)、折旧 (占比 22.34%) 和计入财务费用的利息支出 (占比 9.56%) 构成。2016~2018 年, 公司 EBITDA 利息倍数分别为 18.70 倍、15.33 倍和 10.14 倍, EBITDA 对利息的保护程度很高; 公司 EBITDA 全部债务比分别为 0.77 倍、

0.52 倍和 0.36 倍，EBITDA 对全部债务覆盖程度较高。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至 2018 年底，公司无重大对外担保事项。

截至 2018 年底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至 2018 年底，公司在全球范围内取得的银行综合授信约 490.00 亿元，尚未使用授信额度占比近 75%；公司作为上市公司，具有直接融资渠道。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1051070104246640Y），截至 2019 年 1 月 4 日，公司无未结清的关注类、不良类贷款信息记录；已结清的贷款信息记录中，存在 4 笔欠息，已于 2009 年 3 月 9 日结清。

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

八、本次可转换公司债券偿债能力分析

1. 本次可转换公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2018 年底，公司全部债务为 127.94 亿元，本次拟发行可转换公司债券额度为 40.00 亿元，占公司全部债务规模的比例为 31.26%，对公司债务水平影响较大。

以 2018 年底财务数据为基础，假设本次募集资金净额为 40.00 亿元，在其他因素不变的情况下，债券发行后，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将分别由 42.98%、31.88% 和 6.30% 上升至 47.37%、38.06% 和 17.60%，公司的负债水平上升，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。考虑到可转换债券具有转股的可能性，如果公司股价未来上涨超过转股价，公司本次发行的可转换债券将转换为公司的权益，债务负担将有所减轻。

2. 本次可转换公司债券偿债能力分析

以 2018 年的财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 46.02 亿元，为本次可转换公司债券发行额度（40.00 亿元）的 1.15 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高；2018 年经营活动产生的现金流入为 728.32 亿元，为本次可转换公司债券发行额度（40.00 亿元）的 18.21 倍，公司经营活动现金流入量对本次债券覆盖程度高。

从本次债券的发行条款来看，公司作出了转股价格修正条款（在本次发行的可转换公司债券存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决），同时制定了有条件赎回条款（如果连续 30 个交易日中至少 15 日收盘价不低于转股价 130%（含 130%），或未转股金额不足 3,000 万元时），公司有权按照面值加当期利息赎回全部或部分未转股可转债，公司还制定了有条件回售条款（在最后两个计息年度，如股票连续 30 个交易日收盘价格低于当期转股价的 70%，持有人有权将全部或部分可转债按面值加上当期应计利息的价格回售给公司），以及附加回售条款（如可转债募集资金运用的实施情况与公司承诺情况相比发生变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，持有人享有一次回售的权利）。上述条款有利于鼓励债券投资者将持有的债券转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，实际需要偿还的债券本息有可能低于发行时的预计水平，同时转股后公司的资产负债率将较刚发行时有所降低。

综合以上分析，并考虑到公司在行业地位、经营规模、品牌优势、产业链布局等方面的优势，联合评级认为，本次可转换公司债券到期无法还本付息的风险极低。

九、综合评价

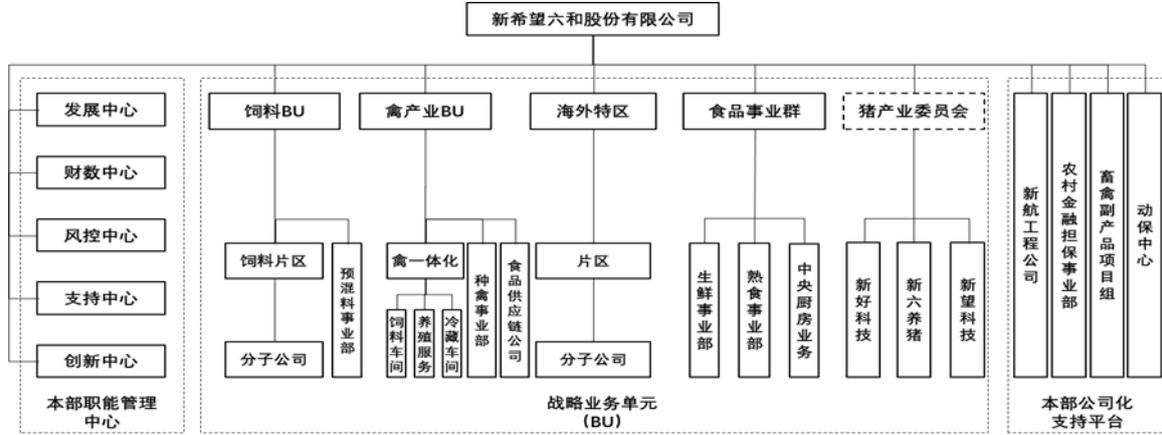
公司作为国内农牧行业龙头企业之一，在行业地位、经营规模、品牌知名度、技术水平、销售渠道和产业链一体化布局等方面具有很强的竞争优势。近年来，公司收入规模和资产规模持续增长，资产质量良好，债务负担较轻，经营活动现金流持续净流入，来自中国民生银行股份有限公司的稳定的投资收益对公司整体盈利能力形成良好支撑。同时，联合评级也关注到公司所处行业上下游价格波动性较大、畜禽疫病风险、主营业务毛利率较低以及债务规模增长较快等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

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

本次债券募集资金拟用于山东德州宁津新建年出栏 50 万头商品猪聚落等项目。同时本次可转换公司债券发行条款设计偏向于转股，考虑到未来转股因素，预计公司资本结构将进一步优化，偿债压力将得以减轻。

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

附件 1 新希望六和股份有限公司 组织结构图



附件 2 新希望六和股份有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	373.85	424.52	479.44
所有者权益（亿元）	255.49	262.35	273.36
短期债务（亿元）	30.10	65.73	109.56
长期债务（亿元）	28.50	26.14	18.39
全部债务（亿元）	58.60	91.87	127.94
营业收入（亿元）	608.80	625.67	690.63
净利润（亿元）	31.32	29.32	27.22
EBITDA（亿元）	44.90	47.64	46.02
经营性净现金流（亿元）	31.11	27.12	33.37
应收账款周转次数（次）	110.86	96.29	95.25
存货周转次数（次）	14.56	12.11	11.91
总资产周转次数（次）	1.68	1.57	1.53
现金收入比率（%）	105.21	102.72	104.03
总资本收益率（%）	10.82	9.70	8.37
总资产报酬率（%）	9.66	8.82	7.59
净资产收益率（%）	12.61	11.32	10.16
营业利润率（%）	7.82	7.94	8.53
费用收入比（%）	5.55	6.04	5.99
资产负债率（%）	31.66	38.20	42.98
全部债务资本化比率（%）	18.66	25.94	31.88
长期债务资本化比率（%）	10.04	9.06	6.30
EBITDA 利息倍数（倍）	18.70	15.33	10.14
EBITDA 全部债务比（倍）	0.77	0.52	0.36
流动比率（倍）	1.05	0.83	0.74
速动比率（倍）	0.56	0.45	0.44
现金短期债务比（倍）	1.06	0.47	0.50
经营现金流动负债比率（%）	35.53	20.42	18.07
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.12	1.19	1.15

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

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期融资款+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

联合信用评级有限公司关于 新希望六和股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年新希望六和股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

新希望六和股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。新希望六和股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注新希望六和股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现新希望六和股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如新希望六和股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至新希望六和股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送新希望六和股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司
二零一九年四月十九日

