信用评级公告

联合〔2021〕3663 号

联合资信评估股份有限公司通过对新希望六和股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持新希望六和股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，“20 希望六和（疫情防控债）MTN001”和“21 希望六和 MTN001（乡村振兴）”信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年六月十七日

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

新希望六和股份有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
发行人	AAA	稳定	AAA	稳定
20 希望六和(疫情防控债)MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定
21 希望六和 MTN001(乡村振兴)	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
20 希望六和(疫情防控债)MTN001	20 亿元	20 亿元	2023/03/09
21 希望六和 MTN001(乡村振兴)	20 亿元	20 亿元	2026/03/19*

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；21 希望六和 MTN001(乡村振兴)回售日为 2024 年 3 月 19 日

评级时间：2021 年 6 月 17 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注：上述评级方法和评级模型已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

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

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

评级观点

新希望六和股份有限公司（以下简称“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。跟踪期内，公司整体经营情况良好，营业收入大幅增长，其中饲料业务收入稳定增长，猪产业的产能和销售收入大幅增长。此外，公司资产规模也大幅增长，经营活动现金流保持净流入状态，来自中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）的稳定的投资收益仍对公司整体盈利能力形成良好支撑。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司所处行业上下游价格波动性较大、面临畜禽疫病风险、在建和拟建工程尚需投资规模较大、猪价下行以及债务规模大幅增长等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

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

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“20 希望六和（疫情防控债）MTN001”和“21 希望六和 MTN001（乡村振兴）”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司保持了很强的竞争优势。**公司行业地位突出、品牌知名度很高、产业链一体化布局合理、经营规模很大。
2. **公司财务状况良好，经营效率较高。**2020 年，公司资产和收入规模同比增长，经营活动现金流持续净流入，经营效率处于行业较高水平。
3. **公司获得的投资收益对整体盈利能力仍形成良好支撑。**截至 2020 年末，公司持有中国民生银行股份有限公司 18.28 亿股（无质押），其投资收益对公司利润总额贡献较大，对公司整体盈利能力形成良好支撑。

关注

1. **公司所处行业上下游价格易波动，且面临多种风险。**公司

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

所处行业上游原材料价格不稳定，下游畜、禽产品价格容易发生周期性波动，生产流通过程中还面临疫病、食品安全等风险。

2. **公司在建工程尚需投入规模较大，面临一定的资金支出压力和猪价下行风险。**公司对生猪养殖项目投入较大，截至 2021 年 3 月末，公司主要在建工程未来尚需投资 33.35 亿元，主要拟建项目尚需投资 55.47 亿元，2021 年全年资本开支约 200 亿元。同时公司还面临着猪价下行风险。2021 年以来，猪肉平均价格呈现下行态势。如 2021 年起行业内生猪产能集中释放，将引致猪价无序下跌，届时公司将面临较大的经营风险。
3. **公司债务规模大幅增长。**由于长、短期借款和应付债券大幅增加，截至 2020 年末，公司全部债务较年初大幅增长 105.55%至 410.76 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司全部债务 573.73 亿元，较上年末增长 39.67%。公司债务负担持续加重，面临一定的集中偿付压力。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	55.20	58.46	88.27	117.35
资产总额（亿元）	479.44	642.18	1094.43	1293.65
所有者权益（亿元）	273.36	326.50	513.71	510.24
短期债务（亿元）	108.54	150.23	153.65	219.40
长期债务（亿元）	18.39	49.60	257.10	354.32
全部债务（亿元）	126.93	199.83	410.76	573.73
营业收入（亿元）	690.63	820.51	1098.25	292.38
利润总额（亿元）	29.91	64.31	61.64	5.99
EBITDA（亿元）	46.02	83.13	103.87	/
经营性净现金流（亿元）	33.37	44.37	56.58	-34.26
营业利润率（%）	8.53	11.89	10.45	8.38
净资产收益率（%）	9.96	18.93	11.38	/
资产负债率（%）	42.98	49.16	53.06	60.56
全部债务资本化比率（%）	31.71	37.97	44.43	52.93
流动比率（%）	73.61	65.58	91.03	102.78
经营现金流动负债比（%）	18.07	16.94	17.73	/
现金短期债务比（倍）	0.51	0.39	0.57	0.53
EBITDA 利息倍数（倍）	10.14	14.31	7.59	/
全部债务/EBITDA（倍）	2.76	2.40	3.95	/
公司本部				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	281.80	372.11	731.93	790.16
所有者权益（亿元）	123.44	119.74	209.95	200.00
全部债务（亿元）	58.96	74.07	129.29	199.82
营业收入（亿元）	5.53	7.56	7.25	2.64
利润总额（亿元）	10.55	2.06	7.07	-1.47

资产负债率（%）	56.20	67.82	71.31	74.69
全部债务资本化比率（%）	32.32	38.22	38.11	49.98
流动比率（%）	129.74	121.70	142.37	147.06
经营现金流动负债比（%）	1.45	0.36	0.91	/

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将其他应付款和其他流动负债中的债务部分计入短期债务核算，将长期应付款计入长期债务核算；3. 2021 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标计算未年化；4. 除 2018 和 2019 年外，本报告财务数据均使用期末数据

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 希望六和 MTN001（乡村振兴）	AAA	AAA	稳定	2021/03/12	刘丽红 李敬云	一般工商企业信用评级方（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
20 希望六和（疫情防控债）MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/06/12	郭察理 邢霖雪	一般工商企业信用评级方（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评模型（V3.0.201907）	阅读全文
希望转债	AAA	AAA	稳定	2020/05/09	唐玉丽 李敬云	一般工商企业信用评级方（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评模型（V3.0.201907）	阅读全文
20 希望六和（疫情防控债）MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/02/26	谭心远 郭察理 邢霖雪	一般工商企业信用评级方（V3.0.201907） 一般工商企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
希望转债	AAA	AAA	稳定	2019/04/19	唐玉丽 戴非易	工商企业信用评级方法（主体）	阅读全文

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

声　明

一、本报告引用的资料主要由新希望六和股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

新希望六和股份有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于新希望六和股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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 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公众股 3600.00 万股和向内部职工发行内部职工股 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 2020 年末，公司股本总额为 45.06 亿股，其中新希望集团有限公司（以下简称“新希望集团”）直接持有公司 25.08%的股份，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 29.49%的股份，为公司控股股东；刘永好先生为公司实际控制人。截至 2021 年 3 月末，公司控股股东及实际控制人所持公司股份不存在质押情形。

2020 年以来，公司经营范围无重大变化。

截至 2021 年 3 月末，公司根据经营需要将管理单元分为本部职能线路、战略业务单元（BU）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 BU、食品产业发展指挥部、猪产业发展指挥部和合伙人片区（见附件 1-2）。截至 2020 年末，公司在国内外共拥有 757 家子公司，拥有在职员工 9.60 万人。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 1094.43 亿元，所有者权益 513.71 亿元（含少数股东权益 115.25 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 1098.25 亿元，利润总额 61.64 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 1293.65 亿元，所有者权益 510.24 亿元（含少数股东权益 118.96 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 292.38 亿元，利润总额 5.99 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、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 6 月 15 日，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均按指定用途使用，并在付息日正常付息。

表 1　截至 2021 年 6 月 15 日公司存续债券概况

（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
希望转债	40.00	9.50	2020/01/03	6
20 希望六和（疫情防控债）MTN001	20.00	20.00	2020/03/09	3
21 希望六和 MTN001（乡村振兴）	20.00	20.00	2021/03/19	3+2

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1.　宏观政策环境和经济运行情况

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

2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

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

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

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

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

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

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格

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

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

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

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

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

2. 宏观政策和经济前瞻

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

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

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将

继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。**整体看，预计2021年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

五、行业分析

1. 饲料行业

（1）行业概况

我国饲料行业年产值近万亿。饲料产品以肉禽料、猪饲料和蛋禽料为主。饲料行业整体呈现一定的弱周期性。

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

2020 年，我国饲料工业产值由上年的 7097.70 亿元增加至 8445.90 亿元。受畜禽养殖周期波动和动物性食品需求较稳定的综合影响，我国饲料行业整体呈现一定的弱周期性，其周期一般滞后于畜禽养殖周期半年到一年左右。

（2）行业上下游情况

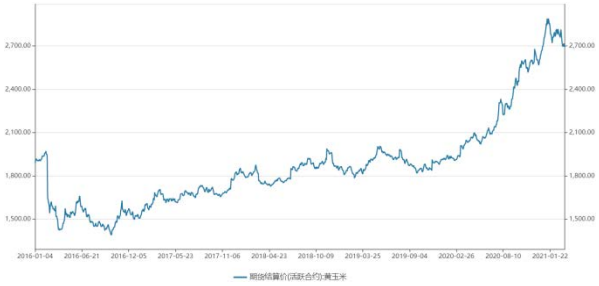
饲料行业上游

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

饲料行业所需玉米主要来自国内，进口占比较小。我国每年玉米产量较为稳定，维持在 2.6 亿吨左右（其中 60%~70%用作饲料原料），但价格受农产品价格保护政策影响。接孩子 2020 年末，我国黄玉米期货结算价（活跃合约）由上年的 1911.00 元/吨大幅上涨至 2737.00 元/吨，同比增长 43.22%，主要系生猪产能不断恢复玉米需求增加、种植面积小幅下降以及天气等原因所致。2021 年第一季度，我国黄玉米期货结算价（活跃合约）基本维持在 2700 元/吨的高位。预计后续随着进口玉米增加、国产玉米轮作种植面积扩大，我国玉米价格中枢的上行态势将减缓，但仍将维持高位。

图 1　2016 年以来我国黄玉米期货结算价走势

（单位：元/吨）

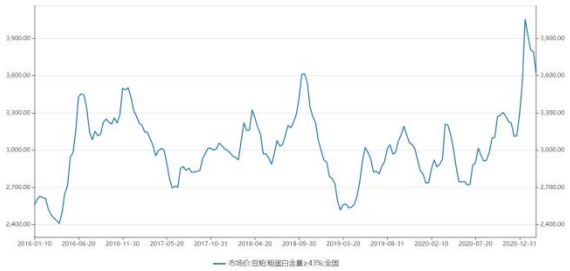


资料来源：Wind，联合资信整理

饲料行业所需豆粕的供需结构由国外进口大豆的供需结构决定。近年来我国大豆的进口依存度近 85%。从进口来源来看，我国每年需要 0.8~1 亿吨大豆，80%~90%的进口大豆来自巴西、美国和阿根廷，以巴西为主。截至 2020 年末，我国豆粕（粗蛋白含量≥43%）市场价由 2834.50 元/吨上涨至 3291.80 元/吨，同比增长 12.66%，主要系 2020 年第四季度生猪产能恢复提振需求、拉尼娜等极端天气影响美洲大豆生产等因素所致。2021 年第一季度，受南美大豆产量基本确定影响，我国豆粕（粗蛋白含量≥43%）市场价格呈现冲高回落态势。预计后续随着国内生猪、肉禽养殖持续恢复，豆粕的价格重心仍将维持高位，并存在进一步抬升的可能。

图 2　2016 年以来我国豆粕市场价走势

（单位：元/吨）



资料来源：Wind，联合资信整理

饲料行业下游

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

（3）行业竞争

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

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

饲料企业的竞争优势主要包括产品品质、服务能力、资金优势和研发能力等。第一梯队企业无论是产品品质、品牌效应、资金实力还是资源整合能力等均处于市场竞争的优势地位；第二梯队一般由于产品品质较好、服务能力突出在一个或多个局部地区，拥有非常高的市场认可度和品牌效应；第三梯队企业除发展空间有限等情形外，也有可能是处于快速成长期所致。

由于饲料产品存在运输半径、地域性等特性，目前国内饲料龙头企业基本限于区域领先，很难做到在全国各个区域同时领先，这也为饲料行业的发展和新格局的产生提供了空间。

（4）行业政策

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

饲料行业具有涉及面广、关联度高、劳动技术密集、吸纳就业能力强等特点。近年来，中央一号文件多次聚焦“三农”领域，政府连续出台多项政策支持包括农副产品加工业在内的农业发展。具体到饲料行业，近年来的政策聚焦在“禁抗”方面，并已启动了退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂的相关行动。

表 3　近年来饲料行业最新相关政策

日期	政策文件	发文机关	内容
2017 年 6 月	《粮改饲工作实施方案》	农业部	促进青贮玉米、苜蓿、燕麦、甜高粱和豆类等饲料作物种植，收获加工后以青贮饲草料产品形式由牛羊等草食家畜就地转化。到 2020 年，全国优质饲草料种植面积发展到 2500 万亩以上
2019 年 3 月	《关于征求<药物饲料添加剂退出计划（征求意见稿）>意见的函》	农业农村部	决定实施药物饲料添加剂退出计划，自 2020 年 1 月 1 日起，退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种；自 2020 年 7 月 1 日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂的商品饲料
2019 年 7 月	中华人民共和国农业农村部公告第 194 号	农业农村部	自 2020 年 1 月 1 日起，退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种。自 2020 年 7 月 1 日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料

资料来源：联合资信整理

（5）未来发展

饲料需求有望整体保持小幅增长。饲料作为畜牧业发展的基础，其未来发展潜力巨大。2020 年，我国生猪出栏 5.27 亿头，存在供需缺口。随着生猪产能恢复进程，我国饲料下游需求有望整体保持小幅增长。

行业整合升级，集中度不断提高。饲料行业在不断向集团化、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。

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。受此影响，饲料企业的发展路径发生调整。

在细分领域存在渐进性创新的机会。尽管饲料行业整体进入成熟阶段，但在一些细分领域，仍然存在着渐进性创新的机会。如在产品上，以微生物发酵技术为核心的生物环保型饲料的发展，以及在各个品类上都存在的根据饲喂阶段越来越细分的料种。

2. 生猪养殖行业

（1）行业概况

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

近年来，猪肉产量稳居各畜产品之首，无论是产量还是产值均占畜禽养殖行业的 50%以上，总产值已接近 2 万亿。

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

（2）生猪产能及产量分析

2020 年，尽管生猪存栏有所增加，但非洲猪瘟叠加能繁母猪实际产能恢复不及预期等因素影响下，生猪出栏量仍处低位。

生猪养殖的基础产能指标为能繁母猪。根据中国政府网公布数据，2020 年末，我国能繁母猪存栏量为 4161 万头，较上年末大幅增长 103.47%。然后，在高猪价的拉动下，2020 年能繁母猪中的三元母猪占比较高，考虑到三元母猪繁殖能力下降 20%~50%，折合后能繁母猪的实际产能恢复低于预期。

存栏生猪方面，根据中国政府网公布数据，2020 年末，我国生猪存栏量为 4.07 亿头，较上年末增长 52.10%。

出栏生猪方面，根据国家统计局公布数据，2020 年，我国生猪出栏头数为 5.27 亿头，同比下降 3.15%，主要系非洲猪瘟影响、能繁母猪实际产能恢复不及预期、三元母猪留种以及二次育肥等因素影响所致。

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



资料来源：Wind，联合资信整理

（3）行业上下游及产品价格情况

生猪养殖行业的上游为饲料行业，成熟稳健；下游为我国居民的刚醒需求，供给基本决定了猪肉价格。2020 年，我国猪肉价格波动攀升后下降。2021 年以来，猪肉平均价格仍保持在高位，但已呈现出下行态势。如 2021 年之后

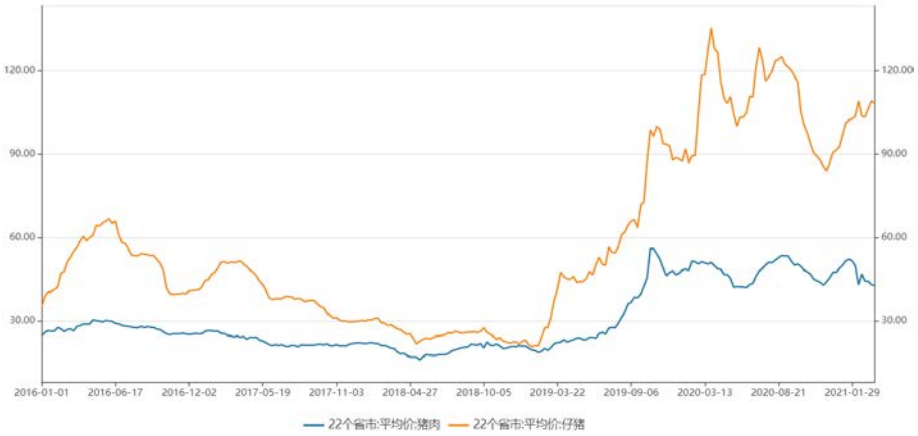
生猪产能集中释放，将引致猪价无序下跌以出清，届时行业内企业将面临较大的经营风险。

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

2020 年以来，我国 22 个省市猪肉平均价波动攀升后下降，截至 2020 年末，我国 22 个省市猪肉平均价为 47.46 元/千克，较上年末变化不大。

2021 年以来，受①生猪存栏增加、种群密度加大，②能繁母猪中三元母猪占比较高，③年初非洲猪瘟野毒和疫苗毒扩散速度加快三方面因素影响，我国生猪养殖难度加大、供应紧张，猪肉平均价格仍保持在高位，先行指标仔猪价格也出现了反弹。预计 2021 年全年生猪/猪肉平均价格仍将高于非洲猪瘟前一般年份的平均价格，但已呈现出下行态势。如 2021 年之后生猪产能集中释放，将引致猪价无序下跌以出清，届时行业内企业将面临猪价跌破成本价、盈利能力大幅下降、营运现金流紧张、再融资能力弱化等风险。

图 4　2016 年以来我国猪肉及仔猪价格情况（单位：元/千克）



资料来源：Wind，联合资信整理

（4）行业政策

2020 年以来，我国畜牧养殖行业政策聚焦于促进养殖产能恢复，为行业可持续发展营造了较好的政策环境。但需要关注随着生猪养殖产能逐步恢复，相关政策支持将不断减弱。

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

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

（5）未来发展

对于生猪养殖行业而言，本轮猪周期持续期较长，2021 年起步入下行通道。对于猪企而言，将面临上游成本压力和下游猪价下跌风险。部分猪企积极进行产业链延伸经营。

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

规律，2021 年起步入下行通道。

对于猪企而言，上游将面临农产品易涨难跌带来的成本压力；中间生产过程对环保和防疫的重视程度提升，也附加了相关成本；下游产品形式多元化，需针对“调猪向调肉转变”新增一定的屠宰产能或延伸产业链，也可采用生猪期货等金融工具控制风险。未来畜牧养殖企业有望通过兼并、合资、联营等多种方式，向养殖、种植、加工纵深发展；并衍生出电商与实体结合、互联网与产业融合、生产者与消费者直接对接等新业态。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生较大变化。截至 2020 年末，新希望集团直接持有公司 25.08%的股份，通过南方希望间接持有公司 29.49%的股份，仍为公司控股股东；刘永好先生仍为公司实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司作为国内农牧龙头企业之一，行业地位突出，在规模、品牌、技术、渠道和产业链一体化方面仍然拥有很强的竞争优势。

（1）规模优势

公司饲料加工规模优势突出。截至2020年末，公司拥有3972.00万吨/年的饲料产能，是国内第一、世界第二的饲料生产商。此外，公司畜禽养殖规模优势明显。其中，白羽肉禽养殖规模国内前三，生猪出栏量目前排名上市公司前五。截至2020年末，公司生猪养殖产能为2500万头。

（2）品牌优势

公司品牌知名度很高。公司拥有的“六和牌水产饲料”“六和牌冷冻调理鸡肉制品”“六和牌禽肉熟制品”被认定为山东省名牌产品；“六和”“六和美食”商标被认定为山东省著名商标、中国驰名商标。

（3）技术优势

在饲料业务板块，经过多年积累，公司已经建立起全行业最大的饲料营养与原料数据库，可以及时地制定最优的营养和成本组合。禽产业方面，近两年公司种鸡只产健雏数量保持在115以上，种鸭只产健雏数量保持在220以上，均居国内领先水平。公司与中国农业科学院合作培育的具有完全知识产权的“中新瘦肉型北京鸭”，各项生产指标均达国际先进水平。生猪养殖方面，公司PSY保持在24左右，高于国内平均水平。整体看，公司在育种、养殖、管理和设备创新方面具有成体系的技术优势。

（4）渠道优势

公司经营多年，在批市、农贸、原料加工等传统流通渠道具有优势。同时，公司也在积极建设新兴销售渠道。以食品业务领域销售渠道为例，在To B端，公司为海底捞、真功夫、云海肴等提供长期服务。在To C端，公司入驻沃尔玛、大润发、永辉、家乐福、盒马、物美、麦德龙等全国性重点商超。近年来，公司还与京东、阿里、美团等平台展开合作，布局新零售业态。

（5）产业链一体化优势

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

3. 企业信用记录

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：91510000709151981F），截至 2021 年 5 月 10 日，公司无已结清或未结清的关注类、不良类贷款信息记录。

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

七、管理分析

跟踪期内，公司股权结构以及主要管理制度未发生变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2020 年，公司营业收入大幅增长，毛利率和利润总额小幅下降。2021 年一季度，受猪价下行、饲料上涨以及非瘟疫情影响，公司利润总额大幅下降。

跟踪期内，公司业务仍主要为饲料、禽产业、猪产业和食品等。

2020年，公司营业收入同比增长33.85%至1098.25亿元，主要系猪产业和饲料业务规模扩大所致。同期，公司利润总额同比下降4.15%至61.64亿元，主要系禽产业毛利润和投资收益下降所致。

公司主营业务收入占营业收入的比重为99.71%，主营业务十分突出。2020年，公司除禽产业和其他外的各项业务均实现增长。2020年，在国内养殖产能扩张和公司大力发展养猪带动下，饲料和猪产业分别同比增长21.72%和230.93%，占营业收入的比例分别为47.03%和22.56%。2020年，禽产业收入同比下降13.95%，主要系新冠肺炎疫情影响下餐饮市场低迷，禽产品销售均价同比下降所致；禽产业占营业收入的比重下降至16.73%。

表 4　2018－2020 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
饲料	394.19	57.07	7.62	424.31	51.72	8.10	516.46	47.03	7.22
禽产业	186.47	27.00	8.54	213.59	26.03	10.65	183.79	16.73	4.94
猪产业	32.25	4.67	16.23	74.87	9.12	38.53	247.77	22.56	23.13
食品	54.35	7.87	12.92	71.49	8.71	13.47	88.45	8.05	10.85
商贸	17.03	2.47	7.98	28.53	3.48	5.66	55.79	5.08	2.51
其他	6.34	0.92	11.69	7.72	0.94	23.10	5.99	0.55	30.79
合计	**690.63**	**100.00**	**8.73**	**820.51**	**100.00**	**12.07**	**1098.25**	**100.00**	**10.61**

注：其他业务包括饲料等机械设备的生产销售，鸭毛、鸭绒、羽绒制品的加工销售、包装材料的生产销售等

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2020年，饲料业务毛利率较为稳定。禽产业毛利率同比下降5.71个百分点至4.94%。猪产业毛利率同比大幅下降15.40个百分点至23.13%，主要系外购仔猪与母猪增加、非洲猪瘟影响所致。食品业务的毛利率维持在10%以上。商贸业务和其他业务的毛利率变化较大，主要系收入结构变化所致。受上述因素综合影响，2020年，公司综合毛利率下降1.46个百分点至10.61%。

从公司产品销售的区域分布来看，2020年，公司仍以国内销售收入为主，占比维持在90%左右；国外收入仍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 5　2018－2020 年公司营业收入分布区域（单位：亿元、%）

区域	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内	624.39	90.41	729.56	88.92	986.36	89.81
国外	66.24	9.59	90.95	11.08	111.89	10.19
合计	**690.63**	**100.00**	**820.51**	**100.00**	**1098.25**	**100.00**

资料来源：公司提供

2021年1－3月，公司实现营业收入292.38亿元，同比增长42.15%，主要系猪产业收入大幅

增长；营业成本267.42亿元，同比增长52.48%；营业利润率为8.38%，同比下降6.18个百分点，主要系猪价下行、饲料上涨以及非瘟疫情影响所致。2021年1－3月，公司实现利润总额5.99亿元，同比下降71.27%。

2. 饲料

2020年，公司主要原材料的采购量有所增长，玉米和小麦的采购价格涨幅较大，豆粕价格有所上涨，公司面临一定的成本控制压力。公司各种饲料的销量和售价均有所上涨，但售价涨幅不足以覆盖原材料价格的上涨。

（1）采购

跟踪期内，公司对饲料原料的采购模式无重大变化，仍采取统分结合的模式，包括总部集采、总部与区域协采和区域自采。

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

采购量方面，2020年，除棉粕外，其他主要原材料采购量均有所增长，其中玉米采购量同比增长11.23%，豆粕采购量同比增长47.23%，小麦采购量同比增长320.76%。

采购价格方面，2020年，除蛋氨酸外，其他主要原材料的采购均价均有所上涨，其中玉米采购均价同比上涨12.64%，豆粕采购均价同比上涨3.37%，小麦采购均价同比上涨15.03%。整体看，公司面临成本占比较大的玉米、小麦价格上涨风险。且随着国内生猪、肉禽养殖持续恢复，豆粕的价格重心仍将维持高位，后期存在进一步抬升的可能，对公司成本控制形成一定压力。

表 6　2018－2020 年公司饲料业务主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨、亿元）

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

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司结算方式无重大变化。国外采购结算仍主要为美元远期信用证，国内采购结算仍主要使用电汇，结算账期均在15天以内。公司海外采购量根据行情而变化，采购金额占比一般在10%以内。

表 7　2020 年公司前五大供应商情况

（单位：亿元、%）

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

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

资料来源：公司年报

采购集中度方面，2020年，公司前五大供应商（均非关联方）大部分产生自饲料板块（小部分产生自猪产业）。前五大供应商采购额占当年采购总额的比例由上年9.00%上升至10.75%，集中度仍属较低，也不存在对单一供应商的依赖。

（2）生产

跟踪期内，公司生产模式仍为“以销定产”。由于各类饲料的产线共用性较强，公司按照综

合产能进行统计。截至2020年末，公司饲料年产能同比增长10.33%至3972.00万吨（国内占比约85%），主要系公司推动饲料工厂布局和产能的优化调整，淘汰落后产能，改造升级或新建大产能工厂所致。公司所辖饲料厂散布国内主要区域，厂房面积超过100万平方米，设备技术处于行业领先水平。

2020年，在销量增长带动下，公司饲料产量同比增长26.90%至2373.00万吨。产能利用率上升至59.74%。结合行业情况，公司产能利用率较好。

表 8　2018－2020 年公司饲料业务产能及产量利用情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
合计	3573.99	1714.80	47.98	3600.00	1870.00	51.94	3972.00	2373	59.74

注：表中数据为合并抵消前的数据
资料来源：公司提供

（3）销售

跟踪期内，公司饲料销售模式无重大变化，客户仍然主要包括经销商和养殖户两类，分别适用经销模式和直销模式；以经销模式为主，2020年占比约75%。

2020年，按销量计算，公司饲料产品主要包括禽饲料（占64.38%）、猪饲料（占28.05%）和水产料（占5.48%）。

销量方面，2020年，各类饲料销量和售价均有所增长。猪饲料销量同比增长68.59%，销售均价同比增长6.25%。禽饲料销量同比增长16.76%，销售均价同比增长4.66%。整体看，公司饲料售价涨幅不足以覆盖原材料价格的上涨。

产销率方面，2020年，公司饲料产品产销率仍保持在99%以上。

表 9　2018－2020 年公司饲料业务主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

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

注：表中数据为合并抵消前的数据
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司销售结算方式无重大变化，仍主要采取现款现货的信用政策，辅以少量的信用账期，一般不超过30天。

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，客户集中度持续很低。

3. 禽产业

2020年，公司禽产业的产能变动不大，产量有所增长。鸡一体化业务销量同比增长，鸭一体化业务销量小幅下降。2020年以来，受新冠肺炎疫情影响餐饮市场，公司禽产品的销售价格均呈不同程度下跌。

（1）采购

跟踪期内，禽产业板块的采购内容仍主要包括种禽、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

跟踪期内，公司的禽产业板块包括种禽养殖、商品代禽养殖和禽屠宰三个环节，主要生产基地在山东省。

种禽养殖方面，公司实行“自养自繁”模式；商品代禽养殖方面，公司实行以“公司+农户”合作养殖为主，一体化自养为辅的养殖模式，并积极向后者转型；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。

2020年，鸡一体化业务无变化；产量同比增长12.20%。鸭一体化业务的产能和产量较稳定。2020年，禽产业板块的产能利用率有所提升。

表 10　2018－2020 年公司禽产业板块产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
鸡一体化	84.21	66.24	78.66	86.95	72.77	83.69	86.95	81.65	93.90
鸭一体化	140.79	110.74	78.66	127.10	109.41	86.08	127.06	112.06	88.19
合计	**225.00**	**176.98**	**78.66**	**214.05**	**182.19**	**85.14**	**214.01**	**193.71**	**90.51**

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

（3）销售

2020年，公司鸡一体化业务销量同比增长12.66%，销售均价同比大幅下降19.01%，主要系新冠肺炎疫情影响下的餐饮市场低迷所致。

2020年，鸭一体化业务销量同比下降4.17%，销售均价同比下降6.14%。

2020年，受新冠肺炎疫情影响，禽产业板块产销率小幅下降至95.88%。

表 11　2018－2020 年公司禽板块主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2018			2019			2020		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
鸡一体化	67.03	9859.63	101.19	72.52	11871.22	99.65	81.70	9614.44	100.06
鸭一体化	112.10	9150.60	101.23	108.56	9057.36	99.22	104.03	8500.88	92.84
合计	**179.13**	**--**	**101.21**	**181.07**	**--**	**99.39**	**185.73**	**--**	**95.88**

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司禽产业板块的销售结算方式无重大变化，仍主要为现款现货；存在少量赊销，账期最长30天。客户集中度方面，2020年，公司前五大客户大部分来自禽产业板块（小部分来自猪产业板块），占同期销售总额比例为3.33%，客户集中度仍属很低。

表 12　2020 年公司前五大客户情况（单位：亿元、%）

序号	客户名称	是否关联方	销售收入	占当期销售总额的比例
1	华宝食品股份有限公司	否	10.73	0.98
2	山东龙大肉食品股份有限公司	否	10.19	0.93
3	上海六和勤强食品有限公司	是	7.04	0.64
4	河南双汇投资发展股份有限公司	否	5.43	0.49
5	河北灵熙食品有限公司	否	3.22	0.29

合计	--	36.61	3.33

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

4. 猪产业

公司猪产业是公司的重点发展板块。2020年，公司生猪养殖产能同比大幅增长。截至2020年末，公司生猪养殖产能为2500万头/年。生猪产销量受制于先建种猪场再建育肥场，增速慢于产能。公司生猪产能利用率有待提升。此外，考虑到“公司+农户”模式固有缺陷，公司可能持续面临非洲猪瘟疫病风险。此外，2021年起，猪价步入下行周期，联合资信将持续关注公司猪产业板块经营情况。

（1）采购

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

（2）生产

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

在商品猪育肥环节，公司在不同区域逐步建设育肥场。公司育肥场以“公司+农户”模式为主，2020年该模式出栏生猪占出栏总数的比例约90%。截至2020年末，公司有肥猪投放存栏的合作放养农户为2240户，较上年末增长超16%。但随着2020年下半年以来，公司一体化自养产能的陆续竣工，预计一体化自养模式占比将逐步提升。公司未来将转为以一体化自养为主的育肥模式。

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

随着公司持续实施“做大养猪”战略，2020年，公司生猪养殖产能大幅增长1.52倍至2500万头/年。生猪产量大幅增长91.06%。

生猪产量增速低于产能增速主要系公司目前竣工的产能以种猪场为主，投放品种主要为祖代猪和后备母猪，育肥资源发展慢于种猪场建设，商品猪产出有时滞所致。受此影响，2020年，公司生猪养殖产能利用率由上年的43.69%下降至33.17%。

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

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

表 13　2018－2020 年公司生猪养殖业务产能及产量情况（单位：万头/年、万头、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
生猪养殖	400.00	310.00	77.50	993.51	434.03	43.69	2500.00	829.25	33.17

资料来源：公司提供

（3）销售

跟踪期内，公司生猪销售模式仍为“量价统筹，随行就市”，各分子公司根据生猪存栏量，以月为单位制定月度销售计划，并汇总至所属片区或聚落。销售渠道有三个：一是通过“猪易通”生猪交易平台，二是将生猪销售给猪贩子，三是将生猪直接销售给外部大型屠宰厂。

2020年，随着公司大力发展生猪养殖，生猪销量同比增长91.06%至829.25万头。生猪销售均价同比增长51.30%至34.39元/公斤。

2021年以来，随着国内生猪产能集中释放，猪价同比出现较大幅度的下降，公司猪产业盈利能力承压。联合资信将持续关注公司猪产业板块经营情况。

销售结算方式方面，公司猪板块业务结算仍主要为现款现货。

表 14　2018－2020 年公司生猪养殖业务主要产品销售情况（单位：万头、元/公斤、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
生猪养殖	310.00	12.72	100.00	434.03	22.73	100.00	829.25	34.39	100.00

资料来源：公司提供

5.　食品

2020年，公司屠宰分割业务产能稳定，但收猪困难产销量有所下降。食品加工业务产能较稳定，但随着单品打造和渠道拓展，产销量有所增长。屠宰产品和相关食品的销售均价均有所上涨。

（1）屠宰分割

2020年，公司屠宰产能无变化。受2019年以来的生猪供应偏紧、猪价上行影响，屠宰分割板块收猪困难，生食（猪产品）产销量有所下降。生食（猪产品）产量同比下降29.27%。受此影响，屠宰分割的产能利用率较低。

表 15　2018－2020 年公司屠宰分割业务产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
生食（猪产品）	52.25	27.89	53.38	55.38	23.40	42.25	55.38	16.55	29.88

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

销售方面，公司持续优化渠道结构，提高非批市渠道占比。截至2020年末，公司生鲜猪肉非批市渠道占比为40%。但产量不足、猪价上升的影响，2020年生食（猪产品）销量下降10.71%，销售均价大幅增长49.07%。产销率仍保持在100%左右，易受冷冻存货的影响。

跟踪期内，公司屠宰分割业务销售结算周期仍为30天左右。

表 16　2018－2020 年公司屠宰分割业务主要产品销售情况（单位：万吨、万元/吨、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
生食（猪产品）	27.83	1.32	99.78	23.26	2.14	99.40	20.77	3.19	125.50

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

（2）食品加工

跟踪期内，食品加工业务主要产品仍为肉制品和预制菜。采购方面，食品加工业务所需鸡鸭类原材料全部由公司内部提供；所需猪类原材料的近20%由公司自供。生产方面，因种类繁多且品类复杂，食品加工业务采用多品种批量柔性生产模式，以市场为导向。

2020年，公司肉制品和预制菜产品的产能较为稳定，产量同比增长5.34%；产能利用率有所上升。

表 17　2018－2020 年公司食品加工业务主要产品产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
肉制品和预制菜	20.68	15.43	74.61	21.12	17.79	84.23	21.12	18.74	88.73

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

跟踪期内，食品加工业务的销售模式仍为渠道销售和连锁直销相结合。2020年，肉制品和预制菜销量同比增长22.76%，主要系亿元单品销量增加，面向商超、电商、新零售等新兴渠道拓宽所致。受原材料成本上升影响，食品加工业务销售均价同比增长9.49%。

跟踪期内，公司食品加工业务的销售结算方式无重大变化，传统渠道的主要结算方式仍为现款现货，新兴渠道的账期一般不超过30天。

表 18　2018－2020 年公司食品加工业务主要产品销售情况（单位：万吨、万元/吨、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
肉制品和预制菜	14.97	1.53	97.02	17.66	1.58	99.26	21.68	1.73	115.69

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

6. 关联交易

2020年，公司关联交易占比较小，对公司经营及财务独立性影响较小。截至2020年末，公司在新希望财务有限公司的存款余额为48.50亿元，贷款余额0.42亿元。联合资信将持续关注财务公司对公司资金的占用情况。

公司的关联交易事项主要为与控股股东及其子公司等发生的关联采购、关联销售以及日常性经营资金往来。

表 19　2018－2020 年公司关联交易及关联往来情况（单位：亿元、%）

年度	关联采购		关联销售		财务公司存贷款		关联往来款	
	采购金额	占采购总额比例	销售金额	占销售总额比例	存款余额	贷款余额	关联应收	关联应付
2018 年	0.82	0.13	9.64	1.40	34.97	2.05	1.32	5.36
2019 年	7.96	1.04	10.61	1.30	36.49	0.66	1.67	3.33
2020 年	27.02	2.68	11.87	1.08	48.50	0.42	2.52	11.71

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2020年，公司关联采购和关联销售在同期采购总额和销售总额中的占比均较小，对公司经营及财务独立性影响较小。公司公告定价方式公允。

截至2020年末，公司应收账款、应收票据、预付款项、其他应收款、其他非流动资产和应收利息等科目中发生的应收关联方款项余额为2.52亿元。公司应付账款等科目中发生的应付关联方款项余额为11.71亿元。

截至2020年末，公司在新希望财务有限公司（以下简称“财务公司”）存款余额为48.50亿元，占同期货币资金余额比例为55.12%；贷款余额0.42亿元。联合资信将持续关注财务公司对公司资金的占用情况。

7. 在建及拟建工程

公司在建和拟建项目主要围绕生猪养殖进行，尚需投资规模较大，面临一定的资金支出压力。2021年起，猪价步入下行通道，公司可能面临一定的投资回报不达预期的风险和其他经营风险。

公司主要在建项目均与生猪养殖相关，整体布局较为分散。截至2021年3月末，公司主要在建工程计划投资额为44.63亿元，已完成投资11.28亿元，未来尚需投资33.35亿元。

表 20 截至 2021 年 3 月末公司主要在建工程情况（单位：亿元）

序号	项目名称	总投资	已投资	投资计划		预计完工日期	建设内容
				2021 年 4—12 月	2022 年		
1	广东揭西赤告年出栏 50 万头生猪养殖项目	5.78	1.36	3.68	0.73	2021 年 6 月	猪舍及附属设施
2	福建漳州龙海东泗乡西岭村年出栏 30 万头生猪养殖项目	6.22	0.63	5.58	--	2021 年 8 月	猪舍及附属设施
3	四川盐源山门口年出栏 50 万头生猪养殖项目	9.00	2.27	6.73	--	2021 年 7 月	猪舍及附属设施
4	江苏徐州邳州占城镇毛山村年出栏 30 万头生猪养殖项目	6.00	2.06	3.94	--	2021 年 5 月	猪舍及附属设施
5	安徽五河长淮园艺场年出栏 30 万头生猪养殖项目	4.00	2.98	1.02	--	2021 年 8 月	猪舍及附属设施
6	山东利津李村屋子年出栏 30 万头生猪养殖项目	4.85	0.95	3.90	--	2021 年 10 月	猪舍及附属设施
7	天津滨海联盟年出栏 30 万头生猪养殖项目	4.60	0.20	4.41	--	2021 年 8 月	猪舍及附属设施
8	河北巨鹿项目年出栏 30 万头生猪养殖项目	4.18	0.82	3.36	--	2021 年 7 月	猪舍及附属设施
合计		**44.63**	**11.28**	**32.62**	**0.73**	--	--

资料来源：公司提供

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

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

后续随着在建项目逐步建成并达产，公司猪产业板块产能将进一步增长，综合实力有望进一步增强。

8. 经营效率

2020年，公司经营效率处于行业较高水平。

2020年，公司销售债权周转次数有所提升。受生猪养殖板块产能释放影响，哺乳仔猪、保育仔猪、育肥猪的存栏量有所上升，公司存货周转次数和总资产周转次数有所下降。

表 21 2018—2020 年公司经营效率指标（单位：次）

类别	2018 年	2019 年	2020 年
销售债权周转次数	116.04	103.22	118.82
存货周转次数	12.00	9.81	7.87
总资产周转次数	1.53	1.46	1.26

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

与同行业其他企业相比，公司经营效率仍处于行业较高水平。

表 22 2020 年同行业公司经营效率对比情况

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
正邦科技	197.63	4.11	1.09
大北农	23.32	6.05	1.06
唐人神	89.89	10.45	2.11
天邦股份	97.08	3.45	0.93
傲农生物	26.29	8.18	1.36
中位数	**89.89**	**6.05**	**1.09**
公司	**124.84**	**7.87**	**1.26**

注：考虑到指标可比性，上表中公司指标及计算公式与 Wind 保持一致

资料来源：Wind，联合资信整理

9. 未来发展

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

公司将遵循“做强饲料、做大养猪、做精肉禽、做优食品、做深海外”战略发展规划，不断向上下游延伸产业链：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。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2020年财务报表已经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为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。公司 2021 年 1－3 月财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2020 年，公司合并范围内新增子公司 200 家，不再纳入合并范围的子公司 16 家，期末共包括 757 家子公司。公司合并范围存在一定变动，但主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 1094.43 亿元，所有者权益 513.71 亿元（含少数股东权益 115.25 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 1098.25 亿元，利润总额 61.64 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 1293.65 亿元，所有者权益 510.24 亿元（含少数股东权益 118.96 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 292.38 亿元，利润总额 5.99 亿元。

2. 资产质量

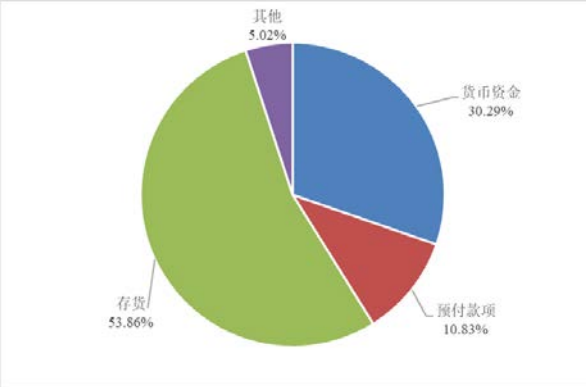
截至2020年末，随着公司加大对猪产业的投资力度，公司资产规模大幅增长，资产结构以非流动资产为主；流动资产中货币资金和存货占比较高；非流动资产中长期股权投资、固定资产和在建工程占比较高，公司受限资产比例很低。

截至2020年末，公司合并资产总额1094.43亿元，较年初大幅增长70.43%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占26.55%，非流动资产占73.45%。公司资产以非流动资产为主。

（1）流动资产

截至2020年末，公司流动资产290.54亿元，较年初增长69.13%，主要系货币资金、预付款项和存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占30.29%）、预付款项（占10.83%）和存货（占53.86%）构成。

图 5 截至 2020 年末公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年末，公司货币资金87.99亿元，较年初增长52.31%，主要系对外筹资增加所致。货币资金主要为银行存款（占90.42%）。货币资金受限比例为3.30%，主要为各类保证金，受限比例低。

截至2020年末，公司预付款项31.47亿元，较年初增长388.43%，主要系预付饲料和猪产业所需的原材料款项所致。预付款项账龄集中在1年以内（占99.76%），按预付对象归集的期末余额前五名占合计数的41.34%，集中度较高。

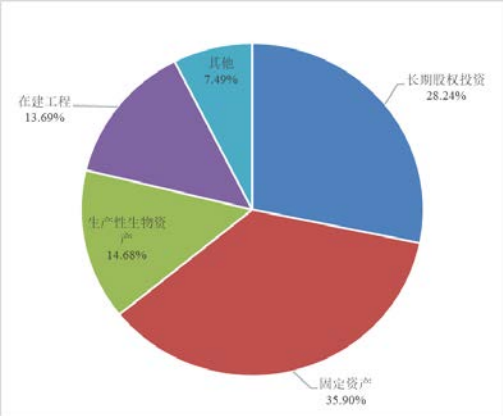
截至2020年末，公司存货156.50亿元，较年初增长68.14%，主要系消耗性生物资产增加所致。存货主要由原材料（占27.87%）、库存商品（占20.87%）和消耗性生物资产（占48.24%）构成，共计提跌价准备0.72亿元，计提比例低。

（2）非流动资产

截至2020年末，公司非流动资产803.90亿元，较年初增长70.90%，主要系固定资产、生产性生物资产和在建工程大幅增加所致。公司非流动资产主要由长期股权投资（占28.24%）、固定

资产（占35.90%）、生产性生物资产（占14.68%）和在建工程（占13.69%）构成。

图 6　截至 2020 年末公司非流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年末，公司长期股权投资227.02亿元，较年初增长7.48%，主要系在权益法下确认对中国民生银行股份有限公司（股票简称“民生银行”，股票代码“1988.HK”“600016.SH”）的投资收益所致。公司长期股权投资主要由对民生银行的投资构成（占87.03%），公司未对民生银行的长期股权投资计提减值准备。截至2020年末，公司通过控股子公司新希望六和投资有限公司持有的民生银行股份数为18.28亿股，所持民生银行股份无质押。2020年，公司确认的对民生银行的投资收益为13.52亿元，同期公司取得投资收益收到的现金为7.30亿元。

截至2020年末，公司固定资产288.61亿元，较年初增长108.81%，主要系在建完工转入所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占58.55%）和机器设备（占35.87%）构成，累计计提折旧67.70亿元；固定资产成新率86.18%，成新率较高。

截至2020年末，公司生产性生物资产117.98亿元，较年初增长369.91%，主要系种猪存栏增加所致。生产性生物资产均为畜牧养殖业，采用成本法计量；累计计提折旧10.48亿元，计提比例为8.16%。

截至2020年末，公司在建工程110.06亿元，较年初增长131.99%，主要系大幅增加生猪养殖设施建设所致。在建工程主要由养殖公司改扩建工程（占90.79%）构成。

截至2020年末，公司使用受限的资产账面价值共计14.92亿元，占资产总额的比例为1.36%，受限比例很低。

表 23　截至 2020 年末公司资产受限情况

（单位：亿元、%）

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	2.90	0.27	购买期货、担保公司保证金、复垦保证金等
固定资产	2.34	0.21	用作长、短期借款抵押物
无形资产	0.62	0.06	用作长、短期借款抵押物
消耗性生物资产	0.41	0.04	用作短期借款抵押物
长期股权投资	8.65	0.79	用作长期借款质押物
合计	**14.92**	**1.36**	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2021年3月末，公司合并资产总额1293.65亿元，较上年末增长18.20%，流动资产和非流动资产均有所增加。其中，流动资产占29.96%，非流动资产占70.04%。公司资产结构较上年末变化不大，仍以非流动资产为主。

3.　资本结构

（1）所有者权益

截至 2020 年末，公司所有者权益大幅增长，未分配利润占比较高。

截至 2020 年末，公司所有者权益 513.71 亿元，较年初大幅增长 57.34%，主要系资本公积和未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 77.57%，少数股东权益占比为 22.43%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 8.77%、18.98%、3.88%和 41.31%。截至 2020 年末，公司新增 19.92 亿元其他权益工具，主要为希望转债（1.92 亿元）和可续期贷款（18.00 亿元）。截至 2020 年末，公司少数股东权益为 115.25 亿元，较年初大幅增长 74.93%。整体看，公司的所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益 510.24 亿元，较上年末变化不大。

（2）负债

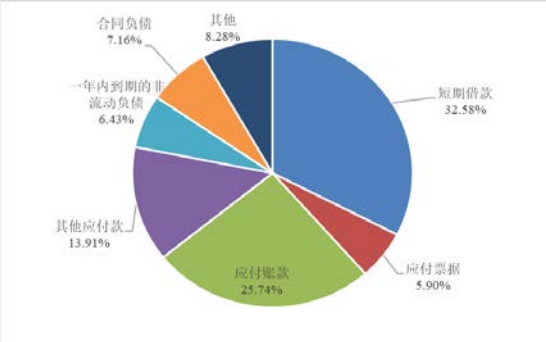
2020 年以来，由于长、短期借款和应付债券迅速增加，公司负债和债务规模大幅增长，债务结构不断优化，但债务负担持续加重，面

临一定的集中偿付压力。

截至 2020 年末，公司负债总额 580.73 亿元，较年初大幅增长 83.96%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占 54.96%，非流动负债占 45.04%。非流动负债占比上升较快，负债结构趋于均衡。

截至 2020 年末，公司流动负债 319.18 亿元，较年初增长 21.84%，主要系应付票据、应付账款和合同负债增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 32.58%）、应付票据（占 5.90%）、应付账款（占 25.74%）、其他应付款（占 13.91%）、一年内到期的非流动负债（占 6.43%）和合同负债（占 7.16%）构成。

图 7　截至 2020 年末公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年末，公司短期借款103.99亿元，较年初下降23.65%，主要系公司变更债务结构，偿还短期借款所致。公司短期借款主要为保证借款（占23.36%）、信用借款（占16.51%）和票据贴现借款（占57.39%）。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财务公司提前贴现。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。

截至2020年末，公司应付票据18.84亿元，较年初增长244.81%，主要系设备采购款与工程款增加，以及业务规模扩大所致。

截至2020年末，公司应付账款82.15亿元，较年初增长65.42%，主要系设备采购款与工程款增加，以及业务规模扩大所致。

截至2020年末，公司其他应付款44.39亿元，较年初增长23.01%，主要系暂借新希望集团、南方希望等关联方资金增加所致。公司其他应付款主要由暂借款（占22.08%）和各种暂收押金、保证金（占66.18%）构成。

截至2020年末，公司一年内到期的非流动负债20.52亿元，较年初增长141.30%，主要系一年内到期的长期借款规模增加所致。

截至2020年末，公司新增合同负债22.86亿元，由报表项目预收款项转入，较年初增长69.66%，主要系预收的水产饲料销售款增加所致。

截至2020年末，公司非流动负债261.54亿元，较年初增加207.82亿元，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占87.56%）和应付债券（占10.74%）构成。

截至 2020 年末，公司长期借款 229.02 亿元，较年初增长 362.24%，主要系调整债务结构，新增长期借款用于固定资产投资所致；长期借款主要由保证借款（占 54.25%）和信用借款（占 37.09%）构成。从期限分布看，1~2 年内到期的长期借款 41.83 亿元，2~5 年到期的长期借款 145.94 亿元，5 年以上到期的长期借款 41.25 亿元。公司面临一定的集中偿付压力。

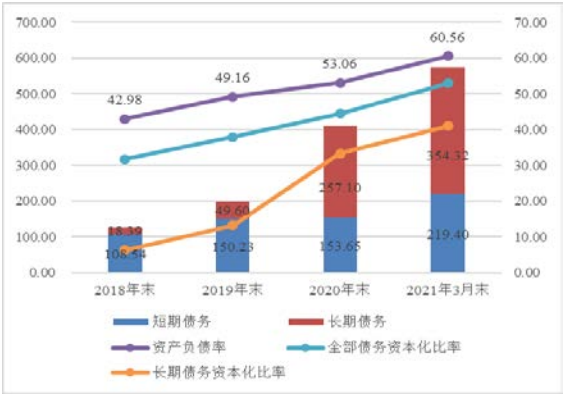
截至 2020 年末，公司新增应付债券 28.09 亿元，为希望转债（8.14 亿元）和中期票据（19.95 亿元）。

有息债务方面，截至 2020 年末，公司全部债务 410.76 亿元，较年初大幅增长 105.55%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占 37.41%，长期债务占 62.59%，以长期债务为主。其中，短期债务 153.65 亿元，较年初增长 2.28%；长期债务 257.10 亿元，较年初增长 418.30%，主要系长期借款增加 179.47 亿元所致。截至 2020 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 53.06%、44.43%和 33.35%，较年初分别提高 3.90 个百分点、6.47 个百分点和 20.17 个百分点。公司债务负担有所加重。

截至 2021 年 3 月末，公司负债总额 783.41 亿元，较上年末增长 34.90%，主要系非流动负债进一步增加所致。其中非流动负债占比由上

年末的 45.04%进一步上升至 51.87%。

图 8　2018－2020 年末及 2021 年 3 月末公司债务情况
（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2021 年 3 月末，公司全部债务 573.73 亿元，较上年末增长 39.67%，主要系长期借款增加所致，且短期借款也有所增加。债务结构方面，短期债务占 38.24%，长期债务占 61.76%，以长期债务为主。其中，短期债务 219.40 亿元，较上年末增长 42.79%，主要系短期借款增加 71.83 亿元所致。长期债务 354.32 亿元，较上年末增长 37.81%，主要系长期借款增加 77.21 亿元、应付债券增加 20.01 亿元所致。从债务指标来看，截至 2021 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 60.56%、52.93%和 40.98%，较上年末分别提高 7.50 个百分点、8.50 个百分点和 7.63 个百分点。公司债务负担不断加重。

4.　盈利能力

2020年，公司营业收入同比增长，费用控制能力尚可。来自民生银行的投资收益同比下降，但仍对公司盈利形成重要支撑。2021年起，猪价步入下行通道，对公司盈利能力造成一定影响。

2020年，公司营业收入同比增长33.85%至1098.25亿元，主要系猪产业和饲料业务规模扩大所致。同期，公司利润总额同比下降4.15%至61.64亿元，主要系禽产业毛利润下降，以及来自民生银行的投资收益由上年的22.47亿元下降至13.52亿元所致。

从期间费用看，2020年，公司费用总额为60.49亿元，同比增长18.09%，除销售费用外的其他各项期间费用均有所增加。从构成看，期间费用主要由销售费用（占24.03%）、管理费用（占56.71%）和财务费用（占14.88%）构成。其中，销售费用为14.53亿元，同比下降19.85%，主要系运输费本期不再在销售费用中核算所致。管理费用为34.31亿元，同比增长26.96%，主要系公司大力发展猪产业，随着规模扩大，相应费用增加所致。研发费用为2.65亿元，同比增长53.39%，主要系公司持续加大研发投入，研发材料投入增加、研发人员增加以及相应薪酬水平提高所致。财务费用为9.00亿元，同比增长107.34%，主要系债务融资规模扩大、利息支出增加所致。2020年，公司期间费用率[4]为5.51%，同比下降0.74个百分点，公司费用控制能力尚可。

2020年，公司投资收益同比下降35.88%，主要系民生银行投资收益下降所致，占营业利润比重由上年的35.67%下降至22.66%，仍对公司盈利形成重要支撑。

公司资产减值损失和信用减值损失发生额较小，其他非经常性损益对营业利润影响不大。2020年，公司营业外支出7.04亿元，同比增长122.49%，主要系非瘟疫情影响下、畜禽死淘增加所致，营业外支出占利润总额比重为11.43%。

盈利指标方面，2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为7.36%和11.38%，同比分别下降5.39个百分点和7.55个百分点。2020年，公司盈利能力有所弱化。

2021 年 1－3 月，公司实现营业收入 292.38 亿元，同比增长 42.15%，主要系猪产业收入大幅增长；营业成本 267.42 亿元，同比增长 52.48%；营业利润率为 8.38%，同比下降 6.18 个百分点，主要系猪价下行、饲料上涨以及非瘟疫情影响所致。2021 年 1－3 月，公司实现利润总额 5.99 亿元，同比下降 71.27%。

[4] 即期间费用在营业收入中的占比。

5. 现金流分析

2020 年，在营业收入增加带动下，公司经营活动净现金流同比增长，收入实现质量仍属较好。但筹资活动前现金流量净额波动下降，存在较大的对外融资需求。公司现金流表征为依靠筹资完成投资。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 1153.08 亿元，同比增长 32.00%，主要系营业收入增加所致；经营活动现金流出 1096.49 亿元，同比增长 32.24%。2020 年，公司经营活动现金净流入 56.58 亿元，同比增长 27.53%。2020 年，公司现金收入比为 103.46%，同比变化不大，收入实现质量仍属较好。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 19.92 亿元，同比下降 9.20%；投资活动现金流出 360.06 亿元，同比增长 229.41%，主要系加大对猪产业的投入所致。2020 年，公司投资活动现金净流出 340.15 亿元，较上年净流出规模 87.37 亿元迅速扩大。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入 708.32 亿元，同比增长 200.59%，主要系借款增加所致；筹资活动现金流出 396.99 亿元，同比增长 110.38%，主要系偿还债务增加所致。2020 年，公司筹资活动现金净流入 311.33 亿元，同比增长 563.18%。

表 24 2018－2020 年公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	728.32	873.54	1153.08
经营活动现金流出小计	694.95	829.18	1096.49
经营活动现金流量净额	**33.37**	**44.37**	**56.58**
投资活动现金流入小计	19.88	21.93	19.92
投资活动现金流出小计	43.80	109.31	360.06
投资活动现金流量净额	**-23.92**	**-87.37**	**-340.15**
筹资活动前现金流量净额	**9.45**	**-43.00**	**-283.56**
筹资活动现金流入小计	117.94	235.64	708.32
筹资活动现金流出小计	103.91	188.70	396.99
筹资活动现金流量净额	**14.03**	**46.95**	**311.33**
现金收入比	104.03	104.16	103.46

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2021 年 1－3 月，公司经营活动现金净流出 34.26 亿元；投资活动现金净流出 69.20 亿元；筹资活动现金净流入 132.28 亿元，体现出依靠筹资完成投资的特征。考虑到公司在猪产业方面的经营战略和资本开支，公司对外融资需求较大。

6. 偿债能力

2020 年，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力很强，未使用银行授信额度较大。进一步考虑到公司在行业地位、经营规模、品牌知名度、技术水平、销售渠道和产业链一体化布局等方面具有的优势，其整体偿债能力仍属极强。

从短期偿债能力指标来看，截至 2020 年末，公司流动比率和速动比率分为 91.03%和 41.99%，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至 2020 年末，公司现金短期债务比从年初的 0.39 倍上升至 0.57 倍，现金类资产对短期债务的保障能力有所提升。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2020 年，公司 EBITDA 为 103.87 亿元，同比增长 24.96%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 27.33%）、计入财务费用的利息支出（占 9.18%）、利润总额（占 59.34%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 14.31 倍下降至 7.59 倍。2020 年，全部债务/EBITDA 由上年的 2.40 倍上升至 3.95 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度仍属较高。整体看，公司长期债务偿债能力很强。

表 25 2018－2020 年公司偿债能力指标

项目	项目	2018 年	2019 年	2020 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	73.61	65.58	91.03
	速动比率（%）	44.39	30.05	41.99
	现金类资产/短期债务（倍）	0.51	0.39	0.57
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	46.02	83.13	103.87
	全部债务/EBITDA（倍）	2.76	2.40	3.95
	EBITDA 利息倍数（倍）	10.14	14.31	7.59

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年末，公司无重大对外担保事项。

截至2020年末，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至2020年末，公司已获各金融机构授信额度为781.97亿元，未使用额度为397.04亿元，

公司间接融资渠道畅通；同时公司作为上市公司，具有直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

公司本部一定程度上承担了融资平台和信用输出职能。截至2020年末，公司本部资产规模较年初大幅增长，以流动资产为主；负债规模较年初大幅增长，以流动负债为主；所有者权益规模较大，权益结构稳定性好。2020年，公司本部收入、利润及经营性现金流量规模较小。

公司本部一定程度上承担了融资平台和信用输出职能。截至2020年末，公司本部资产总额731.93亿元，较年初大幅增长96.70%，主要系其他应收款增加所致。其中，流动资产598.22亿元（占81.73%），非流动资产133.71亿元（占18.27%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占8.56%）和其他应收款（占91.15%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占98.11%）构成。截至2020年末，公司本部货币资金为51.23亿元。

截至2020年末，公司本部负债总额521.98亿元，较年初大幅增长106.83%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债420.17亿元（占80.50%），非流动负债101.80亿元（占19.50%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占93.19%）构成，非流动负债主要由长期借款（占72.39%）和应付债券（占27.59%）构成。公司本部2020年末资产负债率为71.31%，较年初提高3.49个百分点。

截至2020年末，公司本部所有者权益为209.95亿元，较年初增长75.34%，主要系2020年公司向控股股东新希望集团及其控制企业南方希望非公开发股票、募集40亿元用于猪产业，股本和资本公积增加所致。在所有者权益中，股本占21.46%、资本公积占53.78%、未分配利润占12.04%。公司本部权益结构稳定性好。

2020年，公司本部营业收入为7.25亿元，利润总额为7.07亿元。同期，公司本部投资收益为5.25亿元。

现金流方面，2020年，公司本部经营活动现金流量净额为3.81亿元，投资活动现金流净额-127.85亿元，筹资活动现金流净额136.05亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2021年6月15日，公司现金类资产、经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA对待偿债券本金的保障能力较好。

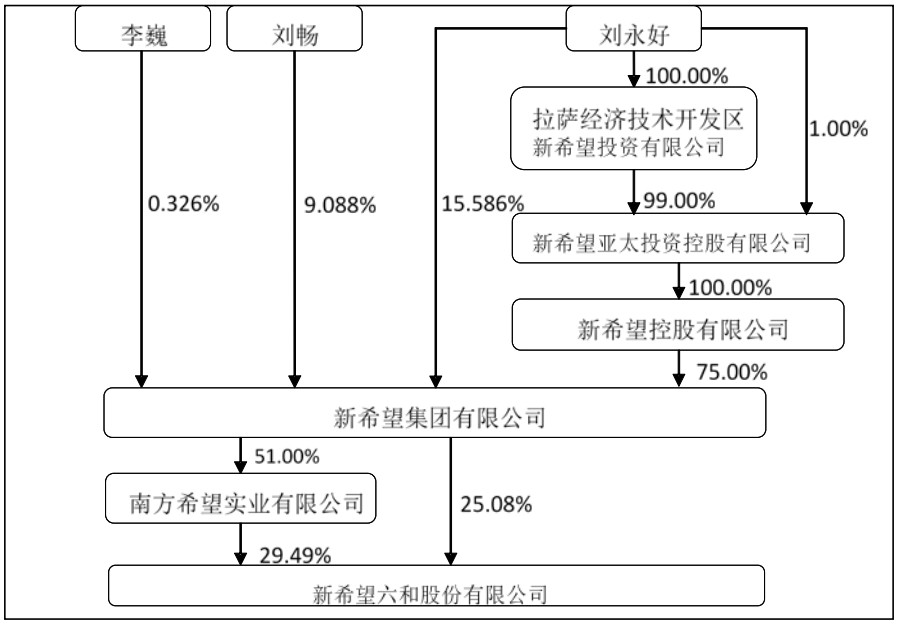
截至2021年6月15日，公司存续债券余额共49.50亿元。截至2020年末，公司现金类资产88.27亿元，为存续债券余额的1.78倍；2020年经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA分别为1153.08亿元、56.58亿元、103.87亿元，为公司存续债券待偿还本金的23.29倍、1.14倍和2.10倍。

总体看，公司现金类资产对一年内到期债券保障能力强；经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA对待偿债券本金保障能力很强。

十一、结论

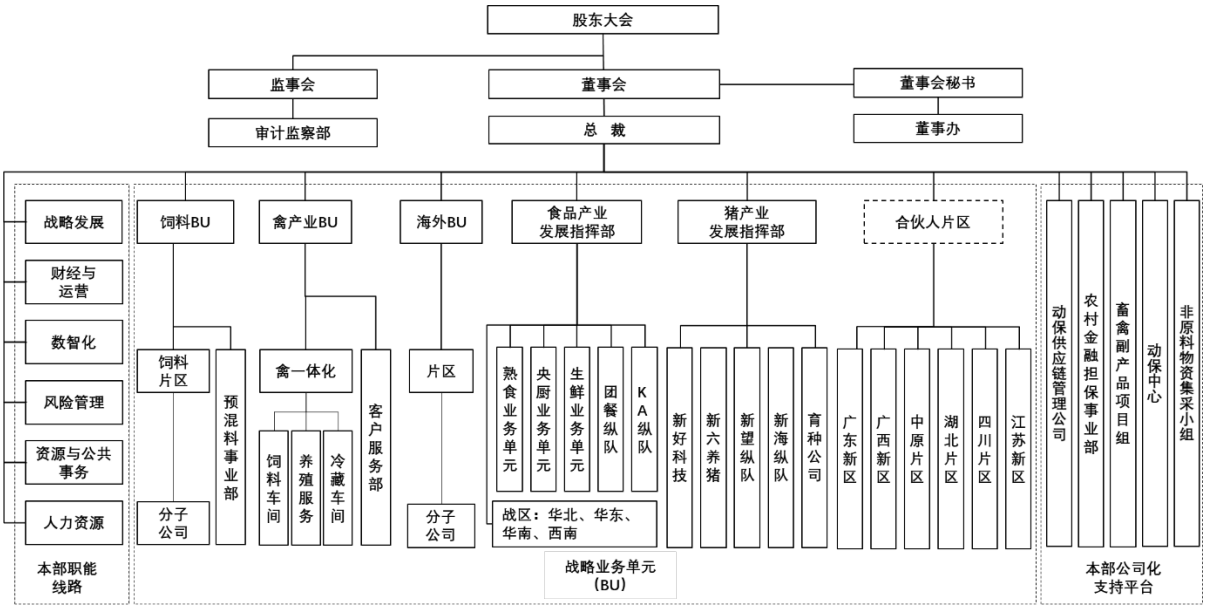
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“20希望六和（疫情防控债）MTN001”和“21希望六和MTN001（乡村振兴）”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2020 年末新希望六和股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月末新希望六和股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2020 年末新希望六和股份有限公司主要子公司情况

序号	子公司名称	业务性质	持股比例(%)		取得方式
			直接	间接	
1	山东新希望六和集团有限公司	饲料、兽药	86.73	--	同一控制下企业合并
2	四川新希望六和农牧有限公司	饲料销售、投资	100.00	--	同一控制下企业合并
3	新希望新加坡私人有限公司	贸易、投资	100.00	--	投资设立
4	新希望国际控股（私人）有限公司	贸易、投资	100.00	--	投资设立
5	西藏新好科技有限公司	畜养殖、投资	100.00	--	投资设立
6	新希望六和食品控股有限公司	投资、研发	100.00	--	投资设立
7	杨凌本香农业产业集团有限公司	畜养殖、屠宰	73.56	--	非同一控制下企业合并
8	广汉国雄饲料有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
9	峨眉山新希望六和饲料有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
10	广元新希望六和农牧科技有限公司	畜养殖	100.00	--	投资设立
11	绵阳新希望六和农牧科技有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
12	重庆铜梁新希望六和农牧科技有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
13	武隆新希望六和饲料有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
14	昆明新希望农业科技有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
15	曲靖国雄饲料有限公司	饲料生产、销售	90.00	10.00	同一控制下企业合并
16	芒市新希望农牧科技有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
17	昆明新希望动物营养食品有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
18	遵义嘉好饲料有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	同一控制下企业合并
19	遵义新希望六和农业科技有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
20	海南新希望农业有限公司	畜养殖	100.00	--	投资设立
21	泰州新希望农业有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
22	拉萨新希望实业有限公司	饲料生产、销售	55.00	--	投资设立
23	北京新希望农牧科技有限公司	饲料生产、销售	75.00	25.00	投资设立
24	河北新希望饲料有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
25	宝鸡新希望农牧有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
26	三原新希望饲料有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
27	梧州新希望六和饲料有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
28	广西新希望六和养殖有限公司	畜养殖	100.00	--	投资设立
29	永州新希望六和饲料有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
30	怀化新希望六和饲料有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
31	黄冈新希望饲料科技有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
32	鹰潭新希望饲料有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
33	宁夏新希望反刍动物营养食品有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
34	襄阳新希望六和饲料有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
35	广州六和饲料有限公司	饲料生产、销售	61.00	--	投资设立
36	四川新乐塑胶有限公司	编织袋生产、销售	100.00	--	投资设立
37	江苏天成保健品有限公司	添加剂生产、销售	51.00	--	投资设立
38	北京新道路农业科技有限公司	咨询管理	100.00	--	投资设立
39	河北新希望农牧有限公司	畜养殖	100.00	--	投资设立
40	云南新希望六和养殖有限公司	畜养殖	100.00	--	投资设立
41	西藏林芝新希望六和养殖有限公司	畜养殖	60.00	--	投资设立
42	山东禽旺养殖咨询有限公司	咨询、服务	80.00	--	非同一控制下企业合并
43	青岛菲达客食品科技有限公司	投资	70.00	--	投资设立
44	青岛新航工程管理有限公司	工程项目管理	100.00	--	投资设立
45	金橡树投资控股（天津）有限公司	贸易	100.00	--	投资设立
46	天津鼎橙智子投资有限公司	投资	100.00	--	投资设立
47	新希望六和投资有限公司	投资	75.00	--	投资设立
48	三台新希望农牧融资担保有限公司	担保	100.00	--	投资设立
49	成都枫澜科技有限公司	添加剂生产、销售	75.00	--	非同一控制下企业合并
50	武汉六和食品有限公司	禽加工、销售		55.00	投资设立
51	四川新希望六和科技创新有限公司	检测、咨询	100.00	--	投资设立
52	四川新希望动物营养科技有限公司	饲料原料采购、销售	100.00	--	投资设立
53	青岛新牧致和科技有限公司	机械制造、销售	20.00	80.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	55.20	58.46	88.27	117.35
资产总额（亿元）	479.44	642.18	1094.43	1293.65
所有者权益（亿元）	273.36	326.50	513.71	510.24
短期债务（亿元）	108.54	150.23	153.65	219.40
长期债务（亿元）	18.39	49.60	257.10	354.32
全部债务（亿元）	126.93	199.83	410.76	573.73
营业收入（亿元）	690.63	820.51	1098.25	292.38
利润总额（亿元）	29.91	64.31	61.64	5.99
EBITDA（亿元）	46.02	83.13	103.87	/
经营性净现金流（亿元）	33.37	44.37	56.58	-34.26
财务指标				
销售债权周转次数（次）	116.04	103.22	118.82	/
存货周转次数（次）	12.00	9.81	7.87	/
总资产周转次数（次）	1.53	1.46	1.26	/
现金收入比（%）	104.03	104.16	103.46	100.85
营业利润率（%）	8.53	11.89	10.45	8.38
总资本收益率（%）	7.90	12.74	7.36	/
净资产收益率（%）	9.96	18.93	11.38	/
长期债务资本化比率（%）	6.30	13.19	33.35	40.98
全部债务资本化比率（%）	31.71	37.97	44.43	52.93
资产负债率（%）	42.98	49.16	53.06	60.56
流动比率（%）	73.61	65.58	91.03	102.78
速动比率（%）	44.39	30.05	41.99	49.43
经营现金流动负债比（%）	18.07	16.94	17.73	/
现金短期债务比（倍）	0.51	0.39	0.57	0.53
EBITDA 利息倍数（倍）	10.14	14.31	7.59	/
全部债务/EBITDA（倍）	2.76	2.40	3.95	/

注：1. 上表中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将其他应付款和其他流动负债中的债务部分计入短期债务核算，将长期应付款计入长期债务核算；3. 2021 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标计算未年化；4. 除 2018 和 2019 年外，本报告财务数据均使用期末数据

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	37.83	41.43	51.66	63.11
资产总额（亿元）	281.80	372.11	731.93	790.16
所有者权益（亿元）	123.44	119.74	209.95	200.00
短期债务（亿元）	46.06	50.30	27.51	56.05
长期债务（亿元）	12.90	23.76	101.78	143.77
全部债务（亿元）	58.96	74.07	129.29	199.82
营业收入（亿元）	5.53	7.56	7.25	2.64
利润总额（亿元）	10.55	2.06	7.07	-1.47
EBITDA（亿元）	12.87	4.93	13.94	/
经营性净现金流（亿元）	2.10	0.81	3.81	0.93
财务指标				
销售债权周转次数（次）	157.96	7.63	6.02	/
存货周转次数（次）	16.38	23.57	19.72	/
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.01	/
现金收入比（%）	100.49	81.15	123.25	97.05
营业利润率（%）	11.79	10.80	13.25	8.70
总资本收益率（%）	7.00	2.55	4.11	/
净资产收益率（%）	8.47	1.72	3.37	/
长期债务资本化比率（%）	9.46	16.56	32.65	41.82
全部债务资本化比率（%）	32.32	38.22	38.11	49.98
资产负债率（%）	56.20	67.82	71.31	74.69
流动比率（%）	129.74	121.70	142.37	147.06
速动比率（%）	129.54	121.58	142.29	146.96
经营现金流动负债比（%）	1.45	0.36	0.91	/
现金短期债务比（倍）	0.82	0.82	1.88	1.13
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

注：1. 上表中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将其他应付款和其他流动负债中的债务部分计入短期债务核算，将长期应付款计入长期债务核算；3. 2021 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标计算未年化；4. 因公司本部财务报表注释未披露折旧、摊销等，出于准确性考虑，本报告不披露公司本部 EBITDA 及相关指标的值

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

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

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“–”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

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

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

权利与免责声明

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

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

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。