

信用等级公告

联合〔2020〕376号

联合资信评估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及其拟发行的 2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）信用状况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，新希望六和股份有限公司 2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇二〇年二月二十六日



新希望六和股份有限公司

2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：20 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：2 亿元用于湖北片区 8 家饲料公司原材料采购及防疫费用支出，18 亿元用于偿还银行贷款

评级时间：2020 年 2 月 26 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	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa	评级结果	AAA
评价内容	评价结果	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	2
		基础素质	1
		企业管理	2
		经营分析	2
财务风险	F1	资产质量	3
		资本结构	1
		盈利能力	2
		现金流量	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”）是以饲料、畜禽养殖、屠宰及食品加工业务为主业的产业集团公司。联合资信评估有限公司（以下称“联合资信”）对公司的评级反映了其作为国内饲料行业的龙头，拥有产业链结构完整、产能规模大、品牌影响力强、市场占有率高的综合优势。近年来，公司以饲料业务为核心，持续扩张禽类和生猪养殖业务规模，带动收入规模不断提升；资产规模持续增长，现金类资产较为充裕，持有的中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）股份流动性良好，贡献的投资收益规模较为稳定。同时，联合资信关注到生猪养殖行业易受上下游价格波动和畜禽疫病影响，公司大力投资生猪养殖业务推升债务规模等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

随着城镇化进程的加快、人民生活水平的提高，公司所处的农牧业发展前景较好；未来随着公司生猪养殖业务产能充分释放，规模效益将逐步显现，公司盈利能力有望进一步提升。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿债能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，本期中期票据的偿还能力极强，违约风险极低。

优势

1. 公司作为国内农牧行业龙头企业之一，在行业地位、产能规模、品牌知名度、技术水平、渠道建设和产业链一体化布局等方面具有很强的竞争优势。

分析师：谭心远 郭察理 邢霖雪

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

2. 近年来，公司以饲料业务为核心，持续扩张禽类和生猪养殖业务规模，带动收入规模不断提升；同时，公司持续加大生猪养殖产能布局，随着2019年3月以来生猪养殖行业景气度不断回暖，有望带动公司业绩较快增长。

3. 近年来，公司资产规模持续增长，所持民生银行股权分红稳定，贡献的投资收益对公司盈利能力形成良好支撑；公司现金类资产较为充裕，整体资产质量和流动性较好。

4. 公司经营活动现金流量净额和EBITDA对本期中期票据的保障能力强。

关注

1. 公司所处生猪养殖行业周期性强，易受上下游价格波动和禽畜疫病等因素影响。

2. 随着生猪产业持续扩产投入，公司债务规模增长快，债务负担有所加重，存在一定短期集中偿付压力；公司未来在建项目支出规模较大，存在一定资本支出压力。

3. 公司积极拓展以饲料及配套业务为主的海外业务，受各国国情及政局影响，公司面临一定境外经营风险和汇率波动风险。

4. 2020年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，农牧业面临部分工厂暂缓开工、物资运输受阻、原材料成本上升等不利因素。针对上述情况，公司积极加强疫情防控，有序安排复工复产，配合地方政府各项政策保障物资供应。联合资信将持续关注公司经营变动情况及疫情可能对其信用水平造成的影响。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
现金类资产(亿元)	31.93	30.64	54.86	36.74
资产总额(亿元)	373.85	424.52	479.44	519.30
所有者权益(亿元)	255.49	262.35	273.36	287.32
短期债务(亿元)	29.05	64.68	108.70	123.05
长期债务(亿元)	28.50	26.14	18.39	15.64
全部债务(亿元)	57.54	90.82	127.09	138.68
营业收入(亿元)	608.80	625.67	690.63	352.94
利润总额(亿元)	32.71	32.11	29.91	22.34
EBITDA(亿元)	44.90	47.64	46.02	--
经营性净现金流(亿元)	31.11	27.12	33.37	5.44
营业利润率(%)	7.82	7.94	8.53	9.12
净资产收益率(%)	12.26	11.18	9.96	--
资产负债率(%)	31.66	38.20	42.98	44.67
全部债务资本化比率(%)	18.38	25.72	31.74	32.55
流动比率(%)	104.81	83.32	73.61	66.20
经营现金流动负债比(%)	35.53	20.42	18.07	--
EBITDA 利息倍数(倍)	18.70	15.31	10.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.28	1.91	2.76	--

公司本部（母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	194.79	230.57	281.80	290.77
所有者权益（亿元）	117.27	120.67	123.44	118.17
全部债务(亿元)	27.97	43.02	58.90	65.61
营业收入(亿元)	4.77	4.40	5.53	3.31
利润总额(亿元)	25.01	20.71	10.55	0.21
资产负债率（%）	39.80	47.66	56.20	59.36
全部债务资本化比率(%)	19.26	26.28	32.30	35.70
流动比率（%）	193.68	152.17	129.74	121.17
经营现金流动负债比(%)	0.37	1.10	1.45	--

注：公司 2019 年上半年财务报表未经审计；现金类资产已扣除使用受限的货币资金；合并口径短期债务包含其他流动负债中的有息债务；合并口径长期债务包含长期应付款中的有息债务

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019/5/31	谭心远 郭察理 邢霖雪	联合资信工商企业主体评级方法（2018年） 工商企业信用评级模型（2016年）	阅读全文
AAA	稳定	2016/7/11	谭心远 姜帆	联合资信工商企业主体评级方法（2013年） 工商企业信用评级模型（2016年）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2013/6/9	张丽 苏薇	联合资信工商企业主体评级方法（2013年）	阅读全文

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

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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

新希望六和股份有限公司

2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）信用评级报告

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，系经四川省人民政府川府函（1997）260 号文批准，于 1998 年 3 月 4 日由原绵阳希望饲料有限公司整体变更成立，成立时注册资本为 14002.00 万元。1998 年 3 月 11 日和 9 月 15 日，公司向社会公众公开发行的公众股 3600.00 万股和向内部职工发行的内部职工股 400.00 万股，分别在深圳证券交易所上市交易，股票代码：000876。2011 年 9 月 13 日，中国证监会核准了公司向南方希望实业有限公司（以下简称“南方希望”）、李巍、刘畅等投资者定向增发事项，完成后公司注册资本变更为 17.38 亿元；2011 年 12 月，公司变更为现名；后经多次定向增发、资本公积转增股本，截至 2019 年 6 月底，公司股本为 42.16 亿元。截至 2019 年 6 月底，南方希望和新希望集团有限公司（以下简称“新希望集团”）为公司第一大及第二大股东，分别持股 29.08% 和 24.86%。由于新希望集团是南方希望的控股股东（持股比例 51%），同时刘永好先生控股新希望集团 62.34% 的股权。因此，公司实际控制人为刘永好先生。

公司经营范围：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（合并）资产总额 479.44 亿元，所有者权益 273.36 亿元（含少数

股东权益 57.61 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 690.63 亿元，利润总额 29.91 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司（合并）资产总额 519.30 亿元，所有者权益 287.32 亿元（含少数股东权益 61.56 亿元）；2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 352.94 亿元，利润总额 22.34 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。

二、本期中期票据概况

公司拟注册中期票据额度 20 亿元，本期拟发行 2020 年度第一期中期票据（疫情防控债，以下简称“本期中期票据”），发行额度为 20 亿元，期限为 3 年，偿还方式为按年付息，到期一次还本，募集资金中 2 亿元用于公司湖北片区 8 家饲料公司部分饲料生产原材料采购及防疫费用的支出，18 亿元用于偿还银行借款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2018 年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018 年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018 年，中国国内生产总值（GDP）90.0 万亿元，同比实际增长 6.6%，较 2017 年小幅回落 0.2 个百

分点，实现了 6.5% 左右的预期目标，增速连续 16 个季度运行在 6.4%~7.0% 区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较

2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收

窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费

环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

四、行业及区域经济分析

目前公司业务以饲料、养殖、屠宰及肉制品为主，是农牧业的重要组成部分。

1. 饲料行业现状

饲料行业是连接种植业与养殖业的中间行业，也是衡量一个国家农牧业综合实力的重要指标之一。饲料是指在合理饲喂条件下能对家畜、家禽、水产动物提供营养物质、调控生理机制、改善动物产品品质，且不发生有毒、有害作用的物质。按照饲料企业的生产标准及养殖户使用方法，饲料可分为预混料、浓缩料和配合料。中国饲料行业生产规模居全球首位，但近年产量增速较低，这一方面由于禽流感疫情对禽类养殖造成重大打击、猪肉价格持续下降等因素导致养殖户补栏意愿不高，另一方面受国家限制三公消费的政策影响，餐饮业肉类消费低迷，对上游养殖及饲料行业产生抑制作用。

根据中国饲料行业信息网的数据，2018年，国内饲料总产量 22788 万吨，同比增长 2.8%，产品类别和品种结构呈现不同涨跌趋势。从类别看，表现为“一增两降”。其中，配合饲料 20529 万吨，同比增长 4.6%；浓缩饲料 1606 万吨，同比下降 13.4%；添加剂预混合饲料 653 万吨，同比下降 5.1%。从品种看，表现为“猪弱禽强、水产反刍快涨”。其中，2018年，中国猪饲料产量 9720 万吨，同比下降 0.9%；蛋禽饲料产量 2984 万吨，同比增长 1.8%；肉禽饲料产量 6509 万吨，同比增长 8.2%；水产饲料产量 2211 万吨，同比增长 6.3%；反刍动物饲料产量 1004 万吨，同比增长 8.9%；其他饲料产量 360 万吨，同比下降 10.7%。

2018 年，全国万吨规模以上饲料生产厂达 3742 家，比上年增加 196 家，饲料产量占总产量 94.6%，比上年增加 1.6 个百分点；其中，10 万吨规模以上厂家数量达 656 家，比上年增

加 81 家，饲料产量占总产量 49.7%，比上年增加 5.4 个百分点。全国有 8 家单厂产量超过 50 万吨，单厂产量最大的厂家规模达 114 万吨。万吨以下厂家饲料产量占比降至 5.4%，比上年减少 1.6 个百分点。

整体看，近年来饲料总产量较为平稳，行业内竞争仍然激烈，推动产业集中度不断上升，饲料生产厂面临由做大到做强的转型升级压力。

2. 上游行业-饲料原料

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

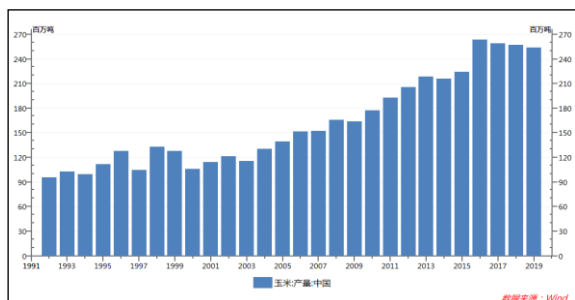
玉米

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

自 2007 年国家正式实施玉米临储政策以来，农户玉米种植收益不断提高，玉米种子及田间管理水平不断增强，玉米播种面积及产量逐年增加。2016 年，为应对玉米播种面积庞大，产量大幅增加，政府库存急剧激增的局面，国家开始取消玉米临储政策，同时受到前期扩产过快，库存充足，种植效益降低导致农民种植意愿下降影响，中国玉米种植面积和产量分别为 36759.70 千公顷和 21955.40 万吨，同比分别下降 3.57%和 2.26%。2018 年为玉米临储政策取消的第三年，中国玉米产量持续下降，2018 年中国玉米产量 25400 万吨，同比下降 1.29%。根据国家粮油信息中心报告，预计 2019 年全年中国玉米产量为 2.55 亿吨，同比下降 193 万吨，但随着 2019 年以来生猪价格大幅上涨，将刺激养殖企业补栏积极性和增加生猪出栏体重，有助于饲料需求的恢复。

数据来源: Wind 资讯

图1 近年来中国玉米产量情况(单位:百万吨)

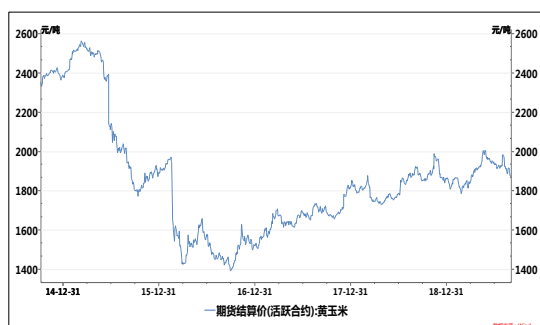


数据来源: Wind 资讯

中国不仅是世界玉米的主要生产国,也是玉米的主要消费国。玉米消费主要用于食用、饲料、工业消费等三个方面。消费结构中饲料和工业加工约占总消费的 90%,其中饲料消费占比维持在 60%-65%。近年来,由于玉米下游饲用需求刚性增长缓慢以及工业消费维持平稳,国内玉米期末库存不断增加,玉米价格在 2015 年末发生断崖式下跌,截至 2016 年 12 月 30 日,玉米平均价格指数已跌至近 8 年以来的最低点,较 2015 年底下跌 21.20%。进入 2017 年,玉米价格开始上行。2018 年,随着玉米市场化改革持续深入,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,全国玉米价格持出现波动,截至 2018 年底,中国玉米平均价格指数为 1864.00 元/吨,较年初上涨 2.02%,上涨程度较为温和。进入 2019 年,玉米平均价格指数在 5 月底达到年内峰值,为 2007.00 元/吨,后续出现小幅下滑,截至 2019 年 9 月初,玉米平均价格指数回落至 1874.00 元/吨。

图2 近年来黄玉米价格情况

(单位:元/吨)

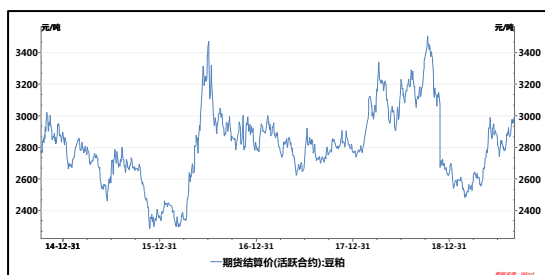


豆粕

中国的大豆主要依赖进口,大豆进口主要来源于美国、巴西、阿根廷三国。近年来受进口大豆价格较低的冲击,国内农民种植大豆积极性不高,国产大豆种植规模逐年下降,而下游饲料业及豆油消费需求的增长带动国内大豆消费量逐年增长。2016 年中国大豆进口量为 8600 万吨,同比增长 3.33%,进口量占国内总需求比重达 86.37%,进口大豆价格很大程度上决定了中国市场豆粕价格。2018 年,中国大豆累计进口量为 8803.1 万吨,同比下降 7.9%,是中国大豆进口量 7 年来首次下降。2019 年 1—7 月,中国大豆累计进口量为 4690 万吨,同比下降 11.2%。

豆粕作为大豆压榨豆油的副产品,其价格基本由大豆价格决定。受进口大豆的低价冲击,国内农民种植大豆积极性不高。2013—2015 年,进口大豆供应相对宽松以及终端养殖业畜禽存栏量未有重大突破,豆粕价格进入下行通道。2016 年,受南美大豆产区天气原因、超限导致物流成本上涨、原料进口大豆到港延误、美农报告不断下调美豆年末库存等多重因素的影响,豆粕价格较 2015 年大幅增长。2017 年以来,上游大豆供应充足,油厂大豆压榨量保持增长,中国豆粕价格平稳下降。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,由于贸易摩擦影响暂时减弱以及南美大豆丰产,中国豆粕期货价格持续走低,截至 2018 年底为 2620 元/吨,较年初下降 5.35%。2019 年以来,中国豆粕期货价格波动增长,截至 2019 年 8 月底,豆粕期货价格为 2953 元/吨。

图3 近年来中国豆粕期货价格情况(单位:元/吨)



数据来源: Wind 资讯

总体看,饲料主要原材料价格呈波动增长趋势,饲料企业面临一定成本控制压力。

3. 下游行业-养殖业

饲料业务下游主要是禽类、肉猪和水产养殖行业,养殖业的景气程度直接影响饲料行业的需求。以猪料为例,其需求主要受生猪存栏量以及猪肉价格等因素的影响。

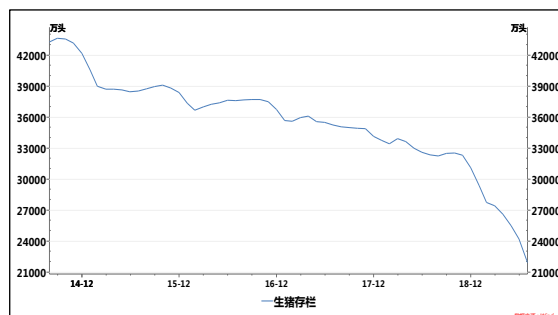
从养殖模式来看,以肉鸡和肉猪为例,中国畜牧业养殖业主要有三种养殖模式:专业的肉鸡和肉猪养殖模式、专业的种鸡和种猪养殖模式和自繁自养养殖模式,其中自繁自养又分为小规模自繁自养模式、中大规模自繁自养模式和完整产业链条自繁自养模式。专业肉鸡和肉猪养殖模式经营周期较短。一般情况下,鸡出栏周期在1~2个月,猪出栏周期在3~6个月。专业肉鸡和肉猪养殖模式不需要育种,相对养殖技术水平要求较低,比较适合农户和小型饲养企业。这种模式是目前中国养殖生产结构中的主要力量。长期以来,以散户养殖为主的养殖模式决定了中国养殖行业受猪肉价格波动影响,具有一定的周期性特征。

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

供给方面,从能繁母猪存栏量来看,由于2016年猪价下跌导致养殖户有压栏观望情绪

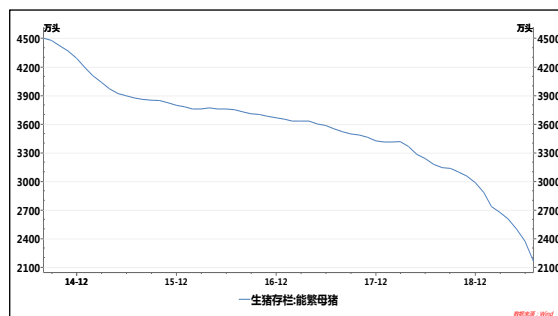
并延迟补栏,2017年中国生猪存栏量较上年有所下降,出栏量较上年略有增加。截至2018年底,中国生猪存栏量31111万头,较年初下降7.12%;生猪出栏量69382万头,较年初上升0.76%,主要系受非洲猪瘟影响,养殖户加速出栏所致。补栏不及时、出栏在加速的状况将可能导致未来一段时间内生猪供给不足。但受规模化养殖程度提升影响,PSY指标(每头母猪每年所能提供的断奶仔猪头数)不断上升,一定程度上弥补了能繁母猪存栏量下跌带来的影响。

图4 近年来中国生猪存栏量(单位:万头)



数据来源: Wind 资讯

图5 近年来中国能繁母猪存栏量(单位:万头)

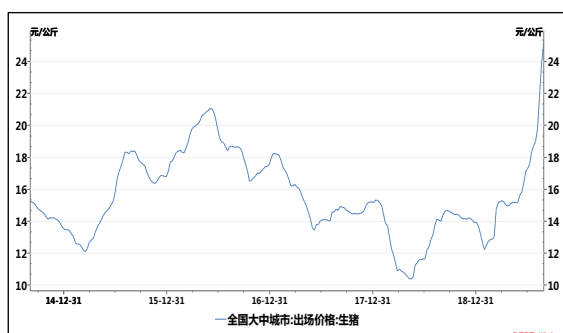


数据来源: Wind 资讯

价格方面,由于中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;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。2018年上半年,生猪价格延续下降趋势;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，猪价有所下降；随后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。2019年以来，猪肉价格急剧上升，截至2019年8月底，生猪出场价格达到近年来最高值，为25.20元/公斤。

图6 近年来中国大中城市生猪出场价格
(单位：元/公斤)



数据来源：Wind 资讯

禽类饲料的需求主要受禽类养殖景气度的影响。以肉鸡养殖为例，中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，中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。中国肉鸡养殖行业景气度受行业本身供给关系、禽流感疫情和肉鸡较短的生长周期共同影响；呈现出行业周期短，景气度波动较大，一

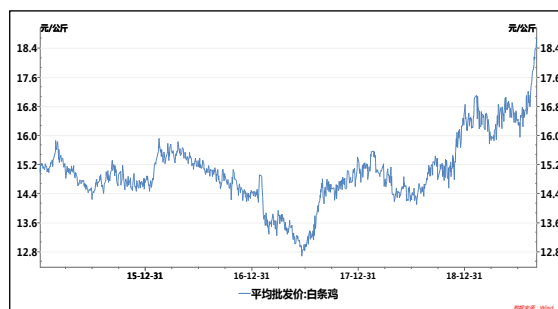
年内或存在多个周期的现象。此外，产量较大的白羽肉鸡养殖还受制于国外祖代种鸡引种限制。

供给方面，从祖代鸡引种情况来看，2016年，中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，导致中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，中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。2017年初，中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。2018年，中国鸡肉消费量为1197万吨，较上年变化不大。考虑到中国居民膳食习惯，预计未来中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。近年来，白条鸡批发价格处于波动增长趋势，2017年6月达到近年低谷，为12.68元/公斤，随后继续波动增长。截至2019年8月底，白条鸡平均批发价格上涨至18.38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。

图7 近年来中国白条鸡平均批发价格
(单位：元/公斤)



数据来源：Wind 资讯

总体来看，目前全国生猪存栏量和能繁母猪存栏量依然处于低位，生猪价格快速增长；受祖代鸡存栏量较低影响，肉鸡价格有所上行；生猪和肉鸡价格的上行将有助于公司饲料业务的发展。

4. 行业政策

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。

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

饲料原料价格波动，加大饲料行业成本控

制难度

目前国内玉米市场价格受国家收储政策影响大，近年来，国内玉米持续丰产以及临储政策的影响，导致国内玉米库存压力加大，加上进口玉米价格较低，导致玉米现货价格持续下降；2016 年以来，受国家取消临储政策的影响，玉米价格出现一定程度波动，后期走势尚不明朗。豆粕方面，受国际大豆价格变动影响，国内豆粕价格近年来波动较大，2016 年以来，阿根廷大豆受灾预期减产、美国大豆库存下降以及投资炒作等因素影响，豆粕价格大幅回升。总体来看，饲料原料价格波动对饲料行业的成本控制能力提出了更高挑战。

国内饲料企业众多，集中度有待提升

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

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

食品安全和疫情对养殖业的影响大

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

控性使得养殖行业又可以在一定时间内恢复。

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。

2020年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，国家和各地政府采取多项防控措施，包括国务院发布延长春节假期的通知，各地企业采取延期复工安排，对进出城市的交通进行限制，对高危人群进行严格筛查和监控，呼吁公众减少聚会、减少出行、居家隔离、佩戴口罩。此次疫情爆发处于春节假期，对饲料、养殖等农牧业造成一定影响。为尽快恢复农牧产品流通秩序、保障国内物资供应，农业农村部、交通运输部及公安部于2020年1月30日联合下发了《关于确保“菜篮子”产品和农业生产资料正常流通秩序的紧急通知》（农办牧〔2020〕7号），严禁未经批准擅自设卡拦截、断路阻断交通等违法行为，维护“菜篮子”产品和农业生产资料正常流通秩序。山东省、河北省、江苏省、江西省、湖南省、陕西省、四川省、内蒙古自治区、广西自治区等地方政府，也已经陆续出台了确保“菜篮子”产品和农牧业生产资料正常流通、保障畜禽产品市场供应的相关政策。

总体看，中国畜牧业行业规模不断扩大，但集中度较低。短期内，受疫情蔓延的影响，农牧业部分工厂暂缓开工、物资运输受阻、原材料成本上升，或面临一定经营压力。从中长期看，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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年6月底，南方希望和新希望集团为公司第一大及第二大股东，分别持股29.08%和24.86%。新希望集团是南方希望的控股股东（持股比例51%），同时刘永好先生控股新希望集团，公司实际控制人为刘永好先生。

2. 规模与竞争力

经过多年发展，公司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，成为国内规模最大的农牧产业化企业之一。

行业地位方面，公司饲料加工规模优势突出，截至2018年底，公司饲料产能合计3574万吨/年，位居国内第一、全球前三。公司畜禽养殖规模优势明显，其中，肉鸭养殖规模全球第一，白羽肉鸡养殖规模国内前三，生猪出栏量目前排名国内上市公司前五。此外，公司于2017年1月完成发行股份及支付现金并购国家级农业产业化重点企业杨凌本香农业产业集团有限公司（以下简称“本香农业”），禽畜类生产加工能力和养殖规模进一步提升。2018年，公司生猪养殖总规模超过260万头，鸡鸭养殖总规模超过20000万只，产能规模处于行业领先水平。

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。作为中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。

公司在育种、养殖、管理和设备创新方面具备突出的技术优势，研发实力强。在饲料业务板块，公司已经建立起全行业最大的饲料营养与原料数据库，可以及时制定最优的营养和成本组合。禽产业方面，公司的种鸡和种鸭只产健雏数量均居国内领先水平，并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，处于世界领先水平。

渠道建设方面，公司在巩固批发市场、农贸、原料加工等传统流通渠道的同时，也在积极建设新兴销售渠道。在食品业务领域销售渠道，公司为海底捞、真功夫、云海肴等提供长期服务，开发了乡村基、吉野家、小肥羊等优质客户，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，并与京东、阿里、美团等平台积极展开合作，积极布局新零售业态。

总体看，公司作为国内农牧行业龙头企业之一，在产业链一体化布局、行业地位、产能规模、品牌知名度、技术水平和渠道建设等方面具备很强的竞争优势。

3. 人员素质

截至 2019 年 6 月底，公司共有董事 8 人（其中董事长 1 人，独立董事 3 人）；监事 4 人（其中监事会主席 1 人）；高级管理人员 9 人，其中总裁（兼任董事）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，高级工商管理硕士(EMBA)；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，2019 年 6 月起兼任董事。

截至 2019 年 6 月底，公司的员工人数为 57898 人。从学历看，本科及以上学历占 11.76%，大专学历占 12.26%，高中及以下学历占 75.98%。从工作岗位看，生产人员占 72.90%，销售人员占 15.78%，研发人员占 4.11%，管理人员占 7.21%。从年龄看，30 岁以下的占 21.32%，30 至 50 岁的占 67.37%，50 岁以上的占 11.31%。

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。

4. 外部支持

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，享有多种税收优惠政策。增值税优惠政策方面，公司生产的饲料产品（单一大宗饲料、混合饲料、配合饲料、复合预混料、浓缩饲料等）免征增值税；下属国内屠宰及肉制品加工企业的初加工产品自 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%；下属养殖类企业免征增值税。所得税优惠政策方面，公司设在西部地区的分、子公司享受根据西部大开发战略相关政策；下属肉食品加工行业的企业从事的肉类初加工业务免征企业所得税。

2016—2018 年，公司确认政府补助金额分别为 8755.00 万元、16445.55 万元和 9726.96 万元，计入递延收益、其他收益、营业外收入科目。

总体看，作为农业产业化龙头企业，公司在税收和财政补贴方面享受的政策优惠较多，外部发展环境良好。

5. 企业信用记录

根据公司提供的《企业基本信用信息报告》，截至 2020 年 2 月 20 日，公司本部（机构信用代码：G1051070104246640Y）无未结清和已结清的不良及关注类信贷记录；已结清信贷信息中有四笔欠息（最近一次结清日期为 2009 年 3 月 9 日），最高欠息金额为 60.37 万元。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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 5~9 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。

2. 管理体制

截至 2019 年 6 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。

总体看，公司作为上市公司，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，为未来可持续发展创造了有力的内部保障。

七、经营分析

1. 经营现状

公司主营业务涵盖饲料、禽产业、猪产业、食品、商贸等，2016—2018年，公司营业收入持续增长，构成以饲料收入为主。2018年，公司实现营业收入690.63亿元，同比增长10.38%，其中饲料、禽产业和猪产业收入均实现不同程度的增长。同时，公司综合毛利率保持稳定提升，2018年为8.73%，同比增加0.58个百分点。

分板块看，饲料系公司营业收入中规模最大的产品，在营业收入中的占比保持在50%以上。2016—2018年，饲料业务收入波动增长，2018年为394.19亿元，同比增长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。禽产业收入逐年增长，2018年为186.47亿元，同比增长9.46%，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。猪产业收入保持逐年增长，2018年为32.25亿元，同比增长27.87%，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。食品业务包含猪屠宰、肉制品深加工、中央厨房等细分领域，近年来收入略有波动，2018年同比下降5.97%至54.35亿元，主要系禽肉、禽肉原料上涨导致深加工业务成本升高、产量有所削减所致。商贸业务主要为饲料原材料贸易，近年来收入逐年增长，2018年为17.03亿元，主要系饲料原材料销量增加所致；占营业收入比重仍较小。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，对营业收入影响不大。

毛利率方面，近年来饲料业务毛利率稳定增长，2018年为7.62%，同比略有增长，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；禽产业毛利率呈波动增长

趋势，其中 2017 年毛利率较上年减少 0.64 个百分点，主要系当期爆发的 H7N9 流感疫情影响下，相关产品价格下降所致，2018 年受禽养殖行业产能收缩，种禽、商品鸡鸭等价格上升影响，毛利率增长 2.37 个百分点至 8.54%；猪产业受生猪养殖行业周期下行，景气度低迷影响，近三年毛利率大幅下降，2018 年下降至 16.23%；食品业务毛利率持续增长，其中 2017 年同比增长主要系公司推进“生转熟”，毛利率较高的深加工肉制品的产销量均有所增加所致，2018 年同比增加 3.51 个百分点至

12.92%，主要系当期猪肉价格下降，屠宰业务成本降低所致；商贸业务毛利率持续增长，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 2016—2017 年的毛利率所致，2018 年商贸业务毛利率同比增加 4.29 个百分点至 7.98%。

2019 年上半年，公司主要业务板块保持平稳增长，实现营业收入 352.94 亿元，同比增长 11.54%；公司综合毛利率为 9.30%，较 2018 年略有增长，其中猪产业受行业周期回暖、猪价上涨影响，毛利率提升至 19.04%。

表 1 近年来公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
饲料	361.12	59.32	6.77	355.68	56.85	7.43	394.19	57.08	7.62	192.58	54.57	7.30
禽产业	159.06	26.13	6.81	170.36	27.23	6.17	186.47	27.00	8.54	97.87	27.73	9.90
猪产业	16.31	2.68	40.71	25.22	4.03	26.87	32.25	4.67	16.23	19.23	5.45	19.04
食品	55.29	9.08	8.23	57.80	9.24	9.41	54.35	7.87	12.92	28.21	7.99	12.90
商贸	10.43	1.71	1.92	11.60	1.85	3.69	17.03	2.47	7.98	11.16	3.16	7.76
其他	6.59	1.08	27.90	5.01	0.80	28.19	6.34	0.92	11.69	3.89	1.10	23.73
合计	608.80	100.00	7.97	625.67	100.00	8.15	690.63	100.00	8.73	352.94	100.00	9.30

资料来源：公司提供

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%。

表 2 2016—2018 年公司营业收入分布区域
（单位：亿元、%）

	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

公司海外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，区域分布方面主要涉及印度尼西亚、越南、新加坡、菲律宾、缅甸、老挝、柬埔寨等东南亚国家，并逐渐向非洲、东欧等地区延伸。海外业务属于公司的

战略业务，截至 2019 年 6 月底，公司在海外共投资设立 56 家分子公司（不含已关停），其中正常经营 47 家，处于筹建阶段 9 家。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。同时，公司海外业务集中在东南亚及南亚地区，受各国国情和政局影响可能面临一定境外经营风险。

（1）饲料业务

原材料采购

原材料采购模式方面，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。定价方面，饲料行业通常采用成本加价法的定价方式，原材料价格的波动可部分向下游养殖环节传导，但随着养殖业务在公司营业收入中的占比逐步提升，原材料价格波动对公司的影响可能放大。

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

近年来，随着饲料产品生产规模的扩大，主要产品采购量保持增长。2018 年，公司玉米采购量提升至 693.94 万吨；考虑到价格及供需方面的因素，公司小麦及豆粕的采购量有所下

降，花生粕和棉粕等替代品采购量上升。

采购价格方面，国内玉米临储政策取消，价格逐步市场化，导致近年来玉米价格先降后升，2018 年公司玉米采购价格上升至 1932.84 元/吨，同比增长 6.52%；豆粕价格增长 6.28% 至 3264.72 元/吨。饲料生产的辅料花生粕、棉粕、赖氨酸和蛋氨酸采购量相对较小，对饲料成本的影响有限。2019 年上半年，玉米和小麦采购均价较 2018 年略有增长，其余主要品种较 2018 年均有一定程度的下降，其中豆粕采购价格下降至 2682.20 元/吨。

表 3 公司近年原材料采购情况

主要原材料		采购量（万吨）				采购价格（元/吨）			
项目	占饲料成本比重	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-6 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-6 月
玉米	30-50%	613.79	648.27	693.94	367.69	1851.83	1814.58	1932.84	1941.43
小麦	0.5-1%	51.98	48.22	10.30	12.32	1754.71	1958.26	1972.31	2033.48
豆粕	10-20%	200.37	197.82	175.31	143.45	3109.06	3071.77	3264.72	2682.20
花生粕	1-2%	10.63	13.33	16.22	6.13	2733.40	2822.79	2817.00	2723.12
赖氨酸	1-2%	9.12	9.03	9.19	11.55	5298.51	4929.25	4645.64	4336.05
棉粕	1-2%	8.00	6.10	12.32	4.90	2773.74	2718.42	2897.18	2758.26
蛋氨酸	0.5-1%	2.15	3.39	1.12	1.77	23960.74	21235.35	18534.52	16804.12

资料来源：公司提供

结算方式来看，公司国外采购结算主要为美元远期信用证，账期主要在 15 天以内；国内采购结算主要使用电汇，结算账期基本在 15 天以内。公司海外采购量根据行情而变化，采购金额占比一般在 10%以内。2018 年，公司前五大供应商采购占比为 9.65%，集中度低。

表 4 2018 年公司饲料业务前五大供应商

（单位：万元、%）

供应商	采购金额	占比
益海嘉里投资有限公司	209963.36	3.25
中粮集团有限公司	144176.99	2.23
山东泰山国家粮食储备库	118893.34	1.84
山东荣达农业发展有限公司	85424.46	1.32
泰安市东岳粮库	65106.24	1.01
合计	623564.40	9.65

资料来源：公司提供

注：由于公司未分板块统计采购额，此处占比以合并口径总采购额为基数计算

总体看，近年来公司饲料业务规模扩大，主要原材料采购量随之增长；主要原料采购价格有不同程度增长，对公司成本管控提出更高要求。

饲料生产

公司主要生产猪、鸡、鸭、水产等各类饲料。近年来，随着公司淘汰落后产能以及部分大产量标杆工厂建成投产，公司饲料产能持续提升，2018 年为 3574 万吨/年。产能利用率方面，因近年来公司新增产能较多，新建公司产能尚未得到完全释放，加之非洲猪瘟影响，生猪存栏减少，市场整体需求下滑，公司产能利用率较为稳定，2018 年为 48%。生产模式方面，公司采用“以销定产”的方式进行生产，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。

截至 2019 年 6 月底，公司共有 281 家饲料厂，产能位居国内第一，世界前三。其中，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。公司的海外饲料板块主营为畜禽、鱼、反刍饲料的加工销售。公司海外饲料生产基地以东南亚为主，目前正在向中东、北非、南非及东欧延伸，截至 2019 年 6 月底，海外已投产饲料公司有 25 家，在建饲料公司 9 家，总占地面积超过 77.63 万平方米。

表 5 近年公司产能和产量指标情况（单位：万吨/年、万吨、%）

	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-6 月		
	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	产能	产量	产能利用率
猪饲料	737	347	47	876	419	48	923	443	48	431	193	48
禽饲料	2108	993	47	2151	1029	48	2285	1096	48	1235	613	48
水产料	168	79	47	180	86	48	222	107	48	114	42	48
其他料	129	61	47	80	38	48	144	69	48	25	11	48
合计	3141	1480	47	3286	1573	48	3574	1715	48	1805	859	48

资料来源：公司提供

注：以上数据为合并抵消前、包含内部销售的数据；其他料包括狐料、貂料等；2019 年 1—6 月产能口径为预计全年产能的一半，下同

总体看，近年来公司各类饲料产能和产量保持增长，生产规模、覆盖区域保持国内同行业前列，产能利用率符合行业特征。未来，随着行业周期的回暖和新建公司产能的充分释放，公司效益有望进一步提升。

饲料销售

公司饲料销售以猪饲料和禽料为主，近年来，各品种销量均保持增长。2016—2018 年，公司饲料销量分别为 1488.82 万吨、1572.29 万吨和 1703.87 万吨。同期，公司饲料产销率略有波动，2018 年为 99.36%。2019 年上半年，公司饲料销量整体保持稳定，其中其他料销量受产品结构调整影响下降较快。

表 6 近年公司饲料销售情况（单位：万吨、%）

产品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-6 月
猪饲料	349.17	404.61	437.65	196.87
禽饲料	999.03	1006.65	1109.14	623.93
水产料	79.63	86.53	106.78	43.14
其他料	60.99	74.50	50.30	11.39
合计	1488.82	1572.29	1703.87	875.34
产销率	100.60	99.95	99.36	101.85

资料来源：公司提供

注：以上数据为合并抵消前、包含内部销售的数据

销售价格方面，近三年公司禽料和水产料销售价格保持稳定增长，猪饲料价格受生猪养殖行业景气度低迷影响，逐年略有下降。2018 年，公司禽料、猪饲料和水产料销售价格分别为 2500.00 元/吨、2823.00 元/吨和 3539.00 元/吨，同时，公司不断推动产品技术和生产工艺升级，积极降低生产成本，禽料和水产料整体呈增长态势，猪饲料毛利率有所波动。2019 年上半年，饲料各品种销售价格较 2018 年全年均略有下降，原因系原材料价格下行、下游产品售价相应有一定调整，以及猪疫情影响下部分原猪料公司转做禽料、水产料，竞争加剧所致；毛利率方面，当期水产料毛利率较 2018 年全年下降明显，原因是受各种台风及恶劣天气影响鱼价低迷，公司为了稳定客户适度让利所致。

表 7 近年公司饲料销售价格和毛利率

（单位：元/吨）

产品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-6 月
禽料	售价	2401.18	2441.30	2500.00
	毛利率	3.19%	4.41%	7.12%
猪饲料	售价	2912.49	2868.26	2823.00
	毛利率	9.36%	10.20%	11.86%
水产料	售价	3284.84	3501.16	3539.00

	毛利率	8.82%	11.53%	15.56%	7.33%
--	-----	-------	--------	--------	-------

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

从销售方式来看，公司饲料产品的销售由下属饲料生产企业负责，下游客户主要包括经销商和直供养殖户两类，分别适用经销模式和直销模式，其中经销模式 2018 年收入占比近 71%。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，饲料产品销售以现款结算，回款较好。销售区域方面，2018 年销售收入中华东、华中、西南和华南销售占比分别为 46.12%、9.55%、9.66%和 9.38%，海外销售占 12.94%，区域集中度较高；2018 年，公司饲料业务前五大客户销售占比约为 3%，客户集中度低。

总体来看，近年来公司主要饲料品种产销保持增长，产销率保持在较高水平，带动收入的持续增长。

（2）禽产业

采购

采购方面，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，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。

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。公司禽屠宰中部分采用内采，2018 年内部采购占比为 10.12%。截至 2019 年 6 月底，公司下属禽类养殖场 74 家，设计规模种鸡 221 万套、种鸭 7746 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，鸡一体化产能和产量均呈波动下降趋势，2018 年分别 84.21 万吨/年和 66.24 万吨。同时，鸭一体化产能和产量近年来持续下降，2018 年分别为 140.79 万吨/年和 110.74 万吨。禽产业板块的产能利用率近年来较为稳定。

表 8 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			2019 年 1-6 月		
	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	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	40.27	32.28	80.15
鸭一体化	163.55	124.29	76.00	151.32	114.90	75.93	140.79	110.74	78.66	64.87	53.77	82.89
合计	255.79	194.38	75.99	252.63	191.84	75.94	225.00	176.98	78.66	105.14	86.05	81.84

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，公司禽产业受控制禽产品的销售规模、减少库存以提振产品价格影响，产能和产量整体呈下降趋势。

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。近年来，公司禽产品销售量整体呈下降趋势，2016—2018 年分别为 194.40 万吨、189.81 万吨和 179.13 万吨。同时，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，提升禽产品的定价权，2018 年鸡一体化和鸭一体化销售均价均大幅提升，

分别为 9859.63 元/吨和 9150.60 元/吨。禽产业 板块产销率较为稳定，保持在 100.00%左右。

表 9 近年来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			2019 年 1-6 月		
	销量	均价	产销率	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	9038.13	100.03	76.34	8386.57	99.22	67.03	9859.63	101.19	31.88	11405.73	98.78
鸭一体化	124.29	6811.32	100.00	113.47	7219.52	98.76	112.10	9150.60	101.23	53.09	8290.97	98.73
合计	194.40	--	100.01	189.81	--	98.94	179.13	--	101.21	84.97	--	98.75

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；禽板块产品销售包含禽屠宰业务

销售结算方式方面，公司禽产业主要采用现款现货结算，结合少量赊销，账期最长 30 天。禽产业下游客户较为分散，包括食品厂、羽绒纺织制造商等，2018 年，公司禽产业板块下游前五大客户占当期销售总额的比例为 2.72%。

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，相关产品的价格有所提升。

（3）猪产业

猪产业是公司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%，全部采购自公司内部；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；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。猪产业生产环节包括种猪养殖和商品猪养殖两个环节，目前以商品猪养殖为主。

商品猪养殖主要包括 2 种模式：①由养猪业务单元推动的“新好模式”，是公司生猪养殖的核心模式，在此模式下的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。②由饲料业务单元推动的“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。截至 2018 年底，公司下属

生猪养殖场 46 家。

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。销售模式方面，公司下属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，因此产销率保持在 100.00%。销售结算方式方面，公司猪板块业务结算主要为现款现货。

近年来，公司逐步推进生猪养殖业务的战略转型，生猪养殖产能和产量持续提升，2018 年分别为 400.00 万头/年和 310.00 万头。受产能快速扩张的影响，公司生猪养殖产能利用率呈波动增长趋势，近三年分别为 57.35%、95.98%和 77.50%。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，主要系猪周期下行阶段叠加非洲猪瘟影响所致。2019 年上半年，公司生猪养殖产能继续增长至 506.00 万头/年，产能利用率受新增产能未充分释放影响下降至 27.05%；当期猪肉市场景气度回升，公司销售均价有所回升。

表 10 近年来公司生猪养殖业务产销情况

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-6 月
产能（万头/年）	200.00	250.00	400.00	506.00
产量（万头）	114.70	239.96	310.00	136.89
产能利用率（%）	57.35	95.98	77.50	27.05
销量（万头）	114.70	239.96	310.00	136.89

均价（元/公斤）	18.81	14.96	12.72	13.99
产销率（%）	100.00	100.00	100.00	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

总体看，近年来公司持续推进生猪养殖业务的战略转型，猪产业产能持续提升，产销率高，回款情况良好；但公司生猪销售价格随行就市，易受市场行情影响。

（4）食品业务

公司的食品业务包含屠宰业务、食品加工（深加工肉制品、预制菜等）及中央厨房业务，主要由子公司山东新希望六和集团有限公司、千喜鹤（河北千喜鹤肉类产业有限公司、辽宁千喜鹤食品有限公司和北京千喜鹤食品有限公司）及成都希望食品有限公司（以下简称“希望食品”）经营，主要经营鸡、鸭、猪的屠宰和火腿肠、熟食等肉制品的加工。截至 2019 年 6 月底，公司共有 67 家屠宰加工厂及肉制品加工厂，联营企业 8 家，业务范围覆盖全国各地，“千喜鹤”“美好”“六和”为主要产品品牌。

屠宰业务

采购方面，生猪屠宰分割主要在本地按市价采购生猪；其中部分生猪来自内部采购，2018 年内采占比为 9.76%。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。订单式生产即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。公司销售结算周期约 30 天。

2016—2018 年，公司屠宰产能大致稳定在 52 万吨/年；屠宰产生的生鲜猪肉逐年上升，分别为 20.49 万吨、26.51 万吨和 27.89 万吨，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 11 近年来公司生鲜猪肉产销情况

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-6 月
产能（万吨/年）	52.33	52.37	52.25	26.82

产量（万吨）	20.49	26.51	27.89	10.93
产能利用率（%）	39.16	50.62	53.38	40.75
销量（万吨）	20.31	26.52	27.83	11.59
均价（元/吨）	17939.03	15222.09	13228.04	15099.64
产销率（%）	99.12	100.04	99.78	106.01

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，生鲜猪肉销量分别为 20.31 万吨、26.52 万吨和 27.83 万吨，产销率在 100%左右。生鲜猪肉销售均价受市场行情影响有所波动，近三年持续下降至 2018 年的 13228.04 元/吨，2019 年上半年回升至 15099.64 元/吨。

总体看，近年来，公司屠宰分割业务的产销量均保持增长，但销售价格持续下降。

食品加工

公司食品加工业务主要由下属子公司希望食品运营。希望食品下设新津、北京和九寨沟肉制品深加工基地，洪雅生猪屠宰基地，若尔盖、红原等牦牛屠宰及加工基地。公司目前产品主要为深加工肉制品及预制菜，包括“美好”牌系列高、低温肉制品、蛋制品和牦牛肉系列，鸡鸭的副食品（半熟食品）等。近年来，深加工肉制品及预制菜销量和销售均价较为稳定，2018 年分别为 14.97 万吨和 15320.12 元/吨；产销率在 95%以上。

表 12 近年公司深加工肉制品及预制菜销量产销情况

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-6 月
产能（万吨/年）	20.64	22.63	20.68	9.65
产量（万吨）	15.05	16.98	15.43	7.33
产能利用率（%）	72.92	75.03	74.61	76.00
销量（万吨）	14.47	16.20	14.97	8.36
均价（元/吨）	15113.89	16911.37	15320.12	15019.45
产销率（%）	96.15	95.41	97.02	114.00

资料来源：公司提供

（5）商贸及其他业务

商贸业务

公司开展部分饲料相关原料的商贸业务，

近年来业务规模持续扩大，2016—2018 年商贸业务收入分别为 10.43 亿元、11.60 亿元和 17.03 亿元；同期，商贸业务毛利率保持增长，2018 年同比增加 4.29 个百分点至 7.98%。2019 年上半年，商贸业务实现收入 11.16 亿元，毛利率为 7.76%，较上年变化不大。

金融投资

截至2019年6月底，公司持有中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”，计入长期股权投资，权益法计量）股份182832.74万股；公司持有民生人寿保险股份有限公司（以下简称“民生人寿”，计入其他权益工具投资，公允价值计量）股份21119.60万股。上述股份均未质押。

2016—2018年，公司来自民生银行的投资收益分别为19.98亿元、20.80亿元和21.02亿元；获得民生银行现金分红分别为5.33亿元、4.34亿元和1.37亿元。民生银行投资收益对公司利润总额贡献大，且稳定性较好。

表 13 截至 2019 年 6 月底公司持有民生银行和民生人寿情况

	民生银行	民生人寿
持股数（万股）	182832.74	21119.60
持股比例	4.1759%	3.39%
账面价值（亿元）	183.31	2.11
2018 年投资收益（亿元）	21.02	--
2018 年现金分红（亿元）	1.37	--

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司业务规模持续扩大，营业收入及综合毛利率稳步增长；公司饲料业务总体平稳，同时在饲料业务基础上，逐步向下游养殖端转型；禽产业和猪产业受行业周期影响较大，毛利率波动幅度大。

2. 经营效率

2016—2018 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数平均值分别为 118.37 次、12.62 次和 1.57 次，2018 年上述指标分别为 116.04 次、12.00 次和 1.53 次，公

司经营效率高。

3. 未来发展战略及在建工程

未来发展战略

现阶段，公司将从饲料销售为主的商业模式转为以商品猪销售的商业模式，即“内部饲料、种猪和猪苗的高效生产+种养一体化家庭农场合作放养为主、部分配套保育育肥场自养商品猪”。未来 3 年，公司将聚焦两端：养殖端和食品端，养殖端拟通过 3~5 年时间，以“公司+家庭农场”等方式发展 1000 万头生猪，通过“技术托管和技术服务”形式覆盖 2000 万头生猪。中长期，公司战略布局食品端，包括拓宽海外销售渠道、禽产业链聚落化变革等，有望通过融合共创和提高自身的运营质量。

公司将在农牧业推进“三链两网”建设，抓住“三个制高点”，实现产业链贯通互补。其中，“三链两网”主要指：猪、禽、奶牛产业链和新农村电子商务网、新农村金融服务网，三个制高点主要指：种苗、担保信用合作、品牌和渠道。公司将贯通“三链两网”建设，努力实现成为世界级优质鲜肉和肉制品供应商的战略目标。

在建工程

截至 2019 年 6 月底，公司主要在建项目见下表，主要为生猪养殖、办公楼建设项目，计划总投资 75.71 亿元，已投资 20.06 亿元，2019 年 7-12 月、2020 年和 2021 年拟投资金额分别为 19.53 亿元、25.43 亿元和 10.71 亿元，资金来源全部为自筹，公司存在一定资本支出压力。

拟建项目方面，截至 2019 年 6 月底，公司主要拟建项目包括河北深泽 50 万头聚落项目、广西南明 50 万头聚落项目等，计划总投资额 21.55 亿元，其中 2019 年剩余月份、2020 年计划投资金额分别为 15.68 亿元和 5.87 亿元，但因申报相关部门审批、前期准备等原因均未正式开工。

总体看，公司在建及拟建项目未来投资规模大，公司存在一定资本支持压力。未来，随着公司生猪养殖产能的释放，以及生猪养殖行

业景气度回暖，公司生猪养殖业务将成为新的业绩增长点。

表 14 截至 2019 年 6 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项 目	建设内容	资金来源	计划总投资	截至 2019 年 6 月底已投资	投资计划		
					2019 年 7-12 月	2020 年	2021 年
东阿县新希望六和种猪繁育有限公司种猪繁育建设项目	生猪养殖	自筹资金	5.30	4.68	0.62	0.00	0.00
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	办公楼、生猪养殖	自筹资金	16.00	1.73	4.30	5.73	4.24
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	办公楼、生猪养殖	自筹资金	12.44	1.76	5.07	3.73	1.89
广西来宾年出栏 80 万商品猪项目	办公楼、生猪养殖	自筹资金	7.95	2.96	2.78	1.36	0.85
唐山新好农牧有限公司 50 万头生猪养殖项目（二期）	办公楼、生猪养殖	自筹资金	6.71	3.63	1.99	0.76	0.33
广东正和农牧有限公司龙归种猪场建设项目	办公楼、生猪养殖	自筹资金	6.32	0.14	0.59	5.59	0.00
德州新好农牧有限公司山东德州宁津新建年出栏 50 万头商品猪聚落项目	办公楼、生猪养殖	自筹资金	7.73	2.32	1.54	2.50	1.37
黄骅新好科技有限公司李官庄年出栏 70 万头商品猪项目	办公楼、生猪养殖	自筹资金	9.76	0.18	1.80	5.76	2.03
辽宁新望科技有限公司新民陶佳木种猪养殖场年出栏 65 万头生猪现代农业产业化建设项目（辽宁新望科技有限公司年出栏 50 万头生猪现代农业产业化建设项目）	办公楼、生猪养殖	自筹资金	3.50	2.66	0.84	0.00	0.00
合计		--	75.71	20.06	19.53	25.43	10.71

资料来源：公司提供

注：本表按照金额重大原则（3.00 亿元及以上）列示

4. 疫情影响

国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情影响后，公司与各级政府积极沟通，协调畜禽产品、饲料原料辅料与产品等物资运输，办理车辆通行证，落实各级政府出台的绿色通道政策，进展顺利高效，并根据不同地区疫情防控要求，在做好防疫基础上，协调饲料产业、禽产业和猪产业各工厂快速有序安排员工复工复产，助力国家生活物资保供。饲料产业方面，公司春节前做好原材料的备货工作，目前内部饲料生产供应充足，同时也可以满足大部分区域和重点区域的外部供应，少数区域受到物流影响处于紧平衡状态；禽产业方面，种禽价格较为低迷但公司的代鸡苗销售正常，鸭苗也通过内部一体化配套消化解决；猪产业方面，公司1月生猪销量同比增长，目前正按照前期猪苗投放节奏与生产计划推进。公司预计饲料产业、禽产业和猪产业一季度均将保持增长。

总体看，新型冠状病毒疫情发生后，公司

积极加强疫情防控，有序安排复工复产，配合地方政府各项“菜篮子”产品和农牧业生产资料保障政策助力国家生活物资供应。考虑到当前疫情仍处防控阶段，联合资信将持续关注公司经营情况变动及疫情可能对其信用水平带来的影响。

八、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。公司提供的 2019 年半年度财务报表未经审计。

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设立子公司 37 家，因注销、股权处置和吸收合并不再纳入合并范围的子公司 20 家，共包括 513 家子公司。2019 年上半年，公司合并范围内新增设立子公司 18 家，因股权处置和注销不再纳入合并范围的子公司 27 家。公司近年来新增及减少的子公司数量较大，但涉及变动的子公司规模较小，对财务数据可比性影响不大。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额 479.44 亿元，所有者权益 273.36 亿元（含少数股东权益 57.61 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 690.63 亿元，利润总额 29.91 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司（合并）资产总额 519.30 亿元，所有者权益 287.32 亿元（含少数股东权益 61.56 亿元）；2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 352.94 亿元，利润总额 22.34 亿元。

2. 资产质量

2016—2018 年，在经营规模扩大带动下，公司资产规模稳步增长，年均复合增长 13.24%。截至 2018 年底，公司资产总额 479.44 亿元，同比增长 12.94%，构成以非流动资产为主，占 71.65%。

流动资产

2016—2018 年，公司流动资产规模快速增长，年均复合增长 21.69%。截至 2018 年底，公司流动资产 135.91 亿元，同比增长 22.81%，构成上来看，主要以货币资金（占 40.11%）和存货（占 39.70%）为主。

2016—2018 年，公司货币资金波动增长，三年分别为 31.34 亿元、30.71 亿元和 54.51 亿元，截至 2018 年底，同比大幅增长主要系公司经营积累以及银行借款的增加所致。公司货币资金主要由银行存款（49.43 亿元）和其他货币资金（5.00 亿元）构成，其中使用受限的货币资金 0.44 亿元，受限规模较小。

2016—2018 年，公司应收账款不断增长，年均复合增长 8.42%。截至 2018 年底，公司应

收账款 5.68 亿元，同比增长 8.01%，款项性质主要为应收货款，计提坏账准备比例为 25.51%，计提较为充足；公司按照信用风险计提坏账准备的应收状况为 5.26 亿元，其中账龄在一年以内的占 96.01%，整体账龄短；公司应收账款前五大客户余额 0.84 亿元，占应收账款余额的 11.09%，客户集中度一般。

2016—2018 年，公司其他应收款波动下降，三年分别为 4.81 亿元、7.53 亿元和 4.15 亿元。2017 年，因畜禽养殖行情低迷，养殖户陷入经营困难造成部分贷款逾期，公司下属担保公司代替养殖户偿还贷款，导致应收代垫款增加。2018 年底其他应收款同比大幅下降，主要系当期核销 0.66 亿元以及累计坏账准备计提金额提升至 4.72 亿元（计提比例为 53.23%）所致；截至 2018 年底其他应收款余额 8.88 亿元，性质主要为代垫款及暂借款，前五大客户余额 1.26 亿元，占其他应收款余额的 14.14%，集中度一般。

表 15 截至 2018 年底公司其他应收款前五大客户
(单位：亿元)

客户名称	期末余额	款项性质
青岛柳青畜禽养殖专业合作社	0.35	暂借款
广州谷旺饲料有限公司	0.29	暂借款
武乡县绿农农牧科技有限公司养殖分公司	0.21	暂借款
九寨沟高原食品有限公司	0.21	暂借款
安徽新桥羽绒有限公司	0.20	暂借款
合计	1.26	--

资料来源：公司年报

2016—2018 年，公司存货规模大且逐年增长，年均复合增长 12.25%。截至 2018 年底，公司存货 53.95 亿元，同比增长 5.55%，主要系 2016 年以来公司在建的养殖板块产能释放，生猪和肉鸡存栏量增加所致，构成主要由原材料（25.91 亿元）、库存商品（12.06 亿元）和消耗性生物资产（13.89 亿元）构成；其中消耗性生物资产未计提跌价准备，存在一定存货减值风险。

2016—2018 年，公司其他流动资产波动增

长，三年分别为 4.06 亿元、11.77 亿元和 5.43 亿元，主要为理财产品，2018 年底同比大幅下降，主要系理财产品赎回所致。

截至 2018 年底，公司新增划分为持有待售资产 6.48 亿元，为公司预计出售的美国蓝星贸易集团有限公司（简称“美国蓝星”）的股权。2019 年 1 月，公司将持有美国蓝星全部股权（21%）出售给美国蓝星第一大股东安德森斯有限公司，交易方式为“现金+股票+运营资金分配”，公司收回现金 0.567 亿美元，并获取安德森斯有限公司 1219704 股股票（折算价格为 0.415 亿美元），以及约 0.1 亿美元的运营资金分配。美国蓝星主要从事饲料原材料贸易业务，公司与其业务规模很小，此次股权出售不会对公司经营造成重大影响。

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 343.53 亿元，同比增长 9.46%，主要由长期股权投资（187.28 亿元）、在建工程（25.62 亿元）和固定资产（87.50 亿元）为主。

2016—2018 年，公司长期股权投资规模大且逐年增长，年均复合增长 8.77%。截至 2018 年底，公司长期股权投资为 187.28 亿元，同比增长 6.14%，增长主要来自于公司对民生银行的股权投资增值；其中民生银行股权期末账面价值 176.10 亿元。截至 2019 年 6 月底，公司对民生银行持股 4.18%，无质押，为民生银行第五大股东。2018 年公司确认长期股权投资投资收益 21.02 亿元。

2016—2018 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 8.05%，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同比小幅增长至 87.50 亿元，主要为当期在建工程建成转入所致；公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 61.94%）、机器设备（占 34.83%）和运输设备（占 2.34%）构成，共计提累计折旧

47.75 亿元，计提减值准备 0.51 亿元。

2016—2018 年，公司在建工程大幅增长，年均复合增长 74.01%，截至 2018 年底，在建工程同比大幅增长至 25.62 亿元，主要为养殖基地改扩建工程。

2016—2018 年，公司无形资产小幅波动，年均复合增长 6.23%，截至 2018 年底为 13.91 亿元，主要为土地使用权；同期，公司商誉年均复合增长 19.83%，截至 2018 年底为 8.65 亿元，同比变化不大，主要包括成都世纪投资有限公司（3.99 亿元）和杨凌本香农业产业集团有限公司（2.81 亿元）的商誉，公司共计提商誉减值准备 0.22 亿元。2016—2018 年，公司生产性生物资产逐年小幅增长至 5.18 亿元，主要是养殖业务的种猪种禽；其他非流动资产为逐年下降，截至 2018 年底为 7.82 亿元，包括待抵扣增值税进项税和预付长期资产款项。

截至 2018 年底，公司使用受限的资产合计 1.81 亿元，受限比例很低。

截至 2019 年 6 月底，公司资产总额 519.30 亿元，较 2018 年底增长 8.31%。流动资产中，货币资金较 2018 年底下降 31.78%，主要系偿还债务及用于固定资产投入所致，其中使用受限的货币资金 0.80 亿元，受限比例低；公司在饲料销售上给予客户一定的赊销额度并在年底一次性收回欠款，导致应收账款较上年底增长至 11.40 亿元；公司其他流动资产较上年底下降 64.57% 至 1.92 亿元，主要系收回理财产品及利息所致。非流动资产中，固定资产及在建工程科目均较年底有所增长，分别增至 99.70 亿元和 33.66 亿元，主要系公司持续投入养殖基地的改扩建工程所致；公司新增对广东希望壹号股权投资合伙企业（有限合伙）投资 2.50 亿元和追加对北京美好美得灵食品有限公司投资 0.26 亿元，同时对民生银行的投资较 2018 年底增加 7.21 亿元，共同导致公司长期股权投资增至 198.07 亿元；可供出售金融资产划分至其他权益工具投资科目，并新增 2.28 亿元，主要为公司处置美国蓝星股权置换增加的安德森斯股权所致；其

他科目变动不大。

总体看，公司资产规模持续增长，资产结构始终以非流动资产为主。流动资产中，货币资金较为充足，存货占比较大，但存货周转率保持良好，能够保证公司的流动性；非流动资产中，长期股权投资占比较高，且能为公司带来持续稳定的高额投资收益，公司整体资产质量和流动性较好。

3. 负债及所有者权益

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，同比增长 4.20%，主要来自未分配利润和盈余公积增长的推动，所有者权益主要由实收资本（占 19.54%）、资本公积（占 10.67%）、盈余公积（占 10.21%）和未分配利润（占 60.24%）构成，其中公司权益中库存股 1.36 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司未分配利润增长至 144.12 亿元，推动所有者权益合计增长至 287.32 亿元；库存股增至 5.59 亿元；其余科目较上年底变化不大。

近年来，公司所有者权益规模保持增长，但未分配利润占比高，所有者权益稳定性较弱。

负债

2016—2018 年，公司负债规模快速增长，年均复合增长 31.95%。截至 2018 年底，公司负债合计 206.08 亿元，同比增长 27.08%；其中流动负债占 89.59%，流动负债占比有所增加。

2016—2018 年，公司流动负债快速增长，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 184.63 亿元，同比大幅增长 39.01%，主要由短期借款（占 44.80%）、其他应付款（占 10.68%）、一年内到期的非流动负债（占 10.85%）和应付账款（占 20.21%）构成。

2016—2018 年，公司短期借款快速增长，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 2018 年底，公司短期借款 82.71 亿元，同比增长 34.92%，主要系公司养殖基地等固定资产投资拉动，短期借款中主要包括保证借款 13.51 亿元、信用借款 44.13 亿元和票据贴现借款 23.45 亿元。

2016—2018 年，公司应付票据三年分别为 1.15 亿元、1.54 亿元和 5.69 亿元，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。

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，同比增长 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，公司其他应付款波动增长，三年分别为 15.98 亿元、20.94 亿元和 19.71 亿元，增长主要系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，公司其他应付款构成上主要包括暂借款 4.97 亿元、各种暂收押金及保证金 11.96 亿元和预提费用 1.22 亿元等；账龄分布以一年以内（占 43.78%）和一至两年（占 50.92%）为主，整体账龄较短；应付单位较为分散。

2016—2018 年，公司一年内到期的非流动负债波动增长，三年分别为 7.09 亿元、1.83 亿元和 20.04 亿元。截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为将于 2019 年 9 月到期兑付的“16 希望六和 MTN001”（20.00 亿元）。

2016—2018 年，公司非流动负债逐年下降，年均复合下降 16.54%。截至 2018 年底，公司非流动负债为 21.46 亿元，同比下降 26.91%，主要系“16 希望六和 MTN001”由应付债券调整至一年内到期的非流动负债核算所致；公司非流动负债主要包括长期借款（占 84.98%）和递延收益（占 13.40%）。

2016—2018 年，公司长期借款波动增长，

年均复合增长 46.77%。截至 2018 年底，公司长期借款同比大幅增长至 18.23 亿元，主要系为满足投资需求，信用借款大幅增长所致；公司长期借款主要由保证借款（占 22.59%）和信用借款（占 76.24%）构成。

截至 2019 年 6 月底，公司负债总额较 2018 年底增长 12.57%至 231.98 亿元。其中短期借款较上年底增长 11.46%至 92.19 亿元；预收款项较上年底增长 62.42%至 12.76 亿元，系子公司预收的销售饲料款增加所致；其他应付款较上年底增长 31.74%至 25.97 亿元，系公司收到养殖户保证金增加所致；长期借款较上年底下降 14.89%至 15.52 亿元，系部分即将于一年内到期转入流动负债核算所致；负债类其他科目较 2018 年底变动不大。

2016—2018 年，公司有息债务规模快速增长，三年分别为 57.54 亿元、90.82 亿元和 127.09 亿元。截至 2018 年底，公司有息债务规模同比大幅增长 39.94%，主要源于短期债务的增长；截至 2018 年底，公司短期债务占 85.53%，同比增加 14.31 个百分点，公司有息债务主要由短期债务构成。截至 2019 年 6 月底，公司有息债务继续增长至 138.68 亿元，其中短期债务占比较上年底增加 3.19 个百分点至 88.72%。

2016—2018 年，公司资产负债率和全部债务资本化比率均持续增长，三年加权平均值分别为 39.28%和 27.26%，截至 2018 年底分别为 42.98%和 31.74%；同期，公司长期债务资本化比率逐年下降，三年加权平均值为 7.88%，截至 2018 年底为 6.30%。截至 2019 年 6 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率均较上年底小幅增至 44.67%和 32.55%，长期债务资本化率则降至 5.16%。

总体看，近年来公司债务规模受经营规模扩大而快速增长，但整体债务负担较为适宜，短期债务占比快速提升，债务结构有待调整且存在一定集中偿付压力。

4. 盈利能力

2016—2018 年，得益于业务规模扩大，饲料、猪产业和禽产业收入均不同程度增长，公司营业收入逐年增长，年均复合增长 6.51%。2018 年，公司实现营业收入 690.63 亿元。近三年，公司期间费用年均复合增长 10.62%，2018 年为 41.35 亿元，占营业收入比重为 5.99%，同比略有下降，构成上以管理费用和销售费用为主。

非经常性损益方面，公司持有的民生银行股权产生的投资收益对公司利润贡献较大。2016—2018 年，公司投资收益分别为 20.91 亿元、22.14 亿元和 21.82 亿元；其他收益和营业外收入主要为公司收到的各类政府补助，近三年合计分别为 2.25 亿元、1.18 亿元和 1.53 亿元。

2016—2018 年，公司资产减值损失分别为 2.16 亿元、1.54 亿元和 6.98 亿元，其中 2018 年资产减值损失主要为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 3.91 亿元和受中美贸易摩擦导致美国蓝星的业绩下滑对其计提长期股权投资减值损失 2.24 亿元。

从盈利指标看，2016—2018 年，公司营业利润率分别为 7.82%、7.94%和 8.53%，盈利能力逐年提升；随债务规模的增加，总资本收益率分别为 10.76%、9.18%和 7.90%，呈下降趋势；净资产收益率分别为 12.26%、11.18%和 9.96%，近三年有所下降。

2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 352.94 亿元，同比增长 11.54%，期间费用 22.20 亿元，占营业收入比重为 6.29%，同比略增。非经常性损益方面，公司实现投资收益 14.10 亿元，主要来自持有民生银行股票确认的投资收益，其他收益和营业外收入合计 0.56 亿元，资产处置收益 -0.38 亿元。2019 年 1—6 月，公司实现利润总额 22.34 亿元，同比增长 46.59%。

整体看，近年来公司营业收入保持增长，2018 年利润总额受资产减值损失影响小幅下降，投资收益对利润总额贡献大，且稳定性强，

公司整体盈利能力良好。

5. 现金流

从经营活动来看, 2016—2018 年, 随公司营业收入的增长, 销售商品、提供劳务收到的现金及经营活动现金流入均不断增长, 年均复合增长率分别为 5.91% 和 6.17%, 2018 年分别为 718.49 亿元和 728.32 亿元; 公司购买商品、接受劳务支付的现金和经营活动现金流出均呈不断增长趋势, 年均复合增长率分别为 5.50% 和 6.30%, 2018 年分别为 621.47 亿元和 694.95 亿元; 公司收到其他与经营有关的现金主要为暂收款、补贴款、代扣款和银行存款利息收入, 2018 年为 9.49 亿元, 公司支付其他与经营有关的现金主要为销售费用、管理费用、支付的各种暂借款, 2018 年为 23.81 亿元。近三年, 公司经营活动现金流量净额有所波动, 分别为 31.11 亿元、27.12 亿元和 33.37 亿元。从收入质量指标看, 近三年公司现金收入比分别为 105.21%、102.72% 和 104.03%, 公司收入实现质量良好。

从投资活动来看, 2016—2018 年, 公司投资活动现金流入呈波动下降趋势, 三年分别为 27.52 亿元、13.40 亿元和 19.88 亿元, 主要由收回投资收到的现金为主; 公司投资活动现金流出逐年增长, 三年分别为 32.91 亿元、38.97 亿元和 43.80 亿元, 主要由购建固定资产、无形资产等支付的现金构成; 近三年公司投资活动产生的现金流量净额分别为 -5.39 亿元、-25.57 亿元和 -23.92 亿元, 随在建项目持续投入, 公司投资活动产生的现金净流出规模快速增长。

从筹资活动来看, 2016—2018 年, 公司筹资活动现金流入快速增长, 分别为 72.99 亿元、72.01 亿元和 117.94 亿元, 主要由取得借款收到的现金构成; 筹资活动现金流出有所波动, 三年分别为 104.76 亿元、73.67 亿元和 103.91 亿元, 以偿还债务支付的现金为主; 近三年, 公司筹资活动产生的现金流量净额分别为

-31.77 亿元、-1.67 亿元和 14.03 亿元。

2019 年 1—6 月, 公司经营活动产生的现金流量净额 5.44 亿元, 同比大幅下降 56.12%, 主要系生产经营规模扩大, 购买消耗性生物资产产生的经营活动现金流出增加所致; 投资活动产生的现金流量净额为 -22.29 亿元, 同比流出规模大幅扩大, 主要系公司在猪产业板块固定资产投资增加所致; 筹资活动产生的现金流量净额为 -0.45 亿元, 主要系公司偿还借款规模增加同时借款规模下降所致。

总体看, 近年来公司收入实现质量良好; 经营活动产生的现金流量净额基本可以满足公司的投资需求; 考虑到公司在建项目计划投资规模较大, 公司仍存在一定对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看, 2016—2018 年, 公司流动比率和速动比率均呈下降趋势, 三年均值分别为 82.76% 和 46.83%。截至 2018 年底公司流动比率与速动比率分别为 73.61% 和 44.39%。截至 2019 年 6 月底, 上述指标继续下降至 66.20% 和 32.49%。2016—2018 年, 公司经营现金流动负债比分别为 35.53%、20.42% 和 18.07%。总体看, 近年来, 公司流动负债增长较快, 短期偿债能力有所下降。

从长期偿债指标看, 2016—2018 年, 公司 EBITDA 分别为 44.90 亿元、47.64 亿元和 46.02 亿元; 受借款规模扩大、利息支出增加的影响, 公司 EBITDA 利息倍数分别为 18.70 倍、15.31 倍和 10.03 倍; 全部债务/EBITDA 分别为 1.28 倍、1.91 倍和 2.76 倍, 呈增长趋势。总体看, 公司长期偿债能力有所弱化, 但仍处于较好水平。

截至 2019 年 6 月底, 公司获得的银行授信总额为 493.72 亿元, 尚未使用额度为 356.50 亿元, 公司间接融资渠道畅通。公司为 A 股上市公司, 具有直接融资渠道。

截至 2019 年 6 月底, 公司对外担保 204.00 万元, 全部为对个人担保, 截至目前未发生逾

期。公司为进一步推进“饲料—养殖—屠宰—肉制品加工”的产业一体化经营，在特定片区针对与公司保持良好合作关系的养殖场（户）或经销商，在其资金周转紧张的情况下，公司为其购买饲料向银行借款提供一定担保，对外担保规模单笔及合计规模均较小，或有负债风险不大。

7. 公司本部财务分析

截至 2018 年底，公司本部资产总额 281.80 亿元，其中流动资产 188.68 亿元，占 66.96%，非流动资产 93.12 亿元，占 33.04%，构成以流动资产为主。公司本部流动资产主要以 139.22 亿元的其他应收款为主，主要为与子公司往来款，货币资金 37.82 亿元；非流动资产主要由 90.41 亿元的长期股权投资构成，主要为对子公司的投资。

负债方面，截至 2018 年底，公司本部负债总额 158.36 亿元，以流动负债为主（占 91.84%），主要科目包括其他应付款 98.49 亿元、短期借款 26.02 亿元、一年内到期的非流动负债 19.98 亿元和长期借款 12.90 亿元。公司本部全部债务 58.90 亿元，其中短期债务占 78.10%。截至 2018 年底，公司本部资产负债率为 56.20%，全部债务资本化比率为 32.30%。所有者权益方面，截至 2018 年底，公司本部权益总额 123.44 亿元，其中实收资本 42.16 亿元，资本公积 48.52 亿元（包括库存股 1.36 亿元），未分配利润 24.53 亿元，权益结构稳定性一般。

盈利能力方面，2018 年，公司本部实现营业收入 5.53 亿元，主要为饲料收入。期间费用 0.80 亿元（财务费用-1.52 亿元），投资收益 10.60 亿元（2017 年为 22.20 亿元），主要来自各子公司分红，2018 年公司本部实现利润总额 10.55 亿元，主要来自投资收益的贡献。

现金流方面，2018 年公司本部经营活动现金流入主要为销售商品、提供劳务收到的现金 5.56 亿元；经营活动现金流出主要为购买商品、接受劳务支付的现金 4.89 亿元，公司本部经营

活动产生的现金流量净额为 2.10 亿元，为近三年净流入规模最大。投资活动方面，公司本部投资活动现金流量净额为 10.40 亿元，主要以收到和支付其他与投资活动有关的现金为主，分别为 55.88 亿元和 62.89 亿元，主要为收到和支付内部归集资金的现金。筹资活动产生的现金流量主要由取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金为主，分别为 47.22 亿元和 31.35 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 5.89 亿元。

总体看，公司本部流动资产以应收往来款为主，对资金形成一定占用；有息债务中短期债务占比高，债务结构有待改善；所有者权益中未分配利润占比高，权益稳定性一般；本部利润主要来自于稳定性较好的投资收益。

九、本期中期票据偿还能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 20 亿元，为 2019 年 6 月底全部债务的 14.42%，为长期债务的 127.88%，本期中期票据的发行对公司债务负担和债务结构有一定影响。

截至 2019 年 6 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 44.67%、32.55%和 5.16%，以此财务指标为基础，预计本期中期票据发行后，上述三项指标将分别上升至 46.72%、35.58%和 11.03%。考虑到本期中期票据募集资金将部分用于偿还银行借款，实际发行后公司债务指标将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据拟发行额度的 1.56 倍、1.36 倍和 1.67 倍；公司 EBITDA 分别为 44.90 亿元、47.64 亿元和 46.02 亿元，分别为本期中期票据发行规模的 2.25 倍、2.38 倍和 2.30 倍。

整体看，公司经营性现金流情况良好，经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期中期票

据的保障能力强。

十、结论

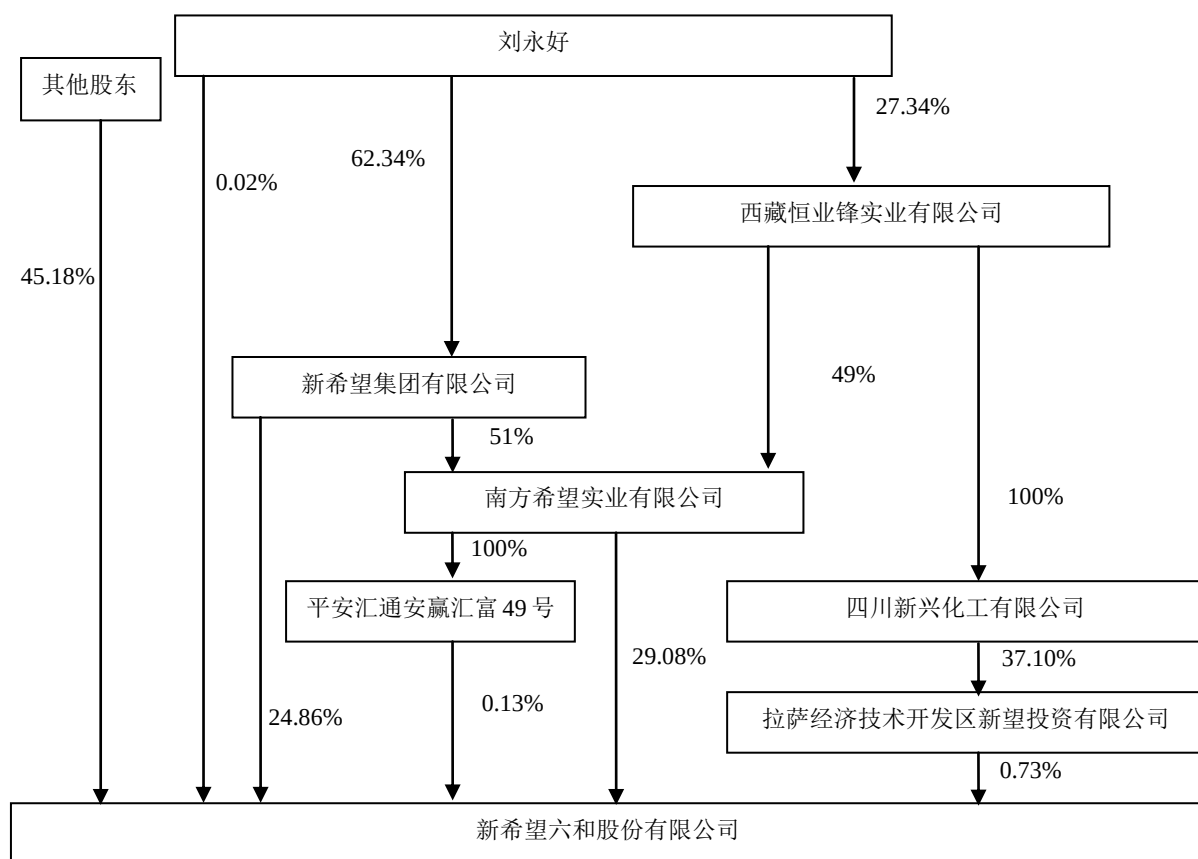
公司所处农牧业是国民经济的重要组成部分。随着城镇化进程的加快和人民生活水平的提高，农牧业的整体发展前景向好。公司作为国内农牧行业龙头企业之一，在行业地位、产能规模、品牌知名度、技术水平、渠道建设和产业链一体化布局等方面具有很强的竞争优势。近年来，公司资产规模和收入规模逐年提升，所持民生银行股份能够为公司贡献稳定的投资收益，整体盈利能力良好。同时，公司所处行业周期性较强，生猪养殖行业波动性大。公司持续加大生猪养殖产能布局，相关资本支出推升了公司的债务规模，债务负担有所加重；公司未来在建项目支出规模较大，存在一定资本支出压力。

本期中期票据募集资金拟部分用于偿还银行借款，发行后对公司现有债务负担有一定影响。公司经营活动现金流量净额和EBITDA对本期中期票据的保障能力强。

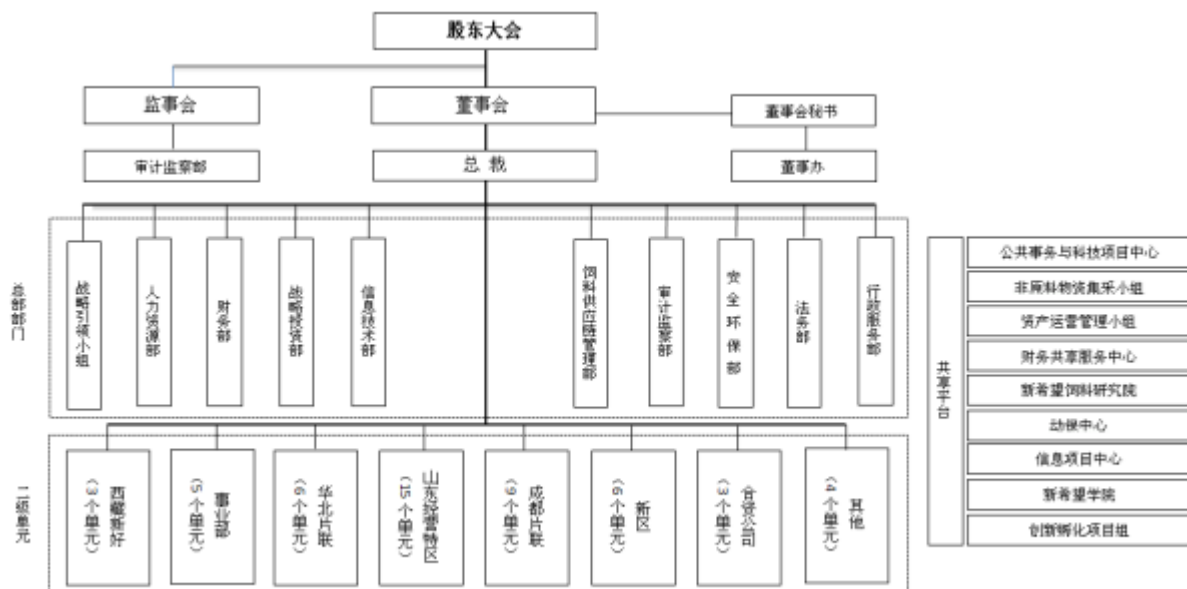
公司计划逐步落实“做强饲料、做大养猪、做精肉禽、做优食品、做深海外”的战略发展规划。未来，随着生猪养殖行业景气度不断回升，公司生猪养殖业务产能充分释放，规模效应逐步显现，公司盈利能力有望进一步提升。目前，国内疫情蔓延下农牧业面临部分工厂暂缓开工、物资运输受阻、原材料成本上升等不利因素，短期内存在一定经营压力。为应对上述情况，公司出台多项政策积极加强疫情防控，有序安排复工复产，联合资信将持续关注公司经营变动情况。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿债能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，本期中期票据的偿还能力极强，违约风险极低。

附件 1-1 截至 2019 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 6 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2019 年 6 月底公司主要子公司情况

子公司名称	主要经营地	注册地	业务性质	持股比例		取得方式
				直接	间接	
山东新希望六和集团有限公司	山东青岛	山东青岛	饲料、兽药	100.00%		同一控制下企业合并
新希望六和饲料股份有限公司	山东青岛	山东青岛	饲料生产、销售	24.00%	76.00%	同一控制下企业合并
四川新希望六和农牧有限公司	四川新津	四川新津	饲料销售、投资	100.00%		同一控制下企业合并
新希望新加坡私人有限公司	新加坡	新加坡	贸易、投资	100.00%		投资设立
新希望国际控股（私人）有限公司	新加坡	新加坡	贸易、投资	100.00%		投资设立
西藏新好科技有限公司	西藏拉萨	西藏拉萨	畜养殖、投资	100.00%		投资设立
新希望六和食品控股有限公司	四川成都	西藏拉萨	投资、研发	100.00%		投资设立
杨凌本香农业产业集团有限公司	陕西杨陵区	陕西杨陵区	畜养殖、屠宰	70.00%		非同一控制下企业合并
广汉国雄饲料有限公司	四川广汉	四川广汉	饲料生产、销售	100.00%		投资设立
峨眉山新希望六和饲料有限公司	四川峨眉山	四川峨眉山	饲料生产、销售	100.00%		投资设立
广元新希望六和农牧科技有限公司	四川广元	四川广元	畜养殖	100.00%		投资设立
绵阳新希望六和农牧科技有限公司	四川绵阳	四川绵阳	饲料生产、销售	100.00%		投资设立
重庆铜梁新希望六和农牧科技有限公司	重庆铜梁	重庆铜梁	饲料生产、销售	100.00%		投资设立
武隆新希望六和饲料有限公司	重庆武隆	重庆武隆	饲料生产、销售	100.00%		投资设立
昆明新希望农业科技有限公司	云南昆明	云南昆明	饲料生产、销售	100.00%		投资设立
曲靖国雄饲料有限公司	云南曲靖	云南曲靖	饲料生产、销售	90.00%	10.00%	同一控制下企业合并
芒市新希望农牧科技有限公司	云南德宏州	云南德宏州	饲料生产、销售	100.00%		投资设立
昆明新希望动物营养食品有限公司	云南昆明	云南昆明	饲料生产、销售	100.00%		投资设立
遵义嘉好饲料有限公司	贵州遵义	贵州遵义	饲料生产、销售	100.00%		同一控制下企业合并
遵义新希望六和农业科技有限公司	贵州遵义	贵州遵义	饲料生产、销售	100.00%		投资设立
海南新希望农业有限公司	海南海口	海南海口	畜养殖	70.00%	30.00%	投资设立
泰州新希望农业有限公司	江苏泰州	江苏泰州	饲料生产、销售	100.00%		投资设立
拉萨新希望实业有限公司	西藏拉萨	西藏拉萨	饲料生产、销售	55.00%		投资设立
北京新希望农牧科技有限公司	北京市	北京市	饲料生产、销售	75.00%	25.00%	投资设立
河北新希望饲料有限公司	河北辛集	河北辛集	饲料生产、销售	100.00%		投资设立
宝鸡新希望农牧有限公司	陕西扶风	陕西扶风	饲料生产、销售	100.00%		投资设立
三原新希望饲料有限公司	陕西三原	陕西三原	饲料生产、销售	100.00%		投资设立
梧州新希望六和饲料有限公司	广西梧州	广西梧州	饲料生产、销售	100.00%		投资设立
广西新希望六和养殖有限公司	广西南宁	广西南宁	畜养殖	100.00%		投资设立
阳江新希望六和饲料有限公司	广东阳江	广东阳江	饲料生产、销售	100.00%		投资设立
永州新希望六和饲料有限公司	湖南永州	湖南永州	饲料生产、销售	100.00%		投资设立
怀化新希望六和饲料有限公司	湖南怀化	湖南怀化	饲料生产、销售	100.00%		投资设立
黄冈新希望饲料科技有限公司	湖北黄冈	湖北黄冈	饲料生产、销售	100.00%		投资设立
鹰潭新希望饲料有限公司	江西鹰潭	江西鹰潭	饲料生产、销售	100.00%		投资设立
宁夏新希望反刍动物营养食品有限公司	宁夏青铜峡	宁夏青铜峡	饲料生产、销售	100.00%		投资设立
襄阳新希望六和饲料有限公司	湖北襄阳	湖北襄阳	饲料生产、销售	100.00%		投资设立
广州六和饲料有限公司	广东广州	广东广州	饲料生产、销售	61.00%		投资设立

四川新乐塑胶有限公司	四川乐山	四川乐山	编织袋生产、销售	100.00%		投资设立
江苏天成保健品有限公司	江苏海安	江苏海安	添加剂生产、销售	51.00%		投资设立
北京新道路农业科技有限公司	北京市	北京市	咨询管理	100.00%		投资设立
河北新希望农牧有限公司	河北宽城	河北宽城	畜养殖	100.00%		投资设立
云南新希望六和禽业有限公司	云南昆明	云南昆明	畜养殖	100.00%		投资设立
西藏林芝新希望六和养殖有限公司	西藏林芝	西藏林芝	畜养殖	60.00%		投资设立
山东禽旺养殖咨询有限公司	山东青岛	山东青岛	咨询、服务	80.00%		非同一控制下企业合并
青岛菲达客食品科技有限公司	山东青岛	山东青岛	投资	70.00%		投资设立
青岛新航工程管理有限公司	山东青岛	山东青岛	工程项目管理	100.00%		投资设立
新希望六和投资（美国）股份有限公司	美国	美国	投资	100.00%		投资设立
金橡树投资控股（天津）有限公司	天津市	天津市	贸易	100.00%		投资设立
天津鼎橙智子投资有限公司	天津市	天津市	投资	100.00%		投资设立
四川新和进出口有限公司	四川新津	四川新津	贸易	100.00%		投资设立
新希望六和投资有限公司	上海市	西藏拉萨	投资	75.00%		投资设立
三台新希望农牧融资担保有限公司	四川三台	四川三台	担保	100.00%		投资设立
成都枫澜科技有限公司	四川成都	四川成都	添加剂生产、销售	75.00%		非同一控制下企业合并
武汉六和食品有限公司	湖北孝感	湖北孝感	禽加工、销售		55.00%	投资设立
上海时和商业有限公司	上海市	上海市	批发、零售	25.00%	75.00%	投资设立

资料来源：公司 2019 年上半年财务报告

注：除上述子公司外，公司有间接控制的子公司 444 家，主要分布在国内二十多个省市及东南亚、南非等国家，经营范围包括饲料生产、养殖、屠宰等

附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	31.93	30.64	54.86	36.74
资产总额(亿元)	373.85	424.52	479.44	519.30
所有者权益(亿元)	255.49	262.35	273.36	287.32
短期债务(亿元)	29.05	64.68	108.70	123.05
长期债务(亿元)	28.50	26.14	18.39	15.64
全部债务(亿元)	57.54	90.82	127.09	138.68
营业收入(亿元)	608.80	625.67	690.63	352.94
利润总额(亿元)	32.71	32.11	29.91	22.34
EBITDA(亿元)	44.90	47.64	46.02	--
经营性净现金流(亿元)	31.11	27.12	33.37	5.44
财务指标				
销售债权周转次数(次)	228.07	114.54	116.04	--
存货周转次数(次)	26.17	12.24	12.00	--
总资产周转次数(次)	3.26	1.57	1.53	--
现金收入比(%)	105.21	102.72	104.03	103.09
营业利润率(%)	7.82	7.94	8.53	9.12
总资本收益率(%)	10.76	9.18	7.90	--
净资产收益率(%)	12.26	11.18	9.96	--
长期债务资本化比率(%)	10.04	9.06	6.30	5.16
全部债务资本化比率(%)	18.38	25.72	31.74	32.55
资产负债率(%)	31.66	38.20	42.98	44.67
流动比率(%)	104.81	83.32	73.61	66.20
速动比率(%)	55.91	44.84	44.39	32.49
经营现金流动负债比(%)	35.53	20.42	18.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.28	1.91	2.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	18.70	15.31	10.03	--

注：2019 年半年度财务数据未经审计；现金类资产已扣除使用受限的货币资金；短期债务包含其他流动负债中的有息债务；长期债务包含长期应付款中的有息债务

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	14.41	19.31	37.83	19.28
资产总额(亿元)	194.79	230.57	281.80	290.77
所有者权益(亿元)	117.27	120.67	123.44	118.17
短期债务(亿元)	5.50	21.04	46.00	55.91
长期债务(亿元)	22.47	21.97	12.90	9.70
全部债务(亿元)	27.97	43.02	58.90	65.61
营业收入(亿元)	4.77	4.40	5.53	3.31
利润总额(亿元)	25.01	20.71	10.55	0.21
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	0.20	0.97	2.10	-0.58
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	135.31	157.96	--
存货周转次数(次)	19.51	14.45	16.38	--
总资产周转次数(次)	0.03	0.02	0.02	--
现金收入比(%)	100.94	102.63	100.49	98.81
营业利润率(%)	9.37	8.12	11.79	8.22
总资本收益率(%)	17.28	12.65	5.73	--
净资产收益率(%)	21.40	17.16	8.47	--
长期债务资本化比率(%)	16.08	15.41	9.46	7.59
全部债务资本化比率(%)	19.26	26.28	32.30	35.70
资产负债率(%)	39.80	47.66	56.20	59.36
流动比率(%)	193.68	152.17	129.74	121.17
速动比率(%)	193.22	151.83	129.54	121.02
经营现金流动负债比(%)	0.37	1.10	1.45	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：2019 年上半年财务数据未经审计

附件 4 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = $[(\text{本期} / \text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
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%

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 5-1 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成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。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 5-2 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 5-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 新希望六和股份有限公司 2020 年度第一期中期票据（疫情防控债）的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

新希望六和股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

新希望六和股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对新希望六和股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，新希望六和股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注新希望六和股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现新希望六和股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对新希望六和股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如新希望六和股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对新希望六和股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与新希望六和股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。