信用等级公告

联合〔2020〕1305 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，维持“20 希望六和（疫情防控债）MTN001”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

二〇二〇年六月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

新希望六和股份有限公司 2020 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
新希望六和股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
20 希望六和(疫情防控债)MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债券概况：

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	2023/3/9

评级时间：2020 年 6 月 12 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	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	2
			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	2
		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

跟踪期内，新希望六和股份有限公司（以下简称“公司”或“新希望”）整体经营情况良好，其中饲料业务、禽产业和食品业务销售收入均保持稳定增长；猪产业的产能和产销量均大幅增长，受猪周期处于高位和非洲猪瘟影响，猪产业销售价格大幅提高。此外，公司资产规模和盈利规模也大幅增长，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的稳定的投资收益仍对公司利润形成良好支撑。同时，联合资信评估有限公司（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、在建工程尚需投入规模较大可能带动债务规模进一步扩张等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司拟非公开发行募集资金 40.00 亿元用于生猪养殖产能布局及补充流动资金，发行成功后公司经营规模和资本实力有望进一步提升。公司持续加大生猪养殖产能布局，未来随着生猪养殖业务产能的充分释放和公司“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”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1．**公司保持领先的行业地位。**公司饲料销量位居中国第一、全球第三，饲料生产销售覆盖了全国 25 个省、市、自治区。跟踪期内，公司作为中国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保持很强的竞争优势。

分析师：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．**跟踪期内，公司各板块收入规模提升，盈利水平良好**。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，结合生猪养殖行业的高景气度，公司经营规模不断提升，盈利水平良好。

3．**公司财务状况良好。**跟踪期内，公司资产和净资产规模均保持增长，经营活动现金流状况良好，利润规模大幅增长。

4．**公司持有优质股权未质押，形成的投资收益持续对其整体利润形成良好支撑。**公司持有中国民生银行股份有限公司 18.28 亿股股权，其投资收益对公司利润总额贡献大且稳定性较好，对公司利润形成良好支撑。

5．**公司拟面向控股股东非公开发行募集资金。**公司拟非公开发行募集资金 40.00 亿元用于生猪养殖产能布局及补充流动资金，发行成功后公司经营规模和资本实力有望进一步提升，联合资信将持续关注该事项进展情况。

关注

1．**公司所处行业面临着上下游价格不稳定、疫病等多种风险。**公司所处行业上游原材料价格不稳定，下游畜、禽产品价格容易发生周期性波动，生产流通过程中还面临疫病、食品安全等风险。

2．**公司在建项目投入较大，面临一定的资金支出压力。**截至 2020 年 3 月底，公司主要在建工程未来尚需投资 53.64 亿元，而且在建工程能否取得预期投资回报存在一定不确定性。

3．**公司债务规模增长快，且债务结构有待调整。**随猪产业持续扩产投入，公司债务规模增长快，截至 2019 年底，公司全部债务 199.83 亿元，较上年底增长 57.43%；其中短期债务占比为 75.18%。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务规模进一步增长 46.76%至 293.27 亿元。

4．**公司拓展以饲料及配套业务为主的海外业务，面临一定境外经营风险和汇率波动风险。**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。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	30.64	54.40	57.61	103.35
资产总额(亿元)	424.52	479.44	642.18	777.89
所有者权益(亿元)	262.35	273.36	326.50	356.47
短期债务(亿元)	64.68	108.54	150.23	151.21
长期债务(亿元)	26.14	18.39	49.60	142.06
全部债务(亿元)	90.82	126.93	199.83	293.27
营业收入(亿元)	625.67	690.63	820.51	205.68
利润总额(亿元)	32.11	29.91	64.31	20.83
EBITDA(亿元)	47.64	46.02	83.13	--
经营性净现金流(亿元)	27.12	33.37	44.37	1.58
营业利润率(%)	7.94	8.53	11.89	14.55
净资产收益率(%)	11.18	9.96	18.93	--
资产负债率(%)	38.20	42.98	49.16	51.31
全部债务资本化比率(%)	25.72	31.71	37.97	45.14
流动比率(%)	83.32	73.61	65.58	100.83
经营现金流动负债比(%)	20.42	18.07	16.94	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.91	2.76	2.40	--
EBITDA 利息倍数(倍)	15.31	10.03	14.79	--

公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	230.57	281.80	372.11	487.96
所有者权益（亿元）	120.67	123.44	119.74	127.66
全部债务(亿元)	43.02	58.90	74.07	138.47
营业收入(亿元)	4.40	5.53	7.56	1.37
利润总额(亿元)	20.71	10.55	2.06	-0.25
资产负债率（%）	47.66	56.20	67.82	73.84
全部债务资本化比率(%)	26.28	32.30	38.22	52.03
流动比率（%）	152.17	129.74	121.70	144.96
经营现金流动负债比(%)	1.10	1.45	0.36	--

注：公司 2020 年 1—3 月财务报表未经审计；合并口径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和其他应付款中的有息债务；合并口径长期债务包含长期应付款中的有息债务；2020 年 3 月底所有者权益中包含 8.08 亿元其他权益工具

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
20 希望六和(疫情防控债)MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/2/26	谭心远 郭察理 邢霖雪	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）	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 2020 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”）的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、主体概况

公司原名为四川新希望农业股份有限公司，经四川省人民政府川府函〔1997〕260 号文批准，于 1998 年 3 月由原绵阳希望饲料有限公司整体变更成立，成立时注册资本为 14,002.00 万元。1998 年 3 月 11 日和 9 月 15 日，公司向社会公众公开发行的公众股 3,600.00 万股和向内部职工发行的内部职工股 400.00 万股，并在深圳证券交易所上市交易，股票简称“新希望”，股票代码“000876.SZ”。2011 年 12 月，公司变更为现名。后历经多次股权转让及增资，截至 2019 年底，公司注册资本为 421601.50 万元，其中新希望集团有限公司（以下简称“新希望集团”）直接持股 24.86%股份，通过南方希望实业有限公司（以下简称“南方希望”）间接持有公司 29.21%股份，合计持有公司 54.07%股份，为公司控股股东；刘永好先生为公司实际控制人。截至 2019 年底，公司实际控制人刘永好先生所持公司股份不存在质押情况。

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 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司共 573 家，在职员工共计 7.06 万人。

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 642.18 亿元，所有者权益合计 326.50 亿元（含少数股东权益 65.88 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 820.51 亿元，利润总额为 64.31 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 777.89 亿元，所有者权益合计 356.47 亿元（含少数股东权益 71.38 亿元）。2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 205.68 亿元，利润总额为 20.83 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、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司存续期债券为中期票据“20 希望六和（疫情防控债）MTN001”。本期中期票据发行金额为 20 亿元，其中 2 亿元用于其湖北片区 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 亿元用于偿还公司生产经营中部分银行借款。截至本报告出具日，本期中期票据募集资金已全部按其用途使用完毕，跟踪期内未到付息日。

表 1　公司存续期内债券情况（单位：亿元）

存续债券	发行金额	期末余额	起息日	到期兑付日
20 希望六和（疫情防控债）MTN001	20.00	20.00	2020/03/09	2023/03/09

资料来源：Wind

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更

趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
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，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016－2017 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
数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长

-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较上年底有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础

上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，中国消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时中国厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上

述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济分析

1. 饲料行业

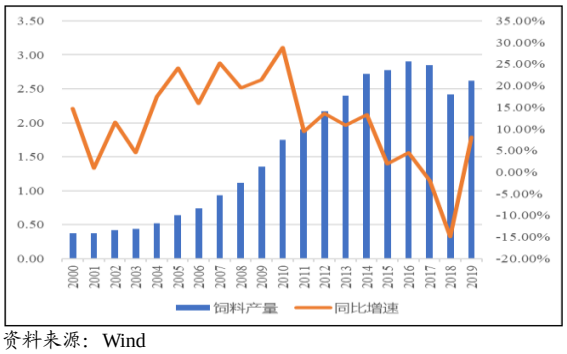
2019 年，中国饲料产量有所增长，行业政策环境良好；原材料玉米和豆粕价格全年波动较大，总体温和上涨；随着下游养殖需求回暖、新冠疫情、贸易摩擦等影响，2020 年以来玉米和豆粕价格均有上涨趋势。

（1）行业概况

经过多年跨越式发展后，自 2015 年起，中国饲料产品产量增速出现明显下降，特别是 2018 年，受生猪和禽类养殖收益下降的影响，中国饲料产量 2.42 亿吨，同比下降 14.94%。2019 年以来，随着禽饲料需求保持上升和饲料添加剂产量增加，中国饲料产量 2.62 亿吨，较上年增长 8.14%。

图 1　2000－2019 年中国饲料产量走势

（单位：亿吨、%）



资料来源：Wind

（2）行业上下游情况

①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。2017 年起，玉米价格走势进入政策改革期，玉米市场化改革进一步深入，玉米市场价格重心上移，但涨幅有限。2019 年以来，中国玉米价格震荡走高，截至 2019 年底，中国玉米批发平均价格为 2.09 元/公斤，较年初上涨 0.97%，上涨程度较为温和。但 2020 年，随着下游养殖需求回暖、中国玉米库存降至低位，后续玉米价格可能继续温和上涨。

图 2　2008 年来中国玉米批发平均价

（单位：元/公斤）



资料来源：Wind

从豆粕价格来看，豆粕的供需结构由大豆的供需结构决定。2019 年，中国进口自巴西、美国和阿根廷的大豆占中国消费量的比例分别为 53.70%、15.78%和 8.20%。截至 2019 年底，中国豆粕现货价格为 2834.50 元/吨，较年初变化不大，但全年价格波动较大。但 2020 年以来，随着新冠疫情全球在蔓延，巴西大豆和阿根廷大豆受到物流阻塞和人员不足的影响，到港情况不明朗；美国大豆供给因贸易摩擦和未至收获期尚无法预测；导致豆粕价格整体处于上升趋势。

②饲料行业下游

饲料行业下游为畜牧养殖行业，详见本报告“畜牧养殖行业”相关内容。

（3）行业政策

2019 年 3 月，农业农村部出台《关于征求<药物饲料添加剂退出计划（征求意见稿）>意见的函》，提出实施药物饲料添加剂退出计划，要求自 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。

2. 畜牧养殖行业

2019 年，中国肉类产量整体呈下降趋势。猪价快速上涨，进入景气度上行周期。

（1）行业概况

受 2019 年生猪存栏较少、猪肉产量下降影响，中国肉类产量整体呈下降趋势。2017－2019 年，中国肉类产量分别为 0.87 亿吨、0.86 亿吨和 0.76 亿吨，年均复合下降 5.99%；同比增速分别为 0.30%、-0.34%和-11.31%。

从畜禽产品的产量上来看，猪肉产量稳居各畜产品之首，为养殖业的主要产品，2019 年猪肉产量为 4255.00 万吨，较上年下降 21.26%，主要系猪周期下行阶段能繁母猪存栏降至历史低点、环保因素以及非洲猪瘟影响复产等因素综合影响所致。排名其后的奶类和禽蛋产量均较上年有所增长。鸡肉产量方面，2019 年鸡肉产量为 1380.00 万吨，较上年增长 17.95%，主要系积极替代猪肉缺口所致。牛、羊肉产量方面，随着居民收入的逐步提高，牛、羊肉的需求量持续增长，带动产量稳步上升，但由于中国牛、羊现代化养殖起步较晚，产量难以大幅提高，对外依存度持续上升。

（2）生猪养殖

供给方面，从能繁母猪存栏量来看，截至 2019 年底，中国生猪出栏量 54419 万头，较上年同期下降 21.57%，主要系猪周期下行阶段能繁母猪存栏降至历史低点、环保因素以及非洲猪瘟影响复产等因素综合影响所致。短期看，能繁母猪仍处低位将造成一段时间内生猪供给不足。中长期来看，猪肉价格持续处于高位刺激了各大主体的复养扩产步伐，未来生猪供给有望进一步宽松。

需求方面，中国猪肉消费总量在 2014 年之前保持总体增长态势。2015 年，中国猪肉消费总量出现负增长，主要系人们饮食结构变化及猪肉价格提升所致。随着人均可支配收入的增加及农村人口对猪肉需求量的增长，2015 年后猪肉消费总量降幅收窄；预计未来猪肉潜在需求量将保持稳定，但不排除猪肉价格过高时，消费者转向鸡肉等替代品。

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。2018 年上半年，生猪价格到达本轮猪周期调整的最低点 10.10 元/公斤；2018 年 8 月，受非洲猪瘟突然爆发影响，主产区和主销区猪价有所分化，但仍属低迷。2019 年以来，受生猪供给短缺影响，猪肉价格直线上涨。截至 2019 年底，中国猪肉平均批发价为 43.25 元/公斤，较年初增长了 128.59%。此后，猪肉平均批发价持续位于 44 元/公斤上方。长期来看，在生猪产能进一步扩大、非洲猪瘟疫情得到有效控制后，猪价将受供给逐步宽松影响有所回落。

3. 疫情影响

疫情对贸易行业短期影响较大，中期影响平缓。随着国家和地方出台的一系列政策措施落地见效，居民消费信心逐步恢复，后期消费有望稳步回升。

2020年初，中国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，促进公众减少聚会、减少出行、居家隔离、佩戴口罩等措施。此次疫情爆发处于春节假期，对从事饲料、养殖的农牧业企业造成一定影响。疫情爆发后，公司积极沟通各级政府，协调畜禽产品、饲料原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，快速有序安排员工复工复产，助力国家生活物资保供；全区域统筹做好饲料厂的采购备料与生产供应；加强禽产业一体化内部配套，转化禽苗销售，实现养殖端与屠宰端的有机联动；动态调整食品产业策略，加大商超渠道与线上渠道销售，化危为机加快渠道升级与产业转型。

2020年3月以来，随着中国疫情防控取得

阶段性重要成效，经济社会秩序加快恢复，商贸流通复工复市持续向好，居民消费市场趋于活跃，销售企稳回升，价格稳步回落。另一方面，全球新冠肺炎疫情还在加快蔓延，对世界经济发展造成了冲击，世界贸易组织预测今年全球货物贸易下滑较大，可能对外部需求及海外产能稳定性造成一定影响。

总体看，中国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。各地各部门已经采取了一系列稳定经济发展的措施，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，帮助企业克服困难，逐步打通国际运输通道。考虑到农牧行业为民生行业，下游需求稳定，预计本次新冠疫情对农牧行业价格水平及物资供应短期有一定影响，中长期影响可控。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年底，公司注册资本为42.16亿元，新希望集团直接持股24.86%，并通过控股子公司南方希望（新希望集团持股51%）间接持有公司29.21%股份，合计持有公司54.07%股份，为公司控股股东；刘永好先生为公司实际控制人。

2. 规模与竞争力

跟踪期内，公司作为中国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保持很强的竞争优势。

行业地位方面，公司饲料加工规模优势突出，饲料销量位居中国第一、全球第三，饲料生产销售覆盖了全国25个省、市、自治区，2019年公司共销售各类饲料产品1872万吨。白羽肉禽业务方面，公司持续加快基地建设提高直供比例，商品代自养场达到57个，年出栏商品代鸡鸭规模超过7400万只。猪养殖方面，截至2019年底，公司已投入运营项目产能达1000万头，在建产能达650万头，另有已完成土地签约或储备的项目产能超4350万头。

在多年的经营中公司积累了很强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。

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中国领先水平，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，打破了国外品种的垄断局面，截至2019年底父母代种鸭存栏规模超200万只。生猪养殖方面，近年来公司PSY[1]平均值保持在24以上，处于世界领先水平。2019年，公司获得“全国农牧渔业丰收奖成果奖一等奖”“神农中华农业科技奖科学研究类成果一等奖”等省部级科技奖项2项。

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，公司推出的小酥肉产品开拓海底捞、盒马鲜生等知名餐饮终端渠道，2019年单品销售额突破1.4亿元，成为公司明星产品。在高端合作上，继续加强湾仔码头、海底捞、永辉超市、盒马鲜生等新兴渠道代表性客户的合作，面向商超、电商、新零售等新兴渠道的高毛利品类销量占比不断提升。

[1] PSY是母猪群繁殖性能常用指标，含义是“断奶仔猪数/母猪/年”。

3. 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 5 月 26 日，公司（机构信用代码：G1051070104246640Y）无未结清或已结清的不良信贷记录，历史履约情况良好。

七、管理分析

跟踪期内，公司治理层和管理层正常换届，对公司整体运营管理情况影响较小；公司主要管理制度连续，管理运作正常。

2019 年 6 月，公司召开 2019 年第一次临时股东大会，对董事会、股东代表监事进行了正常换届选举。本次换届后，董事会人数由 7 位（含 3 位独立董事）变更为 8 人（含 3 位独立董事）；其中，非独立董事中新增邓成，独立董事中温铁军和胡智变更为陈焕春和蔡曼莉。公司监事会构成无变化。公司高级管理人员中，副总裁先荣任期满离任，财务总监王述华升任副总裁并兼任原职。

公司董事、监事及高级管理人员变动较小，主要业务人员及技术人员较稳定，管理制度未发生重大变更。

表 3　2019 年公司董事及高级管理人员变动情况

分类	变更前		变更后		备注
	职务	姓名	职务	姓名	
董事会	独立董事	温铁军	独立董事	陈焕春	--
	独立董事	胡智	独立董事	蔡曼莉	--
	总裁	邓成	董事、总裁	邓成	--
高级管理人员	财务总监	王述华	副总裁、财务总监	王述华	--
	副总裁、信息总监	先荣	--	--	任期满离任

资料来源：公司年报

八、重大事项

公司拟面向控股股东新希望集团和南方希望非公开发行股票募集资金 40.00 亿元用于生猪养殖项目建设及补充流动资金，目前已获证监会受理。

2020 年 4 月 1 日，公司发布《2020 年度非公开发行股票预案》，拟面向公司控股股东新希望集团和南方希望非公开发行股票。本次非公开发行股票数量不超过 175978882 股（含本数），其中新希望集团、南方希望分别以现金认购不超过 79190497 股（含本数）、96788385 股（含本数）。本次非公开发行的定价基准日为第八届董事会第十三次会议决议公告日，拟发行价格为 22.73 元/股。本次非公开发行规模为 175978882 股，若按上限发行，发行后公司股份总数增加至 4391993891 股，其中新希望集团直接和间接合计持有不低于 2457667841 股，占公司股份总数的比例将不低于 55.96%，公司控股股东与实际控制人不变。

本次非公开发行拟募集资金总额预计不超过 40.00 亿元，扣除发行费用后，32.00 亿元将投资于生猪养殖项目，剩余部分将用于补充公司流动资金。公司于 2016 年提出加大生猪养殖业务投资力度，通过在优势区域布局聚落化养猪，内部进行饲料、养殖、屠宰的合理配套，打造一体化种养结合的现代化猪产业公司；采用合作育肥与自养育肥并重的养殖模式，以安全生产和成本优化为导向，在中国力争出栏量前三，从而有力助推生猪行业向标准化规模养殖加速发展。本次募集资金投资项目主要围绕生猪养殖业务展开，符合国家相关的产业政策以及公司的整体发展战略，是公司加快实现生猪标准化规模养殖布局的重要举措。本次非公开发行体现了控股股东对公司经营发展的有力支持，未来，募集资金到位将进一步提升公司资本实力和资产规模，有助于公司战略目标的实现。

截至本报告出具日，本次非公开发行股票相关事项已经获得公司第八届董事会第十三次会议审议通过，并获得中国证监会受理，尚需中国证监会进一步审核，能否获得核准存在不确定性，联合资信将持续关注事项进展。

九、经营分析

1. 经营概况

2019 年，得益于业务规模扩大，公司营业收入有所增长，主营业务突出；受益于猪产业板块毛利率的大幅提升，综合毛利率有所提升；公司营业收入主要来自于中国。

公司主营业务包括饲料、禽产业、猪产业和食品等。得益于业务规模扩大，2019 年，公司实现营业收入 820.51 亿元，同比增长 18.80%；实现净利润 61.81 亿元，同比增长 1.27 倍，主要系饲料、禽产业、猪产业和食品等主要板块毛利率均有所提升所致。

2019 年，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。从收入结构上看，饲料、禽产业和猪产业仍是公司收入和利润的主要来源。2019 年，饲料业务收入 424.31 亿元，同比增长 7.64%，主要系禽价高位运行引发了禽养殖产能扩张，带动公司禽料销量和售价上升所致；占营业收入的比重由上年的 57.07%下降了 5.35 个百分点至 51.72%。2019 年，禽产业收入 213.59 亿元，同比增长 14.54%，主要系鸡一体化产品的销量和售价上升所致；占营业收入的比重由上年的 27.00%下降了 0.97 个百分点至 26.03%。2019 年，猪产业收入 74.87 亿元，同比增长 1.32 倍，主要系生猪销量和售价均有所上升所致；占营业收入的比重由上年的 4.67%上升了 4.45 个百分点至 9.12%。2019 年，食品业务收入 71.49 亿元，同比增长 31.54%，主要系公司优化销售渠道后，各类深加工肉制品和预制菜销量增长所致；占营业收入的比重由上年的 7.87%上升了 0.84 个百分点至 8.71%。商贸业务主要为饲料原材料贸易，2019 年，商贸业务收入 28.53 亿元，同比增长 67.53%，主要系饲料原材料销量增加所致；占营业收入比重较小。其他业务包括饲料及养殖设备的生产销售、鸭绒等副产品的加工销售、对外担保业务等，占比较小，对营业收入影响较小。

表 4　2017－2019 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1－3 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	355.68	56.85	7.43	394.19	57.07	7.62	424.31	51.72	8.10	106.84	51.95	9.10
禽产业	170.36	27.23	6.17	186.47	27.00	8.54	213.59	26.03	10.65	44.02	21.40	10.15
猪产业	25.22	4.03	26.87	32.25	4.67	16.23	74.87	9.12	38.53	27.56	13.40	46.01
食品	57.80	9.24	9.41	54.35	7.87	12.92	71.49	8.71	13.47	21.12	10.27	13.02
商贸	11.60	1.85	3.69	17.03	2.47	7.98	28.53	3.48	5.66	5.54	2.69	9.93
其他	5.01	0.80	28.19	6.34	0.92	11.69	7.72	0.94	23.10	0.60	0.29	23.33
合计	**625.67**	**100.00**	**8.15**	**690.63**	**100.00**	**8.73**	**820.51**	**100.00**	**12.07**	**205.68**	**100.00**	**14.74**

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2019 年，饲料业务毛利率由上年的 7.62%小幅上升至 8.10%，主要系采购成本优化和生产效率提高所致。2019 年，禽产业毛利率由上年的 8.54%上升了 2.11 个百分点至 10.65%，主要系鸡一体化产品售价提高所致。2019 年，猪产业毛利率由上年的 16.23%大幅上升 22.30 个百分点至 38.53%，主要系 2019 年猪价大幅上涨所致。2019 年，食品业务毛利率由上年的 12.92%小幅上升至 13.47%，主要系公司不断推出创新产品、高毛利品类销量占比提升所致。2019 年，商贸业务毛利率由上年的 7.98%下降了 2.32 个百分点至 5.66%，主要系饲料原材料贸易价格波动所致。2019 年，其他业务毛利率由上年的 11.69%上升了 11.41 个百分点至 23.10%，主要系不同业务的收入占比变化所致。受益于

猪产业板块毛利率的大幅提升，2019 年公司综合毛利率由上年的 8.73%上升 3.34 个百分点至 12.07%。

从公司产品销售的区域分布来看，2019 年，公司销售收入仍主要来自于中国，中国销售占比由上年的90.41%小幅下降至88.92%，国外收入主要来自于印度尼西亚、越南、新加坡、菲律宾、缅甸、老挝、柬埔寨等东南亚国家。

表 5　2017－2019 年公司营业收入分布区域

（单位：亿元、%）

区域	2017 年		2018 年		2019 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
中国	571.51	91.34	624.39	90.41	729.56	88.92
国外	54.16	8.66	66.24	9.59	90.95	11.08
合计	**625.67**	**100.00**	**690.63**	**100.00**	**820.51**	**100.00**

资料来源：公司提供

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 205.68 亿元，同比增长 26.87%，综合毛利率为 14.74%，同比增加 5.43 个百分点，主要系饲料和生猪销量增加，且生猪价格较上年同期大幅上涨所致。

2. 饲料

2019 年，公司主要原材料采购量有所增长，采购价格较为稳定；采购集中度不高，不存在对单一供应商依赖。公司饲料生产规模较大，产能利用率处于行业较好水平。公司饲料销售仍以经销为主；占比较大的禽饲料销量和均价均有所增长，其余主要饲料品种的销量与价格较为稳定；公司产销率保持在较高水平，客户集中度仍很低。

（1）采购

2019 年，公司采购模式以及采购主要原材料均未发生重大变化；采购的主要原材料为玉米（占 65.34%）和豆粕（占 25.46%）。

由于饲料产销量增长，玉米采购方面，2019 年，玉米采购量为 735.73 万吨，同比增长 6.02%；玉米采购均价为 1937.01 元/吨，同比变化不大。豆粕采购方面，2019 年，豆粕采购量为 188.20 万吨，同比增长 7.35%；豆粕采购均价为 2950.00 元/吨，同比下降 9.64%，主要系部分豆粕通过商贸业务内部采购所致。

表 6　2017－2019 年公司饲料业务主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨、万元）

项目	2017 年			2018 年			2019 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	648.27	1814.58	1176337.78	693.94	1932.84	1341274.99	735.73	1937.01	1425116.37
豆粕	197.82	3071.77	607657.54	175.31	3264.72	572338.06	188.20	2950.00	555190.00
花生粕	13.33	2822.79	37627.79	16.22	2817.00	45691.74	12.60	2880.00	36288.00
赖氨酸	9.03	4929.25	44511.13	9.19	4645.64	42693.43	12.50	4221.28	52766.00
棉粕	6.10	2718.42	16582.36	12.32	2897.18	35693.26	7.07	2851.00	20156.57
蛋氨酸	3.39	21235.35	71987.84	1.12	18534.52	20758.66	1.87	16930.00	31659.10
小麦	48.22	1958.26	94427.30	10.30	1972.31	20314.79	29.00	2060.00	59740.00
合计	**926.16**	**--**	**2049131.73**	**918.40**	**--**	**2078764.94**	**986.97**	**--**	**2180916.04**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司采购结算方式未发生重大变化。公司前五大供应商（均非关联方）大部分产生自饲料板块。2019 年，公司前五大供应商集中度由上年的9.65%下降至9.00%，集中度不高，不存在对单一供应商依赖。

（2）生产

2019 年，公司饲料生产模式仍为“以销定产”。截至 2019 年底，公司共有 281 家饲料厂，饲料年产能 3600.00 万吨，位居中国第一，世界前三。

2019 年，公司饲料产能较上年变化不大。2019 年，公司饲料产量为 1870.00 万吨，同

比增长 9.05%，主要系销量增长所致；产能利用率由上年的 47.98%上升至 51.94%；考虑到中国饲料行业产能利用率普遍在 40%～50%之间，公司饲料产能利用率较好。

表 7　2017－2019 年公司饲料业务产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
猪饲料	851.58	407.57	47.86	922.87	442.79	47.98	763.59	396.64	51.94
禽饲料	2069.57	990.49	47.86	2284.51	1096.11	47.98	2541.41	1320.12	51.94
水产料	179.74	86.02	47.86	222.28	106.65	47.98	225.61	117.19	51.94
其他料	185.57	88.81	47.86	144.33	69.25	47.98	69.42	36.06	51.94
合计	**3286.46**	**1572.90**	**47.86**	**3573.99**	**1714.80**	**47.98**	**3600.00**	**1870.00**	**51.94**

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

2019 年，公司销售模式未发生重大变化，仍以经销模式为主（占 63%）。

销量方面，2019 年，猪饲料销量为 398.00 万吨，同比下降 9.54%，主要系全国出栏生猪数量减少所致；禽饲料销量为 1319.00 万吨，同比增长 21.11%，主要系禽价和猪价高位运行引发全国禽产业产能的恢复性和替代性扩张所致；水产料销量为 119.00 万吨，同比增长 12.30%，主要系公司加强新品研发和销售服务所致；其他料销量占比较小。

价格方面，2019 年，公司主要饲料销售均价同比变化不大。其中，猪饲料销售均价为 2812.13 元/吨，同比下降 2.65%；禽饲料销售均价为 2536.00 元/吨，同比增长 0.98%；水产料销售均价为 3455.42 元/吨，同比下降 2.89%；其他料销售均价波动较大，主要系产品结构变化所致。

产销率方面，2019 年，公司饲料产品产销率由上年的 99.36%提升至 100.11%。

表 8　2017－2019 年公司饲料业务主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
猪饲料	407.41	2877.63	99.96	439.97	2888.71	99.36	398.00	2812.13	100.34
禽饲料	990.11	2451.36	99.96	1089.12	2511.42	99.36	1319.00	2536.00	99.92
水产料	85.99	3499.42	99.97	105.97	3558.41	99.36	119.00	3455.42	101.54
其他料	88.78	3524.41	99.97	68.81	3392.25	99.36	36.00	5216.33	99.83
合计	**1572.29**	--	**99.96**	**1703.87**	--	**99.36**	**1872.00**	--	**100.11**

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，公司饲料销售结算方式未发生重大变化。公司主要采取现款现货的信用政策；对于一些有较好合作基础的客户，经公司内部综合考评后，一般会给予不超过 30 天的赊销期限；对于猪料、水产料的销售，因下游养殖周期较长，公司会结合行业销售特点，给予客户一定的赊销期限；公司饲料业务回款良好。客户集中度方面，由于公司饲料业务下游客户为经销商和养殖户，客户集中度很低。

3. 禽产业

2019 年，公司禽产业板块通过实施关停并转落后产能、控制禽产品的销售规模、减少库存等战略，其产能有所下降；叠加 2019

年处于禽养殖行业高景气周期，公司禽产品的产能利用率有所提升。公司禽产业下游客户集中度仍很低。

（1）采购

2019 年，公司采购模式以及采购主要品种均未发生重大变化。种禽采购仍采取“以产定采”的采购模式。兽药采购仍采取总部集中、统一采购的模式；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

2019 年，公司市场模式未发生重大变化。种禽养殖仍实行“自养自繁”模式；商品代禽养殖实行以“公司+农户”合作养殖为主，一体化自养为辅；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。截至 2019 年底，公司下属禽类养殖场 74 家，设计规模种鸡 247 万套、种鸭 10867 单元；并拥有肉鸡 4.63 亿只/年、肉鸭 5.85 亿只/年的屠宰加工能力，位居行业前列。

2019 年，鸡一体化业务产能为 86.95 万吨/年，同比增长 3.25%；产量为 72.77 万吨，同比增长 9.86%，主要系销量增加所致。2019 年，鸭一体化业务产能为 127.10 万吨/年，同比下降 9.72%，主要系公司关停并转落后产能所致；产量为 109.41 万吨，同比下降 1.20%。受此影响，2019 年，禽产业板块的产能利用率由上年的 78.66%上升了 6.48 个百分点至 85.14%。

表 9　2017－2019 年公司禽产业板块产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 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	101.32	76.94	75.94	84.21	66.24	78.66	86.95	72.77	83.69
鸭一体化	151.32	114.90	75.93	140.79	110.74	78.66	127.10	109.41	86.08
合计	**252.63**	**191.84**	**75.94**	**225.00**	**176.98**	**78.66**	**214.05**	**182.19**	**85.14**

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

2019 年，公司禽产业的主要产品仍为禽肉和禽苗两类。销售模式方面，禽肉销售仍以订单式销售为主；禽苗销售仍主要通过控制孵化量实施计划销售。

2019 年，鸡一体化业务销量为 72.52 万吨，同比增长 8.19%，主要系猪肉高价运行，大众对鸡肉的替代性需求增加所致；销售均价为 11871.22 元/吨，同比增长 20.40%，主要系禽产业供给收缩环境下，总需求增加所致。2019 年，鸭一体化业务销量为 108.56 万吨，同比下降 3.16%；销售均价为 9057.36 元/吨，同比变化不大。2019 年，禽产业板块产销率仍保持在 100.00%左右。

表 10　2017－2019 年公司禽板块主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
鸡一体化	76.34	8386.57	99.22	67.03	9859.63	101.19	72.52	11871.22	99.65
鸭一体化	113.47	7219.52	98.76	112.10	9150.60	101.23	108.56	9057.36	99.22
合计	**189.81**	--	**98.94**	**179.13**	--	**101.21**	**181.07**	--	**99.39**

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，公司禽产业销售结算方式未发生重大变化；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，公司前五大客户主要来自禽产业板块。2019 年，公司前五大客户销售额占同期销售总额比例由上年的 2.72%下降至 2.54%，客户集中度仍属很低。

4. 猪产业

2019 年，公司猪产业主要业务仍为生猪养殖，所需饲料全部由公司自供；公司生猪养殖业务产能快速扩张，产量大幅增长；受猪周期处于高位和非洲猪瘟影响，猪板块销售价格大幅提高，销售回款较好。

（1）采购

猪产业板块是公司未来发展的战略重点；主要业务为生猪养殖。2019 年，公司生猪养殖成本中，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，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。

（2）生产

2019 年，公司生猪养殖模式未发生重大变化。公司所需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。截至 2019 年底，公司下属生猪养殖场 71 家，已完成约 993 万头生猪养殖产能布局，在建的生猪养殖产能 650 万头，另有已完成土地签约或储备的生猪养殖产能超 4350 万头，理论上可达到的最大生猪养殖产能约 6000 万头。

2019 年，公司生猪养殖产能为 993.51 万头/年，同比增长 1.48 倍，主要系公司向生猪养殖业务战略转型所致；生猪产量为 354.99 万头，同比增长 29.01%。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，商品猪产出有时滞所致。受此影响，2019 年，公司生猪养殖产能利用率由上年的 63.84%下降至 35.73%。

表 11　2017－2019 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	2017 年			2018 年			2019 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	300.00	239.96	79.99	400.00	255.37	63.84	993.51	354.99	35.73

注：表中数据为合并抵消后的数据
资料来源：公司提供

（3）销售

2019 年，公司生猪销售模式未发生重大变化。

销售量方面，2019 年，公司生猪销量为 354.99 万头，同比增长 39.01%。销售价格方面，受 2018 年猪周期处于下行阶段、突发非洲猪瘟和 2019 年猪周期进入景气阶段影响，2019 年，生猪销售均价为 22.73 元/公斤，同比增长 78.69%。2019 年，公司生猪养殖产销率仍保持 100.00%。2019 年，公司猪板块业务结算仍主要为现款现货。

表 12　2017－2019 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	2017 年			2018 年			2019 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	239.96	14.96	100.00	255.37	12.72	100.00	354.99	22.73	100.00

注：2017 年包含内销，2018 年起统计口径转变为不含内销
资料来源：公司提供

5. 食品

2019 年，受猪周期处于高位和非洲猪瘟影响，公司收猪困难、产量不足，屠宰分割业务产销量均有所下降，但销售价格大幅提高。公司食品加工业务的产销量均有所提升。

（1）屠宰分割

公司将禽屠宰并入禽产业板块，猪屠宰并入食品板块中的屠宰分割。跟踪期内，公司屠宰分割板块采购模式未发生重大变化，仍主要在当地按市价采购生猪；生产模式未发生重大变化，仍采用订单式生产和市场导向式生产相结合的生产模式。

2019 年，公司屠宰产能为 55.38 万吨/年，同比增长 5.99%，主要系公司新设屠宰类子公司所致。2019 年，屠宰产生的生食（猪产品）产量为 23.40 万吨，同比下降 16.10%，主要系非洲猪瘟导致生猪出栏量减少、收猪困难所致。受此影响，2019 年，屠宰分割端的产能利用率由上年的 53.38%下降至 42.25%。

表 13　2017－2019 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	2017 年			2018 年			2019 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）	52.37	26.51	50.62	52.25	27.89	53.38	55.38	23.40	42.25

注：表中数据为合并抵消前的数据
资料来源：公司提供

2019 年，公司屠宰分割端销售模式未发生重大变化，仍主要采用经销、直销和合作经营三种销售模式。受收猪困难、产量不足影响，2019 年生食（猪产品）的销量为 23.26 万吨，同比下降 16.42%；产销率仍保持在 100%左右。受 2018 年猪周期下行阶段、突发非洲猪瘟和 2019 年猪周期进入景气阶段影响，2019 年，生食（猪产品）的销售均价为 21393.12 元/吨，同比增长 61.73%。2019 年，公司屠宰分割端销售结算周期仍在 30 天左右。

表 14　2017－2019 年公司屠宰分割业务主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 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）	26.52	15222.09	100.04	27.83	13228.04	99.78	23.26	21393.12	99.40

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

公司目前产品主要为畜肉制品和禽肉制品，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。采购方面，公司所需鸡鸭类原材料全部由公司内部提供；所需猪类原材料约 20%由公司自供。生产方面，公司食品加工业务的生产模式采用多品种批量柔性生产模式。

2019 年，公司畜肉制品和禽肉制品产量合计为 15.42 万吨，同比增长 20.75%，其中畜肉及禽肉产量均实现增长，主要系亿元单品销量增加，以及面向商超、电商、新零售

等新兴渠道拓宽所致。

销售方面，公司主要采用渠道销售和连锁直销相结合的销售模式，并注重打造亿元单品。结算方面，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。毛利率方面，食品加工业务毛利率逐年有所下降，2019 年同比减少 4.00 个百分点至 36.00%，主要系原料价格上涨影响。

表 15　2017－2019 年公司食品加工业务主要产品产能及产量情况（单位：万吨、%）

产品	2017 年		2018 年		2019 年	
	产量	毛利率	产量	毛利率	产量	毛利率
畜肉制品	5.93	50	5.89	42	7.35	37
禽肉制品	7.26	30	6.88	31	8.07	28
合计	13.19	39	12.77	36	15.42	32

注：表中数据为合并抵消前的数据
资料来源：公司提供

6. 境外生产情况

目前，公司海外业务以饲料为主，并逐渐布局畜禽养殖业务，已成为公司营业收入的有益补充和后备增长点。

截至 2020 年 3 月底，公司境外生产由海外特区战略业务单元运营管理；海外特区内设 1 个投资平台、7 个经营片区和 2 个独立公司，投资平台是指新加坡平台，7 大片区主要集中于东南亚区域，并逐渐向非洲、东欧等地区延伸。2019 年，随着公司海外业务布局增加，公司海外特区营业收入同比增长 37.30%至 90.95 亿元；占营业收入的比例由 9.59%上升至 11.08%。

截至 2020 年 3 月底，公司海外业务范围覆盖饲料、畜禽养殖、商贸等领域，共有从事饲料经营的分子公司 37 家（其中处于筹建阶段的 1 家），同时，公司逐渐在海外布局畜禽养殖业务，共有从事禽产业的分子公司 4 家（其中处于筹建阶段的 1 家），从事其他业态的分子公司 3 家（2 家烘干项目，1 家印尼食品项目）。此外，公司还有 6 家海外分子公司从事贸易业务。

7. 在建工程

跟踪期内，公司在建项目围绕生猪养殖进行布局，尚需投资规模较大，面临一定的资金支出压力；项目建成后，公司综合实力有望进一步提升。

公司在建项目主要内容为生猪养殖。截至 2020 年 3 月底，公司主要在建工程计划投资额为 74.89 亿元，已完成投资 21.25 亿元；未来尚需投资 53.64 亿元，公司面临一定资金支出压力。随着公司在建项目逐步建成达产，核心业务板块产能将进一步增长，综合实力有望进一步增强。

表 16　截至 2020 年 3 月底公司主要在建工程情况（单位：亿元）

序号	项目	计划总投资	已投资	未来尚需投资	预计完工日期
1	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	16.00	6.16	9.84	2020 年 10 月
2	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	16.00	4.73	11.27	2020 年 11 月
3	广西来宾年出栏 80 万商品猪项目	6.10	5.29	0.80	2020 年 5 月
4	广东正和农牧有限公司龙归种猪场建设项目	6.32	0.61	5.71	2020 年 7 月
5	黄骅新好科技有限公司李官庄年出栏 70 万头商品猪项目	9.76	0.24	9.52	2021 年 12 月
6	河北深泽大兴项目	7.10	2.50	4.60	2020 年 4 月
7	广西宁明华侨农场项目	8.39	0.14	8.26	2020 年 9 月

8	河北内丘西北岭项目	5.22	1.59	3.64	2020 年 5 月
合计		**74.89**	**21.25**	**53.64**	--

注：根据重要性原则，上述在建工程仅包含计划总投资 5.00 亿元以上项目
资料来源：公司提供

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年合并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，审计结论为标准无保留审计意见。2020 年一季度财务数据未经审计。

2019 年，公司合并范围新增子公司 96 家，不再纳入合并范围的子公司 36 家，共包括 573 家子公司。2020 年一季度，公司合并范围内新增子公司 30 家，不再纳入合并范围的子公司 2 家。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内子公司共 600 家。新增或减少的子公司规模较小，对公司整体影响不大，公司会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 642.18 亿元，所有者权益合计 326.50 亿元（含少数股东权益 65.88 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 820.51 亿元，利润总额为 64.31 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 777.89 亿元，所有者权益合计 356.47 亿元（含少数股东权益 71.38 亿元）。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 205.68 亿元，利润总额为 20.83 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，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，整体资产质量较好。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 642.18 亿元，较上年底增长 33.94%；流动资产和非流动资产占比分别为 26.75%和 73.25%，资产结构以非流动资产为主。

流动资产方面，截至 2019 年底，公司流动资产总额 171.79 亿元，较上年底增长 26.40%，主要由货币资金（占 33.63%）、应收账款（占 5.20%）和存货（占 54.18%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 57.77 亿元，较上年底增长 5.99%；货币资金包括库存现金（占 0.12%）、银行存款（占 92.65%）和其他货币资金（占 7.22%）。公司使用受限的货币资金总额为 0.85 亿元，用于购买期货及提供担保公司保证金等，占货币资金比例为 1.47%，受限比例很低。

截至 2019 年底，公司应收账款账面价值 8.94 亿元，较上年底增长 57.53%，主要系有一定账期的新兴渠道销售占比提升所致。公司坏账准备分为按单项计提（占 2.43%）和按组合计提（占 97.57%）。按组合计提进一步分为境外风险组合（占 37.68%，其中低风险及以下占 77.61%）和境内风险组合（占 62.32%，其中低风险及以下占 76.73%）。截至 2019 年底，公司应收账款坏账准备 2.55 亿元，计提比例为 22.16%，计提充分。公司全部应收账款中，账龄 1 年以内的占 83.91%，账龄较短。公司前五名应收账款合计占全部应收账款的比例为 12.22%，集中度低。

截至 2019 年底，公司存货账面价值 93.08 亿元，较上年底增长 72.53%，主要系近年来在建的养殖板块产能释放，生猪和肉鸡存栏量增加所致。存货主要由原材料（占 35.54%）、库存商品（占 21.44%）和消耗性生物资产（占 40.00%）等构成。截至 2019 年底，公司共计提跌价准备 1.47 亿元，计提比例 1.55%，主要为对库存商品和消耗性生物资产计提的跌价准备。生猪及禽类价格波动性较大，公司存货面临着一定跌价风险。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产总额 470.39 亿元，较上年底增长 36.93%，主要由长期股权投资（占 44.90%）、固定资产（占 29.39%）、生产性生物资产（占 5.34%）和在建工程（占 10.09%）构成。

截至 2019 年底，公司长期股权投资账面价值 211.22 亿元，较上年底增长 12.78%，主要由对联营企业中国民生银行股份有限公司（股票简称“民生银行”）的投资构成（占 91.15%）；2019 年，公司确认民生银行投资收益 22.47 亿元所致；公司未对民生银行的长期股权投资计提减值准备。截至 2019 年底，公司持有民生银行股份 182832.74 万股（市值 115.37 亿元，未质押），持股比例为 4.18%，是民生银行第五大股东。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 138.25 亿元，较上年底增长 58.00%，主要系猪产业相关养殖项目从在建工程转入所致。其中，固定资产清理占 0.03%，固定资产占 99.97%；后者主要由房屋及建筑物（占 54.98%）和机器设备（占 39.61%）构成。截至 2019 年底，公司固定资产累计计提折旧 55.22 亿元，累计计提减值准备 0.88 亿元，成新率为 71.13%，成新率尚可。

截至 2019 年底，公司生产性生物资产账面价值 25.11 亿元，较上年底大幅增长 3.84 倍，主要系种猪和种禽增加所致。公司生产性生物资产由未成熟（占 53.15%）和成熟（占 46.85%）两类构成，累计计提 2.18 亿元折旧，未计提减值准备。

截至 2019 年底，公司在建工程账面价值 47.46 亿元，较上年底增长 85.27%，主要系新建猪场和商品代禽自养基地增加所致；公司累计对在建工程计提 354.84 万元减值准备，计提比例 0.07%。公司对猪产业持续大力投入，若后续在建工程不能顺利达产并取得预期投资回报，公司面临一定的资产减值风险和盈利波动风险。

截至 2019 年底，公司使用受限的资产账面价值共计 2.97 亿元，占总资产的比例为 0.46%，受限比例很低。

表 17　截至 2019 年底公司受限资产情况

（单位：万元、%）

项目	账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	8484.73	0.13	购买期货、担保公司保证金等
固定资产	7812.29	0.12	长、短期借款抵押物
无形资产	2810.69	0.04	长、短期借款抵押物
消耗性生物资产	3451.77	0.05	短期借款抵押物
长期股权投资	7112.00	0.11	长期借款、一年内到期的非流动负债质押物
合计	**29671.48**	**0.46**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年 3 月底，公司资产合计 777.89 亿元，较上年底增长 21.13%，主要系货币资金和存货增加所致；其中流动资产占 32.78%，非流动资产占 67.22%，公司资产结构较上年底变动较小。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，由于长、短期借款大幅增加，以及发行可转换公司债券，公司负债规模大幅增长，仍以流动负债为主；公司整体债务负担有所加重，但仍处于合理水平。公司所有者权益有所增长，但未分配利润占比仍较高，权益结构稳定性一般。

（1）负债

截至 2019 年底，公司负债总额 315.68 亿元，较上年底增长 53.18%，主要系流动负债增加所致；以流动负债为主，占比为 82.98%。

截至 2019 年底，公司流动负债合计 261.96 亿元，较上年底增长 42.67%，主要由短期借款（占 52.00%）、应付账款（占 18.96%）、预收款项（占 5.14%）和其他应付款（占 14.69%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款合计 136.21 亿元，较上年底增长 64.67%，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。公司短期借款主要由信用借款（占 46.71%）、票据贴现借款（占 34.75%）和保证借款（占 16.68%）构成。其中，票据贴现借款产生于公司内部采用票据结算的购销交易，收款方将所取得的票据在新希望财务有限公司（公司合计持有其 40%股权，系联营企业）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 2019 年底，公司应付账款 49.66 亿元，较上年底增长 33.09%，主要系业务规模扩大、采购增加所致。

截至 2019 年底，公司预收款项 13.47 亿元，较上年底增长 71.50%，主要系饲料板块预收下游客户款增加所致。

截至 2019 年底，公司其他应付款 38.49 亿元，较上年底增长 67.60%，主要系公司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，向养殖户暂收押金、保证金增加所致；其他应付款由应付利息（占 1.19%）、应付股利（占 5.06%）和其他应付款（占 93.75%）构成。

截至 2019 年底，公司非流动负债合计 53.72 亿元，较上年底增长 1.39 倍，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 92.23%）和递延收益（占 5.30%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 49.54 亿元，较上年底增长 1.72 倍，主要系公司扩大生猪养殖场和商品代禽自养基地的投资建设规模，项目建设所需资金量较大所致；公司长期借款主要由保证借款（占 15.22%）和信用借款（占 79.65%）构成。公司将在 2021 年和 2022 年分别偿还 14.46 亿元和 22.51 亿元，其余部分偿还时间分布在 2024 年及以后，集中偿付压力尚可。

全部债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务 199.83 亿元，较上年底增长 57.43%，主要系长、短期借款均大幅增加所致；其中短期债务占 75.18%，长期债务占 24.82%，债务结构以短期债务为主，短期偿债压力大。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.16%、37.97%和 13.19%，分别较上年底上升了 6.17 个百分点、6.26 个百分点和 6.89 个百分点；整体债务负担仍处于合理水平，但债务结构有待调整。

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 421.41 亿元，较 2019 年底增长 33.49%，主要系非流动负债增加所致。其中流动负债和非流动负债占比分别为 65.30%和 34.70%，仍以流动负债为主。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务合计 293.27 亿元，较 2019 年底增长 46.76%，主要系长期借款增加以及发行“希望转债”所致，长期债务占比提高至 48.44%，债务结构较为均衡。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 51.31%、45.14%和 28.50%，分别较 2019 年底上升了 2.15 个百分点、7.17 个百分点和 15.31 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 326.50 亿元，较上年底增长 19.44%；其中归属于母公司所有者权益占 79.82%；归属于母公司所有者权益中，股本占 16.18%，资本公积占 9.62%，盈余公积占 9.21%，未分配利润占 67.49%。所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 356.47 亿元，较 2019 年底增长 9.18%，主要系未分配利润增加及发行可转换公司债券导致其他权益工具增加所致；所有者权益构成较 2019 年底变化不大。

4. 盈利能力

得益于业务规模扩大及养殖行业高景气周期，2019 年，公司营业收入规模有所增长，投资收益稳健，整体盈利能力大幅提升。

得益于业务规模扩大，2019 年，公司实现营业收入 820.51 亿元，同比增长 18.80%；实现利润总额 64.31 亿元，同比增长 115.03%，主要

系饲料、禽产业、猪产业和食品等主要板块毛利率均有所提升所致。

费用控制方面，2019 年，公司期间费用合计 51.23 亿元，同比增长 23.89%，主要系管理费用增加所致。其中，销售费用为 18.13 亿元，同比增长 9.93%，主要系运输费和职工薪酬增加所致；管理费用为 27.02 亿元，同比大幅增长 31.70%，主要系职工薪酬和中介机构费用增加所致；研发费用为 1.73 亿元，同比大幅增长 88.04%，主要系职工薪酬和直接材料增加所致；财务费用为 4.34 亿元，同比增长 27.19%，主要系利息支出增加所致。受上述因素影响，2019 年，公司费用收入比为 6.24%，同比上升 0.25 个百分点，公司费用控制能力尚可。

2019 年，公司投资收益为 23.79 亿元，同比增长 9.00%，主要为权益法核算下对民生银行的投资收益；占营业利润的比例为 35.67%，对公司营业利润的贡献大。考虑到民生银行经营业绩较为稳定，公司投资收益具有较强的可持续性。2019 年，公司其他收益为 1.13 亿元，占当期利润总额的比例为 1.76%，主要为政府给予的各类补贴；公司利润总额对政府补助的依赖程度较小。

受益于生猪和禽养殖高景气周期，2019 年，公司营业利润率为 11.89%，同比上升 3.36 个百分点；总资本收益率和净资产收益率分别为 12.74%和 18.93%，分别同比上升了 4.85 个百分点和 8.97 个百分点，公司盈利能力大幅提升。

2020年1－3月，公司实现营业收入205.68亿元，同比增长26.87%，主要系饲料和生猪销量增加，且生猪价格同比同期大幅上涨所致；营业利润率为14.55%，同比增加5.43个百分点；实现利润总额20.83亿元，同比增长1.09倍。

5. 现金流分析

2019 年，公司经营活动现金流保持净流入状态，收入实现质量较好；考虑到生猪养殖项目的投资需求，公司仍存在一定的融资需求。

经营活动方面，2019 年，公司经营活动现金流入量为 873.54 亿元，同比增长 19.94%，高于营业收入增速，以销售商品、提供劳务收到的现金为主。2019 年，公司经营活动现金流出量为 829.18 亿元，同比增长 19.31%，以购买商品、接受劳务支付的现金为主。受上述因素影响，2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 44.37 亿元，同比增长 32.96%。从收入实现质量来看，2019 年，公司现金收入比由上年的 104.03%上升至 104.16%，收入实现质量较好。

投资活动现金流方面，2019 年，公司投资活动现金流入量为 21.93 亿元，同比增长 10.32%；投资活动现金流出量为 109.31 亿元，同比增长 149.57%，主要系公司持续进行生猪养殖项目投资所致。受上述因素影响，2019 年，公司投资活动现金流的净流出规模为 87.37 亿元。

筹资活动现金流方面，2019 年，公司筹资活动现金流入量为 235.64 亿元，同比增长 99.80%，以取得借款所收到的现金为主。2019 年，公司筹资活动现金流出量为 188.70 亿元，同比增长 81.59%，主要系偿还债务规模增长所致。受上述因素影响，2019 年，公司筹资活动现金流量净额为 46.95 亿元。

2020 年 1－3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 1.58 亿元；投资活动产生的现金流量净额为-52.27 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 96.73 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长短期偿债能力指标表现良好，未使用银行授信额度较大，过往履约情况良好，同时考虑到公司在行业地位、经营规模、品牌知名度、技术水平、销售渠道和产业链一体化布局等方面具有的优势，其整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年底，公司流动比率由上年底的 73.61%下降至 65.58%倍；速动比率由上年底的 44.39%下降至 30.05%；考虑到公司存货的下游需求面较广、

变现速度较快，流动资产对流动负债的保护程度尚可。截至 2019 年底，现金短期债务比由上年底的 0.51 倍下降至 0.39 倍。整体看，公司短期偿债指标尚可。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 83.13 亿元，同比增长 80.63%，主要系利润总额增加所致。2019 年，EBITDA 利息倍数由上年的 10.03 倍上升至 14.79 倍，EBITDA 对利息支出的保障程度高；全部债务/EBITDA 倍数由上年的 2.76 倍下降至 2.40 倍，公司长期偿债指标良好。考虑到公司在行业地位、经营规模等方面具备竞争优势，且所持优质金融股权规模大，质量和流动性良好，直接间接融资渠道畅通，整体看，公司偿债能力极强。

截至 2019 年底，公司无重大对外担保事项。

截至 2019 年底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至 2019 年底，公司在全球范围内取得的银行综合授信 621.37 亿元（其中国有五大银行、进出口银行和国开行合计授信占 40.14%），已使用授信 325.67 亿元，未使用授信余额为 295.70 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职能。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。

截至 2019 年底，公司本部资产总额 372.11 亿元，较上年底增长 32.05%，主要系其他应收款增加所致。其中，流动资产 278.19 亿元（占 74.76%），非流动资产 93.92 亿元（占 25.24%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 14.19%）和其他应收款（占 84.91%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 97.22%）构成。截至 2019 年底，公司本部货币资金为 39.47 亿元。

截至 2019 年底，公司本部负债总额 252.39 亿元，较上年底增长 59.38%。其中，流动负债 228.59 亿元（占 90.58%），非流动负债 23.78 亿元（占 9.42%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 19.01%）和其他应付款（占 77.64%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 99.93%）构成。公司本部 2019 年底资产负债率为 67.83%，较 2018 年底提高 11.63 个百分点。

截至 2019 年底，公司本部所有者权益为 119.74 亿元，较上年底下降 2.99%。其中，实收资本占 35.21%，资本公积占 40.73%，所有者权益稳定性好。

2019 年，公司本部营业收入为 7.56 亿元，财务费用为-1.75 亿元（利息费用与利息收入分别为 2.91 亿元、4.64 亿元），实现投资净收益 3.00 亿元，利润总额为 2.06 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流量净额为 0.81 亿元；投资活动现金流量净额为-3.71 亿元；筹资活动现金流量净额为 4.49 亿元。

十一、存续债券偿还能力分析

公司经营活动现金流入量对存续期债券的覆盖程度高；现金类资产对一年内到期债券余额的覆盖程度高。整体来看，公司存续债券偿还能力强。

截至 2020 年 5 月底，公司处于存续期内的债券共有 3 期，为超短期融资券“20 希望六和 SCP001”、中期票据“20 希望六和（疫情防控债）MTN001”和可转债“希望转债”，债券余额共计 70 亿元，其中一年内到期的债券为“20 希望六和 SCP001”，余额为 10 亿元。

2019 年，公司 EBITDA 为 83.13 亿元，为存续期内债券总额的 1.19 倍；经营活动现金流入量为 873.54 亿元，对存续期内债券的覆盖倍数为 12.48 倍；经营活动现金流量净额为 44.37 亿元，对存续期债券的覆盖倍数为 0.63 倍；剔

除受限后的现金类资产为 57.61 亿元，为一年内到期债券余额的 5.76 倍。

表18　截至本报告出具日公司存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

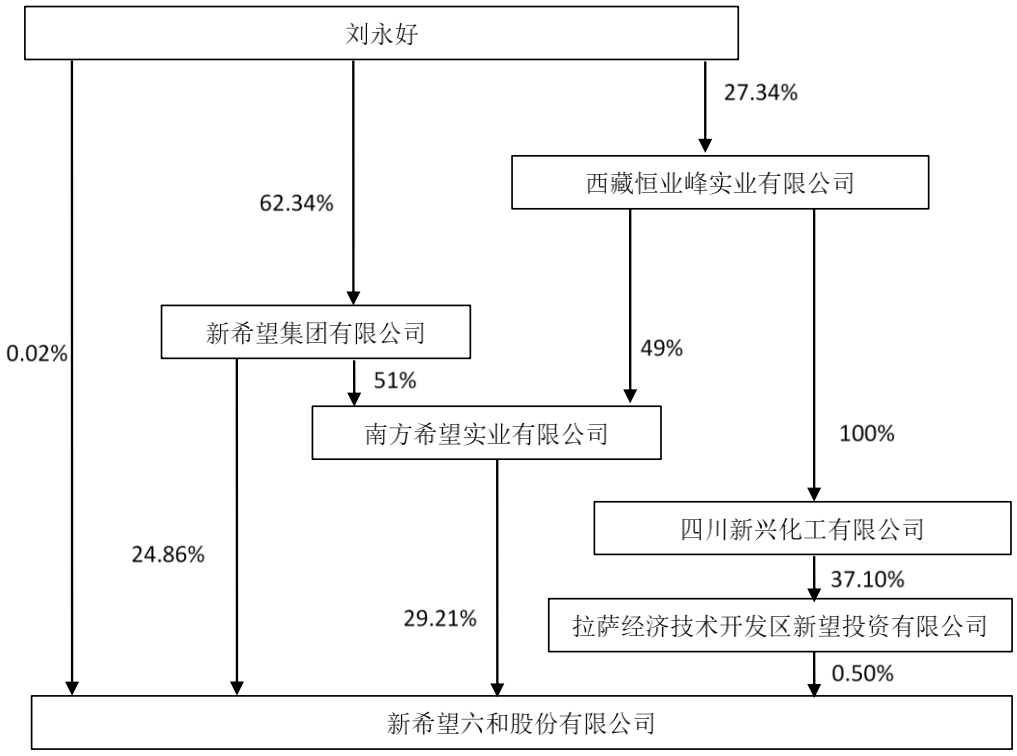
项目	2019 年
一年内到期债券余额	10.00
现金类资产/一年内到期债券余额	5.76
经营活动现金流入量/应付债券余额	12.48
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.63
EBITDA/应付债券余额	1.19

资料来源：联合资信根据公开资料整理

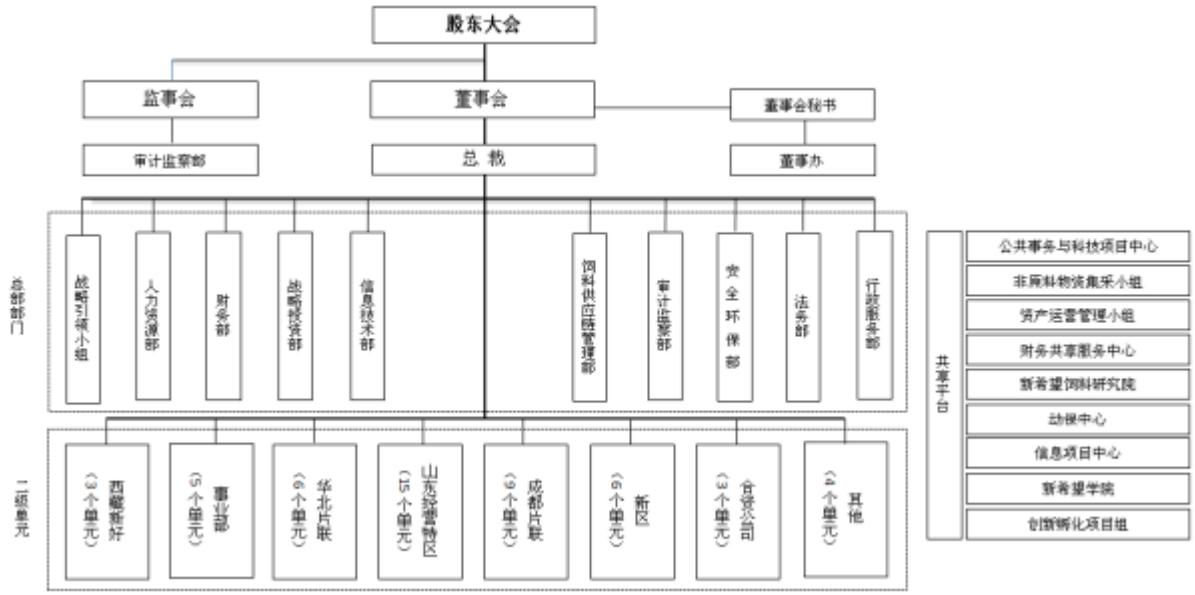
十二、结论

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”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年底公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	30.64	54.40	57.61	103.35
资产总额(亿元)	424.52	479.44	642.18	777.89
所有者权益(亿元)	262.35	273.36	326.50	356.47
短期债务(亿元)	64.68	108.54	150.23	151.21
长期债务(亿元)	26.14	18.39	49.60	142.06
全部债务(亿元)	90.82	126.93	199.83	293.27
营业收入(亿元)	625.67	690.63	820.51	205.68
利润总额(亿元)	32.11	29.91	64.31	20.83
EBITDA(亿元)	47.64	46.02	83.13	--
经营性净现金流(亿元)	27.12	33.37	44.37	1.58
财务指标				
销售债权周转次数(次)	129.96	116.04	103.22	--
存货周转次数(次)	14.74	12.00	9.81	--
总资产周转次数(次)	1.68	1.53	1.46	--
现金收入比(%)	102.72	104.03	104.16	101.34
营业利润率(%)	7.94	8.53	11.89	14.55
总资本收益率(%)	9.18	7.90	12.74	--
净资产收益率(%)	11.18	9.96	18.93	--
长期债务资本化比率（%）	9.06	6.30	13.19	28.50
全部债务资本化比率(%)	25.72	31.71	37.97	45.14
资产负债率(%)	38.20	42.98	49.16	51.31
流动比率(%)	83.32	73.61	65.58	100.83
速动比率(%)	44.84	44.39	30.05	51.85
经营现金流动负债比(%)	20.42	18.07	16.94	--
EBITDA 利息倍数（倍）	15.31	10.03	14.79	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.91	2.76	2.40	--

注：公司 2020 年 1－3 月财务报表未经审计；现金类资产已扣除使用受限的货币资金；短期债务包含其他流动负债和其他应付款中的有息债务；长期债务包含长期应付款中的有息债务；2020 年 3 月底所有者权益中包含 8.08 亿元其他权益工具

附件 3　主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	19.31	37.83	41.43	66.52
资产总额（亿元）	230.57	281.80	372.11	487.96
所有者权益（亿元）	120.67	123.44	119.74	127.66
短期债务（亿元）	21.04	46.00	50.30	50.05
长期债务（亿元）	21.97	12.90	23.76	88.42
全部债务（亿元）	43.02	58.90	74.07	138.47
营业收入（亿元）	4.40	5.53	7.56	1.37
利润总额（亿元）	20.71	10.55	2.06	-0.25
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	0.97	2.10	0.81	0.84
财务指标				
销售债权周转次数（次）	135.31	157.96	7.63	--
存货周转次数（次）	14.45	16.38	23.57	--
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.02	--
现金收入比（%）	102.63	100.49	81.15	80.50
营业利润率（%）	8.12	11.79	10.80	10.66
总资本收益率（%）	12.60	4.90	0.16	--
净资产收益率（%）	17.16	8.47	1.72	--
长期债务资本化比率（%）	15.41	9.46	16.56	40.92
全部债务资本化比率（%）	26.28	32.30	38.22	52.03
资产负债率（%）	47.66	56.20	67.82	73.84
流动比率（%）	152.17	129.74	121.70	144.96
速动比率（%）	151.83	129.54	121.58	144.82
经营现金流动负债比（%）	1.10	1.45	0.36	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--

注：2020 年 1－3 月财务数据未经审计；2020 年 3 月底所有者权益中包含 8.08 亿元其他权益工具

附件 4　同行业对比

发行人	北京大北农科技集团股份有限公司	黑龙江北大荒农业股份有限公司	温氏食品集团股份有限公司	新希望六和股份有限公司
主体级别	AA+	AA+	AAA	AAA
企业性质	民营企业	中央国有企业	民营企业	民营企业
经营数据时点	**2019 年**			
产品竞争力（毛利率%）	19.91	85.83	27.66	12.07
销售债权周转次数（次）	11.67	181.72	304.90	103.22
财务数据时点	**2019 年**			
资产总额（亿元）	189.04	78.45	655.79	642.18
所有者权益（亿元）	114.63	64.30	466.28	326.50
全部债务（亿元）	41.09	0.04	72.13	199.83
营业收入（亿元）	165.78	31.11	731.20	820.51
利润总额（亿元）	7.04	8.22	147.80	64.31
经营活动现金流净额（亿元）	17.87	8.14	183.03	44.37
资产负债率（%）	39.36	18.04	28.90	49.16
全部债务资本化比率（%）	26.39	0.07	13.40	37.97

注：除公司外，同行业企业未进行有息债务调整

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 5　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%

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 6-1　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 6-2　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 6-3　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