

信用评级公告

联合〔2023〕4315号

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

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二三年六月二十六日

新希望六和股份有限公司

2023 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
21 希望六和 MTN001（乡村振兴）	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	到期兑付日
21 希望六和 MTN001 (乡村振兴)	20.00	20.00	2026/03/19

注：1. 上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；2. 债券余额为截至 2023 年 3 月底数据

评级时间：2023 年 6 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	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

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	F3	现金流	资产质量	3
			盈利能力	5
			现金流量	3
		资本结构		2
		偿债能力		3
		指示评级		
个体调整因素：公司资产流动性较好，所持金融资产较为优质，投资收益对公司盈利能力形成良好支撑。				+2
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：控股股东对公司支持力度大。				+1
评级结果				AAA

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

评级观点

新希望六和股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内农牧行业龙头企业之一，在行业地位、经营规模、品牌知名度、技术水平、销售渠道和产业链一体化布局等方面具有很强的竞争优势。2022 年，受益于饲料销售价上涨、生猪销售量价齐升、禽产业景气度回升，公司营业总收入增长、经营活动产生的现金流净额同比大幅增长，资产流动性较好，来自中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）的稳定的投资收益仍对公司整体盈利能力形成良好支撑；此外，公司控股股东对公司支持力度较大。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司所处行业上下游价格波动性较大、面临畜禽疫病风险、在建和拟建工程尚需投资规模较大、亏损及债务规模较大等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司饲料业务能够在一定程度上平滑猪产业亏损对整体盈利能力的冲击。公司通过优化产能持续降低成本、压缩资本支出、为未来盈利能力的修复提供了保障；同时，公司资产流动性较好、融资渠道畅通，为公司跨越猪价低迷阶段提供了较为充裕的现金保障。上述事项为公司整体信用质量维持稳定提供了有力支持，在行业中表现出相对更强的抗风险能力。

未来，随着公司战略发展规划逐步落实，其规模优势有望进一步显现。整体盈利能力有望随周期的运行得以修复。公司计划非公开发行股票募集资金 45 亿元，未来若能成功发行，以及可转债的逐步转股，公司资本实力和综合抗风险能力有望得以巩固。

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“21 希望六和 MTN001（乡村振兴）”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 跟踪期内，公司保持了很强的竞争优势。公司行业地位突出、品牌知名度很高、产业链一体化布局合理、经营规模很大。
2. 2022 年，受益于饲料销售价上涨、生猪销售量价齐升、禽产业景气度回升，公司营业总收入增长，营业利润率上升，经营性净现金流净流入额大幅增加。2022 年，公司实现营

分析师：华艾嘉 丁媛香

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

业总收入 1415.08 亿元，同比增长 12.07%；营业利润率为 6.47%，同比提高 5.04 个百分点；经营活动现金净流入额 92.38 亿元，同比增长 1742.26%，公司现金收入比为 102.15%。

3. **公司现金类资产规模较大，资产受限比例很低，融资渠道畅通，整体资产流动性较好。**截至 2022 年底，公司货币资金 115.12 亿元，现金类资产 117.40 亿元。受限资产为 21.01 亿元，占总资产的 1.54%。公司已获各金融机构授信额度为 912.43 亿元，未使用额度为 328.12 亿元；作为上市公司具备直接融资渠道。
4. **公司获得的投资收益对整体盈利能力仍形成良好支撑。**截至 2022 年底，公司持有民生银行 18.28 亿股（无质押），其投资收益对公司利润总额贡献较大，对公司整体盈利能力形成良好支撑。
5. **跟踪期内，公司拟向大股东非公开发行股票，控股股东及实际控制人对公司支持力度大。**根据公司于 2022 年 1 月 6 日发布的《2022 年度非公开发行股票预案》，公司拟向南方希望实业有限公司非公开发行股票募集资金不超过 45.00 亿元。

关注

1. **公司所处行业上下游价格易波动，且面临多种风险。**公司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动物疫病、食品安全等风险。
2. **公司生猪养殖项目面临一定的资金支出需求；猪肉价格波动较大，在建项目收益可能不及预期。**截至 2023 年 3 月底，公司主要在建工程计划投资额为 45.27 亿元，未来尚需投资 26.50 亿元。猪肉价格波动较大，公司在建项目收益可能不及预期。
3. **跟踪期内，公司延续亏损。**2022 年以来，由于公司财务费用上涨，以及猪价低位运行、公司计提大额资产减值损失，同时优化淘汰低效种猪等多因素共同影响，2022 年，公司利润总额-17.60 亿元，亏损额同比下降 80.64%。2023 年 1—3 月，公司利润总额-19.38 亿元，亏损额同比下降 43.24%。
4. **跟踪期内，公司债务规模仍较大，债务负担继续加重。**截至 2022 年底，公司全部债务 728.24 亿元，较上年底增长 3.20%，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 68.02%、62.49%和 49.30%，较上年底分别

提高 3.03 个百分点、提高 2.20 个百分点和下降 1.90 个百分点。如将永续债调入长期债务，公司全部债务增至 740.24 亿元。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	88.27	149.71	117.40	106.60
资产总额（亿元）	1094.43	1327.34	1366.79	1347.78
所有者权益（亿元）	513.71	464.80	437.15	398.99
短期债务（亿元）	163.45	218.01	303.16	333.32
长期债务（亿元）	257.10	487.61	425.08	437.39
全部债务（亿元）	420.56	705.63	728.24	770.71
营业总收入（亿元）	1098.25	1262.62	1415.08	339.07
利润总额（亿元）	61.64	-90.91	-17.60	-19.38
EBITDA（亿元）	103.87	-17.19	57.16	--
经营性净现金流（亿元）	56.58	5.01	92.38	-16.84
营业利润率（%）	10.45	1.43	6.47	0.96
净资产收益率（%）	11.38	-20.44	-4.34	--
资产负债率（%）	53.06	64.98	68.02	70.40
全部债务资本化比率（%）	45.01	60.29	62.49	65.89
流动比率（%）	91.03	94.39	71.43	66.34
经营现金流动负债比（%）	17.73	1.36	18.56	--
现金短期债务比（倍）	0.54	0.69	0.39	0.32
EBITDA 利息倍数（倍）	9.65	-1.20	3.10	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.05	-41.05	12.74	--
公司本部				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	731.93	946.47	1019.34	1070.62
所有者权益（亿元）	209.95	248.14	219.21	215.26
全部债务（亿元）	129.29	294.64	302.92	332.11
营业总收入（亿元）	7.25	9.30	8.95	2.04
利润总额（亿元）	7.07	9.69	-2.14	-2.42
资产负债率（%）	71.31	73.78	78.49	79.89
全部债务资本化比率（%）	38.11	54.28	58.02	60.67
流动比率（%）	142.37	172.65	142.60	139.44
经营现金流动负债比（%）	0.91	1.49	0.36	--
现金短期债务比（倍）	1.88	1.70	0.79	0.54

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将其他应付款中的暂借款和其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务核算，将长期应付款计入长期债务核算，2023 年 3 月底其他应付款中的暂借款使用 2022 年底数据；3. 2023 年 1-3 月财务数据未经审计，相关指标计算未年化；4. 本报告财务数据均使用期末数据
资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 希望六和MTN001（乡村振兴）	AAA	AAA	稳定	2022/06/24	华艾嘉 李敬云	一般工商企业信用评级方法（V3.1.202204） 一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.1.202204）	阅读全文
21 希望六和MTN001（乡村振兴）	AAA	AAA	稳定	2021/03/12	刘丽红 李敬云	一般工商企业信用评级方法（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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受新希望六和股份有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

新希望六和股份有限公司

2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

新希望原名为四川新希望农业股份有限公司，经四川省人民政府川府函〔1997〕260 号文批准，于 1998 年 3 月由原绵阳希望饲料有限公司整体变更成立，成立时注册资本为 14002.00 万元。1998 年 3 月 11 日和 9 月 15 日，公司向社会公众公开发行公众股 3600.00 万股和向内部职工发行内部职工股 400.00 万股，并在深圳证券交易所上市交易，股票简称“新希望”，股票代码“000876.SZ”。2011 年 12 月，公司变更为现名。后历经多次股权转让及增资，截至 2023 年 3 月底，公司股本总额为 45.38 亿股，其中新希望集团有限公司（以下简称“新希望集团”）直接持有公司 10.89% 的股份，“新希望—德邦证券—23 希望 E1 担保及信托财产专户”持有公司 14.01% 的股份¹，新希望集团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 29.28% 的股份，为公司控股股东；刘永好先生为公司实际控制人。截至 2023 年 3 月底，公司控股股东及实际控制人所持公司股份不存在质押情形。

2022 年以来，公司主营业务无重大变化。

截至 2023 年 3 月底，公司根据经营需要将管理单元分为本部职能部门和、业务经营单元

等，其中经营单元包括饲料产业 BU、禽产业 BU、海外 BU、食品产业 BU、猪产业事业群和直属。截至 2022 年底，公司在国内外共拥有 761 家子公司，拥有在职员工 7.73 万人。

截至 2022 年底，公司合并资产总额 1366.79 亿元，所有者权益 437.15 亿元（含少数股东权益 144.71 亿元）；2022 年，公司实现营业总收入 1415.08 亿元，利润总额-17.60 亿元。

截至 2023 年 3 月底，公司合并资产总额 1347.78 亿元，所有者权益 398.99 亿元（含少数股东权益 131.62 亿元）；2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 339.07 亿元，利润总额-19.38 亿元。

公司注册地址：四川省绵阳市国家高新技术产业开发区；法定代表人：刘畅。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2023 年 3 月底，公司由联合资信评级的存续债券见下表，均在付息日正常付息。

表 1 截至 2023 年 3 月底公司由联合资信评级的存续债券概况（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
希望转债	40.00	9.49	2020-01-03	6
希望转 2	81.50	81.44	2021-11-02	6
21 希望六和 MTN001（乡村振兴）	20.00	20.00	2021-03-19	3+2

资料来源：Wind，联合资信整理

截至 2022 年底，“21 希望六和 MTN001（乡村振兴）”募集资金已使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2022 年一季度，宏观政策以落实二十大报

¹ 截至 2022 年底，新希望集团持有公司 24.89% 的股份。新希望集团以其持有的公司部分 A 股股票为标的用于发行“新希望集团有限公司 2023 年面向专业投资者非公开发行可交换公司债券（第一期）”（以下简称“本期可交换债券”），新希望集团已于 2023 年 3 月 17 日在中国证券登记结算有限责任公司深圳分公司办理完成标的股票的担保及信托登记，将 635816404 股（占公司总股本的

14.01%）新希望股票划入“新希望-德邦证券-23 希望 E1 担保及信托财产专户”，在上述可交换公司债券存续期间，新希望集团委托德邦证券作为受托管理人，按照新希望集团的意愿代为行使表决权。本次担保信托登记完成后，不会导致控股股东及实际控制人发生变化，不构成要约收购。

告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见 [《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》](#)。

五、行业分析

1. 饲料行业

（1）行业概况

我国饲料行业年产值超万亿，饲料产品以肉禽料和猪饲料为主。饲料行业整体呈现一定的弱周期性。

我国饲料行业起步于 20 世纪 70 年代，经跨越式发展，2011 年我国饲料总产量跃居世界

第一位。截至 2021 年底，我国饲料行业不仅形成了年产值近万亿的饲料工业体系，也已进入了行业生命周期的成熟期。2022 年，中国饲料工业总产量 30223.4 万吨，同比增长 3.0%。分品种来看，猪饲料产量 13597.5 万吨，同比增长 4.0%；蛋禽饲料产量 3210.9 万吨，同比下降 0.6%；肉禽饲料产量 8925.4 万吨，同比增长 0.2%；反刍动物饲料产量 1616.8 万吨，同比增长 9.2%；水产饲料产量 2525.7 万吨，同比增长 10.2%；宠物饲料产量 123.7 万吨，同比增长 9.5%；其他饲料产量 223.3 万吨，同比下降 7.2%。

2022 年，中国饲料工业产值 13168.5 亿元，同比增长 7.6%。受畜禽养殖周期波动和动物性食品需求较稳定的综合影响，我国饲料行业整体呈现一定的弱周期性，其周期一般滞后于畜禽养殖周期半年到一年左右。

（2）行业上下游情况

饲料行业上游

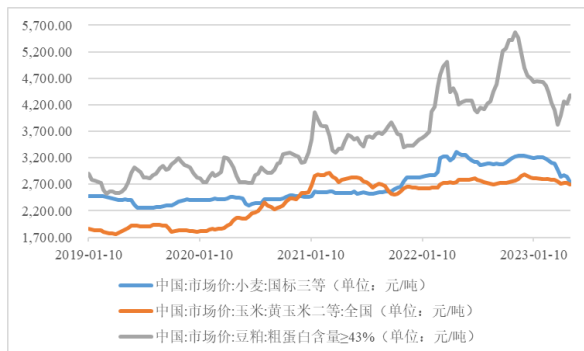
饲料行业的上游主要为玉米、小麦和豆粕等饲料原料。2022 年，饲料原料和饲料价格波动上行，2023 年以来有所下降，整体仍处于较高水平。

饲料所需原材料包括玉米、豆粕、小麦、鱼粉等主料，以及氨基酸、维生素、矿物质微量元素等辅料，原材料成本占饲料生产成本的比重约 75%~80%，饲料行业上游受小麦、玉米和豆粕价格的影响较大。饲料行业所需玉米主要来自国内，进口占比较小。我国每年玉米产量较为稳定，维持在 2.6 亿吨左右（其中 60%~70% 用作饲料原料），但价格受农产品价格保护政策影响。饲料行业所需豆粕的供需结构由国外进口大豆的供需结构决定，我国每年需要 0.8~1 亿吨大豆，近年来我国大豆的进口依存度近 85%。从进口来源来看，80%~90% 的进口大豆来自巴西、美国和阿根廷，以巴西为主。

价格方面，2022 年以来，受国际局势等因素影响，豆粕价格快速上涨，于 3 月底达到峰值后一路回落至年中，并再度快速上涨至年底 11 月初，其后至 2023 年一季度持续下降；玉米和小麦价格在高位平缓波动。2022 年，受原料价格变动

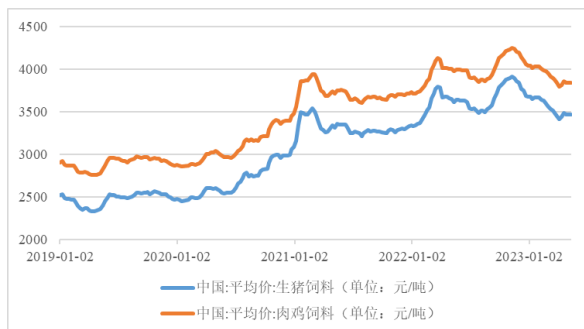
影响，饲料价格震荡上行，2023年以来，价格有所下降，整体处于较高水平。

图1 中国小麦、玉米和豆粕价格情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图2 中国生猪饲料和肉鸡饲料价格情况



资料来源：Wind，联合资信整理

饲料行业下游

2022 年，饲料需求端呈现先降后升趋势。

饲料行业下游为禽畜养殖行业。2022 上半年，受现金流偏紧、成本端大幅上涨等因素影响，畜禽养殖户补栏积极性降至冰点，叠加多个地区物流运输受阻等因素的影响，饲料需求陷入低迷；下半年，宏观环境好转，畜禽价格快速上涨，养殖端盈利水平大幅改善，规模养殖场率先扩产，散养户陆续进场，生猪养殖二次育肥及压栏等现象逐渐增多，肉禽补栏积极性增强，畜禽存栏回升拉动饲料需求增长，饲料销量逐步恢复。

(3) 行业竞争

饲料行业属于垄断竞争市场，市场集中度

较高。行业内企业竞争优势主要包括产品品质、服务能力、资金优势和研发能力等。

饲料行业下游客户主要为畜禽养殖户。改革开放以来，我国畜禽养殖整体呈现地域分散、家庭作业、规模较小和养殖品种繁多的特征，进而导致饲料行业对下游议价能力尚可，整体容量较稳定。但由于饲料产品有一定的同质度，饲料行业属于垄断竞争市场。2022 年，年产 10 万吨以上的饲料厂 947 家，同比减少 10 家，产量占中国饲料总产量的 57.5%，同比下降 2.8 个百分点；年产百万吨以上规模饲料企业集团 36 家，同比减少 3 家，其产量占中国饲料总产量的 57.5%，同比下降 2.2 个百分点。随着我国饲料行业步入成熟期，行业内部竞争激烈化，行业内小微企业试图转型、龙头企业开展并购，市场集中度较高。

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

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

(4) 行业政策

国家政策支持饲料行业健康发展，行业政策环境良好。

饲料行业具有涉及面广、关联度高、劳动技术密集、吸纳就业能力强等特点。近年来，中央一号文件多次聚焦“三农”领域，政府连续出台多项政策支持包括农副产品加工业在内的农业发展。

表2 近年来饲料行业最新相关政策

日期	政策文件	发文机关	内容
2020 年 9 月	《关于促进畜牧业高质量发展的意见》	国务院	健全饲草料供应体系，推进饲草料专业化生产，加强饲草料加工、流通、配送体系建设。促进秸秆等非粮饲料资源高效利用，建立健全饲料原料营养价值数据库。全面推广饲料精准配方和精细加工技术。加快生物饲料开发应用，研发推广新型安全

2021 年 2 月	《关于全面推进乡村振兴 加快农业现代化的意见》	国务院	高效饲料添加剂调整优化饲料配方结构，促进玉米、豆粕减量替代 鼓励发展青贮玉米等优质饲草饲料，稳定大豆生产，多措并举发展油菜、花生等油料作物；健全产粮大县支持政策体系；明确耕地利用优先序，永久基本农田重点用于粮食特别是口粮生产，一般耕地主要用于粮食和棉、油、糖、蔬菜等农产品及饲草饲料生产
2021 年 3 月	《第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》	国务院	丰富乡村经济业态，推进农村一、二、三产业融合发展，提高农产品加工业和农业生产性服务业发展水平
2021 年 11 月	《“十四五”推进农业农村现代化规划》	国务院	推进兽用抗菌药使用减量化，规范饲料和饲料添加剂生产使用。全面实施秸秆综合利用行动，健全秸秆收储运体系，提升秸秆能源化、饲料化利用能力。适当扩大优势区玉米种植面积，鼓励发展饲用玉米等优质饲草饲料
2022 年 2 月	《“十四五”全国饲草产业发展规划》	农业农村部	推广苜蓿与无芒雀麦混播、粮食作物与优质饲草轮作等种植模式，推进农作物秸秆与优质饲草混贮，提高秸秆饲料化利用率

资料来源：联合资信整理

（5）未来发展

饲料需求有望整体保持小幅增长。饲料作为畜牧业发展的基础，其未来发展潜力巨大。2022 年中国生猪、肉牛、羊和家禽分别出栏 7.00 亿头、4840 万头、33624 万只和 161.4 亿只，截至 2022 年底生猪、肉牛、羊和家禽分别存栏 4.53 亿头、10216 万头、32627 万只和 67.7 亿只，中国饲料存在供需缺口，饲料下游需求有望整体保持小幅增长。

行业整合升级，集中度不断提高。饲料行业在不断向集团化、规模化方向发展，未来经营规模小、技术落后、抗风险能力低的饲料加工企业将在激烈的市场竞争中被淘汰。饲料加工企业开始提高饲料、畜牧及食品加工产业关联度，推动了饲料加工行业的转型和提升。

下游养殖产业变化倒逼饲料企业延伸产业链。近年来，由于养殖行业规模化提速，以家庭农场为代表的规模化养殖及大中型养殖企业逐步成为饲料的主要需求群体，下游养殖行业集中度的提升推动饲料行业集中度提升，导致饲料行业需求发生变化。受此影响，饲料企业的发展路径发生调整。

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

2. 生猪养殖行业

（1）行业概况

随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，中国生猪养殖集中度持续提升，但集

中度仍比较低，导致其具有较大的周期波动性。

生猪养殖行业下游需求量与人民生活水平息息相关，并具有刚性。猪肉产量稳居各畜产品之首，无论是产量还是产值均占畜禽养殖行业的 50%以上，总产值已接近 2 万亿。

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，中国生猪养殖结构不断优化，行业集中度持续提升，但生猪养殖行业集中度仍比较低。截至 2022 年底，中国生猪养殖行业 CR10 虽由上年的 12.34% 上升至 20.4%，但整体处于较低水平。目前中国肉猪养殖主体仍为散养农户，产能上下波动随意性强，导致生猪养殖行业具有较大的周期波动性。

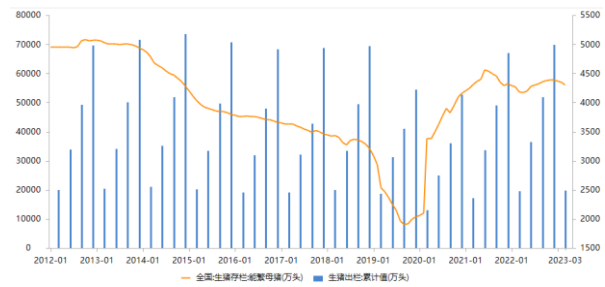
（2）生猪产能及产量分析

本轮猪周期自 2018 年开始，周期波动剧烈。2018 年，生猪养殖景气度低，非洲猪瘟爆发，中国生猪养殖户加速出栏、减少补栏。2019 年以来，中国能繁母猪和生猪存栏见底后，生猪养殖景气度大幅提升。2020 年，尽管得益于高景气度、生猪存栏有所增加，但非洲猪瘟叠加能繁母猪实际产能恢复不及预期等因素影响下，生猪出栏量仍处低位。2021 年以来，得益于前期高景气度补栏，生猪出栏量同比大幅增加。中国能繁母猪存栏量在 2021 年 7 月达到峰值后，开始逐步下降，2022 年全年，能繁母猪存栏量整体略高于正常保有量区间震荡。

生猪的供需错配形成猪价的周期波动，每轮猪周期持续时间约 3~4 年，在猪周期运行逻辑中，能繁母猪存栏量是先行指标，后备母猪仔培育为能繁母猪约需 4 个月，能繁母猪受孕分娩约需 114 天，仔猪育肥至出栏约需 6 个月。能繁母猪存栏量决定了未来 10~12 个月生猪出栏量，从而影响市场生猪供应。

上一轮猪周期为 2014—2018 年，除基本供需因素外，环保政策影响产能出清，规模化养殖后产肉效率的提升为本轮猪周期的极端情况埋下伏笔。本轮猪周期自 2018 年开始，受非洲猪瘟及保供措施快速扩张产能影响，本轮猪周期较之前几轮波动更为剧烈。根据农业农村部数据，2018—2022 年底，中国能繁母猪存栏量分别为 3205 万头、2036 万头、4161 万头、4329 万头和 4390 万头。其中 2019 年较上年底下降主要系 2018 年生猪养殖景气度低叠加非洲猪瘟、养户加速出栏减少补栏影响所致。2020 年底在行业高景气度带动下存栏数较上年底大幅增长，已超 2015—2017 年间的平均水平；在高猪价的拉动下，2020 年能繁母猪中的三元母猪占比较高，考虑到三元母猪繁殖能力下降 20%~50%，折合后能繁母猪的实际产能恢复低于预期。2021 年以来，能繁母猪存栏量持续增加，截至 2021 年 6 月底，中国能繁母猪存栏量为 4564 万头，达到本轮周期峰值；截至 2021 年 7 月底，能繁母猪存栏量迎来连续增长 21 个月后的首次下降。2022 年一季度，随着猪价下行，农户养殖意愿减弱，能繁母猪存栏量有所下降，2022 年 4 月底降至全年底部 4177 万头；随着下半年猪价回升，农户补栏意愿增强，能繁母猪存栏量有所增长；截至 2022 年底，我国能繁母猪存栏量同比微增 0.70%。以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照，农业农村部设定全国能繁母猪正常保有量约为 4100 万头；截至 2022 年底，能繁母猪存栏量 4329 万头，约相当于正常保有量的 105.59%，2022 年全国能繁母猪存栏量略高于产能调控绿色合理区域（3895 万头~4305 万头）上限。进入 2023 年后，由于猪价大跌与冬季非瘟影响，一季度能繁母猪存栏开始连续环比下降。

图 3 2012 年以来中国能繁母猪存栏（左轴）及生猪出栏（右轴）情况



资料来源：Choice，联合资信整理

出栏生猪方面，根据国家统计局公布数据，2018—2021 年，中国生猪出栏头数波动下降，分别为 6.94 亿头、5.44 亿头、5.27 亿头、6.71 亿头和 7.00 亿头。其中 2019 年同比下降 21.57% 主要系能繁母猪存栏减少叠加非洲猪瘟影响所致；2020 年同比下降 3.15% 主要系非洲猪瘟影响、能繁母猪实际产能恢复不及预期、三元母猪留种以及二次育肥等因素影响所致。2021 年生猪出栏量同比大幅增加 27.37%，一方面受 2020 年底行业高景气度影响，能繁母猪存栏充裕；另一方面随着 2021 以来猪价持续下降，市场上猪养殖户着手出清前期加速补栏形成的低效三元母猪。2022 年，生猪出栏量同比增长 4.27%，由于前期能繁母猪存栏量处于高位，出栏量继续增加，但增速有所下降。

（3）行业上下游及产品价格情况

生猪养殖行业的上游为饲料行业，下游为中国居民的刚性需求，供给基本决定了猪肉价格。2019 年以来，持续攀升的粮食及饲料价格对生猪养殖企业产生较大升本控制压力。2018—2020 年，中国猪肉价格持续增长，2021 年以来，随着能繁母猪产能释放，猪价快速下跌，生猪养殖行业盈利能力大幅下滑。2022 年猪价先降后升，2022 年下半年，受产能去化、消费等因素影响，猪肉价格出现反弹迹象。2023 年以来，猪价有所回落。

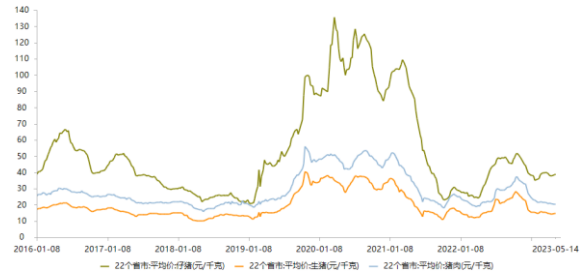
生猪养殖行业上游主要为饲料行业，下游主要是居民肉食消费需求。饲料行业分析详见“饲料行业”部分。

根据国家统计局数据，2020—2022 年，中国人均猪肉消费量分别为 18.2 公斤、25.2 公斤

和 26.9 千克，同比分别下降 10.34%、增长 38.46% 和增长 6.7%，在猪肉比价较低时存在对猪肉消费的明显偏好。按 14 亿人口进行计算，全国居民家庭消费猪肉 3766 万吨，折合生猪 4.76 亿头，在 2022 年全国生猪出栏量中所占的比重约为 68%。就全国居民家庭猪肉消费量来看，目前全国猪肉供大于求。此外，在中国饮食和烹饪体系下，猪肉消费为刚性需求，供给端基本决定了猪肉价格。

自 2018 年非洲猪瘟爆发以来，中国生猪养殖户加速出栏、减少补栏，生猪产能供给紧张，猪肉价格高位运行。生猪养殖行业景气度提升拉动养殖户补栏热情高涨，2020 年 11 月，能繁母猪存栏量突破 4100 万头。受生猪存栏增加、种群密度加大，能繁母猪中三元母猪占比较高，非洲猪瘟野毒和疫苗毒扩散速度加快三方面因素影响，中国生猪养殖难度加大、供应紧张，2020 年底—2021 年初，猪肉平均价格仍保持在高位。进入 2021 年后，生猪产能开始集中释放，生猪价格快速走低，生猪养殖行业景气度大幅下降，中国 22 省市生猪平均价格自 2021 年 1 月 8 日 36.34 元/公斤的高点震荡下跌，6 月已跌破行业平均成本线（约 16~19 元/公斤），于 10 月 8 日下探至 10.78 元/公斤的年内低点。2021 年四季度—2022 年一季度，受冬季猪肉消费增加、节假日消费增加及运输受阻等因素影响，猪价小幅回升，整体仍在低位区间震荡；2022 年二、三季度，猪价开始缓慢上涨，其中，三季度猪价维持较低水平运行，四季度受部分养殖户二次育肥、压栏及周期性因素的影响，猪价快速上涨至 10 月底的年内高点，22 个省市仔猪、生猪和猪肉平均价格分别为 51.76 元/千克、27.46 元/千克和 37.23 元/千克；2022 年 11 月—2023 年 5 月，由于前期猪价回升农户补栏意愿增强、能繁母猪高存栏量增加猪肉供给，压栏及二次育肥肥猪出栏体重偏高，以及节后需求下降等综合因素影响，猪价有所回落。

图 4 2016 年以来中国仔猪、生猪及猪肉价格情况（单位：元/千克）



资料来源：Choice，联合资信整理

（4）行业政策

从政策上看，2021 年以来，随着中国生猪养殖产能快速增长，国家出台相关政策，以调控能繁母猪存栏量、推动生猪产能恢复常态。由于猪肉价格关乎民生，国家政策可以加强国家对规模化猪场的产能监控，提升行业集中度，平缓猪价震荡，减小猪周期波动幅度。

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

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

2021 年 9 月 23 日，农业农村部发布了《生猪产能调控实施方案（暂行）》（以下简称“方案”）。方案指出，能繁母猪是生猪生产的基础和市场供应的“总开关”，只要能繁母猪存栏量变动保持在合理区间，仔猪生产就有保障，生猪市场供应和猪肉价格就能保持相对稳定。“十四五”期间，以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在 4100 万头左右，最低保有量不低于 3700 万头。按照生猪产能调控要求，将能繁母猪存栏量变动划分为

绿色、黄色和红色 3 个区域，采取相应的调控措施。

2022 年 2 月，《中共中央国务院关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》提出，要稳定生猪生产长效性支持政策，稳定基础产能，防止生产大起大落。

收储和放储方面，2022 年上半年由于生猪价格持续下跌，猪粮比价一度跌至 4.89:1，触发《完善政府猪肉储备调节机制做好猪肉市场保供稳价工作预案》中规定的过度下跌一级预警，为防止生猪价格过度下跌，提振市场信心，上半年中央共进行了十三批十六次中央冻猪肉收储通知，累计挂牌收储 51.80 万吨，但因流拍实际收储量仅为 10.14 万吨。2022 年下半年猪价快速上涨，为稳定生猪行情，国家于 9 月、10 月和 11 月多批次投放猪肉储备，计划放储量为 13.71 万吨，已全部成交。

此外，2022 年 7 月和 9 月，国家发展和改革委员会两次约谈中国畜牧业协会、肉类协会以及多家大型生猪养殖企业和屠宰企业，要求大型养殖企业带头保持正常出栏节奏、顺势出栏适重育肥生猪，不盲目压栏，提醒企业不得囤积居奇、哄抬价格，不得串通涨价；明确表示将适时采取储备调节、供需调节等有效措施，防范生猪价格过快上涨，并会同有关部门加强市场监管，严厉惩处捏造散布涨价信息、哄抬价格等违法违规行为，维护正常市场秩序，促进行业长期健康发展。

（5）未来发展

本轮猪周期于 2021 年初进入下行通道，目前处于 2006 年以来第四个猪周期结尾与第五个周期起步中间的过渡阶段，生猪养殖企业面临猪价下行和成本上涨双重压力。考虑到能繁母猪存栏量自 2021 年 7 月达到峰值后，高位震荡整理，于 2022 年 12 月出现下降，预计猪价仍将低位震荡徘徊，此后有望迎来猪周期上行机会。叠加种猪及猪苗成本下降，生猪养殖企业亏损幅度收窄或有望实现盈利。本轮周期后，抗风险能力较弱的生猪养殖户将进一步出清，生猪养殖行业集中度有望提升，行业格局将有所优化。

上游原材料与成本方面，在目前全球范围内粮食作物种植成本整体提升的背景下，预计 2023 年玉米和豆粕等原料价格有一定回落，但下行空间有限。此外，非洲猪瘟等不确定性事件对生猪养殖企业在中间生产过程中的环境保障和动物疫病防范中的成本控制提出了挑战。

生猪产能和猪肉价格方面，由于养猪的时间更长，因此养猪具有更加明显且稳定的周期特征。一个“猪周期”通常是 3~5 年，且近年来由于养猪企业与养殖户的规模逐步增大，在行情低迷期的维持能力增强，所以“猪周期”也在逐渐拉长。自 2006 年以来，我国已经经历了四个完整的周期，目前处于第四个周期结尾与第五个周期起步中间的过渡阶段。2021 年 7 月底，中国能繁母猪存栏量达到本轮猪周期最高点，之后高位震荡整理：随着猪价下行、能繁母猪产能持续去化，于 2022 年 4 月出现低点；随着 2022 年三、四季度养殖企业盈利改善，农户母猪补栏积极性提高，能繁母猪存栏量于 12 月底迎来第二高点后开始下行。由于能繁母猪存栏指标领先于生猪存栏指标约 10~12 个月，预计 2023 年下半年供应节奏加快，全年生猪供应仍较为充足，随着产能下降、宏观经济及居民消费的恢复、有望推动猪周期逐步转入上行区间。考虑到 2022 年猪价低位运行，种猪与外购猪苗价格同比较低，预计 2023 年出栏生猪综合成本有望下降，生猪养殖企业亏损幅度收窄或有望实现盈利。

行业内企业运营与信用状况方面，在成本高企及猪肉价格低迷的双重背景下，行业内企业盈利能力受到了重大冲击，在猪价低位整理阶段，经营管理、成本控制和资金周转等能力相对较强的头部企业，在抵御猪周期波动影响方面会表现出更强的抗风险能力。

政策方面，2022 年以来，国家密集的收储行动和生猪产能调控方案的出台显示了国家在助推生猪产能常态化方面的激励和深入细化调控监测。同时，对规模化猪场的产能监控和支持

政策,有利于行业集中度提升,减小周期波动振幅。

行业发展方面,本轮猪下行周期进程中,生猪养殖企业面临亏损程度加深、盈利能力下降、营运现金流紧张和再融资能力弱化等风险;抗风险能力较弱的中小规模养殖户退出市场可能性加大,而具有成本优势的头部猪企度过周期底部的能力更强,并能在周期低谷储备产能、蓄力新周期的盈利增长;因此,生猪养殖行业集中度有望进一步提升,未来猪周期造成的行业波动纵深可以进一步平滑。此外,生猪养殖企业下游的产品形式呈多元化发展,“调猪向调肉转变”。生猪养殖企业可通过新增屠宰产能以及延伸产业链,或通过兼并、合资、联营等多种方式向食品初加工、深加工纵深发展,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。通过以上方式,有助于生猪养殖企业安全度过猪周期。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2023年3月底,公司股本总额为45.38亿股,其中新希望集团直接持有公司10.89%的股份,通过南方希望间接持有公司29.28%的股份,为公司控股股东;刘永好先生为公司实际控制人。截至2023年3月底,公司控股股东及实际控制人所持公司股份不存在质押情形。

2. 企业规模及竞争力

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

(1) 规模优势

公司饲料加工规模优势突出。2022年公司内外销饲料销量合计达2842万吨,约占全国总量的9.4%;其中禽料1526万吨,约占全国总量的12.6%,居全国第一;猪料1070万吨,约占全国总量的7.9%,水产料171万吨,约合全国总量的6.8%,均位列全国前三;反刍料43万吨,约占全国总量的3.1%,处于全国前列。

公司畜禽养殖规模优势明显。2022年,公司屠宰3.5亿只白羽肉鸭,占全国肉鸭产量的8.7%,位列全国第一;屠宰3.0亿只白羽肉鸡,占全国白羽肉鸡产量的4.9%,位列全国第四;合计产出165万吨禽肉,位列全国第二。截至2022年底,公司建成及在建的种猪场产能按照母猪产床规模约为165万头,建成及在建的自育肥场产能约为480万头的存栏规模;2022年全年生猪出栏数达1462万头,位列全国第三。

公司食品业务在国内具有一定影响力,并在如四川、华北、华东等地处于相对领先梯队。

(2) 品牌优势

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

公司食品板块旗下“美好”和“千喜鹤”等品牌多年以来得到业界客户、合作伙伴的认同。

(3) 技术优势

在饲料业务板块,经过多年积累,公司已经建立起全行业最大的饲料营养与原料数据库,可以及时地制定最优的营养和成本组合。禽产业方面,公司已形成系统化技术和管理能力,只供健雏、苗种成本、苗种质量等指标具有一定优势;公司与中国农业科学院合作培育的具有完全知识产权的“中新瘦肉型北京鸭”,各项生产指标均达国际先进水平。生猪养殖方面,在公司正常运营的母猪场中,二元母猪生产的平均PSY值保持在24以上,处于行业领先水平。整体看,公司在育种、养殖、管理和设备创新方面具有成体系的技术优势。

(4) 渠道优势

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

阿里、美团等平台展开合作，布局新零售业态。

(5) 产业链一体化优势

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

3. 企业信用记录

根据公司提供的企业信用报告（中征码：5103040000023848），截至2023年6月6日，公司无已结清或未结清的关注类、不良类贷款信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事及高级管理人员部分发生变动，公司股权结构以及主要管理制度未发生重大变化，管理运作正常。

表3 2022年公司董事、监事、高级管理人员变动情况

姓名	担任的职务	类型	日期	原因
王佳芬	独立董事	被选举	2022年05月31日	换届选举
吉跃奇	监事	被选举	2022年05月31日	换届选举
黄坤	人力资源总监	聘任	2022年01月06日	董事会聘任
李爽	工程与设备运营总监	聘任	2022年05月31日	董事会聘任
Deng Feng (邓锋)	独立董事	任期满离任	2022年05月31日	换届选举

杨芳	监事	任期满离任	2022年05月31日	换届选举
孙道菊	监事	任期满离任	2022年05月31日	换届选举
吉崇星	副总裁	任期满离任	2022年05月31日	换届选举
朱利强	总裁助理	任期满离任	2022年05月31日	换届选举

资料来源：公司年报

八、重大事项

公司拟向第一大股东非公开发行股票。

2022年1月6日，公司发布《2022年度非公开发行股票预案》称，公司第八届董事会第四十九次会议及2022年第一次临时股东大会审议通过了“关于公司非公开发行股票方案的议案”，公司拟向南方希望非公开发行股票，本次发行数量不超过36764.7058万股，每股面值为1元，发行价格为12.24元/股，总募集资金不超过45.00亿元，上述事项已获得中国证监会受理。公司于2022年8月收到中国证监会出具的《关于核准新希望六和股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可〔2022〕1747号），自核准发行之日起12个月内有效。

2023年2月，公司发布公告称，第九届董事会第十次会议、第九届监事会第七次会议审议通过了《关于提请股东大会延长非公开发行股票股东大会决议有效期的议案》，董事会提请股东大会将本次非公开发行股票的股东大会决议有效期自原届满之日起延长12个月。除延长上述有效期外，公司本次非公开发行股票方案其他内容不变。该事项已经公司2022年年度股东大会审议通过。

九、经营分析

1. 经营概况

2022年，受益于公司饲料销售价上涨、生猪销售量价齐升、禽产业景气度回升，公司营业总收入增长，亏损程度有所减轻。2023年一季度，公司亏损情况延续，但幅度有所收窄。公司通过多重方式改善生产经营效率、降低养殖

成本、调整发展节奏，资本支出压力得以缓解；公司行业地位保持稳定，饲料养殖业务对公司盈利有较强的平滑作用。2022年以来，猪价维持低位震荡整理，未来随行业周期的进一步运行，公司生猪养殖业务盈利能力有望得到恢复。

跟踪期内，公司业务仍主要为饲料、禽产业、猪产业和食品等。2022年，公司实现营业总收入1415.08亿元，同比增长12.07%；营业成本1321.13亿元，同比增长6.34%；营业利润率为6.47%，同比提高5.04个百分点。此外，由于公司财务费用上涨，以及猪价低位运行、公司计提大额资产减值损失，同时优化淘汰低效种猪等多因素共同影响，公司出现亏损，但亏损额有所收窄。2022年，公司利润总额-17.60亿元，亏损额同比下降80.64%；公司净利润-18.99亿元，

亏损额同比下降80.01%。

公司主营业务收入占营业总收入的比重为99.61%，主营业务突出。从收入构成看，2022年，公司饲料业务收入同比大幅增长，主要系饲料售价上涨所致；由于鸡、鸭产销量下滑，禽产业收入随之小幅下降；猪产业收入同比大幅增加，主要系生猪出栏量增加、公司生猪销售价格上涨所致。食品业务包括猪屠宰、肉制品深加工和调理预制菜等，2022年，食品业务收入同比增长，主要系生食（猪产品）产、销量增加所致；商贸业务内容主要为饲料原料采销业务，商贸收入同比小幅增长。食品和其他业务收入规模较小，对公司营业收入影响不大。

表4 公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2020年			2021年			2022年			2023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	516.46	47.03	7.22	708.17	56.08	6.51	791.78	55.95	6.48	184.51	54.42	4.25
禽产业	183.79	16.73	4.94	182.29	14.44	1.70	181.48	12.82	3.17	45.78	13.50	6.24
猪产业	247.77	22.56	23.13	172.03	13.62	-21.20	223.97	15.83	13.60	57.52	16.96	-12.56
食品	88.45	8.05	10.85	90.40	7.16	2.21	108.51	7.67	8.75	29.54	8.71	-2.01
商贸	55.79	5.08	2.51	101.46	8.04	1.98	102.40	7.24	-5.30	20.08	5.92	2.00
其他	5.99	0.55	30.79	8.27	0.66	41.96	6.93	0.49	34.19	1.64	0.48	40.88
合计	1098.25	100.00	10.61	1262.62	100.00	1.60	1415.08	100.00	6.64	339.07	100.00	1.16

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

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2022年，饲料业务毛利率小幅下降，利润被压缩，但仍有一定盈利空间。受禽行业景气度回升影响，禽产业毛利率同比上升。由于公司销售猪价上涨、养殖能力提升、养殖成本下降，猪产业毛利率同比由负转正。同期，食品业务的毛利率同比上升，主要系公司业务养、宰、生、熟联动，产业链综合优势提高所致。商贸业务和其他业务的毛利率变化较大，主

要系业务结构所致。受上述因素综合影响，2022年，公司综合毛利率同比上升。

从公司产品销售的区域分布来看，2022年，公司仍以国内销售收入为主，占比维持在85%以上；国外收入仍主要来自于印度尼西亚、越南、新加坡、菲律宾、缅甸、老挝、柬埔寨等东南亚国家。

表5 公司营业总收入分布区域（单位：亿元、%）

区域	2020年		2021年		2022年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内	986.36	89.81	1124.01	89.02	1241.49	87.73
国外	111.89	10.19	138.61	10.98	173.58	12.27
合计	1098.25	100.00	1262.62	100.00	1415.08	100.00

资料来源：公司提供

2023年1—3月,公司实现营业总收入339.07亿元,同比增长14.92%,主要系禽及饲料售价增长及生猪出栏量增加所致;营业成本335.12亿元,同比增长10.87%;营业利润率为0.96%,同比提高3.60个百分点。2023年1—3月,实现利润总额-19.38亿元,亏损额同比下降43.24%,实现净利润-19.89亿元,亏损额同比下降42.56%。亏损程度有所收窄。

2021年,生猪养殖行业景气度进入下行通道,2022年下半年,猪价虽有所回升但整体处于较低水平,公司通过多重方式改善生产经营效率、降低养殖成本、主动调整发展节奏。具体看,非洲猪瘟防控环节,在2022年4季度到2023年1季度的最新一轮冬春季节防非工作中,公司发病场线数量同比一年前减少近30%,损失猪只头数减少近40%,2023年1季度非生产天数(NPD)同比缩减近50%。种猪环节,2022年四季度,35天受胎率保持在91%以上,较一季度提升3个百分点;母猪非生产天数降至35天左右,较一季度缩短了2/3,窝均断奶数保持在10.4头左右,较一季度提高了约1.5头;PSY达到23头,较一季度提高了约3头;断奶成本降至400元/头左右,较一季度下降约130元/头。育肥环节,2022年四季度,料肉比降至2.9,较一季度下降0.5;上市率接近90%,较一季度提升10个百分点;肥猪出栏成本降至16.7元/kg,较一季度下降2元/kg,其中南方区域因受非瘟影响更小,多个战区养殖成本都已降至16元/kg以下,个别区域甚至降至15.5元/kg左右。未来随着公司养殖能力提升及猪周期运行,有望2023年内继续实现

对盈利能力的修复。

2. 饲料

2022年,饲料业务主要原材料采购均价均大幅上涨,公司根据市场行情动态调整采购策略,不同原材料采购量涨跌不一。饲料产品销量同比有所提高;虽然各种饲料的售价均有所上涨,但售价涨幅不足以覆盖原材料价格的上涨,公司利润空间被一定程度压缩。

(1) 采购

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

公司饲料板块采购的主要的原材料为玉米、豆粕和小麦(在玉米价格上涨时做替代)。

采购量方面,公司根据市场原料供应情况及不同原料价格波动,通过小麦、高粱、糙米等低价原料替代等方式动态调整饲料配方,2022年,玉米、豆粕、花生粕、棉粕、高粱采购量有所增长,赖氨酸、蛋氨酸、糙米采购量有所下降;小麦采购量大幅下降,主要系公司根据原料价格动态调整饲料产品配方所致。

采购价格方面,2022年,公司主要原材料的采购均价均不同程度上涨。整体看,公司面临成本上涨风险,且随着国内生猪、肉禽存栏量较高、宏观经济、中美贸易摩擦及俄乌冲突等国际形势等多方面影响,粮食等原材料后期下降空间有限,对公司成本控制形成一定压力。为应对上述情况,公司对原料采购体系进行优化,与多家国内外原料供应商建立战略合作关系,控制原料价格波动风险。

表6 公司饲料业务主要原材料采购情况(单位:万吨、元/吨、亿元)

类别	2020年			2021年			2022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	818.32	2181.85	178.55	706.54	2450.66	173.15	875.52	2769.07	242.44
豆粕	277.08	3049.37	84.49	372.68	3357.18	125.12	382.76	3938.10	150.73
花生粕	18.07	3078.47	5.56	21.23	3428.95	7.28	21.72	4362.06	9.47
赖氨酸	13.30	4491.85	5.97	19.50	6072.52	11.84	19.00	6282.22	11.94
棉粕	5.86	3093.57	1.81	8.98	3425.57	3.08	9.18	4483.09	4.12
蛋氨酸	3.30	16548.22	5.46	4.89	17182.95	8.40	4.07	18491.67	7.53

小麦	122.02	2369.58	28.91	520.34	2597.37	135.15	148.40	2926.05	43.42
高粱	43.76	1678.15	7.34	61.52	2498.29	15.37	82.19	2842.30	23.36
糙米	6.74	2324.60	1.57	45.38	2605.68	11.83	6.47	2808.30	1.82
合计	1308.45	--	319.66	1761.06	--	491.22	1549.31	--	494.83

资料来源：公司提供

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

表 7 2022 年公司前五大供应商情况
(单位：亿元、%)

序号	供应商名称	是否关联方	采购金额	占当期采购总额的比例
1	中粮集团有限公司	否	71.87	4.84
2	中国储备粮管理集团有限公司	否	55.38	3.73
3	益海嘉里金龙鱼粮油食品股份有限公司	否	42.55	2.86
4	四川新希望贸易有限公司	是	26.69	1.80
5	山东泰山粮食储备集团有限公司	否	25.66	1.73
合计		--	222.15	14.96

注：1. 上表为根据公司总体采购额计算得出的前五大供应商，非饲料板块的前五大供应商；2. 部分数据存在未查系四舍五入造成

表 8 公司饲料业务产能、产量及产能利用率情况 (单位：万吨/年、万吨、%)

项目	2020 年			2021 年			2022 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
国内	3342.00	2028.00	60.68	4343.64	2454.00	56.50	4574.94	2391.94	52.28
国外	630.00	345.00	54.76	634.76	408.43	64.34	665.66	430.28	64.64
合计	3972.00	2373.00	59.74	4978.40	2862.43	57.50	5240.60	2822.22	53.85

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

(3) 销售

跟踪期内，公司饲料销售模式无重大变化，客户仍然主要包括经销商和养殖户两类，分别适用经销模式和直销模式；以经销模式为主，2022 年占比由上年的约 66.30% 小幅上升至 66.70%。

公司饲料产品主要包括禽饲料、猪饲料和水产料。

销量方面，2022 年，猪饲料销量同比增加，主要系生猪存栏保持高位所致；禽饲料销量同

资料来源：公司提供

采购集中度方面，公司前五大供应商（均非关联方）大部分产生自饲料板块（小部分产生自猪产业），2022 年，前五大供应商采购额占当年采购总额的比例由上年的 17.87% 下降至 14.96%，集中度较低，不存在对单一供应商的依赖。

(2) 生产

跟踪期内，公司生产模式仍为“以销定产”。由于各类饲料的产线共用性较强，公司按照综合产能进行统计。截至 2022 年底，公司饲料年产能同比有所增加。公司所辖饲料厂散布国内主要区域，设备技术处于行业领先水平。

2022 年，公司饲料产量、产能利用率同比微幅下降，整体变化不大。结合行业情况，公司产能利用率尚可。

比小幅减少；水产料和其他各类饲料销量小幅增长。综上，公司各类饲料产品销量合计为 2842.11 万吨，同比增长 1%，其中外销料销量为 2104 万吨，同比下降 1%。

销售均价方面，2022 年，随着粮食等原材料价格上涨，公司主要饲料产品价格同比均不同程度增长。整体看，公司饲料售价涨幅不足以覆盖原材料价格的上涨，利润一定程度被压缩。

产销率方面，2022 年，公司饲料产品产销率仍保持在 99% 以上。

表9 公司饲料业务主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

类别	2020 年		2021 年		2022 年	
	销量	销售均价	销量	销售均价	销量	销售均价
猪饲料	671.00	2987.86	994.54	3264.48	1070.04	3652.40
禽饲料	1540.00	2654.08	1605.99	3087.65	1526.02	3538.80
水产料	131.00	3593.98	161.32	4146.44	178.42	4746.20
其他料	49.00	5467.92	62.31	5209.35	67.63	3555.20
合计	2392.00	--	2824.15	--	2842.11	--

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

客户集中度方面，由于公司饲料业务下游客户为经销商和养殖户，客户集中度很低。

3. 禽产业

2022年，受成本上涨、控产影响，公司禽产业的产能、产量同比有所下降，销量同比随之减少，产品销售均价有所上涨。

（1）采购

跟踪期内，禽产业板块的采购内容仍主要包括种禽、兽药、养殖及屠宰设备。

种禽采购方面，公司采取“以产定采”的采购模式。禽产业BU在总部层面设置了种禽事业部，根据每月商品肉禽宰杀产量核定种禽采购计划量，并于每月固定日期与种禽供应商进行次月采购计划的对接。供应商根据公司提供的采购计划，直接向公司各分子公司销售种禽，并通过公司总部统一结算。

兽药采购方面，公司采取总部集中、统一采购的模式。公司总部集采小组负责统筹公司兽药采购相关工作，各兽药使用单位每月上报兽

药采购需求，由集采小组兽药项目采购人员进行统计、汇总，并于每月固定时间集中采购两次。公司对兽药库存进行严格管理，将兽药库存严格控制在20天以内。

养殖及屠宰设备采购方面，公司根据设计规划和工艺流程向供应商提出成套定制化产品需求和技术要求，委托供应商进行成套设备的设计、制造、安装、调试及试生产工作。

（2）生产

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

种禽养殖方面，公司实行“自养自繁”模式；商品代禽养殖方面，公司实行以“公司+农户”合作养殖为主，一体化自养为辅的养殖模式，并积极向后者转型；禽屠宰方面，公司以市场为导向，根据放养合同安排宰杀计划。

2022年，公司鸡一体化产能同比下降、鸭一体化产能同比增加。同期，鸡一体化和鸭一体化业务产量同比均小幅减少，主要系饲料成本高，公司对鸡鸭控量、控成本宰杀所致；禽产业的产能利用率随之小幅下降。

表10 公司禽产业板块产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目	2020 年			2021 年			2022 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	86.95	81.65	93.90	86.95	80.29	92.34	71.62	68.20	95.23
鸭一体化	127.06	112.06	88.19	127.06	100.06	78.75	131.76	96.95	73.58
合计	214.01	193.71	90.51	214.01	180.35	84.27	203.38	165.15	81.21

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

2022年，公司鸡一体化和鸭一体化业务销量同比均有所减少，主要系产量减少所致。禽产

业板块产销率维持在较高水平。

销售均价方面，2022年，公司鸡一体化和鸭一体化产品销售均价同比均有所增长。

表 11 公司禽板块主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2020			2021 年			2022 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	81.70	9614.44	100.06	80.45	9663.10	100.20	69.86	10091.45	102.42
鸭一体化	104.03	8500.88	92.84	99.69	8772.45	99.62	94.72	9832.72	97.70
合计	185.73	1990.09	95.88	180.14	9170.23	99.88	164.58	9942.54	99.65

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司禽产业板块的销售结算方式无重大变化，仍主要为现款现货；存在少量赊销，账期最长30天。客户集中度方面，2022年，公司前五大客户大部分来自禽产业板块（小部分来自猪产业板块），占同期销售总额比例由上年的2.72%小幅上升至3.54%，仍属很低。

表12 2022年公司前五大客户情况

（单位：亿元、%）

序号	客户名称	是否关联方	销售收入	占当期销售总额的比例
1	成都天府乡村发展集团有限公司	否	24.29	1.72
2	上海六和勤强食品有限公司	是	7.47	0.53
3	东莞穗丰粮食集团有限公司	否	6.94	0.49
4	华宝食品股份有限公司	否	6.33	0.45
5	蚌埠天邦饲料科技有限公司	否	5.08	0.36
合计		--	50.12	3.54

注：上表为根据公司销售总额计算得出的前五大客户、非禽产业板块的前五大客户

资料来源：公司提供

4. 猪产业

2022年，猪价在低位震荡，公司提高养殖能力、控制猪产业发展节奏，生猪养殖产能较为稳定，公司生猪产量及产能利用率有所提升，生猪销售均价同比有所上升。

(1) 采购

跟踪期内，猪产业仍是公司的重点发展板块之一。2022年，公司养殖成本²中，饲料占比为31.73%，全部由公司内部提供；兽药占比为

1.91%，由公司“以产定采，统谈分签”的模式进行采购，采购均价较稳定。同期，苗种成本占养殖成本的52.68%，生物性资产折旧占养殖成本的3.01%，合计占比较高。其他成本为人工成本、猪场固定资产折旧等，种类较多。公司建立了较为健全的供应商管理制度，从产品价格、质量、供货条件、交货及时性、信誉、售后服务及财务状况等方面对供应商的准入进行管理。

(2) 生产

截至2022年底，公司建成及在建的种猪场产能（按照母猪产床规模统计）由2021年底的超过190万头减少至约165万头，建成及在建的自育肥场产能由2021年底的700万头减少至480万头，变化原因主要为受非瘟影响，并结合自身生产管理能力的实际情况，公司对现有产能进行了一定优化调整。截至2023年3月底，公司能繁母猪存栏数量由2022年3月底的90万头减少至85万头；公司生猪存栏量由上年同期的约700万头减少至约650万头。

在商品猪育肥环节，公司在不同区域逐步建设育肥场。公司育肥场以“公司+农户”合作模式为主。截至2022年底，公司有肥猪投放存栏的合作放养农户由2021年底的1860户增加至2211户，主要由于生猪出栏量增加，公司现阶段仍以“公司+农户”合作养殖为主，一体化自养为辅。从养殖规模看，以规模更大的农户替代规模较小的农户，使养户平均规模较2021年提高了40%，养户结构有所优化。2022年，公司一体

² 养殖成本统计口径包含禽产业和猪产业

化自养与合作放养的全年出栏量比例约为3:7，年底存栏量比例约为3:7。随着2020年以来，公司一体化自养产能的陆续竣工，预计一体化自养模式出栏数量将逐步提升。公司未来将以一体化自养与公司+农户均衡发展的育肥模式。

跟踪期内，为防控非洲猪瘟，公司对农户/家庭农场按照防控标准进行更加严格的管理。一是补贴、协助养户完成棚舍的改造升级，使养殖条件达到非洲猪瘟防控标准。二是对农户/家庭农场进行全流程的非洲猪瘟检测与监控，包括上猪前场地检测、运输车辆检测、供料饲料厂检测、物料检测，并形成了及时报告制度。三是根据防非要求全面升级生物资产及安全生产、

兽药管理、环保管理等执行标准。四是对农户反复培训宣贯，全面落实执行上述标准。尽管自2018年中非瘟爆发以来，截至2022年底，公司育肥成活率已恢复接近90%，但考虑到“公司+农户”模式固有缺陷，公司可能持续面临非洲猪瘟疫病风险。

产能方面，2021年以来，公司进入稳健经营阶段。2022年，公司生猪养殖产能为3800万头/年，较为稳定。产量方面，随着前期高存栏量的种猪、仔猪的陆续出栏，2022年，公司生猪产量同比大幅增加；公司生猪养殖产能利用率随之提升。

表 13 公司生猪养殖业务产能及产量情况（单位：万头/年、万头、%）

项目	2020 年			2021 年			2022 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	2500.00	829.25	33.17	3800.00	997.81	26.26	3800.00	1461.39	38.46

资料来源：公司提供

（3）销售

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

2022年，随着公司生猪养殖产量增加，生猪销量同比大幅增长；公司共销售种猪、仔猪212.18万头、肥猪1249.21万头，合计1461.39万

头，同比增长46.46%。

2021年以来，生猪养殖行业进入下行周期，2022年，猪价整体仍在低位运行，公司生猪销售均价同比有所上升，主要系公司养殖能力提升、养殖成本下降、一等品率上升、淘汰率下降综合影响所致；公司猪产业毛利率由负转正。2023年1—3月，猪价有所回落，公司猪产业毛利率为-12.56%。

销售结算方式方面，公司猪板块业务结算仍主要为现款现货。

表 14 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	2020 年			2021 年			2022 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	829.25	34.39	100.00	997.81	17.72	100.00	1461.39	18.10	100.00

资料来源：公司提供

5. 食品

2022年，公司屠宰分割业务产能稳定，生食（猪产品）产销量同比大幅增加，销售价格有所下降。食品加工业务产能较稳定，肉制品和预制菜的产销量有所增长、销售均价有所下降。

（1）屠宰分割

2022年，公司屠宰产能同比有所增加。随着2022年以来生猪养殖行业存栏量高位震荡，屠宰分割板块的生食（猪产品）的产量、销量、产能利用率同比均大幅提高。但公司屠宰分割的产能利用率仍维持在较低水平。

表15 公司屠宰分割业务产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目	2020 年			2021 年			2022 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）	55.38	16.55	29.88	55.38	24.13	43.57	60.00	34.60	57.66

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

销售方面，公司持续优化渠道结构，提高非批市渠道占比。公司生鲜猪肉非批市渠道占比为40%。生食（猪产品）产销率仍保持在110%以上的高水平，产销率高于100%，主要系公司部分屠宰产线外购生猪所致。2022年，公司生食

（猪产品）销售均价同比有所下降，主要系在猪价较低时市场需求较大，公司在低价时屠宰量加大所致。

跟踪期内，公司屠宰分割业务销售结算周期仍为30天左右。

表16 公司屠宰分割业务主要产品销售情况（单位：万吨、万元/吨、%）

项目	2020 年			2021 年			2022 年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
生食（猪产品）	20.77	3.19	125.50	29.41	2.14	121.92	40.11	1.95	115.94

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

（2）食品加工

跟踪期内，食品加工业务主要产品仍为肉制品和预制菜。采购方面，食品加工业务所需鸡鸭类原材料全部由公司内部提供；所需猪类原材料的近20%由公司自供。生产方面，因种类繁

多且品类复杂，食品加工业务采用多品种批量柔性生产模式，以市场为导向。

2022年，公司肉制品和预制菜产品的产能、产能及产能利用率同比较为稳定。

表17 公司食品加工业务主要产品产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目	2020 年			2021 年			2022 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
肉制品和预制菜	21.12	18.74	88.73	30.23	22.15	73.27	30.23	22.61	74.78

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

跟踪期内，食品加工业务的销售模式仍为渠道销售和连锁直销相结合。2022年，肉制品和预制菜销量同比小幅增长，销售均价同比小幅下降，整体较为稳定。

跟踪期内，公司食品加工业务的销售结算

方式无重大变化，传统渠道的主要结算方式仍为现款现货，新兴渠道的账期一般不超过30天。公司食品加工业务产销率超过100%，主要系公司部分产品委外加工所致。

表18 公司食品加工业务主要产品销售情况（单位：万吨、万元/吨、%）

项目	2020 年			2021 年			2022 年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
肉制品和预制菜	21.68	1.73	115.69	25.35	1.90	114.44	26.87	1.88	118.87

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

6. 关联交易

2022年，公司关联交易占比较小，对公司经营及财务独立性影响较小。截至2022年底，公司在新希望财务有限公司的存款余额占公司

货币资金余额比例较大，联合资信将持续关注财务公司对公司资金的往来情况。

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

表19 公司关联交易及关联往来情况（单位：亿元、%）

年度	关联采购		关联销售		财务公司存贷款		关联往来款	
	采购金额	占采购总额比例	销售金额	占销售总额比例	存款余额	贷款余额	关联应收	关联应付
2020年	27.02	2.68	11.87	1.08	48.50	0.42	2.52	11.71
2021年	19.01	1.51	13.53	1.09	95.25	0.32	4.10	5.89
2022年	38.44	2.59	13.34	0.94	69.50	0.34	12.5	13.05

注：2021 关联采购额占总采购额比重为其占营业成本比重，关联销售额占总销售额比重为其占营业收入比重
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2022年，公司关联采购和关联销售在同期采购总额和销售总额中的占比均较小，对公司经营及财务独立性影响较小。公司公告定价方式公允。

截至2022年底，公司应收账款、应收票据、预付款项、其他应收款、其他非流动资产和应收利息等科目中发生的应收关联方款项余额为由上年的4.10亿元上涨至12.50亿元，主要系公司处置11家猪产业公司股权至成都天府兴新鑫农牧科技有限公司，原子公司往来尚未清理所致；公司应付账款等科目中发生的应付关联方款项余额由上年的5.89亿元上涨至13.05亿元。

截至2022年底，公司在新希望财务有限公司（以下简称“财务公司”）存款余额为69.50亿元，占同期货币资金余额比例为60.37%；贷款余额0.34亿元。公司与集团财务公司签订的《金融服务协议》规定，公司在财务公司存款利率不低于国内商业银行平均利率水平；此外，公司对

存放在财务公司资金可根据公司经营情况正常调配。

7. 在建及拟建工程

公司在建和拟建项目主要围绕生猪养殖进行，面临一定的资金支出需求。2021年以来，猪价步入下行通道，2022年，猪价整体处于低位，公司可能面临一定的投资回报不达预期的风险。为应对低迷的猪价，公司放缓投资节奏，控制资本开支。

公司主要在建项目均与生猪养殖相关，整体布局较为分散。截至2023年3月底，公司主要在建工程计划投资额为45.27亿元，已完成投资18.78亿元，未来尚需投资26.50亿元。

此外，截至2023年3月底，公司主要拟建项目尚需投资约11.65亿元，计划在2023年投资0.05亿元，项目暂缓，主要投向生猪养殖项目（覆盖祖代、父母代和自育肥各环节）。

表20 截至2023年3月底公司主要在建工程情况（单位：万元）

项目/设备名称	资金来源	总投资	截至2023年3月底投资进度	2023年4—12月预计投资
广东揭西赤告年出栏50万头生猪养殖项目	自筹资金	57785.60	26970.50	200.00
福建漳州龙海东泗乡西岭村年出栏30万头生猪养殖项目	自筹资金	62165.00	36975.82	1000.00
江苏徐州邳州占城镇毛山村年出栏30万头生猪养殖项目	自筹资金	60000.00	34634.08	1000.00
安徽五河长淮园艺场年出栏30万头生猪养殖项目	自筹资金	40000.00	33410.23	1000.00
山东利津李村屋子年出栏30万头生猪养殖项目	自筹资金	48495.36	11503.03	300.00
天津滨海联盟年出栏30万头生猪养殖项目	自筹资金	46049.44	11432.97	300.00
河北巨鹿项目年出栏30万头生猪养殖项目	自筹资金	41782.75	18121.97	1000.00
溧阳年出栏量15万头生猪养殖项目	自筹资金	42100.00	4693.38	200.00

诸城皇华镇年出栏 30 万头生猪项目	自筹资金	54328.92	10010.93	908.19
合计	--	452707.07	187752.91	5908.19

资料来源：公司提供

后续随着在建项目逐步建成并达产，公司猪产业板块产能将进一步增长。

为应对低迷的猪价，公司放缓投资节奏，控制资本开支。2022年，公司投资活动现金净流出82.34亿元，流出额同比下降51.41%；其中，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金68.53亿元，同比减少60.72%。

8. 经营效率

2022年，公司经营效率处于行业中上水平。

从经营效率指标看，2021—2022年，公司销售债权周转次数分别为123.38次和112.27次，存货周转次数分别为7.87次和7.81次，均有所下降，总资产周转次数分别为1.04次和1.05次，小幅提升。

与同行业其他企业相比，公司经营效率仍处于行业中上水平。

表 21 2022 年同行业公司经营效率情况

证券简称	应收账款 周转率 (次)	存货 周转率 (次)	总资产 周转率 (次)
牧原食品股份有限公司	799.80	2.83	0.67
江西正邦科技股份有限公司	52.33	3.80	0.41
天邦食品股份有限公司	167.83	3.72	0.50
温氏食品集团股份有限公司	176.28	4.00	0.86
北京大北农科技集团股份有限公司	37.05	6.96	1.12
新希望六和股份有限公司	119.87	7.81	1.05

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据

资料来源：Wind

9. 未来发展

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

未来，公司致力于以客户为中心，通过提供安全、可靠、更贴合需求的高品质产品或服务，成为全球值得信赖的优质蛋白及食品供应商和综合服务商。公司坚持规模、利润和能力并举，稳居中国农牧食品行业龙头，利润率达到国际

领先水平，与客户、供应商、业务伙伴一起实现共同富裕，成为绿色、环保、可持续，保证民生供应的事业。

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2022年财务报表已经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准的无保留审计意见。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和各项有关规定编制。公司2023年1—3月财务报表未经审计。

合并范围变化方面，截至2022年底，公司纳入合并财务报表范围内的子公司共761家；同比新增子公司11家，不再纳入合并范围的子公司35家。公司合并范围存在一定变动，但主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至2022年底，公司合并资产总额1366.79亿元，所有者权益437.15亿元（含少数股东权益144.71亿元）；2022年，公司实现营业总收入1415.08亿元，利润总额-17.60亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额1347.78亿元，所有者权益398.99亿元（含少数股东权益131.62亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入339.07亿元，利润总额-19.38亿元。

2. 资产质量

截至2022年底，公司资产规模小幅增长，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。公司现金类资产规模较大，资产受限比例很低，流动性良好。

截至2022年底，公司合并资产总额1366.79亿元，较上年底增长2.97%。其中，流动资产占26.01%，非流动资产占73.99%，公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 22 公司资产主要构成 (单位: 亿元、%)

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	290.54	26.55	348.20	26.23	355.49	26.01	334.57	24.82
货币资金	87.99	8.04	148.69	11.20	115.12	8.42	103.16	7.65
存货	156.50	14.30	159.26	12.00	179.01	13.10	169.29	12.56
非流动资产	803.90	73.45	979.14	73.77	1011.29	73.99	1013.21	75.18
长期股权投资	227.02	20.74	238.40	17.96	262.56	19.21	265.12	19.67
固定资产	288.61	26.37	337.36	25.42	356.83	26.11	--	--
生产性生物资产	117.98	10.78	89.12	6.71	75.77	5.54	71.81	5.33
在建工程	110.06	10.06	193.44	14.57	201.58	14.75	--	--
资产总额	1094.43	100.00	1327.34	100.00	1366.79	100.00	1347.78	100.00

资料来源: 公司财务报告、联合资信整理

(1) 流动资产

截至2022年底,流动资产355.49亿元,较上年底增长2.09%。

截至2022年底,公司货币资金115.12亿元,较上年底下降22.57%,主要系上年底公司资金较充裕,偿还部分债务所致。货币资金主要为银行存款(100.60亿元)。货币资金受限比例为6.06%,主要为准备持有至到期的定期存款,购买期货、担保公司保证金、票据保证金、复垦保证金等,受限比例较低。

截至2022年底,公司存货179.01亿元,较上年底增长12.40%,主要系公司根据采购规划,动态调整原材料储备所致。截至2022年底,存货账面价值主要由原材料(55.14亿元)、库存商品(33.58亿元)和消耗性生物资产(86.74亿元)构成,共计提跌价准备(或合同履约成本减值准备)7.06亿元。公司消耗性生物资产是指为出售而持有的生物资产,主要包括哺乳仔猪、保育仔猪、育肥猪、商品代肉鸡(鸭),易受疫病影响,且市场价格波动性较强,存在较大的减值风险;截至2022年底,公司消耗性生物资产余额93.22亿元,计提存货跌价准备6.48亿元,计提比例为6.95%。

(2) 非流动资产

截至2022年底,公司非流动资产1011.29亿元,较上年底增长3.28%。

截至2022年底,公司长期股权投资262.56亿元,较上年底增长10.14%。公司长期股权投资

主要由对中国民生银行股份有限公司(股票简称“民生银行”,股票代码“1988.HK”“600016.SH”)的投资构成(占82.46%),公司未对民生银行的长期股权投资计提减值准备。截至2022年底,公司通过控股子公司新希望六和投资有限公司持有的民生银行股份有限公司股份数为18.28亿股,所持民生银行股份有限公司股份无质押。2022年,公司确认的对民生银行的投资收益为13.01亿元,取得投资收益收到的现金为8.44亿元。

截至2022年底,公司固定资产356.83亿元,较上年底增长5.77%。固定资产原值主要由房屋及建筑物(279.57亿元)和机器设备(160.15亿元)构成,累计计提折旧109.24亿元;固定资产成新率77.71%,成新率较高。

截至2022年底,公司生产性生物资产75.77亿元,较上年底下降14.98%,主要系非瘟导致的死淘、公司优化淘汰低效种猪及对种猪、种鸡(鸭)计提减值准备增加所致。生产性生物资产是指为产出农产品而持有的生物资产,主要包括种猪、种鸡(鸭)。生产性生物资产均为畜牧养殖业,采用成本法计量;累计计提折旧21.03亿元,计提减值准备7.99亿元。

截至2022年底,公司在建工程201.58亿元,较上年底增长4.21%。在建工程主要由养殖公司改扩建工程(183.49亿元)构成。

截至2022年底,公司使用受限的资产账面价值共计21.01亿元,占资产总额的比例很低。

表 23 截至 2022 年底公司受限资产情况
(单位: 亿元、%)

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	6.98	0.51	准备持有至到期的定期存款, 购买期货、担保公司保证金、票据保证金、复垦保证金等
应收票据	0.10	0.01	用作短期借款质押物
固定资产	4.97	0.36	用作长、短期借款抵押物, 及开展融资性售后租回
无形资产	0.30	0.02	用作长、短期借款抵押物
长期股权投资	8.65	0.63	用作长期借款质押物
合计	21.01	1.54	--

注: 部分数据存在未查系四舍五入造成
资料来源: 公司年报, 联合资信整理

截至 2023 年 3 月底, 公司合并资产总额 1347.78 亿元, 较上年底下降 1.39%。其中, 流动资产占 24.82%, 非流动资产占 75.18%。公司资产以非流动资产为主, 资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至 2022 年底, 随着未分配利润的减少, 公司所有者权益有所减少, 公司权益稳定性较弱。截至 2023 年 3 月底, 公司所有者权益继续减少。

截至 2022 年底, 公司所有者权益 437.15 亿元, 较上年底下降 5.95%, 主要系未分配利润减少所致。其中, 归属于母公司所有者权益占比为

66.90%, 少数股东权益占比为 33.10%。在归属于母公司所有者权益中, 实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 15.52%、10.92%、36.03%、-2.96% 和 32.39%。截至 2022 年底, 公司其他权益工具主要为“希望转债”(1.92 亿元)、“希望转 2”(17.98 亿元)和永续债(12.00 亿元、包括可续期贷款)。整体看, 公司的所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2023 年 3 月底, 公司所有者权益 398.99 亿元, 较上年底下降 8.73%。其中, 归属于母公司所有者权益占比为 67.01%, 少数股东权益占比为 32.99%。在归属于母公司所有者权益中, 实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占归属母公司所有者权益的比例为 16.97%、11.18%、37.08%、-3.19% 和 29.05%, 所有者权益结构较上年底变化不大。

(2) 负债

2022 年以来, 公司负债和债务规模小幅增长, 债务负担进一步加重。公司随着部分长期债务即将到期, 公司短期债务有所提高, 但公司债务仍以长期为主。

截至 2022 年底, 公司负债总额 929.64 亿元, 较上年底增长 7.78%。其中, 流动负债占 53.53%, 非流动负债占 46.47%。公司负债结构相对均衡, 流动负债占比上升较快。

表 24 公司负债主要构成(单位: 亿元、%)

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	319.18	54.96	368.90	42.77	497.68	53.53	504.31	53.15
短期借款	103.99	17.91	151.59	17.58	133.59	14.37	174.26	18.37
应付账款	82.15	14.15	83.95	9.73	115.65	12.44	94.48	9.96
其他应付款	44.39	7.64	34.36	3.98	47.14	5.07	43.30	4.56
一年内到期的非流动负债	20.52	3.53	50.67	5.87	136.59	14.69	123.86	13.05
非流动负债	261.54	45.04	493.65	57.23	431.96	46.47	444.48	46.85
长期借款	229.02	39.44	327.12	37.93	275.28	29.61	288.74	30.43
应付债券	28.09	4.84	113.35	13.14	100.96	10.86	101.92	10.74
负债总额	580.73	100.00	862.55	100.00	929.64	100.00	948.79	100.00

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

截至 2022 年底, 公司流动负债 497.68 亿元, 较上年底增长 34.91%, 主要系应付账款和

一年内到期的非流动负债所致。

截至 2022 年底, 公司短期借款 133.59 亿元,

较上年底下降11.87%，主要系公司资金在充裕时偿还部分借款所致。公司短期借款主要为保证借款（23.96亿元）、信用借款（48.11亿元）和票据贴现借款（54.49亿元）。其中，票据贴现借款产生于公司内部采用票据结算的购销交易，收款方将所取得的票据在财务公司提前贴现。因具有融资性质，计入短期借款。

截至2022年底，公司应付账款115.65亿元，较上年底增长37.76%，主要系公司对不同材料与供应商谈判付款账期，账期增加所致。应付账款主要为原料款。

截至2022年底，公司其他应付款47.14亿元，较上年底增长37.20%，主要系暂借新希望集团、南方希望等关联方资金及暂收押金、保证金增加及限制性股票回购义务增加所致。公司其他应付款主要由暂借款（5.58亿元）和各种暂收押金、保证金（29.25亿元）构成。

截至2022年底，公司一年内到期的非流动负债136.59亿元，较上年底增长169.58%，主要系即将于一年内到期的长期借款和应付债券增加所致。

截至2022年底，公司非流动负债431.96亿元，较上年底下降12.50%，主要系部分非流动负债即将到期所致。

截至2022年底，公司长期借款275.28亿元，较上年底下降15.85%，主要系部分长期借款即将到期，转入流动负债所致。长期借款主要由保证借款（143.25亿元）和信用借款（120.25亿元）构成。从期限分布看，将于2024年到期的为117.94亿元，于2025年到期的为92.25亿元，于2026年及以后到期的65.08亿元。

截至2022年底，公司应付债券100.96亿元，较上年底下降10.93%，主要系部分债券即将到期所致。

截至2022年底，公司全部债务728.24亿元，较上年底增长3.20%。债务结构方面，短期债务占41.63%，长期债务占58.37%，结构相对均衡，其中，短期债务303.16亿元，较上年底增长39.05%，主要系部分长期债务即将到期所致；长期债务425.08亿元，较上年底下降12.82%。

从债务指标来看，截至2022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68.02%、62.49%和49.30%，较上年底分别提高3.03个百分点、提高2.20个百分点和下降1.90个百分点，公司债务负担同比有所减轻。如将永续债调入长期债务，截至2022年底，公司全部债务增至740.24亿元。债务结构方面，短期债务303.16亿元（占40.95%），长期债务437.08亿元（占59.05%）。从债务指标看，截至2022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68.89%、63.52%和50.69%，较调整前分别上升0.88个百分点、1.03个百分点和1.39个百分点。

截至2023年3月底，公司负债总额948.79亿元，较上年底增长2.06%，负债结构较上年底变化不大。截至2023年3月底，公司全部债务770.71亿元，较上年底增长5.83%。债务结构方面，短期债务占43.25%，长期债务占56.75%，其中，短期债务333.32亿元；长期债务437.39亿元。从债务指标来看，截至2023年3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70.40%、65.89%和52.30%，较上年底分别提高2.38个百分点、3.40个百分点和3.00个百分点。如将永续债调入长期债务，截至2023年3月底，公司全部债务增至780.71亿元。债务结构方面，短期债务333.32亿元（占42.69%）、长期债务447.39亿元（占57.31%），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71.14%、66.74%和53.49%，较调整前分别上升0.74个百分点、0.85个百分点和1.20个百分点。公司债务负担继续加重。

4. 盈利能力

2022年，公司营业总收入同比增长，亏损程度减轻，费用控制能力尚可。2022年以来，猪价整体处于低位，粮食等原材料价格高企，同时公司计提较大额度资产减值损失和发生营业外支出。2022年，来自民生银行的投资收益同比增加，对公司盈利形成重要支撑。跟踪期

内，通过经营和财务调整，公司经营成本有所下降，行业地位保持稳定，饲料养殖业务对公司盈利有较强的平滑作用，未来随着猪周期的运行及公司经营成本的下降，公司整体盈利能力有望得到修复。

公司营业总收入及利润总额变动情况的分析参见“经营分析—经营概况”。

表25 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2020年	2021年	2022年
营业总收入	1098.25	1262.62	1415.08
营业成本	981.75	1242.36	1321.13
费用总额	60.49	75.14	85.89
其中：销售费用	14.53	17.91	17.20
管理费用	34.31	43.17	46.78
研发费用	2.65	2.90	3.00
财务费用	9.00	11.17	18.91
投资收益	15.25	13.78	16.23
利润总额	61.64	-90.91	-17.60
营业利润率	10.45	1.43	6.47
总资本收益率	7.28	-7.07	-0.05
净资产收益率	11.38	-20.44	-4.34

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

期间费用方面，2022年，公司费用总额为85.89亿元，同比增长14.30%，主要系财务费用增加较多所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为20.02%、54.47%、3.49%和22.02%。其中，销售费用为17.20亿元，同比下降3.96%；管理费用为46.78亿元，同比增长8.37%；研发费用为3.00亿元，同比增长3.48%；财务费用为18.91亿元，同比增长69.27%，主要系2021年公司债务规模大幅增加，本年利息支出增加所致。2022年，公司期间费用率为6.07%，同比提高0.12个百分点，公司费用控制能力尚可。

2022年，公司实现投资收益16.23亿元，同比增长17.78%，主要为民生银行投资收益增加，以及其他权益工具投资中的所持民生人寿保险股份有限公司股份在持有期间取得的股利收入增加1.02亿元，投资收益仍对公司盈利形成重要支撑；公司投资收益主要系持有民生银行股权权益法核算确认的投资收益。

2022年，公司资产减值损失为27.77亿元，损失额较上年的28.93亿元小幅减少，主要为公司计提存货跌价损失及合同履约成本减值损失20.30亿元和生产性生物资产减值损失7.48亿元，资产减值损失占营业利润的473.15%。

2022年，营业外支出12.85亿元，同比下降42.92%，营业外支出主要为非瘟影响下畜禽死淘（生产性生物资产报废毁损损失8.52亿元），营业外支出占利润总额比重为-73.04%。

2022年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为-0.05%、-4.34%，同比分别提高7.02个百分点和16.10个百分点，亏损情况同比有所减轻。

2022年，在生猪养殖行业景气度整体仍处于低景气时期，与同行业相比，公司各盈利指标处于中下水平。

表26 2022年同行业公司盈利情况对比（单位：%）

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
牧原食品股份有限公司	17.50	9.24	16.96
江西正邦科技股份有限公司	-27.55	-55.02	126.32
天邦食品股份有限公司	14.28	5.21	11.97
温氏食品集团股份有限公司	15.54	7.59	13.15
北京大北农科技集团股份有限公司	13.06	2.55	2.42
新希望六和股份有限公司	6.64	0.06	-4.34

注：Wind与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于比较，本表相关指标统一采用Wind数据

资料来源：Wind

2023年1—3月，公司实现营业总收入339.07亿元，同比增长14.92%；营业成本335.12亿元，同比增长10.87%；营业利润率为0.96%，同比提高3.60个百分点。2023年1—3月，实现利润总额-19.38亿元，亏损额同比下降43.24%，实现净利润-19.89亿元，亏损额同比下降42.56%，亏损程度同比有所收窄。

5. 现金流

2022年，在公司减亏背景下，公司经营活动净现金流同比大幅增加，收入实现质量仍属较好；同期，公司控制投资规模，经营活动产生

的现金可以覆盖投资所需。公司缩减规模融资，筹资活动所获资金主要用于偿还债务。

从经营活动来看，2022 年，公司经营活动现金流入 1470.29 亿元，同比增长 12.05%；经营活动现金流出 1377.91 亿元，同比增长 5.41%。综上，2022 年，公司经营活动现金净流入额 92.38 亿元，同比增长 1742.26%，主要系公司大幅减亏所致。2022 年，公司现金收入比为 102.15%，同比下降 0.54 个百分点，收入实现质量仍属较好。2022 年，公司经营活动产生的现金流量净额 92.38 亿元与净利润-18.99 亿元差异较大，主要是公司承担各项资产折旧、摊销影响经营性现金流增加 56.34 亿元，资产减值准备影响现金流增加 29.39 亿元。

表 27 公司现金流情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
经营活动现金流入小计	1153.08	1312.20	1470.29
经营活动现金流出小计	1096.49	1307.19	1377.91
经营活动现金流量净额	56.58	5.01	92.38
投资活动现金流入小计	19.92	13.15	17.29
投资活动现金流出小计	360.06	182.63	99.63
投资活动现金流量净额	-340.15	-169.48	-82.34
筹资活动前现金流量净额	-283.56	-164.46	10.04
筹资活动现金流入小计	708.32	643.55	420.79
筹资活动现金流出小计	396.99	420.71	475.66
筹资活动现金流量净额	311.33	222.83	-54.87
现金收入比	103.46	102.68	102.15

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从投资活动来看，2022 年，公司投资活动现金流入 17.29 亿元，同比增长 31.49%；投资活动现金流出 99.63 亿元，同比下降 45.44%。综上，2022 年，公司投资活动现金净流出 82.34 亿元，同比下降 51.41%，主要系公司猪产业长期资产投入减少所致。

2022 年，公司筹资活动前现金流量净额为 10.04 亿元，同比由负转正。

从筹资活动来看，2022 年，公司筹资活动现金流入 420.79 亿元，同比下降 34.61%；筹资活动现金流出 475.66 亿元，同比增长 13.06%。综上，2022 年，公司筹资活动现金净流出 54.87 亿元，同比由净流入转为净流出。

2023 年 1—3 月，公司经营活动现金流净额为-16.84 亿元；投资活动现金流净额为-9.53 亿元；筹资活动现金流净额为 11.11 亿元。

6. 偿债能力

2022 年，随着猪价回暖，EBITDA 扭亏及经营性净现金流大幅增加，公司长、短期债务指标表现较上年整体有所提升。公司控股股东经营实力强，为公司整体再融资能力和流动性提供了有力支持。同时，公司维持了良好的外部融资环境，尚未使用授信额度充裕，为公司对冲猪周期价格波动风险亦提供了有力支撑。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优势。

表 28 公司偿债指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年
短期偿债能力	流动比率（%）	91.03	94.39	71.43
	速动比率（%）	41.99	51.22	35.46
	经营现金/流动负债（%）	17.73	1.36	18.56
	经营现金/短期债务（倍）	0.35	0.02	0.30
	现金短期债务比（倍）	0.54	0.69	0.39
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	103.87	-17.19	57.16
	全部债务/EBITDA（倍）	4.05	-41.05	12.74
	经营现金/全部债务（倍）	0.13	0.01	0.13
	EBITDA/利息支出（倍）	9.65	-1.20	3.10
	经营现金/利息支出（倍）	5.26	0.35	5.02

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从短期偿债能力指标来看，截至 2022 年底，公司流动比率与速动比率同比均有所下降，流动资产对流动负债的保障程度较弱。同期，公司经营现金流动负债比率和经营现金/短期债务同比均有所提升。截至 2022 年底，现金类资产对短期债务的保障能力有所下降。整体看，公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标来看，2022 年，公司 EBITDA 为 57.16 亿元，同比扭亏为盈。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 94.15%）、计入财务费用的利息支出（占 32.22%）和利润总额（占-30.78%）构成。2022 年，公司 EBITDA

利息倍数、全部债务/EBITDA 同比均由负转正, EBITDA 对公司利息和债务的保障能力大幅提升。同期, 随着公司经营性现金流净额的大幅增加, 经营现金/全部债务、经营现金/利息支出同比均有所提升。整体看, 公司长期债务偿债能力指标表现一般。

截至2022年底, 公司对外担保余额为4.87亿元。上述担保形成的原因为, 公司全资子公司北京新希望六和生物科技产业集团有限公司将其持有的川渝地区11个在建猪场项目公司出售给成都天府兴新鑫农牧科技有限公司, 项目公司将不再纳入公司合并范围; 在本次股权转让完成后, 公司为部分项目子公司的借款提供的担保, 形成公司对外担保。对外担保余额与公司规模相比较小, 代偿风险对公司影响不大。

截至2022年底, 公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至2023年3月底, 公司已获各金融机构授信额度为912.43亿元, 未使用额度为328.12亿元, 公司间接融资渠道畅通; 同时公司作为上市公司, 具有直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

公司本部一定程度上承担了融资平台和信用输出职能。截至2022年底, 公司本部资产规模较上年底有所增长, 以流动资产为主; 负债规模较上年底有所增长, 以流动负债为主; 所有者权益规模较大, 权益结构稳定性较强。2022年, 公司本部收入、利润及经营性现金流量规模较小。

公司本部一定程度上承担了融资平台和信用输出职能。截至2022年底, 公司本部资产总额1019.34亿元, 较上年底增长7.70%。其中, 流动资产845.73亿元(占82.97%), 非流动资产173.61亿元(占17.03%)。从构成看, 流动资产主要由货币资金(占8.95%)、其他应收款(占90.32%)构成; 非流动资产主要由长期股权投资(占98.34%)构成。截至2022年底, 公司本部货币资金为75.69亿元。

截至2022年底, 公司本部负债总额800.12亿元, 较上年底增长14.58%。其中, 流动负债593.07亿元(占74.12%), 非流动负债207.06

亿元(占25.88%)。从构成看, 流动负债主要由短期借款(占6.85%)、其他应付款(合计)(占83.56%)和一年内到期的非流动负债(占9.18%)构成; 非流动负债主要由长期借款(占51.15%)、应付债券(占48.76%)构成。公司本部2022年资产负债率为78.49%, 较2021年提高4.71个百分点。截至2022年底, 公司本部全部债务302.92亿元。其中, 短期债务占31.69%(96.00亿元)、长期债务占68.31%。截至2022年底, 公司本部全部债务资本化比率58.02%, 公司本部债务负担偏重。

截至2022年底, 公司本部所有者权益为219.21亿元, 较上年底下降11.66%。在公司本部所有者权益中, 实收资本为45.39亿元(占20.70%)、资本公积合计112.64亿元(占51.38%)、未分配利润合计28.61亿元(占13.05%)、盈余公积合计11.48亿元(占5.24%), 公司本部所有者权益稳定性较强。

2022年, 公司本部营业总收入为8.95亿元, 利润总额为-2.14亿元。同期, 公司本部投资收益为6.65亿元。

现金流方面, 2022年, 公司本部经营活动现金流净额为2.16亿元, 投资活动现金流净额-16.96亿元, 筹资活动现金流净额-28.09亿元。

十一、外部支持

公司控股股东及实际控制人对公司支持力度大。作为养殖行业龙头企业, 公司获得了政府在资金补贴、税收优惠等方面的支持, 公司外部环境良好。

1. 股东支持

公司于2021年11月发行81.50亿元“希望转2”, 截至2022年底, 南方希望持有“希望转2”2619796张(占比3.21%), 新希望集团持有“希望转2”3809258张(占比4.67%)。

根据公司于2022年1月6日发布的《2022年度非公开发行股票预案》, 公司拟向南方希望非公开发行股票, 募集资金不超过45.00亿元。

未来, 随着可转债的陆续转股和定增的完成, 公司综合实力有望进一步提升。

2. 政府补助

近年来，公司每年均获得了各级政府部门的多种补助，主要包括研发类补助、生产设施设备类补助、环保类补助、生产活动类补助以及其他类补助等。公司其他收益主要为计入当期损益的政府补助，2020—2023 年，其他收益分别为 1.78 亿元、2.48 亿元和 2.22 亿元。

3. 税收优惠

(1) 增值税

①公司下属国内饲料生产企业根据《财政部、税务总局、海关总署关于深化增值税改革有关政策的公告》（财政部税务总局海关总署公告 2019 年第 39 号），自 2019 年 4 月 1 日起，饲料产品生产销售适用税率调整为 9%。另根据《财政部、国家税务总局关于饲料产品免征增值税问题的通知》（财税〔2001〕121 号）的规定，饲料企业生产销售符合其规定的饲料产品，则免征增值税。饲料企业销售饲料外的应税货物执行 3%（小规模纳税人）或 9%、13%（一般纳税人）的增值税税率。

②公司下属国内屠宰及肉制品加工企业根据《财政部、税务总局、海关总署关于深化增值税改革有关政策的公告》（财政部税务总局海关总署公告 2019 年第 39 号），自 2019 年 4 月 1 日起初级农产品适用税率调整为 9%，熟食及深加工产品适用增值税税率为 13%。

③公司下属国内养殖类企业根据《中华人民共和国增值税暂行条例》第十五条“农业生产者销售的自产农产品免征增值税”的规定免征增值税。

④公司下属国内贸易公司销售饲料产品及鲜活肉蛋产品免征增值税，其他产品根据《财政部、税务总局、海关总署关于深化增值税改革有关政策的公告》（财政部税务总局海关总署公告 2019 年第 39 号），自 2019 年 4 月 1 日起适用税率调整为 13%、9%。

⑤子公司四川新乐塑胶有限公司、淄博汇德饲料机械有限公司、成都枫澜科技有限公司根据《财政部、税务总局、海关总署关于深化增

值税改革有关政策的公告》（财政部税务总局海关总署公告 2019 年第 39 号），自 2019 年 4 月 1 日起适用增值税税率为 13%。

⑥根据《财政部、税务总局关于对增值税小规模纳税人免征增值税的公告》（财政部、税务总局公告 2022 年第 15 号），自 2022 年 4 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日，增值税小规模纳税人适用 3%征收率的应税销售收入，免征增值税；适用 3%预征率的预缴增值税项目，暂停预缴增值税。财政部、税务总局公告 2021 年第 7 号第一条规定的税收优惠政策，执行期限延长至 2022 年 3 月 31 日。

⑦境外子公司中，在越南经营的子公司销售饲料产品、养殖业销售自产农业产品免征增值税，处置废旧物资及固定资产的增值税率为 10%；斯里兰卡公司的增值税税率为 15%；新希望新加坡私人有限公司和新希望新加坡预混料有限公司在当地经营销售的商品及服务征收 7% 的 GST 消费税（增值税）；新希望南非有限公司饲料销售免征增值税，除此之外的应税项目增值税税率 15%；在印度尼西亚、孟加拉、菲律宾、柬埔寨、埃及等国经营的子公司销售饲料产品免征增值税。

(2) 企业所得税

①根据财政部、税务总局、国家发展改革委联合发布的《关于延续西部大开发企业所得税政策的公告》（财政部公告 2020 年第 23 号）文件的规定，“自 2021 年 1 月 1 日至 2030 年 12 月 31 日，对设在西部地区的鼓励类产业企业减按 15% 的税率征收企业所得税”。公司设在西部地区的绵阳分公司及子公司中的广汉国雄、遵义嘉好、贵阳新科、黔东南新希望、曲靖国雄、重庆国雄、资阳嘉好、泸州新希望、希望食品、自贡恒博、蒲城新希望、兰州新希望、玉林新希望、桂林新希望、彭山新希望、世纪投资、武隆新希望、开县新希望、重庆新希望、宝鸡新希望、枫澜科技等企业适用 15% 的所得税税率。跨地区经营的总分公司所得税遵循“统一计算、分级管理、就地预缴、汇总清算、财政调库”原则，年终在母公司主管税务机关汇总汇算清缴。

②公司下属肉食品加工行业的企业根据《中华人民共和国企业所得税法》第二十七条第一款、《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第八十六条以及财税〔2008〕149号文件的规定，所从事的肉类初加工业务免征企业所得税；深加工业务所得税税率为25%。

③公司下属养殖行业的企业根据《中华人民共和国企业所得税法》第二十七条第一款、《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第八十六条的规定，牲畜、家禽养殖免征所得税，并已取得免税备案。

④子公司潍坊新希望六和饲料科技有限公司、黄冈新希望饲料科技有限公司被认定为高新技术企业，根据《中华人民共和国企业所得税法》第二十八条规定，国家需要重点扶持的高新技术企业，减按15%的税率征收企业所得税。

⑤注册于香港的东显有限公司、香港六和国际贸易有限公司执行16.5%的所得税税率。

⑥根据藏政发〔2014〕51号，西藏自治区的企业统一执行西部大开发战略中企业所得税15%的税率，注册于拉萨的上海投资、食品控股和拉萨新希望适用15%的所得税优惠税率。

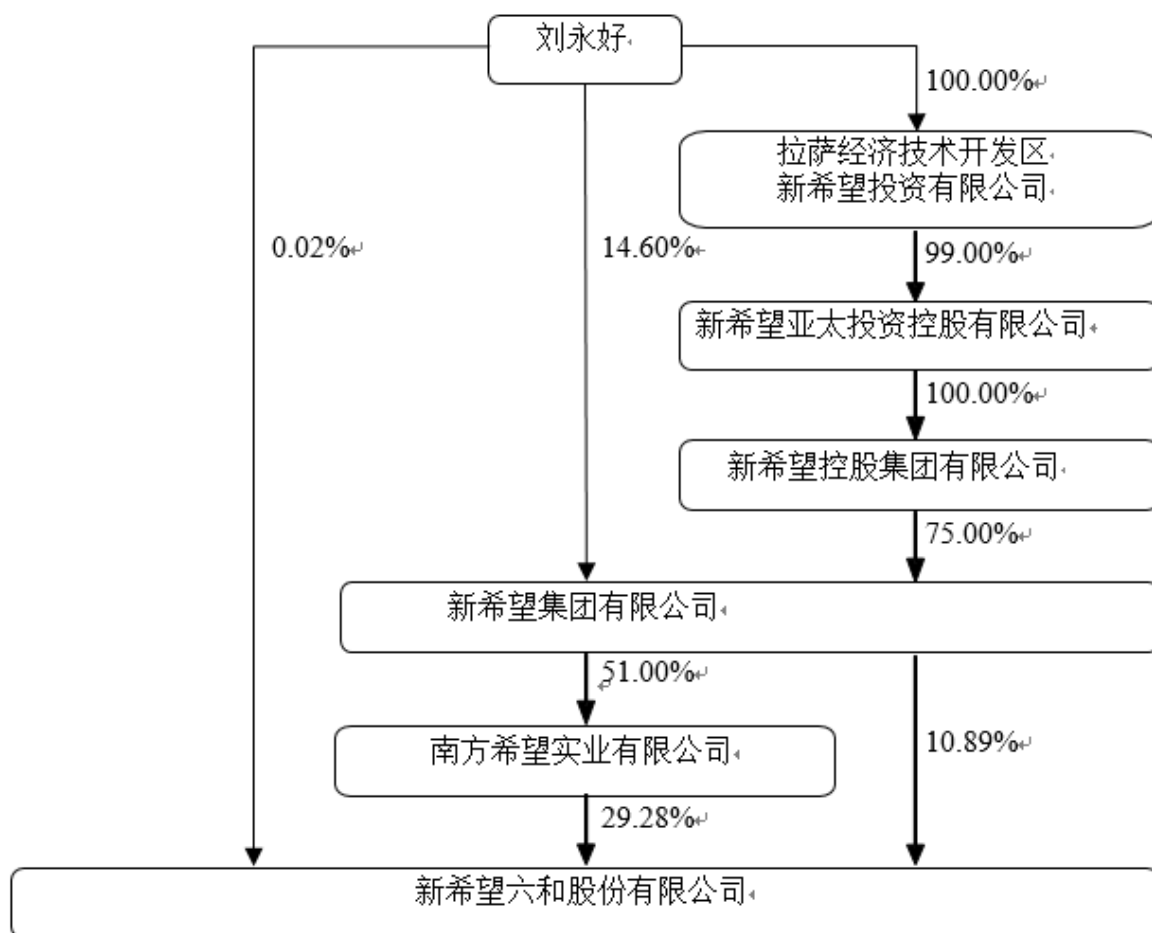
⑦根据《财政部税务总局关于海南自由贸易港企业所得税优惠政策的通知》财税〔2020〕31号的规定，企业属于注册在海南自由贸易港并实质性运营的鼓励类产业企业，减按15%的税率征收企业所得税，海南商贸适用15%企业所得税税率。

⑧公司境外子公司的企业所得税优惠政策。

十二、结论

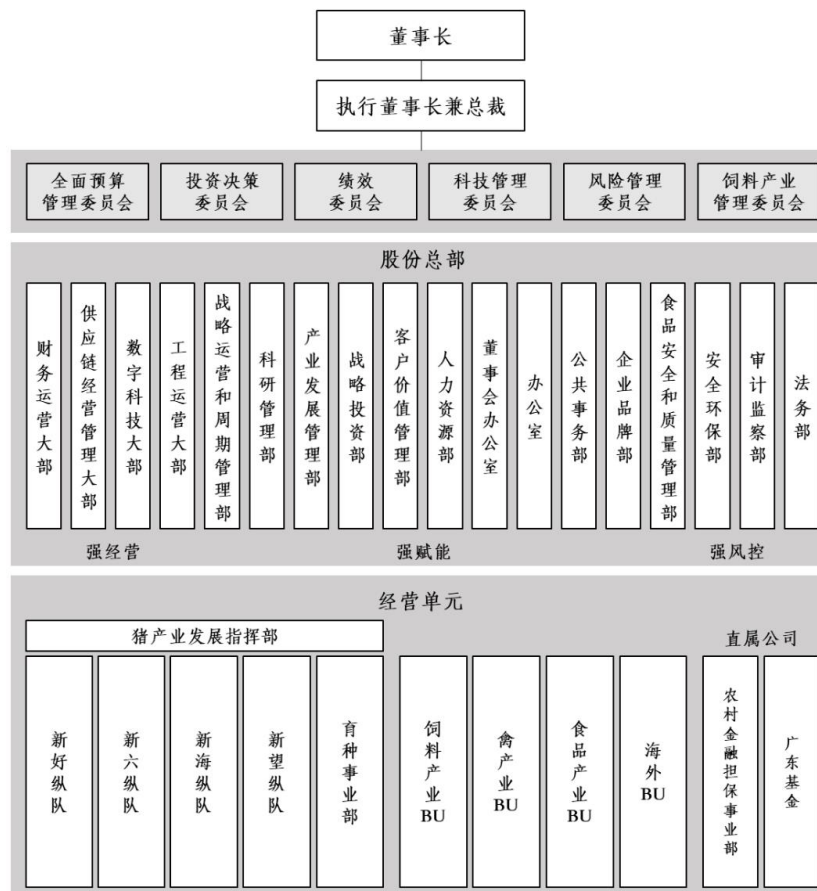
基于对公司经营风险、财务风险和外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“21希望六和MTN001（乡村振兴）”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底新希望六和股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底新希望六和股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年底新希望六和股份有限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	78.70	--	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	四川成都	四川成都	饲料销售、投资	60.14	14.76	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
北京新希望六和生物科技产业集团有限公司	西藏拉萨	西藏拉萨	畜养殖、投资	99.00	1.00	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
杨凌新希望农业产业集团有限公司	陕西杨凌区	陕西杨凌区	畜养殖、屠宰	50.79	15.48	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
峨眉新希望六和饲料有限公司	四川乐山	四川乐山	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	100.00	--	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	陕西宝鸡	陕西宝鸡	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
三原新希望饲料有限公司	陕西咸阳	陕西咸阳	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
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
河北新希望农牧有限公司	河北承德	河北承德	畜养殖	100.00	--	投资设立
云南新希望六和养殖有限公司	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
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
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	四川绵阳	四川绵阳	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
四川新希望六和科技创新有限公司	四川成都	四川成都	检测、咨询	100.00	--	投资设立
四川新希望动物营养科技有限公司	四川成都	四川成都	饲料原料采购、销售	100.00	--	投资设立
青岛新牧致和科技有限公司	山东青岛	山东青岛	机械制造、销售	20.00	80.00	投资设立
新泰新希望饲料有限公司	山东新泰	山东新泰	饲料生产、销售	24.00	76.00	投资设立
广东嘉好农产品有限公司	广东广州	广东广州	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
天津云翎企业管理咨询合伙企业（有限合伙）	天津自贸区	天津自贸区	企业管理咨询	19.99	0.03	投资设立
厦门新希望六和农业供应链有限公司	福建厦门	福建厦门	装卸搬运和仓储业	80.00	20.00	投资设立

注：除上述子公司外，公司尚有间接控制的子公司 704 家，主要分布在国内三十个省市及东南亚、南非等国家，经营范围包括饲料生产、养殖、屠宰等

资料来源：公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	88.27	149.71	117.40	106.60
资产总额（亿元）	1094.43	1327.34	1366.79	1347.78
所有者权益（亿元）	513.71	464.80	437.15	398.99
短期债务（亿元）	163.45	218.01	303.16	333.32
长期债务（亿元）	257.10	487.61	425.08	437.39
全部债务（亿元）	420.56	705.63	728.24	770.71
营业总收入（亿元）	1098.25	1262.62	1415.08	339.07
利润总额（亿元）	61.64	-90.91	-17.60	-19.38
EBITDA（亿元）	103.87	-17.19	57.16	--
经营性净现金流（亿元）	56.58	5.01	92.38	-16.84
财务指标				
销售债权周转次数（次）	118.82	123.38	112.27	--
存货周转次数（次）	7.87	7.87	7.81	--
总资产周转次数（次）	1.26	1.04	1.05	--
现金收入比（%）	103.46	102.68	102.15	101.29
营业利润率（%）	10.45	1.43	6.47	0.96
总资本收益率（%）	7.28	-7.07	-0.05	--
净资产收益率（%）	11.38	-20.44	-4.34	--
长期债务资本化比率（%）	33.35	51.20	49.30	52.30
全部债务资本化比率（%）	45.01	60.29	62.49	65.89
资产负债率（%）	53.06	64.98	68.02	70.40
流动比率（%）	91.03	94.39	71.43	66.34
速动比率（%）	41.99	51.22	35.46	32.77
经营现金流动负债比（%）	17.73	1.36	18.56	--
现金短期债务比（倍）	0.54	0.69	0.39	0.32
EBITDA 利息倍数（倍）	9.65	-1.20	3.10	--
全部债务/EBITDA（倍）	4.05	-41.05	12.74	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告将其他应付款中的暂借款和其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务核算，将长期应付款计入长期债务核算，2023 年 3 月底其他应付款中的暂借款使用 2022 年底数据；3. 2023 年 1-3 月财务数据未经审计，相关指标计算未年化；4. 本报告财务数据均使用期末数据

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	51.66	107.72	75.69	59.62
资产总额（亿元）	731.93	946.47	1019.34	1070.62
所有者权益（亿元）	209.95	248.14	219.21	215.26
短期债务（亿元）	27.51	63.52	96.00	109.74
长期债务（亿元）	101.78	231.12	206.92	222.37
全部债务（亿元）	129.29	294.64	302.92	332.11
营业总收入（亿元）	7.25	9.30	8.95	2.04
利润总额（亿元）	7.07	9.69	-2.14	-2.42
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	3.81	6.95	2.16	1.62
财务指标				
销售债权周转次数（次）	6.02	42.87	1172.14	--
存货周转次数（次）	19.72	22.24	20.15	--
总资产周转次数（次）	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比（%）	123.25	105.00	101.09	97.03
营业利润率（%）	13.25	9.56	6.05	-0.71
总资本收益率（%）	2.08	1.78	-0.40	--
净资产收益率（%）	3.37	3.90	-0.95	--
长期债务资本化比率（%）	32.65	48.22	48.56	50.81
全部债务资本化比率（%）	38.11	54.28	58.02	60.67
资产负债率（%）	71.31	73.78	78.49	79.89
流动比率（%）	142.37	172.65	142.60	139.44
速动比率（%）	142.29	172.57	142.53	139.40
经营现金流动负债比（%）	0.91	1.49	0.36	--
现金短期债务比（倍）	1.88	1.70	0.79	0.54
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持