

跟踪评级公告

联合[2017] 1232 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，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，评级展望为稳定，并维持“16希望六和MTN001” AAA的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年六月二十八日



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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

新希望六和股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AAA	评级展望: 稳定
上次评级结果: AAA	评级展望: 稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 希望六和 MTN001	20 亿元	2016/9/27~2019/9/27	AAA	AAA

跟踪评级时间: 2017 年 6 月 28 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产(万元)	33.89	37.61	31.93	32.83
资产总额(亿元)	334.01	352.17	373.85	401.25
所有者权益(亿元)	218.89	241.36	255.49	268.68
短期债务(亿元)	56.79	58.24	29.05	41.14
长期债务(亿元)	10.39	7.95	28.50	28.55
全部债务(亿元)	67.18	66.20	57.55	69.69
营业收入(亿元)	700.12	615.20	608.80	146.14
利润总额(亿元)	29.08	31.80	32.71	8.63
EBITDA(亿元)	42.73	44.23	44.90	--
经营性净现金流(亿元)	13.44	31.88	31.11	0.98
营业利润率(%)	5.90	6.91	7.82	8.04
净资产收益率(%)	11.94	12.26	12.26	--
资产负债率(%)	34.47	31.46	31.66	33.04
全部债务资本化比率(%)	23.48	21.52	18.38	20.60
流动比率(%)	104.95	98.21	104.81	102.21
经营现金流动负债比(%)	13.05	31.61	35.53	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.57	1.50	1.28	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.22	15.02	19.07	--

注: 2017 年一季度财务数据未经审计; 短期债务包含其他流动负债中的有息债务; 长期债务包含长期应付款中的有息债务; 现金类资产已扣除受限资金。

分析师

谭心远 闫旭

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: <http://www.lhratings.com>

评级观点

新希望六和股份有限公司(以下简称“公司”)是以饲料、养殖、屠宰及肉制品等为主业的产业集团公司。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)的评级反映了公司作为国内饲料行业龙头,其产业链结构完整、产能规模大、品牌影响力强、市场占有率高。跟踪期内,公司养殖规模及盈利能力明显增强、债务负担减轻、现金类资产充足、投资收益保持稳定;公司并购杨凌本香农业产业集团有限公司(以下简称“本香农业”),进一步布局养殖业务。同时,联合资信关注到饲料行业竞争激烈、养殖业务受行业周期波动影响、屠宰及肉制品业务面临疫病和食品安全风险等因素对公司信用水平带来的不利影响。

随着城镇化进程的加快、人民生活水平的提高,公司所处的农牧业发展前景较好;未来随着公司产业链的不断完善和延伸,养殖业务规模效应逐步显现,公司盈利能力或有望提升。公司 EBITDA 对“16 希望六和 MTN001”保障能力强。

综合考虑,联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA,评级展望为稳定,并维持“16 希望六和 MTN001”AAA 的信用等级。

优势

1. 公司是以饲料、养殖、屠宰及肉制品等为主业的产业集团公司;跟踪期内,公司继续保持饲料企业龙头地位,2017 年 1 月并购本香农业,产业链得到进一步完善。
2. 公司持有 15.24 亿股民生银行股份;2017 年贡献投资收益 19.98 亿元,获得现金分红 5.33 亿元,公司整体盈利能力较强。
3. 2016 年,受养殖行业景气度回暖及公司养殖规模扩大影响,养殖业务收入及毛利率分别为 38.49 亿元和 28.19%,对利润贡献加大,成为新的业绩增长点。

4. 2016年，公司EBITDA为44.90亿元，对“16希望六和MTN001”的保障能力强。

关注

1. 跟踪期内，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。
2. 公司所处饲料及养殖行业周期性较强，市场和疫情风险较大。
3. 饲料行业竞争激烈，跟踪期内，公司饲料业务营业收入有所下滑。

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。

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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于新希望六和股份有限公司主体长期信用及存续期内的“16 希望六和 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

新希望六和股份有限公司（以下简称“公司”或“新希望”）原名为四川新希望农业股份有限公司，系经四川省人民政府川府函（1997）260 号文批准，于 1998 年 3 月 4 日由原绵阳希望饲料有限公司整体变更成立，成立时注册资本为 14002.00 万元。1998 年 3 月 11 日和 9 月 15 日，公司向社会公众公开发行的公众股 3600.00 万股和向内部职工发行的内部职工股 400.00 万股，分别在深圳证券交易所上市交易，股票代码：000876。

2011 年 9 月 13 日，中国证监会核准了公司向南方希望实业有限公司（以下简称“南方希望”）、李巍、刘畅等投资者等定向增发事项，完成后公司注册资本变更为 17.38 亿元；2011 年 12 月，公司变更为现名；后经多次股权结构变更，截至 2017 年 3 月底，公司注册资本为 42.16 亿元。

截至 2017 年 3 月底，南方希望和新希望集团有限公司（以下简称“新希望集团”）为公司第一大及第二大股东，分别持股 29.08% 和 23.71%。由于新希望集团是南方希望的控股股东且刘永好先生控股新希望集团。因此，公司实际控制人为刘永好先生。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 373.85 亿元，所有者权益 255.49 亿元（含少数股东权益 50.34 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 608.80 亿元，利润总额 32.71 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产

总额 401.25 亿元，所有者权益 268.68 亿元（含少数股东权益 53.39 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 146.14 亿元，利润总额 8.63 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、存续期债券概况及募集资金使用情况

公司于 2016 年 9 月发行金额为 20 亿元，期限为 3 年的中期票据“16 希望六和 MTN001”，募集资金已全部按募集用途使用完毕。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资稳中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51% 以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52% 以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，

财政政策继续加码。2016年，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对GDP增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016年，中国固定资产投资59.65万亿元，较上年增长8.1%（实际增长8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016年，中国社会消费品零售总额33.23万亿元，较上年增长10.4%（实际增长9.6%），增速较上年小幅回落0.3个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至64.6%。2016年，中国居民人均可支配收入23821元，较上年实际增长6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费

维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016年，中国进出口总值24.33万亿元人民币，较上年下降0.9%，降幅比上年收窄6.1个百分点；出口13.84万亿元，较上年下降2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口10.49万亿元，较上年增长0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差3.35万亿元，较上年减少9.2个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望2017年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及2016年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年GDP增速或有所下降，但预计仍将保持在6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析

目前公司业务以饲料、屠宰及肉制品、养殖为主，是农牧业的重要组成部分。

（1）饲料行业现状

饲料行业是连接种植业与养殖业的中间行业，也是衡量一个国家农牧业综合实力的重要指标之一。饲料是指在合理饲喂条件下能对家畜、家禽、水产动物提供营养物质、调控生理机制、改善动物产品品质，且不发生有毒、有害作用的物质。按照饲料企业的生产标准及养殖户使用方法，饲料可分为预混料、浓缩料和配合料。

2015年，中国饲料的总产量突破2亿吨大关，同比增长1.52%；2016年，中国饲料产量持续增长至2.91亿吨，生产规模保持全球第一。2013~2015年，中国饲料企业数量分别为10113家、7000余家和6000余家，企业集约化程度加快，整合后的饲料企业数量大幅减少，有助于饲料转化率和生产效率的提高。

目前，中国的肉、蛋、禽、乳制品、水产品生产与需求结构已趋于相对稳定，相应的中国饲料产品结构也保持相对稳定。

对饲料行业影响较大的因素主要包括上游原材料（各类大宗农产品）价格波动、下游养殖行业行情变动、禽畜疫情与自然灾害等。

（2）上游行业—饲料原料

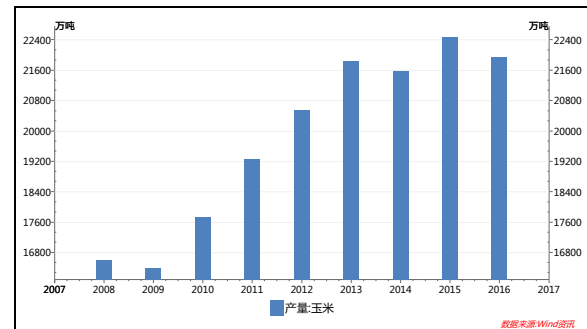
饲料主要由玉米、豆粕以及鱼粉和一些添加剂构成，其中玉米主要提供能量需求，单位占比约为65%左右，豆粕作为动物生长过程中蛋白质摄取的主要来源，单位占比约为25%左右，因此饲料成本主要受玉米和豆粕价格的影响。

玉米

近几年受收储政策的提振，农户种植玉米的意愿较强，而且玉米种子及田间管理水平都在不断提高；另外，近年来国内玉米价格处于高位，农户种植收益不断提高，玉米播种面积逐年增加。2015年，中国的玉米栽培种植面积和总产量均居世界第2位，种植带主要集中在黑、吉、

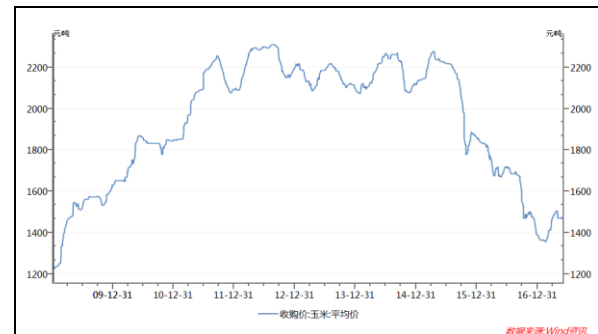
辽、内蒙、冀、鲁、豫、陕、甘、宁、新等地区。2016年3月，东北三省和内蒙古取消玉米临时收储政策，农户种植积极性降低，玉米播种面积与产量同比都有所减少。2016年，中国玉米产量为2.20亿吨，同比下降2.26%。

图1 2008~2016年中国玉米产量情况（单位：万吨）



数据来源：wind 资讯

图2 2008~2016年玉米价格情况（单位：元/吨）



数据来源：wind 资讯

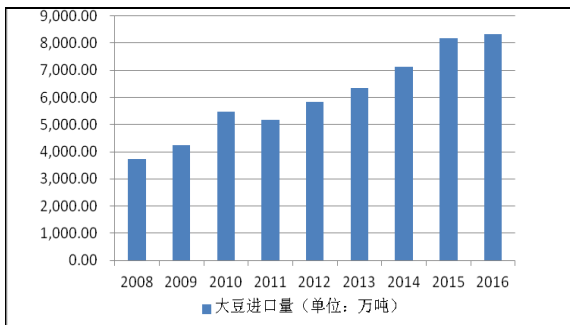
中国不仅是世界玉米的主要生产国，也是玉米的主要消费国。玉米消费主要用于饲料、工业和种用及食用三个方面。其中饲料消费占比维持在60%-65%之间；工业消费在25%左右并有上涨的趋势；种用及食用消费保持刚性需求，无明显变化。

2011~2015年，受国家玉米临储政策的提振，玉米价格高位运行。2015年11月份，玉米临储价格首次出现下调，降至约2000元/吨，较上年同期降低220-260元/吨；2016年3月，东北三省和内蒙古取消玉米临时收储政策，玉米价格持续走低，至2017年3月约1700元/吨。总体看，受玉米临储政策取消及前期播种规模较大影响，玉米价格短时间内难有大幅回升。

豆粕

中国大豆供给主要依赖进口，进口主要来源于美国、巴西、阿根廷三国。近年来，中国大豆进口量上升趋势明显，2016年累计进口量为8850万吨，占国内供给总量78.83%，连续第五年创下大豆进口量的历史最高纪录。进口量的快速增长令国内大豆产业对外依存度维持高点。

图3 2008~2016年中国大豆进口量（单位：万吨）

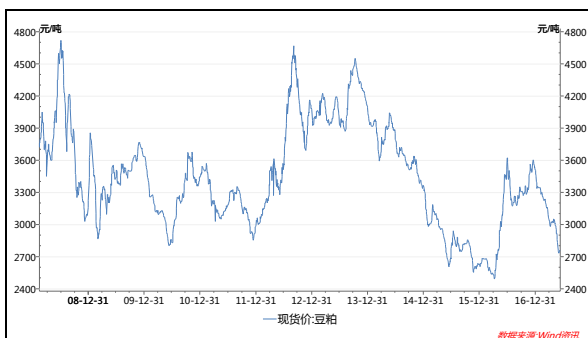


数据来源：wind 资讯

豆粕作为大豆榨豆油的副产品，其价格基本由大豆价格决定；受国际大豆供需变化影响，国内豆粕价格近年来波动较大。2016年，受阿根廷洪涝灾害减产预期严重、拉尼娜天气炒作、美农报告不断下调美豆年末库存等因素影响，中国豆粕价格大幅上涨；截至2016年底，豆粕现货价为3616.97元/吨。2017年，巴西大豆创纪录丰收，加之巴西雷亚尔快速贬值，大豆出口增加，全球供给量加大；同时，中国豆粕需求短期内无明显增幅，近期豆粕价格呈现弱势。截至2017年6月底，豆粕现货价下跌至约2700元/吨。

图4 2008~2016年中国豆粕现货价格情况

(单位：元/吨)



数据来源：wind 资讯

总体看，玉米和豆粕价格受供需影响波动较大，对其下游饲料生产加工企业带来较大的采购风险。由于饲料价格一般采用成本加成法，在原材料价格下降时能够保证饲料产品的利润空间；而当原材料价格上升时，向下游传导相对更为困难，会对利润造成一定的挤压。

(3) 下游行业—养殖业

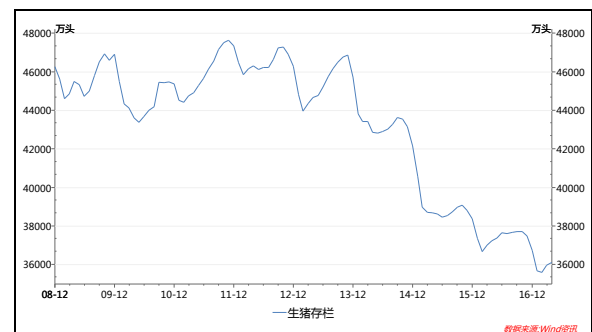
养殖业的景气程度直接影响饲料行业的需求。由于养殖进入门槛较低，从事养殖的企业和个体数量较多，多以农户和小型养殖企业为主，规模较小，品种较差，养殖技术水平较低，难以抵抗养殖行业多发的疫情和市场风险，可持续发展能力较差。

以猪料为例，其需求主要受生猪存栏量以及能繁母猪数量等因素的影响。长期以来，以散户养殖为主的养殖模式决定了中国养殖行业受猪肉价格波动影响，具有一定的周期性特征。

2017年3月底，中国生猪存栏36246万头，达到2014年至今的最低点，随后略有反弹。能繁母猪存栏量自2012年起持续下降，但降幅趋缓，2017年3月底为3633万头。生猪价格呈周期性波动，2015年进入上升周期，2016年6月到达近年来最高点，为21.20元/千克；此后开始波动回落至2017年4月的15.84元/千克。

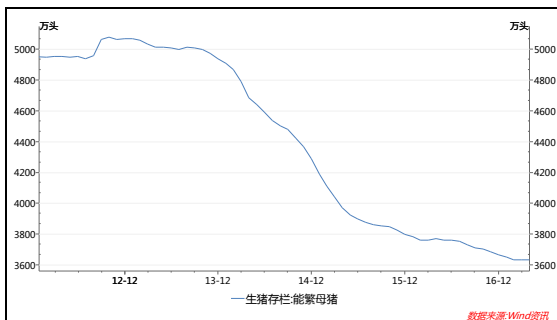
图5 2012~2017年4月中国生猪存栏量

(单位：万头)



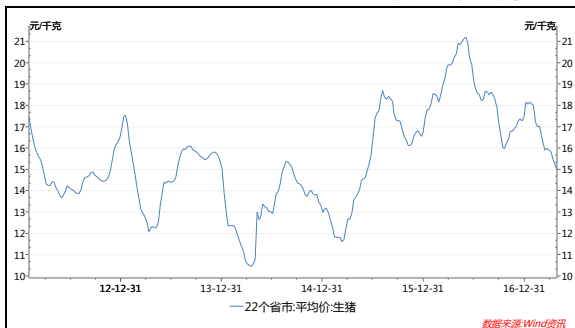
数据来源：wind 资讯

图6 2012~2017年4月中国能繁母猪存栏量
(单位: 万头)



数据来源: wind 资讯

图7 近年来全国22省市生猪平均价格
(单位: 元/千克)



资料来源: wind 资讯

禽类饲料需求方面,以肉鸡养殖为例,中国已成为仅次于美国的第二大肉鸡生产国,鸡肉也成为仅次于猪肉的第二大禽类生产和消费品。

肉鸡产业是一个以纵向血缘关系为纽带的代际畜禽产业,经历曾祖代肉种鸡、祖代肉种鸡、父母代肉种鸡、商品代肉鸡,最终形成鸡肉产品。从终端产品来看,鸡肉是白肉的一种,较传统红肉营养价值更高,蛋白质含量接近 20%,脂肪含量一般只有 6~9%。

造成肉鸡行情波动的养殖风险主要为禽流感疫情。2014、2015 年,受 H7N9 疫情影响,供给与消费场景气度低迷,祖代鸡引种量逐年减缩。2016 年,中国停止从美、法引进祖代鸡苗,全年祖代鸡苗大幅减少,下半年开始主要引种源于波兰、西班牙和新西兰。然而祖代鸡引种量超出实际需求,导致父母代产量过剩更为严重。2017 年 2 月,波兰暂停供种,西班牙因确认一例禽流感疫情而封关,新西兰受进口资质审批原因处于暂停引种状况。在此情况下,2017

年祖代鸡引种量或继续下滑至 40 万套,产能收缩将向下游传导。

受益于引种量大幅下降,2016 年,父母代鸡苗价格上行,平均价格约 44 元/套,同比涨幅超过三倍,目前价格已有所回落,但随着产能持续下滑,价格或再度上涨。终端白条鸡价格方面,2016 年以来虽有所波动但维持高位。

图8 2012-2017年4月全国50个城市白条鸡平均价格
(单位: 元/千克)



数据来源: wind 资讯

总体来看,目前全国生猪存栏量和能繁母猪存栏量依然处于低位,生猪价格虽有回落,但仍维持在相对高位;祖代鸡引种量持续下降,去产能成果显现,肉鸡产业链未来有望迎来复苏;同时玉米价格明显回落。短期看,养殖和饲料行业未来盈利状况或将保持相对稳定。

(4) 行业政策

根据全国饲料工业“十三五”发展规划布局,未来饲料需求增速降低,继续推进规模化发展,通过技术,提高饲料的利用率。蛋白饲料依然依赖进口,但要提高自给程度,并增加供应稳定性。对饲料质量的检查将更加严格,下游养殖业采购也将更加正规。饲料行业整合融合进度加快。“十三五”期间大型饲料企业对中小企业的兼并重组将加快。会有更多大型企业继续推进饲料原料——饲料——养殖——肉品——熟品的全产业链布局。近年东南亚、东北亚、非洲等新兴市场的饲料产业发展较快,国内大型饲料企业会尽快提高全球化布局的进度。

2016年正式取消临储玉米收购，玉米市场化改革进入关键的一年。国家不再局限于单纯的通过拍卖的方式来去库存，而是采取了多种去库存的方式。为了促进玉米下游消费，国家对东北玉米“两头补”，一方面针对种植者给予补贴，另一方面对东三省玉米深加工企业进行补贴；另外增加玉米深加工产品的出口需求。经国务院批准，自2016年9月1日起，将玉米淀粉、酒精、赖氨酸等玉米深加工产品的增值税出口退税率恢复至13%。

《“十三五”生态环境保护规划》（下称“规划”）对畜禽养殖污染等具体问题做了相关部署，强调要大力推进畜禽养殖污染防治。该《规划》划定禁止建设畜禽规模养殖场（小区）区域，加强分区分类管理，以废弃物资源化利用为途径，整县推进畜禽养殖污染防治。养殖密集区推行粪污集中处理和资源化综合利用。2017年底，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场（小区）和养殖专业户。大力支持畜禽规模养殖场（小区）标准化改造和建设。

税收方面，根据《中华人民共和国企业所得税法》从事肉类初加工业务的企业免征企业所得税；牲畜、家禽养殖免征企业所得税；从事动物饲料初加工业务免征企业所得税。

（5）行业关注

饲料价格波动，加大饲料行业成本控制难度

2016年以来，受国家取消临储政策的影响，玉米价格出现一定程度波动，后期走势尚不明朗。豆粕方面，受国际大豆价格变动影响，国内豆粕价格近年来波动较大，2016年，阿根廷大豆受灾预期减产、美国大豆库存下降以及投资炒作等因素影响，豆粕价格大幅回升。总体来看，饲料原料价格波动对饲料行业的成本控制能力提出了更高挑战。

国内饲料企业众多，集中度有待提升

饲料行业整体属于简单加工行业，行业特征决定了饲料生产的利润率相对较低，且成本

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

食品安全和疫情对养殖业的影响大

食品安全和疫情是养殖业发展的重要影响因素，近几年，“速生鸡”、“H7N9流感”、“猪流感”等事件频发，对养殖企业冲击较大，短期内造成养殖行业产品的价格和销售量大幅下降；但从长期来看，食品安全和疫情的可控性使得养殖行业又可以在一定时间内恢复。

六、基础素质分析

跟踪期内，公司在产权状况、企业规模、人员素质、技术水平、政府支持等方面无重大变化。

七、管理分析

跟踪期内，公司经正常换届，选举产生了新一届董事会，共7名成员。

公司董事长刘畅，女，高级工商管理硕士（EMBA）。曾任北京金锣广告公司品牌宣传、项目策划经理，四川新希望农业股份有限公司办公室主任，新希望乳业股份有限公司办公室主任，新希望六和股份有限公司董事等职务；现任公司董事长、新希望集团董事、南方希望董事、新希望乳业股份有限公司董事、新玖商业发展有限公司董事长。

公司董事兼总裁李兵，男，北京大学EMBA。曾任新希望六和常务副总裁，新希望六和成都中心总裁，新希望六和贵州片区总经

理等职务；现任公司董事、总裁。

除此之外，跟踪期内，公司在管理体系和管理制度等方面未发生重大变化。

八、重大事项

公司于 2017 年 1 月完成发行股份及支付现金购买本香农业 70% 股权事项。根据中发国际出具的中发评报字[2016]第 053 号《资产评估报告》，本香农业 100% 股权的评估值为 88700 万元，经公司与本香农业全体股东协商，本香农业 100% 股权的交易价格确定为 88000 万元，对应本香农业 70% 股权的交易价格确定为 61600 万元；其中公司通过非公开发行股份支付交易对价的 65%，即 40039.99 万元，发股价为 8.38 元/股；以现金支付交易对价的 35%，即 21560.01 万元。公司实际控制权未发生变更。

本香农业是国家级农业产业化重点企业，集饲料生产、生猪养殖、屠宰及猪肉制品加工业务为一体，以生猪养殖业务为主。2014 年、2015 年和 2016 年 1~5 月，本香农业生猪养殖业务占主营业务收入的比例分别为 62.18%、73.56% 和 73.11%。

截至 2015 年底，本香农业资产总额 7.50 亿元，所有者权益合计 2.62 亿元；2015 年本香农业实现营业收入 4.96 亿元，利润总额 -168.44 万元。

截至 2016 年 5 月底，本香农业资产总额 7.80 亿元，所有者权益合计 3.36 亿元；2016 年 1~5 月本香农业实现营业收入 2.43 亿元，利润总额 0.75 亿元。

上述事项的完成，有助于公司扩大生猪养

殖规模，实现区域扩张。

九、经营分析

1. 经营现状

2016 年，公司实现营业收入 608.80 亿元，同比下降 1.04%，主要系原材料价格下降导致公司饲料产品销价下滑所致。公司收入仍以饲料、屠宰及肉制品业务为主；其中饲料业务收入小幅下降至 408.76 亿元，受益于公司拓展养殖规模，屠宰及肉制品业务收入上升至 209.79 亿元，养殖业务收入大幅增长至 38.49 亿元。

2016 年公司综合毛利率为 7.97%，同比增加 1.02 个百分点。2016 年，公司饲料业务、屠宰及肉制品业务和养殖业务的毛利率分别为 5.96%、5.16% 和 28.19%；其中饲料业务毛利率下降主要系饲料售价下降所致，屠宰及肉制品业务毛利率下降主要系原料价格处于高位所致，养殖业务毛利率大幅增长主要系养殖规模扩大且猪肉价格处于历史高位所致。2016 年，公司主营业务中的其他业务毛利率为 4.09%，同比由负转正。

2017 年一季度，公司各项业务均有所增长，实现营业收入 146.14 亿元，同比增长 19.41%。当期，公司综合毛利率为 8.25%，较 2016 年增加 0.28 个百分点，其中养殖业务毛利率为 14.02%，较 2016 年大幅下降，主要系猪肉价格下降所致。

跟踪期内，公司收入规模有所下降，但综合毛利率稳中有升，屠宰及肉制品业务和养殖业务对毛利润贡献有所增长，成为公司新的业绩增长点。

表 1 近年来公司经营情况

分行业	营业收入（亿元）				毛利率（%）			
	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
1. 主营业务收入	697.82	612.94	605.19	145.23	5.86	6.88	7.89	8.17
饲料	493.98	416.85	408.76	99.35	6.24	6.97	5.96	6.17
屠宰及肉制品	213.73	193.36	209.79	53.78	2.88	5.89	5.16	5.02
养殖	19.80	23.42	38.49	16.33	6.20	7.15	28.19	14.02

其他	90.64	78.00	59.45	14.49	2.50	-0.19	4.09	5.11
内部抵减	-120.33	-98.69	-111.3	-38.72	--	--	--	--
2.其他业务收入	2.30	2.26	3.61	0.91	27.63	26.11	21.33	20.88
合计	700.12	615.20	608.80	146.14	5.93	6.95	7.97	8.25

资料来源：公司提供

注：主营业务收入中的“其他”指贸易业务、金融投资等；其他业务收入指包装业务、废铁、废旧编织袋等废旧物资收入及部分原材料收入。

(1) 饲料业务

原材料采购

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

2016年，公司玉米、小麦、豆粕采购量合计为866.14万吨，同比增长18.71%，主要受饲料产品生产规模扩大和预判原材料价格未来将有所上涨提前采购所致。2017年一季度，

以上三种原材料采购量合计222.08万吨，同比有所增长。

采购价格方面，2016年，国内玉米临储政策取消，玉米价格大幅下降，公司玉米采购价格下降至1851.83元/吨；小麦采购价格下降至1754.71元/吨。同期，受阿根廷洪涝灾害预期大豆减产、美国大豆库存降低等因素影响，豆粕价格快速上涨，2016年，公司豆粕采购价格上涨至3109.06元/吨。饲料生产的辅料花生粕、棉粕、赖氨酸和蛋氨酸采购量相对较小，对饲料成本的影响有限。2017年一季度，玉米及小麦采购价格继续下降，豆粕价格有所增长。

表2 公司近年原材料采购情况

主要原材料		采购量(万吨)				采购价格(元/吨)			
名称	占饲料成本比重	2014年	2015年	2016年	2017年1-3月	2014年	2015年	2016年	2017年1-3月
玉米	30-50%	482.00	496.14	613.79	167.25	2381.00	2162.55	1851.83	1691.79
小麦	10-20%	139.00	32.35	51.98	8.37	2501.00	2296.72	1754.71	1576.06
豆粕	5-10%	146.00	201.14	200.37	46.46	3756.00	2920.04	3109.06	3302.33
花生粕	3-4%	14.00	7.37	10.63	3.31	3466.00	2719.73	2733.40	3135.94
棉粕	3-4%	17.00	14.37	8.00	2.02	3108.00	2620.88	2773.74	3099.61
赖氨酸	1.5-2%	8.00	19.37	9.12	2.13	5355.00	5102.47	5298.51	5971.56
蛋氨酸	1-1.5%	2.00	3.27	2.15	0.40	32697.00	32447.73	23960.74	20081.76

资料来源：公司提供

结算方式来看，公司国外采购结算主要为美元远期信用证，账期主要在15天以内；国内采购结算主要使用电汇，结算账期基本在15天以内。公司海外采购量根据行情而变化，采购金额占比一般在10%以内。2016年，公司前五大供应商采购占比为5.26%，集中度低。

表3 2016年公司前五大供应商

(单位：亿元、%)

供应商	采购金额	占比
山东泰山国家粮食储备库	8.47	1.48
泰安市东岳粮库	6.22	1.09
山东荣达农业发展有限公司	5.80	1.01
邦基毛里求斯有限公司	5.48	0.96
赢创德固赛(中国)投资有限公司	4.09	0.72
合计	30.06	5.26

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司饲料业务原材料综合采购成本有所下降。

饲料生产

公司主要生产猪、鸡、鸭、水产等各类饲料。截至 2017 年 3 月底，公司共有 294 家饲料厂，生产饲料 100 多种，饲料产能 3198 万吨，位居国内同行业前列。

2016 年，公司产能同比无变化，产能利用率小幅提升至 46.28%。

表 4 近年公司产能和产量指标情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
产能（万吨）	3198.00	3198.00	3198.00
国内	2748.00	2748.00	2748.00
海外	450.00	450.00	450.00
产量（万吨）	1449.43	1479.90	356.12
国内	1331.29	1329.48	313.24
海外	118.14	150.42	42.88
产能利用率	44.00%	46.28%	--
国内	47.00%	48.38%	--
海外	26.30%	33.43%	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司的海外饲料板块主营为畜禽、鱼、反刍饲料的加工销售。公司海外饲料生产基地以东南亚为主，目前正在向中东、北非、南非及东欧延伸，涉及国家和地区有越南、老挝、柬埔寨、缅甸、印尼、菲律宾、孟加拉、尼泊尔、斯里兰卡、印度、埃及、南非、土耳其等，已投产饲料公司有 26 家，在建饲料公司 11 家。公司海外业务集中在东南亚及南亚地区，受各国国情和政局影响，公司面临一定境外经营风险。

总体看，跟踪期内，公司饲料生产规模、覆盖区域保持国内同行业前列，产能利用率符合行业特征。

饲料销售

饲料销售是公司收入的主要来源，以猪饲料和禽料为主。销量方面，2016 年，公司饲料销量为 1488.82 万吨，同比略有增长；其中禽饲料及猪饲料有所增长，水产料略有下降。

2016 年公司饲料产销率为 100.60%，产销率高。2017 年一季度，公司禽料和猪饲料销量同比保持相对稳定，水产料销量为 6.39 万吨，主要是因为水温较低，水产品饲料投喂量较小，是水产料销售的传统淡季。

表 5 近年公司饲料销售情况（单位：万吨）

产品	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
禽料	973.49	1000.74	244.91
猪饲料	345.34	365.71	90.42
水产料	87.69	81.36	6.39
其他	42.91	41.01	9.26
合计	1449.43	1488.82	350.98
产销率	100.00%	100.60%	98.56%

资料来源：公司提供

销售价格方面，2016 年，在综合原材料成本有所下降的环境下，公司各类饲料产品售价及毛利率同时下降，2017 年一季度较 2016 年保持相对稳定。

表 6 近年公司饲料销售价格和毛利率（单位：元/吨）

产品		2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
禽料	售价	2655.37	2401.18	2484.57
	毛利率	3.46%	3.19%	3.70%
猪饲料	售价	3072.22	2912.49	2914.82
	毛利率	10.84%	9.36%	10.07%
水产料	售价	3514.60	3284.84	3622.81
	毛利率	12.86%	8.82%	12.20%

资料来源：公司提供

从销售方式来看，公司饲料产品的销售由下属饲料生产企业负责，以经销商和向养殖户直供销售为主。销售结算方面，由于饲料行业毛利率较低，销售量大，公司为控制风险，饲料产品销售以现款结算，回款较好。销售区域方面，2016 年华东和华中销售占比分别为 47.78% 和 11.24%，区域集中度较高；2016 年，公司饲料业务前五大客户销售占比为 1.55%，客户集中度低。

(2) 屠宰及肉制品加工

屠宰及肉制品加工业务在公司农牧产业链中最贴近消费终端，是公司第二大收入来

源。截至 2017 年 3 月底，公司共有 81 家屠宰加工厂及肉制品加工厂，联营企业 3 家，业务范围覆盖全国各地，“千喜鹤”、“美好”、“六和”为主要产品品牌。

屠宰业务

公司屠宰业务原材料主要为毛鸡、毛鸭和肥猪，原材料供应商主要为工厂周边养殖户，采购主要根据合同进行现款结算。其中，毛鸭全部从合同养殖户处采购，即外部采购；2016 年，公司毛鸡和生猪内部采购占比分别为 8.63% 和 0.17%。公司毛鸡、毛鸭的采购模式为：公司在向合同养殖户或内部养殖场提供鸡鸭种苗时即签订采购合同，按照“养殖成本+养殖利润”锁定一个养殖周期结束后的采购价格，后公司根据锁定的价格进行采购。肥猪的采购价格由屠宰场根据当地肥猪市场价格自行采购

公司大力拓展销售渠道，2016 年，公司鸡、鸭和猪的屠宰量及销量同比均有所增长。销售价格方面，猪和鸡销售价格有所增长，鸭销售价格受市场行情影响有所下降。毛利率方面，由于生猪及毛鸡成本有所增长，导致毛利率同比下降。

表 7 公司屠宰业务运营情况

分类		2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
屠宰量(万只)	鸡	29911	31282	7620
	鸭	43753	48379	10157
	猪	164.25	179.07	48.02
销量(万吨)	鸡	70.95	69.80	17.62
	鸭	113.96	123.52	28.21
	猪	17.67	20.57	5.40
销售价格(元/吨)	鸡	8.26	9.04	8.47
	鸭	7.37	6.81	6.95
	猪	14.74	17.78	16.83
毛利率(%)	鸡	4.61	3.55	8.25
	鸭	5.20	4.94	0.23
	猪	2.82	2.14	3.07

资料来源：公司提供

肉制品加工

公司肉制品加工业务主要由下属子公司成都希望食品有限公司（以下简称“希望食

品”）来运营。

表 8 近年公司肉制品产量和毛利率(单位:万吨、%)

产品	2015 年		2016 年		2017 年 1-3 月	
	产量	毛利率	产量	毛利率	产量	毛利率
熟食	5.22	29.53	5.36	28.71	1.33	29.43
调理品	4.99	14.54	7.17	10.72	1.54	10.56
合计	10.21	22.25	12.54	18.86	2.87	18.37

资料来源：公司提供

希望食品下设新津、北京和九寨沟肉制品深加工基地，洪雅生猪屠宰基地，若尔盖、红原等牦牛屠宰及加工基地。公司目前产品主要有熟食和调理品，主要生产和销售“美好”牌系列高、低温肉制品、蛋制品和牦牛肉系列熟食产品，调理品主要是指鸡鸭的副食品（半熟食食品）。2016 年，公司熟食和调理品产量均有所提升分别为 5.36 万吨和 7.17 万吨；毛利率同比均有所下降，2016 年分别为 28.71% 和 10.72%，其中调理品由于公司让利换销量，毛利率降幅较大。2017 年 1~3 月，公司熟食和调理品产量及毛利率较上年保持基本稳定。

(3) 养殖业务

近年来，公司养殖业务发展较快，主要来自于生猪养殖规模扩大的推动，特别是 2016 年以来，生猪价格达到历史高位，生猪养殖业务对公司毛利润贡献加大。此外，公司并购本香农业事项完成，有助于加快公司养殖业务发展速度。2016 年，公司种猪和肥猪养殖产量均同比大幅增长，分别为 64008 头和 724944 头；家禽养殖产量同比略有下降，为 48558 万只。

2017 年一季度，公司家禽养殖产量为 15822 万只；种猪、仔猪和肥猪养殖产量分别为 29796 头、150240 头和 361992 头，其中种猪及肥猪产量同比大幅增长，主要系本香农并表所致。

表 9 近年公司养殖业产量(单位:万只、头)

产品	2015 年	2016 年	2017 年 1-3 月
家禽	49731	48558	15822
种猪	43148	64008	29796
仔猪	408621	377986	150240

肥猪	421060	724944	361992
----	--------	--------	--------

资料来源：公司提供

总体看，受益于行业景气度大幅提升，公司养殖业务 2016 年以来规模快速扩大，对公司毛利润贡献明显增长，或有望成为公司未来业绩新的增长点。

(4) 其他业务

贸易业务

公司贸易板块业务主要由山东新希望六和集团有限公司商贸部经营，目前业务品种包括磷酸氢钙、设备、饲料原料采购。2016 年公司贸易业务收入 5.75 亿元，主要来自于饲料相关原料的贸易收入。2016 年，公司贸易业务实现营业收入利润-0.15 亿元，同比亏损收窄。

金融投资

截至2017年3月底，公司持有中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）股份152360.61万股，持股比例为4.18%；公司持有民生人寿保险股份有限公司（以下简称“民生人寿”）20352万股，持股比例为3.39%。近年来民生银行及民生人寿的经营业绩持续向

好，公司亦因此取得了良好的投资收益。

2016 年，公司来自民生银行的投资收益为 19.98 亿元，同比保持相对稳定；获得民生银行现金分红 5.33 亿元，同比大幅增长。2016 年，民生银行投资收益在公司利润总额中的占比为 61.08%，对公司利润总额贡献大，且稳定性较好。

截至 2017 年 3 月底，公司持有的民生银行股份有限公司 8444 万股已质押，占公司持有股份的 5.54%，质押比例低。

2. 经营效率

2016 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数、总资产周转次数分别为 129.96 次、14.74 次和 1.68 次，公司经营效率高。

3. 在建项目

截至 2017 年 3 月底，公司在建项目主要是饲料厂和养殖场，计划总投资 14.72 亿元；已投资 9.60 亿元，未来资本支出压力不大。

表 10 截至 2017 年 3 月底公司在建项目（单位：亿元）

项目	建设内容	计划总投资	截至 2017 年 3 月底已投资	投资计划		
				2017 年 4~12 月	2018 年	2019 年
德州新希望六和农牧有限公司新建德州市夏津县年出栏 34 万头商品猪一体化核心种猪群养殖项目	生猪养殖	3.50	3.50	--	--	--
成都希望食品扩建年产 3.5 万吨火腿肠	熟食	0.79	0.79	--	--	--
新希望六和饲料股份有限公司中试基地项目	办公楼	3.50	2.62	0.60	0.28	
绵阳畜牧 30 万头生猪产业链	生猪养殖	1.02	0.23	0.36	0.3	0.13
灵宝新希望年产 24 万吨饲料项目	饲料	0.44	0.44	--	--	--
红原牦牛屠宰项目	屠宰	0.57	0.23	0.31	0.03	--
宣城扩建饲料生产线项目	饲料	0.28	0.28	--	--	--
昌图新建年产 12 万吨饲料项目	饲料	0.25	0.25	--	--	--
茂名六和饲料项目	饲料	0.66	0.66	--	--	--
宁夏新希望反刍饲料项目	饲料	0.56	0.18	0.33	0.05	--
绵阳新希望六和农牧科技有限公司年产 20 万吨饲料项目	饲料	0.473	0.05	0.263	0.12	0.04
南充新希望饲料有限公司新希望一期饲料生产线项目	饲料	0.50	0.03	0.47	--	--
益阳新建膨化水产料	饲料	0.24	0	0.22	0.02	--
贵州遵义建设年产 20 万吨饲料项目	饲料	0.3781	0.04	0.09	0.2481	--
嘉祥新希望六和食品有限公司新建肉禽屠宰及深加工项目	肉食屠宰及深加工	0.90	0.24	0.66	--	--
贵州施秉县 3000 头母猪场项目	生猪养殖	0.6573	0.0573	0.30	0.30	--
合计		14.7184	9.60	3.603	1.3481	0.17

资料来源：公司提供

十、财务分析

公司提供的 2016 年财务报表经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2017 年一季度财务报表未经审计。

合并范围变化方面，截至 2016 年底，公司合并范围内子公司 475 家，涉及变动的子公司规模较小，对财务数据可比性影响不大。

截至 2016 年底，公司（合并）资产总额 373.85 亿元，所有者权益 255.49 亿元（含少数股东权益 50.34 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 608.80 亿元，利润总额 32.71 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额 401.25 亿元，所有者权益 268.68 亿元（含少数股东权益 53.39 亿元）；2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 146.14 亿元，利润总额 8.63 亿元。

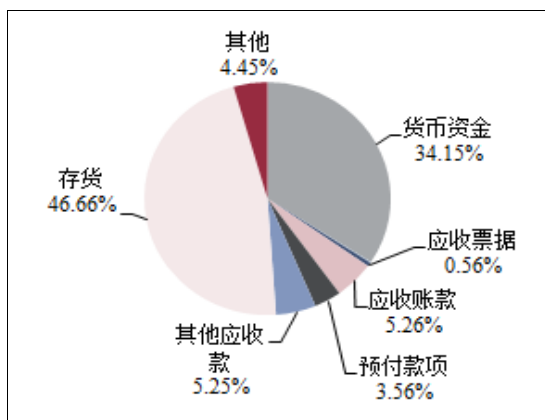
1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额 373.85 亿元，流动资产和非流动资产分别占 24.55% 和 75.45%，公司资产结构以非流动资产为主。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产 91.77 亿元，同比下降 7.33%，主要由货币资金、存货构成。

图 9 截至 2016 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财报

截至 2016 年底，公司货币资金 31.34 亿元，同比下降 15.91%，主要为银行存款（占 92.12%）

和其他货币资金（占 7.72%），其中受限货币资金规模较小，为 265.77 万元。

截至 2016 年底，公司应收账款余额 4.83 亿元，同比增长 24.75%，主要为应收货款；欠款数额较大的前 5 位客户占应收账款总额 13.36%，集中度不高。公司应收账款类别中，按信用风险特征组合计提（占 63.22%）、单项金额重大（占 19.60%）及单项金额不重大（占 17.18%）并单独计提坏账准备的计提比例分别为 3.81%、14.47% 和 91.86%，计提金额合计 1.29 亿元，比例合计 21.03%，计提比例充足。当期坏账核销共计 1460.91 万元。

截至 2016 年底，公司其他应收款 4.81 亿元，同比下降 7.10%。其他应收款主要为暂借款（占 49.21%）和担保公司代保管款项（占 36.95%）。欠款数额较大的前 5 位客户占其他应收款总额的 20.38%。计提坏账准备类别中，按信用风险特征组合计提（占 48.51%）、单项金额重大（占 36.52%）及单项金额不重大（占 15.33%）并单独计提坏账准备的计提比例分别为 9.30%、36.52% 和 15.33%。计提金额合计 2.21 亿元，比例合计 31.42%，计提充足。当期坏账核销共计 5279.68 万元。

截至 2016 年底，公司存货规模 42.82 亿元，同比增长 28.96%，主要由于当期公司饲料原材料采购量增幅大于饲料产量增幅所致；公司存货主要由原材料（占 57.05%）和库存商品（占 25.01%）构成；综合计提比例为 1.50%，计提比例偏低，但考虑到公司存货周转次数高，存货跌价风险可控。

截至 2016 年底，公司其他流动资产为 4.06 亿元，较 2015 年底下降 12.30 亿元，主要系理财产品到期赎回所致。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产 282.08 亿元，同比增长 11.43%，以长期股权投资（占 56.12%）和固定资产（占 26.57%）为主。

截至 2016 年底，公司长期股权投资为 158.31 亿元，同比增长 10.02%，其中按权益法

核算对民生银行的长期股权投资期末余额为 143.27 亿元。

截至 2016 年底,公司固定资产主要由房屋及建筑物和机器设备构成,账面价值为 74.94 亿元,同比增长 11.23%,主要由于在建工程转入及机器、运输设备的购置导致。其中,在建工程转入主要包含饲料厂扩建工程 5.85 亿元、食品加工改扩建工程 1.79 亿元和养殖公司改扩建工程 2.47 亿元;机器设备与运输设备分别购置 2.63 亿元和 3.42 亿元。

截至 2016 年底,公司在建工程规模为 8.46 亿元,基本保持稳定。结合转入固定资产金额来看,公司持续投入饲料厂、食品加工和养殖公司的改扩建工程。

截至 2016 年底,公司无形资产为 12.32 亿元,同比增长 17.46%,主要为土地使用权(占 89.12%)增加。

截至 2016 年底,公司其他非流动资产为 10.05 亿元,同比增长 29.69%,主要包括待抵扣增值税进项税(占 62.69%)、预付长期资产款项(占 18.96%)和理财产品(占 17.91%)。

截至 2017 年 3 月底,公司资产总额 401.25 亿元,较 2016 年底增长 7.33%,资产结构变化不大。流动资产中:(1)应收账款较 2016 年底增长 41.46%,主要系公司在饲料销售上采取给予客户一定的赊销额度,在年底收回欠款的销售政策,导致应收账款有所增长;(2)预付款项较 2016 年底增长 44.69%,主要系预付供应商原料款的增加;(3)其他流动资产较 2016 年底增加 125.39%,主要为新希望六和投资有限公司报告期间购买理财产品增加所致。非流动资产中,商誉相较于 2016 年底增加 3.32 亿元,增幅 55.16%,为本期发行股份购买本香农业资产所致。

总体看,跟踪期内,公司资产规模持续增长,资产结构稳定。流动资产中,货币资金较为充足,存货占比较大,但存货周转率保持良好,能够保证公司的流动性;非流动资产中,长期股权投资占比较高,且能为公司带来持续

稳定的高额投资收益,公司整体资产质量较好。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底,公司所有者权益合计 255.49 亿元,归属于母公司所有者权益为 205.15 亿元。归属于母公司的所有者权益中,主要包含实收资本 16.31%,资本公积 8.38%,盈余公积 6.39%和未分配利润 49.66%;股本余额由 20.84 亿元增至 41.68 亿元;资本公积由 42.46 亿元降至 21.40 亿元,系公司执行资本公积金每 10 股转增股本 10 股方案所致。

截至 2017 年 3 月底,公司所有者权益合计 268.68 亿元,归属于母公司所有者权益合计 215.29 亿元。其中,股本为 42.16 亿元,增加主要系发行股份收购本香农业所致。

跟踪期内,公司所有者权益规模持续增长,未分配利润占比大,所有者权益稳定性较弱。

负债

截至 2016 年底,公司负债合计 118.36 亿元,同比增幅不大。其中流动负债占 73.98%,非流动负债占 26.02%,流动负债占比有所下降。

截至 2016 年底,公司流动负债 87.56 亿元,以短期借款(占 23.77%)、应付账款(占 32.78%)、其他应付款(占 18.25%)为主,同比下降 13.16%,主要是短期借款和其他流动负债减少所致。

截至 2016 年底,公司短期借款 20.81 亿元,同比下降 57.98%,包括抵押借款 2.24 亿元、保证借款 8.11 亿元和信用借款 10.47 亿元;公司应付账款增至 28.70 亿元,同比上涨 72.20%,款项均为应付供应商货款,期末余额中无账龄超过 1 年的重要应付账款;公司其他应付款 15.98 亿元,同比增长 22.19%,主要由各种暂收押金、保证金和代管担保资金构成;公司一年内到期的非流动负债由 0.11 亿元增至 7.09 亿元,主要长期借款将于一年内到期转入所致;公司其他流动负债余额为 0,系 2015 年 8 月发行的 8 亿元短期融资券于 2016 年偿付所致。

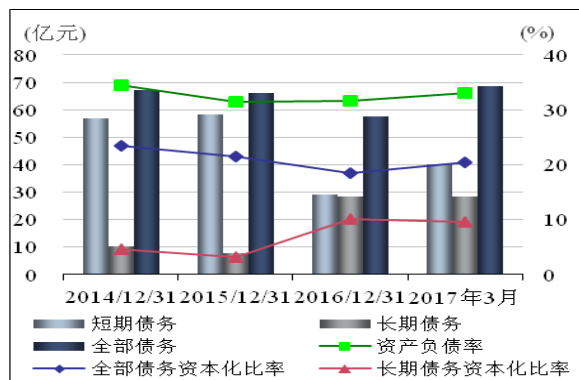
截至 2016 年底，公司非流动负债为 30.80 亿元，同比增长 208.65%，系 2016 年发行的 20 亿元“16 希望六和 MTN001”所致。非流动负债主要包括长期借款（占 27.47%）和应付债券（占 64.84%）。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额 132.57 亿元，较 2016 年底增加 14.21 亿元，增幅 12.00%。其中，短期借款增加 11.64 亿元，预收款项增加 3.77 亿元。

截至 2016 年底，公司有息债务规模为 57.55 亿元，同比下降 13.07%，下降原因主要是短期融资券的偿付导致；债务结构变化较大，短期债务占比由 87.98% 下降至 50.47%，长期债务占比增至 49.53%。截至 2017 年 3 月底，公司有息债务增至 69.69 亿元，原因主要是短期借款的增加。

截至 2016 年底，公司全部债务资本化比率为 18.38%，同比下降 3.14 个百分点；长期债务资本化比率为 10.04%，同比增加 6.85 个百分点；资产负债率 31.66%，基本保持稳定。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务资本化比率上升至 20.60%、长期债务资本化比率减少至 9.61%，资产负债率上升至 33.04%。

图 10 2014~2017 年 3 月公司债务情况



资料来源：公司财报

跟踪期内，公司债务负担下降，财务弹性良好。

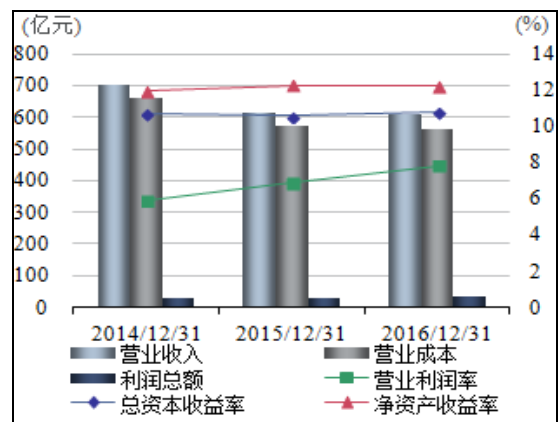
3. 盈利能力

2016 年，公司营业收入降幅收窄，主要由

于饲料业务销量开始回升所致，全年实现营业收入 608.80 亿元；营业成本的变动趋势与营业收入保持一致；公司期间费用占营业收入比重为 5.55%，同比变动不大，主要为管理费用（占 42.83%）和销售费用（占 50.61%），财务费用有所下降。公司期间费用控制能力较强。

2016 年，公司利润总额为 32.71 亿元，同比有所增长，对投资收益依赖程度仍然较大，公司长期股权投资产生的投资收益为 20.91 亿元，占利润总额 63.92%。

图 11 2014~2016 年公司盈利情况



资料来源：公司财报

从盈利指标看，2016 年，公司营业利润率为 7.82%，同比增加 0.91 个百分点；总资本收益率和净资产收益率保持稳定，分别为 10.76% 和 12.26%。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 146.14 亿元，同比增长 19.41%，利润总额为 8.63 亿元，同比下降 4.40%，其中来自民生银行的投资收益为 6.16 亿元；营业利润率为 8.04%，较 2016 年有所上升。

跟踪期内，公司营业收入保持较大规模，投资收益对利润总额贡献大，且稳定性强，公司整体盈利能力良好。

4. 现金流及保障

从经营活动来看，公司经营活动现金流入以销售商品、提供劳务收到的现金为主，其占比超过 99%，2016 年为 640.49 亿元；经营活动现金流出以购买商品、接受劳务所支付的现金

为主，2016年为558.34亿元；公司经营活动现金流量净额为31.11亿元，与上年度基本持平；现金收入比为105.21%，同比保持稳定。

从投资活动来看，投资活动现金流入与流出规模持续大幅收缩，2016年投资活动现金流入总额为27.52亿元，同比下降48.85%，主要是收回投资收到的现金减少所致；2016年投资活动现金流出32.91亿元，同比下降52.59%，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金（21.03亿元）。2016年，公司投资活动产生的现金净额为-5.39亿元。

从筹资活动来看，2016年，公司筹资活动现金流入主要来自取得借款收到的现金52.97亿元和发行债券收到的现金19.97亿元；筹资活动现金流出总额为104.76亿元，同比增长32.23%，主要为偿还债务和分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-31.77亿元。

2017年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额0.98亿元，较去年同期减少6.24亿元，下降幅度达到86.36%，系当期应收账款增长及应付账款下降所致；现金收入比为104.40%。公司投资活动产生的现金流量净额为-9.29亿元，较去年同期减少9.26亿元，系本期购买理财产品投资支付的现金所致；筹资活动产生的现金净额为9.23亿元，系本期取得银行借款所致。

总体看，2016年公司经营活动现金流规模较大，收入实现质量良好。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至2016年底公司流动比率与速动比率分别为104.81%和55.91%；流动比率相较2015年回升6.40个百分点，速动比率减少9.37个百分点；截至2017年3月底，上述比率分别为102.21%和59.00%。2016年，公司经营现金流动负债比为35.53%。公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标看，2016年公司EBITDA

为44.90亿元；EBITDA利息倍数为19.07倍，EBITDA对利息覆盖充分；全部债务/EBITDA为1.28倍，较2015年有所下降。总体看，公司整体偿债能力强。

截至2017年3月底，公司累计获得的银行授信总额为266.99亿元，尚未使用额度为223.40亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为A股上市公司，具有直接融资渠道。

截至2017年3月底，公司无对外担保。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信系统查询的《企业基本信用信息报告》，截至2017年5月24日，公司无未结清和已结清的不良及关注类信贷记录，过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

作为国内规模最大的以饲料、养殖、屠宰及肉制品等为核心竞争力的产业集团公司，公司产业链完整，生产规模大，市场占有率高。目前公司资产总额和收入规模大，整体偿债能力强。综合来看，公司整体抗风险能力强。

十一、存续期内债券偿还能力分析

截至目前，公司存续期内公募债券为“16希望六和MTN001”，金额20亿元，将于2019年到期。2016年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为“16希望六和MTN001”的32.02倍和1.56倍；EBITDA为“16希望六和MTN001”的2.25倍。总体看，公司EBITDA对“16希望六和MTN001”保障能力强。

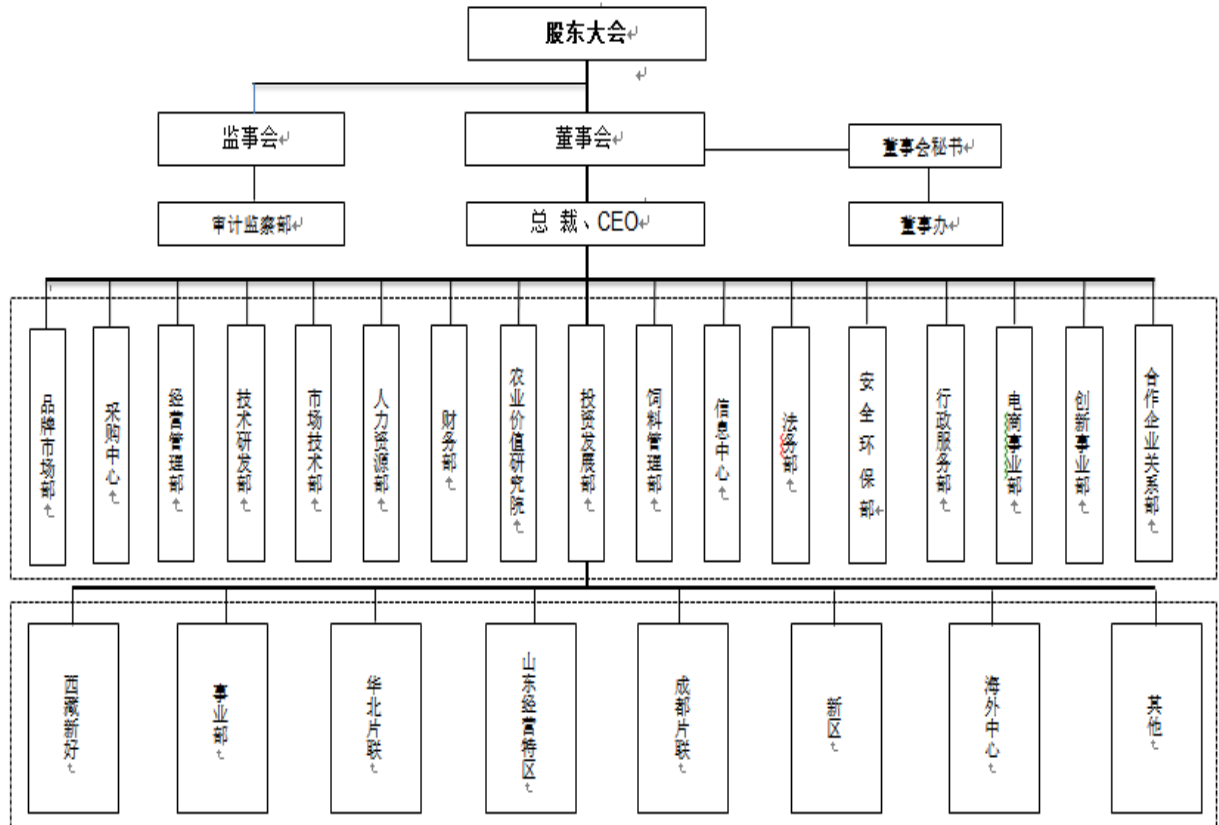
十二、结论

综合考虑，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，评级展望为稳定，并维持“16希望六和MTN001”AAA的信用等级。

附件 1 截至 2017 年 3 月底公司股权构成情况

股东	持股比例
1. 南方希望实业有限公司	29.080
2. 新希望集团有限公司	23.710
3. 西藏思壮投资咨询有限公司	2.860
4. 西藏善诚投资咨询有限公司	2.810
5. 拉萨开发区和之望实业有限公司	2.160
6. 全国社保基金一零三组合	1.850
7. 中国证券金融股份有限公司	1.470
8. 中央汇金资产管理有限责任公司	0.980
9. 成都美好房屋开发有限公司	0.940
10. 拉萨经济技术开发区新望投资有限公司	0.730
其他	33.410

附件 2 截至 2017 年 3 月底公司组织架构图



附件 3 主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	33.89	37.61	31.93	32.83
资产总额(亿元)	334.01	352.17	373.85	401.25
所有者权益(亿元)	218.89	241.36	255.49	268.68
短期债务(亿元)	56.79	58.24	29.05	44.14
长期债务(亿元)	10.39	7.95	28.50	28.55
全部债务(亿元)	67.18	66.20	57.55	69.69
营业收入(亿元)	700.12	615.20	608.80	146.14
利润总额(亿元)	29.08	31.80	32.71	8.63
EBITDA(亿元)	42.73	44.23	44.90	--
经营性净现金流(亿元)	13.44	31.88	31.11	0.98
财务指标				
销售债权周转次数(次)	132.51	136.84	129.96	--
存货周转次数(次)	14.40	14.43	14.74	--
总资产周转次数(次)	2.22	1.79	1.68	--
现金收入比(%)	105.78	105.54	105.21	104.40
营业利润率(%)	5.90	6.91	7.82	8.04
总资本收益率(%)	10.74	10.57	10.76	--
净资产收益率(%)	11.94	12.26	12.26	--
长期债务资本化比率(%)	4.53	3.19	10.04	9.61
全部债务资本化比率(%)	23.48	21.52	18.38	20.40
资产负债率(%)	34.47	31.46	31.66	33.04
流动比率(%)	104.95	98.21	104.81	102.21
速动比率(%)	60.15	65.28	55.91	59.00
经营现金流动负债比(%)	13.05	31.61	35.53	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.22	15.02	19.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.57	1.50	1.28	--

注：公司 2017 年一季度财务数据未经审计；短期债务包含其他流动负债中的有息债务；长期债务包含长期应付款中的有息债务；现金类资产已扣除受限资金。

附件 4 有关计算指标的计算公式

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-营业税金及附加)/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/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动)负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后,所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2 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

附件 5-3 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。