

信用等级公告

联合[2018] 1725 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的主体长期信用等级为 AAA，“16 希望六和 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
二零一八年七月二十四日



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

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 希望六和 MTN001	20 亿元	2019/9/27	AAA	AAA

评级时间: 2018 年 7 月 24 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产(万元)	37.61	31.93	30.64	41.06
资产总额(亿元)	352.17	373.85	424.52	450.01
所有者权益(亿元)	241.36	255.49	262.35	271.29
短期债务(亿元)	58.24	29.05	64.68	77.23
长期债务(亿元)	7.95	28.50	26.14	29.02
全部债务(亿元)	66.20	57.55	90.82	106.25
营业收入(亿元)	615.20	608.80	625.67	148.07
利润总额(亿元)	31.80	32.71	32.11	8.89
EBITDA(亿元)	44.23	44.90	47.64	--
经营性净现金流(亿元)	31.88	31.11	27.12	0.11
营业利润率(%)	6.91	7.82	7.94	8.28
净资产收益率(%)	12.26	12.26	11.18	--
资产负债率(%)	31.46	31.66	38.20	39.71
全部债务资本化比率(%)	21.52	18.38	25.72	28.14
流动比率(%)	98.21	104.81	83.32	85.87
经营现金流流动负债比(%)	31.61	35.53	20.42	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.50	1.28	1.91	--
EBITDA 利息倍数(倍)	15.02	18.70	15.31	--

注: 2018 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 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

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,产业链结构完整、产能规模大、品牌影响力强、市场占有率高。2017 年 1 月,公司完成发行股份及支付现金购买杨凌本香农业产业集团有限公司(以下简称“本香农业”)70%股权并将其纳入合并范围,公司养殖规模实现扩张,盈利能力进一步增强;跟踪期内公司现金类资产充足,所持中国民生银行股份有限公司股份流动性良好,贡献投资收益规模保持稳定。同时,联合资信关注到公司所处行业周期性较强,易受突发疫情和环保政策变动影响,养殖业务毛利率下滑,债务负担有所加重及未来资本支出压力较大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,公司盈利能力有望提升。公司经营活动现金流净额和 EBITDA 对“16 希望六和 MTN001”的保障能力较强。

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

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. 截至 2018 年 3 月底,公司持有 15.24 亿股中国民生银行股份有限公司股份,2017 年贡献投资收益 20.80 亿元,获得现金分红 4.34 亿元,对公司整体盈利能力形成良好

支撑。

3. 跟踪期内，受益于公司养殖规模的扩大及本香农业的并表，公司养殖业务收入实现大幅增长，成为新的业绩增长点。
4. 公司经营活动现金流净额和EBITDA对存续期债券余额的覆盖能力强。

关注

1. 公司所处饲料、屠宰及肉制品和养殖业为传统民生行业，周期性较强，在宏观经济增速放缓和贸易保护主义的背景下可能面临一定市场波动风险，易受突发疫情和环保政策变动的的影响。
2. 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。
3. 养殖业竞争激烈，价格波动大，跟踪期内公司养殖业务毛利率明显下滑。
4. 跟踪期内公司债务负担有所加重；在建及改扩建工程未来资本支出压力较大。

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

根据相关法规要求，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的评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

新希望六和股份有限公司（以下简称“公司”或“新希望”）原名为四川新希望农业股份有限公司，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；后经多次定向增发、资本公积转增股本，截至2018年3月底，公司股本为42.16亿元。

截至2018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（控股比例51%），同时刘永好先生控股新希望集团62.34%的股权。因此，公司实际控制人为刘永好先生。

截至2017年底，公司（合并）资产总额424.52亿元，所有者权益262.35亿元（含少数股东权益54.02亿元）；2017年，公司实现营业收入625.67亿元，利润总额32.11亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产

总额450.01亿元，所有者权益271.29亿元（含少数股东权益56.37亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入148.07亿元，利润总额8.89亿元。

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，跟踪期内债券正常付息。

表1 公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
16 希望六和 MTN001	20.00	20.00	2016/09/27	2019/09/27
合计	20.00	20.00	--	--

资料来源：Wind资讯

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国

家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构

来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5% 左右。

五、行业分析

目前公司业务以饲料、养殖、屠宰及肉制品为主，是农牧业的重要组成部分。

（1）饲料行业现状

饲料行业是连接种植业与养殖业的中间行业，也是衡量一个国家农牧业综合实力的重要指标之一。饲料是指在合理饲喂条件下能对家畜、

家禽、水产动物提供营养物质、调控生理机制、改善动物产品品质，且不发生有毒、有害作用的物质。按照饲料企业的生产标准及养殖户使用方法，饲料可分为预混料、浓缩料和配合料。中国饲料行业生产规模自 2012 年起一直位居全球首位，但近年产量增速总体逐渐放缓；2017 年，受下游生猪及肉禽养殖行业景气度下滑、产能利用率较低影响，中国饲料产量近年来首次出现下降，同比下降 2.00% 至 28466 万吨。

根据中国饲料行业信息网的成品饲料数据，2017 年猪料产量 7018.55 万吨，同比增长 5.48%；蛋禽料产量 3107.81 万吨，同比下降 2.91%；肉禽料产量 5238.79 万吨，同比下降 3.61%；水产料产量 1534.12 万吨，同比下降 0.73%；反刍料产量 790.59 万吨，同比下降 1.01%；其他料产量 403.67 万吨，同比增长 0.80%。

近年来，中国饲料企业集约化程度提高，截至 2016 年底，中国饲料加工企业约 7000 家，较 2013 年的 10113 家大幅下降，饲料行业 CR10 的市场占比已超过 35%；根据国家十三五规划，到 2020 年中国饲料企业减少至 3000 余家，100 万吨产能的企业增加至 60 家，约占全国饲料产能的 60%，行业集中度将不断提升。行业集中度的提高，有助于饲料转化率和生产效率的提高。

中国饲料产能主要分布在养殖大省，2016 年饲料产能突破千万吨的省份达到 9 个，分别为：广东、山东、河南、辽宁、河北、湖南、广西、江苏、四川，以上 9 省总产量为 13548 万吨，占全国总产量的 64.8%。

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。

（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，单位占比约达到 65% 左右，豆粕作为动物生长过程中蛋白质摄取的主要来源，单位占比约为 25% 左右，因此饲料成本主要受玉米和豆粕价格的影响。

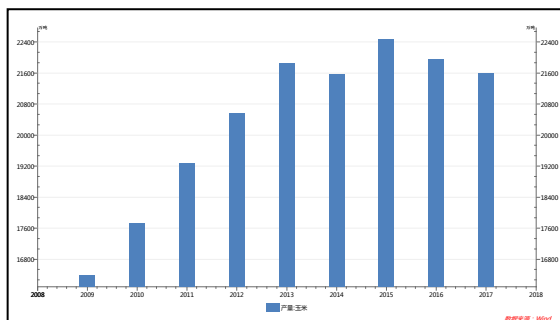
玉米

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

从玉米产量来看，近几年受收储政策的提振，国内玉米价格处于高位，农户种植收益不断提高，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；随着玉米单产量的提高和种植面积的扩大，2009~2015年，玉米产量波动增长，2015年达到2.25亿吨的顶峰。2016年，为应对玉米播种面积庞大，产量大幅增加，政府库存急剧激增的局面，政府取消了实施多年的临时收储政策，玉米价格下跌，导致玉米播种面积减少，进而玉米产量随之下降。2017年中国玉米产量21589万吨，同比下降1.82%。

图1 2009~2017年中国玉米产量情况

(单位：万吨)



数据来源：Wind 资讯

中国不仅是世界玉米的主要生产国，也是玉米的主要消费国。玉米消费主要用于食用、饲料、工业消费等三个方面。消费结构中饲料和工业加工约占总消费的90%，其中饲料消费占比维持在60%-65%。

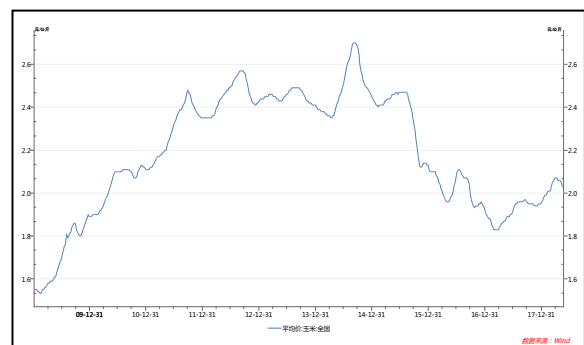
由于近年玉米产量连续增长，但下游饲用需求刚性增长缓慢以及工业消费维持平稳，导致国内玉米期末库存不断增加，2015年中国玉米期末库存为1.14亿吨，国内玉米供需结构逐渐由偏紧转为宽松的局面，玉米自给率一直维持在98%左右。

价格方面，受2008年开始实施的玉米临储政策影响，至2014年中国玉米价格稳步上涨；2015年，玉米持续丰产带来国内库存压力，并且进口玉米价格较低，导致国内外玉米价格倒

挂；2015年11月国家首次下调玉米临储价格至2000元/吨，调降幅度达9.91%-11.50%；2016年3月，国家对玉米临储制度进行了改革，东北三省和内蒙古取消玉米临时收储政策，将玉米临时收储政策调整为“市场化收购”加“补贴”的新机制；玉米价格随之进入下滑通道，截至2016年12月30日，玉米平均价格指数已跌至近8年以来的最低点，较2015年底跌幅21.20%。2017年以来，随着玉米库存的下降，玉米价格有所回升，截至2018年5月底，玉米价格回升至2030元/吨。

图2 2009~2018年5月玉米价格情况

(单位：元/公斤)



数据来源：Wind 资讯

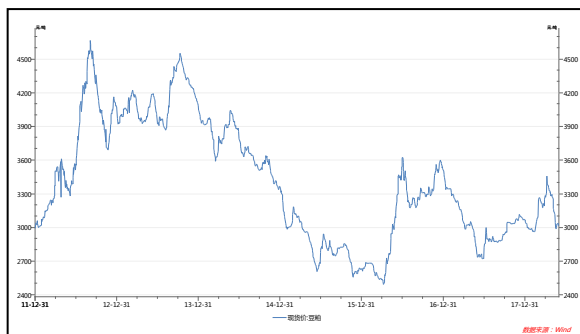
豆粕

中国的大豆主要依赖进口，大豆进口主要来源于美国、巴西、阿根廷三国。近年来，中国大豆进口量上升趋势非常明显，进口大豆依存度很高。2017年，中国大豆累计进口量为9554万吨，同比增长13.90%，创历史最高纪录；2017年底，进口大豆占国内消费总量85.35%。

豆粕作为大豆压榨豆油的副产品，其价格基本由大豆价格决定；受国际大豆价格变动影响，国内豆粕价格近年来波动较大。2013年四季度以来，受“H7N9”流感疫情阶段性爆发、养殖业行情低迷以及北美大豆丰收等因素影响，豆粕供应远大于需求，豆粕价格呈波动下降趋势，截至2015年底，豆粕价格为2630元/吨；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影响，中国豆粕价格暴涨，截至2016年底，中国豆粕价格为3516.97元/吨；2017年，中国豆粕价格整体

呈现“先抑后扬，整体震荡偏弱”趋势，在美国、巴西大豆持续增产，供给偏宽松影响下，2017年上半年豆粕价格波动下行，下半年有所回升，2017年底为3070.61元/吨；进入2018年，受国际贸易形势影响，中国豆粕价格波动较大，最高点为3457.88元/吨，此后回落至2018年五月底的3015.76元/吨。

图3 2012~2018年5月中国豆粕价格情况
(单位:元/吨)



数据来源: WindWind 资讯

总体看,近年来饲料主要原材料玉米与豆粕价格波动较大;2017年玉米价格整体有所回升,饲料企业面临一定成本控制压力。

(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。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景气度具有周期性特征。

从养殖模式来看,以肉鸡和肉猪为例,中国畜牧业养殖业主要有三种养殖模式:专业的肉鸡和肉猪养殖模式、专业的种鸡和种猪养殖模式和自繁自养养殖模式,其中自繁自养又分为小规模自繁自养模式、中大规模自繁自养模式和完整产业链条自繁自养模式。

专业肉鸡和肉猪养殖模式经营周期较短。一般情况下,鸡出栏周期在1~2个月,猪出栏周期在3~6个月。专业肉鸡和肉猪养殖模式不需要育种,相对养殖技术水平要求较低,比较适合

农户和小型饲养企业。这种模式是目前中国养殖生产结构中的主要力量。

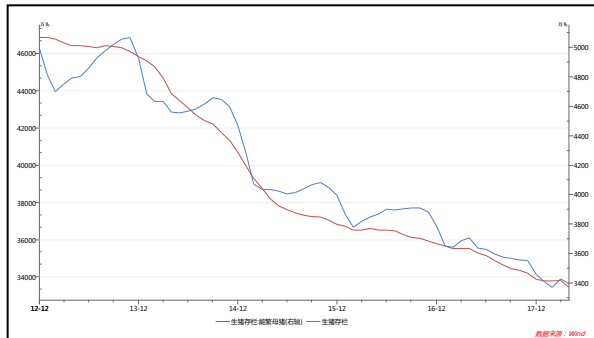
专业种鸡和种猪养殖模式主要是引进、培养、繁殖祖代猪和祖代鸡,通过祖代猪和祖代鸡来较大规模繁殖种鸡和种猪(父母代),再利用父母代来大规模繁殖仔鸡和仔猪,通过销售仔鸡和仔猪来获取收益的模式。专业种鸡和种猪养殖模式对种鸡和种猪要求较高,对育种和基因技术要求较高。由于祖代、父母代和种代繁衍周期较长,一般在1~2年,且市场对种鸡和种猪需求具有不确定性,所以专业种鸡和种猪养殖模式对市场判断能力和养殖技术水平要求较高,经营收益也相对大于专业肉鸡和肉猪养殖模式。

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

肉猪养殖方面,从2011年生猪价格达到19.92元/千克的历史高点,至2015年上半年11.60元/千克的低点,中国生猪养殖行业经历了一个完整周期。2015年下半年开始,随着前期能繁母猪数量和生猪存栏量的下降,肉猪养殖开始进入下一轮周期。2016年是生猪行业继续去产能以及猪价迎来周期高点的一年,中国能繁母猪存栏量继续下跌,截至2016年底为3666万头,同比降低3.48%,生猪存栏量为36733万头,同比降低4.29%,能繁母猪及生猪存栏量都处于极低水平;此外,受环保政策收紧影响,南方水网以及各省禁养、限养区内大量猪场被强制拆除,散养户大量退出,生猪价格快速上涨最高价格达21.05元/千克。2017年上半年,生猪供应和消费均出现下降的形势,市场整体供大于求,导致上半年肉猪价格的持续下跌;下半年,受季节性需求回暖以及市场当期供应偏紧等因素影响,价格缓慢小幅反弹;全年生猪价格整体呈下降趋势,

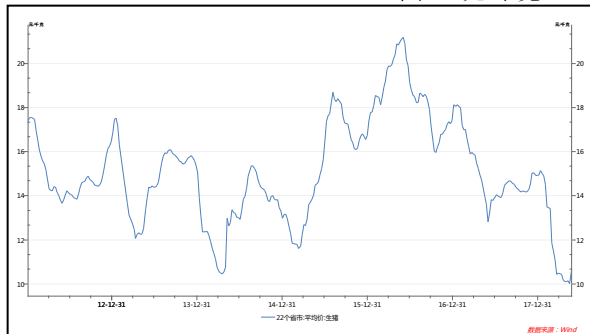
2017年底为15.04元/千克。进入2018年，生猪养殖周期进入下行通道，生猪价格快速下跌，截至2018年5月底为10.63元/千克，达到2015年以来的最低点，部分企业出现经营性亏损。

图4 2013~2018年5月中国生猪及能繁母猪存栏量
(单位: 万头)



数据来源: Wind 资讯

图5 2012~2018年5月全国22省市生猪平均价格
(单位: 元/千克)

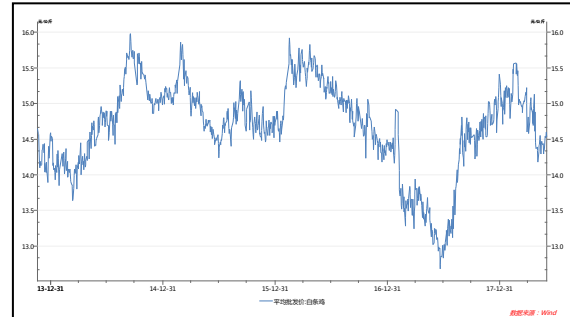


资料来源: Wind 资讯

肉鸡养殖方面,中国肉鸡养殖行业景气度受行业本身供给关系、禽流感疫情和肉鸡较短的生长周期共同影响;呈现出行业周期短,景气度波动较大,一年内或存在多个周期的现象。此外,产量较大的白羽肉鸡养殖还受制于国外祖代种鸡引种限制。

2017年肉鸡养殖景气度整体呈“V”型,上半年,受H7N9禽流感事件影响,国内多地活禽交易市场关闭,肉鸡消费需求下降;下半年,肉鸡养殖企业主动去产能,存栏量下降,同时,H7N9事件影响逐渐消退、消费需求回升,肉鸡行情回暖。2018年起,肉鸡价格有所下降。

图6 2013~2018年白条鸡平均批发价格
(单位: 元/千克)



数据来源: Wind 资讯

总体来看,养殖行业景气度主要受供给侧影响而波动,但居民消费需求相对稳定,有利于饲料行业的稳定发展。

(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年国家对于玉米临储制度进行了改革,东北三省和内蒙古取消玉米临时收储政策,将玉米临时收储政策调整为“市场化收购”加“补贴”的新机制。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）标准化改造和建设环保标准的提高促使养殖行业集中度升级。

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

饲料原料价格波动，加大饲料行业成本控制难度

2017 年以来，玉米价格出现一定程度回升，后期走势尚不明朗。豆粕方面，受国际贸易形势、主要产国天气因素、以及投资炒作等因素影响，豆粕价格近年来波动较大。总体来看，饲料原料价格波动对饲料行业的成本控制带来一定压力。

国内饲料企业众多，集中度有待提升

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

由于饲料产品具有保质期短、运输成本高的特点，饲料企业的运营受到一定的销售半径限制。饲料企业提高市场占有率的措施，主要是通过增加布点数量，提高产品覆盖面积。大型饲料企业集团由于存在其品牌影响力和资金实力，在竞争中会占有较为明显的优势。这使得全国范围内饲料行业的竞争主要集中在

部分规模较大的全国性饲料企业之间，而各区域内的竞争则体现为本地中小企业与全国性饲料企业集团在当地设立的饲料加工企业之间的竞争。

食品安全和疫情对养殖业的影响大

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

（6）未来发展

从短期看，饲料行业受多种因素的影响而具有波动性。从长期看，中国的人口基础决定了肉食、禽蛋、乳品等庞大的消费规模，特别是农村收入的提高将继续带动此类产品的消费增长，同时，规模化养殖方式不断普及，在总饲养量中所占比重不断提高，上述市场环境决定了中国饲料行业长期而相对稳定的发展。

总体看，大型饲料企业由单一业务向集养殖、加工一体化的大型综合农牧企业集团发展的趋势明显，产业链的延伸拓展成为饲料企业发展壮大的必然选择。

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，公司主要高管人员发生一定变动，原总裁李兵不再担任董事、总裁职务，现由邓成担任总裁一职。

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。

公司总裁邓成先生，男，MBA，生于1972年3月。曾任新希望集团有限公司总部审计部负责人，公司人力资源部负责人，公司副总裁，山东经营特区总裁，新希望六和股份有限公司副总裁等职务。2017年10月起经董事会决议被聘任为公司总裁。

总体来看，公司目前高管人员具有丰富的管理经验，能够满足公司日常经营和未来发展需要。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、经营分析

1. 经营现状

公司收入以饲料、屠宰及肉制品业务为主，2017年，公司实现主营业务收入622.29亿元，同比增长2.83%，其中饲料、屠宰及肉制品和养殖业务收入均实现不同程度的增长。分板块来看，公司饲料业务实现收入457.02亿元，同比增长11.81%，主要系公司对饲料工厂进行改造提升后产能提升所致；受益于公司拓展养殖规模以及本香农业的收购并表，养殖业务收入同比大幅增长129.38%至88.29亿元，下游屠宰及肉制品业务收入同比增长4.47%至219.17亿元。

毛利率方面，2017年公司主营业务毛利率为8.13%，同比增加0.24个百分点。2017年，公司饲料业务和屠宰及肉制品业务毛利率分别为6.18%和5.12%，同比变动不大；养殖业务毛利率为9.34%，同比减少18.85个百分点，主要系种禽、商品鸡鸭等禽类和种猪、仔畜等畜类价格大幅下降至历史低位所致。2017年，公司主营业务中的其他业务毛利率为6.33%，同比增加2.24个百分点。

2018年一季度，公司主营业务收入146.77亿元，同比增长1.06%。其中，屠宰及肉制品业务收入同比下降6.30%至50.39亿元，一方面受春节备货周期影响，销量有所下降，另外系猪肉价格同比大幅下降所致。受益于养殖规模的持续扩张，公司养殖业务收入同比继续增长60.01%至26.13亿元。当期，公司主营业务毛利率为8.50%，较2017年同期增加0.33个百分点，其中饲料业务毛利率同比减少0.52个百分点至5.65%，主要系原材料价格上涨所致；养殖业务毛利率为7.69%，同比下降6.33个百分点，主要系猪肉价格下降所致。

跟踪期内，公司收入规模持续增长，主营业务毛利率较为稳定，随着养殖规模的逐步扩张以及本香农业的并表，养殖业务对公司盈利能力的贡献有所增长，成为公司新的业绩增长点。

表2 近年来公司经营情况

分行业	营业收入（亿元）				毛利率（%）			
	2015年	2016年	2017年	2018年1-3月	2015年	2016年	2017年	2018年1-3月
1.主营业务	612.94	605.19	622.29	146.77	6.88	7.89	8.13	8.50
饲料	416.85	408.76	457.02	106.2	6.97	5.96	6.18	5.65
屠宰及肉制品	193.36	209.79	219.17	50.39	5.89	5.16	5.12	7.12
养殖	23.42	38.49	88.29	26.13	7.15	28.19	9.34	7.69
其他	78.00	59.45	56.09	12.75	-0.19	4.09	6.33	5.07
内部抵减	-98.69	-111.30	-198.28	-48.70	--	--	--	--
2.其他业务	2.26	3.61	3.38	1.30	26.11	21.33	11.24	10.30
合计	615.20	608.80	625.67	148.07	6.95	7.97	8.15	8.52

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

2017年，随着饲料产品生产规模的扩大，公司玉米、小麦、豆粕三种主要原材料采购量

合计为894.31万吨，同比增长3.25%。2018年一季度，以上三种原材料采购量合计232.27万吨，同比增长4.59%。

采购价格方面，随着国内玉米临储政策取消以及需求增长的缓慢，玉米价格逐年下降，2017年公司玉米采购价格下降至1814.58元/吨；小麦方面，由于2017年异常天气影响优质小麦供给不足，供应偏紧，公司采购价格增长至1958.26元/吨。同期，豆粕价格略有下降，2017年为3071.77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。2018年一季度，玉米及豆粕采购价格较2017年均有所增长，小麦采购价格变动不大。

表3 公司近年原材料采购情况

主要原材料		采购量(万吨)				采购价格(元/吨)			
名称	占饲料成本比重	2015年	2016年	2017年	2018年1-3月	2015年	2016年	2017年	2018年1-3月
玉米	30-50%	496.14	613.79	648.27	172.83	2162.55	1851.83	1814.58	1956.79
小麦	10-20%	32.35	51.98	48.22	6.53	2296.72	1754.71	1958.26	1967.29
豆粕	5-10%	201.14	200.37	197.82	52.91	2920.04	3109.06	3071.77	3165.97
花生粕	3-4%	7.37	10.63	13.33	2.48	2719.73	2733.4	2822.79	2663.84
棉粕	3-4%	14.37	8	6.1	1.58	2620.88	2773.74	2718.42	2725.20
赖氨酸	1.5-2%	19.37	9.12	9.03	2.12	5102.47	5298.51	4929.25	4722.42
蛋氨酸	1-1.5%	3.27	2.15	3.39	0.88	32447.73	23960.74	21235.35	19237.13

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。2017年，公司前五大供应商采购占比为7.07%，集中度低。

表4 2017年公司饲料业务前五大供应商

(单位：亿元、%)

供应商	采购金额	占总采购额比例
益海嘉里投资有限公司	10.54	1.84
中粮集团有限公司	9.39	1.64
山东泰山国家粮食储备库	8.37	1.46

泰安市东岳粮库	6.52	1.14
北京京粮北方粮油贸易有限公司	5.65	0.99
合计	40.47	7.07

资料来源：公司提供

注：由于公司未分版块统计采购额，此处占比以合并口径总采购额为基数计算。

总体看，跟踪期内公司饲料业务规模扩大，原材料采购量随之增长；饲料业务原材料综合采购成本变动不大。

饲料生产

公司主要生产猪、鸡、鸭、水产等各类饲料。2017年，随着公司淘汰落后产能以及部分大产量标杆工厂建成投产，公司饲料产能小幅

提升至 3229.76 万吨；公司产能利用率较 2016 年有所增长，为 49.45%，但受饲料行业供过于求、增速放缓影响，仍处于偏低水平。截至 2018 年 3 月底，公司共有 284 家饲料厂，生产饲料 100 多种，位居国内同行业前列。

表 5 近年公司产能和产量指标情况

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
产能(万吨/年)	3198.00	3229.76	3229.76
国内	2748.00	2779.00	2779.00
海外	450.00	450.76	450.76
产量(万吨)	1479.90	1597.03	379.47
国内	1329.48	1405.04	326.42
海外	150.42	192.00	53.05
产能利用率(%)	46.28	49.45	47.01
国内	48.38	50.56	47.00
海外	33.43	42.59	47.08

资料来源：公司提供

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，截至 2018 年 3 月底，已投产饲料公司有 30 家，在建饲料公司 6 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，2017 年，公司饲料销量 1572.29 万吨，同比增长 5.61%；其中禽饲料、猪饲料和水产料销量均实现增长。2017 年公司饲料产销率略有下降至 98.45%，产销率仍较高。2018 年一季度，公司禽料销量保持相对稳定；随着公司加大猪场开发力度及水产料营销力度，猪饲料和水产料销量同比分别增长

22.31%和 47.10%；水产料销量为 9.40 万吨，占 2017 年全年的 10.93%，主要是因为水温较低，水产品饲料投喂量较小，每年一季度是水产料销售的传统淡季。

表 6 近年公司饲料销售情况(单位：万吨)

产品	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
禽料	1000.74	1029.00	243.49
猪饲料	365.71	419.00	110.59
水产料	81.36	86.00	9.40
其他	41.01	38.29	8.99
合计	1488.82	1572.29	372.47
产销率	100.60%	98.45%	98.15%

资料来源：公司提供

销售价格方面，2017 年，在综合原材料成本较为稳定的环境下，公司禽料和猪饲料销售价格同比变动不大，分别为 2441.30 元/吨和 2868.26 元/吨；水产料本身属于高毛利料种，当期售价及毛利率进一步增长，主要系公司不断推动水产料产品技术和生产工艺升级，积极降低生产成本所致。2018 年一季度销售价格较 2017 年保持相对稳定。

表 7 近年公司饲料销售价格和毛利率(单位：元/吨)

产品	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月	
禽料	售价	2401.18	2441.30	2456.39
	毛利率	3.19%	4.41%	4.07%
猪饲料	售价	2912.49	2868.26	2848.29
	毛利率	9.36%	10.20%	8.93%
水产料	售价	3284.84	3501.16	3511.87
	毛利率	8.82%	11.53%	13.57%

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，2017 年华东和华中销售占比分别为 47.31%和 9.15%，区域集中度较高；2017 年，公司饲料业务前五大客户销售占比为 2.48%，

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 2018 年 3 月底，公司共有 64 家屠宰加工厂及肉制品加工厂，联营企业 5 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

屠宰业务为养殖的下游环节，其屠宰加工以毛鸡、毛鸭等活禽和肥猪为原料，与养殖环节形成对冲。当禽、畜价格下行时，屠宰加工业务原料成本也下降，利润空间则加大，适度缓解了价格变动对公司整体的影响。公司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；2017 年，公司毛鸡和生猪内部采购占比分别为 23% 和 1%。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确定。

跟踪期内，公司大力拓展销售渠道，2017 年，公司鸡和猪的屠宰量及销量同比均有所增长；鸭的屠宰量和销量同比有所下降。销售价格方面，鸡和猪销售价格受市场行情影响有所下降，鸭销售价格略有增长。毛利率方面，由于毛鸡和生猪受市场价格影响成本下降，毛利率同比增长，鸭的毛利率有所下降。

表 8 公司屠宰业务运营情况

分类		2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
屠宰量 (万只)	鸡	31282	34721.83	7397.77
	鸭	48379	44144.20	9257.99
	猪	179.07	235.42	66.49
销量 (万吨)	鸡	69.80	77.58	16.26
	鸭	123.52	113.87	25.58
	猪	20.57	26.34	7.11
销售价格	鸡	9.04	8.39	9.15

(千元/吨)	鸭	6.81	7.22	8.15
	猪	17.78	15.05	13.74
毛利率 (%)	鸡	3.55	4.58	5.49
	鸭	4.94	3.53	6.01
	猪	2.14	2.75	5.09

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 9 近年公司肉制品产量和毛利率(单位:万吨、%)

产品	2015 年		2017 年		2017 年 1-3 月	
	产量	毛利率	产量	毛利率	产量	毛利率
熟食	5.36	28.71	5.51	38.70	1.38	32.20
调理品	7.17	10.72	6.89	11.00	1.51	9.90
合计	12.54	18.86	12.40	22.00	2.89	20.70

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（半熟食品）。2017 年，公司肉制品产量同比下降 1.12%，变化不大；其中，熟食和调理品产量分别为 5.51 万吨和 6.89 万吨，毛利率分别为 38.70% 和 11.00%，同比有所增长。2018 年 1~3 月，公司熟食和调理品产量及毛利率较上年同期基本保持稳定。

(3) 养殖业务

近年来，随着生猪养殖规模的扩大，公司养殖业务发展较快，对公司毛利润贡献加大。跟踪期内公司持续加大对养殖业务的投入，2017 年新增 580 万头的生猪产能布局。此外，公司于 2017 年 1 月完成发行股份及支付现金并购本香农业事项，本香农业是集饲料生产、生猪养殖、屠宰及猪肉制品加工业务为一体的国家级农业产业化重点企业，在禽畜类生产加工和养殖销售方面有一定优势。截至 2018 年 3

月底本香农业资产总额 7.66 亿元，所有者权益 5.21 亿元；2017 年实现营业收入 4.67 亿元，净利润 1.00 亿元。

本香农业的并表有助于加快公司养殖业务发展速度，2017 年，公司家禽、种猪、仔猪和肥猪养殖产量同比均大幅增长，分别为 77014 万只、100120 头、693302 头和 1606174 头。2018 年一季度，公司家禽养殖产量为 16536 万只；种猪、仔猪和肥猪养殖产量分别为 24562 头、181811 头和 539674 头，仔猪及肥猪产量同比均大幅增长；一季度种猪出栏同比下降 17.57%，系行情周期性下降，养殖户降低能繁母猪存栏量，导致种猪滞销所致。

表 10 近年公司养殖业产量（单位：万只、头）

产品	2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
家禽	48558	77014	16536
种猪	64008	100120	24562
仔猪	377986	693302	181811
肥猪	724944	1606174	539674

资料来源：公司提供

总体看，公司养殖业务 2017 年以来规模快速扩大，对公司毛利贡献明显增长，随着公司产能布局逐步推进以及本香农业的并表，养殖业务有望成为公司未来业绩新的增长点。但养殖行业周期性较强，业务盈利水平易受行业需求周期性下行以及产品价格变动等因素的影响。

（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。2017 年公司贸易业务收入 51.77 亿元，同比下降 3.36%，仍以饲料相关原料的贸易收入为主；公司贸易业务实现营业利润 0.90 亿元，同比实现扭亏。

金融投资

截至 2018 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”，计入长期股权投资，权益法计量）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”，计入可供出售金融资产，成本法计量）21119.60 万股，持股比例为 3.39%。截至 2018 年 3 月底，公司持有的民生银行股份中 8444 万股已质押，占公司持有股份的 5.54%，质押比例低。

近年来民生银行的经营业绩持续向好，公司因此取得了良好的投资收益。2017 年，公司来自民生银行的投资收益为 20.80 亿元，同比保持相对稳定；获得民生银行现金分红 4.34 亿元，较 2016 年（5.33 亿元）同比有所下降。2017 年，民生银行投资收益在公司利润总额中的占比为 68.95%，对公司利润总额贡献大，且稳定性较好。

表 11 截至 2018 年 3 月底公司持有民生银行和民生人寿情况

	民生银行	民生人寿
持股数（万股）	152360.61	21119.60
持股比例	4.18%	3.39%
账面价值（亿元）	166.01	2.11
质押股份数（万股）	8444.00	--
占持有股份比例	5.54%	--
质押部分账面价值	9.20	--
2017 年投资收益（亿元）	20.80	--
2017 年现金分红（亿元）	4.34	--

资料来源：公司提供

2. 经营效率

2017 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 114.54 次、12.24 次和 1.57 次，同比分别减少 15.42 个、2.50 个和 0.11 个百分点，公司经营效率较高。

3. 未来发展

公司在 2016 年上半年制定了 2017~2019 年的三年发展战略规划。随着业务的推进，公司在 2017 年根据内、外部环境的新变化，更新推出了 2017~2021 新的五年战略规划，在坚持打造世界级农牧食品企业和美好公司的同时，进一步提出了“做强饲料、做大养猪、做

精肉禽、做优食品、做深海外”的新目标。具体包括：在饲料业务上，将通过打强区域和协同养殖端优化配置，重塑产品力和高效竞争力，提升盈利能力；在养猪业务上，在优势区域集中发展，同时打造育种技术、养殖效率行业标杆；在白羽肉禽业务上，保持规模、结构和效率领先，做好一体化，提升盈利水平；在食品业务上，稳量增利，全面发力冷鲜猪肉和

肉制品；在海外业务上，聚焦核心区域做深、做透，延伸产业链，力争成为中国农牧食品企业国际化的标杆。

截至 2018 年 3 月底，公司在建项目主要为饲料厂、食品加工厂和养殖场改扩建工程，计划总投资 35.20 亿元，已投资 9.15 亿元，2018 年 4~12 月拟投资 26.05 亿元，公司 2018 年存在较大资本支出压力。

表 12 截至 2018 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目	建设内容	计划总投资	截至 2018 年 3 月底已投资	2018 年 4-12 月投资计划
新希望六和饲料股份有限公司中试基地项目	办公楼	3.50	2.40	1.10
红原牦牛屠宰项目	屠宰	0.73	0.34	0.39
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	0.69	0.12	0.57
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	1.25	0.94	0.31
贵州施秉县 3000 头母猪场项目	生猪养殖	0.66	0.00	0.66
山东东阿年出栏 50 万头生猪项目	生猪养殖	5.30	5.30	--
贵州遵义建设年产 20 万吨饲料项目	饲料	0.38	0.04	0.34
重庆国雄饲料迁建项目	饲料	0.70	0.01	0.70
揭阳国雄饲料迁建项目	饲料	0.72	0.00	0.72
山东潍坊安丘肉鸡养殖场项目	禽养殖	0.22	0.00	0.22
辽宁新民年出栏 100 万头生猪项目	生猪养殖	14.62	0.00	14.62
辽宁康平年出栏 30 万头生猪项目	生猪养殖	3.66	0.00	3.66
河南灵宝年出栏 18 万头生猪项目	生猪养殖	1.59	0.00	1.59
山东禹城年出栏 15 万头生猪项目	生猪养殖	1.18	0.00	1.18
合计		35.20	9.15	26.05

资料来源：公司提供

注：本表按照重要性及金额重大原则列示，公司 2019 年以后投资项目正在陆续规划中。

九、财务分析

公司提供的 2017 年财务报告经四川华信（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 2018 年一季度财务报表未经审计。

合并范围变化方面，截至 2017 年底，公司合并范围内子公司 502 家，较 2016 年底新增子公司 51 家，不再纳入合并范围的子公司 24 家。截至 2018 年 3 月底，公司合并范围较 2017 年底增加 12 家子公司，减少 3 家子公司。涉及变动的子公司规模相对较小，对财务数据可比性

影响不大。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额 424.52 亿元，所有者权益 262.35 亿元（含少数股东权益 54.02 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 625.67 亿元，利润总额 32.11 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额 450.01 亿元，所有者权益 271.29 亿元（含少数股东权益 56.37 亿元）；2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 148.07 亿元，利润总额 8.89 亿元。

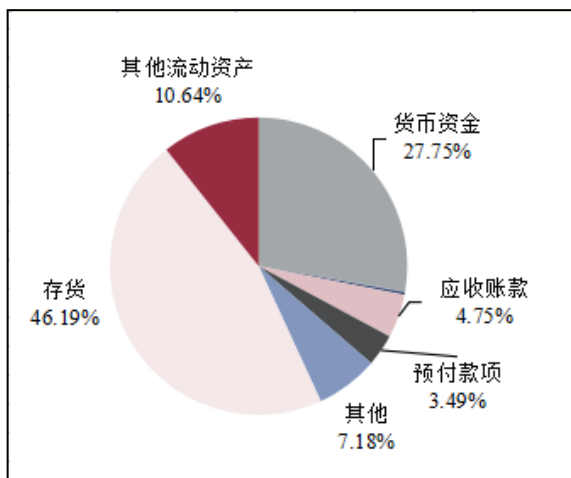
1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额 424.52 亿元，同比增长 13.55%；构成上流动资产和非流动资产分别占 26.07%和 73.93%，公司资产结构同比变动不大，仍以非流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产 110.67 亿元，同比增长 20.59%，主要源于存货和其他流动资产的增长；构成上以货币资金、存货和其他流动资产为主。

图 7 截至 2017 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财报

截至 2017 年底，公司货币资金 30.71 亿元，同比小幅下降 2.03%，主要为银行存款（占 92.77%）和其他货币资金（占 7.11%），其中使用受限的货币资金 0.45 亿元，规模较小。

截至 2017 年底，公司应收账款 5.25 亿元，同比增长 8.83%，主要为应收货款；按欠款方归集的期末余额前五名占应收账款余额的 12.09%，集中度较低。截至 2017 年底公司共计提坏账准备 1.63 亿元，计提比例为 23.65%，计提较为充足。

截至 2017 年底，公司其他应收款 7.53 亿元，同比增长 56.39%，主要系代垫款规模增加所致，构成上以暂借款（占 28.87%）和代垫款（占 58.01%，主要为代客户垫付的饲料款）为主；集中度方面，按欠款方归集的期末余额前 5 位客户合计 1.39 亿元，占其他应收款余额的 13.89%，集中度较低。截至 2017 年底，公司

共计提坏账准备 2.45 亿元，其中 2017 年计提 6237.89 万元；累计计提比例为 24.58%，计提较为充足。

截至 2017 年底，公司存货 51.11 亿元，同比增长 19.38%，主要由于当期公司以饲料原材料为主的消耗性生物资产采购量大幅增长所致；公司存货主要由原材料（占 51.10%）、库存商品（占 22.08%）和消耗性生物资产（21.37%）构成；累计计提存货跌价准备 0.33 亿元，计提比例低，但考虑到公司存货周转次数高，存货跌价风险可控。

截至 2017 年底，公司其他流动资产 11.77 亿元，同比增长 189.71%，主要为当期规模大幅增长的理财产品（11.02 亿元）。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产 313.85 亿元，同比增长 11.26%，主要源于长期股权投资和固定资产的增长，构成上以长期股权投资（占 56.22%）和固定资产（占 25.87%）为主。

截至 2017 年底，公司长期股权投资为 176.45 亿元，同比增长 11.46%，主要为按权益法核算的对民生银行的长期股权投资 158.68 亿元和对美国蓝星贸易集团有限公司的投资 8.06 亿元，其中 2017 年公司对民生银行权益法下确认的投资收益 20.80 亿元。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 81.20 亿元，同比增长 8.35%，主要为当期在建工程建成转入；构成以房屋及建筑物（占 62.16%）和机器设备（占 34.57%）为主。其中，在建工程转入主要包含养殖公司、食品加工和饲料厂的改扩建。

截至 2017 年底，公司在建工程规模为 11.82 亿元，同比增长 39.67%；其中饲料厂改扩建工程占 27.45%，食品加工改扩建工程占 27.09%，养殖公司改扩建工程占 28.82%。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 2017 年底，公司无形资产为 13.96 亿元，同比增长 13.24%，主要为土地使用权（占 90.20%）。

截至 2017 年底，公司商誉为 8.84 亿元，同比增长 46.61%，主要系公司合并本香农业形成商誉 2.81 亿元所致。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 8.86 亿元，同比下降 11.81%，主要包括待抵扣增值税进项税（占 75.95%）和预付长期资产款项（占 24.05%）。

截至 2017 年底，公司使用受限的资产合计 11.09 亿元，占总资产的 0.26%，受限比例很低。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额 450.01 亿元，较 2017 年底增长 6.01%，资产结构变化不大。流动资产中：货币资金较 2017 年底增长 35.35%，主要系公司为加大投资而增加储备货币资金所致；应收账款较 2017 年底增长 45.93%，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；预付款项较 2017 年底增长 121.11%，主要系预付供应商原料款的增加所致；其他流动资产较 2017 年底下降 40.43%，主要系子公司新希望六和投资有限公司部分理财产品到期所致。非流动资产中，在建工程较 2017 年底增长 15.94%，系公司持续投入饲料厂、食品加工和养殖公司的改扩建工程所致，其他科目变动不大。

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 2017 年底，公司所有者权益合计 262.35 亿元，同比增长 2.68%，其中少数股东权益 54.02 亿元；归属于母公司的所有者权益（208.32 亿元）中，实收资本占 20.24%，资本公积占 11.65%，盈余公积占 9.65%，未分配利润占 59.91%。截至 2017 年底，公司其他综合

收益-3.01 亿元，主要产生于民生银行权益法下的价格波动（-1.05 亿元）和外币财务报表折算差额（-1.09 亿元）。2017 年 1 月，公司完成发行股份及支付现金购买本香农业 70% 股权事项，以 8.38 元/股的价格发行股份 0.48 亿股并募集资金 40039.99 万元，公司注册资本和资本公积对应增长至 42.16 亿元和 24.27 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 271.29 亿元，较 2017 年底增长 3.41%，主要源于未分配利润的累积；各科目较上年底变化不大。

跟踪期内，随着发行股份及支付现金购买本香农业事项完成，公司所有者权益规模实现增长，但未分配利润占比高，所有者权益稳定性较弱。

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 162.17 亿元，同比增长 37.01%；其中流动负债占 81.90%，非流动负债占 18.10%，流动负债占比有所增加。

截至 2017 年底，公司流动负债 132.82 亿元，同比增长 51.68%，主要是短期借款大幅增长所致；构成以短期借款（占 46.16%）、应付账款（占 23.88%）和其他应付款（占 15.77%）为主。

截至 2017 年底，公司短期借款 61.31 亿元，同比增长 194.59%，主要用于补充公司流动资金；构成上包括质押借款 13.45 亿元，抵押借款 2.10 亿元、保证借款 5.12 亿元和信用借款 40.63 亿元。其中，质押借款主要包括以民生银行股权作为质押物的借款 4.60 亿元和以商业承兑汇票贴现转做的借款 8.85 亿元。

截至 2017 年底，公司应付账款增至 31.72 亿元，同比增长 10.54%，均为应付供应商货款，账龄全部在一年以内；公司其他应付款 20.94 亿元，同比增长 31.07%，主要由各种暂收押金、保证金和暂借款构成；公司一年内到期的非流动负债由 7.09 亿元降至 1.83 亿元，主要一年内到期的长期借款到期兑付所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债为 29.35 亿元，同比下降 4.70%，主要包括长期借款 6.17

亿元和应付债券 19.97 亿元，跟踪期内变化不大。截至 2017 年底公司存续的应付债券为“16 希望六和 MTN001”（期限 3 年，额度 20 亿）。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额 179.80 亿元，较 2017 年底增长 10.87%。其中，短期借款增长 19.42%至 73.21 亿元；预收款项增长 64.52%至 11.26 亿元，系子公司预收的销售饲料款增加所致；长期借款较 2017 年底增长 47.04%至 9.07 亿元；负债类其他科目较 2017 年底变动不大。

截至 2017 年底，公司有息债务规模为 90.82 亿元，同比增长 57.82%，主要源于短期借款的增长；债务结构变化较大，短期债务占比由 50.47%增长至 71.22%，长期债务占比由 49.53%下降至 28.78%。截至 2018 年 3 月底，受短期借款继续增长影响，公司有息债务进一步增至 106.25 亿元，短期债务占比增长至 72.69%。

截至 2017 年底，公司全部债务资本化比率为 25.72%，同比增加 7.33 个百分点；长期债务资本化比率为 9.06%，同比减少 0.97 个百分点；资产负债率 38.20%，同比增加 6.54 个百分点。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化率和资产负债率分别进一步上升至 28.14%、9.66%和 39.71%。

跟踪期内，公司以短期债务为主的债务负担有所加重，债务结构有待调整。

3. 盈利能力

2017 年，公司营业收入同比增长 2.77%，主要由于饲料业务销量回升和屠宰及肉制品销售持续增长所致，全年实现营业收入 625.67 亿元；营业成本同比增长 2.57%至 574.68 亿元，变动趋势与营业收入保持一致。同期，公司期间费用合计 37.80 亿元，同比增长 11.86%，占营业收入比重为 6.04%，同比有所增加，构成上以管理费用（占 51.28%）和销售费用（占 40.77%）为主。公司期间费用对利润形成侵蚀。

作为民生银行的第四大流通股股东，公司

长期股权投资产生的投资收益对公司利润贡献较大。2017 年，公司投资收益 22.14 亿元，主要为民生银行权益法下确认的投资收益（20.80 亿元）；公司投资收益占利润总额的比例为 68.95%，对利润总额的贡献程度依然较大。2017 年，公司实现利润总额为 32.11 亿元，同比下降 1.83%。

从盈利指标看，2017 年，公司营业利润率为 7.94%，同比变动不大；总资本收益率小幅减少 1.58 个百分点至 9.18%，净资产收益率小幅减少 1.08 个百分点至 11.18%。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 148.07 亿元，同比变动不大，利润总额为 8.89 亿元，同比增长 3.01%，其中，投资收益为 6.36 亿元，主要为民生银行权益法下确认的投资收益（6.23 亿元）；营业利润率为 8.28%，较 2017 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，2017 年公司经营活动现金流入为 654.10 亿元，同比增长 1.23%，以销售商品、提供劳务收到的现金为主；同期，公司经营活动现金流出为 626.98 亿元，以购买商品、接受劳务所支付的现金为主；2017 年公司收到与支付的其他与经营活动有关的现金分别为 11.21 亿元和 25.61 亿元，其中收到其他与经营有关的现金主要由收到的各种暂收款、补贴、代扣款、银行存款利息收入构成；支付的其他与经营活动有关的现金主要由销售费用、管理费用、支付的各种暂借款等构成。2017 年公司经营活动现金流量净额为 27.12 亿元，同比下降 12.83%；现金收入比为 102.72%，同比减少 2.48 个百分点，公司收入实现能力仍处于较好水平。

从投资活动来看，2017 年投资活动现金流入总额为 13.40 亿元，同比下降 51.32%，其中收回投资收到的现金当期大幅减少，主要系当

期收回理财产品规模下降所致；2017年投资活动现金流出38.97亿元，同比增长18.39%，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金（24.96亿元）和投资支付的现金（12.55亿元）。2017年，公司投资活动产生的现金流量净额为-25.57亿元，净流出规模进一步扩大。

2017年，公司筹资活动前产生的现金流量为1.55亿元，经营活动现金流量净额基本覆盖资本支出需求。从筹资活动来看，2017年公司筹资活动现金流入72.01亿元，同比下降1.35%，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出73.67亿元，同比下降29.67%，主要为偿还债务和分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2017年，公司筹资活动现金净流出为1.06亿元。

2018年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额0.11亿元，较2017年同期减少0.87亿元，系当期采购原料款及为职工支付现金增加所致；现金收入比小幅增至103.17%。同期，公司投资活动产生的现金流量净额为-2.22亿元，较去年同期流出规模收缩7.07亿元，系本期收回理财产品增加所致；筹资活动产生的现金流量净额为13.14亿元，同比增加9.93亿元，系本期取得银行借款增加所致。

总体看，2017年公司经营活动现金流规模较大，收入实现质量良好；经营活动产生的现金流量净额基本可以满足公司的投资需求；考虑到公司在建项目2018年计划投资规模较大，公司仍存在一定对外融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看，受流动负债规模大幅增长影响，截至2017年底公司流动比率与速动比率分别为83.32%和44.84%；同比分别减少21.48个和11.07个百分点；截至2018年3月底，上述比率有所回升，分别为85.87%和50.54%，较2017年底分别增加2.55个和5.70个百分点。2017年，公司经营现金流动负债比为20.42%。公司短期偿债能力有所下降，但仍

处于较强水平。

从长期偿债指标看，2017年公司EBITDA为47.64亿元；EBITDA利息倍数为15.31倍，EBITDA对利息覆盖充分；全部债务/EBITDA为1.91倍，同比有所增长。总体看，公司整体偿债能力强。

截至2018年3月底，公司累计获得的银行授信总额为392.84亿元，尚未使用额度为321.64亿元，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2018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2018年7月13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、存续期内债券偿还能力分析

截至目前，公司存续期内债券为“16希望六和MTN001”，债券余额20亿元，将于2019年9月到期，公司无一年内到期债券。

2017年，公司经营活动现金流入量654.10亿元，是存续期债券余额的32.71倍；经营活动现金流量净额27.12亿元，是存续期债券余额的1.36倍；公司EBITDA为47.64亿元，是存续期债券余额的2.38倍。

表13 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项目	2017年
一年内到期债券余额	--
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	32.71

经营活动现金流净额/应付债券余额	1.36
EBITDA/应付债券余额	2.38

资料来源：联合资信整理

总体看，公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对存续期内债券余额的保障能力较强。

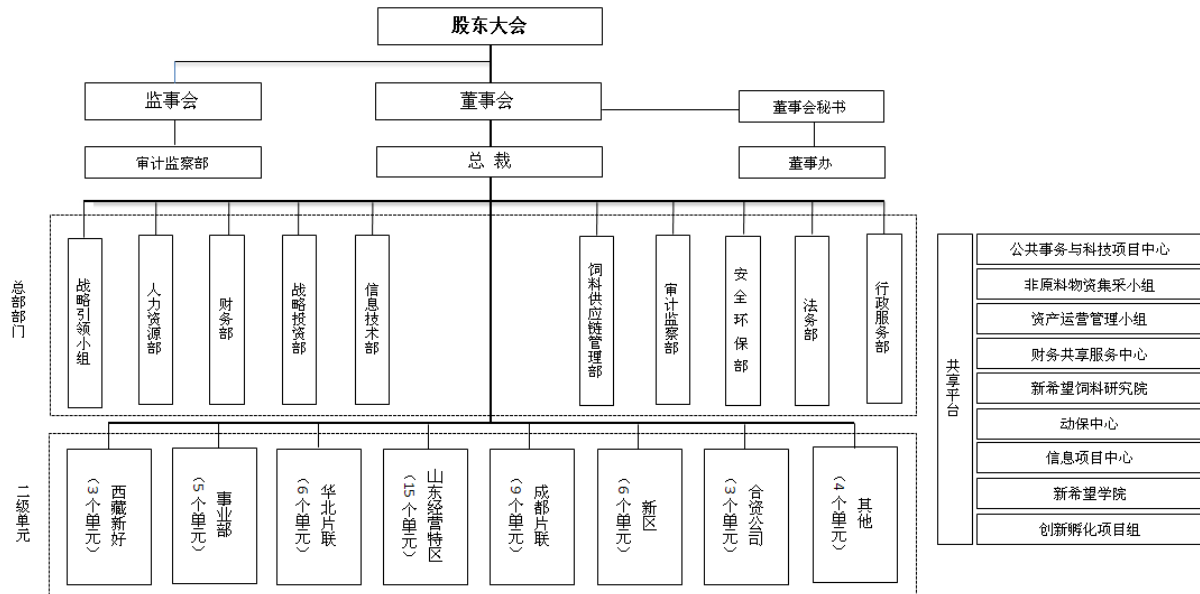
十一、结论

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

附件 1 截至 2018 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	29.08
2.新希望集团有限公司	23.71
3.中国证券金融股份有限公司	4.29
4.西藏思壮投资咨询有限公司	2.86
5.西藏善诚投资咨询有限公司	2.81
6.拉萨开发区和之望实业有限公司	1.62
7.全国社保基金一零三组合	1.07
8.中央汇金资产管理有限责任公司	0.98
9.成都美好房屋开发有限公司	0.94
10.拉萨经济技术开发区新望投资有限公司	0.73
11.其他	31.91
合计	100.00

附件 2 截至 2018 年 3 月底公司组织架构图



附件 3 主要财务指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	37.61	31.93	30.64	41.06
资产总额(亿元)	352.17	373.85	424.52	450.01
所有者权益(亿元)	241.36	255.49	262.35	271.29
短期债务(亿元)	58.24	29.05	64.68	77.23
长期债务(亿元)	7.95	28.50	26.14	29.02
全部债务(亿元)	66.20	57.55	90.82	106.25
营业收入(亿元)	615.20	608.80	625.67	148.07
利润总额(亿元)	31.80	32.71	32.11	8.89
EBITDA(亿元)	44.23	44.90	47.64	--
经营性净现金流(亿元)	31.88	31.11	27.12	0.11
财务指标				
销售债权周转次数(次)	136.84	129.96	114.54	--
存货周转次数(次)	14.43	14.74	12.24	--
总资产周转次数(次)	1.79	1.68	1.57	--
现金收入比(%)	105.54	105.21	102.72	103.17
营业利润率(%)	6.91	7.82	7.94	8.28
总资本收益率(%)	10.57	10.76	9.18	--
净资产收益率(%)	12.26	12.26	11.18	--
长期债务资本化比率(%)	3.19	10.04	9.06	9.66
全部债务资本化比率(%)	21.52	18.38	25.72	28.14
资产负债率(%)	31.46	31.66	38.20	39.71
流动比率(%)	98.21	104.81	83.32	85.87
速动比率(%)	65.28	55.91	44.84	50.54
经营现金流动负债比(%)	31.61	35.53	20.42	--
EBITDA 利息倍数(倍)	15.02	18.70	15.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.50	1.28	1.91	--

注：公司 2018 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。