

# 信用等级公告

联合〔2019〕1133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  
二〇一九年五月三十一日



## 新希望六和股份有限公司跟踪评级报告

### 跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA

上次主体长期信用等级：AAA

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

本次评级展望：稳定

上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 5 月 31 日

### 财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(万元)	31.93	30.64	54.40	35.62
资产总额(亿元)	373.85	424.52	479.44	479.53
所有者权益(亿元)	255.49	262.35	273.36	278.22
短期债务(亿元)	29.05	64.68	108.70	101.41
长期债务(亿元)	28.50	26.14	18.39	20.72
全部债务(亿元)	57.54	90.82	127.09	122.13
营业收入(亿元)	608.80	625.67	690.63	162.12
利润总额(亿元)	32.71	32.11	29.91	9.98
EBITDA(亿元)	44.90	47.64	46.02	--
经营性净现金流(亿元)	31.11	27.12	33.37	0.20
营业利润率(%)	7.82	7.94	8.53	9.12
净资产收益率(%)	12.26	11.18	9.96	--
资产负债率(%)	31.66	38.20	42.98	41.98
全部债务资本化比率(%)	18.38	25.72	31.74	30.51
流动比率(%)	104.81	83.32	73.61	64.92
经营现金流动负债比(%)	35.53	20.42	18.07	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.28	1.91	2.76	--
EBITDA 利息倍数(倍)	18.70	15.31	10.03	--

注：2019 年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”）对公司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。跟踪期内，公司饲料业务稳定增长，生猪养殖规模实现扩张；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，联合资信关注到跟踪期内生猪养殖行业景气度低迷，非洲猪瘟疫情爆发，环保压力加大，生猪养殖业务毛利率下滑较大；公司大力投资生猪养殖业务，推升了债务规模，债务压力加大等因素对公司信用水平带来的不利影响。公司经营活动现金流净额和 EBITDA 对“16 希望六和 MTN001”的保障能力较强。

随着城镇化进程的加快、人民生活水平的提高，公司所处的农牧业发展前景较好；未来随着生猪养殖行业景气度回升，公司生猪养殖业务规模效应逐步显现，盈利能力有望提升。

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。
2. 截至 2019 年 3 月底，公司持有 18.28 亿股中国民生银行股份有限公司股份，2018 年贡献投资收益 21.02 亿元，获得现金分红 1.37 亿元，对公司整体盈利能力形成良好支撑。
3. 跟踪期内，公司大力发展生猪养殖业务，远期生猪养殖产能布局规模大，未来生猪养殖行业景气度回暖将使生猪养殖业务成

为公司新的业绩增长点。

4. 公司经营活动现金流净额和EBITDA对“16希望六和MTN001”的覆盖能力较强。

#### 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. 跟踪期内，生猪养殖行业景气度低迷，叠加非洲猪瘟影响，公司生猪养殖业务毛利率下降较快。
3. 跟踪期内公司债务规模增长快，负担有所加重，存在一定短期集中偿付压力。
4. 公司未来在建拟建项目支出规模较大，存在一定对外融资需求。

## 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、刘畅等投资者定向增发事项，完成后公司注册资本变更为17.38亿元；2011年12月，公司变更为现名；后经多次定向增发、资本公积转增股本，截至2019年3月底，公司股本为42.16亿元。

截至2019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24.86%。由于新希望集团是南方希望的控股股东（持股比例51%），同时刘永好先生控股新希望集团62.34%的股权。因此，公司实际控制人为刘永好先生。

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

截至2019年3月底，公司（合并）资产

总额479.53亿元，所有者权益278.22亿元（含少数股东权益59.75亿元）；2019年1-3月，公司实现营业收入162.12亿元，利润总额9.98亿元。

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

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨

幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

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

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分

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

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

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年

下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1% 和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7% 和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

展望 2019 年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019 年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在中国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到 2018 年经济下行、环保限产、

去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3% 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

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

2018 年，全国万吨规模以上饲料生产厂达 3742 家，比上年增加 196 家，饲料产量占总产量 94.6%，比上年增加 1.6 个百分点；其中，10 万吨规模以上厂家数量达 656 家，比上年增加 81 家，饲料产量占总产量 49.7%，比上年增加 5.4 个百分点。全国有 8 家单厂产量超过 50 万吨，单厂产量最大的厂家规模达 114 万吨。万吨以下厂家饲料产量占比降至 5.4%，比上年减少 1.6 个百分点。

整体看，近年来饲料总产量较为平稳，行业内竞争仍然激烈，推动产业集中度不断上升，整个行业面临由大到强的转型升级。

### 2. 上游行业—饲料原料

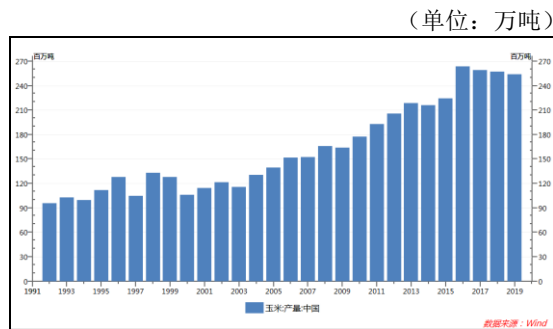
饲料主要由玉米、豆粕以及鱼粉和一些添加剂构成，其中玉米主要提供能量需求，单位占比

约 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

2007 年,国家正式实施玉米临储政策之后,农户玉米种植收益不断提高,玉米种子及田间管理水平不断增强,玉米播种面积及产量逐年增加;至 2015 年达到顶峰,当年玉米种植面积达 38119.31 千公顷,玉米总产量达 22463.16 万吨,种植面积及产量均居世界第二;2016 年,国家开始取消玉米临储政策,同时受到前期扩产过快,库存充足,种植效益降低导致农民种植意愿下降影响,中国玉米种植面积和产量分别为 36759.70 千公顷和 21955.40 万吨,同比分别下降 3.57%和 2.26%。2018 年为玉米临储政策取消的第三年,中国玉米产量持续下降,2018 年中国玉米产量 25400 万吨,同比下降 1.29%。

图 1 1991-2018 年中国玉米产量情况



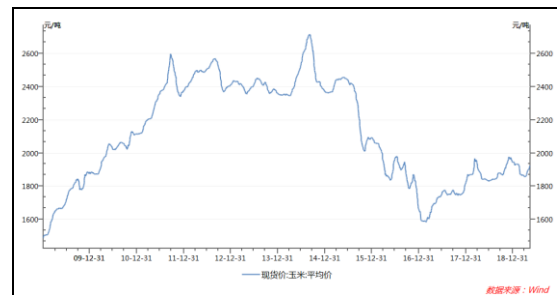
数据来源: Wind 资讯

玉米价格方面,受玉米临储政策提振及 2008 年全球金融危机后经济逐渐回暖叠加影响,中国玉米价格步入上升通道,于 2014 年 9 月达到 2714.17 元/吨的最高点;种植效益提升农民种植意愿,在此期间中国玉米种植面积及产量快速增长,下游需求增长速度不及玉米产量增长,玉米期末库存不断增长,截至 2014 年年底为 1.66 亿吨;为解决临储政策造成的玉米价格扭曲,进口价格倒挂,库存高企,玉米阶段性产能过剩的问题,2015 年,国家首次下调玉米临储价格,同比下降 220~260 元/吨,玉米价格进入

下行通道;2016 年,玉米临储政策调整为“市场化+补贴”的新机制,在保障农民利益和国家粮食安全的基础上,玉米价格更加贴近市场化运作,继续推行玉米去库存;玉米价格随之快速下降,于 2017 年 2 月到达 1585.62 元/吨的最低点;同期,玉米期末库存在前期快速增产的惯性作用下仍保持增长,但增速明显下降,截至 2016 年年底,玉米期末库存 2.64 亿吨,同比仅增长 8.20%,增幅同比收窄 38.19 个百分点;2017 年 2 月起,玉米工业消费需求增长,叠加去库存导致期末库存下降,玉米价格有所回升,至 2018 年年底,现货价格回升至 1970 元/吨左右,其后出现回调,至 2019 年 4 月底为 1900 元/吨。

图 2 2008-2019 年一季度玉米现货价格

(单位: 元/吨)



数据来源: wind 资讯

### 豆粕

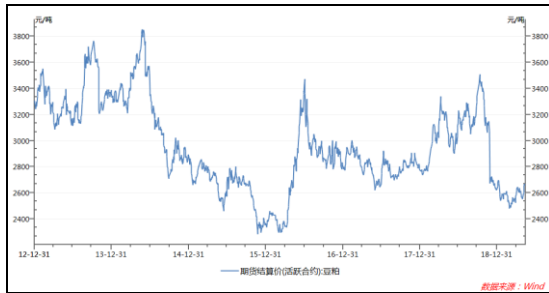
近年来受进口大豆价格较低的冲击,国内农民种植大豆积极性不高,国产大豆种植规模逐年下降,而下游饲料业及豆油消费需求的增长带动国内大豆消费量逐年增长。2016 年中国大豆进口量为 86.00 百万吨,同比增长 3.33%,进口量占国内总需求比重达 86.37%,进口大豆价格很大程度上决定了中国市场豆粕价格。2018 年,中国大豆累计进口量为 8803.1 万吨,同比下降 7.9%,是中国大豆进口量 7 年来首次下降。

豆粕价格方面,2013-2015 年,进口大豆供应相对宽松以及终端养殖业畜禽存栏量未有重大突破,豆粕价格进入下行通道。2016 年,受南美大豆产区天气原因、超限导致物流成本上涨、原料进口大豆到港延误、美农报告不断下调美豆年末库存等多重因素的影响,豆粕价格较 2015 年大幅增长。2017 年以来,上



游大豆供应充足，油厂大豆压榨量保持增长，中国豆粕价格平稳下降，2017年6月中旬降到最低点2670元/吨，随后触底震荡反弹，2018年10月豆粕期货价格升至高点3508.00元/吨后开始回落，截至2019年4月底，豆粕期货价格为2600元/吨。

图3 2012-2019年一季度中国豆粕期货价情况  
(单位：元/吨)



数据来源：wind 资讯

总体看，跟踪期内，原材料价格同比增长，饲料企业面临一定成本控制压力。

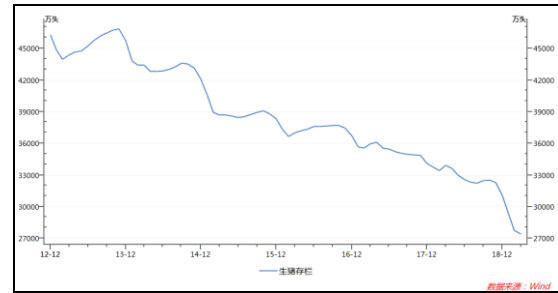
### 3. 下游行业—养殖业

公司业务下游主要是禽类、肉猪和水产养殖行业。

肉猪养殖方面，2014年，受前期补栏数量大，存栏量保持高位，餐饮业受“三公”消费影响需求小于预期，养殖户对未来行情持悲观态度集中出栏等因素综合作用，生猪价格整体波动下降；猪粮比全年几乎都处于6.0以下，最低探至4.6，大部分养殖户出现深度亏损，行业进入周期性波谷；养殖户开始淘汰屠宰母猪，控制生猪存栏量，能繁母猪数量及生猪存栏量在此期间快速下滑，行业深度洗牌，抗风险能力弱的散户加速退出。2015年4月-2016年底，能繁母猪数量及生猪存栏量继续惯性下滑，供需关系转变，生猪行情进入新一轮上涨周期，叠加饲料原材料价格下跌，生猪价格飙升，最高达到21.05元/公斤；猪粮比均超过6.0，且持续增长，最高到10.95的历史最高点，行业内企业获利颇丰。进入2017年，生猪价格理性回落，但猪粮比仍维持在7.7以上，养殖户盈利仍显著高于历史数据。2018年3月底，

生猪价格继续降至10.89元/公斤，猪价一度跌破全行业成本线，显著减少了养殖户的盈利水平，部分缺乏规模效应的养殖户已出现亏损。其后，随着生猪存栏量继续快速下滑，截至2019年3月底国内生猪存栏量27421万头，较2017年底大幅下降19.71%。

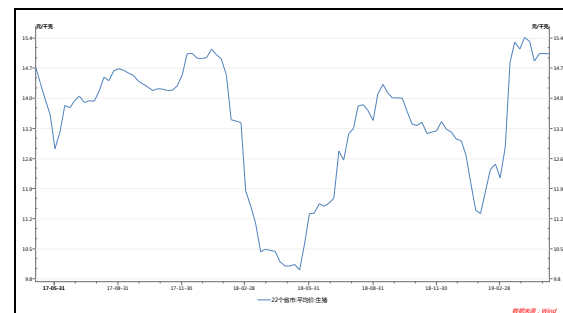
图4 2012-2019年3月底中国生猪存栏量  
(单位：万头)



数据来源：wind 资讯

跟踪期内，生猪价格进入下行周期，从2017年底的约15元/千克，降至最低2018年5月的10元/千克，下半年虽有所回升但均低于上年同期水平。此外，2018年8月以来，中国发生非洲猪瘟疫情，现已扩散至全国范围，考虑非洲猪瘟暂无有效疫苗防控，预计短期难以根除，疫情加大了猪价的周期波动。

图5 2017年以来中国生猪价格情况（元/千克）



数据来源：wind 资讯

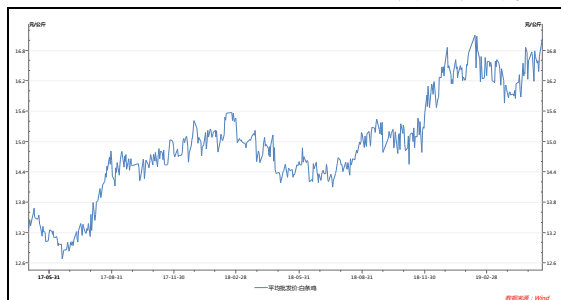
总体来看，2018年，中国生猪养殖行业景气度周期性低迷，叠加非洲猪瘟影响，2018年二季度甚至出现全行业亏损的情况。随着生猪产能的出清，预计2019年下半年将迎来行业周期性回暖。

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。

2018 年肉鸡养殖景气度整体呈回升趋势，平均批发价格由 2018 年初的 14 元/千克涨至 2018 年底的 16 元/千克。

图6 2017年以来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，跟踪期内，肉鸡养殖景气度回升明显，有助于公司饲料业务发展。

## 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，公司在主要高管人员、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

跟踪期内，公司收入构成未发生重大变化，仍然以饲料收入为主；2018 年，公司实现营业收入 690.63 亿元，同比增长 10.38%。其中饲料、禽产业、和猪产业收入均实现不同程度的增长。

跟踪期内，公司综合毛利率有所提升，2018 年为 8.73%，同比增加 0.58 个百分点。其中饲料业务毛利率（7.62%）同比保持稳定；禽产业受种禽、商品鸡鸭等价格上升影响，毛利率增长 2.37 个百分点至 8.54%；猪产业毛利率受生猪养殖行业景气度低迷影响大幅降低至 16.23%；食品业务毛利率增长至 12.92%，主要受划分为该板块的屠宰业务毛利率增长影响。

2019 年一季度，各业务板块平稳增长，公司实现营业收入 162.12 亿元，同比增长 10.46%。当期，公司综合毛利率为 9.31%，其中猪产业受行业周期影响，大幅下降至 5.84%。

跟踪期内，公司营业收入及综合毛利率稳步增长，饲料业务总体平稳；但禽产业和猪产业受行业周期影响较大，毛利率波动幅度大。

表 2 近年来公司经营情况

分行业	营业收入（亿元）				毛利率（%）			
	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
<b>1. 主营业务</b>	<b>605.19</b>	<b>622.29</b>	<b>687.62</b>	<b>161.63</b>	<b>7.89</b>	<b>8.13</b>	<b>8.67</b>	<b>9.18</b>
饲料	361.12	355.68	394.19	88.74	6.77	7.43	7.62	6.94
禽产业	159.06	170.36	186.47	44.65	6.81	6.17	8.54	12.49
猪产业	16.31	25.22	32.25	9.07	40.71	26.87	16.23	5.84
食品	55.29	57.8	54.35	13.97	8.23	9.41	12.92	15.07
商贸	10.43	11.60	17.03	3.82	1.92	3.69	7.98	7.47
其他	2.98	1.63	3.33	1.38	27.90	28.19	11.69	12.91
<b>2. 其他业务</b>	<b>3.61</b>	<b>3.38</b>	<b>3.01</b>	<b>0.49</b>	<b>20.93</b>	<b>11.39</b>	<b>22.58</b>	<b>55.67</b>
<b>合计</b>	<b>608.80</b>	<b>625.67</b>	<b>690.63</b>	<b>162.12</b>	<b>7.97</b>	<b>8.15</b>	<b>8.73</b>	<b>9.31</b>

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

2018年，随着饲料产品生产规模的扩大，

公司玉米采购量提升至693.94万吨；考虑到价格及供需方面的因素，公司小麦及豆粕的采购量有所下降，花生粕和棉粕等替代品采购量上升。

采购价格方面，国内玉米临储政策取消，价格逐步市场化，导致近年来玉米价格先降后升，2018年公司玉米采购价格上升至1932.84元/吨，同比增长6.52%；豆粕价格增长6.28%至3264.72元/吨。饲料生产的辅料花生粕、棉粕、赖氨酸和蛋氨酸采购量相对较小，对饲料成本的影响有限。2019年一季度，玉米采购价格较2018年保持稳定，豆粕采购价格下降至2876.91元/吨。

表3 公司近年原材料采购情况

主要原材料		采购量(万吨)				采购价格(元/吨)			
名称	占饲料成本比重	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
玉米	30-50%	613.79	648.27	693.94	184.22	1851.83	1814.58	1932.84	1938.18
小麦	10-20%	51.98	48.22	10.30	6.54	1754.71	1958.26	1972.31	2095.87
豆粕	5-10%	200.37	197.82	175.31	47.76	3109.06	3071.77	3264.72	2876.91
花生粕	3-4%	10.63	13.33	16.22	2.86	2733.40	2822.79	2817.00	2626.57
棉粕	3-4%	8.00	6.10	12.32	2.37	2773.74	2718.42	2897.18	2748.10
赖氨酸	1.5-2%	9.12	9.03	9.19	2.55	5298.51	4929.25	4645.64	4655.69
蛋氨酸	1-1.5%	2.15	3.39	1.12	0.34	23960.74	21235.35	18534.52	16988.24

资料来源：公司提供

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

表4 2018年公司饲料业务前五大供应商

(单位：万元、%)

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

泰安市东岳粮库	65106.24	1.01
<b>合计</b>	<b>623564.40</b>	<b>9.65</b>

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，主要原材料采购量随之增长；主要原料采购价格不同程度增长，对公司成本管控提出更高要求。

饲料生产

公司主要生产猪、鸡、鸭、水产等各类饲料。2018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，公司饲料产能继续提升至3531.28万吨；公司产能利用率同比小

幅下降至 48.16%，符合行业特征。截至 2019 年 3 月底，公司共有 234 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	2019 年 1-3 月
产能 (万吨/年)	3198.00	3229.76	3531.28	952.73
国内	2748.00	2779.00	3027.68	802.98
海外	450.00	450.76	503.60	149.75
产量 (万吨)	1479.90	1597.03	1700.51	399.76
国内	1329.48	1405.04	1468.82	337.21
海外	150.42	192.00	231.69	62.55
产能利用率 (%)	46.28	49.45	48.16	41.96
国内	48.38	50.56	48.51	41.99
海外	33.43	42.59	46.01	41.77

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，涉及的国家地区有越南、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 2019 年 3 月底，已投产饲料公司有 26 家，在建饲料公司 4 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

跟踪期内，公司饲料销售仍然以猪饲料和禽料为主，各品种销量均有增长。2018 年，公司饲料销量 1703.88 万吨，同比增长 8.37%；同期，公司饲料产销率略有提升，为 100.20%。2019 年一季度，公司各饲料品种销量保持相对稳定。

表 6 近年公司饲料销售情况 (单位: 万吨)

产品	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
禽料	1000.74	1029.00	1099.76	278.49

猪饲料	365.71	419.00	437.66	100.94
水产料	81.36	86.00	106.78	10.81
其他	41.01	38.29	59.68	7.42
合计	1488.82	1572.29	1703.88	397.66
产销率	100.60%	98.45%	100.20%	99.40%

资料来源：公司提供

销售价格方面，2018 年，公司禽料和水产料销售价格均有小幅增长，分别为 2500 元/吨和 3539 元/吨，猪饲料受生猪养殖行业景气度低迷影响，销售价格小幅下降至 2823 元/吨。同期，公司不断推动产品技术和生产工艺升级，积极降低生产成本，各产品毛利率均有不同程度提升。2019 年一季度销售价格较 2018 年变化不大。

表 7 近年公司饲料销售价格和毛利率 (单位: 元/吨)

产品		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
禽料	售价	2401.18	2441.30	2500.00	2514.00
	毛利率	3.19%	4.41%	7.12%	7.72%
猪饲料	售价	2912.49	2868.26	2823.00	2794.00
	毛利率	9.36%	10.20%	11.86%	12.13%
水产料	售价	3284.84	3501.16	3539.00	3582.00
	毛利率	8.82%	11.53%	15.56%	18.76%

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，2018 年华东和西南销售占比分别为 61% 和 11%，区域集中度较高；2018 年，公司饲料业务前五大客户销售占比约为 3%，客户集中度低。

### (2) 屠宰及食品业务

截至 2019 年 3 月底，公司共有 67 家屠宰加工厂及肉制品加工厂，联营企业 8 家，业务范围覆盖全国各地，“千喜鹤”、“美好”、“六和”为主要产品品牌。

### 屠宰业务

2018 年，公司鸡和鸭的屠宰量及销量同比

均有所下降；猪的屠宰量有所增长，销量保持稳定。销售价格与市场行情相关度高，2018年鸡、鸭销售价格同比增长，猪销售价格同比下降至13.25千元/吨。

表8 公司屠宰业务运营情况

分类		2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
屠宰量 (万只)	鸡	31282	34721.83	28092.65	6480.20
	鸭	48379	44144.20	40965.39	9277.42
	猪	179.07	235.42	250.33	58.08
销量 (万吨)	鸡	69.80	77.58	64.41	14.64
	鸭	123.52	113.87	107.71	24.75
	猪	20.57	26.34	26.88	6.06
销售价格 (千元/吨)	鸡	9.04	8.39	9.86	11.34
	鸭	6.81	7.22	9.15	9.49
	猪	17.78	15.05	13.25	14.11
毛利率 (%)	鸡	3.55	4.58	4.21	7.54
	鸭	4.94	3.53	6.61	5.74
	猪	2.14	2.75	4.00	9.00

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”）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		2018年		2019年1-3月	
	产量	毛利率	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	5.44	31.00	1.53	28.00
调理品	7.17	10.72	6.89	11.00	5.09	8.00	1.29	6.00
合计	12.54	18.86	12.40	22.00	10.53	21.00	2.82	18.00

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）。2018年，公司肉制品产量同比小幅下降至10.53万吨；其中，熟食和调理品产量分别为5.44万吨和5.09万吨，综合毛利率下降

一个百分点至21.00%。

### (3) 养殖业务

跟踪期内公司持续加大对生猪养殖业务的投入，截至2018年底，公司已投入运营生猪产能约400万头（其中新竣工项目产能120万头），在建项目产能达440万头，另有已完成土地签约或储备的项目产能超1800万头。

2018年，公司共销售种猪、仔猪、肥猪255.37万头，同比增加83.45万头，增幅为48.54%；实现营业收入32.25亿元，同比增长27.85%；实现毛利润5.23亿元，同比下降22.76%，主要受行业周期影响。家禽养殖方面，2018年公司家禽养殖产量为71816万只，同比小幅下降。

表10 近年公司养殖业产量(单位:万只、头)

产品	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
家禽	48558	77014	71816	18249
种猪	64008	100120	66291	17915
仔猪	377986	693302	668776	104625
肥猪	724944	1606174	2368042	673529

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内公司生猪养殖业务快速发展，生猪养殖业务有望成为公司未来业绩新的增长点。但生猪养殖行业周期性较强，业务盈利水平易受行业周期影响。

### (4) 其他业务

#### 贸易业务

2018年公司贸易业务收入17.03亿元，同比小幅增长，要来自于饲料相关原料的贸易收入。

#### 金融投资

截至2019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182832.74万股，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”，计入其他权益工具投资）21119.60万股，持股比例为3.39%。上述股份均未质押。

2016-2018年，公司自民生银行的投资收益

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

表 11 截至 2019 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）	182832.74	21119.60
持股比例	4.1759%	3.39%
账面价值（亿元）	183.12	2.11
2018 年投资收益（亿元）	21.02	--
2018 年现金分红（亿元）	1.37	--

资料来源：公司提供

## 2. 经营效率

2018 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 116.04 次、12.00 次和 1.53 次，同比变化不大，公司经营效率较高。

## 3. 在建工程

截至 2019 年 3 月底，公司主要在建项目见下表，主要为生猪养殖项目，计划总投资 35.52 亿元，已投资 16.05 亿元，2019 年 4-12 月拟投资 16.05 亿元，公司 2019 年存在一定资本支出压力。

未来，随着公司生猪养殖产能的释放，以及生猪养殖行业景气度回暖，公司生猪养殖业务将成为新的业绩增长点。

表 12 截至 2019 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 2019 年 3 月底已投资	投资计划		
				2019 年 4-12 月	2020 年	2021 年
新希望六和饲料股份有限公司中试基地项目	办公楼	3.50	3.50			
红原牦牛屠宰项目	屠宰	0.73	0.47	0.23	0.03	
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	0.35	0.34		
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	1.57	1.42	0.07	0.04	0.04
贵州施秉县 3000 头母猪场项目	生猪养殖	0.66	0.50	0.16		
山东东阿年出栏 50 万头生猪项目	生猪养殖	5.30	3.20	2.10		
贵州遵义建设年产 20 万吨饲料项目	饲料	0.38	0.06	0.32		
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	0.06	0.66		
山东潍坊安丘肉鸡养殖场项目	禽养殖	0.22	0.01	0.21		
辽宁新民年出栏 100 万头生猪项目	生猪养殖	14.62	6.36	6.81	1.44	
辽宁康平年出栏 30 万头生猪项目	生猪养殖	3.66	0.01	1.78	1.87	
河南灵宝年出栏 18 万头生猪项目	生猪养殖	1.59	0.06	1.53		
山东禹城年出栏 15 万头生猪项目	生猪养殖	1.18	0.04	1.14		
<b>合计</b>		<b>35.52</b>	<b>16.05</b>	<b>16.05</b>	<b>3.39</b>	<b>0.04</b>

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 2018 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 2019 年一季度财务报表未经审计。

合并范围变化方面，公司新增及减少的子公司数量较大，但涉及变动的子公司规模较小，对财务数据可比性影响不大。

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

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额 479.53 亿元，所有者权益 278.22 亿元（含少数股东权益 59.75 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 162.12 亿元，利润总额 9.98 亿元。

### 1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 479.44 亿元，同比有所增长，仍以非流动资产为主。

#### 流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 135.91 亿元，同比有所增长，流动资产构成同比变化不大，仍以货币资金（占 40.11%）和存货（占 39.70%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金 54.51 亿元，主要为银行存款（49.43 亿元）和其他货币资金（5.00 亿元），其中使用受限的货币资金 0.44 亿元，受限规模较小。

截至 2018 年底，公司应收账款 5.68 亿元，同比变化不大，主要为应收货款，计提比例为 25.51%，计提较为充足；其他应收款 4.15 亿元，同比大幅下降，主要系部分其他应收款无法收回，大额计提所致。

截至 2018 年底，公司存货 53.95 亿元，同比略有增长，主要由原材料（25.91 亿元）、库存商品（12.06 亿元）和消耗性生物资产（13.89 亿元）构成；其中消耗性生物资产未计提跌价准备，存在一定存货减值风险。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 5.43 亿元，同比大幅下降，主要系理财产品赎回所致。

截至 2018 年底，公司新增划分为持有待售

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

#### 非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产 343.53 亿元，同比增长 11.26%，构成上仍以长期股权投资（187.28 亿元）、在建工程（25.62 亿元）和固定资产（87.50 亿元）为主。

截至 2018 年底，公司长期股权投资为 187.28 亿元，增长主要来自于民生银行的股权投资增值；其中民生银行股权期末账面价值 176.10 亿元。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值小幅增长至 87.50 亿元，主要为当期在建工程建成转入；在建工程大幅增长至 25.62 亿元，主要为养殖基地改扩建工程。

截至 2018 年底，公司无形资产和商誉变化不大，分别为 13.91 亿元和 8.65 亿元；生产性生物资产小幅增长至 5.18 亿元，主要是养殖业务的种猪种禽；其他非流动资产为 7.82 亿元，同比有所下降，主要包括待抵扣增值税进项税和预付长期资产款项。

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

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 479.53 亿元，较 2018 年底保持稳定。流动资产中，货币资金较 2018 年底下降 34.75%，主要系偿还债务及对外投资所致；年底收回欠款的销售政策，导致应收账款增长至 9.25 亿元；持有的美国蓝星贸易集团有限公司股权转让完毕，划分为持有待售的资产科目为 0。非流动资产中，固定资产

及在建工程科目均有所增长，分别为92.45亿元和26.06亿元，主要系公司持续投入养殖基地的改扩建工程所致；长期股权投资受资本市场行情影响增值至197.16亿元；可供出售金融资产划分至其他权益工具投资科目，并新增2.65亿元，主要为公司处置美国蓝星贸易集团有限公司股权置换增加安德森斯股权；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 2018 年底，公司所有者权益合计 273.36 亿元，同比有所增长，主要来自未分配利润和盈余公积增长的推动，权益构成同比变化不大。截至 2018 年底，公司权益中库存股 1.36 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司未分配利润增长至 136.64 亿元，推动所有者权益合计增长至 278.22 亿元；库存股增至 5.59 亿元；其余科目较上年底变化不大。

跟踪期内，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 2018 年底，公司负债合计 206.08 亿元，同比增长 27.08%；其中流动负债占 89.59%，流动负债占比有所增加。

截至 2018 年底，公司流动负债 184.63 亿元，同比大幅增长；其中短期借款、一年内到期的非流动负债和应付账款变动较大。

截至 2018 年底，公司短期借款 82.71 亿元，同比增长 34.92%，主要系公司养殖基地等固定资产投资拉动，主要包括保证借款 13.51 亿元、信用借款 44.13 亿元和票据贴现借款 23.45 亿

元。2018 年底，公司应付账款和应付票据随着采购规模扩大增至 37.31 亿元和 5.69 亿元；一年内到期的非流动负债 20.04 亿元，为“16 希望六和 MTN001”，将于 2019 年 9 月到期兑付。其他科目变化不大。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 21.46 亿元，同比有所下降；其中长期借款大幅增长至 18.23 亿元，主要受信用借款大幅增长的推动；应付债券调整至一年内到期的非流动负债科目核算。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额 201.21 亿元，较 2018 年底略有下降。其中，短期借款下降至 75.19 亿元；预收款项增长 14.79% 至 11.62 亿元，系子公司预收的销售饲料款增加所致；长期借款小幅增长至 20.56 亿元；其他负债类其他科目较 2018 年底变动不大。

截至 2018 年底，公司有息债务规模为 127.09 亿元，同比大幅增长 39.94%，主要源于短期债务的增长；短期债务占比提升至 85.53%。截至 2019 年 3 月底，公司有息债务下降至 122.13 亿元，短期债务占比下降至 83.04%。

截至 2018 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率均大幅增长，分别为 42.98% 和 31.74%；长期债务资本化比率下降至 6.30%。截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率均小幅下降，分别为 41.98% 和 30.51%，长期债务资本化率为 6.93%。

跟踪期内，公司债务规模增长快，短期债务占比快速提升，债务负担有所加重，存在一定集中偿付压力。

## 3. 盈利能力

2018 年，公司营业收入同比增长 10.38%，饲料、猪产业和禽产业收入均不同程度增长，全年实现营业收入 690.63 亿元。同期，公司期间费用合计 40.43 亿元，同比增长 6.69%，占营业收入比重为 5.85%，同比略有下降，构成上仍以管理费用和销售费用为主。

公司持有的民生银行长期股权投资产生的



投资收益对公司利润贡献较大。2018年，公司投资收益21.82亿元；公司投资收益占利润总额的比重依然很大。

2018年，公司资产减值损失6.98亿元，主要由坏账损失3.91亿元和美国蓝星的长期股权投资减值损失2.24亿元构成。2018年，公司实现利润总额29.91亿元，同比略有下降。

从盈利指标看，2018年，公司营业利润率为8.53%，同比小幅提升；总资本收益率和净资产收益率均有小幅减少，分别为6.80%和9.96%。

2019年1-3月，公司实现营业收入162.12亿元，同比增长9.49%，净利润为9.13亿元，同比增长9.42%；其中，投资收益贡献6.97亿元。

跟踪期内，公司营业收入保持增长，利润总额受资产减值损失影响小幅下降，投资收益对利润总额贡献大，且稳定性强，公司整体盈利能力良好。

#### 4. 现金流及保障

从经营活动来看，2018年公司业务规模扩大，经营活动现金流入及流出规模均有所增长，以销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金为主；同期，公司收到与支付的其他与经营活动有关的现金分别为9.49亿元和23.81亿元；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。2018年公司经营活动现金流量净额为33.37亿元，同比增长23.04%，公司收入实现能力仍处于较好水平。

从投资活动来看，2018年投资活动现金流入总额为19.88亿元，同比增长48.41%，以收回投资收到的现金为主；同期，公司投资活动现金流出43.80亿元，同比有所增长，主要系购建固定资产、无形资产等支付的现金增长所致。2018年，公司投资活动产生的现金流量净

额为-23.92亿元，净流出规模同比变化不大。

从筹资活动来看，2018年公司筹资活动现金流入117.94亿元，同比增长63.79%，主要为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出103.91亿元，同比增长41.04%，主要为偿还债务和分配股利、利润或偿付利息支付的现金。2018年，公司筹资活动现金净流入14.03亿元。

2019年1-3月，公司经营活动产生的现金流量净额0.20亿元，同比变化不大；投资活动产生的现金流量净额为-6.84亿元，同比流出增长；筹资活动产生的现金流量净额为-11.78亿元，同比由正转负。

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

#### 5. 偿债能力

从短期偿债指标看，截至2018年底公司流动比率与速动比率分别为73.61%和44.39%。流动比率减少9.71个百分点；截至2019年3月底，上述指标继续减少至64.92%和32.55%。2018年，公司经营现金流动负债比为18.07%。公司短期偿债能力有所下降。

从长期偿债指标看，2018年公司EBITDA为46.02亿元；EBITDA利息倍数为10.03倍，同比下降；全部债务/EBITDA为2.76倍，同比上升。总体看，公司长期偿债能力有所弱化，但仍处于较好水平。

截至2019年3月底，公司获得的银行授信总额为448.11亿元，尚未使用额度为329.53亿元，公司间接融资渠道畅通。公司为A股上市公司，具有直接融资渠道。

截至2019年3月底，公司无对外担保。

#### 6. 过往债务履约情况

根据公司提供的《企业基本信用信息报告》，截至2019年5月14日，公司无未结清和已结清的不良及关注类信贷记录；已结清信

贷信息中有四笔欠息，发生于 2007 年及 2008 年，最高欠息金额为 60.37 万元。

#### 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。

2018 年，公司经营活动现金流入量 728.32 亿元，是存续期债券余额的 36.42 倍；经营活动现金流量净额 33.37 亿元，是存续期债券余额的 1.67 倍；公司 EBITDA 为 46.02 亿元，是存续期债券余额的 2.30 倍。

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。

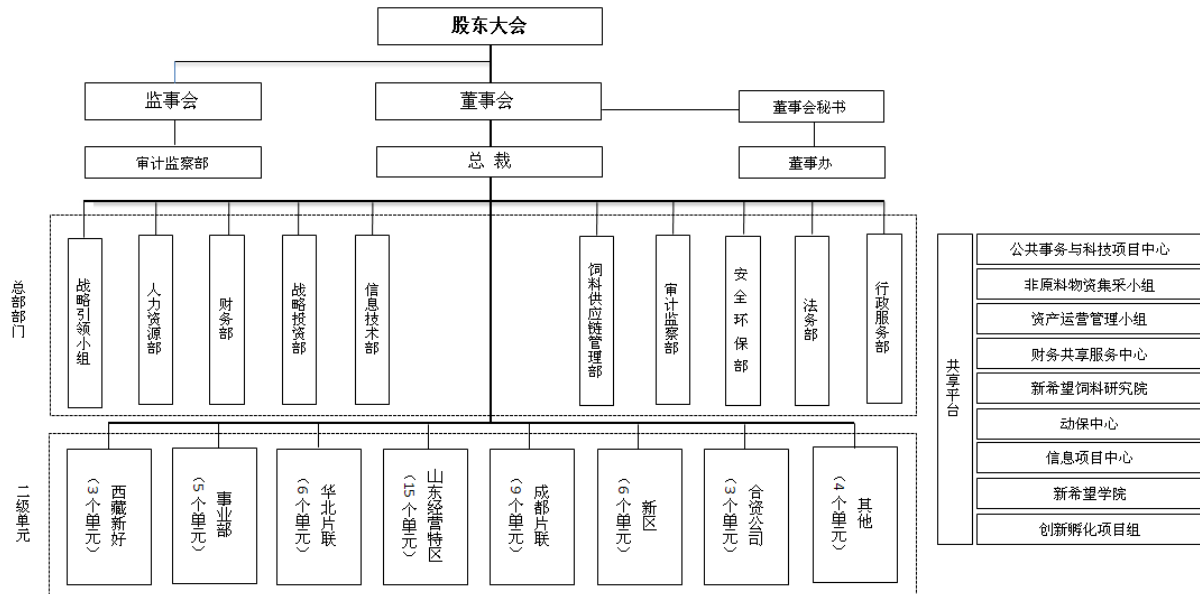
### 十一、结论

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 2019 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	24.86
3.中国证券金融股份有限公司	2.98
4.西藏思壮投资咨询有限公司	2.85
5.西藏善诚投资咨询有限公司	2.80
6.全国社保基金一零八组合	2.23
7.香港中央结算有限公司(陆股通)	1.51
8.拉萨开发区和之望实业有限公司	1.41
9.中央汇金资产管理有限责任公司	0.98
10.拉萨经济技术开发区新望投资有限公司	0.73
11.其他	30.57
合计	100.00

附件 2 截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



### 附件 3 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	31.93	30.64	54.40	35.62
资产总额(亿元)	373.85	424.52	479.44	479.53
所有者权益(亿元)	255.49	262.35	273.36	278.22
短期债务(亿元)	29.05	64.68	108.70	101.41
长期债务(亿元)	28.50	26.14	18.39	20.72
全部债务(亿元)	57.54	90.82	127.09	122.13
营业收入(亿元)	608.80	625.67	690.63	162.12
利润总额(亿元)	32.71	32.11	29.91	9.98
EBITDA(亿元)	44.90	47.64	46.02	--
经营性净现金流(亿元)	31.93	30.64	54.40	35.62
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	228.07	114.54	116.04	--
存货周转次数(次)	26.17	12.24	12.00	--
总资产周转次数(次)	3.26	1.57	1.53	--
现金收入比(%)	105.21	102.72	104.03	104.37
营业利润率(%)	7.82	7.94	8.53	9.12
总资本收益率(%)	10.76	9.18	6.80	--
净资产收益率(%)	12.26	11.18	9.96	--
长期债务资本化比率(%)	10.04	9.06	6.30	6.93
全部债务资本化比率(%)	18.38	25.72	31.74	30.51
资产负债率(%)	31.66	38.20	42.98	41.98
流动比率(%)	104.81	83.32	73.61	64.92
速动比率(%)	55.91	44.84	44.39	32.55
经营现金流动负债比(%)	35.53	20.42	18.07	0.46
EBITDA 利息倍数(倍)	18.70	15.31	10.03	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.28	1.91	2.76	--

注：2019 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
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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：

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

## 附件 5-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 5-3 评级展望设置及其含义

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

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