

跟 踪 评 级 公 告

联合[2013] 783 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持山东新希望六和集团有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“12六和CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年六月二十八日



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>

山东新希望六和集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA 评级展望: 稳定
上次评级结果: AA 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
12 六和 CP001	5 亿元	2012/09/13-2013/09/13	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2013 年 6 月 28 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
现金类资产(亿元)	7.51	10.83	16.34	15.22
资产总额(亿元)	72.88	97.14	107.17	107.28
所有者权益(亿元)	34.74	49.50	51.04	52.05
长期债务(亿元)	0.50	0.10	0.12	0.12
全部债务(亿元)	19.74	20.31	28.69	28.47
营业收入(亿元)	396.57	547.34	576.91	111.21
利润总额(亿元)	10.72	17.66	4.92	1.20
EBITDA(亿元)	13.95	23.36	12.58	--
经营性净现金流(亿元)	12.60	17.52	11.51	0.00
营业利润率(%)	5.74	6.50	4.62	5.44
净资产收益率(%)	26.57	31.23	5.82	--
资产负债率(%)	52.34	49.05	52.37	51.48
全部债务资本化比率(%)	36.24	29.10	35.98	35.36
流动比率(%)	112.90	119.78	105.22	107.39
全部债务/EBITDA(倍)	1.41	0.87	2.28	--
EBITDA 利息倍数(倍)	13.48	15.76	7.84	--
经营现金流流动负债比(%)	33.64	37.06	20.71	--

注: 2013 年一季度财务数据未经审计。

分析师

李祥源

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下称“联合资信”)对山东新希望六和集团有限公司(以下称“公司”)的跟踪评级反映了公司作为国内大型饲料生产企业之一,跟踪期内,收入规模同比有所增长,区域市场占有率稳定;同时,联合资信也关注到饲料行业受上下游影响较大、毛利率较低、营业成本大幅上升导致利润总额大幅下滑、公司债务结构不合理、肉食加工业和养殖业行业不景气等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

随着公司饲料产能的持续扩大,以及农牧产业链(饲料—养殖—屠宰加工—动物保健等)的不断延伸和完善,公司规模效益将进一步显现,盈利空间有望扩大。

综合考虑,联合资信维持公司AA的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“12 六和CP001” A-1的信用等级。

优势

1. 公司是国内大型饲料生产企业之一,产品知名度高,产能规模较大,具备较强的区域优势和市场竞争力。
2. 公司现金类资产和经营活动现金流入量充足,对存续债券保障能力较高。
3. 公司债务负担较轻。

关注

1. 公司饲料业务原料价格呈上行态势,受上下游影响较大,行业周期性较强。
2. 跟踪期内,肉食加工业和养殖业行业景气度较低,产品出厂价格一直处于低位,同时公司 12 年底受“速成鸡”事件影响较大,利润总额大幅下滑。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与山东新希望六和集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与山东新希望六和集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因山东新希望六和集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由山东新希望六和集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起至“12 六和 CP001”到期日有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

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山东新希望六和集团有限公司主体长期信用及存续期内的“12 六和 CP001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

山东新希望六和集团有限公司(以下简称“公司”或“集团”)前身是于 1995 年经山东省经贸委第 569 号文件批准在淄博市成立的山东六和集团有限公司,注册资金 3000 万元,1997 年由淄博迁入青岛;2011 年 11 月,股东变更,新希望六和股份有限公司受让原股东股权,成为公司唯一股东,公司于 2012 年 2 月更改为现名。截至 2013 年 3 月底,公司注册资本 52000 万人民币。

刘永好先生通过新希望集团有限公司对公司股东新希望六合股份有限公司绝对控股,因此公司最终实际控制人为自然人刘永好(股权关系详见附件 1)。

公司经营范围包括:进出口业务(以中华人民共和国对外贸易经济合作部核准的进出口商品目录为准);企业管理类教育培训;兽药(不含生物制品)、饲料药物添加剂销售;以下限分支机构经营:肉食品加工、销售;饲料原料、兽药、鸡辅料生产加工、销售。(需经营许可证经营的,须凭许可经营)。

截至 2013 年 3 月底,公司拥有全资及控股子公司 275 家;本部设有总裁办、财务部、审计部、人力资源部、发展建设部、技术部、策略推进部共 7 个职能部门。

截至 2012 年底,公司(合并)资产总额 107.17 亿元,所有者权益(含少数股东权益)为 51.04 亿元;2012 年公司实现营业收入 576.91 亿元,利润总额 4.92 亿元。

截至 2013 年 3 月底,公司(合并)资产总额 107.28 亿元,所有者权益(含少数股东权益)合计 52.05 亿元;2013 年 1~3 月公司实

现营业收入 111.21 亿元,利润总额 1.20 亿元。

公司注册地址:青岛市城阳区青大工业园;法定代表人:刘永好。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012 年以来,国内宏观经济整体运行平稳,经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算,2012 年,中国实现国内生产总值 519322 亿元,同比增长 7.8%,GDP 前三季度同比增速持续回落,一季度同比增长 8.1%,二季度增长 7.6%,三季度增长 7.4%,但四季度以来,经济增长温和回升态势开始显现,四季度 GDP 增长为 7.9%。2012 年,中国规模以上工业增加值同比增长 10.0%,增速同比回落 3.9 个百分点。分季度看,一季度同比增长 11.6%,二季度增长 9.5%,三季度增长 9.1%,四季度增长 10.0%。2012 年,规模以上工业企业(年主营业务收入在 2000 万元以上的企业,下同)实现主营业务收入 915915 亿元,同比增长 11%;规模以上工业企业实现利润 55578 亿元,同比增长 5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求基本保持平稳,对外贸易增速下滑明显。具体而言:①消费继续平稳增长。2012 年社会消费品零售总额为 210307 亿元,同比名义增长 14.3%,同比增速小幅回落 2.8 个百分点。②投资增速放缓,结构持续优化。2012 年固定资产投资(不含农户)364835 亿元,同比增长 20.6%,较 2011 年同期同比减少 3.9 个百分点。分地区来看,中西部投资增速快于东部;分产业来看,第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显,贸易顺差显著扩大。2012 年,全年进出口总额为 38667.60 亿美元,同比增长 6.2%,增速同比大幅下降 16.3 个百分点,其中出口金额同比增长 7.9%,增速同比下降 12.4 个百分点,进口金额同比增长 4.3%,

增速同比下降 20.6 个百分点，全年贸易顺差达 2311.09 亿美元，较上年的 1551.4 亿美元显著扩大。

2012 年 CPI 全年同比增长 2.6%，整体维持低位。2012 年 3 月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI 翘尾因素走弱，CPI 呈下降态势，10 月份为 1.7%，达年内低点。进入 11 月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12 月 CPI 回调至 2.5%。从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，2012 年全年 PPI 同比下降 1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012 年前三季度 PPI 不断下降，9 月达年内低点-3.6%，10 月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI 降幅持续收窄，12 月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012 年全国教育支出 21165 亿元，同比增长 28.3%；医疗卫生支出 7199 亿元，同比增长 12.0%；社会保障和就业支出 12542 亿元，同比增长 12.9%；住房保障支出 4446 亿元，同比增长 16.4%。2012 年，全国财政累计收入为 117210 亿元，累计支出为 125712 亿元，分别同比增长 12.8%和 15.1%。结构性减税方面，2012 年 8 月 1 日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳 10 个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至 2012 年底，已纳入试点的企业户数约 71 万户，即将纳入试点的户数约 20 万

户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自 2013 年 1 月 1 日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对 780 多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，国务院总理温家宝 5 月 23 日主持召开国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至 12 月末，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012 年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共 1 个百分点，公开市场操作净投放 1.44 万亿元，成为 2012 年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各 0.5 个和 0.56 个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012 年全年人民币贷款增加 8.20 万亿元，同比多增 7320 亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至 2012 年末，人民币兑美元汇率中间价仅升值 0.25%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰

劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面温家宝总理多次指出稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30 多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

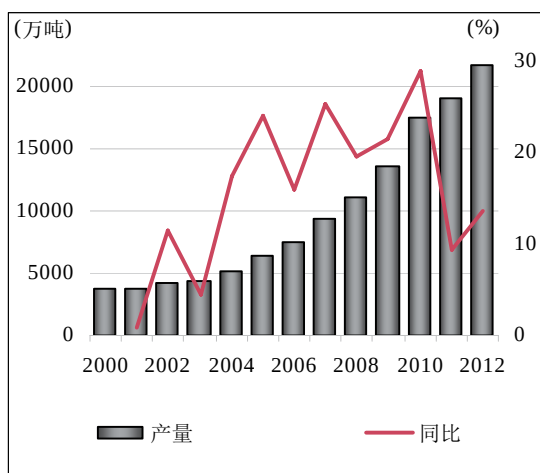
总体来看，2012 年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、行业分析

1. 饲料行业

(1) 行业现状

图1 中国饲料产品产量走势



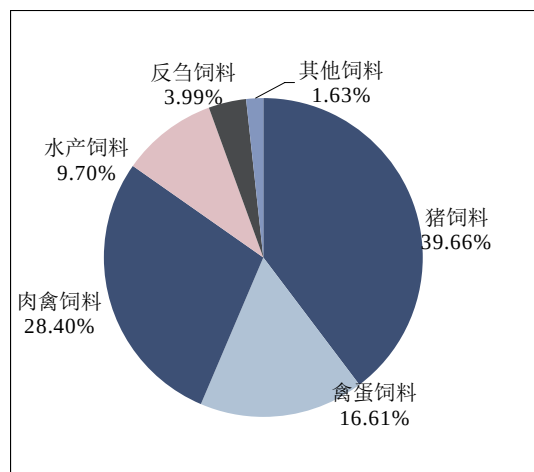
资料来源：中国畜牧业协会、中国饲料工业协会

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。

根据国家统计局数据，中国饲料产品产量从2000年的3740.81万吨到2012年的2.17亿吨，增长了5.79倍；其中从2004年开始到2010年饲料产量增速迅猛，2011年增速下降至9.37%，2012年略有回升，至13.61%。

从饲料种类上看，猪饲料产量居首，其次是禽饲料，反刍饲料产量最低。2012年，中国猪饲料产量7695万吨，同比增长23.91%，增幅加快；蛋禽饲料3222万吨，同比增长3.94%，基本与上年持平；禽饲料5511万吨，同比增长10.66%；水产饲料1883万吨，同比增长22.27%；反刍饲料775万吨，同比增长1.97%。

图2 2012年中国饲料产量按饲养对象分类



资料来源：中国畜牧业协会、中国饲料工业协会

经过多年的发展，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) 上下游情况

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，单位约占比为25%左右，因此饲料成本主要受玉米和豆粕价格的影响。

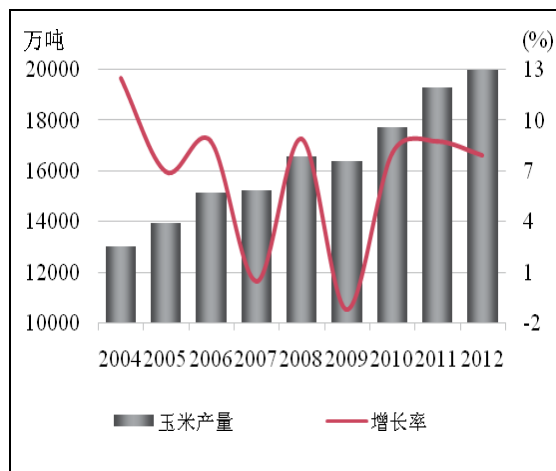
①玉米

玉米产量缓慢增长

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，2004~2012年，随着玉米单产量的提高和种植面积小幅扩大，玉米产量波动增长，年均复合增长率为6.03%。2012年中国玉米产量为20812万吨，较2011年增长7.96%。目前中国产量维持在历史较高水平，但增速较为平缓，未来随着玉米单产量增长的逐步放缓，加之土地的有限，玉米产量增长将更加趋于缓慢。

图3 2004年~2012年中国玉米产量情况



数据来源：wind 资讯

玉米供求处于紧平衡状态

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%。

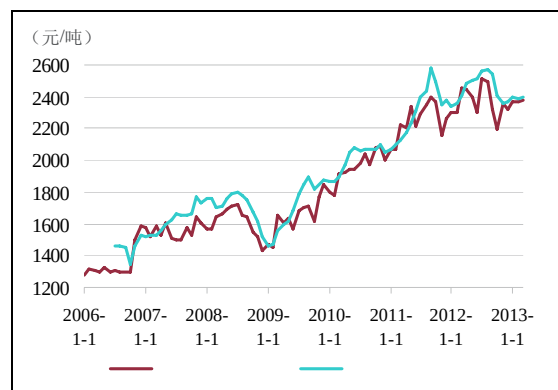
饲料消费方面，随着人们生活的改善，对肉类消费需求的增多，尽管养殖疫情带来阶段性短期饲料需求的下降，但整体上饲料消费需求逐年增长；工业消费方面，随着国际油价的高升，玉米工业属性不断加强，加大了玉米工业消费需求。在饲料和工业加工消费需求增多的带动下，中国玉米消费量逐年增大。由于玉米消费量增速

快于产量增速，玉米市场供需已处于紧平衡状态。

玉米价格上升趋势明显

2006~2012年，中国玉米价格上涨趋势明显。2010年玉米价格持续在高位区间运行，猪肉价格上涨致使生猪养殖意愿增强，从而增加了对玉米消费的需求，至2010年底玉米现货价为2116元/吨，较2009年同期上涨12.31%。进入2011年，受美国不断下调玉米产量预期、国内生猪补栏增加，以及贵州等地旱情对玉米产量预期的影响，玉米价格持续上涨，于2011年9月达到年内高点，至2597元/吨；此后，新粮丰产并逐渐进入市场，玉米价格逐渐回落，至2011年底，玉米现货价格达到2378元/吨，较9月下降8.43%。2012年，受干旱天气导致玉米减产预期增强影响，玉米价格持续上涨，2012年6月份，玉米现货价格达到2504元/吨，9月底上涨至2512.95元/吨，之后玉米价格出现回调，2012年底下降至2370元/吨。进入2013年，玉米价格维持平稳，4月7日玉米价格2370元/吨，比年初微幅下降了0.42%。

图4 2006年~2013年4月黄玉米价格情况



数据来源：Wind 资讯

从国际市场来看，2012年中国玉米价格为全球价格最高的国家，高过于生产国法国和美国价格，从全年价格来看，中国玉米是美国、法国和全球价格的1.31倍、1.30倍和1.13倍。中国玉米远远高于世界的价格对于国内的畜牧业生产、居民生活成本均产生较大的推动作用，同时也推动玉米进口的大幅上涨，2008年中国由世

界主要玉米出口国转变成为世界主要玉米的进口国，2012 年玉米进口 520.6 万吨，较上年增长 1.97 倍，成为历史上最大的玉米的年度进口量。

总体看，中国玉米产量增速放缓，但消费量稳定增长，国内供应更趋紧张。国内玉米价格持续上涨，同时远高于国际市场价格，带动玉米进口量大幅度提升。未来随着国内天气等原因对玉米产量的影响，中国玉米进口贸易量将持续增加，玉米价格或将持续高位运行。

②豆粕

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。豆粕价格基本为大豆价格的 80%~85%。

中国大豆供给进口依赖程度高，大豆进口量持续增长

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。2005~2012 年中国大豆进口量逐年递增，且进口均占国内大豆总消费量 59%以上。2011 年，受前期价格低位震荡影响，国内大豆播种面积进一步缩减，同时大豆主产区黑龙江 2011 年降雨整体不足，东部地区干旱较重，大豆单产下降，致使 2011 年国内大豆产量较 2010 年下降 10%，至 1350 万吨；但全年消费总量上升至 7010 万吨，大豆进口量较 2010 年增加，进口占比进一步提高至 84.49%。2012 年国内大豆产量约为 1260 万吨，降至 1993 年以来的最低点，同比下降 6.67%。种植大豆的收益远低于玉米，东北地区大豆和玉米的收益比约为 2.3:1，而且玉米种植管理更加简单，预计国内大豆产量将继续减少。2012 年大豆消费和进口分别达到 7683 万吨和 6100 万吨的历史最高水平。

表 1 中国大豆供需数据分析

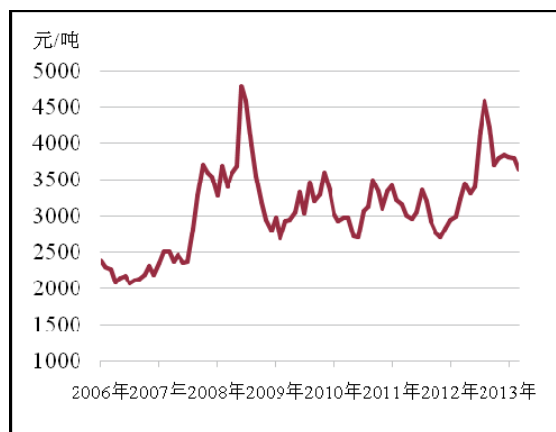
项目	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
播种面积(万公顷)	959	928	860	965	880	840	765	720
国内产量(万吨)	1700	1620	1430	1680	1450	1440	1350	1260
消费总量(万吨)	4475	4810	4835	5187	5501	6885	7010	7683
进口总量(万吨)	2832	2873	3782	4110	5034	5234	5923	6100
进口占比(%)	63.28	59.73	78.22	79.24	91.51	76.02	84.49	79.40

资料来源：wind 资讯

国内豆粕价格大幅度波动后低位运行，给畜牧业的成本控制带来较大难度

受国际大豆价格变动影响，国内豆粕价格近年来波动较大。2010 年全年，豆粕期货收盘价维持在 2700 元/吨~3500 元/吨区间运行。2011 年，受国际市场需求低迷、大豆价格波动下降影响，豆粕价格波动下降，截至 2011 年底，豆粕期货收盘价为 2850 元/吨，较年初下降 14.62%。进入 2012 年以来，豆粕价格波动较大。2013 年前 2 个月，豆粕价格基本稳定，进入 3 月中旬，由于巴西大豆取得丰收，缓解了供应压力，豆粕价格快速下滑。4 月 11 日豆粕期货收盘价为 3483 元/吨，比年初下降了 7.88%。

图 5 2006 年~2013 年 4 月中国豆粕期货价情况



数据来源：wind 资讯

大豆价格上涨带动豆粕价格上升，未来大豆行情的不明朗，使得豆粕价格也存在诸多不确定因素，此外豆粕作为大豆压榨豆油的副产品，在受大豆原材料价格主导影响外，油脂加工企业短期市场操控对其也存在一定影响。

总体看，受玉米和豆粕价格波动影响，养殖企业饲料成本控制难度加大。

(3) 行业关注

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 displays，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。

(4) 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。

2. 养殖和肉食加工业

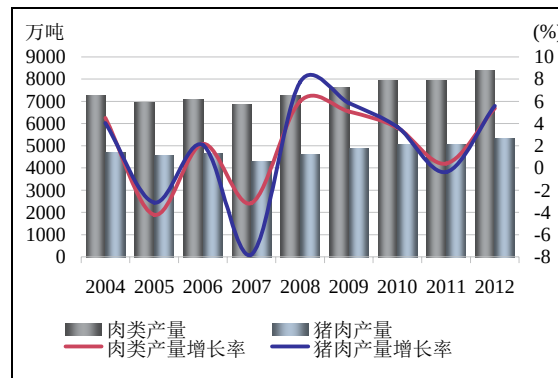
(1) 行业现状

畜牧业是农业的重要组成部分,养殖和肉食加工是其重要的环节。2004~2012年,中国肉类总产量年均复合增长率1.84%,2012年中国肉类总产量8384万吨,同比增长5.36%,其中,猪肉产量5335万吨,同比增长5.78%。

中国畜牧业是市场充分竞争性行业,从事畜牧业企业多为分散的传统的个体经营方式,集约经营的规模化企业较少。从中国畜牧产业结构来看,中国畜牧业下游精深加工

方面还比较薄弱,以养殖产业为主导,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。

图 6 2004 年~2012 年中国肉类产量情况



资料来源: wind 资讯

畜禽养殖行业

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;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。

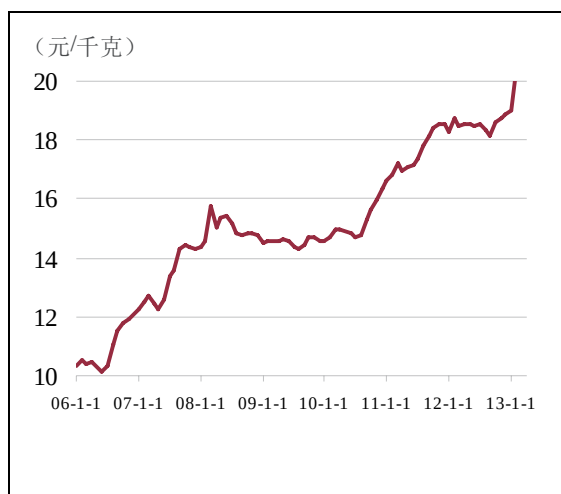
肉食加工业

①鸡

近十年来,中国肉鸡产业发展迅速,根据中国畜牧业信息网数据显示,中国鸡肉产量由1997年的729万吨提高至2012年的1370万吨。目前中国鸡肉产量已超过欧盟,为世界第二大鸡肉生产国。

从肉鸡消费来看,近十几年来,人均鸡肉消费量显著提升,但与世界其他国家相比,中国鸡肉人均消费量仍处于较低水平,主要是由于中国肉类消费偏重猪肉所致。目前中国前三大鸡肉消费地区为广东省、广西省和海南省,这三大地区人均鸡肉消费水平基本等同于欧盟地区人均鸡肉消费水平。

图7 2006年6月~2013年3月重点城市鸡肉零售价格



资料来源: Wind资讯

从肉鸡市场价格来看,由于农产品定价的市

场化程度较高,对市场的供需调节能力较强,因此需求量、疫情和肉鸡存出栏量对肉鸡短期市场价格影响较大,但饲料成本则影响肉鸡长期价格走势。

近几年,肉鸡价格波动较大。2010年上半年,中国肉鸡市场整体处于下滑态势,其后,由于受肉鸡市场供应减少以及中国宏观经济通货膨胀的影响,鸡肉价格一路走高,截至2011年底,中国36个重点城市的鸡肉平均零售价格为18.54元/公斤,较年初上涨11.55%。2012年初,因元旦与春节期间鸡肉需求旺盛,鸡肉价格上涨至18.74元/公斤。随后受猪肉供给量大幅增加肉价持续下降影响,鸡肉价格自2月起开始下滑,9月中国36个重点城市的鸡肉平均零售价降至18.18元/公斤的低点,之后鸡肉价格一路走高,2012年年底鸡肉价格上涨至18.90元/公斤,比年初增长了3.39%。进入2013年,鸡肉价格保持了上升的趋势,但随着3月末爆发的H7N9疫情逐渐扩大,大众产生了一定的恐慌情绪,对鸡肉需求产生了直接影响,鸡肉价格快速下降。未来影响程度和持续时间要根据疫情影响程度的大小而决定。

②猪

猪肉作为中国第一大消费肉类,近十年来,随着中国人口的增长,加之生活水平的提升,对猪肉需求逐步增多。目前中国猪肉产量已占世界总产量的一半。生猪的屠宰量反映了市场的需求,2010-2012年中国生猪屠宰量分别为6.67亿头、6.62亿头、6.94亿头;2010-2012年中国生猪存栏量分别为53.45亿头、55.18亿头和55.77亿头,生猪屠宰量和存栏量稳中有升,保障了国内猪肉市场的供应。

从猪肉市场价格来看,影响猪肉价格的因素基本与肉鸡相同,疫情和生猪存出栏量对猪肉短期市场价格影响较大,只是由于猪的成长周期相对鸡而言较长,因此短期市场价格调整周期相对有所延长;饲料成本仍是影响猪肉长期价格走势的重要因素。此外,由于养猪相对养鸡的占地面积较大,对土地的需求较多,因此土地成本也成

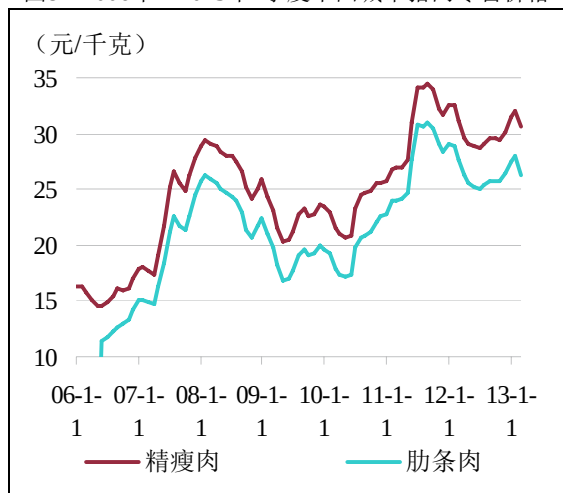
为影响猪肉长期市场价格走势的重要间接因素。

2006 年猪价开始进入上升区间, 2007、2008 年两次高热疫病使得生猪产业进入产业整合期, 猪价走势表现为震荡下滑, 至 2009 年 5 月猪肉价格跌至低点 20.24 元/公斤。面对生猪价格的持续下跌, 2009 年国家颁布《防止生猪价格过度下跌调控预案实施细则(暂行)》, 后将猪粮比以 5.5~6.0 作为生猪产业盈亏平衡点。国家建设了多个万吨级冻库, 2010 年猪粮比低于盈亏平衡点时候, 政府会收储冻肉以提升猪价。2010 年 8 月, 商务部会同财政部、发展改革委、中国农业发展银行共进行了 5 批公开竞价收储储备冻猪肉, 对稳定国内生猪市场价格起到了一定作用。

2010 年 5 月起, 猪肉价格自 9 月达到高点后开始回落。同时, 由于 2011 年中国进口猪肉逐步增加, 猪肉价格过快上涨幅度得到一定抑制。截至 2011 年底, 中国 36 个重点城市猪肉精瘦肉零售价格为 31.72 元/千克, 较年初上涨 23.71%。

进入 2012 年, 受上年猪肉行情较好影响, 养殖户补栏增加, 同期消费需求有所回落, 猪肉价格持续下跌, 7 月猪肉价格跌至 28.72 元/公斤, 同比降 15.73%, 创下 2011 年 5 月以来的新低。8 月猪肉价格开始缓慢回升, 2012 年年底猪肉价格回升至 30.04 元/公斤, 比年初下降了 7.85%。

图8 2006年~2013年1季度中国城市猪肉零售价格



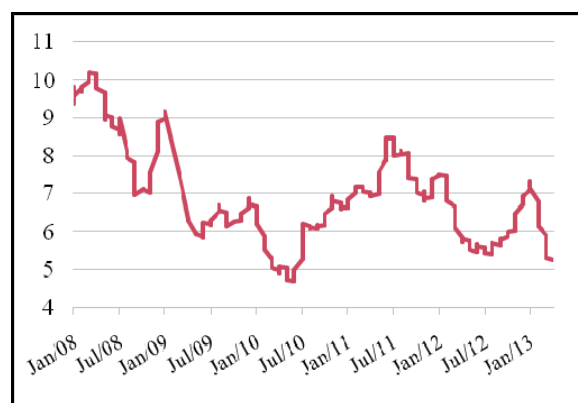
资料来源: Wind资讯

2013 年前两个月由于过节因素导致猪肉需

求量增加, 猪肉价格小幅走高, 之后随着需求回落和生猪存栏量持续处于高位, 猪肉价格一路下滑, 3 月猪肉价格 30.68 元/公斤, 比年初下滑了 2.79%。

另外, 生猪价格和饲料价格波动较大, 导致猪粮比也大幅波动。2009 年上半年猪粮比价波动下降, 随后在 2009 年 6 月份开始出现反弹, 但 2010 年上半年又出现下降, 并于 2010 年创下 4.7 的阶段性低位, 此后开始大幅反弹, 并于 2011 年 7 月创下 8.5 的阶段性新高, 随后开始波动下降, 并于 2012 年 4 月跌破 6:1 的盈亏平衡点, 部分地方养殖户出现明显亏损。截至 2012 年年底, 全国大中城市猪粮比价为 6.95。为防止生猪价格过度下跌, 发展改革委等六部门于 2012 年 5 月 11 日联合发布了《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》, 要求各地适时开展猪肉收储工作, 猪肉价格过快下跌的趋势或将得到抑制。由于 2012 年下半年猪粮比持续走高, 生猪存栏量持续处于高位, 进入 2013 年, 猪肉价格一路下滑, 截至 4 月 7 日, 猪粮比降至 5.23, 比年初下降了 25.92%, 养猪已经进入深度亏损状态, 预计新一轮调整周期即将在下半年开始。

图9 2008年~2013年4月22省市猪粮比



资料来源: Wind资讯

总体看, 受粮食价格波动、短期肉类市场供需调整加大以及养殖疫情爆发等因素影响, 近几年, 鸡肉、猪肉价格虽呈阶段性波动调整但整体上处于上涨趋势; 养殖行业较强的周期性特征使得小型养殖企业仍面临较大市场风险, 而具有规模优势、市场优势及多元化生产布局的大型养殖

企业将表现出更强的抗风险能力,有望在竞争中进一步做大做强。

(2) 行业关注

病疫对畜牧业的影响大

病疫是畜牧业发展的重要影响因素,近几年,平均每年都有十几起疫情爆发,造成 30% 的禽畜患病死亡,很多中小型养殖企业也因此破产,同时疫情过后,市场短期消极态势明显。未来随着国家畜牧防疫技术的提升,加之中国畜牧产业结构的优化以及产业升级都将缓解疫情对畜牧产业的影响。

① 禽流感对肉鸡行业影响

近几年,中国少数几个省区暴发高致病性禽流感,给当地养殖企业造成了重大损失和影响。禽流感发生时期,鸡肉产品价格和销售量均会出现大幅下降。2013 年 3 月,中国爆发了 H7N9 型禽流感疫情,此次禽流感发病的主要区域集中在上海、浙江、江苏等省份,4 月逐步蔓延至北京、河南所在的华北区域。受此影响,上海、南京、杭州、天津等多个城市逐步关闭了活禽交易,且公众在选择食用鸡类食品更加慎重,对鸡肉需求产生了直接影响。反映在价格方面,从 3 月 30 日至 4 月 7 日,山东烟台地区毛鸡价格下跌了 11.3%,鸡苗下跌了 57.6%。联合资信认为,本次 H7N9 型禽流感短期内对于鸡肉需求及价格产生了较大影响,但从长期来看,有利于行业产业进一步整合。

② 口蹄疫对肉猪行业影响

口蹄疫是一种以病毒为载体的疾病,主要受感对象为猪、牛等大型偶蹄兽类,口蹄疫发病后一般不致死,但会导致病兽口、蹄部出现大量水泡、高烧不退,使实际产量锐减。另外,个别口蹄疫病毒的变种亦可传染给人。因此,每次爆发后只能屠宰和集体焚毁以绝后患。2010 年 3 月,广东、江西部分地区相继发生小规模猪口蹄疫疫情,当地毛猪出栏价受疫情影响连续 5 周下跌。

总体看,病疫对养殖行业的影响较大,短期内造成养殖行业产品的价格和销售量较大幅度下降;但从长期来看,病疫的可控性使得养殖行

业又可以在一定时间内恢复。

③ “瘦肉精”、“速生鸡”等舆情事件对养殖行业影响大

猪肉、鸡肉等肉制品与人民生活息息相关,其相关的舆情事件的发生会迅速影响市场消费量,对养殖行业短期内造成的影响较大。2011 年曝光的河南地区“瘦肉精”事件,使得消费市场萎缩,猪肉价格下降,对整个养殖业形成了较大影响。由于消费者及个别媒体记者对白羽肉鸡的知识缺乏了解,报道内容有失偏颇,“速生鸡”事件对消费者造成了恐慌情绪,对鸡肉养殖市场短期造成一定影响。2012 年底,媒体报道一些养殖户乱用养殖违禁药,使得“白羽肉鸡”事件对市场的影响迅速扩大,且正值养殖市场需求旺季,使得养殖行业受到较大冲击。

饲料价格波动,畜牧业成本控制难度加大

如上文饲料行业的分析,近年来玉米价格上升趋势明显,且处于紧平衡状态,未来玉米价格的上升的可能性加大;同时豆粕的价格近年来整体呈上升态势,因此,养殖业饲料成本的控制难度进一步加大。

(3) 行业发展

2013 年,中央一号文件与国家提出发展家庭农场,将使一批大型农牧企业在产业链发展、良种繁育、“公司+农户”模式创新等方面得到支持。受突发的 H7N9 禽流感的影响,畜禽消费需求的短期回落使肉鸡、鸡苗价格大幅下跌,其后期的影响程度将视疫情发展而定。猪价下跌、禽流感影响,再加上行业本已持续低迷,2013 年对畜禽养殖业而言无疑是雪上加霜,结合国内肉制品行业的发展,单个工厂、区域市场、局部运作的模式将失去竞争力,优势企业将在价值链主导下打破资源约束,在全程产业链上谋求联盟与合作,在行业资源的整合上发挥更大的作用。随着人口的增长、城市化进程的加快,人们在肉类、水产品方面的开支不断加大,养殖与屠宰加工业面临良好的发展机遇。

农牧类企业享有一系列新农村优惠补贴,

主要包括母猪养殖补贴、农业产业化龙头企业贴息补贴、种母猪养殖保险补贴、政府配套建设新农村资金补贴、沼气池基础设施补贴、出口信用保险补贴、新型保温节能鸡舍补助资金、农业产业化专项资金定补、中小企业发展成长资金、标准化规模养猪场建设项目补贴、良种补贴、生猪养殖补贴、产值补贴、饲料厂技改补贴、农业综合开发财政补贴、中小企业贷款贴息补贴（非养殖）等。

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。

总体来看，中国是农牧业大国和人口大国，农牧业在国民经济发展和促进城乡居民生活水平提高等方面具有特殊重要性，农牧业是国家重点扶持的产业，国家在税收及补贴方面给予较多的支持，为农牧行业的发展提供较好的外部支持及发展环境。

五、基础素质分析

公司目前已发展成为大型农业产业化龙头企业，公司主营业务涉及饲料生产、食品加工、种畜禽繁育、兽药制造、进出口贸易等产业，目前已初步形成可追溯的全产业链。其中饲料产业生产鸡、鸭、猪、水产各类饲料十几大系列，预混料、浓缩料、配合料等100多个品种，占山东市场50%，全国市场6%；肉食产业涉及冷冻、冰鲜、熟食等200多个肉食品种，是双汇、麦当劳、肯德基等企业的主要原料供应商。

截至 2013 年 3 月底，公司拥有下属企业 322 家，其中包括饲料生产企业 172 家。截至 2013 年 3 月底，公司拥有饲料加工产能 2204 万吨/年，肉禽屠宰能力 180 万只/日，熟食制品加工能力 6 万吨/年；存栏种鸡 175 万套，种鸭 7309 单元，种猪 10857 头。2012 年，公司实现饲料销量近 1200 万吨，肉食销量 97 万吨，种禽销量 3.6 亿只，较 2011 年均有所上升。

截至 2013 年 3 月底，公司员工共计 56600 人，按岗位构成划分，管理人员占 7.95%、研发人员占 0.55%、生产人员占 81.71%、销售人员占 9.79%；按学历划分，本科及以上学历占 7.00%、大专学历占 10.41%、高中及中专学历占 29.15%，初中及以下学历占 53.44%；按年龄划分，30 岁以下占 40.28%，30~50 岁占 56.54%，50 岁及以上占 3.18%。整体看，公司人员素质适宜行业经营管理需求，岗位配置合理。

六、管理分析

跟踪期内，公司管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

2012 年公司实现营业收入 576.91 亿元，同比增长 5.40%，其中，饲料业务（包括饲料和预混料）实现营业收入 365.96 亿元，较上年增长 9.32%，占公司营业收入的比重为 62.95%；肉食加工业务实现营业收入 174.73 亿元，同比下降 0.20%，占公司营业收入的 30.29%，饲料业务和肉食加工业务是公司目前的核心产业；受产品出厂价格下降和 2012 年“白羽肉鸡”事件的影响，养殖业务收入大幅下降，收入占比由上年的 2.65% 下降至 1.89%；其他产业收入合计占比为 4.39%。2013 年 1~3 月，公司实现营业收入 111.21 亿元，其中饲料业务（包括饲料和预混料）占比略有上升，为 64.89%，肉食加工业务收入占比为 26.06%，两业务板块仍为公司核心产业。

跟踪期内，受 2012 年肉食加工业和养殖业不景气 和“白羽肉鸡”事件的影响，公司肉食加工业务和养殖业务出现亏损，亏损额度分别为 2.14 亿元和 2.06 亿元。公司利润构成中，饲料业务利润仍占据主要部分，实现利润 8.82 亿元，与上年基本持平。

2013 年 1 季度，公司实现利润总额 1.20

亿元，虽受禽流感疫情影响，但公司肉食加工业务和养殖业务扭亏为盈，分别实现利润 0.19 亿元和 0.18 亿元；由于产品价格下降，并一直

处于低位，公司食品板块出现亏损；与上年同期相比，各板块利润都有不同程度地下降。

表 2 公司营业收入和利润总额结构（单位：万元）

分行业/ 分产品	营业收入				利润总额			
	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
饲料	2418671	3325028	3631861	714614	53127.65	83328.38	83857.52	9825.14
预混料	25468	22613	27751	7049	4291.45	4104.92	4315.58	1187.47
肉食加工	1295379	1750748	1747304	289781	32307.51	35175.38	-21398.79	1937.13
食品	64395	88456	90439	23472	-648.38	768.32	636.39	-865.37
养殖	68553	145250	108784	34267	12913.67	50855.03	-20629.69	1769.09
商贸	42014	73726	108577	30587	9687.38	7618.40	10167.33	1157.95
其他	51176	67625	54413	12360	-4491.22	-5219.02	-7766.02	-3020.17
合计	3965656	5473446	5769129	1112130	107188.02	176631.41	49182.32	11991.25

资料来源：公司提供

1. 饲料业务

原料采购

跟踪期内，从构成看，公司的饲料生产以小麦和玉米为主要原料，并辅以豆粕、花生粕、棉粕、赖氨酸和蛋氨酸等原料，主要是由于近年来玉米和豆粕价格持续上涨，小麦价格低于玉米，公司用小麦替代部分玉米。从 2012 年的采购量来看，公司小麦的采购量占总采购量

的比重达到 55.91%，玉米占比 25.95%，豆粕占比 12.79%，较 2011 年原料占比变化较大，主要是公司出于控制成本考虑，优先选用小麦和花生粕等采购价格处于低位的原料。2013 年 1~3 月，玉米价格处于低位，玉米变为主要原材料，采购量为 87 万吨，占总采购量的 58.31%，小麦的采购量减少。

表 3 公司近年原材料采购数据

主要原材料		采购量（万吨）				采购价格（元/吨）			
名称	占成本比重（%）	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
玉米	20	500	326	213	87	1950	2267	2337	2379
小麦	42	--	310	459	30	--	2199	2260	2535
豆粕	15	100	123	105	20	3300	3287	3622	4036
花生粕	2	25	14.5	16	4	2900	2945	2902	3411
棉粕	2	8	9.7	21	7	2540	2403	2377	2756
赖氨酸	2	6	7	6	1	6200	10165	8320	7597
蛋氨酸	1	0.9	1.03	0.90	0.2	39000	36950	32517	28423

资料来源：公司提供

从采购量和采购价格看，随着公司生产规模的不断扩大，各主要原料采购量逐年稳步上升。公司依托其强大的信息收集和分析能力，从多渠道多角度对价格走势进行判断，以确定采购时机及采购价值。同时，公司对部分原料

与相关供应商进行远期交易，可以锁定未来一段时间的价格，不致因市场行情的变化影响到采购价格的变化。从实际采购价格看，公司平均采购价格均远低于当期该原料市场平均价格。

从采购政策看，公司主要实行集中采购，通过与一批具有一定规模实力的经销商建立长期合作，并通过较为严格的检验手段和方式，来保障原料供应的稳定性和原料品质的安全性。

总体看，跟踪期内，公司饲料所需原料供应充足，集中采购及相关措施有利于控制采购价格。

饲料生产

饲料产业是公司核心产业之一，现生产鸡、鸭、猪、水产各类饲料十几大系列，预混料、浓缩料、配合料等 100 多个品种。

截至2012年底，公司共有饲料生产企业 172家，2012年公司新增加了13家饲料厂，增加产能180万吨，固定资产投资3.25亿元，产能扩大至2204万吨。

饲料销售

跟踪期内，销量方面，随着新产能的建设，公司饲料产量有所提高，2012 年销售饲料合计

1205.04 吨，同比上升 4.97%；从分类销量占比看，禽料占比为 62.12%，较上年的 69.25%有所下降，猪饲料占比为 34.26%，较上年上升 8.30 个百分点。销售价格方面，公司饲料销售价格随着上游原料玉米、豆粕和下游肉食品价格的波动而波动，2012 年饲料销售均价为 2997 元/吨，较 2011 年有所上升，其中禽饲料销售均价 2880 元/吨，猪饲料销售均价为 3054 元/吨，禽饲料和猪饲料价格均有所上升。2013 年 1~3 月，公司饲料销售均价 3000 元/吨，其中禽饲料和猪饲料销售均价较 2012 年有所上升，分别为 3029 元/吨和 3245 元/吨。毛利率方面，2012 年公司禽料和猪饲料的毛利率分别为 3.07%和 7.35%，较 2011 年有所下降，主要是 2012 年以来禽类和猪肉的价格处于低位，养殖户积极性不高，公司的议价能力不强，同时，原料价格持续上涨，故毛利率有所下降；从产品看，猪饲料的毛利率要高于禽饲料的毛利率。

表 4 公司饲料分类销量、价格和毛利率

分类	2010 年			2011 年		
	销量(万吨)	价格(元/吨)	毛利率(%)	销量(万吨)	价格(元/吨)	毛利率(%)
禽料	660	2705	3.54	795	2835	3.39
猪饲料	215	2839	4.31	298	2947	7.50
其他	70	2669	4.38	55	2943	6.08
合计	945	--	3.74	1148	--	4.59
分类	2012 年			2013 年 1~3 月		
	销量(万吨)	价格(元/吨)	毛利率(%)	销量(万吨)	价格(元/吨)	毛利率(%)
禽料	748.56	2879.78	3.07	140.87	3029.13	2.48
猪饲料	412.85	3054.20	7.35	84.34	3245.32	7.68
其他	43.63	3056.96	5.23	3.14	2725.28	8.52
合计	1205.04	--	4.65	228.35	--	4.53

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司饲料销量有所增加，销售价格受上、下游产业影响较大，毛利率水平总体偏低。

2. 非饲料业务

(1) 肉食加工

公司现有肉食品加工企业 50 多家，工厂主要分布在山东省内的青岛、临沂、滨州、莱芜、潍坊、泰安、聊城、德州、济宁、菏泽、烟台，其它的省市有河南漯河、辽宁阜新、鞍山、江苏徐州、安徽淮北、河北邯郸、天津等地；公司加工产品主要是禽类，其中加工肉鸡、肉鸭能力达到 180 万只/天，受肉食市场行情持续低

迷影响，为保证公司有效经营，公司对禽类的屠宰量相对有所减少。

2013 年，公司加工冷鲜（冻）肉 194.00 万吨，销售 195.00 万吨，同比增长 5.96%，产销率为 100.52%；实现营业收入 174.73 亿元。2012 年 1~3 月，公司肉食加工业务实现营业收入 28.98 亿元。

表 5 公司屠宰业务运营情况（单位：万吨）

分类	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 1~3 月
产量	总数	151.00	183.09	194.00
	鸡	51.00	58.90	60.00
	鸭	97.00	121.41	131.00
	其他	3.00	2.78	3.00
销量	总数	151.00	178.30	195.00
	鸡	51.00	57.39	59.00
	鸭	97.00	118.16	133.00
	其他	3.00	2.75	3.00

资料来源：公司提供

公司肉食品销售网络遍布全国，渠道众多，主要分为出口和内销，已成为大型原料厂家（双汇、金锣等）的 VIP 供应商，以及超市（沃尔玛、大润发等）和各地大小肉类批发市场的策略供应商，市场覆盖面较广。

（2）养殖

公司家禽、家畜养殖采用“公司+养殖户”的模式，其中约 40%的养殖量由公司自身进行，约 60%由合作农户实施。2012 年，公司养殖业务实现营业收入 10.88 亿元，同比下降 25.11%；2013 年 1~3 月，公司养殖业务实现营业收入 3.43 亿元。

表 6 2012 年公司养殖业务运营情况

分类	产能	存量
种鸡	136 万只	157 万只
种鸭	15001 单元	13933 单元
种猪	1.01 万头	1.55 万头

资料来源：公司提供

2012 年公司新增东营六和黄河港种禽繁育有限公司（设计规模 4000 单元）、利津六和养殖有限公司（设计规模 450 单元）和安徽民益和种禽养殖有限公司（设计规模 10 万套）。

3. 经营效率

2012 年，公司销售债权周转次数，存货周转次数和总资产周转次数分别为 123.04 次、17.65 次和 5.65 次，各项指标与 2011 年相比均有所下降，但公司经营效率仍较高。

跟踪期内，饲料原料价格不断上涨，公司养殖业务和肉食加工业务受“白羽肉鸡”事件和禽流感事件影响较大，2012 年公司利润总额大幅下降，饲料业务增长稳定，毛利率水平偏低，未来公司将分别投资 10.82 亿元、3.02 亿元和 36.28 亿元到饲料项目、屠宰及肉制品加工项目和养殖项目上，继续扩大品牌影响力和市场占有率，巩固规模效应，降低生产成本。

八、财务分析

公司提供的 2010~2012 年会计报表均由山东汇德会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2013 年一季度财务报表未经审计。

在合并报表口径方面，2012 年新纳入合并报表的有 21 家子公司，5 家子公司因清算原因不再纳入合并范围，2012 年底纳入公司合并报表的子公司共 90 家。

截至 2012 年底，公司（合并）资产总额 107.17 亿元，所有者权益（含少数股东权益）为 51.04 亿元；2012 年公司实现营业收入 576.91 亿元，利润总额 4.92 亿元。

截至 2013 年 3 月底，公司（合并）资产总额 107.28 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 52.05 亿元；2013 年 1~3 月，公司实现营业收入 111.21 亿元，利润总额 1.20 亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模有所增长，利润规模下降幅度较大，2012 年公司实现营业收入 576.91 亿元，同比增长 5.40%；2012 年公司营业成本为 550.12 亿元，同比增长 7.49%，成本的增长幅度远超收入的增幅；利润总额 4.92 亿

元,同比下降 72.16%,主要受饲料原料价格上涨、2012 年“白羽肉鸡”事件以及肉食行业不景气的大环境影响较大。2012 年,公司营业利润率为 4.62%,较上年的 6.50%下降幅度较大。2013 年 1~3 月,公司实现营业收入 111.21 亿元,利润总额 1.18 亿元,营业利润率为 5.44%,公司的经营指标较 2012 年有所上升。

期间费用方面,2012 年,公司三费合计占营业收入的 3.56%,较上年的 3.03%有所升高,公司的费用控制能力较强。2012 年,公司资产减值损失 1.68 亿元,主要为坏账损失(0.19 亿元)和存货跌价损失(1.42 亿元)。

2012 年,公司取得营业外收入 0.87 亿元,主要由政府补助(0.28 亿元)、玉米违约赔款收入(0.21 亿元)和非流动资产处置利得(0.18 亿元)构成;公司支付营业外支出 0.78 亿元,主要体现在处置非流动资产产生的损失。

总体看,跟踪期内,公司收入规模有所上升,利润总额大幅下降,营业利润率同比有所降低,公司整体盈利能力一般。

2. 现金流及保障

从经营活动看,2012 年公司经营性现金流入量为 610.45 亿元,同比增长 4.70%,主要来源于销售商品、提供劳务收到现金(占 99.65%)和收到其他与经营活动有关的现金(占 0.33%),其中,收到其他与经营活动有关的现金主要包括政府补贴(0.27 亿元)、代扣款项(0.37 亿元)和其他;同期,公司经营性现金流出量为 598.94 亿元,同比增长 5.90%,主要来自于购买商品、接受劳务支付的现金(占 93.09%)、支付给职工以及为职工支付的现金(占 4.53%)和支付其他与经营活动有关的现金(占 1.84%),其中支付其他与经营活动有关的现金主要是其他管理费用(3.95 亿元)和销售费用(3.46 亿元);2012 年,公司经营活动产生现金流量净额为 11.51 亿元,同比下降 34.30%。

从投资活动看,2012 年,公司投资活动现

金流入量为 1.45 亿元,同比增长 40.29%,主要构成为取得的投资收益(占 22.35%)和处置固定资产取得的现金(占 65.73%);公司投资活动现金流出 12.76 亿元,同比下降 7.44%,主要是公司购置的固定资产和无形资产所支付的现金;2012 年公司投资活动现金净流量为 -11.31 亿元。

从筹资活动来看,2012 年,公司筹资活动现金流入量为 38.46 亿元,同比增长 77.99%,主要为公司取得借款收到的现金;同期,筹资活动产生的现金流出量为 33.24 亿元,同比增长 44.14%,主要由偿还债务支付的现金(29.17 亿元)和分配股利、利润或偿付利息支付的现金(3.97 亿元)构成;公司筹资活动产生的现金流量净额为 5.22 亿元。2013 年 1~3 月,公司经营活动产生现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 41.41 万元、-1.63 亿元和 0.52 亿元。

从收入实现质量看,2012 年公司现金收入比为 105.44%,较上年的 106.16%略有下浮,公司整体收入实现质量正常。

总体看,跟踪期内,公司经营活动获取现金能力有所下降,但基本可以满足公司投资活动的需求,目前公司对外筹资压力不大。

3. 资本及债务结构

资产

截至 2012 年底,公司资产总额为 107.17 亿元,同比增长 10.32%;从资产构成看,流动资产占 54.58%,非流动资产占 45.42%,流动资产占比较上年的 58.30%有所下降。

流动资产方面,截至 2012 年底,公司流动资产合计 58.49 亿元,同比增长 3.28%。截至 2012 年底,公司货币资金 16.25 亿元,同比增长 50.32%,主要是银行存款的增加。截至 2012 年底,公司应收账款 3.87 亿元,同比下降 28.20%,主要构成是是应收货款;已计提坏账准备 0.43 亿元,1 年以上的占 4.00%。单项金额重大的应收账款按照 5%计提了减值准备,由于

速生鸡事件影响，已销售给大客户但大客户尚未销售的产品对应的账龄在 1 年以内的应收账款计提坏账准备的比例为 20%；欠款数额较大的前 5 位客户占应收账款总额的 36.13%，集中度一般。截至 2012 年底，公司其他应收款 5.90 亿元，同比增长 137.84%，主要为往来款，公司已计提坏账准备 0.60 亿元，欠款数额较大的前 5 位客户占其他应收账款总额的 9.28%，集中度较低。截至 2012 年 12 月底，公司存货 28.79 亿元，同比下降 14.20%，主要是受“白羽肉鸡”事件影响，公司计提了 1.42 亿元存货跌价准备，同时降低了在产品和库存商品的规模。

非流动资产方面，截至 2012 年底，公司非流动资产为 48.68 亿元，同比增长 20.16%，主要源于公司固定资产的增加。截至 2012 年底，公司固定资产 32.56 亿元，同比增长 27.74%，主要是新纳入合并范围子公司建筑物、机器设备和运输设备的账面价值。截至 2012 年底，公司无形资产 4.00 亿元，同比增长 20.47%，主要构成为土地使用权。

截至 2013 年 3 月底，公司资产总额为 107.28 亿元，资产结构较 2012 年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模小幅增长，资产结构以流动资产为主。

所有者权益

截至 2012 年底，公司所有者权益合计为 51.04 亿元，同比增长 3.12%；其中少数股东权益为 15.36 亿元，归属于母公司所有者权益为 35.68 亿元。归属于母公司的所有者权益中，从权益构成看，主要由实收资本（占 14.57%）和未分配利润（占 80.44%）构成。

截至 2013 年 3 月底，公司所有者权益合计为 52.05 亿元，同比增长 3.12%，其中少数股东权益为 15.73 亿元，归属于母公司所有者权益为 36.32 亿元，权益构成基本与 2012 年底保持一致。

总体看，公司所有者权益未分配利润占比较大，权益结构稳定性较弱。

负债

截至 2012 年底，公司负债合计 56.13 亿元，同比增长 34.86%。负债构成中，流动负债占负债总额的比重为 99.04%，非流动负债占 0.96%。

流动负债方面，截至 2012 年底，公司流动负债合计 55.59 亿元，同比增长 17.57%，主要来自于短期借款和其他应付款的增加。截至 2012 年底，公司短期借款 20.39 亿元，同比增长 71.58%，主要为银行借款。同期，公司其他应付款 10.25 亿元，同比增长 28.02%，主要为往来款。截至 2012 年底，公司应付账款 12.70 亿元，同比下降 11.79%，主要为应付货款，账龄全部在一年以内。非流动负债方面，截至 2012 年底，公司非流动负债合计 0.53 亿元，同比增长 47.38%，主要构成为其他非流动负债、递延所得税负债和长期借款，其中，其他非流动负债主要是公司专项建设改造资金。2012 年，公司全部债务 28.69 亿元，同比上升 41.22%，其中短期债务 28.57 亿元，长期债务 0.12 亿元，债务结构有待改善。

截至 2013 年 3 月底，公司负债总额 55.23 亿元，较 2012 年底下降 1.60%，负债结构与 2012 年底基本保持一致。

债务指标方面，2012 年公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为 35.98%和 52.37%，较上年的 29.10%和 49.05%有所上升，主要原因是公司短期债务负担有所加重；截止 2013 年 3 月底，公司全部债务资本化比率和资产负债率分别为 35.36%和 51.48%，较 2012 年底有所降低，主要系公司偿还了部分短期债务所致。

总体看，跟踪期内，负债规模有所增长，债务负担有所加重，债务结构以短期债务为主，结构有待改善。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2012 年底，公司的流动比率和速动比率分别为 105.22%和 53.42%，流动比率和速度比率较上年均略有上升，由于公司存货规模较大，故速动比率较低，但存货变现能力较强；公司经营现金流动负债

比为 20.71%，较上年的 37.06%有所下降。总体看，跟踪期内，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2012 年公司 EBITDA 为 12.58 亿元，EBITDA 利息倍数为 7.84 倍；同期，公司全部债务/EBITDA 为 2.28 倍，较上年的 0.87 倍大幅增加。总体看，公司整体偿债能力较强。

截至 2013 年 3 月底，公司无对外担保和重大未决诉讼。

截至2013年3月底，公司共获得各家银行授信额度合计86亿元，其中已使用的额度为19亿元，未使用额度67亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（报告编号为：B201306250004847249），截至2013年6月25日，公司无未结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

作为国内最具规模的以饲料、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，生产规模较大，市场占有率较高。目前公司资产总额和收入规模较大，整体盈利能力一般，整体偿债能力较强。综合来看，公司整体抗风险能力强。

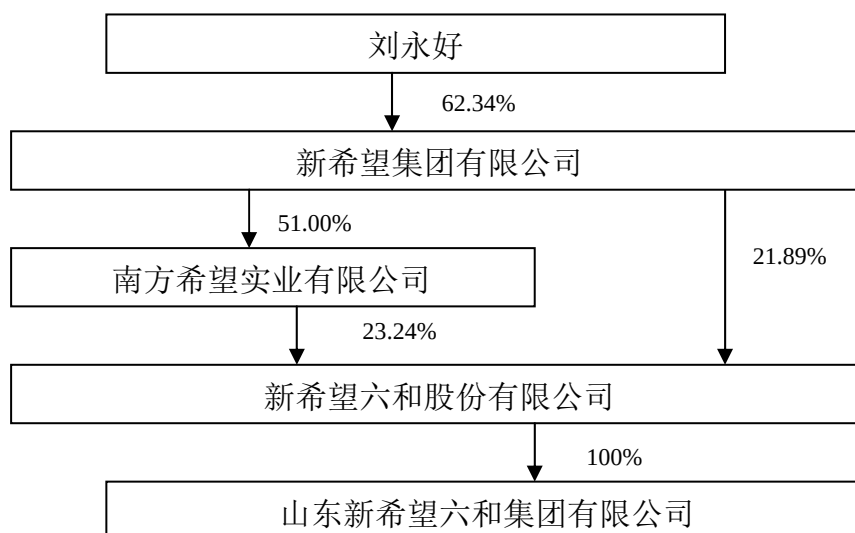
九、债券偿债能力

截至2013年3月底，公司现金类资产为15.22亿元，为存续债券的3.04倍；现金类资产对存续债券的保障能力较强。2012年公司实现 EBITDA 12.58 亿元，为存续债券的2.52倍，EBITDA对存续债券的保障能力较强；2012年公司经营活动现金流入量为610.45亿元，为存续债券的122.09倍，经营活动现金流入量对存续债券的保障程度较好。2012年公司经营活动现金流量净额为11.51亿元，为存续债券的2.30倍，对存续债券的保障能力较强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“12六和CP001” A-1的信用等级。

附件 1 公司股权结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：					
货币资金	74927.88	108093.39	162485.91	47.26	151382.25
交易性金融资产	35.25			-100.00	
应收票据	145.00	217.00	923.00	152.30	837.00
应收账款	33074.58	53921.61	38716.27	8.19	41453.23
预付款项	32898.83	43730.09	35831.64	4.36	54289.13
应收利息			38.22		35.34
应收股利					
其他应收款	28675.51	24799.15	58983.18	43.42	36729.99
存货	242599.41	335577.87	287923.11	8.94	300586.08
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	10344.94			-100.00	800.00
流动资产合计	422701.40	566339.11	584901.32	17.63	586113.02
非流动资产：					
可供出售金融资产	4356.00	3168.00	3355.00	-12.24	3542.00
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	20097.56	29360.58	32328.45	26.83	32625.49
投资性房地产					
固定资产	206479.26	254862.27	325551.32	25.57	328662.12
在建工程	25392.87	46069.69	46498.88	35.32	40866.35
工程物资	155.27	308.03	204.48	14.76	242.67
固定资产清理					
生产性生物资产	18639.30	30412.85	28469.30	23.59	31439.86
油气资产					
无形资产	25004.14	33161.51	39950.98	26.40	38590.21
开发支出					
商誉	1260.41	1479.85	1709.27	16.45	2062.81
合并价差					
长期待摊费用	3697.25	3928.95	6351.29	31.07	6283.41
递延所得税资产	969.38	2341.24	2347.92	55.63	2383.60
其他非流动资产					
非流动资产合计	306051.44	405092.97	486766.90	26.11	486698.52
资产总计	728752.85	971432.08	1071668.22	21.27	1072811.54

附件 2-2 合并资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债：					
短期借款	165101.30	118837.00	203898.26	11.13	212546.44
交易性金融负债					
应付票据	27300.00	29300.00	31770.00	7.88	21000.00
应付账款	91253.15	143940.40	126967.13	17.96	142045.42
预收款项	20157.87	42968.89	36054.23	33.74	31856.05
应付职工薪酬	12174.00	17589.60	25503.60	44.74	18870.72
应交税费	-12462.07	-16999.51	-24870.20	41.27	-24300.04
应付利息		1721.02	754.99		1496.79
应付股利			220.57		8.57
其他应付款	70187.88	80071.36	102508.44	20.85	88349.68
保险合同准备金		1391.54	3096.98		3895.91
一年内到期的非流动负债		4000.00			
其他流动负债	679.49	50000.00	50000.00	757.82	50000.00
流动负债合计	374391.62	472820.31	555904.00	21.85	545769.54
非流动负债：					
长期借款	5000.00	1000.00	1200.00	-51.01	1200.00
应付债券					
长期应付款					976.82
专项应付款	165.54			-100.00	
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债	601.50	304.50	351.25	-23.58	398.00
其他非流动负债	1242.11	2341.11	3821.59	75.40	3976.12
非流动负债合计	7009.16	3645.61	5372.84	-12.45	6550.94
负债合计	381400.77	476465.91	561276.84	21.31	552320.48
所有者权益：					
实收资本(或股本)	52000.00	52000.00	52000.00		52000.00
资本公积	7766.67	6593.89	6160.33	-10.94	6182.37
减：库存股					
盈余公积	5868.71	8294.18	11696.23	41.17	11687.56
未分配利润	165648.92	270706.23	287032.48	31.63	293366.20
外币报表折算差额	-84.60	-66.06	-68.31	-10.14	-68.31
归属于母公司权益合计	231199.70	337528.24	356820.72	24.23	363167.81
少数股东权益	116152.38	157437.93	153570.67	14.98	157323.25
所有者权益合计	347352.07	494966.17	510391.39	21.22	520491.07
负债和所有者权益总计	728752.85	971432.08	1071668.22	21.27	1072811.54

附件 3 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、营业收入	3965656.22	5473446.35	5769128.93	20.61	1112130.09
减: 营业成本	3738129.65	5117967.25	5501208.40	21.31	1051469.50
营业税金及附加	559.76	904.25	1261.00	50.09	209.36
销售费用	53223.05	72750.10	90294.28	30.25	20389.93
管理费用	58540.70	78283.49	98253.87	29.55	24252.00
财务费用	10242.66	14689.43	16753.78	27.89	5228.07
资产减值损失	2363.43	19850.81	16800.43	166.62	-961.05
加: 公允价值变动收益					
投资收益	3531.20	3991.24	3708.66	2.48	237.44
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	106128.16	172992.26	48265.84	-32.56	11779.72
加: 营业外收入	5961.37	9279.83	8717.78	20.93	1508.91
减: 营业外支出	4901.50	5640.68	7801.30	26.16	1297.37
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	107188.02	176631.41	49182.32	-32.26	11991.25
减: 所得税费用	14908.01	22056.91	19463.92	14.26	2664.39
四、净利润	92280.02	154574.50	29718.40	-43.25	9326.86

附件 4 公司合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	4287633.37	5810511.72	6083164.96	19.11	1138194.95
收到的税费返还	695.32	1113.62	1396.01	41.69	307.12
收到其他与经营活动有关的现金	12116.03	19054.57	19923.18	28.23	41915.10
经营活动现金流入小计	4300444.73	5830679.91	6104484.15	19.14	1180417.17
购买商品、接受劳务支付的现金	3948681.50	5339612.54	5575341.89	18.83	1082271.65
支付给职工以及为职工支付的现金	138448.81	182392.12	271130.07	39.94	59518.59
支付的各项税费	31673.91	35089.02	32492.59	1.28	9245.69
支付其他与经营活动有关的现金	55685.12	98364.81	110396.20	40.80	29339.83
经营活动现金流出小计	4174489.34	5655458.49	5989360.74	19.78	1180375.76
经营活动产生的现金流量净额	125955.39	175221.42	115123.40	-4.40	41.41
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	3826.28	80.00	280.00	-72.95	
取得投资收益收到的现金	1974.57	890.42	3247.36	28.24	
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	3810.65	6786.51	9549.70	58.31	838.75
处置子公司及其他单位收到的现金净额		2598.50	416.23		
收到其他与投资活动有关的现金			1034.70		
投资活动现金流入小计	9611.50	10355.42	14527.99	22.94	838.75
购建固定资产、无形资产等支付的现金	59605.43	126448.60	124051.77	44.26	16871.35
投资支付的现金	28153.19	6915.00	3033.64	-67.17	292.50
取得子公司等支付的现金净额	5156.98	4525.29	546.81	-67.44	
支付其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流出小计	92915.60	137888.88	127632.22	17.20	17163.85
投资活动产生的现金流量净额	-83304.10	-127533.46	-113104.23		-16325.11
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	15173.74	10567.40	11649.00	-12.38	1949.00
取得借款收到的现金	298100.90	204544.00	372998.31	11.86	87450.00
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金		1000.00			
筹资活动现金流入小计	313274.64	216111.40	384647.31	10.81	89399.00
偿还债务支付的现金	307734.43	200911.87	291735.46	-2.63	78801.82
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	30333.39	29447.46	39694.53	14.39	5417.14
支付其他与筹资活动有关的现金	851.30	259.00	980.00	7.29	
筹资活动现金流出小计	338919.11	230618.33	332409.99	-0.96	84218.96
筹资活动产生的现金流量净额	-25644.47	-14506.93	52237.32		5180.04

附件 5 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	113.18	125.31	123.04	--
存货周转次数(次)	17.52	17.70	17.65	--
总资产周转次数(次)	6.18	6.44	5.65	--
现金收入比(%)	108.12	106.16	105.44	102.34
盈利能力				
营业利润率(%)	5.74	6.50	4.62	5.44
总资本收益率(%)	16.94	22.14	5.74	--
净资产收益率(%)	26.57	31.23	5.82	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	1.42	0.20	0.23	0.23
全部债务资本化比率(%)	36.24	29.10	35.98	35.36
资产负债率(%)	52.34	49.05	52.37	51.48
偿债能力				
流动比率(%)	112.90	119.78	105.22	107.39
速动比率(%)	48.11	48.81	53.42	52.32
经营现金流动负债比(%)	33.64	37.06	20.71	--
EBITDA 利息倍数(倍)	13.48	15.76	7.84	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.41	0.87	2.28	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.22	0.23	0.01	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	4.12	3.22	0.13	--

注：公司 2013 年一季度数据未经审计。

附件 6 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/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

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

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

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 7 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 8 短期融资券信用等级的定义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息