

信用等级公告

联合[2010] 600 号

联合资信评估有限公司通过对山东六和集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

山东六和集团有限公司
主体长期信用等级为
AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月六日



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、山东六和集团有限公司主体长期信用等级自 2010 年 12 月 6 日至 2011 年 12 月 5 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司
二零一零年十二月六日



山东六和集团有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：AA⁻
评级展望：稳定
评级时间：2010年12月6日

财务数据

项 目	2007年	2008年	2009年	10年9月
资产总额(亿元)	31.25	42.38	55.55	70.21
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	14.65	21.37	25.88	30.92
长期债务(亿元)	0.00	1.92	0.10	0.68
全部债务(亿元)	8.42	10.42	16.41	23.88
营业收入(亿元)	175.63	291.34	315.64	294.53
利润总额(亿元)	6.23	8.73	7.21	7.46
EBITDA(亿元)	6.60	10.66	10.39	--
主营业务利润率(营业利润率)(%)	6.42	5.42	5.11	5.18
净资产收益率(%)	30.05	32.70	22.35	--
资产负债率(%)	53.13	49.59	53.41	55.95
全部债务资本化比率(%)	36.50	32.79	38.80	43.57
流动比率(%)	121.88	125.60	112.33	109.52
全部债务/EBITDA(倍)	1.28	0.98	1.58	--
EBITDA 利息倍数(倍)	20.08	16.54	13.44	--

注：公司从2009年开始执行新会计准则，2008年为追溯调整的2009年期初数，2010年9月数据未经审计。

分析师

黄 滨 刘献荣
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”）对山东六和集团有限公司（以下称“公司”）的评级反映了公司作为国内大型饲料生产企业之一，在产品结构、技术水平、品牌影响力、区域市场占有率等方面的竞争优势；联合资信也同时关注到行业竞争激烈、原料价格波动、动物疾病发生等因素对农牧产业链发展和公司经营带来的不利影响，另外公司未来资本支出规模较大也给公司偿债能力带来一定负面影响。

随着公司饲料产能的迅速扩大，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，盈利能力有望提升，联合资信对公司的评级展望为稳定。

优势

1. 公司是国内大型饲料生产企业之一，产品知名度高，具备较强的区域规模优势和市场竞争能力。
2. 公司信息收集和分析能力强，能够较好的把握原料价格的变化趋势，集中采购有利于成本控制。
3. 公司已初步形成饲料—养殖—屠宰加工—动物保健等的农牧产业链，规模效益正逐步显现。
4. 公司与新希望集团的强强联合有助于产业价值链整合及优势互补。

关注

1. 受行业特点限制以及原料价格波动、食品安全、动物疾病等因素的影响，公司营业利润率较低。
2. 公司未来计划投资支出规模较大，对外融资需求上升。

一、主体概况

山东六和集团有限公司（以下简称“公司”）于1995年经山东省经贸委第569号文件批准在淄博市成立，注册资金3000万元；1997年由淄博迁入青岛；经过多次注册资本变化和股东变化，截至2009年底，公司注册资本52000万人民币。

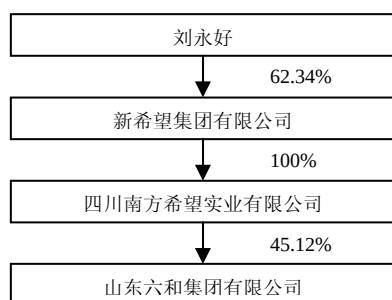
表1 2009年底公司股东持股情况（单位：万元、%）

股东	出资额	持股比例
四川南方希望实业有限公司	23462.40	45.12
潍坊众慧投资咨询有限公司	7685.60	14.78
青岛善诚投资咨询有限公司	7826	15.05
青岛思壮投资咨询实业有限公司	7826	15.05
青岛和之望实业有限公司	5200	10
合计	52000	100

资料来源：公司提供

公司第一大股东为四川南方希望实业有限公司，其对公司控股比例为45.12%，持有的公司股份不存在质押等限制用途情况。四川南方希望实业有限公司为新希望集团有限公司的全资子公司，其实际控制人为刘永好先生，占投资比例的62.34%，因此公司最终实际控制人为自然人刘永好（股权关系参见图1）。

图1 公司股权结构图



资料来源：公司提供

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2009年底，公司下属全资及控股子公司64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6个职能部门。

截至2009年底，公司（合并）资产总额555479.28万元，所有者权益（含少数股东权益）为258818.13万元；2009年，公司实现营业收入3156445.13万元，利润总额72072.99万元。

截至2010年9月底，公司（合并）资产总额702056.09万元，所有者权益（含少数股东权益）合计309237.44万元；2010年1~9月，公司实现营业收入2945276.67万元，利润总额74640.67万元。

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。

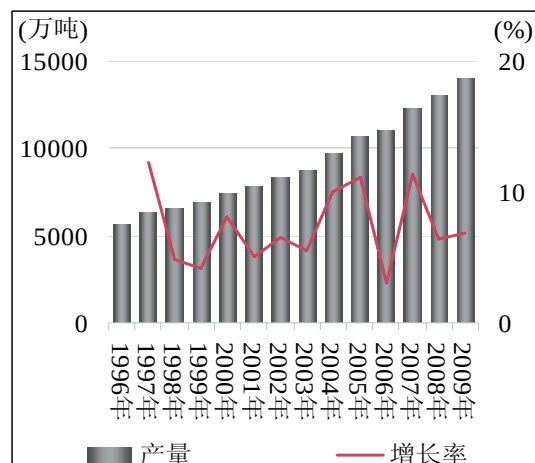
二、行业分析

1. 饲料行业

（1）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。

图2 中国饲料产品产量走势



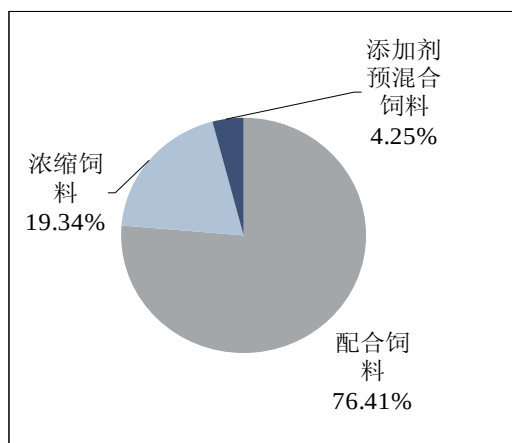
资料来源：中国畜牧业协会、中国饲料工业协会

中国饲料产品产量从1980年的100多万

吨到 2009 年的约 1.4 亿吨，增长了 100 多倍；其中最近 10 年，中国饲料总产量持续上升，但增幅下降且波动加大。

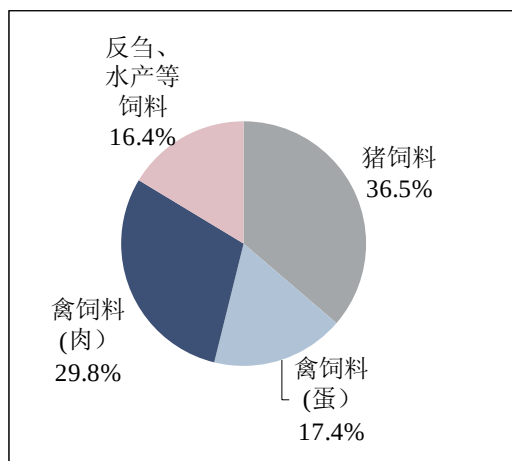
根据中国饲料工业协会的统计，2009 年中国饲料总产量约 1.4 亿吨，已是自 2005 年起连续 5 年超过亿吨，并连续 19 年居于世界第二位；饲料产量结构与 2006~2008 年相比没有明显变化。

图 3 2009 年中国饲料产品结构



资料来源：中国畜牧业协会、中国饲料工业协会

图 4 2009 年中国饲料按饲养对象分类



资料来源：中国畜牧业协会、中国饲料工业协会

2008 年以来国家对生猪养殖的补贴、保险等扶持政策，以及促进标准化规模养殖政策的出台使生猪存栏量明显回升，从而拉动了猪饲料的需求增长，2009 年猪饲料产量增幅较为明显。2009 年蛋类产品价格相对高位运行导致需求不旺，禽（蛋类）存栏量下降；而禽（肉类）

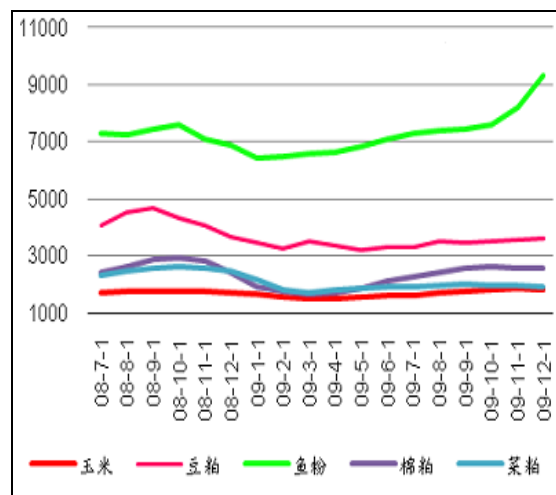
产品因替代效应出现出栏量增长；并最终导致禽类饲料有增有减，总体保持平稳。2009 年乳制品行业全面恢复，水产价格整体回升，反刍类和水产类动物养殖量增加，此类饲料产量同比出现较快增长。

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。尽管 2009 年不同动物的饲料需求增幅不一，但其生产构成与 2006~2008 年的生产结构相比无重大区别。

(2) 上下游情况

饲料生产成本中约 80%集中于玉米和豆粕等原料。农作物生产具有季节性，同时作为全球性大宗商品、战略物资和主要的期货交易品种，价格变化的影响因素较多。玉米和豆粕产品价格因此具有较大的波动性。2008 年下半年，豆粕价格下降较快，2009 年全年处于相对稳定（见图 5）。总体看，原材料价格的波动对饲料生产企业形成一定成本控制压力。

图 5 主要饲料原料价格走势（单位：元/吨）



资料来源：中国国家粮油信息中心，农业部

2010 年以来玉米受 2009 年中国玉米减产以及国家政策扶持（2010 年玉米收储价格将维持每公斤 1.5 元不变，但是国家将给予收储企业一定的补贴）等多重因素影响，饲料主要原料玉米价格呈上升趋势，价格相对涨幅居前（表 2），2010 年 8 月达到 2.04 元/公斤左右，

预计玉米在 2010 年内整体将处于高位运行态势。

表 2 主要饲料原料价格涨幅

(单位: 元/公斤)

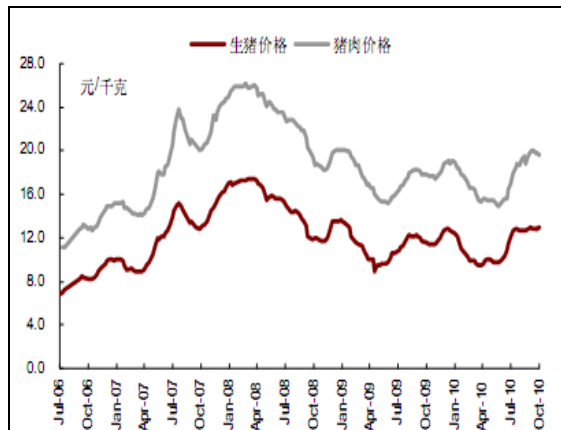
时 间	玉米	豆粕	棉粕	麦麸	鱼粉
2010 年 8 月价格	2.04	3.21	2.53	1.6	11.38
同比增长 (%)	13.3	-8.8	1.6	0.6	48.8
10 年 1-8 月累计平均价格同比增长 (%)	19.6	-3.7	25.7	9.4	55.1
时 间	磷酸氢钙	赖氨酸 (98.5%)	赖氨酸 (65%)	蛋氨酸 (固)	蛋氨酸 (液)
2010 年 8 月价格	1.86	12.19	6.25	38.49	31.33
同比增长 (%)	-5.1	11	14.3	5.6	8.2
10 年 1-8 月累计平均价格同比增长 (%)	-3.8	15.6	4.3	2.5	3.5

注: 所用数据来自 166 家农业部饲料统计重点跟踪企业

资料来源: 中国畜牧业信息网

除受原料成本影响明显外, 饲料行业的经济效益也明显受到牲畜、家禽价格和存栏量等因素的影响。尽管在相关政策的支持下, 中国规模化养殖的比重不断提高, 但目前散养方式仍然占有较大比重, 这一特征决定了上述因素的预测性不强, 同时动物性疾病的频繁爆发和严重破坏性也导致了牲畜、家禽价格的频繁波动和存栏量的异常变化, 并进而对饲料的需求变化产生影响。

图 6 中国生猪和猪肉价格走势



资料来源: 中国畜牧业信息网

(3) 行业关注

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。饲料行业整体上属于简单加工行业, 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 2008 年上半年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。在饲料行业总体盈利能力较弱的状况下, 饲料企业主要通过提升内部管理、扩大产销规模等措施, 以保持相应的竞争能力。而更有效的措施, 则是大型企业积极探索的产业链向下游养殖行业的延伸, 不仅可以更迅速的掌握市场环境的变化, 而且可以平衡不同行业对企业运营效益的影响。经过多年的竞争和发展, 中国饲料行业已逐步形成一批具有明显竞争优势和规模效益的大型饲料企业集团。大型饲料企业集团的不发展壮大, 有助于中国饲料行业资源整合和行业集中度的提高。

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。

根据《饲料统计信息》预测，中国饲料需求量将从 2009 年的 1.4 亿吨增长到 2015 年的 2.17 亿吨，增幅达到 55%。

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. 养殖与屠宰加工业

从现状看，2009 年，在金融危机、甲型流感、三聚氰胺事件后续影响等一系列严峻考验下，畜牧业产值仍持续增长，占农业总产值的比重超过 36%。2009 年，全国肉类总产量 7500 万吨，同比增长 3.1%；禽蛋产量 2660 万吨，生产总体稳定；奶类产量 3650 万吨，恢复到 2008 年 95% 以上的水平。全年畜牧业养殖总体保持盈利水平，主要畜产品供给充足。2009 年出栏一头商品肥猪平均净利润 150 元左右，每只产蛋鸡每月盈利接近 1 元钱，处于正常盈利区间。2009 年猪肉年平均价格为 18.2 元/公斤，比 2008 年大幅回落了 22.5%；鸡蛋年平均价格为 7.67 元/公斤，比 2008 年下降了 2%。2010 年 7 月当月，猪肉月平均价格为 17.54 元/公斤，环比上涨 9.4%；鸡蛋 7.99 元/公斤，环比上涨 4.0%。

从政策看，养殖方面，2009 年在中央财政的支持下，生猪和奶牛标准化规模养殖资金由 27 亿元增加至 30 亿元；良种补贴资金由 6 亿元增加到 9.9 亿元，补贴范围从生猪、奶牛扩展到肉牛、绵羊，生猪项目县由 200 个增加到 400 个，奶牛良种实现了全覆盖，更多养殖户得到了实惠。屠宰加工方面，政府对大型现代化屠宰场的支持为冷鲜肉生产的迅速发展提供了良好的外部环境。2010 年年初的《全国生猪屠宰行业发展规划纲要（2010 年-2015 年）》（以下简称《纲要》）明确表达了淘汰落后屠宰产能的决心和促进行业整合，扶持大型现代化屠宰场的态度。未来 3-5 年，屠宰行业的集中度将进一步提高，行业龙头企业的定价能力也会

得到进一步提升，营业成本由于规模效应将会有大幅的下降。

总体看，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。

三、基础素质分析

1. 规模与实力

自 1995 年成立以来，公司已由一家单纯的饲料生产企业逐步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、水产各类饲料十大大系列，预混料、浓缩料、配合料等 100 多个品种，占山东市场 46%，全国市场 7.2%；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 2009 年底，公司拥有下属企业 265 家，其中包括饲料生产企业 127 家。2009 年，公司拥有饲料加工产能 1754 万吨/年，肉禽屠宰能力 221 万只/日，熟食制品加工能力 3.6 万吨/年；存栏种鸡 186 万套，种鸭 11760 单元，种猪 13050 头。2009 年，公司实现饲料销量近 900 万吨，肉食销量 125 万吨，种禽销量 2.16 亿只。

公司先后被授予“农业产业化国家重点龙头企业”、“全国食品放心企业”、“全国饲料行业科技进步先进集体”、“中国肉类工业最具影响力品牌”、“中国肉类产业最具价值品牌”、“全国饲料企业 50 强”、“山东企业 100 强”、“中国驰名商标”、“山东省著名商标”等荣誉称号。“六和”牌禽饲料和水产饲料先后被认定为“中国名牌产品”和“山东名牌产品”。

总体看，公司是国内规模最大的饲料生产企业之一，并具有较为完整的农牧产业链，品

牌优势突出,在规模和区域市场占有率等方面具有较为明显的竞争优势。

2. 人员素质

目前公司拥有主要高级管理人员 6 人,平均年龄 44 岁,均具有经营农牧企业或饲料技术等方面的资深经验。

公司董事长刘永好,54 岁,本科学历,高级工程师,曾先后任四川机械工业管理干部学校教师、育新良种场副场长、希望科研所所长、成都希望有限公司副董事长、希望集团总裁、中国民生银行副董事长等;1997 年 1 月至今任四川新希望集团有限公司、四川新希望农业股份有限公司和四川房地产开发有限公司董事长;2005 年 5 月至今任山东六和集团有限公司和六和饲料股份有限公司董事长。目前还担任中国饲料工业协会副会长、中国西部乳业协会会长、全国政协委员和全国政协经济委员会副主任、全国光彩事业促进会会长等众多社会职务。刘永好先生先后荣获中国十佳民营企业家、中国改革风云人物、中国十大扶贫状元、中国企业管理杰出贡献奖、美国《商业周刊》评选的“2000 年亚洲之星”、“2004 亚太最具创造力华商领袖”、“2004 优秀中国特色社会主义事业建设者”、2005 年全国劳动模范、2006 年度 CCTV 年度经济人物、2007 年度光彩人物、2008 年度“中国改革 30 年 30 人杰出人物”和“中国改革 30 年 30 人经济人物”、2009 年度十大精英人物等奖项。

截至 2009 年底,公司员工共计 51980 人,按岗位构成划分,管理人员占 7.57%、技术人员占 21.29%、生产人员占 55.78%、销售人员占 10.22%,财务人员占 1.98%,其他占 3.16%;按学历划分,本科及以上学历占 9.09%、大专学历占 9.60%、高中及中专学历占 76.84%,初中及以下学历占 4.47%;按年龄划分,30 岁以下占 69.57%,30—49 岁占 30.02%,50 岁及以上占 0.41%。

总体上,公司高层人员管理和行业从业经

验丰富,综合素质高;公司员工年轻化,岗位配置合理,可以满足公司经营管理的需要。

3. 税收优惠

农牧业是社会基础产业,享受一定的国家政策倾斜和税收减免。

增值税方面,公司饲料产品根据《国家税务总局关于修订“饲料”注释及加强饲料免征增值税管理问题的通知》(国税发[1999]39 号)免征增值税;鸡苗鸭苗为初级农产品,根据《增值税暂行条例实施细则》规定免收增值税;饲料添加剂、鸡蛋、冷藏冻品执行 13% 的增值税税率。所得税方面,饲料事业部下属青岛和美饲料有限公司、青岛友和饲料有限公司 2009 年度适用所得税率为 20%;冷藏冻品业务属于农产品初加工项目,免征企业所得税;牲畜、家禽的饲养免征企业所得税。

4. 股东背景

新希望集团有限公司(以下简称“新希望集团”)由自然人股东刘永好、刘畅、李巍投资组建,成立于 1997 年 1 月 9 日,注册资本 8 亿元人民币(其中刘永好持股 62.34%;刘畅持股 36.35%,李巍持股 1.31%,三自然人股东是家庭关系)。

新希望集团是中国农业产业化国家级重点龙头企业,是国内大型饲料生产企业和肉蛋奶供应商之一,是国内拥有养殖—饲料—屠宰加工产业链条的企业集团之一,已连续 5 年名列中国企业 500 强(2009 年列第 131 位)。目前新希望集团拥有企业近 400 家,员工近 6 万人,其中有近 3 万人从事农业相关工作,有专业大专以上学历员工 12000 人。目前新希望集团拥有农牧与食品、化工与资源、房地产、金融投资四大产业集群,已从创业初期的单一饲料产业,逐步向上、下游延伸,成为集农、工、贸、科一体化发展的大型民营集团企业。

目前,新希望集团携同山东六和集团、北京千喜鹤集团、河北兴达集团,共同形成新希

望农牧体系，2009 年销售收入达到 510 亿元；合计饲料产量超过 1000 万吨，居中国饲料行业第一位；年屠宰和加工鸡鸭能力 8.5 亿只，居行业领先地位。

总体看，公司与新希望集团的强强联合让中国南、北方饲料业两大巨头变价格竞争为基于产业价值链整合、提高用户服务附加值的产业链竞争，实现了优势互补。

四、管理分析

1. 法人治理结构

公司依照《公司法》等有关法律、法规和规章制度的规定，设立了股东会、董事会、监事、经理层等组织机构，以强化内部管理，规范公司经营运作。股东会为公司的最高权力机构，董事会是股东会的执行机构，总经理负责公司的日常经营与管理工作。目前公司董事会 6 人；监事 1 人。公司的法人治理结构基本完善。

2. 公司内部管理

公司本部作为集团的控制中心，对下属各子公司的财务、人事、产品质量等具有很强的控制力，并建立了相应的管理制度。

财务管理方面，公司制订了《山东六和集团财务管理制度》，界定集团内各层级财务机构的工作职责和运作流程，明确资金管理模式和资金管理组织工作流程，规定内部稽核制度和对外投资管理制度。下属公司向银行贷款，由集团资金部统一管理。为加强集团资金集中管理和提高集团资金使用效率，公司一方面为集团及成员单位开展多项财务服务工作，另一方面利用自身的资金管理平台和资源，为集团及成员单位节省融资成本及经营费用，并提出各项财务建议。

人事管理方面，公司执行国家有关劳动保护法规，对员工实行合同化管理，由人力资源部负责公司的人事计划、员工的培训、奖惩、

劳动工资、劳保福利等工作的实施，并办理员工的考试录取、聘用、商调、解聘、辞职、辞退、除名、开除等各项手续。

物资采购方面，公司明确规定了生产经营所需的原料及主要材料、辅助材料、包装物、低值易耗品以及固定资产购置的采购要求、采购流程、进货验收及入账付款程序等。

安全生产方面，公司制订了《山东六和集团安全生产、保卫工作制度》，主要包括安全生产责任制、安全生产教育、安全生产检查、安全生产事故责任追究、治安保卫、用电安全管理规定、消防安全管理、特种设备的管理和危险化学品管理规定等。质量管理方面，公司着重对管理职责、资源管理、产品实现和测量、分析和改进四方面提出要求，明确公司的质量方针、质量目标、组织结构、资源配置以及从识别顾客要求到产品交付顾客并通过持续改进使顾客持续满意的质量管理和控制要求。

总体看，公司已建立起适合自身特点的管理模式和制度体系，内部管理较为完善，运作规范，管理效率较高，为公司可持续发展创造了有力的内部保障。

五、经营分析

2009 年，公司实现营业收入 315.64 亿元，三年年均增长 34.06%；其中饲料业务（包括饲料和预混料）和肉食加工业务分别实现营业收入 208.11 亿元和 91.58 亿元，占公司营业收入的比重分别为 65.93%和 29.01%，是公司目前的核心产业；其他产业占 5.06%。2010 年 1~9 月，公司实现营业收入 294.53 亿元，其中肉食加工业务占比略有上升，为 31.49%。

2009 年，因下游生猪、活鸡鸭等收购价格低迷，养殖户补栏积极性不高，公司饲料价格维持较低水平，相应饲料业务利润总额较上年有所下降，但预混料业务仍保持了较高的利润水平。2010 年 2 月至 6 月期间，因豆粕、玉米等原料价格处于上升通道，上游成本的上涨和

下游激烈的竞争进一步压缩了公司的利润空间，尤其是公司养殖业务受饲料价格上涨、下游屠宰环节压低收购价格以及动物疫情复杂等因素影响，公司利润水平大幅下降。2010年下半年以来，行业正常运行的需要拉动肉食价格大幅上涨，肉类价格的走强也带动了公司养殖、饲料业务业绩的回暖。例如，山东地区

白羽肉鸡苗价格从6月底的1.5元/羽升至9月底的2.1元/羽，涨幅40%；期间更是达到2.8元/羽的高位。2010年1~9月，公司肉食加工和养殖业务分别实现利润总额2.37亿元和0.22亿元，均远超过2009年全年水平。公司营业收入和利润总额结构见表3。

表3 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			
	2007年	2008年	2009年	10年9月	2007年	2008年	2009年	10年9月
饲料	1099415	1852884	2035391	1790279	10319.07	49741.87	37586.24	33650.96
预混料	15642	30897	45676	35992	12089.19	15796.36	19377.28	14834.81
肉食加工	554359	886993	915768	927388	21981.32	6312.25	10180.44	23695.57
食品	12646	24326	22524	29403	637.43	994.36	1324.84	-171.81
养殖	34083	43715	50764	74585	16083.12	5004.61	748.36	2173.79
商贸	15360	11671	14108	33691	4542.7	13896.43	8874.36	5909.76
其他	24812	36836	72214	53939	-3383.4	-6583.74	-6502.16	-5452.41
合计	1756317	2887322	3156445	2945277	62269.43	85218.59	72072.99	74640.67

资料来源：公司提供

1. 饲料业务

原料采购

从构成看，公司的饲料生产以玉米和豆粕为主要原料，并辅以花生粕、棉粕、赖氨酸和

蛋氨酸等原料。根据2007~2009年的采购成本结构，公司玉米占原料成本的平均比重达到49.6%，豆粕占比约为12%，两项主要原料占原料成本比重达到61.6%。

表4 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（%）	2007年	2008年	2009年	10年1-9月	2007	2008	2009	10年1-9月
玉米	49.6	240	270	440	285	1600	1640	1480	1948
豆粕	12	47	62	72	68	2880	3070	3340	3041
花生粕	4.0	16	13	31	20	2320	3097	2809	2916
棉粕	2.0	20	24	21	6	1580	2230	1917	2579
赖氨酸	1.4	2.7	5	6	1	7900	7786	6083	12546
蛋氨酸	1.8	0.51	0.71	0.98	0.6	28500	43000	34000	39888

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。玉米、大豆等农作物价格易受天气、生物能源产业政策等因素的影响；同时玉米、豆粕作为全球农产品期货的主要品种，又具有一定的金融衍生性，易受各类投资或投机资金变化

的影响；因此，玉米和豆粕价格变化较为频繁，且在一定时间内具有较大的波动性。公司具有强大的信息收集和分析能力，可以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量。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，豆粕、花生粕、蛋氨酸等占采购成本较高的原料，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。鉴于玉米、豆粕等原料价格具有一定的波动性，为了最大限度的控制原料成本带来的风险，公司坚持保持不超过两个月生产所用的原料库存。

从采购集中度看，公司采购的主要原料均来自国内供应商，部分原料依赖国外进口。其中，占原料成本比重最高的玉米采购的 80%来自农民直接供应；其余 20%来自东北、河北、山东的各地粮库，由于粮库较小又比较分散，所占比例均不超过 5%，玉米采购对供应商的依赖程度较小。公司与采购集中度较高的原料供应商均是长期战略合作伙伴，在数量供应、价格定位、结款周期、发货等方面享有优先权。其中豆粕主要采购于邦基三维油脂有限公司（约占 65%）；花生粕主要采购于益海嘉里粮油有限公司（约占 50%）；赖氨酸主要采购于长春大成实业集团有限公司（约占 80%）等，

总体上，公司饲料生产所需原料供应充足，集中采购及相关措施有利于原料采购价格的控制。

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。根据中国饲料工业协会、山东省饲料协会最新数据显示，2009 年公司饲料产品占山东市场的 46%，占全国市场的 7.2%。

从生产流程看，公司饲料生产设备主要包括粉碎机、制料机、混合机、熟化机、锅炉等，公司所属饲料企业均建有标准化生产车间，主要生产企业全套引进了世界一流的自动化生

产设备，生产过程由电脑自动调控，可以保障终端产品能够真实反映配方的技术水平。

从生产能力看，截至 2009 年底，公司共有饲料生产企业 127 家，覆盖预混料事业部和胶东片区、鲁中片区、鲁南片区、鲁西南片区、鲁西北片区、滨州片区、豫南片区、豫北片区、东北片区等。公司近三年产能逐年大幅增长，截至 2009 年底已达 1514 万吨/年，在国内位居前列。

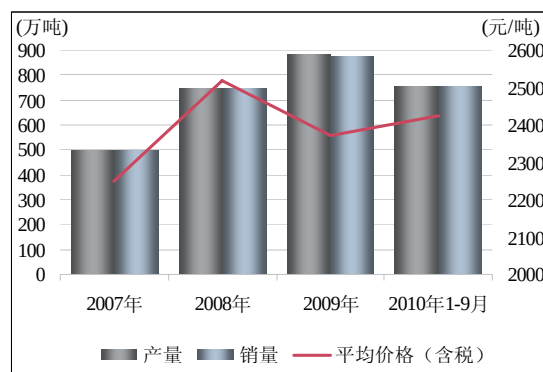
表 5 生产能力变化及配套情况

年份	产能 (万吨/年)	配套情况
2007	853	新增饲料厂 13 家，新增产能 155 万吨，固定资产投资 4902 万元。
2008	1152	新增饲料厂 25 家，增加产能 299 万吨，固定资产投资 1.66 亿元。
2009	1514	新增饲料厂 35 家，增加产能 378 万吨，固定资产投资 2.19 亿元。

资料来源：公司提供

从产销和售价看，随着新产能的建设，公司饲料产量逐年快速提高，2007~2009 年，公司饲料产量分别为 497 万吨、750 万吨和 879 万吨，三年年均增长率为 32.99%；产销率分别为 99.80%、99.73%和 99.77%。销售价格方面，2007~2009 年，公司饲料销售价格随着玉米、豆粕等原料价格的波动而波动，2009 年饲料销售均价为 2373 元/吨，较 2008 年略有下降。

图 7 近年公司饲料产销量和价格变化



资料来源：公司提供

从饲料产品的结构来看，公司的饲料产品以禽料为主，近年来占比都在 75%以上。2009

年，公司销售禽料 681 万吨，占比为 77.65%；2010 年 1~9 月，公司销售禽料 571 万吨，占比保持稳定。由于 2007 年~2008 年中猪肉价格出现大幅上涨，养殖户补栏积极性高涨，带来饲料消费的旺盛，使得公司 2008 年猪饲料的销售均价大幅增长至 3366 元/吨，毛利率为

6.86%；2009 年，因国家干预，生猪收购价格呈现快速回落态势；2010 年前 3 季度，因多地出现严重洪涝灾害天气，家禽畜存栏数量减少，随着养殖户补栏积极性提高，饲料价格和毛利率均有所回升。

表 6 公司饲料分类销量、价格和毛利率

分类	2007 年			2008 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	408	2166	3.85	556	2466	5.92
猪饲料	68	2781	6.08	111	3366	6.86
其他	20	2941	5.66	81	3153	7.02
合计	496	--	4.02	748	--	6.13

分类	2009 年			2010 年 1-9 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	681	2308	3.69	571	2619	4.68
猪饲料	168	2990	4.48	139	3307	5.47
其他	28	2778	5.79	43	2997	5.01
合计	877	--	3.86	753	--	4.86

资料来源：公司提供

总体看，公司饲料生产基地覆盖广，生产流程先进，生产规模大，市场占有率较高。

饲料销售

公司饲料产品销售全部由下属饲料生产企业负责，由于饲料总体上属于附加值较低的产品，考虑到运输因素，饲料产品销售存在一定的区域限制。因此在产品定价上，公司基本是按照原料价格进行成本核算，由各地销售部门提出定价建议，再经过饲料生产企业内部各级审核后，报地区主管负责人审批，同意后即可执行。近年，公司饲料产品的实际售价受原料价格影响，存在一定的波动。因饲料行业利润低、销售量大，公司为控制风险，饲料产品的货款全部以现金结算，不存在赊销情况。

由于公司所属饲料生产企业地域分布比较分散，各企业的销售活动存在一定的差异性，但销售模式主要包括通过经销商经销和直销两种，其中又以经销商销售为主（占 80%左右）。随着近年来规模化养殖比例的提高，未来公司将加大直接销售的比例，通过与规模化养殖基地建立长期合作关系来实现产品的销

售，并提供兽药、咨询等相关服务，增加产品综合竞争力，以获得稳定的长期客户。

目前，公司正在积极延伸饲料—养殖—屠宰加工产业链条，自身的养殖业务也消耗了一定量的饲料产品，目前自用的饲料规模约为总销量的三分之一。虽然存在一定的关联交易，但销售均为市场化运营模式，产品定价和付款上均与集团外企业相同。

总体上，公司饲料产品销售由生产企业自主进行，但销售模式基本一致；公司既定销售政策的执行保证了货款的迅速回收和利润稳定性。

2. 非饲料业务

(1) 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。2009 年，公司养殖业务实现营业收入 5.08 亿元，三年年均增长 22.04%；2010 年 1~9 月，公司养殖业务实现营业收入 7.46 亿元。

表 7 2009 年公司养殖业务运营情况

分类	产能	存量
种鸡	200 万只	120 万只
种鸭	12500 单元	9000 单元
种猪	15000 头	9000 头
商品鸡	22 个养殖厂，每厂 10—15 万支规模	

资料来源：公司提供

公司自身建设的养殖场推行商品鸡的标准化养殖，从源头保障鸡肉品质。公司养殖系统有一整套的管理制度、技术规程、操作标准，采用德国进口设备及少部分国产优质设备，有先进的饲喂系统、湿帘降温，暖风炉供暖，自动水线料线等先进设备。2001 年以来，公司已投建 17 个存栏 10 万只的标准化商品鸡场，成为带动山东省标准化养殖业的试验场和示范场。2009 年，六和集团标准化养殖模式在省外各地也得到快速推广，在河南、河北、江苏及东北三省等均得到很好复制。2009 年，公司商品鸡场年出栏总量 880 万只，达到 42 天出栏，料肉比仅为 1.85，平均体重达到 2.3Kg，成活率均在 95%以上。

农户饲养模式为：公司统一提供饲料、药品和相关服务，农户按照公司要求的标准进行饲养，禽畜成年后由公司统一收购。销售后形成的利润，由公司与农户按照比例进行分配。由于公司与农户合作的时间较长，公司对农户的分配较为合理，因此公司经营模式比较稳定。

依托产业链一体化经营优势，公司在冷藏厂、饲料厂周围 30~50 公里范围内，以“三位一体”模式帮助农民建设养殖基地，即饲料板块负责培育养殖基地，供应饲料；养殖板块供应优质种苗；食品板块收购产品，开拓终端市场。三方还联合推行“保值合同”或“保底合同”政策，大大降低了农民的养殖风险。公司还按饲养规模给予无息贷款，帮助建设标准化棚舍，并成立担保公司，为养殖户提供担保贷款服务。截至 2009 年底，公司 7 家养殖担保公司注册资金合计 1 亿元，可撬动银行资金 5~10 亿元。2009 年放贷及担保贷款总额 2 亿

元，扶持养殖户 1110 户，扶持养禽 1150 万只，养猪 8000 头。总体看，政府、金融、保险、养殖合作社、龙头企业、相关同行企业等，借助担保公司平台实现了联动共赢。

（2）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有青岛、临沂、滨州、莱芜、潍坊、泰安、聊城、德州、济宁、菏泽、烟台，其它的省市的有河南漯河、辽宁阜新、鞍山、江苏徐州、安徽淮北、河北邯郸、天津等地，其加工肉鸡、肉鸭能力达到 236 万只/天，居国内同行业首位。

2009 年，公司加工冷鲜（冻）肉 128.05 万吨，销售 125.81 万吨，产销率为 98.25%；实现营业收入 91.58 亿元，利润总额 1.02 亿元；毛利率为 3.68%，较 2008 年提高 0.53 个百分点。2010 年 1~9 月，公司肉食加工业务产销两旺，实现营业收入 92.74 亿元，利润总额 2.37 亿元。

表 8 公司屠宰业务运营情况（单位：万吨，%）

分类		2007 年	2008 年	2009 年	10 年 9 月
产 量	总数	70.33	108.00	128.05	109.11
	鸡	32.72	39.52	40.04	37.09
	鸭	35.44	64.23	82.95	69.79
	其他	2.17	4.25	5.06	2.23
销 量	总数	68.63	106.39	125.81	106.94
	鸡	31.88	38.44	39.35	36.47
	鸭	34.59	63.82	81.12	68.18
	其他	2.16	4.13	5.34	2.29
毛利率		5.77	3.15	3.68	4.58

资料来源：公司提供

六和肉食食品销售网络遍布全国，渠道众多，主要分为出口和内销，已成为快餐（肯德基、麦当劳等）、大型原料厂家（双汇、金锣等）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；市场覆盖面广、占有率高。

3. 经营效率

2007 年~2009 年，公司资产规模迅速增

长，总资产年均增长率为 33.31%；总资产周转次数三年加权平均值为 6.10 次，2009 年为 6.45 次。

产品销售方面，2007 年～2009 年公司营业收入年均增长 34.06%；存货周转次数三年加权平均值为 18.58 次，2009 年为 20.57 次；销售债权周转次数三年加权平均值 93.92 次，2009 年为 102.70 次。

各项经营指标表明，公司 2007 年～2009 年资产和收入规模增长迅速，对销售货款和存货的管理水平，以及总资产的利用效率均保持相对稳定，整体经营效率表现良好。

4. 未来发展

公司制定了 2010～2014 年的 5 年战略目标，拟在农牧业推进“可追溯、安全、高效的全产业链”建设，通过不断整合产业链上的各个环节，使公司不断提升在规模、成本、质量、品牌等方面的竞争力，以实现饲料销量超过 2000 万吨，饲料产品在国内饲料市场占有率超

过 10%的发展目标；实现肉食加工年产量突破 280 万吨，成为国内规模最大、效益最佳、品牌最具影响力的安全肉类食品供应商；熟食深加工产品年销售量达到 22 万吨，并在国内市场、出口市场两个方向均衡发展，输入新的品牌含义、树立新的品牌形象，从而占据国内一、二线城市的肉类高端消费市场。

为达到未来各业务板块的目标计划，未来 5 年公司将采取租赁、独资新建、合资合作、合资返租、并购等多种方式，选择合适的时机，在具有发展潜力的区域和市场扩大投资，保持公司快速、高效益的均衡发展。其中，2010 年计划投资 12 亿元，2011 年计划投资 15 亿元，2012 年至 2014 合计计划投资 56 亿元。从资金筹措看，公司将通过自有资金和债务融资为主。2010 年公司还计划通过发行短期融资券满足投资支出和运营资金的需要。综合分析，公司目前在建项目较多，投资规模较大，对外融资需求加大。

表 9 公司未来 5 年产能和投资计划

类别	2010 产能	2011 产能	2012 产能	2013 产能	2014 产能
饲料：					
预混料（万吨/年）	15	20.5	27.1	35.3	44.6
配合饲料（万吨/年）	1150	1350	1550	1750	2000
禽肉：					
鸡（万只/日）	80	90	100	110	120
鸭（万只/日）	120	150	190	230	260
熟食（万吨/年）	8	10	13	18	22
种畜禽养殖：					
鸡（父母代，万套）	3600	3750	3900	4050	4250
鸭（父母代，万单元）	1.4	1.8	2.4	3.2	4
估算当期投资（亿元）	12	15	18	18	20

资料来源：公司提供

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2007 年～2009 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 2010 年 9 月财务报表未经审计。

公司于 2009 年 1 月 1 日起开始执行财政部 2006 年颁布的《企业会计准则》及其补充规定，并按相关规定进行了追溯调整。

在合并报表口径方面，2007 年纳入合并范围的子公司 27 家；2008 年 51 家，较 2007 年新增 23 家；2009 年 64 家，较 2008 年新增 13 家，新增企业数量较多，主要是饲料及其产业

链相关生产企业，业务经营模式无重大变化，公司三年财务数据的连续可比性较强。

截至 2009 年底，公司（合并）资产总额 555479.28 万元，所有者权益（含少数股东权益）为 258818.13 万元；2009 年，公司实现营业收入 3156445.13 万元，利润总额 72072.99 万元。

截至 2010 年 9 月底，公司（合并）资产总额 702056.09 万元，所有者权益（含少数股东权益）合计 309237.44 万元；2010 年 1~9 月，公司实现营业收入 2945276.67 万元，利润总额 74640.67 万元。

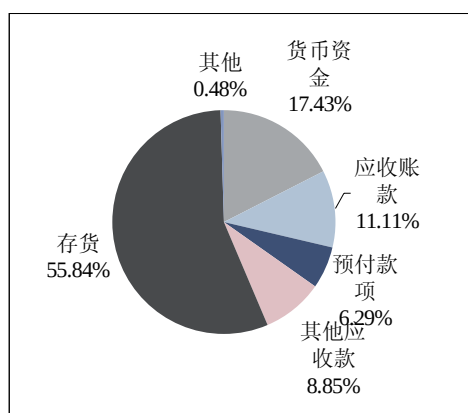
2. 资产构成

2007~2009 年，公司资产规模快速增长，主要是由于合并范围的增加以及债务性资本的增长所致。截至 2009 年底，公司资产总额 555479.28 万元，资产结构保持稳定，流动资产和非流动资产分别占 59.37%和 40.63%。

流动资产

截至 2009 年底，公司流动资产 329777.93 万元，较期初增长 38.28%，主要是存货增长所致。流动资产构成主要以货币资金（占 17.43%）、应收账款（占 11.11%）、预付款项（占 6.29%）、其他应收款（占 8.85%）和存货（占 55.84%）为主（见图 8），存货占比较大。

图 8 公司 2009 年底流动资产构成情况



资料来源：公司提供

截至 2009 年底，公司货币资金 57469.76

万元，其中银行存款占 58.09%，其他类现金占 37.50%（主要是信用证及应付票据保证金）。

截至 2009 年底，公司应收账款 36645.38 万元，主要是应收货物款。从账龄结构看，1 年以内的占 68.57%，1 年以上的占 0.88%；个别认定的占 0.63%，下属担保公司对养殖户放款形成的款项占 29.92%，已按照 5%计提了减值准备；欠款数额较大的前 5 位客户占应收账款总额的 27.55%，集中度较低。

截至 2009 年底，公司预付款项 20742.42 万元，主要是给长春大合生物技术公司和邦基正大（天津）蛋白饲料科技有限公司等的预付原料款，与去年相比增幅不大，全部在 1 年以内。

截至 2009 年底，公司其他应收款 29196.09 万元，主要是往来款和土地保证金，其中应收四川南方希望实业有限公司等的股东关联方欠款占 5.10%。从账龄结构看，账龄较短，2 年以内的欠款占 98.11%，公司计提了坏账准备；欠款数额较大的前 5 位客户占其他应收款总额的 24.99%，集中度较低。

截至 2009 年底，公司存货 184152.36 万元，较期初大幅增长了 72.19%，增长原因是下属饲料公司增加规模及备料所致；存货主要是玉米、豆粕等原料以及饲料成品，原材料和库存商品分别占存货总额的 59.48%和 35.83%，公司对库存商品计提了存货跌价准备；其他存货主要为包装物、低值易耗品、消耗性生物资产、周转材料、在产品和自制半成品。公司对在产品 and 产成品没有计提跌价准备。

非流动资产

截至 2009 年底，公司非流动资产 225701.34 万元，较期初增长 21.77%，主要是固定资产增加所致。非流动资产构成主要以长期股权投资（占 7.64%）、固定资产（占 64.68%）、在建工程（占 6.77%）、无形资产（占 7.72%）和商誉（占 6.16%）为主。

截至 2009 年底，公司长期股权投资 17248.92 万元，为对 18 家企业的股权投资，

较期初增长 44.20%，主要是增加了联营企业数量。

截至 2009 年底，公司固定资产 145976.49 万元，较期初增长 29.42%，主要是由于合并范围的增加、正常生产经营所需设备购买及在建工程转入所致。公司固定资产构成主要以房屋建筑物（占 50.36%）和专用设备（占 32.67%）为主。2009 年底公司对固定资产计提累计折旧 14508.51 万元，成新率为 74.45%，固定资产质量较高。

截至 2009 年底，公司在建工程 15277.90 万元，主要为饮料公司改扩建、冷藏公司改扩建、养殖公司改扩建三个工程的在建实施，分别占 27.40%、36.70%和 35.90%。

截至 2009 年底，公司无形资产 17435.35 万元，较期初增长了 20.95%，原因是合并范围增加所致，无形资产主要是土地使用权、商标使用权、饮料配方软件、ERP 项目软件等，其中土地使用权占 97.31%。

截至 2010 年 9 月底，公司资产构成基本稳定，流动资产占 59.80%，非流动资产占 40.20%，变动较大的科目有货币资金和预付款项。2010 年 9 月底，公司货币资金 138384.84 万元，较 2009 年底增长 40.80%，主要是短期借款大幅增加所致。2010 年 9 月底，公司预付款项 52791.05 万元，较 2009 年底增长 54.51%，主要是预付的原料采购款及产能扩张所需的机器设备款。

总体看，近三年，公司对外投资增加导致资产规模快速增长，资产结构合理且构成基本稳定，整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

截至 2009 年底，公司所有者权益合计 258818.13 万元，主要包括实收资本（占比 20.09%）、资本公积（占比 0.65%）、未分配利润（占比 47.53%）以及少数股东权益（占比 29.50%）。

2007～2009 年，公司未分配利润快速增

长，占所有者权益比例也逐步增高，主要为近三年公司合并范围增加和经营规模扩大所致。

截至 2009 年底，公司未分配利润 12.30 亿元，公司近期无利润分配计划。

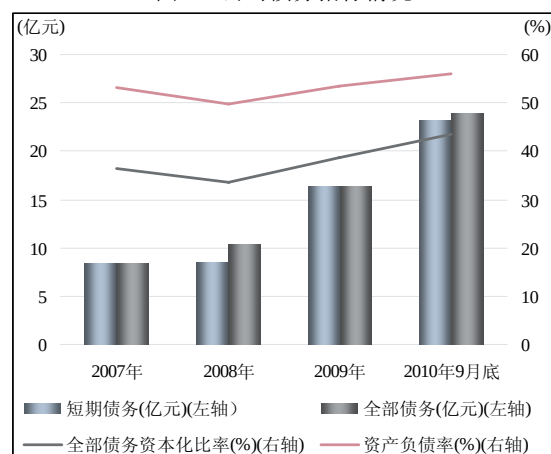
2010 年 9 月底，公司所有者权益 30.92 亿元，较上年底增长 19.47%，主要源于未分配利润及少数股东权益的增长，权益构成总体未发生实质性变化。

综合看，近几年公司所有者权益规模稳步增长，其中未分配利润占比较大，稳定性一般。

截至 2009 年底，公司负债合计 296661.15 万元，较期初增长 41.15%，其增速高于同期资产总额的增速，主要是由于公司不断扩大经营规模和扩张产能，公司债务规模增长迅速。在负债结构方面，流动负债占比 98.96%，非流动负债占比 1.04%，负债结构有待改善。

截至 2009 年底，公司流动负债 293586.90 万元，以短期借款（占 46.12%）、应付账款（占 27.01%）和其他应付款（占 14.71%）为主。截至 2009 年底，公司短期借款 135390.32 万元，较期初增长 101.77%，增长原因是正常生产经营所需资金增加及对外投资增加所致，主要以信用和担保两种方式筹资。截至 2009 年底，公司应付账款 79299.83 万元，主要为应付货款，较期初增长 66.04%，主要是公司原材料采购量的增加及公司延长货款支付期限所致。截至 2009 年底，公司其他应付款 43173.29 万元，主要是押金和往来款。

图 9 公司债务指标情况



资料来源：公司提供

2007~2009年,公司负债水平和全部债务资本化比率呈波动上升趋势,2009年底资产负债率为53.41%,全部债务资本化比率为38.80%;由于公司2009年将有息债务集中于短期债务,公司长期债务资本化比率仅为0.38%。

截至2010年9月底,公司负债总额392818.65万元,较2009年底增长32.41%(主要为短期借款增加所致),其中流动负债和非流动负债分别占97.58%和2.42%;公司全部债务238754.63万元,其中短期债务和长期债务分别占97.13%和2.87%。

2010年9月底,公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为55.95%、2.17%和43.57%。公司债务负担与2009年底相比有所加重。

总体看,公司债务水平适中,债务负担正常;但短期债务占有息债务比重较大。

4. 盈利能力

2007~2009年,公司营业收入规模增长较快,主要是扩张带来的销售规模扩大所致。2009年公司实现营业收入3156445.13万元,利润总额72072.99万元。从其构成来看,公司营业收入仍以饲料为主,历年占比均在60%以上,饲料中附加值最高的预混料虽然在营业收入占比仅1~2%,但对公司利润的贡献高达25%以上。

公司销售费用和管理费用近年较快增长,但仍低于营业收入的增长幅度,规模经济效应逐步显现。投资收益、营业外收入等非经常性损益对公司利润的贡献程度小;公司利润主要来源于饲料等主营业务。

从盈利指标看,受原材料成本波动较大影响,近三年公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均呈波动下降趋势,2009年指标值分别为5.11%、15.51%和22.35%。

2010年3季度以来,肉食价格大幅上涨,肉类价格的走强也带动了公司养殖、饲料业务

业绩的回暖。2010年1~9月,公司营业利润率为5.18%,较2009年略上升0.07个百分点。

总体看,受行业特点限制以及原料价格波动影响,公司盈利能力一般。

5. 偿债能力

从短期偿债指标看,2007~2009年,公司流动比率和速动比率指标略有波动,三年平均值分别为118.22%和56.83%,2009年分别为112.33%和49.60%;2010年9月底,流动比率和速动比率分别为109.52%和61.92%。因公司存货规模大,公司速动比率较低。2007~2009年,因公司经营活动产生的现金净额波动较大,同时短期债务总额快速增长,公司经营现金流动负债比大幅下降,2009年为2.90%,经营性净现金流对流动负债的保障能力较弱。但考虑到公司流动资产运营效率高,资金周转速度快,经营获现能力强,公司短期偿债能力强。

从长期偿债指标看,2007~2009年,公司EBITDA呈波动上升趋势;随着有息债务规模持续增加,利息支出加大,EBITDA利息倍数明显下降,由2007年的20.08倍下降至2009年的13.44倍;全部债务/EBITDA由1.28倍增至1.58倍,公司对全部债务的保障程度很高,整体偿债能力较强。

截至2010年9月底,公司累计获得的授信总额为53.65亿元,已使用额度18.6亿元,未使用额度为35.05亿元(不含信托贷款、委托贷款,美元授信及贷款已折换成人民币),公司间接融资渠道畅通。

截至2010年9月底,公司无对外担保和重大未决诉讼。

七、综合评价

农牧业是国民经济中不可或缺的重要基础行业,中国的人口基数决定了肉食、禽蛋、乳品等庞大的消费规模,特别是规模化养殖比重在食品安全等因素影响下处于逐步提高状

态，这一市场环境决定了中国农牧产业链（饲料—养殖—屠宰加工）长期向好的发展前景。

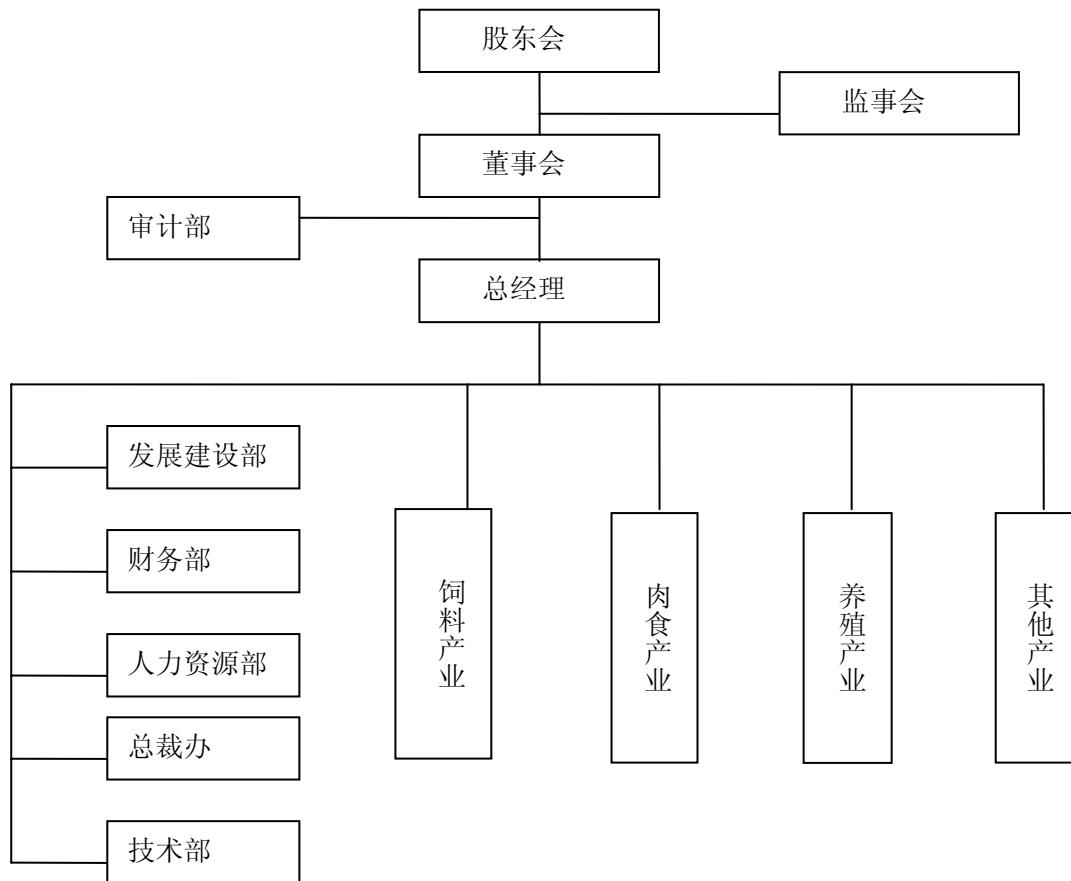
公司是国内规模最大的饲料生产企业之一，在生产能力、产品结构、技术水平、品牌影响力、区域市场占有率等方面竞争优势明显。

目前公司资产结构合理且构成基本稳定，整体资产质量较好；债务水平适中，但短期债务占有息债务比重较大。受行业特点限制以及原料价格波动影响，公司主营业务利润率较低。

随着公司饲料产能的迅速扩大，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，盈利能力有望提升。

总体看，公司主体信用风险低。

附件 1 公司组织机构图



附件 2 2007~2008 年合并资产负债表

(单位: 人民币万元)

资产	2007 年	2008 年	负债及所有者权益	2007 年	2008 年
流动资产			流动负债		
货币资金	38566.31	62241.93	短期借款	75200.00	67100.00
短期投资			应付票据	9000.00	13400.00
应收票据	264.41	685.15	应付账款	44603.89	46226.38
应收股利		459.54	预收账款	6121.11	10965.42
应收利息			应付工资	192.91	621.87
应收账款	21248.52	22721.10	应付福利费	2297.30	2213.39
其他应收款	22169.75	24058.07	应付利润(股利)	322.19	200.00
应收账款净额	43418.27	46779.17	应交税金	-2221.08	-48.92
预付账款	10331.06	18766.85	其他未交款	12.64	34.95
应收出口退税			其他应付款	29872.95	39641.95
存货	108794.35	116307.76	预提费用	309.75	263.47
存货净额	108794.35	116307.76	预计负债		
待摊费用	598.28	959.54	一年内到期的长期 负债	0.00	4500.00
其他流动资产			其他流动负债	-	-
流动资产合计	201972.67	246199.94	流动负债合计	165711.65	185118.50
长期投资			长期负债		
长期股权投资	9267.82	12254.21	长期借款		19000.00
长期债权投资			应付债券		
长期投资合计	9267.82	12254.21	长期应付款	322.14	1039.66
加: 合并价差	6018.25	5084.50	专项应付款		
长期投资净额	15286.06	17338.71	其他长期负债		
固定资产			长期负债合计	322.14	20039.66
固定资产原值	116207.12	166252.40	递延税项		
减: 累计折旧	28318.88	38078.85	递延税项贷款		22.41
固定资产净值	87888.24	128173.55	负债合计	166067.40	205180.58
固定资产净值 减值准备	48.83	138.83	少数股东权益	37262.90	58684.40
固定资产净额	87839.41	128034.72	所有者权益		
在建工程	4827.34	17655.40	实收资本	52000.00	52000.00
固定资产合计	92666.74	145690.12	资本公积	2611.13	2602.96
无形资产及其他 资产			盈余公积	17842.77	29378.83
无形资产	195.63	437.33	其中: 法定公 益金		
长期待摊费用	2424.32	2624.08	未分配利润	37682.65	65173.06
无形资产及其 他资产合计	2619.96	3061.40	未确认的投资损失 (以“-”号填列)		-729.65
递延税项			外币报表折算差额		
递延税项借项			所有者权益合计	109215.14	148425.20
资产总计	312545.43	412290.17	负债及所有者权益合计	312545.43	412290.17

附件 3 2007~2008 年合并利润表

(单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年
一、主营业务收入	1756317.46	2887322.02
减: 主营业务成本	1643570.09	2731354.49
主营业务税金及附加	73.22	333.13
加: 代购代销收入		
二、主营业务利润	112674.15	155634.41
加: 其他业务利润	2340.34	3076.90
减: 营业费用	23721.81	32383.10
管理费用	26047.58	37909.74
财务费用	3216.07	6677.66
其他		
三、营业利润	62029.04	81740.80
加: 投资收益	-421.84	2375.44
补贴收入	823.71	1537.98
营业外收入	862.09	1746.42
其他		
减: 营业外支出	1023.57	2182.05
其他支出		
加: 以前年度调整		
四、利润总额	62269.43	85218.59
减: 所得税	6992.04	17623.21
减: 少数股东损益	11740.04	15172.09
加: 未确认的投资损失	479.50	-191.77
五、净利润	44016.85	52231.52

附件 4-1 2009 年及 2010 年 9 月底合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资产	2009 年期初数	2009 年期末数	2010 年 9 月底
流动资产：			
货币资金	62752.55	57469.76	138384.84
交易性金融资产			35.25
应收票据	685.15	215.00	157.52
应收账款	23924.19	36645.38	35175.10
预付款项	18514.86	20742.42	52791.05
应收利息			0.00
应收股利	421.41	488.54	0.00
其他应收款	24234.04	29196.09	10396.84
存货	106946.96	184152.36	182478.38
一年内到期的非流动资产			0.00
其他流动资产	1003.02	868.39	400.34
流动资产合计	238482.18	329777.93	419819.31
非流动资产：			
可供出售金融资产			
持有至到期投资			
长期应收款			
长期股权投资	11962.14	17248.92	14681.32
投资性房地产			0.00
固定资产	112796.12	145976.49	194905.74
生产性生物资产	11988.79	12595.95	16298.55
在建工程	16606.94	15277.90	14680.42
无形资产	14415.20	17435.35	24420.10
开发支出			0.00
商誉	13896.61	13896.61	13896.61
长期待摊费用	2653.32	2564.49	2673.70
递延所得税资产	1033.84	705.64	680.33
其他非流动资产			0.00
非流动资产合计	185352.96	225701.34	282236.78
资产总计	423835.14	555479.28	702056.09

附件 4-2 2009 年及 2010 年 9 月底合并资产负债表（负债与所有者权益）
 （单位：人民币万元）

负债和所有者权益（或股东权益）	2009 年期初数	2009 年期末数	2010 年 9 月底
流动负债：			
短期借款	67100.00	135390.33	208408.63
交易性金融负债			0.00
应付票据	13400.00	24200.00	23500.00
应付账款	47758.75	79299.83	80517.29
预收款项	10908.93	11387.92	18290.54
应付职工薪酬	7515.64	5650.95	19483.08
应交税费	30.36	-9179.84	-7680.45
应付利息			0.00
应付股利	200.00		142.17
其他应付款	38094.00	43173.29	39827.54
一年内到期的非流动负债	4500.00	3500.00	0.00
其他流动负债	364.87	164.42	834.92
流动负债合计	189872.56	293586.90	383323.72
非流动负债：			
长期借款	19235.00	1000.00	6846.00
应付债券			0.00
长期应付款	991.53	1089.04	42.40
专项应付款	48.14	974.00	1040.25
预计负债	0.00	0.00	0.00
递延所得税负债	22.41	11.21	0.00
其他非流动负债			1566.28
非流动负债合计	20297.08	3074.25	9494.93
负债合计	210169.64	296661.15	392818.65
所有者权益（或股东权益）：	0.00	0.00	0.00
实收资本（或股本）	52000.00	52000.00	52000.00
资本公积	1220.37	1691.22	1691.22
减：库存股			0.00
盈余公积	4061.45	5797.44	5797.44
未分配利润	97437.59	123014.18	156667.26
外币报表折算差额	-65.09	-34.35	-34.35
归属于母公司所有者权益合计	154654.32	182468.49	216121.57
少数股东权益	59011.18	76349.64	93115.87
所有者权益（或股东权益）合计	213665.50	258818.13	309237.44
负债和所有者权益（或股东权益） 总计	423835.14	555479.28	702056.09

附件 5 2009 年及 2010 年 1-9 月合并利润表

(单位：人民币万元)

项 目	2009 年上年数	2009 年本年数	2010 年 1-9 月
一、营业收入	2913406.64	3156445.13	2945276.67
减：营业成本	2755115.69	2994558.87	2792364.20
营业税金及附加	387.60	434.88	316.01
销售费用	32404.18	39658.51	36608.78
管理费用	36509.20	42425.43	39805.40
财务费用	6622.21	7900.48	8916.38
资产减值损失	1232.46	1702.79	464.36
加：公允价值变动收益（损失以“－”号填列）			0.00
投资收益（损失以“－”号填列）	3490.97	1700.47	2162.80
其中：对联营企业和合营企业的投资收益			
汇兑收益（损益以“－”号添列）			
二、营业利润（亏损以“－”号填列）	84626.27	71464.64	68964.36
加：营业外收入	4810.87	2475.66	8328.02
减：营业外支出	2173.61	1867.31	2651.70
其中：非流动资产处置损失			
三、利润总额（亏损总额以“－”号填列）	87263.53	72072.99	74640.67
减：所得税费用	17398.16	14227.63	11602.65
四、净利润（净亏损以“－”号填列）	69865.38	57845.36	63038.02
其中：归属于母公司所有者的净利润	54941.20	42992.03	46271.78
少数股东损益	14924.17	14853.33	16766.23

附件 6 2007~2009 年及 2010 年 1-9 月合并现金流量表
 (单位: 人民币万元)

项 目	2007 年	2008 年	2009 年上年	2009 年	10 年 1-9 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	1844978.93	2990999.47	2993814.34	3245647.99	2973707.05
收到的税费返还		714.61	714.61	421.47	68.24
收到其他与经营活动有关的现金	8158.63	4335.62	4394.49	5325.69	17124.04
经营活动现金流入小计	1853137.57	2996049.70	2998923.44	3251395.16	2990899.33
购买商品、接受劳务支付的现金	1744819.79	2787920.43	2789800.06	3070349.90	2822221.39
支付给职工以及为职工支付的现金	52012.80	86002.00	86655.78	102212.78	87517.97
支付的各项税费	11016.16	18077.91	18113.54	25788.87	21415.18
支付其他与经营活动有关的现金	23084.10	28845.04	28845.04	44529.36	9400.30
经营活动现金流出小计	1830932.85	2920845.38	2923414.42	3242880.91	2940554.85
经营活动产生的现金流量净额	22204.72	75204.32	75509.02	8514.24	50344.49
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金		1666.67	1666.67	977.17	288.24
取得投资收益收到的现金		2725.51	2725.51	1993.79	2110.49
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	573.80	606.12	599.58	553.18	531.01
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	573.80	4998.30	4991.76	3524.14	2929.74
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	23350.64	55391.82	55411.68	40792.97	29335.45
投资支付的现金	2273.34	3457.27	3457.27	5301.02	1297.07
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额		199.26	199.26		0.00
支付其他与投资活动有关的现金					0.00
投资活动现金流出小计	25623.98	59048.35	59068.21	46093.99	30632.52
投资活动产生的现金流量净额	-25050.18	-54050.05	-54076.45	-42569.86	-27702.78
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	2059.81	12091.81	12091.81	9631.00	9105.50
取得借款收到的现金	72750.00	131300.00	131300.00	197655.33	238023.30
收到其他与筹资活动有关的现金					0.00
筹资活动现金流入小计	74809.81	143391.81	143391.81	207286.33	247128.80
偿还债务支付的现金	39429.00	115900.00	115900.00	148600.00	162658.99
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	10739.04	24470.46	24470.46	29913.50	26196.43
支付其他与筹资活动有关的现金		500.00	500.00		0.00
筹资活动现金流出小计	50168.04	140870.46	140870.46	178513.50	188855.43
筹资活动产生的现金流量净额	24641.77	2521.35	2521.35	28772.82	58273.37
四、汇率变动对现金的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	21796.30	23675.62	23953.92	-5282.79	80915.09
加: 期初现金及现金等价物余额	16770.00	38566.31	38798.63	62752.55	57469.76
六、期末现金及现金等价物余额	38566.31	62241.93	62752.55	57469.76	138384.84

附件 7 主要计算指标

项 目	2007 年	2008 年	2008 年 调整	2009 年	平均值	2010 年 9 月
经营效率						
销售债权周转次数(次)	81.64	128.56	126.33	102.70	105.58	--
存货周转次数(次)	15.11	24.27	25.54	20.57	20.97	--
总资产周转次数(次)	5.62	7.97	7.91	6.45	6.72	--
现金收入比(%)	105.05	103.59	102.76	102.83	103.25	100.97
盈利能力						
主营业务利润率(营业利润率)(%)	6.42	5.39	5.42	5.11	5.47	5.18
总资本收益率(%)	20.51	18.86	24.00	15.51	19.06	--
净资产收益率(%)	30.05	25.22	32.70	22.35	27.00	--
财务构成						
长期债务资本化比率(%)	0.00	8.40	8.26	0.38	2.67	2.17
全部债务资本化比率(%)	36.50	33.43	32.79	38.80	36.54	43.57
资产负债率(%)	53.13	49.77	49.59	53.41	52.21	55.95
偿债能力						
流动比率(%)	121.88	133.00	125.60	112.33	118.22	109.52
速动比率(%)	56.23	70.17	69.28	49.60	56.83	61.92
经营现金流动负债比(%)	13.40	40.62	39.77	2.90	16.06	--
EBITDA 利息倍数(倍)	20.08	16.22	16.54	13.44	15.70	--
全部债务/EBITDA(倍)	1.28	1.00	0.98	1.58	1.34	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.03	0.20	0.21	-0.21	-0.05	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.87	3.28	3.33	-4.40	-1.38	--

注：公司从 2009 年开始执行《企业会计准则（2006）》。2008 年调整数根据 2009 年期初数计算，平均值根据 2007 年数、2008 年调整数和 2009 年数计算；2010 年 9 月数据未经审计。

附件 8 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
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

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
 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
 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 9 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

联合资信评估有限公司关于 山东六和集团有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在山东六和集团有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

山东六和集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。山东六和集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注山东六和集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现山东六和集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如山东六和集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至山东六和集团有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如山东六和集团有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送山东六和集团有限公司、主管部门、交易机构等。

