

新希望六和股份有限公司

2009 年 8 亿元公司债券

2014 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与发行主体构成委托关系外，本评级机构与受评级机构不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的利害关系。本次评级事项所涉及的评审委员会委员及评级人员亦不存在足以影响评级行为独立、客观、公正的情形。

本评级机构及评级人员遵循勤勉尽责和诚实信用原则，根据中国现行的有关法律、法规及监管部门的有关规定等，依据本评级机构信用评级标准和工作程序，对涉及本次评级的有关事实和资料进行审查和分析，并作出独立判断。本信用评级报告中所引用的有关资料主要由受评级机构提供，本评级机构并不保证引用资料的真实性、准确性和完整性。

本评级机构保证所出具的评级报告遵循了独立、客观、公正的原则，未因受评级机构和其他任何组织或者个人的任何影响改变评级意见。

本信用评级报告及评级结论仅用于相关决策参考，不是对投资者买卖或持有、放弃持有被评债券的建议。

被评债券信用等级有效期与被评债券的存续期一致。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评债券存续期间变更信用等级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评债券信用等级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO., LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

新希望六和股份有限公司

2009 年 8 亿元公司债券 2014 年跟踪信用评级报告

本次跟踪评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA+

评级展望：稳定

增信方式：第三方担保、质押担保

债券剩余规模：8 亿元

债券到期日：2014 年 11 月 25 日

评级日期：2014 年 06 月 13 日

上次信用评级结果：

本期债券信用等级：AA+

主体长期信用等级：AA+

评级展望：稳定

增信方式：第三方担保、质押担保

债券剩余规模：8 亿元

评级日期：2013 年 06 月 27 日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对新希望六和股份有限公司（以下简称“新希望”或“公司”）及其2009年11月25日发行的8亿元公司债券（以下简称“本期债券”）的2014年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA+，发行主体长期信用等级维持为AA+，评级展望维持为稳定。

主要财务指标：

项目	2013 年	2012 年	2011 年
总资产（万元）	2,953,511.33	2,469,880.08	2,168,951.28
归属于母公司所有者权益（万元）	1,302,095.18	1,124,305.32	958,508.86
有息负债（万元）	851,699.92	650,588.07	544,615.65
资产负债率	43.23%	41.34%	42.98%
营业收入（万元）	6,939,524.79	7,323,832.64	7,164,004.72
投资收益（万元）	213,523.55	181,121.93	170,328.19
营业利润（万元）	282,028.27	244,917.83	357,585.66
利润总额（万元）	280,980.14	247,497.51	362,183.91
综合毛利率	5.88%	5.36%	7.11%
总资产回报率	12.07%	12.41%	19.52%
EBITDA（万元）	409,140.82	364,363.76	463,489.30
EBITDA 利息保障倍数	8.82	9.02	12.95
经营活动现金流净额（万元）	158,364.08	205,197.36	212,200.55

资料来源：公司审计报告

正面：

- 公司在国内外持续投资生产项目，未来业务规模将进一步提高；
- 跟踪期间，中国民生银行股份有限公司业绩较好，公司长期股权投资收益可观；
- 担保方新希望集团经营状况基本正常，同时南方希望为本期债券质押的民生银行股票价值高于本期债券应偿还本息余额，均对本期债券提供了进一步保障。

关注：

- 受禽流感等食品及公共卫生安全事件的影响，禽饲料需求大幅下滑；受此影响，2013年公司饲料产能利用率和销售收入均有所下滑；
- 公司屠宰及肉制品业务和养殖业务毛利率偏低，盈利能力较弱；
- 公司在华东和华中地区存在一定的集中度风险；近年来在国内外持续投资设厂或扩大产能，业务规模将进一步提高，同时可降低单一地区风险对公司整体经营业绩的影响，但相关项目是否能够达到预期效益存在不确定性；
- 公司持续面临食品卫生安全等方面的风险，同时随着在国外投资生产项目的增加，还将面临一定的汇率和境外经营风险；
- 公司有息债务进一步攀升，短期债务占比过高，债务结构不够合理，面临一定的即期偿付压力。

分析师

姓名：雷巧庭 王一峰

电话：0755-82872806

邮箱：leiqt@pyrating.cn

一、本期债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2009]747号”文核准，公司于2009年11月25日公开发行8亿元公司债券，票面利率为6.10%。

本期债券期限为5年，利息每年支付一次，到期支付本金及最后一期利息。跟踪期内，公司于2013年11月18日支付了4,880万元的利息，期末本金余额仍为8亿元。本期债券将于2014年11月25日到期，届时公司将支付最后一期的利息4,880万元及本金8亿元。

截至2014年4月底，公司实际运用募集资金归还银行贷款5.9亿元，补充流动资金1.93亿元，募集资金已全部用完。

二、发行主体概况

跟踪期间，公司注册资本无变化。截至2013年底，公司前两大股东分别为南方希望实业有限公司和新希望集团有限公司，持股比例分别为23.24%和21.89%。2013年公司新增合并子公司31家，减少合并子公司9家。截至2013年底，公司拥有直接或间接控制的子公司共429家。

截至2013年底，公司资产总额295.35亿元，归属于母公司所有者权益合计130.21亿元，资产负债率43.23%。2013年度，公司实现营业收入693.95亿元，利润总额28.10亿元，经营活动现金流量净额15.84亿元。

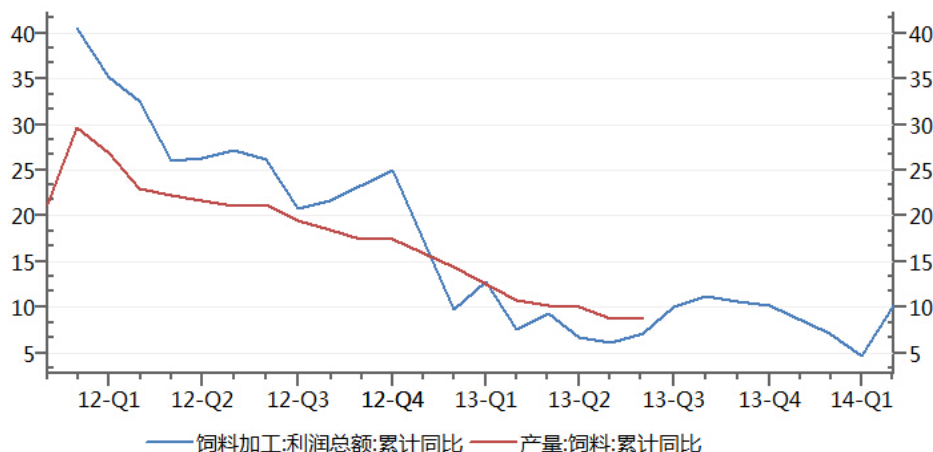
三、运营环境

饲料行业发展速度变慢，饲料产量和行业利润的增速均持续下滑

饲料行业进入门槛较低，产品趋于同质化，市场竞争激烈。现阶段，我国饲料行业处于相对成熟期，随着养殖、肉类消费等下游产业发展速度的放慢，饲料行业的增长速度也逐年下降。同时我国大部分饲料企业属于小型企业，存在产能相对过剩、技术水平和管理水平较低、市场竞争无序等现象，导致行业利润率偏低。

从下图可以看出，2012年到2014年1季度，我国饲料加工行业的利润总额及饲料产量的累计同比增长率均处于明显的下滑态势。

图1 2012年至2014年1季度我国饲料加工行业利润总额及饲料产量累计同比情况(单位: %)



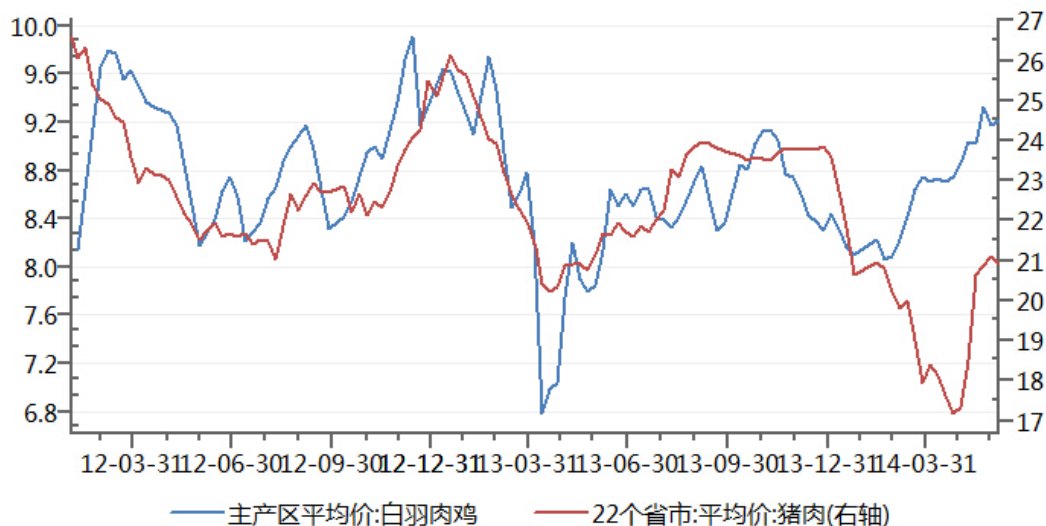
资料来源: wind 资讯

跟踪期内, 禽畜肉类价格波动较大, 对养殖及肉制品行业产生一定的负面影响

禽畜肉类价格对食品及公共卫生安全事件的敏感度很高, 且国民对肉类的消费具有明显的传导性。2012年12月“白羽肉鸡事件”发生, 央视曝光了山东多个地方的养鸡场给白羽鸡喂食抗生素或抗病毒药物, 有些地方甚至给鸡喂食国家明令禁用的激素类药物。受此影响, 2012年底至2013年一季度白羽肉鸡市场价格大幅下跌。2013年第二季度, 我国多地陆续发现H7N9禽流感病例。受此影响, 2013年第二季度, 白羽肉鸡虽然在“白羽肉鸡事件”淡化后有所回升, 但依然处于低位, 下半年随着禽流感病情的控制和减弱, 才逐步回升。

猪肉价格对市场供需变化的敏感度较高。由于我国大部分养殖场规模较小, 存在一定的盲目性, 因此导致猪肉供需状态不稳定, 价格波动较大。2013年底至2014年1季度, 受母猪存栏量过剩的影响, 猪肉价格大幅下滑。

图2 2012年至2014年1季度我国白羽肉鸡和猪肉价格走势(元/斤)



资料来源：wind 资讯

近期部分东南亚国家出现了一定的政治或社会动荡，对当地华企造成了一定的负面影响

2014 年 5 月，越南发生打砸中资企业事件，部分越南民众对在华企业进行打砸破坏。另外，2014 年 5 月泰国军方发生军事政变，当地时间 2014 年 5 月 22 日，巴育在当天对全国发布的电视讲话中宣布，武装部队在历经数月的政治动荡后，为了防止国内政治冲突进一步蔓延，避免更多生命损失，军方宣布接管政权。

总体而言，近期部分东南亚国家出现了一定的政治或社会动荡，对当地华企造成了一定的负面影响。同时，相关国家的政治、经济、文化、环境、习俗等均与国内存在一定的差异，国内企业到当地进行投资，需要考虑多方面因素，面临较大的经营管理难度。

四、经营与竞争

跟踪期间，受国内经济减速等宏观影响及“白羽肉鸡”事件、“H7N9 流感”疫情、消费疲弱等行业负面影响，公司饲料、屠宰及肉制品收入有所减少，导致 2013 年主营业务收入同比下降 5.23%。2013 年公司各业务毛利率相对稳定，其中饲料业务保持盈利，屠宰及肉制品、养殖两项业务仍处于亏损状态，但毛利率有所提高，亏损程度下降。

表 1 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

收入类型	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
饲料	4,610,320.49	6.76%	4,840,940.78	6.23%
屠宰及肉制品	2,005,926.06	3.07%	2,186,972.24	2.75%
养殖	178,445.41	2.79%	154,374.38	2.18%
贸易	101,280.13	12.56%	95,530.22	10.82%
其他收入	27,921.94	36.46%	28,355.92	30.80%
合计	6,923,894.03	5.79%	7,306,173.54	5.26%

注：其他收入包括包装物收入、化工产品收入和其他。

资料来源：公司审计报告

1、饲料

公司饲料主要以禽料为主，2013 年受禽流感等因素影响，公司饲料收入明显下滑

饲料是公司的核心业务，处于公司农牧产业链的前端。饲料产品运输成本较高，价格弹性较大，因此存在一定的销售半径。近年来，通过在全国各地持续进行生产项目投资，公司饲料业务的产能不断提高。截至 2013 年底，公司饲料产能 2,928 万吨，较 2012 年提高了

6.93%。当前公司的饲料产品结构以禽料为主，2013 年禽类饲料收入占总饲料收入的比重为 57.22%，2013 年受“H7N9 流感”影响较大，加之 2012 年“白羽肉鸡”事件仍存在后续影响，商品鸡存栏量大幅下降。受此影响，根据饲料工业协会数据，2013 年禽料产量全年下降 10%左右。另外，生猪养殖也处于行业低谷期，也对公司猪饲料的销售产生了一定的不利影响。2013 年国内生猪存栏量同比数据仅有 4 个月高于 0，但都在 1%以下，其余月份均等于或低于 0，其中有 4 个月低于-1%。2014 年 1 季度，国内猪肉的市场消费需求不足，猪肉价格大幅下滑，国家启动猪肉收储，生猪市场价格才有所回稳。同时，根据农业部畜牧业司发布 5 月份全国 4,000 个监测点生猪存栏信息，国内生猪存栏、能繁母猪存栏的环比和同比数均有所下降。

因此，2013 年受禽流感及生猪养殖低谷期等因素的影响，公司饲料板块的整体销量有所下降，饲料收入较 2012 年减少 23.06 亿元；饲料业务产能利用率仅为 52.66%，较 2012 年下降 8.75 个百分点。

表 2 公司饲料业务的产销情况

内容	2013 年	2012 年
产能（万吨/年）	2,928.00	2,738.15
产量（万吨）	1,541.78	1,681.52
产能利用率	52.66%	61.41%
销量（万吨）	1,539.48	1,685.89
产销率	99.85%	100.26%
销售收入（亿元）	461.03	484.09

资料来源：公司提供

表 3 公司饲料产品结构情况

类型	占饲料收入的比重	
	2013 年	2012 年
猪饲料	31.83%	33.66%
禽类饲料	57.22%	56.39%
其他饲料	10.95%	9.95%

资料来源：公司提供

原料方面，玉米和豆粕占饲料原料成本的比重约 55%。从下表可以看出，2013 年公司玉米的采购均价微幅下降，赖氨酸、蛋氨酸下降幅度较大，其余原料价格则有一定幅度的上涨，其中花生粕和棉粕的上涨幅度较大。公司从 2009 年开始在国内全面实施原料集中采购，能够有效把握原料市场行情，降低采购成本。同时，公司饲料产品的市场知名度较高，竞争力较强，公司能够采取成本加成与市场定价相结合的定价模式，其饲料价格可随着主要原料

价格同方向波动，能够转移部分成本压力。得益于此，2013 年饲料销售均价同比上涨 5.41%，饲料业务毛利率基本稳定。

表 4 2013 年公司饲料产品及原料均价情况

内容	原料	价格（元/吨）	同比增长
原料采购均价	玉米	2,337	-0.62%
	小麦	2,511	11.66%
	豆粕	4,003	9.11%
	花生粕	3,490	20.25%
	棉粕	3,075	29.26%
	赖氨酸	6,100	-26.69%
	蛋氨酸	26,492	-18.53%
饲料销售均价		3,206	5.41%

资料来源：公司提供

2、养殖业务和屠宰、肉制品业务

公司屠宰及肉制品业务和养殖业务易受到食品及公共卫生安全事件的影响，毛利率偏低，盈利能力较弱

养殖是公司的重要业务，在公司农牧产业链中居于中间位置，连接着前端的饲料和后端的屠宰及肉制品业务。2013 年公司家禽、种猪、仔猪的产量较 2012 年分别提高了 18.59%、36.34%和 50.03%，养殖业销售收入比 2012 年提高了 15.59%，明显低于产量的增长速度，主要原因是养殖产品价格的下降。和饲料业务不一样，畜禽养殖产品的价格易受屠宰及肉制品等下游业务的影响，对食品安全及公共卫生事件及市场整体消费水平的敏感度较高，不能随原料上涨而变动，公司难以传导其成本压力。2013 年，由于“禽流感”等事件，家禽价格持续下跌，种苗价格长期低迷；而仔猪价格由于下游消费不足等原因，价格也持续走弱。受此影响，2013 年公司养殖业毛利率仅为 2.79%，处于较低水平。

表 5 养殖业务各产品的产量及毛利率情况

项目	2013 年		2012 年	
	产量	毛利率	产量	毛利率
家禽（万只）	44,192	-15.25%	37,264	-11.98%
种猪（头）	60,330	41.86%	44,250	65.81%
仔猪（头）	352,405	16.55%	234,884	36.26%

注：本表统计的数据为当期数据，没有考虑内部销售抵销的因素，也没有考虑存货减值准备转回转销的因素，因此部分数据与审计报告披露的数据不一致。

资料来源：公司提供

公司的屠宰及肉制品业务在农牧产业链中贴近消费终端，容易受到食品安全及公共卫生

事件的影响；养殖业务位于屠宰及肉制品业务的上游，也容易受到其影响的传导。2012 年国内发生“白羽肉鸡”舆情事件，2013 年全国范围内重新出现“H7N9 流感”疫情，导致消费者对禽肉的消费信心受到较大冲击，禽肉需求明显下降。同时，国内禽肉产品市场整体而言供大于求，最终导致公司 2013 年的屠宰及肉制品业务的销量和销售收入出现下滑，业务收入较 2012 年减少 18.10 亿元。从下表可以看出，鸡、鸭等家禽产品受公共卫生事件的影响较明显，2013 年屠宰量分别下滑 8.59%和 12.68%。

屠宰及肉制品业务中，生猪占公司生猪屠宰生产成本的 80%以上，其他家禽价格也占其相应成本较大的比重。2013 年鸡、鸭屠宰量大幅下滑，其中由于禽肉价格下降，鸡屠宰的毛利率有一定幅度下滑；而猪屠宰量和毛利率受影响程度较小，均有小幅提升。受以上因素的综合影响，2013 年公司屠宰及肉制品业务毛利率为 3.07%，较 2012 年有略微的提高。

表 6 公司屠宰及肉制品业务情况

分类		2013 年	2012 年
销量（吨）	鸡屠宰	636,245	696,067
	鸭屠宰	1,179,743	1,351,094
	猪屠宰	177,267	169,409
毛利率	鸡屠宰	1.33%	2.86%
	鸭屠宰	1.82%	0.89%
	猪屠宰	2.53%	2.35%

资料来源：公司提供

3、金融投资

公司利润主要来源于投资民生银行的股权投资收益

截至 2013 年底，公司持有长期股权投资 105.39 亿元，其中投资中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）97.40 亿元，占民生银行股份数的 4.7%。2012-2013 年公司分别获得来自民生银行的长期股权投资收益 17.65 亿元和 19.87 亿元，占当年营业利润的比重均超过 70%；同时公司每年还可从民生银行获得一定规模的现金分红。

民生银行成立于 1996 年 1 月 12 日，是全国性股份制商业银行，于 2000 年 12 月 19 日在上海证券交易所挂牌上市，股票代码为 600016。截至 2013 年底，民生银行资产总额 32,262.10 亿；2013 年度实现营业收入 1,158.86 亿元，其中利息净收入 830.33 亿元；实现净利润 432.82 亿元，基本每股盈利 1.49 元。

总体而言，作为国内主要的股份制银行，民生银行在我国经济发展的过程中获得良好收益，公司在民生银行获得的投资收益对公司盈利形成了重要支撑。值得注意的是，随着银行

业对民间资本放开，以及互联网金融对银行业的冲击，传统国有股份制银行的高盈利将受到一定的负面影响。

表 7 民生银行主要财务指标

内容	2013 年	2012 年
资产总额（亿元）	32,262.10	32,120.01
营业收入（亿元）	1,158.86	1,031.11
利息净收入（亿元）	830.33	771.53
净利润（亿元）	432.82	383.08
基本每股盈利（元）	1.49	1.34

资料来源：民生银行 2012-2013 年度报告

4、风险关注

公司在华东和华中地区存在一定的集中度风险；近年来在国内外持续投资设厂或扩大产能，业务规模将进一步提高，同时可降低单一地区风险对整体经营业绩的影响，但相关项目是否能够达到预期效益存在不确定性

公司业务范围遍布全国，其中华东、华中地区规模较大，2013 年两个地区的营业收入占公司全年主营业务收入的比重合计约 65%，存在一定的集中度风险。若该两个地区发生疫情等卫生安全事件，将对公司经营业绩造成较大影响。

表 8 公司主营业务收入的地区分布情况（单位：亿元）

地区	2013 年		2012 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
西北	10.89	8.07%	12.43	6.2%
西南	59.17	9.67%	59.86	7.55%
华北	77.31	2.94%	70.70	3.40%
华中	121.42	5.88%	116.61	4.92%
华南	38.40	5.66%	43.97	4.77%
华东	323.99	5.67%	359.33	5.45%
东北	34.04	3.37%	45.40	3.30%
国外	27.17	8.96%	22.32	8.06%
合计	692.39	5.79%	730.62	5.26%

资料来源：公司提供

2013 年至今，根据第五届董事会第二十六次会议及第六届董事会第一、三、五、七、八次会议，公司通过了多个国内外的饲料厂、肉类加工厂和养殖场等各类生产项目的投资决议。目前，国内农牧市场竞争激烈、市场利润率下降，公司持续进行多区域投资，有助于提高规模效应，减少单一市场风险对公司整体经营业绩造成的影响。相关项目达产后，公司饲

料、禽类养殖、及肉制品加工等业务的规模将得到提高，进一步巩固公司的“饲料——畜禽养殖——屠宰——肉制品加工”的农牧一体化经营产业链。

表 9 2013 年至今公司多次董事会通过的生产项目情况（单位：万元）

会议名称	会议时间	通过项目个数	投资规模
第五届董事会第二十六次会议	2013.4.25	12	75,530
第六届董事会第一次会议	2013.5.22	5	23,680
第六届董事会第三次会议	2013.8.29	5	30,436
第六届董事会第五次会议	2013.10.29	5	29,850
第六届董事会第七次会议	2014.3.18	8	113,952
第六届董事会第八次会议	2014.04.16	2	4,230
合计	-	37	277,678

资料来源：公司提供

值得注意的是，业务规模的扩大，对公司的资金实力、生产和经营管理等方面均提出了更高的要求，同时考虑到目前国内食品安全问题频发，相关项目能否达到预期效益，受到公司经营和市场状况等多方面因素的影响，存在不确定性。另外，公司在越南等国也持续进行投资建厂，相关地区的政治、经济、文化、环境、习俗等与国内存在着不同程度的差异，加大了公司的管理难度，同时近期部分东南亚国家出现了一定的政治、经济和社会动荡，也对公司当地的业务产生一定负面影响。另外，随着国外投资及业务规模的提高，公司也将面临一定的汇率变动风险。

五、财务分析

财务基础说明

以下分析基于公司提供的分别经四川华信（集团）会计师事务所有限责任公司和四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2012-2013年审计报告。公司报表采用新会计准则编制。

2013 年公司新增合并子公司 31 家，减少合并子公司 9 家。截至 2013 年底，公司拥有直接或间接控制的子公司共 429 家。

财务分析

资产结构与质量

跟踪期内，公司资产规模有所提高，货币资金、存货和长期股权投资规模较大，整体质量尚可

截至2013年底，公司资产总额295.35亿元，较2012年底提高了19.58%。从结构看，公司资产以货币资金、存货、长期股权投资和固定资产为主。

公司货币资金主要为人民币的银行存款，受限资金折算成人民币合计4.71亿元，规模不大。公司存货规模较大，主要为原材料、库存商品和消耗性生物资产，2013年公司关停了部分受市场影响较大、亏损严重的冷藏厂，因此对存货计提的跌价准备较2012年大幅下降。考虑到国内食品安全事件频发，鸡苗、鸭苗等存货也存在潜在的瘟疫风险，因此公司存货仍面临有一定跌价风险。另外，2013年底公司新增其他流动资产9.88亿元，主要是购买的信托理财产品，期后已全额收回，取得投资收益0.29亿元。

2013年底公司长期股权投资增加16.82亿元，主要是按权益法核算的中国民生银行股份有限公司的期末余额由81.12亿元增加到97.40亿元。民生银行作为国内主要的股份制银行，经营业绩较好，2013年公司获得现金分红4.11亿元。另外，公司固定资产有所增加，主要是2013年内在建工程完工转固9.78亿元。公司近年来持续推进国内外生产项目的投资建设，未来固定资产将进一步扩大。

表 10 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重
流动资产合计	1,082,093.85	36.64%	868,301.59	35.16%
货币资金	313,055.76	10.60%	298,217.52	12.07%
存货	453,517.76	15.36%	407,239.93	16.49%
其他流动资产	98,800.00	3.35%	-	0.00%
非流动资产合计	1,871,417.48	63.36%	1,601,578.48	64.84%
长期股权投资	1,053,895.11	35.68%	885,708.79	35.86%
固定资产净额	560,911.38	18.99%	474,314.63	19.20%
资产总计	2,953,511.33	100.00%	2,469,880.08	100.00%

资料来源：公司审计报告

盈利能力

2013年公司收入有所下滑，主营业务的盈利易受相关行业状况而波动，利润的增长对股权投资收益的依赖性较大

2013年公司营业收入有所下降，主要是受国内经济减速等宏观影响，以及“白羽肉鸡”

與情事件、“H7N9流感”疫情、消费疲弱等行业负面影响所致。另外，2013年公司主要业务毛利率均有所提高，其中饲料业务保持盈利，屠宰及肉制品、养殖两项业务虽仍处于亏损状态，但亏损程度下降。得益于此，公司2013年综合毛利率提高了0.52个百分点。另外，2013年公司投资收益规模较大，其中对民生银行的长期股权投资收益19.87亿元，较2012年增加了2.22亿元。2013年，投资收益占营业利润的比重达到75.71%。

得益于综合毛利率的提高和投资收益的增加，2013年公司在营业收入下降的情况下，营业利润增加了3.71亿元，利润总额增加了3.35亿元。值得注意的是，公司盈利对民生银行的投资收益存在较大依赖，虽然目前银行业在中国属于高利润行业，但随着银行业对民间资本放开，以及互联网金融对银行业的冲击，传统国有股份制银行的高盈利将受到一定的负面影响。

表 11 公司主要盈利能力指标（单位：万元）

盈利能力	2013 年	2012 年
营业收入	6,939,524.79	7,323,832.64
营业利润	282,028.27	244,917.83
投资收益	213,523.55	181,121.93
利润总额	280,980.14	247,497.51
净利润	249,145.49	219,398.88
综合毛利率	5.88%	5.36%
期间费用率	4.79%	4.20%
总资产回报率	12.07%	12.41%

资料来源：公司审计报告

现金流

公司主营业务现金获取能力较好，持续的项目建设使投资活动现金呈现大额净流出，对外融资力度有所加大

2012-2013年公司的收现比均为1.05，同时得益于综合毛利率的提高和投资收益的增加，公司净利润有所提高，FFO维持在一定水平，整体而言主营业务的现金获取能力较强。2013年公司经营活动净现金流15.84亿元，规模比2012年减少了4.68亿元，主要是存货增加所致。

由于近年来公司在国内外持续进行饲料厂、食品加工厂和养殖厂等生产基地的投资建设，因此投资活动持续为大额的净流出。为了支持项目建设，公司加大了对外融资力度。2013年筹资活动现金净流入13.21亿元，主要是银行借款的增加。公司业务规模较大，在多个银行获得了良好的授信额度，融资渠道较为通畅。

表 12 公司主要现金流指标（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年
收现比	1.05	1.05
FFO	175,404.30	179,097.72
存货减少（减：增加）	-31,254.02	28,934.12
经营性应收项目的减少（减：增加）	4,691.71	16,359.33
经营性应付项目增加（减：减少）	9,522.10	-19,193.81
经营活动产生的现金流量净额	158,364.08	205,197.36
投资活动产生的现金流量净额	-275,031.89	-143,627.82
筹资活动产生的现金流量净额	132,080.30	23,588.06
现金及现金等价物净增加额	14,838.24	83,847.44

资料来源：公司审计报告

资本结构与财务安全性

公司有息债务进一步攀升，短期债务占比过高，债务结构不够合理，面临一定的即期偿付压力

截至2013年底，公司负债总额合计127.69亿元，较2012年底提高了25.05%。公司负债与所有者权益比率为76.16%，得益于未分配利润的增加，公司净资产有所提高，对负债总额形成了良好的覆盖。

截至2013年底，公司有息债务包括短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、其他流动负债和长期借款，合计85.17亿元，其中本期债券本金8亿元，将在2014年11月25日到期，计入了一年内到期的非流动负债；其他流动负债系公司于2013年9月10日发行的10亿短期融资券，到期日为2014年9月9日，利率为5.5%。公司有息债务中，短期债务合计81.92亿元，占有息债务的比重达到95%以上，公司面临一定的即期偿付压力，同时考虑到部分债务资金用于生产项目的投资建设，因此存在一定短债长投的风险。

截至2013年底，公司资产负债率为43.23%，流动比率和速动比率均低于1，流动资产对短期债务的偿付保障程度不高。公司盈利状况尚可，EBITDA利息保障倍数为8.82，利息偿付压力不大。

表 13 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2013 年		2012 年	
	金额	比重	金额	比重
流动负债合计	1,225,404.83	95.96%	920,406.08	90.13%
短期借款	609,212.79	47.71%	438,244.39	42.92%
应付账款	235,179.30	18.42%	176,133.65	17.25%

其他应付款	122,616.30	9.60%	131,170.82	12.85%
其他流动负债	100,000.00	7.83%	50,000.00	4.90%
非流动负债合计	51,525.11	4.04%	100,744.59	9.87%
长期借款	32,524.23	2.55%	9,200.00	0.90%
负债总额	1,276,929.94	100.00%	1,021,150.66	100.00%

资料来源：公司审计报告

表 14 公司主要偿债能力指标情况

偿债能力	2013 年	2012 年
资产负债率	43.23%	41.34%
有息债务（万元）	851,699.92	650,588.07
流动比率	0.88	0.94
速动比率	0.51	0.50
EBITDA（万元）	409,140.82	364,363.76
EBITDA 利息保障倍数	8.82	9.02

资料来源：公司审计报告

六、债券偿还保障分析

➤ 第三方担保

跟踪期内，担保方经营状况基本正常，其为本期债券提供的担保仍可为本期债券的偿付提供一定的保障

新希望集团有限公司（以下简称“新希望集团”）为本期债券提供了全额、不可撤销的连带责任保证担保。保证范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用和其他应支付的费用。

2013年度新希望集团经营基本正常，业务涉及农牧、地产、化工等多个领域，对经营风险起到一定的分散作用。2013年新希望集团资产规模有所提升，但营业收入有所下滑，主要是饲料业务收入有所减少所致。截至2013年底，新希望集团资产负债率52.92%，整体负债水平不高。

总体而言，新希望集团实力雄厚，跟踪期内经营状况基本正常，其为本期债券提供的担保仍可为本期债券的偿付提供进一步的保障。

表 15 新希望集团主要财务指标

项目	2013 年	2012 年
总资产（万元）	5,911,582.70	4,952,200.02
所有者权益合计（万元）	2,782,883.13	2,500,839.20
资产负债率	52.92%	49.50%

营业收入（万元）	7,789,270.58	8,063,941.13
投资收益（万元）	265,561.40	335,072.81
营业利润（万元）	360,548.05	424,014.92
利润总额（万元）	370,320.24	442,384.57
综合毛利率	8.47%	7.21%
总资产回报率	8.32%	11.03%
经营活动现金流净额（万元）	109,997.69	182,423.61

资料来源：新希望集团审计报告

➤ 股权质押担保

四川南方希望实业有限公司（以下简称“南方希望”）为本期债券质押的民生银行股票价值高于本期债券应偿还本息余额，对本期债券提供了进一步保障

南方希望以其持有的民生银行股权为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用提供质押担保。

根据本期债券质押担保协议，本期债券发行首日即2009年11月25日之后每届满六个月，由公司根据该期限届满前二十个交易日民生银行股票交易均价为依据测算质押标的股票总价值，若该测算价值低于本期债券本息余额，南方希望将追加质押标的股票数量以补足价值，并于此后的十个交易日内办理完毕追加质押标的股票的质押登记手续。

跟踪期内，民生银行股价存在一定波动，较上年同期有所下降。截至2013年6月9日，民生银行前20个交易日均价为7.4308元。南方希望为本期公司债券质押的民生银行股票总计为18,480万股，按20日均价测算，其价值合计13.73亿元，高于本期债券应偿还本息余额。

七、评级结论

跟踪期内，公司饲料收入有所下滑，同时屠宰及肉制品业务和养殖业务毛利率偏低，盈利能力较弱。公司业务对华东和华中地区存在一定的依赖，近年来在国内外持续投资有利于业务规模的提高和降低单一区域的集中度，但相关投资项目能否达到预期效益存在不确定性。另外，有息债务攀升，短期债务规模较大，公司面临一定的流动性偿付压力。

得益于民生银行的良好业绩，2013年公司长期股权投资收益可观。同时，新希望集团经营状况基本正常，其为本期债券提供的担保仍可为本期债券的偿付提供一定的保障，而南方希望为本期债券质押的民生银行股票价格虽有所波动，但价值仍高于本期债券应偿还本息余额。

基于以上情况，鹏元对新希望及其本期债券的2014年跟踪评级结果为：本期债券信用

等级维持为 AA+，公司主体长期信用等级维持为 AA+，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
货币资金	313,055.76	298,217.52	214,370.08
交易性金融资产	27,779.80	2,551.03	2,461.03
应收票据	5,773.60	4,265.20	3,116.45
应收账款	50,279.74	56,800.24	66,688.14
预付款项	86,239.79	62,235.46	65,117.64
应收利息	54.09	91.83	40.49
其他应收款	46,593.32	36,900.39	36,203.46
存货	453,517.76	407,239.93	453,670.29
其他流动资产	98,800.00		
流动资产合计	1,082,093.85	868,301.59	841,667.58
可供出售金融资产	2,926.00	3,355.00	3,168.00
长期股权投资	1,053,895.11	885,708.79	718,801.62
投资性房地产	48.02	49.67	51.32
固定资产	560,911.38	474,314.63	395,403.07
在建工程	69,616.34	70,349.42	55,106.44
工程物资	85.47	298.78	318.99
固定资产清理	2,435.41		
生产性生物资产	34,370.10	32,492.70	33,885.17
无形资产	81,918.38	71,064.22	58,741.22
开发支出		194.41	
商誉	52,467.70	51,918.35	51,751.59
长期待摊费用	8,188.39	7,845.23	4,943.88
递延所得税资产	4,555.18	3,987.27	5,112.40
非流动资产合计	1,871,417.48	1,601,578.48	1,327,283.70
资产总计	2,953,511.33	2,469,880.08	2,168,951.28
短期借款	609,212.79	438,244.39	226,244.19
应付票据	20,740.00	32,170.00	29,300.00
应付账款	235,179.30	176,133.65	204,520.21
预收款项	45,100.59	52,536.61	57,908.65
应付职工薪酬	27,518.48	32,285.33	23,700.87
应交税费	-39,922.33	-41,818.29	-27,821.29
应付利息	9,678.12	1,945.80	2,977.46
应付股利	1,356.38	3,405.97	3,121.56
其他应付款	122,616.30	131,170.82	113,813.05
一年内到期的非流动负债	89,222.91	40,973.68	101,000.00
其他流动负债	100,000.00	50,000.00	50,000.00

保险合同准备金	4,702.29	3,358.11	1,593.13
流动负债合计	1,225,404.83	920,406.08	786,357.84
长期借款	32,524.23	9,200.00	58,071.46
应付债券		80,000.00	80,000.00
长期应付款	898.03		
递延所得税负债	461.09	539.40	500.85
其他非流动负债	17,641.77	11,005.19	7,196.99
非流动负债合计	51,525.11	100,744.59	145,769.30
负债合计	1,276,929.94	1,021,150.66	932,127.14
实收资本(或股本)	173,766.96	173,766.96	173,766.96
资本公积金	166,917.52	156,919.64	132,424.40
盈余公积金	87,617.01	76,913.51	67,224.55
未分配利润	884,272.28	726,087.49	594,573.61
外币报表折算差额	-10,478.58	-9,382.27	-9,480.66
归属于母公司所有者权益合计	1,302,095.18	1,124,305.32	958,508.86
少数股东权益	374,486.21	324,424.09	278,315.27
所有者权益合计	1,676,581.39	1,448,729.41	1,236,824.14
负债和所有者权益总计	2,953,511.33	2,469,880.08	2,168,951.28

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
一、营业收入	6,939,524.79	7,323,832.64	7,164,004.72
减：营业成本	6,531,140.07	6,931,636.34	6,654,960.94
营业税金及附加	2,353.88	2,197.59	2,564.84
销售费用	131,426.27	131,559.86	135,549.58
管理费用	151,141.79	139,118.00	119,425.71
财务费用	50,002.13	36,594.49	39,732.44
资产减值损失	4,063.06	18,468.78	22,386.56
提取保险合同准备金净额	919.23	1,318.75	1,433.15
加：公允价值变动净收益	26.36	857.09	-694.03
投资净收益	213,523.55	181,121.93	170,328.19
二、营业利润	282,028.27	244,917.83	357,585.66
加：营业外收入	12,768.77	13,916.71	14,875.36
减：营业外支出	13,816.90	11,337.03	10,277.11
三、利润总额	280,980.14	247,497.51	362,183.91
减：所得税	31,834.66	28,098.63	27,744.70
四、净利润	249,145.49	219,398.88	334,439.21
减：少数股东损益	59,294.84	48,670.23	70,157.77
归属于母公司所有者的净利润	189,850.65	170,728.65	264,281.45

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
销售商品、提供劳务收到的现金	7,285,914.32	7,706,690.81	7,599,750.53
收到的税费返还	185.74	187.26	720.76
收到其他与经营活动有关的现金	49,425.42	51,438.40	46,756.82
经营活动现金流入小计	7,335,525.48	7,758,316.47	7,647,228.12
购买商品、接受劳务支付的现金	6,619,953.16	7,046,935.03	6,954,295.26
支付给职工以及为职工支付的现金	342,903.26	317,697.12	250,624.98
支付的各项税费	50,530.35	54,330.29	59,207.96
支付其他与经营活动有关的现金	163,774.63	134,156.66	170,899.37
经营活动现金流出小计	7,177,161.41	7,553,119.11	7,435,027.57
经营活动产生的现金流量净额	158,364.08	205,197.36	212,200.55
收回投资收到的现金	737,669.90	32,090.15	25,762.80
取得投资收益收到的现金	41,820.80	62,423.66	14,537.19
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	15,949.11	10,778.27	12,095.63
处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	5,114.79	112.44	8,018.50
收到其他与投资活动有关的现金		526.56	388.23
投资活动现金流入小计	800,554.59	105,931.08	60,802.33
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	235,360.84	203,824.29	171,651.40
投资支付的现金	838,502.43	45,734.61	34,227.02
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	1,723.21		4,525.29
投资活动现金流出小计	1,075,586.48	249,558.90	210,403.71
投资活动产生的现金流量净额	-275,031.89	-143,627.82	-149,601.38
吸收投资收到的现金	10,479.29	13,557.97	11,348.62
取得借款收到的现金	873,038.43	661,638.81	412,002.79
收到其他与筹资活动有关的现金	1,830.57	1,034.70	34,620.00
筹资活动现金流入小计	885,348.28	676,231.48	457,971.41
偿还债务支付的现金	659,919.48	560,698.79	362,976.11
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	92,681.19	91,744.62	55,140.48
支付其他与筹资活动有关的现金	667.31	200.00	51,307.14
筹资活动现金流出小计	753,267.98	652,643.42	469,423.73
筹资活动产生的现金流量净额	132,080.30	23,588.06	-11,452.32
汇率变动对现金的影响	-574.25	-1,310.17	-3,800.28
现金及现金等价物净增加额	14,838.24	83,847.44	47,346.57

附录三-2 合并现金流量补充表（单位：万元）

项目	2013 年	2012 年	2011 年
净利润	249,145.49	219,398.88	334,439.21
加：资产减值准备	4,063.06	18,468.78	22,386.56
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	75,973.40	71,768.60	60,878.81
无形资产摊销	2,560.76	1,950.12	2,368.17
长期待摊费用摊销	3,221.70	2,749.59	2,264.38
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	4,181.90	3,915.72	1,378.66
公允价值变动损失	-26.36	-857.09	694.03
财务费用	50,268.25	41,708.11	39,748.38
投资损失	-213,523.55	-181,121.93	-170,328.19
递延所得税资产减少	-489.29	1,066.54	-2,141.19
递延所得税负债增加	28.94	50.40	-5.76
存货的减少	-31,254.02	28,934.12	-121,204.38
经营性应收项目的减少	4,691.71	16,359.33	-86,484.73
经营性应付项目的增加	9,522.10	-19,193.81	128,206.60
经营活动产生的现金流量净额	158,364.08	205,197.36	212,200.55
现金的期末余额	313,055.76	298,217.52	214,370.08
减：现金的期初余额	298,217.52	214,370.08	167,023.51
现金及现金等价物净增加额	14,838.24	83,847.44	47,346.57

附录四 主要财务指标计算公式

盈利能力	综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售净利率	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
	净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{期初所有者权益} + \text{期末所有者权益}) / 2) \times 100\%$
	总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2) \times 100\%$
	管理费用率	$\text{管理费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	销售费用率	$\text{销售费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
	财务费用率	$\text{财务费用} / \text{营业收入} \times 100\%$
营运效率	总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初资产总额} + \text{期末资产总额}) / 2]$
	固定资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / [(\text{期初固定资产总额} + \text{期末固定资产总额}) / 2]$
	应收账款周转率	$\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2]$
	存货周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2]$
	应付账款周转率	$\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2]$
	净营业周期(天)	$\text{应收账款周转天数} + \text{存货周转天数} - \text{应付账款周转天数}$
资本结构及财务 安全性	资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
	流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计}$
	速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
	长期债务	$\text{长期借款} + \text{应付债券}$
	短期债务	$\text{短期借款} + \text{应付票据} + \text{一年内到期的长期借款}$
	总债务	$\text{长期债务} + \text{短期债务}$
	金融负债	$\text{长期借款} + \text{短期借款} + \text{应付债券}$
现金流	EBIT	$\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}$
	EBITDA	$\text{EBIT} + \text{折旧} + \text{无形资产摊销} + \text{长期待摊费用摊销}$
	自由现金流	$\text{经营活动净现金流} - \text{资本支出} - \text{当期应发放的股利}$
	利息保障倍数	$\text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
	EBITDA 利息保障 倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$

附录五 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符 号	定 义
AAA	债券安全性极高，违约风险极低。
AA	债券安全性很高，违约风险很低。
A	债券安全性较高，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，违约风险一般。
BB	债券安全性较低，违约风险较高。
B	债券安全性低，违约风险高。
CCC	债券安全性很低，违约风险很高。
CC	债券安全性极低，违约风险极高。
C	债券无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

二、债务人长期信用等级符号及定义

符 号	定 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。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

三、展望符号及定义

类 型	定 义
正 面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳 定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负 面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。