

跟踪评级公告

联合〔2020〕850号

新希望六和股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的可转换公司债券进行跟踪评级，确定：

新希望六和股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

新希望六和股份有限公司公开发行的“希望转债”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年五月九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦10层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

新希望六和股份有限公司

可转换公司债券 2020 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	发行规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
希望转债	40 亿元	6 年	AAA	AAA	2019.4.19

跟踪评级时间：2020 年 5 月 9 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	424.52	479.44	642.18	777.89
所有者权益（亿元）	262.35	273.36	326.50	356.47
长期债务（亿元）	26.14	18.39	49.60	142.06
全部债务（亿元）	90.82	126.93	199.78	292.30
营业收入（亿元）	625.67	690.63	820.51	205.68
净利润（亿元）	29.32	27.22	61.81	20.08
EBITDA（亿元）	47.64	46.02	83.13	--
经营性净现金流（亿元）	27.12	33.37	44.37	1.58
营业利润率（%）	7.94	8.53	11.89	14.55
净资产收益率（%）	11.32	10.16	20.61	6.38
资产负债率（%）	38.20	42.98	49.16	54.17
全部债务资本化比率（%）	25.72	31.71	37.96	45.05
流动比率（倍）	0.83	0.74	0.66	0.93
EBITDA 全部债务比（倍）	0.52	0.36	0.42	--
EBITDA 利息倍数（倍）	15.31	10.14	14.85	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.19	1.15	2.08	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将其他流动负债计入短期债务核算，将长期应付款计入长期债务核算；4. 公司 2020 年一季度未经审计，相关指标未年化；5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

跟踪期内，新希望六和股份有限公司（以下简称“公司”或“新希望”）整体经营情况良好，其中饲料业务、禽产业和食品业务销售收入均保持稳定增长；猪产业的产能和产销量均大幅增长，受猪周期处于高位和非洲猪瘟影响，猪产业销售价格大幅提高。此外，公司资产规模和盈利规模也大幅增长，经营活动现金流保持净流入状态，来自中国民生银行股份有限公司的稳定的投资收益仍对公司整体盈利能力形成良好支撑。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司所处行业上下游价格波动性较大、面临畜禽疫病风险、在建工程尚需投入规模较大以及债务规模增长快等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司“做强饲料、做大养猪、做精肉禽、做优食品、做深海外”的战略发展规划逐步落实，公司的盈利能力和综合实力有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望“稳定”；同时维持“希望转债”的债项信用等级为 AAA。

优势

1. **公司整体经营情况良好。**2019 年，各项业务销售收入均有所增长，受益于养殖行业的高景气度，公司综合毛利率有所提升。

2. **公司财务状况良好。**跟踪期内，公司资产和净资产规模均保持增长，经营活动现金流状况良好，整体盈利能力得到大幅提升。

3. **公司获得的投资收益仍对整体盈利能力形成良好支撑。**公司持有中国民生银行股份有限公司 18.28 亿股，其投资收益对公司利润总额贡献较大且稳定性较好，对公司整体盈利能力仍形成了良好支撑。

关注

1. 公司仍面临着所处行业上下游价格易波动等多种风险。公司所处行业上游原材料价格不稳定，下游畜、禽产品价格容易发生周期性波动，生产流通过程中还面临疫病、食品安全等风险。

2. 公司在建项目投入较大，面临一定的资金支出压力。截至 2020 年 3 月底，公司主要在建工程未来尚需投资 60.95 亿元，而且在建工程能否取得预期投资回报存在一定不确定性。

3. 公司债务规模增长快，且债务结构有待调整。截至 2019 年底，公司全部债务 199.78 亿元，较年初增长 57.39%；其中短期债务占比为 75.17%。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务规模进一步增长 46.31% 至 292.30 亿元。

分析师

唐玉丽 登记编号（R0040215110002）

李敬云 登记编号（R0040220010004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

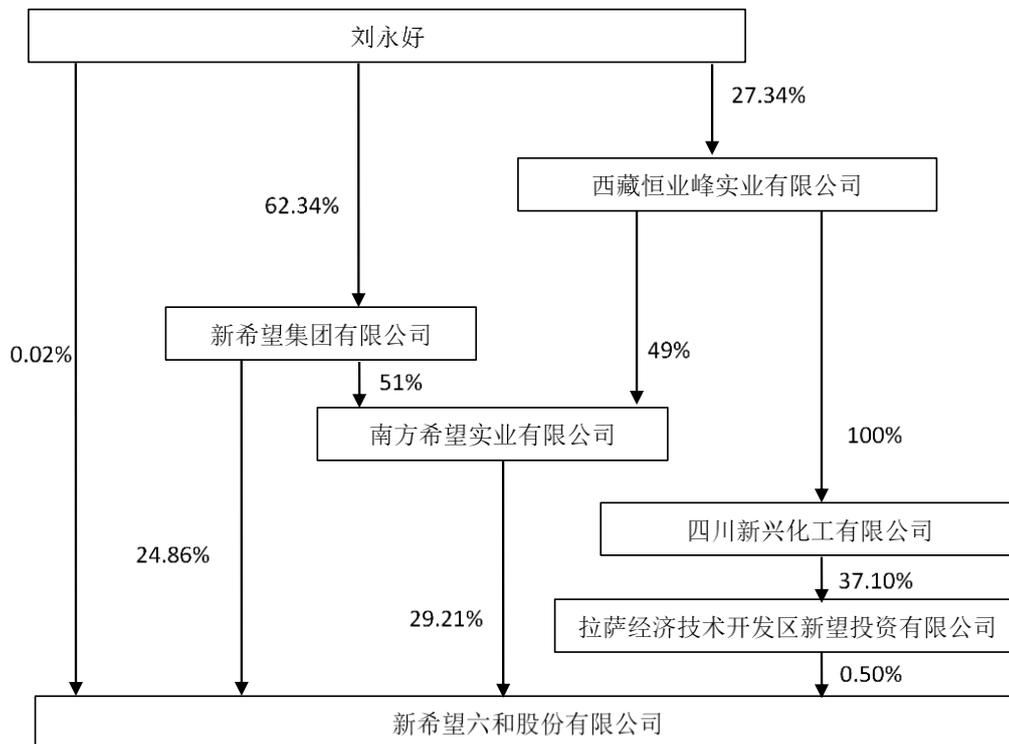


联合信用评级有限公司

一、主体概况

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，经四川省人民政府川府函（1997）260号文批准，于1998年3月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14,002.00万元。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3,600.00万股和向内部职工发行的内部职工股400.00万股，并在深圳证券交易所上市交易，股票简称“新希望”，股票代码“000876.SZ”。2011年12月，公司变更为现名。后历经多次股权转让及增资，截至2019年底，公司注册资本为421,601.50万元，其中新希望集团有限公司（以下简称“新希望集团”）直接持股24.86%股份，通过南方希望实业有限公司（以下简称“南方希望”）间接持有公司29.21%股份，合计持有公司54.07%股份，为公司控股股东；刘永好先生为公司实际控制人。截至2019年底，公司实际控制人刘永好先生所持的公司股份不存在质押情况。

图1 截至2019年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

截至2019年底，公司经营范围和内部组织结构较年初未发生变化。

截至2019年底，公司纳入合并范围的子公司共573家，在职员工共计7.06万人。

截至2019年底，公司合并资产总额642.18亿元，负债总额315.68亿元，所有者权益（含少数股东权益）326.50亿元，其中归属于母公司所有者权益合计260.62亿元。2019年，公司实现营业收入820.51亿元，净利润（含少数股东损益）61.81亿元，其中归属于母公司所有者的净利润50.42亿元；经营活动产生的现金流量净额44.37亿元，现金及现金等价物净增加额3.21亿元。

截至2020年3月底，公司合并资产总额777.89亿元，负债合计421.41亿元，所有者权益（含少数股东权益）356.47亿元，其中归属于母公司所有者权益合计285.09亿元。2020年1-3月，

公司实现营业总收入 205.68 亿元，净利润（含少数股东损益）20.08 亿元，其中归属于母公司净利润 16.27 亿元；经营活动现金流量净额为 1.58 亿元，现金及现金等价物净增加额为 46.18 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。

二、本次可转换公司债券发行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（2019）1902 号文核准，公司于 2020 年 1 月 3 日公开发行了“2019 年新希望六和股份有限公司可转换公司债券”，债券简称“希望转债”，债券代码 127015.SZ，发行规模为 40.00 亿元人民币，期限为 6 年。截至 2020 年 3 月底，“希望转债”募集资金已部分投入山东德州宁津新建年出栏 50 万头商品猪聚落等项目。

截至本报告出具日，“希望转债”尚未进入转股期，也未到第一个付息日。

三、行业分析

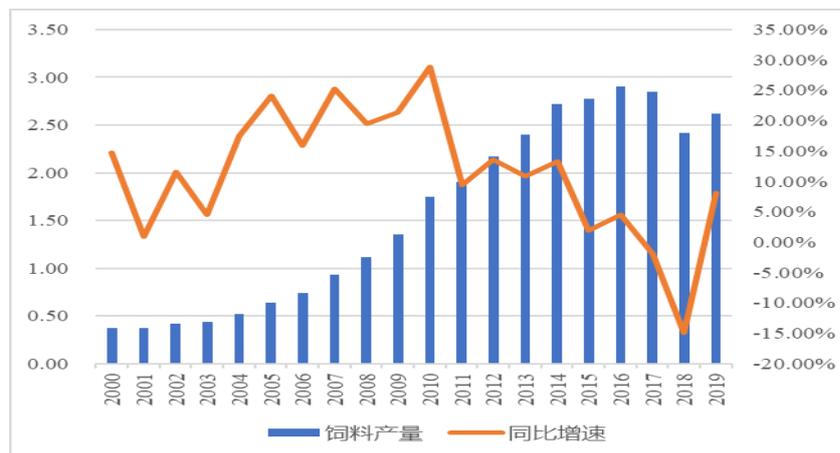
1. 饲料行业

2019 年，我国饲料产量有所增长。原材料玉米价格温和上涨，豆粕价格较为稳定，但随着下游养殖需求回暖，2020 年以来玉米和豆粕价格均有上涨趋势。国家政策仍支持饲料工业健康发展，行业政策环境良好。

（1）行业概况

经过多年跨越式发展后，自 2015 年起，我国饲料产品产量增速出现明显下降，特别是 2018 年，受生猪和禽类养殖收益下降的影响，我国饲料产量 2.42 亿吨，同比下降 14.94%。2019 年以来，随着禽饲料需求保持上升和饲料添加剂产量增加，我国饲料产量 2.62 亿吨，较上年增长 8.14%。

图 2 2000 - 2019 年中国饲料产量走势（单位：亿吨、%）



资料来源：Wind

（2）行业上下游情况

①饲料行业上游

饲料行业的上游主要为玉米和豆粕等饲料原料。2017 年起，玉米价格走势进入政策改革期，玉米市场化改革进一步深入，玉米市场价格重心上移，但涨幅有限。2019 年以来，全国玉米价格震荡走高，截至 2019 年底，我国玉米批发平均价格为 2.09 元/公斤，较年初上涨 0.97%，上涨程度较为温和。但 2020 年，随着下游养殖需求回暖、我国玉米库存降至低位，后续玉米价格可能继

续温和上涨。

图3 2008年以来我国玉米批发平均价（单位：元/公斤）



资料来源：Wind

从豆粕价格来看，豆粕的供需结构由大豆的供需结构决定。2019年，我国进口自巴西、美国和阿根廷的大豆占国内消费量的比例分别为53.70%、15.78%和8.20%。截至2019年底，我国豆粕现货价格为2,834.50元/吨，较年初变化不大，整体保持稳定。但2020年以来，随着新冠疫情全球在蔓延，巴西大豆和阿根廷大豆受到物流阻塞和人员不足的影响，到港情况不明朗；美国大豆供给因贸易摩擦和未至收获期尚无法预测；导致豆粕价格整体处于上升趋势。

②饲料行业下游

饲料行业下游为畜牧养殖行业，详见本报告“畜牧养殖行业”相关内容。

(3) 行业政策

2019年3月，农业农村部出台《关于征求<药物饲料添加剂退出计划（征求意见稿）>意见的函》，提出实施药物饲料添加剂退出计划，要求自2020年1月1日起，退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种；自2020年7月1日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂的商品饲料。

2. 畜牧养殖行业

2019年，我国肉类产量整体呈下降趋势。猪价快速上涨，进入高景气周期；鸡价波动上升。

(1) 行业概况

受2019年生猪存栏较少、猪肉产量下降影响，我国肉类产量整体呈下降趋势。2017—2019年，我国肉类产量分别为0.87亿吨、0.86亿吨和0.76亿吨，年均复合下降5.99%；同比增速分别为0.30%、-0.34%和-11.31%。

从畜禽产品的产量上来看，猪肉产量稳居各畜产品之首，为养殖业的主要产品，2019年猪肉产量为4,255.00万吨，较上年下降21.26%，主要系猪周期下行阶段能繁母猪存栏降至历史低点、环保因素以及非洲猪瘟影响复产等因素综合影响所致。排名其后的奶类和禽蛋产量均较上年有所增长。鸡肉产量方面，2019年鸡肉产量为1,380.00万吨，较上年增长17.95%，主要系积极替代猪肉缺口所致。牛、羊肉产量方面，随着居民收入的逐步提高，牛、羊肉的需求量持续增长，带动产量稳步上升，但由于我国牛、羊现代化养殖起步较晚，产量难以大幅提高，对外依存度持续上升。

(2) 生猪养殖

供给方面，从能繁母猪存栏量来看，截至 2019 年底，我国生猪出栏量 54,419 万头，较上年同期下降 21.57%，主要系猪周期下行阶段能繁母猪存栏降至历史低点、环保因素以及非洲猪瘟影响复产等因素综合影响所致。短期看，能繁母猪仍处低位将造成一段时间内生猪供给不足。中长期来看，猪肉价格持续处于高位刺激了各大主体的复养扩产步伐，未来生猪供给有望进一步宽松。

需求方面，我国猪肉消费总量在 2014 年之前保持总体增长态势。2015 年，我国猪肉消费总量出现负增长，主要系人们饮食结构变化及猪肉价格提升所致。随着人均可支配收入的增加及农村人口对猪肉需求量的增长，2015 年后猪肉消费总量降幅收窄；预计未来猪肉潜在需求量将保持稳定，但不排除猪肉价格过高时，消费者转向鸡肉等替代品。

价格方面，由于我国猪肉需求近年来较为稳定，因此供给在猪肉价格的形成中具有重要影响。。2018 年上半年，生猪价格到达本轮猪周期调整的最低点 10.10 元/公斤；2018 年 8 月，受非洲猪瘟突然爆发影响，主产区 and 主销区猪价有所分化，但仍属低迷。2019 年以来，受生猪供给短缺影响，猪肉价格直线上涨。截至 2019 年底，我国猪肉平均批发价为 43.25 元/公斤，较年初增长了 128.59%。此后，猪肉平均批发价持续位于 44 元/公斤上方。长期来看，在生猪产能进一步扩大、非洲猪瘟疫情得到有效控制后，猪价将受供给逐步宽松影响有所回落。

(3) 肉鸡养殖

供给方面，从祖代鸡引种情况来看，2019 年，我国祖代鸡引种量有所增长，但全年祖代鸡存栏量仍维持历史较低水平。考虑到祖代鸡传导到商品代至少需要 22 个月，预计短期内，肉鸡供给量仍属紧平衡。

需求方面，2019 年，在猪价较高进行替代的情况下，我国鸡肉消费量约 1,400 万吨，较上年增长 16.96%。考虑到我国居民膳食习惯和对高价猪肉进行替代，预计未来我国鸡肉消费量可能保持小幅增长。

价格方面，受 2015—2018 年连续四年祖代鸡供给处于低位影响，商品代鸡价波动上升。截至 2019 年底，白条鸡平均批发价格上涨至 18.79 元/公斤，较上年同期增长 13.81%，成为近年来的最高点。2020 年以来，随着供给逐步宽松，白条鸡平均批发价格逐步回落。

四、管理分析

跟踪期内，公司治理层和管理层正常换届，对公司整体运营管理情况影响较小；公司主要管理制度连续，管理运作正常。

2019 年 6 月，公司召开 2019 年第一次临时股东大会，对董事会、股东代表监事进行了正常换届选举。本次换届后，董事会人数由 7 位（含 3 位独立董事）变更为 8 人（含 3 位独立董事）；其中，非独立董事中新增邓成，独立董事中温铁军和胡智变更为陈焕春和蔡曼莉。公司监事会构成无变化。公司高级管理人员中，副总裁先荣任期满离任，财务总监王述华升任副总裁并兼任原职。

公司董事、监事及高级管理人员变动较小，主要业务人员及技术人员较稳定，管理制度未发生重大变更。

表 1 2019 年公司董事及高级管理人员变动情况

分类	变更前		变更后		备注
	职务	姓名	职务	姓名	
董事会	独立董事	温铁军	独立董事	陈焕春	-
	独立董事	胡智	独立董事	蔡曼莉	-
	总裁	邓成	董事、总裁	邓成	
高级管理人员	财务总监	王述华	副总裁、财务总监	王述华	--
	副总裁、信息总监	先荣	--	--	任期满离任

资料来源：公司年报，联合评级整理

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，得益于业务规模扩大，公司营业收入有所增长，主营业务突出；受益于猪产业板块毛利率的大幅提升，综合毛利率有所提升；公司营业收入主要来自于国内。

公司主营业务包括饲料、禽产业、猪产业和食品等。2019 年，公司经营模式和主要产品较上年未发生重大变化。得益于业务规模扩大，2019 年，公司实现营业收入 820.51 亿元，较上年增长 18.80%；实现净利润 61.81 亿元，较上年增长 1.27 倍，主要系饲料、禽产业、猪产业和食品等主要板块毛利率均有所提升所致。

2019 年，公司主营业务收入占营业收入的比重为 99.71%，主营业务十分突出。从收入结构上看，饲料、禽产业和猪产业仍是公司收入和利润的主要来源。2019 年，饲料业务收入 424.31 亿元，较上年增长 7.64%，主要系禽价高位运行引发了禽养殖产能扩张，带动公司禽料销量和售价上升所致；占营业收入的比重由上年的 57.07% 下降了 5.35 个百分点至 51.72%。2019 年，禽产业收入 213.59 亿元，较上年增长 14.54%，主要系鸡一体化产品的销量和售价上升所致；占营业收入的比重由上年的 27.00% 下降了 0.97 个百分点至 26.03%。2019 年，猪产业收入 74.87 亿元，较上年增长 1.32 倍，主要系生猪销量和售价均有所上升所致；占营业收入的比重由上年的 4.67% 上升了 4.45 个百分点至 9.12%。2019 年，食品业务收入 71.49 亿元，较上年增长 31.54%，主要系公司优化销售渠道后，各类深加工肉制品和预制菜销量增长所致；占营业收入的比重由上年的 7.87% 上升了 0.84 个百分点至 8.71%。商贸业务主要为饲料原材料贸易，2019 年，商贸业务收入 28.53 亿元，较上年增长 67.53%，主要系饲料原材料销量增加所致；占营业收入比重较小。其他业务包括饲料及养殖设备的生产销售、鸭绒等副产品的加工销售、对外担保业务等，占比较小，对营业收入影响较小。

表 2 2017 - 2019 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
饲料	355.68	56.85	7.43	394.19	57.07	7.62	424.31	51.72	8.10
禽产业	170.36	27.23	6.17	186.47	27.00	8.54	213.59	26.03	10.65
猪产业	25.22	4.03	26.87	32.25	4.67	16.23	74.87	9.12	38.53
食品	57.80	9.24	9.41	54.35	7.87	12.92	71.49	8.71	13.47
商贸	11.60	1.85	3.69	17.03	2.47	7.98	28.53	3.48	5.66
其他	5.01	0.80	28.19	6.34	0.92	11.69	7.72	0.94	23.10
合计	625.67	100.00	8.15	690.63	100.00	8.73	820.51	100.00	12.07

资料来源：公司提供

从毛利率水平看，2019年，饲料业务毛利率由上年的7.62%小幅上升至8.10%，主要系采购成本优化和生产效率提高所致。2019年，禽产业毛利率由上年的8.54%上升了2.11个百分点至10.65%，主要系鸡一体化产品售价提高所致。2019年，猪产业毛利率由上年的16.23%大幅上升22.30个百分点至38.53%，主要系2019年猪价大幅上涨所致。2019年，食品业务毛利率由上年的12.92%小幅上升至13.47%，主要系公司不断推出创新产品、高毛利品类销量占比提升所致。2019年，商贸业务毛利率由上年的7.98%下降了2.32个百分点至5.66%，主要系饲料原材料贸易价格波动所致。2019年，其他业务毛利率由上年的11.69%上升了11.41个百分点至23.10%，主要系不同业务的收入占比变化所致。受益于猪产业板块毛利率的大幅提升，2019年公司综合毛利率由上年的8.73%上升3.34个百分点至12.07%。

从公司产品销售的区域分布来看，2019年，公司销售收入仍主要来自于国内，国内销售占比由上年的90.41%小幅下降至88.92%，国外收入主要来自于印度尼西亚、越南、新加坡、菲律宾、缅甸、老挝、柬埔寨等东南亚国家。

表3 2017-2019年公司营业收入分布区域（单位：亿元、%）

区域	2017年		2018年		2019年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内	571.51	91.34	624.39	90.41	729.56	88.92
国外	54.16	8.66	66.24	9.59	90.95	11.08
合计	625.67	100.00	690.63	100.00	820.51	100.00

资料来源：公司提供

2020年1-3月，公司实现营业收入205.68亿元，较上年同期增长26.87%，主要系饲料和生猪销量增加，且生猪价格较上年同期大幅上涨所致；实现净利润20.08亿元，较上年增长1.20倍。

2. 饲料

2019年，公司主要原材料采购量有所增长，采购价格较为稳定；采购集中度不高，不存在对单一供应商依赖。公司饲料生产规模较大，产能利用率处于行业较好水平。公司饲料销售仍以经销为主；占比较大的禽饲料销量和均价均有所增长，其余主要饲料品种的销量与价格较为稳定；公司产销率保持在较高水平，客户集中度仍很低。

（1）采购

2019年，公司采购模式以及采购主要原材料均未发生重大变化；采购的主要原材料为玉米（占65.34%）和豆粕（占25.46%）。

由于饲料产销量增长，玉米采购方面，2019年，玉米采购量为735.73万吨，较上年增长6.02%；玉米采购均价为1,937.01元/吨，较上年变化不大。豆粕采购方面，2019年，豆粕采购量为188.20万吨，较上年增长7.35%；豆粕采购均价为2,950.00元/吨，较上年下降9.64%，主要系部分豆粕通过商贸业务内部采购所致。

表4 2017-2019年公司饲料业务主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨、万元）

项目	2017年			2018年			2019年		
	采购量	采购均价	采购额	采购量	采购均价	采购额	采购量	采购均价	采购额
玉米	648.27	1,814.58	1,176,337.78	693.94	1,932.84	1,341,274.99	735.73	1,937.01	1,425,116.37
豆粕	197.82	3,071.77	607,657.54	175.31	3,264.72	572,338.06	188.20	2,950.00	555,190.00
花生粕	13.33	2,822.79	37,627.79	16.22	2,817.00	45,691.74	12.60	2,880.00	36,288.00

赖氨酸	9.03	4,929.25	44,511.13	9.19	4,645.64	42,693.43	12.50	4,221.28	52,766.00
棉粕	6.10	2,718.42	16,582.36	12.32	2,897.18	35,693.26	7.07	2,851.00	20,156.57
蛋氨酸	3.39	21,235.35	71,987.84	1.12	18,534.52	20,758.66	1.87	16,930.00	31,659.10
小麦	48.22	1,958.26	94,427.30	10.30	1,972.31	20,314.79	29.00	2,060.00	59,740.00
合计	926.16	--	2,049,131.73	918.40	--	2,078,764.94	986.97	--	2,180,916.04

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司采购结算方式未发生重大变化。公司前五大供应商（均非关联方）大部分产生自饲料板块。2019年，公司前五大供应商集中度由上年的9.65%下降至9.00%，集中度不高，不存在对单一供应商依赖。

（2）生产

2019年，公司饲料生产模式仍为“以销定产”。截至2019年底，公司共有281家饲料厂，饲料年产能3,600.00万吨，位居国内第一，世界前三。

2019年，公司饲料产能较上年变化不大。2019年，公司饲料产量为1,870.00万吨，较上年增长9.05%，主要系销量增长所致；产能利用率由上年的47.98%上升至51.94%；考虑到我国饲料行业产能利用率普遍在40%~50%之间，公司饲料产能利用率较好。

表5 2017-2019年公司饲料业务产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
猪饲料	851.58	407.57	47.86	922.87	442.79	47.98	763.59	396.64	51.94
禽饲料	2,069.57	990.49	47.86	2,284.51	1,096.11	47.98	2,541.41	1,320.12	51.94
水产料	179.74	86.02	47.86	222.28	106.65	47.98	225.61	117.19	51.94
其他料	185.57	88.81	47.86	144.33	69.25	47.98	69.42	36.06	51.94
合计	3,286.46	1,572.90	47.86	3,573.99	1,714.80	47.98	3,600.00	1,870.00	51.94

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

（3）销售

2019年，公司销售模式未发生重大变化；仍以经销模式为主（占63%）。

销量方面，2019年，猪饲料销量为398.00万吨，较上年下降9.54%，主要系全国出栏生猪数量减少所致；禽饲料销量为1,319.00万吨，较上年增长21.11%，主要系禽价和猪价高位运行引发全国禽产业产能的恢复性和替代性扩张所致；水产料销量为119.00万吨，较上年增长12.30%，主要系公司加强新品研发和销售服务所致；其他料销量占比较小。

价格方面，2019年，公司主要饲料销售均价较上年变化不大。其中，猪饲料销售均价为2,812.13元/吨，较上年下降2.65%；禽饲料销售均价为2,536.00元/吨，较上年增长0.98%；水产料销售均价为3,455.42元/吨，较上年下降2.89%；其他料销售均价波动较大，主要系产品结构变化所致。

产销率方面，2019年，公司饲料产品产销率由上年的99.36%提升至100.11%。

表6 2017-2019年公司饲料业务主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
猪饲料	407.41	2,877.63	99.96	439.97	2,888.71	99.36	398.00	2,812.13	100.34
禽饲料	990.11	2,451.36	99.96	1,089.12	2,511.42	99.36	1,319.00	2,536.00	99.92

水产料	85.99	3,499.42	99.97	105.97	3,558.41	99.36	119.00	3,455.42	101.54
其他料	88.78	3,524.41	99.97	68.81	3,392.25	99.36	36.00	5,216.33	99.83
合计	1,572.29	--	99.96	1,703.87	--	99.36	1,872.00	--	100.11

注：表中数据为合并抵消前的数据
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司饲料销售结算方式未发生重大变化。公司主要采取现款现货的信用政策；对于一些有较好合作基础的客户，经公司内部综合考评后，一般会给予不超过 30 天的赊销期限；对于猪料、水产料的销售，因下游养殖周期较长，公司会结合行业销售特点，给予客户一定的赊销期限；公司饲料业务回款良好。客户集中度方面，由于公司饲料业务下游客户为经销商和养殖户，客户集中度很低。

3. 禽产业

2019 年，公司禽产业板块通过实施关停并转落后产能、控制禽产品的销售规模、减少库存等战略，其产能有所下降；叠加 2019 年处于禽养殖行业高景气周期，公司禽产品的售价有所提升。公司禽产业下游客户集中度仍很低。

(1) 采购

2019 年，公司采购模式以及采购主要品种均未发生重大变化。种禽采购仍采取“以产定采”的采购模式。兽药采购仍采取总部集中、统一采购的模式；公司对兽药库存进行严格管理，将兽药库存严格控制在 20 天以内。养殖及屠宰设备采购方面，公司根据设计规划和工艺流程向供应商提出成套定制化产品需求和技术要求，委托供应商进行成套设备的设计、制造、安装、调试及试生产工作。

(2) 生产

2019 年，公司市场模式未发生重大变化。种禽养殖仍实行“自养自繁”模式；商品代禽养殖实行以“公司+农户”合作养殖为主，一体化自养为辅；禽屠宰方面，公司以市场为导向，根据放养合同安排宰杀计划。截至 2019 年底，公司下属禽类养殖场 74 家，设计规模种鸡 247 万套、种鸭 10,867 单元；并拥有肉鸡 4.63 亿只/年、肉鸭 5.85 亿只/年的屠宰加工能力，位居行业前列。

2019 年，鸡一体化业务产能为 86.95 万吨/年，较上年增长 3.25%；产量为 72.77 万吨，较上年增长 9.86%，主要系销量增加所致。2019 年，鸭一体化业务产能为 127.10 万吨/年，较上年下降 9.72%，主要系公司关停并转落后产能所致；产量为 109.41 万吨，较上年下降 1.20%。受此影响，2019 年，禽产业板块的产能利用率由上年的 78.66% 上升了 6.48 个百分点至 85.14%。

表 7 2017 - 2019 年公司禽产业板块产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
鸡一体化	101.32	76.94	75.94	84.21	66.24	78.66	86.95	72.77	83.69
鸭一体化	151.32	114.90	75.93	140.79	110.74	78.66	127.10	109.41	86.08
合计	252.63	191.84	75.94	225.00	176.98	78.66	214.05	182.19	85.14

注：表中数据为合并抵消前的数据
资料来源：公司提供

(3) 销售

2019 年，公司禽产业的主要产品仍为禽肉和禽苗两类。销售模式方面，禽肉销售仍以订单式销售为主；禽苗销售仍主要通过控制孵化量实施计划销售。

2019年，鸡一体化业务销量为72.52万吨，较上年增长8.19%，主要系猪肉高价运行，大众对鸡肉的替代性需求增加所致；销售均价为11,871.22元/吨，较上年增长20.40%，主要系禽产业供给收缩环境下，总需求增加所致。2019年，鸭一体化业务销量为108.56万吨，较上年下降3.16%；销售均价为9,057.36元/吨，较上年变化不大。2019年，禽产业板块产销率仍保持在100.00%左右。

表8 2017-2019年公司禽板块主要产品销售情况(单位:万吨、元/吨、%)

项目	2017年			2018年			2019年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
鸡一体化	76.34	8,386.57	99.22	67.03	9,859.63	101.19	72.52	11,871.22	99.65
鸭一体化	113.47	7,219.52	98.76	112.10	9,150.60	101.23	108.56	9,057.36	99.22
合计	189.81	--	98.94	179.13	--	101.21	181.07	--	99.39

注:表中数据为合并抵消前的数据
资料来源:公司提供

跟踪期内，公司禽产业销售结算方式未发生重大变化；仍主要为现款现货；存在少量赊销，账期最长30天。客户集中度方面，公司前五大客户主要来自禽产业板块。2019年，公司前五大客户销售额占同期销售总额比例由上年的2.72%下降至2.54%，客户集中度仍属很低。

4. 猪产业

2019年，公司猪产业目前主要业务为生猪养殖，所需饲料全部由公司自供；公司生猪养殖业务产能快速扩张，产量大幅增长；受猪周期处于高位和非洲猪瘟影响，猪板块销售价格大幅提高，销售回款较好。

(1) 采购

猪产业板块是公司未来发展的战略重点；主要业务为生猪养殖。2019年，公司生猪养殖成本中，饲料占比大致为41.00%，全部由公司内部提供；药品等动保产品占比大致为4.00%，由公司“以产定采，统谈分签”的模式进行采购，采购均价较稳定；其他成本为人工成本、猪场固定资产折旧、部分仔猪采购成本等，种类较多。

(2) 生产

2019年，公司生猪养殖模式未发生重大变化。公司所需猪场大部分通过自建方式取得，少部分通过外部租赁方式取得，仔猪由公司内部供应，并在肥育过程中采用自养与“公司+农户”合作代养相结合的养殖方式。截至2019年底，公司下属生猪养殖场71家，已完成约993万头生猪养殖产能布局，在建的生猪养殖产能650万头，另有已完成土地签约或储备的生猪养殖产能超4,350万头，理论上可达到的最大生猪养殖产能约6,000万头。

2019年，公司生猪养殖产能为993.51万头/年，较上年增长1.48倍，主要系公司向生猪养殖业务战略转型所致；生猪产量为354.99万头，较上年增长29.01%。生猪产量增速低于产能增速主要系公司目前竣工的产能以种猪场为主，投放品种主要为祖代猪和后备母猪，商品猪产出有时滞所致。受此影响，2019年，公司生猪养殖产能利用率由上年的63.84%下降至35.73%。

表9 2017-2019年公司生猪养殖业务产能及产量情况(单位:万头/年、万头、%)

项目	2017年			2018年			2019年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
生猪养殖	300.00	239.96	79.99	400.00	255.37	63.84	993.51	354.99	35.73

注:表中数据为合并抵消后的数据
资料来源:公司提供

(3) 销售

2019年，公司生猪销售模式未发生重大变化。

销售量方面，2019年，公司生猪销量为354.99万头，较上年增长39.01%。销售价格方面，受2018年猪周期处于下行阶段、突发非洲猪瘟和2019年猪周期进入景气阶段影响，2019年，生猪销售均价为22.73元/公斤，较上年增长78.69%。2019年，公司生猪养殖产销率仍保持100.00%。2019年，公司猪板块业务结算仍主要为现款现货。

表10 2017-2019年公司生猪养殖业务主要产品销售情况(单位:万头、元/公斤、%)

项目	2017年			2018年			2019年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
生猪养殖	239.96	14.96	100.00	255.37	12.72	100.00	354.99	22.73	100.00

注:2017年包含内销,2018年起统计口径转变为不含内销
资料来源:公司提供

5. 食品

2019年,受猪周期处于高位和非洲猪瘟影响,公司收猪困难、产量不足,屠宰分割业务产销量均有所下降,但销售价格大幅提高。公司食品加工业务的产销量均有所提升,销售价格整体稳定。

(1) 屠宰分割

公司将禽屠宰并入禽产业板块,猪屠宰并入食品板块中的屠宰分割。跟踪期内,公司屠宰分割板块采购模式未发生重大变化,仍主要在当地按市价采购生猪;生产模式未发生重大变化,仍采用订单式生产和市场导向式生产相结合的生产模式。

2019年,公司屠宰产能为55.38万吨/年,较上年增长5.99%,主要系公司新设屠宰类子公司所致。2019年,屠宰产生的生食(猪产品)产量为23.40万吨,较上年下降16.10%,主要系非洲猪瘟导致生猪出栏量减少、收猪困难所致。受此影响,2019年,屠宰分割端的产能利用率由上年的53.38%下降至42.25%。

表11 2017-2019年公司屠宰分割业务产能及产量情况(单位:万吨/年、万吨、%)

项目	2017年			2018年			2019年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
生食(猪产品)	52.37	26.51	50.62	52.25	27.89	53.38	55.38	23.40	42.25

注:表中数据为合并抵消前的数据
资料来源:公司提供

2019年,公司屠宰分割端销售模式未发生重大变化,仍主要采用经销、直销和合作经营三种销售模式。受收猪困难、产量不足影响,2019年生食(猪产品)的销量为23.26万吨,较上年下降16.42%;产销率仍保持在100%左右。受2018年猪周期下行阶段、突发非洲猪瘟和2019年猪周期进入景气阶段影响,2019年,生食(猪产品)的销售均价为21,393.12元/吨,较上年增长61.73%。2019年,公司屠宰分割端销售结算周期仍在30天左右。

表12 2017-2019年公司屠宰分割业务主要产品销售情况(单位:万吨、元/吨、%)

项目	2017年			2018年			2019年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
生食(猪产品)	26.52	15,222.09	100.04	27.83	13,228.04	99.78	23.26	21,393.12	99.40

注:表中数据为合并抵消前的数据
资料来源:公司提供

(2) 食品加工

公司食品加工业务主要产品为以调理品和熟食为主的肉制品和预制菜。2019年，公司食品加工业务采购模式未发生重大变化，所需鸡鸭类原材料仍全部由公司内部提供；所需猪类原材料的约20%由公司自供。2019年，公司食品加工业务的生产模式仍采用多品种批量柔性生产模式。

2019年，公司肉制品和预制菜产品的产能为21.12万吨/年，较上年变化不大；产量为17.79万吨，较上年增长15.29%，主要系销量增加所致。受此影响，2019年公司食品加工业务产能利用率由上年的74.61%提升至84.23%。

表13 2017-2019年公司食品加工业务主要产品产能及产量情况(单位:万吨/年、万吨、%)

项目	2017年			2018年			2019年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
肉制品和预制菜	22.63	16.98	75.03	20.68	15.43	74.61	21.12	17.79	84.23

注:表中数据为合并抵消前的数据
资料来源:公司提供

2019年，公司食品加工业务销售模式未发生重大变化，仍主要采用渠道销售和连锁直销相结合的销售模式，并注重打造亿元单品。2019年，肉制品和预制菜销量为17.66万吨，较上年增长17.97%，主要系亿元单品销量增加，以及面向商超、电商、新零售等新兴渠道拓宽所致。2019年，食品加工业务销售均价为15,799.06元/吨，较上年增长3.13%。2019年，公司食品加工业务产销率由上年的97.02%提升至99.26%。

2019年，公司食品加工业务的销售结算方式未发生重大变化；传统渠道的主要结算方式仍为现款现货，新兴渠道的账期一般不超过30天。

表14 2017-2019年公司食品加工业务主要产品销售情况(单位:万吨、元/吨、%)

项目	2017年			2018年			2019年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
肉制品和预制菜	16.20	16,911.37	95.41	14.97	15,320.12	97.02	17.66	15,799.06	99.26

注:表中数据为合并抵消前的数据
资料来源:公司提供

6. 境外生产情况

目前，公司海外业务以饲料为主，并逐渐布局畜禽养殖业务，已成为公司营业收入的有益补充和后备增长点。

截至2020年3月底，公司境外生产经营主体为海外特区战略业务单元；海外特区内设1个投资平台、7个经营片区和2个独立公司，投资平台是指新加坡平台，7大片区主要集中于东南亚区域，并逐渐向非洲、东欧等地区延伸。

截至2020年3月底，公司海外业务范围覆盖饲料、畜禽养殖、商贸等领域，共有从事饲料经营的分子公司37家(其中处于筹建阶段的1家)，同时，公司逐渐在海外布局畜禽养殖业务，共有从事禽产业的分子公司4家(其中处于筹建阶段的1家)，从事其他业态的分子公司3家(2家烘干项目，1家印尼食品项目)。此外，公司还有6家海外分子公司从事贸易业务。

2019年，随着公司海外业务布局增加，公司海外特区营业收入较上年增长37.30%至90.95亿元；占营业收入的比例由9.59%上升至11.08%。2019年，公司海外业务采购模式仍主要为期货采购；销售模式仍以经销为主，结算方式仍为现款现货，少数情况下会有30~40天账期。

7. 在建工程

跟踪期内，公司在建项目围绕生猪养殖进行布局，尚需投资规模较大，面临一定的资金支出压力；项目建成后，公司综合实力有望进一步提升。

公司在建项目主要内容为生猪养殖。截至 2020 年 3 月底，公司主要在建工程计划投资额为 92.41 亿元，已完成投资 31.46 亿元；未来尚需投资 60.95 亿元，公司面临一定的资金支出压力。随着公司在建项目逐步建成达产，核心业务板块产能将进一步增长，综合实力有望进一步增强。

表 15 截至 2020 年 3 月底公司主要在建工程情况（单位：万元）

序号	项目名称	建设内容	计划投资	已投资	尚需投资
1	广西宁明华侨农场项目	生猪养殖	83,926.00	1,350.76	82,575.24
2	河北深泽大兴项目	生猪养殖	81,796.00	15,994.74	65,801.26
3	河北辛集后杜科项目	生猪养殖	69,572.00	25,396.00	44,176.32
4	甘肃靖远红丰项目	生猪养殖	62,062.00	32,816.13	29,245.64
5	河北唐山丰南刘迁庄项目（二期）	生猪养殖	55,000.00	19,362.86	35,637.14
6	越南平福项目	生猪养殖	50,646.00	16,825.20	33,820.80
7	山东菏泽曹县前刘村东项目	生猪养殖	47,550.00	12,184.16	35,365.84
8	辽宁新民沉檀木项目	生猪养殖	47,072.00	32,121.64	14,950.36
9	河北内丘西北岭项目	生猪养殖	42,855.00	15,853.00	27,001.53
10	湖北襄阳古岭项目	生猪养殖	41,140.00	10,846.07	30,293.93
11	广西来宾象州大蒙项目	生猪养殖	38,500.00	11,078.22	27,421.78
12	山东夏津夏庄项目	生猪养殖	38,331.00	6,926.00	31,405.04
13	河南汤阴尚家庵项目	生猪养殖	37,800.00	27,357.41	10,442.31
14	辽宁黑山高家项目	生猪养殖	35,933.00	3,700.29	32,232.58
15	辽宁黑山卧牛项目	生猪养殖	34,523.00	10,641.45	23,881.82
16	河南台前高庙项目	生猪养殖	32,710.00	16,313.18	16,396.40
17	河北阳原浮图讲项目	生猪养殖	31,855.00	1,036.90	30,818.10
18	陕西临渭蔺店项目	生猪养殖	31,667.00	20,105.73	11,561.44
19	陕西临渭故市项目	生猪养殖	31,237.00	19,587.44	11,649.41
20	辽宁康平北三家子种猪场项目	生猪养殖	29,943.00	15,130.20	14,812.80
合计		--	924,118.00	314,627.37	609,489.74

资料来源：公司提供

8. 经营关注

（1）食品安全风险

公司是以饲料生产、畜禽养殖、屠宰及肉类加工销售等业务为主业的大型现代化农牧企业，食品安全是影响公司声誉和经营的重要因素。如出现产品质量和食品安全问题，将会对公司品牌形象和经营业绩带来不利影响。

（2）多元化经营管理风险

公司业务板块众多，管理体系庞大。尽管具有产业链一体化优势，但下属子公司多达 573 家，受国家政策、上下游行业联动、行业周期性等多重因素影响，如果公司管理水平和风控能力不能与业务发展速度相匹配，容易出现多元化经营管理风险。

（3）境外经营风险

根据公司“做深海外”战略目标，未来公司境外业务的区域布局将进一步扩张。不同国家在监管体系、文化习俗、宗教信仰等方面存在较大差异，因此公司的境外生产经营面临着合规风险、

文化风险、管理风险、人才风险和政治风险。

(4) 汇率波动风险

一方面饲料生产企业的原料采购呈现出全球化趋势，另一方面公司境外业务涉及到大量跨境资金往来与结算，因而受到汇率的影响越来越大。随着近年来的国际贸易和经济局势复杂化，人民币汇率波动频繁且幅度较大，对公司的外汇管理能力形成挑战。

(5) 畜、禽价格波动风险

畜禽类产品的市场价格受市场供求关系、养殖成本、疫情及自然灾害等因素的影响而有所波动。结合生猪等养殖子行业规模化程度较低，容易非理性扩大养殖规模，造成产品价格周期性波动等问题。当畜、禽行业处于下行周期时，公司面临一定的经营业绩下滑风险。

(6) 在建工程尚需投入规模较大，公司面临一定的资金支出压力

公司对生猪养殖项目投入较大，截至 2020 年 3 月底，公司主要在建工程计划投资额为 92.41 亿元，未来尚需投资 60.95 亿元，面临一定的资金支出压力。而且考虑到目前猪价较高带动全国生猪产能较快恢复，公司在建工程能否取得预期投资回报存在一定的不确定性。

(7) 新冠肺炎可能对公司养殖业务和海外业务造成一定影响

2019 年底以来，新冠肺炎全球蔓延趋势不减，对公司养殖业务和海外业务可能造成一定影响。养殖业务方面，新冠肺炎可能从道路阻断等方面影响供给，从而导致公司所需豆粕、玉米等原材料价格上涨；也可能从经济增速滞缓等方面影响居民购买力，从而导致公司下游需求缩减。海外业务方面，新冠肺炎一定程度上引起各国民粹主义和逆全球化思潮，可能对公司海外运营与扩张形成一定阻力。

9. 未来发展

公司未来主营业务方向清晰，发展规划整体定位明确，有利于其核心竞争力的持续提升。

公司将遵循“做强饲料、做大养猪、做精肉禽、做优食品、做深海外”战略发展规划，不断向上下游延伸产业链：升级饲料运营模式、提升禽产业和猪产业规模、发挥全产业链优势做好食品业务，推动海外业务长期发展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年合并财务报表已经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留审计意见。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和各项有关规定编制。2020 年一季度财务数据未经审计。

2019 年，公司合并范围新增子公司 96 家，不再纳入合并范围的子公司 36 家，共包括 573 家子公司。截至 2020 年 3 月底，公司合并范围内子公司共 600 家。新增或减少的子公司规模较小，对公司整体影响不大，公司会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司合并资产总额 642.18 亿元，负债总额 315.68 亿元，所有者权益（含少数股东权益）326.50 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 260.62 亿元。2019 年，公司实现营业总收入 820.51 亿元，净利润（含少数股东损益）61.81 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 50.42 亿元；经营活动产生的现金流量净额 44.37 亿元，现金及现金等价物净增加额 3.21 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额 777.89 亿元，负债合计 421.41 亿元，所有者权益（含少数股东权益）356.47 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 285.09 亿元。2020 年 1—3 月，

公司实现营业总收入 205.68 亿元，净利润（含少数股东损益）20.08 亿元，其中归属于母公司净利润 16.27 亿元；经营活动现金流量净额为 1.58 亿元，现金及现金等价物净增加额为 46.18 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，随着公司加大对猪产业的投资力度，公司资产规模大幅增长，资产结构以非流动资产为主；流动资产中货币资金和存货占比较高；非流动资产中长期股权投资、固定资产和在建工程占比较高，公司受限资产比例很低，整体资产质量较好。

（1）流动资产

截至 2019 年底，公司合并资产总额为 642.18 亿元，较年初增长 33.94%；流动资产和非流动资产占比分别为 26.75% 和 73.25%，资产结构以非流动资产为主。

流动资产方面，截至 2019 年底，公司流动资产总额 171.79 亿元，较年初增长 26.40%，主要由货币资金（占 33.63%）、应收账款（占 5.20%）和存货（占 54.18%）构成。

截至 2019 年底，公司货币资金 57.77 亿元，较年初增长 5.99%；货币资金包括库存现金（占 0.12%）、银行存款（占 92.65%）和其他货币资金（占 7.22%）。公司使用受限的货币资金总额为 0.85 亿元，用于购买期货及提供担保公司保证金等，占货币资金比例为 1.47%，受限比例很低。

截至 2019 年底，公司应收账款账面价值 8.94 亿元，较年初增长 57.53%，主要系有一定账期的新兴渠道销售占比提升所致。公司坏账准备分为按单项计提（占 2.43%）和按组合计提（占 97.57%）。按组合计提进一步分为境外风险组合（占 37.68%，其中低风险及以下占 77.61%）和境内风险组合（占 62.32%，其中低风险及以下占 76.73%）。截至 2019 年底，公司应收账款坏账准备 2.55 亿元，计提比例为 22.16%，计提充分。公司全部应收账款中，账龄 1 年以内的占 83.91%，账龄较短。公司前五名应收账款合计占全部应收账款的比例为 12.22%，集中度低。

截至 2019 年底，公司存货账面价值 93.08 亿元，较年初增长 72.53%，主要系近年来在建的养殖板块产能释放，生猪和肉鸡存栏量增加所致。存货主要由原材料（占 35.54%）、库存商品（占 21.44%）和消耗性生物资产（占 40.00%）等构成。截至 2019 年底，公司共计提跌价准备 1.47 亿元，计提比例 1.55%，主要为对库存商品和消耗性生物资产计提的跌价准备。生猪及禽类价格波动性较大，公司存货面临着一定跌价风险。

（2）非流动资产

截至 2019 年底，公司非流动资产总额 470.39 亿元，较年初增长 36.93%，主要由长期股权投资（占 44.90%）、固定资产（占 29.39%）、生产性生物资产（占 5.34%）和在建工程（占 10.09%）构成。

截至 2019 年底，公司长期股权投资账面价值 211.22 亿元，较年初增长 12.78%，主要系确认联营企业中国民生银行股份有限公司（股票简称“民生银行”，股票代码“600016.SH”）投资收益 22.47 亿元所致；公司长期股权投资主要由对民生银行的持股构成（占 91.15%）；公司未对民生银行的长期股权投资计提减值准备。截至 2019 年底，公司持有民生银行股份 182,832.74 万股，持股比例为 4.18%，是民生银行第五大股东。

截至 2019 年底，公司固定资产账面价值 138.25 亿元，较年初增长 58.00%，主要系猪产业相关养殖项目从在建工程转入所致。其中，固定资产清理占 0.03%，固定资产占 99.97%；后者主要由房屋及建筑物（占 54.98%）和机器设备（占 39.61%）构成。截至 2019 年底，公司固定资产累计计提折旧 55.22 亿元，累计计提减值准备 0.88 亿元，成新率为 71.13%，成新率尚可。

截至 2019 年底，公司生产性生物资产账面价值 25.11 亿元，较年初大幅增长 3.84 倍，主要系

种猪和种禽增加所致。公司生产性生物资产由未成熟（占 53.15%）和成熟（占 46.85%）两类构成，累计计提 2.18 亿元折旧，未计提减值准备。

截至 2019 年底，公司在建工程账面价值 47.46 亿元，较年初增长 85.27%，主要系新建猪场和商品代禽自养基地增加所致；公司累计对在建工程计提 354.84 万元减值准备，计提比例 0.07%。公司对猪产业持续大力投入，若后续在建工程不能顺利达产并取得预期投资回报，公司面临一定的资产减值风险和盈利波动风险。

截至 2019 年底，公司使用受限的资产账面价值共计 2.97 亿元，占总资产的比例为 0.46%，受限比例很低。

表 16 截至 2019 年底公司受限资产情况（单位：万元、%）

项目	受限账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	8,484.73	0.13	购买期货、担保公司保证金等
固定资产	7,812.29	0.12	用作长、短期借款抵押物
无形资产	2,810.69	0.04	用作长、短期借款抵押物
消耗性生物资产	3,451.77	0.05	用作短期借款抵押物
长期股权投资	7,112.00	0.11	用作长期借款、一年内到期的非流动负债质押物
合计	29,671.48	0.46	--

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年 3 月底，公司资产合计 777.89 亿元，较年初增长 21.13%，主要流动资产中的货币资金和存货增加所致；其中流动资产占 32.78%，非流动资产占 67.22%，公司资产结构较年初变动较小。

3. 负债及所有者权益

跟踪期内，由于长、短期借款大幅增加，以及发行可转换公司债券，公司负债规模大幅增长，仍以流动负债为主；公司整体债务负担有所加重，但仍处于合理水平，债务结构有待调整。公司所有者权益有所增长，但未分配利润占比仍较高，权益结构稳定性一般。

(1) 负债

截至 2019 年底，公司负债总额 315.68 亿元，较年初增长 53.18%，主要系流动负债增加所致；以流动负债为主，占比为 82.98%。

截至 2019 年底，公司流动负债合计 261.96 亿元，较年初增长 42.67%，主要由短期借款（占 52.00%）、应付账款（占 18.96%）、预收款项（占 5.14%）和其他应付款（占 14.69%）构成。

截至 2019 年底，公司短期借款合计 136.21 亿元，较年初增长 64.67%，主要系公司业务规模扩大，日常经营所需流动资金增加所致。公司短期借款主要由信用借款（占 46.71%）、票据贴现借款（占 34.75%）和保证借款（占 16.68%）构成。其中，票据贴现借款产生于公司内部采用票据结算的购销交易，收款方将所取得的票据在新希望财务有限公司提前贴现，因具有融资性质，在合并报表上将应付票据结转到短期借款。

截至 2019 年底，公司应付账款 49.66 亿元，较年初增长 33.09%，主要系业务规模扩大、采购增加所致。

截至 2019 年底，公司预收款项 13.47 亿元，较年初增长 71.50%，主要系饲料板块预收下游客户款增加所致。

截至 2019 年底，公司其他应付款 38.49 亿元，较年初增长 67.60%，主要系公司向更多的商品

代自养或委托代养转型，与公司合作的养殖户增加，向养殖户暂收押金、保证金增加所致；其他应付款由应付利息（占 1.19%）、应付股利（占 5.06%）和其他应付款（占 93.75%）构成。

截至 2019 年底，公司非流动负债合计 53.72 亿元，较年初增长 1.39 倍，主要系长期借款增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 92.23%）和递延收益（占 5.30%）构成。

截至 2019 年底，公司长期借款 49.54 亿元，较年初增长 1.72 倍，主要系公司扩大生猪养殖场和商品代禽自养基地的投资建设规模，项目建设所需资金量较大所致；公司长期借款主要由保证借款（占 15.22%）和信用借款（占 79.65%）构成。公司将在 2021 年和 2022 年分别偿还 14.46 亿元和 22.51 亿元，其余部分偿还时间分布在 2024 年及以后，集中偿付压力尚可。

截至 2019 年底，公司递延收益 2.85 亿元，较年初下降 0.94%。公司递延收益主要为政府补助。

全部债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务 199.78 亿元，较年初增长 57.39%，主要系长、短期借款均大幅增加所致；其中短期债务占 75.17%，长期债务占 24.83%，债务结构以短期债务为主，短期偿债压力大。截至 2019 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 49.16%、37.96% 和 13.19%，分别较年初上升了 6.17 个百分点、6.25 个百分点和 6.89 个百分点；整体债务负担仍处于合理水平，但债务结构有待调整。

截至 2020 年 3 月底，公司负债合计 421.41 亿元，较年初增长 33.49%，主要系非流动负债增加所致。其中流动负债和非流动负债占比分别为 65.30% 和 34.70%，仍以流动负债为主。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务合计 292.30 亿元，较年初增长 46.31%，主要系长期借款增加以及发行“希望转债”所致。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 54.17%、45.05% 和 28.50%，分别较上年底上升了 5.02 个百分点、7.09 个百分点和 15.31 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益合计 326.50 亿元，较年初增长 19.44%；其中归属于母公司所有者权益占 79.82%；归属于母公司所有者权益中，股本占 16.18%，资本公积占 9.62%，盈余公积占 9.21%，未分配利润占 67.49%。所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益合计 356.47 亿元，较年初增长 9.18%，主要系未分配利润增加及发行可转换公司债券导致其他权益工具增加所致；所有者权益构成较上年底变化不大。

4. 盈利能力

得益于业务规模扩大及养殖行业高景气周期，2019 年，公司营业收入规模有所增长，投资收益对营业利润的贡献大，整体盈利能力大幅提升。

得益于业务规模扩大，2019 年，公司实现营业收入 820.51 亿元，较上年增长 18.80%；实现净利润 61.81 亿元，较上年增长 1.27 倍，主要系饲料、禽产业、猪产业和食品等主要板块毛利率均有所提升所致。

费用控制方面，2019 年，公司期间费用合计 51.23 亿元，较上年增长 23.89%，主要系管理费用增加所致。其中，销售费用为 18.13 亿元，较上年增长 9.93%，主要系运输费和职工薪酬增加所致；管理费用为 27.02 亿元，较上年大幅增长 31.70%，主要系职工薪酬和中介机构费用增加所致；研发费用为 1.73 亿元，较上年大幅增长 88.04%，主要系职工薪酬和直接材料增加所致；财务费用为 4.34 亿元，较上年增长 27.19%，主要系利息支出增加所致。受上述因素影响，2019 年，公司费用收入比为 6.24%，较上年上升 0.25 个百分点，公司费用控制能力尚可。

2019 年，公司投资收益为 23.79 亿元，较上年增长 9.00%，主要为权益法核算下对民生银行的收益；占营业利润的比例为 35.67%，对公司营业利润的贡献大。考虑到民生银行经营业绩

较为稳定，公司投资收益具有较强的可持续性。2019年，公司其他收益为1.13亿元，占当期利润总额的比例为1.76%，主要为政府给予的各类补贴；公司利润总额对政府补助的依赖程度较小。

受益于生猪和禽养殖高景气周期，2019年，公司营业利润率为11.89%，较上年上升3.36个百分点；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为14.48%、12.41%和20.61%，分别较上年上升了6.09个百分点、4.82个百分点和10.45个百分点，公司盈利能力大幅提升。

2020年1—3月，公司实现营业收入205.68亿元，较上年同期增长26.87%，主要系饲料和生猪销量增加，且生猪价格较上年同期大幅上涨所致；实现净利润20.08亿元，较上年增长1.20倍。

5. 现金流

2019年，公司经营活动现金流保持净流入状态，收入实现质量较好；考虑到生猪养殖项目的投资需求，公司仍存在一定的融资需求。

经营活动方面，2019年，公司经营活动现金流入量为873.54亿元，较上年增长19.94%，高于营业收入增速，以销售商品、提供劳务收到的现金为主。2019年，公司经营活动现金流出量为829.18亿元，较上年增长19.31%，以购买商品、接受劳务支付的现金为主。受上述因素影响，2019年，公司经营活动产生的现金流量净额为44.37亿元，较上年增长32.96%。从收入实现质量来看，2019年，公司现金收入比由上年的104.03%上升至104.16%，收入实现质量较好。

投资活动现金流方面，2019年，公司投资活动现金流入量为21.93亿元，较上年增长10.32%；投资活动现金流出量为109.31亿元，较上年增长1.50倍，主要系公司持续进行生猪养殖项目投资所致。受上述因素影响，2019年，公司投资活动现金流的净流出规模为87.37亿元。

筹资活动现金流方面，2019年，公司筹资活动现金流入量为235.64亿元，较上年增长99.80%，以取得借款所收到的现金为主。2019年，公司筹资活动现金流出量为188.70亿元，较上年增长81.59%，主要系偿还债务规模增长所致。受上述因素影响，2019年，公司筹资活动现金流量净额为46.95亿元。

2020年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额为1.58亿元；投资活动产生的现金流量净额为-52.27亿元；筹资活动产生的现金流量净额为96.73亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长短期偿债能力指标表现良好，未使用银行授信额度较大，过往履约情况良好，同时考虑到公司在行业地位、经营规模、品牌知名度、技术水平、销售渠道和产业链一体化布局等方面具有的优势，其整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至2019年底，公司流动比率由上年底的0.74倍下降至0.66倍；速动比率由上年底的0.45倍下降至0.30倍；考虑到公司存货的下游需求面较广、变现速度较快，流动资产对流动负债的保护程度尚可。截至2019年底，现金短期债务比由上年底的0.51倍下降至0.39倍。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2019年，公司EBITDA为83.13亿元，较上年增长80.63%，主要系利润总额增加所致；主要由利润总额（占77.36%）、折旧（占14.09%）和计入财务费用的利息支出（占6.34%）构成。2019年，EBITDA利息倍数由上年的10.14倍上升至14.85倍，EBITDA对利息的保障程度高；EBITDA全部债务比由上年的0.36倍上升至0.42倍，EBITDA对全部债务覆盖程度较高。

截至2019年底，公司无重大对外担保事项。

截至2019年底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至 2019 年底，公司在全球范围内取得的银行综合授信 621.37 亿元（其中中国有五大银行、进出口银行和国开行合计授信占 40.14%），已使用授信 325.67 亿元，未使用授信余额为 295.70 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时公司作为上市公司，具有直接融资渠道。

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：91510000709151981F），截至 2020 年 3 月 4 日，公司无已结清或未结清的关注类、不良类贷款信息记录。

7. 公司本部财务概况

公司本部一定程度上承担了融资平台职能。截至 2019 年底，公司本部资产规模较年初大幅增长，以流动资产为主；负债规模较年初大幅增长，以流动负债为主，整体债务负担处于合理水平；所有者权益规模较大，权益结构稳定性好。2019 年，公司本部的收入、利润及现金流量规模较小。

截至 2019 年底，公司本部资产总额 372.11 亿元，较年初增长 32.05%，主要系其他应收款增加所致。其中，流动资产 278.19 亿元（占 74.76%），非流动资产 93.92 亿元（占 25.24%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 14.19%）和其他应收款（占 84.91%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 97.22%）构成。截至 2019 年底，公司本部货币资金为 39.47 亿元。

截至 2019 年底，公司本部负债总额 252.39 亿元，较年初增长 59.38%。其中，流动负债 228.59 亿元（占 90.58%），非流动负债 23.78 亿元（占 9.42%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 19.01%）和其他应付款（占 77.64%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 99.93%）构成。公司本部 2019 年资产负债率为 67.83%，较 2018 年提高 11.63 个百分点。

截至 2019 年底，公司本部所有者权益为 119.74 亿元，较年初下降 2.99%。其中，实收资本占 35.21%，资本公积占 40.73%，所有者权益稳定性好。

2019 年，公司本部营业收入为 7.56 亿元，净利润为 2.06 亿元。

2019 年，公司本部经营活动现金流量净额为 0.81 亿元；投资活动现金流量净额为-3.71 亿元；筹资活动现金流量净额为 4.49 亿元。

七、本次可转换公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产、应收票据）达 104.29 亿元，约为“希望转债”待偿本金（40.00 亿元）（以下简称“待偿本金”）的 2.61 倍，公司现金类资产对待偿本金的覆盖程度较高；净资产达 356.47 亿元，约为待偿本金的 8.91 倍，净资产对待偿本金的覆盖程度很高。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 83.13 亿元，约为“希望转债”待偿本金的 2.08 倍，EBITDA 对待偿本金的覆盖程度高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入 873.54 亿元，约为“希望转债”待偿本金的 21.84 倍，公司经营活动现金流入量对待偿本金的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位及融资渠道等因素，联合评级认为，公司对“希望转债”的偿还能力极强。

八、综合评价

跟踪期内，公司整体经营情况良好，其中饲料业务、禽产业和食品业务销售收入均保持稳定

增长；猪产业的产能和产销量均大幅增长，受猪周期处于高位和非洲猪瘟影响，猪产业销售价格大幅提高。此外，公司资产规模和盈利规模也大幅增长，经营活动现金流保持净流入状态，来自中国民生银行股份有限公司的稳定的投资收益仍对公司整体盈利能力形成良好支撑。同时，联合评级也关注到公司所处行业上下游价格波动性较大、面临畜禽疫病风险、在建工程尚需投入规模较大以及债务规模增长快等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司“做强饲料、做大养猪、做精肉禽、做优食品、做深海外”的战略发展规划逐步落实，公司的盈利能力和综合实力有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望“稳定”；同时维持“希望转债”的债项信用等级为 AAA。

附件 1 新希望六和股份有限公司 主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	424.52	479.44	642.18	777.89
所有者权益 (亿元)	262.35	273.36	326.50	356.47
短期债务 (亿元)	64.68	108.54	150.17	150.24
长期债务 (亿元)	26.14	18.39	49.60	142.06
全部债务 (亿元)	90.82	126.93	199.78	292.30
营业收入 (亿元)	625.67	690.63	820.51	205.68
净利润 (亿元)	29.32	27.22	61.81	20.08
EBITDA (亿元)	47.64	46.02	83.13	--
经营性净现金流 (亿元)	27.12	33.37	44.37	1.58
应收账款周转次数 (次)	96.29	93.86	84.94	--
存货周转次数 (次)	12.11	11.91	9.69	--
总资产周转次数 (次)	1.57	1.53	1.46	0.33
现金收入比率 (%)	102.72	104.03	104.16	101.34
总资本收益率 (%)	9.73	8.39	14.48	--
总资产报酬率 (%)	8.82	7.59	12.41	--
净资产收益率 (%)	11.32	10.16	20.61	6.38
营业利润率 (%)	7.94	8.53	11.89	14.55
费用收入比 (%)	6.04	5.99	6.24	7.18
资产负债率 (%)	38.20	42.98	49.16	54.17
全部债务资本化比率 (%)	25.72	31.71	37.96	45.05
长期债务资本化比率 (%)	9.06	6.30	13.19	28.50
EBITDA 利息倍数 (倍)	15.31	10.14	14.85	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.52	0.36	0.42	--
流动比率 (倍)	0.83	0.74	0.66	0.93
速动比率 (倍)	0.45	0.45	0.30	0.48
现金短期债务比 (倍)	0.48	0.51	0.39	0.69
经营现金流动负债比率 (%)	20.42	18.17	16.94	0.57
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	1.19	1.15	2.08	--

注: 1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径; 2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 3. 本报告将其他流动负债计入短期债务核算, 将长期应付款计入长期债务核算; 4. 公司 2020 年一季度未经审计, 相关指标未年化; 5. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 2 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+研发费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
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
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
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/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。