

# 信用等级公告

联合〔2019〕2059号

山东龙大肉食品股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对山东龙大肉食品股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 A 股可转换公司债券进行综合分析和评估，确定：

**山东龙大肉食品股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”**

**山东龙大肉食品股份有限公司拟公开发行的 A 股可转换公司债券信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年九月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

# 山东龙大肉食品股份有限公司

## 公开发行 A 股可转换公司债券信用评级报告

本次可转换公司债券信用等级：AA

公司主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 9.50 亿元（含）

债券期限：6 年

转股期限：自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2019 年 9 月 11 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额（亿元）	22.99	25.44	37.55	50.55
所有者权益（亿元）	18.47	20.31	22.49	23.81
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务（亿元）	0.77	1.03	7.62	16.34
营业收入（亿元）	54.50	65.73	87.78	60.98
净利润（亿元）	2.35	1.98	2.06	1.23
EBITDA（亿元）	3.10	2.71	3.56	2.33
经营性净现金流（亿元）	2.91	0.89	-1.07	-14.31
营业利润率（%）	8.76	7.47	7.03	6.62
净资产收益率（%）	13.50	10.23	9.61	5.30
资产负债率（%）	19.65	20.14	40.09	52.90
全部债务资本化比率（%）	4.00	4.83	25.29	40.70
流动比率（倍）	3.62	3.42	1.68	1.40
EBITDA 全部债务比（倍）	4.02	2.63	0.47	0.14
EBITDA 利息倍数（倍）	171.82	134.07	16.03	6.17
EBITDA/本次发债额度（倍）	0.33	0.28	0.37	0.24

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的，除特别说明外，均指人民币；3. 2019 年相关指标未年化

### 评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对山东龙大肉食品股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为山东省生猪屠宰及肉制品加工的龙头企业，在行业地位、经营规模、产品质量、销售渠道等方面具有综合竞争优势。近年来，公司生猪屠宰业务及肉制品加工业务稳定发展，并向上游生猪养殖和进口贸易进一步延伸，“全产业链”经营模式日趋完善，资产规模和营业收入快速增长。同时，联合评级也关注到公司所处行业受生猪价格波动影响较大、公司主营业务毛利率持续下降、债务规模快速增长且债务结构有待调整、大额存货及应收预付款项对营运资金占用显著、在建项目尚需投资规模较大以及对外担保逾期等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，伴随生猪价格回暖及公司在建项目陆续投产，公司收入及利润规模有望持续增长，产业链布局将进一步完善，综合竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 9.50 亿元（含）的可转换公司债券，从本次可转换债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大。若完成转股，则公司资本实力有望增强，财务杠杆有望进一步降低。

综合看，基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险很低。

### 优势

1. 猪肉产业关乎国计民生，国家鼓励生猪产业发展，给予生猪养殖及屠宰加工企业税收优惠及财政补贴，公司外部发展环境良好。

2. 公司位于生猪养殖及屠宰大省山东省，在生猪规模、生产技术水平、猪肉质量和销售渠道等方面具有竞争优势。

3. 近年来，公司增加对生猪养殖和进口贸易投资，进一步完善产业链布局，提升了公司综合竞争实力。

#### 关注

1. 生猪屠宰行业集中度较低，竞争激烈，整体利润水平不高；生猪养殖受非洲猪瘟蔓延影响，或面临一定疫情风险。

2. 受生猪价格下降及业务结构调整影响，公司综合毛利率水平有所下降。

3. 近年来，公司债务规模快速增长且全部为短期债务，债务负担有所加重；存货、应收账款和预付款项规模较大，对营运资金占用显著，经营性现金流转为净流出。

4. 公司控股股东及实际控制人发生变更，新的控股股东股权质押比例较高，影响控制权稳定性；控股股东与公司存在潜在同业竞争。

#### 分析师

李 昆

电话：010-85172818

邮箱：lik@unitedratings.com.cn

崔濛骁

电话：010-85172818

邮箱：cuimx@unitedratings.com.cn

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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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

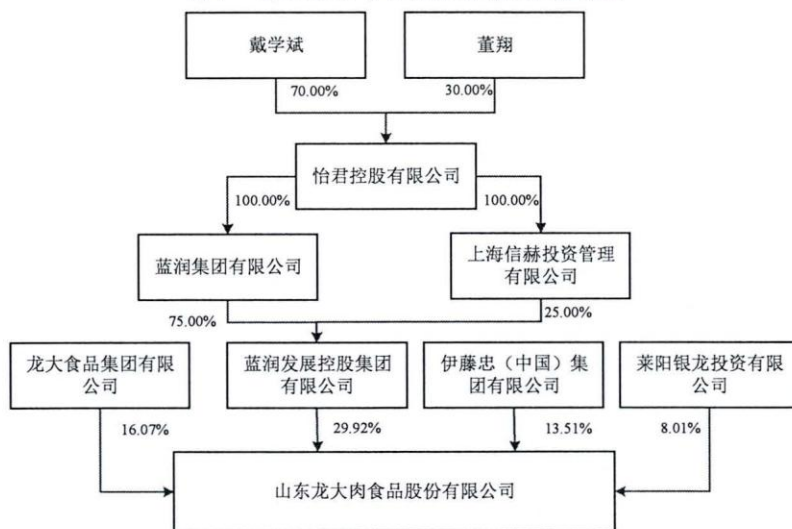
## 一、主体概况

山东龙大肉食品股份有限公司（以下简称“公司”或“龙大肉食”），前身为山东龙大肉食品有限公司（以下简称“龙大有限”），由龙大食品集团有限公司（以下简称“龙大集团”）和龙大集团木业制品有限公司于 2003 年 7 月发起设立，初始注册资本 860.00 万元。2009 年 11 月，公司引入新股东伊藤忠（中国）集团有限公司，2010 年 2 月经山东省商务厅批准，龙大有限整体变更为外商投资股份有限公司，名称变更为现名，注册资本人民币 15,000 万元。

2014 年 6 月，经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2014〕575 号文”核准，公司首次公开发行 5,459.00 万股股票并在深圳证券交易所中小企业板上市，股票简称“龙大肉食”，股票代码“002726.SZ”，总股本 21,824.00 万股。

2018 年 6 月至 2019 年 6 月，龙大集团分三次将其所持有的 7,560.00 万股、7,561.00 万股和 7,485.68 万股股权转让 控股集团有限公司（以下简称“蓝润发展”），转让完成后蓝润发展持股 29.92%，成为公司新的控股股东。截至 2019 年 6 月底，公司总股本 75,554.80 万股，戴学斌、董翔夫妇为公司实际控制人。截至 2019 年 6 月底，蓝润发展共质押 13,340.00 万股公司股票，占公司股份总数的 17.66%，占其持有公司股份总数的 59.01%，质押比例较高。

图 1 截至 2019 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供、联合评级整理

公司经营范围包括：生产加工各种肉制品、蛋制品、速冻食品、罐头食品、调味品；生猪屠宰；肉类产品的进口及批发（不含食品）；饲料的生产及销售；批发兼销售预包装、散装食品；以特许经营方式从事商业活动（限销售本公司自产产品，不涉及国营贸易管理商品；许可期限以许可证为准）；仓储服务（不含危险化学品）；普通货物运输。

截至 2018 年底，公司根据经营需要设立了品管部、运营部、工程设备部、采购部、财务部等 6 个职能部门（见附件 1），拥有 16 家子公司；公司在职工合计 4,649 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 37.55 亿元，负债总额 15.05 亿元，所有者权益（含少数股东权益）22.49 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 21.08 亿元。2018 年，公司实现营业收入 87.78 亿元，净利润（含少数股东损益）2.06 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.77 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.07 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.14 亿元。

截至2019年6月底，公司合并资产总额50.55亿元，负债总额26.74亿元，所有者权益（含少数股东权益）23.81亿元，其中归属于母公司所有者权益合计21.70亿元。2019年1—6月，公司实现营业收入60.98亿元，净利润（含少数股东损益）1.23亿元，其中归属于母公司所有者的净利润0.96亿元；经营活动产生的现金流量净额-14.31亿元，现金及现金等价物净增加额-7.34亿元。

公司注册地址：山东省莱阳市食品工业园；法定代表人：余宇。

## 二、本次可转换公司债券概况及募集资金用途

### 1. 本次债券概况

本次发行的可转换公司债券名称为“山东龙大肉食品股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券”（以下简称“本次债券”或“可转债”），本次债券规模为不超过 9.50 亿元（含），期限为自发行之日起 6 年，转股期限为自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止。本次债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请公司股东大会授权公司董事会及董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本次债券面值 100 元，采用每年付息一次的付息方式，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。本次债券无担保。

#### （1）转股条款

##### 转股价格

本次发行可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的收盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司 A 股股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会及董事会授权人士在发行前根据市场状况与保荐人（主承销商）协商确定。

前二十个交易日公司 A 股股票交易均价=前二十个交易日公司 A 股股票交易总额/该二十个交易日公司 A 股股票交易总量；前一个交易日公司 A 股股票交易均价=前一个交易日公司 A 股股票交易总额/该日公司 A 股股票交易总量。

在本次发行之后，当公司因派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）使公司股份发生变化时，将按下述公式进行转股价格的调整（保留小数点后两位，最后一位四舍五入）：

派送股票股利或转增股本： $P_1 = P_0 / (1+n)$ ；

增发新股或配股： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P_1 = P_0 - D$ ；

上述三项同时进行： $P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k)$ ；

其中： $P_0$  为调整前转股价， $n$  为派送股票股利或转增股本率， $k$  为增发新股或配股率， $A$  为增发新股或配股价， $D$  为每股派送现金股利， $P_1$  为调整后转股价。

##### 转股价格向下修正条款

在本次发行的可转债存续期间，当公司 A 股股票在任意连续二十个交易日中有十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于前述的股东大会召开

日前二十个交易日公司 A 股股票交易均价和前一个交易日公司 A 股股票交易均价。若在前述二十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价计算，在转股价格调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。

(2) 赎回条款

**到期赎回条款**

在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将赎回未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会及董事会授权人士根据发行时市场情况与保荐人（主承销商）协商确定。

**有条件赎回条款**

在本次发行的可转债转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 130%（含 130%），或本次发行的可转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

(3) 回售条款

**有条件回售条款**

在本次发行的可转债最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

最后两个计息年度可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权。

**附加回售条款**

若公司本次发行的可转债募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不应再行使附加回售权。

2. 本次债券募集资金用途

本次债券募集资金总额不超过人民币 9.50 亿元（含），扣除发行费用后，拟用于以下项目：

表 1 本次债券募集资金运用概况（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟投入募集资金金额
1	安丘市石埠子镇新建年出栏 50 万头商品猪项目	87,360.00	66,500.00
2	补充流动资金	28,500.00	28,500.00
	<b>合计</b>	<b>115,860.00</b>	<b>95,000.00</b>

资料来源：公司提供

安丘市石埠子镇新建年出栏 50 万头商品猪项目（以下简称“本项目”）的建设单位为公司全资

孙公司安丘龙大养殖有限公司。本项目建设周期为 12 个月，建成达产后年出栏商品猪约 50 万头。本项目计划总投资 87,360.00 万元，其中建设投资 59,200.00 万元，生产性生物资产投资 11,140.00 万元，铺底流动资金 17,020.00 万元。项目的备案及环保报批手续尚在履行过程中。

总体看，募投项目建设完成后将进一步扩大公司“全产业链”发展优势，有利于提高公司的综合竞争实力。

### 三、行业分析

公司作为国内生猪养殖、生猪屠宰和肉制品加工企业，营业收入主要来自冷鲜肉、冷冻肉、熟食制品的生产加工及销售，属于屠宰及肉类加工业。

#### 1. 行业概况

我国人口数量和饮食习惯决定了我国拥有庞大的猪肉消费市场，猪肉产量、消费量及进口量均位列世界第一位。猪肉占整个肉类产量的比重约为 64%，是我国肉类消费的主要来源，也是城乡居民不可或缺的“菜篮子”产品。发展生猪养殖、生猪屠宰及加工业，对保障市场供应、增加农民收入、促进经济社会稳定发展具有重要意义。

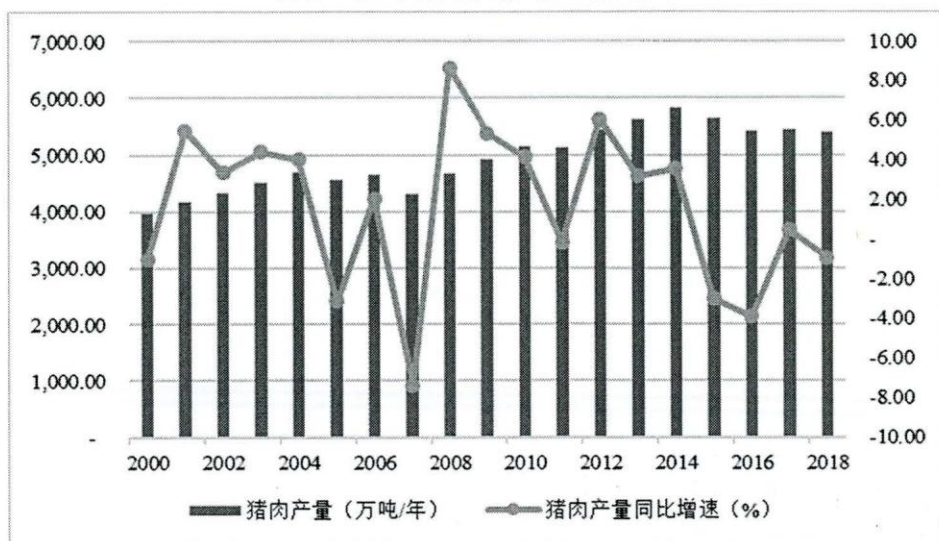
生猪屠宰及肉类加工业上游为生猪养殖，下游为终端消费市场，以收取屠宰加工费为主要利润来源，多以“以需定产”方式组织生产。生猪屠宰利润率水平较低，生猪收购的价格约占生产成本的 60%，对企业利润影响较大，一般来说，猪肉价格上升会减少屠宰利润，猪肉价格下降会增加屠宰利润，屠宰企业的平均销售利润率约为 4%~5%。

猪肉产品结构方面，从加工程度上可为白条和分割肉，白条为将猪一分为二后的整片猪肉，作为中间产品主要销往农贸市场及商超，受我国消费者习惯现场按需分割购买影响，白条为目前屠宰企业的主要销售形式，毛利率较低；分割肉为在白条基础上进一步分割，一般分为前腿部、中段部、后腿部三部分，视客户需求而定。从加工工艺上分为热鲜肉、冷鲜肉和冷冻肉，市场占有率分别约为 60%、25%和 15%，其中热鲜肉为传统畜禽肉品生产销售方式，常见于农贸市场，宰杀后不经冷却加工直接上市，口感较僵硬并易滋生细菌；冷鲜肉又名“排酸肉”，经 0~4℃内无菌加工，24~48 小时冷却排酸后经冷链销售，在口感、营养价值及安全性上具有优势；冷冻肉通过低温贮藏保质期较长，但冰晶破坏猪肉组织，营养成分有所流失。随着我国猪肉消费结构的升级，产品附加值较高的冷鲜猪肉、低温猪肉制品等比例逐渐增加，行业的整体利润水平有所提高。

市场供应方面，我国猪肉产量自 2015 年开始呈波动减少趋势，猪肉在肉类产量中占比亦有所下降。2016—2018 年，猪肉产量分别为 5,425.49 万吨、5,451.80 万吨和 5,403.70 万吨，其中，2018 年受非洲猪瘟影响较上年减少 0.88%。2019 年 1—6 月，非洲猪瘟疫情影响进一步显现，全国猪肉供给量 2,470.00 万吨，同比下降 5.5%。



图2 近年来我国猪肉产量及增长情况



资料来源: Wind

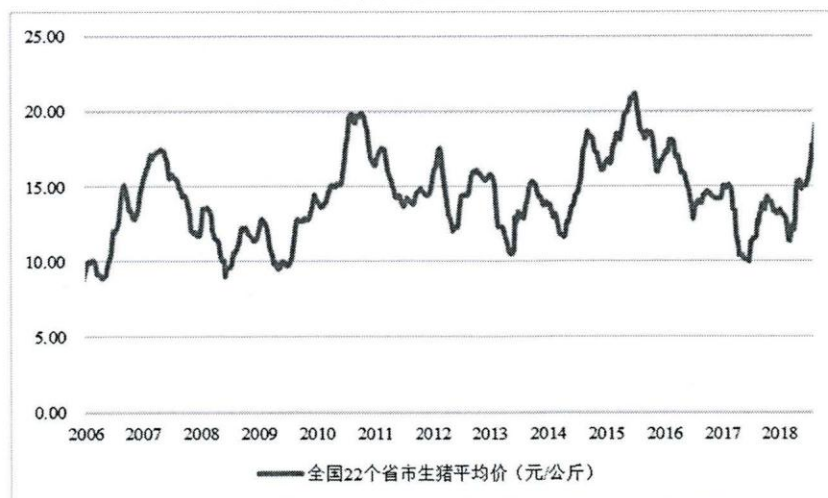
总体看,生猪屠宰及肉类加工业处于生猪产业链中游,毛利率较低但相对稳定,随着高附加值产品比例提升,行业的整体利润水平有望提高;受非洲猪瘟影响,猪肉产量下降价格提升,短期内对生猪屠宰行业产生一定负面影响。

## 2. 行业上游

生猪屠宰行业上游为生猪养殖。我国生猪养殖分布广泛但相对集中于粮食产区,如四川、湖南、河南、山东等省份。我国生猪养殖业长期以散养为主,规模化程度较低。

生猪价格方面,由于散养户信息搜集能力及市场判断能力有限,普遍采取“追涨杀跌”的产能布局方式,叠加产能放量的滞后性,生猪价格及养殖规模呈周期性波动循环,俗称“猪周期”。我国“猪周期”一般为3~4年,近年以来大致经历了如下波动周期:2006—2010年、2011—2014年、2015—2018年各为一个完整周期,大周期中也存在若干个小周期。

图3 近年来我国生猪价格走势



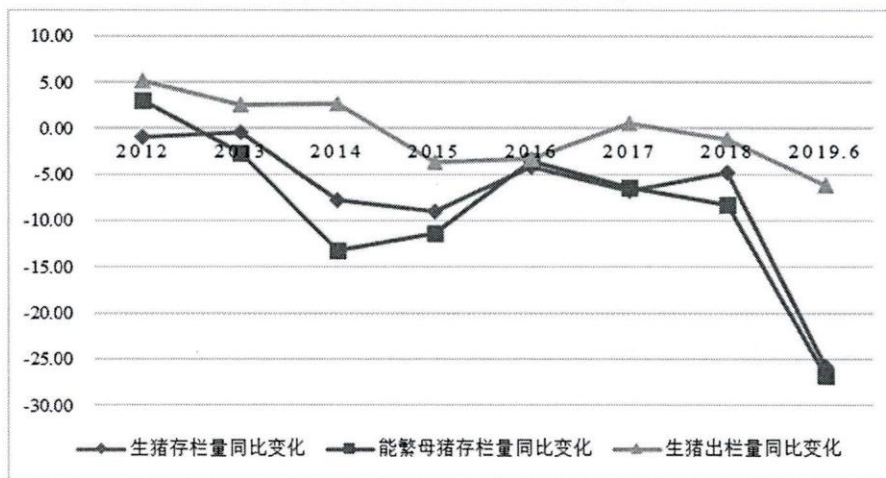
资料来源: Wind

2015—2016年,我国生猪存栏量及能繁母猪数量延续上一轮周期影响继续下降,供需关系转变,

生猪行情进入新一轮上涨周期，叠加饲料原材料价格下跌，生猪价格大幅上涨，最高达到 21.05 元/公斤，猪粮比<sup>1</sup>超过 6.0 且持续增长。2017 年，生猪价格理性回落，但猪粮比仍维持在 7.7 以上，养殖户盈利仍显著高于历史数据。2018 年 5 月底，生猪价格继续降至 10.01 元/公斤，养殖户盈利减少，部分缺乏规模效应的养殖户出现亏损，2018 年下半年，价格虽有所回升但均低于上年同期水平。2019 年上半年，受非洲猪瘟影响，生猪产能加速出清，猪价拐点提前到来，生猪价格呈现快速上涨趋势。

生猪养殖规模方面，2016—2018 年，受周期性减少及非洲猪瘟影响，整体养殖规模呈减少趋势。随着非洲猪瘟疫情扩展，2018 年 11 月份开始生猪存栏量及能繁母猪数量快速下降。截至 2019 年 6 月底，国内生猪存栏量 24,207 万头，较 2018 年 6 月底下降 25.80%；能繁母猪存栏量 2,376 万头，较 2018 年 6 月底下降 26.70%。短期内供需矛盾较大，推动生猪价格回暖。

图 4 近年来我国生猪存栏量变化走势（单位：%）



资料来源：Wind

2015 年行业低谷阶段，大批小型养猪企业出清；期间多家企业布局生猪养殖业，其中牧原食品股份有限公司（以下简称“牧原股份”）和温氏食品集团股份有限公司（以下简称“温氏股份”）分别于 2014 年和 2016 年上市；天邦食品股份有限公司（以下简称“天邦股份”）、新希望六和股份有限公司（以下简称“新希望”）、天康生物股份有限公司（以下简称“天康生物”）、北京大北农科技集团股份有限公司（以下简称“大北农”）、深圳市金新农科技股份有限公司（以下简称“金新农”）等上市公司则分别从饲料、屠宰、兽药等上下游产业布局生猪养殖，行业规模化养殖比例有所提高。2017 年，九大上市猪企共出栏生猪 3,442.46 万头，占全国生猪出栏量的 4.90%；2018 年，该九大企业共出栏生猪 4,476.3 万头，占全国生猪出栏量的 6.45%，行业集中度较上年提升 1.55 个百分点，但仍有较大提升空间。

与发达国家相比，我国规模化生猪养殖仍有较大差距。未来，生猪养殖业将会出现较多的行业整合机会，产业集中度将逐步提高，主要表现为：大型养殖企业与散养农户之间的竞争，农户散养的比例将逐渐下降；大型养殖企业之间将在养殖成本、产品差异化、食品安全、饲料和疫苗使用等方面展开竞争；先期实现生猪标准化规模养殖的大型企业将在未来的行业扩张中占据先发优势，在竞争格局中处于有利地位。

2018 年 8 月以来，我国发生非洲猪瘟疫情，并向全国范围扩散，考虑非洲猪瘟暂无有效疫苗防控，预计短期难以根除，疫情加大了猪价的周期波动。从非洲猪瘟对生猪养殖行业的影响来看，体

<sup>1</sup> 猪粮比=生猪价格/玉米价格，比值 6:1 时生猪养殖基本处于盈亏平衡点，猪粮比越高，说明养殖利润越高

现在以下几个方面：(1) 短期导致我国区域间生猪价差扩大；(2) 从中期来看，加速产能出清，使猪价拐点提前到来；(3) 从长期来看，“规模养殖、就近屠宰、冷链运输”将成为行业趋势，会对居民的热鲜肉消费习惯产生一定影响，也将改变生猪养殖行业的企业区域分布布局和产业链布局。

总体看，近年来，中国生猪养殖行业景气度周期性低迷，叠加非洲猪瘟影响，生猪产能出清引起供求关系变化，2019年1—6月生猪价格有所上升，未来或迎来行业周期性回暖。

### 3. 行业竞争

我国生猪屠宰及肉类加工行业的市场化程度较高，竞争激烈。目前我国生猪屠宰主要有三种加工模式，第一类为单一屠宰加工模式，当地收购生猪，经屠宰加工后当地销售，收取屠宰加工费，利润水平较低，国内中小型屠宰加工企业主要采用这种经营模式。第二类为“公司+基地+养猪户”模式，区域龙头屠宰加工企业为主导，在辐射范围内通过采购协议或市场影响力带动区域性养殖基地发展，并带动养猪户加入产业链。第三类为全产业链模式，屠宰加工企业向上下游延伸，参与猪肉养殖、肉制品加工行业，该模式资金投入大，对管理水平要求较高，国内大型肉类加工企业，如河南双汇投资发展股份有限公司（以下简称“双汇发展”）、通威股份有限公司（以下简称“通威股份”）等已加大对对其上游生猪养殖的投入；大型饲料企业，如新希望、中粮集团有限公司（以下简称“中粮集团”）等则加大对其下游生猪养殖的投入，打造自身的猪肉一体化产业链。

近年来，我国政府强制推广定点屠宰政策、技术设施标准、卫生防疫标准和环保要求，生猪屠宰加工趋向规范化和集中化。截至2018年底，我国规模以上畜禽屠宰及肉类加工业企业数量为3,884家，较2017年底4,153家减少269家，降幅6.50%。规模型屠宰加工企业之间的竞争已成为主流，部分中小企业将被淘汰出局或被兼并，新一轮竞争将围绕生猪资源、成本控制、产品开发、品牌管理等方面展开。

规模化生猪屠宰产业目前仍存在一定行业壁垒，一方面，大型屠宰企业的设立和选址需要符合国家政策要求及地方发展规划；另一方面，大规模的生猪采购、冷鲜肉及低温肉制品生产线投入、销售渠道及冷链物流体系建设与维护均需要较大资本金支持；此外，品牌门槛和销售渠道也对新进入者形成一定壁垒。

2018年，我国生猪屠宰主要企业：双汇发展、临沂新程金锣肉制品集团有限公司（以下简称“金锣集团”）和雨润集团，合计生猪屠宰量占全国生猪总出栏量的比例约为5%，相比发达国家集中度仍处于较低水平，美国前三家屠宰企业（Smithfield Foods、Tyson Foods、JBS USA）总体市场份额已超过56%。因此，国内生猪屠宰企业的行业集中度有待进一步提高。

总体看，生猪屠宰及肉类加工行业的市场化程度较高，竞争较为激烈，行业集中度有所提高但仍处于较低水平，整体有待向规范化和集中化进一步发展。

### 4. 行业政策

2016年农业部印发《全国生猪生产发展规划（2016—2020年）》，将全国生猪区域布局划分为重点发展区、约束发展区、潜力增长区、适度发展区：南方水网密集地区被划分为约束发展区；河北、山东、河南、重庆、广西、四川、海南7省（市）被划分为重点发展区；内蒙古、东北3省和云南、贵州被划分为潜力增长区，俗称“南猪北上”。

2016年3月国务院公布实施《生猪屠宰管理条例》（2016修订），完善了生猪定点屠宰制度，规范了委托屠宰与屠宰行为，建立生猪屠宰质量安全风险监测制度，并加大了对不合格的生猪肉品处罚力度。

2016年11月，农业部发布《全国农产品加工业与农村一二三产业融合发展规划（2016—2020年）》，提出推进畜禽屠宰工艺升级，淘汰落后产能；完善仓储（冷链）物流建设，提高产品可追溯性，保障食品安全。

2018年5月，农业部发布《全国生猪屠宰标准化创建实施方案》，要求推进生猪屠宰标准化创建，切实提升屠宰标准化水平，提高肉品质量安全保障能力，为全面推行生猪屠宰质量管理规范奠定基础、创造条件。

2018年8月爆发非洲猪瘟以来，农业农村部印发《非洲猪瘟疫情防控八条禁令》《生猪产地检疫规程》《生猪屠宰检疫规程》和《关于稳定生猪生产、保障市场供给的意见》等文件：鼓励畜禽养殖、屠宰加工企业推行“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冷鲜上市”模式，加快推进畜牧业转型升级，提升畜禽就近屠宰加工能力，建设畜禽产品冷链物流体系，减少畜禽长距离移动，降低动物疫病传播风险，维护养殖业生产安全和畜禽产品质量安全。

2019年2月《国家质量兴农战略规划（2018—2022年）》（农发〔2019〕1号）提出全面提升动物疫病综合防控能力，实施非洲猪瘟等重大动物疫病分区防控策略，统一推进动物疫病防控、统一协调生猪及其产品调运监管、统一调整优化相关产业布局，强化区域间沟通协调、联防联控。

2019年5月农业农村部办公厅及财政部办公厅出台《关于做好种猪场和规模猪场流动资金贷款贴息工作的通知》（农办计财〔2019〕30号），鼓励和支持各地开展针对性政策性农业信贷担保服务，对具有种畜禽生产经营许可证的种猪场（含地方猪保种场）及年出栏5,000头以上的规模猪场给予短期贷款贴息支持，切实促进生猪生产稳定。

总体看，近年来，国家重视生猪养殖及疫病防控、生猪屠宰标准化创建及质量安全问题，针对生猪存栏下降出台生猪养殖补贴措施，促进生猪生产稳定，支持屠宰工艺提升及冷链物流体系发展，行业发展外部政策环境较好。

## 5. 行业关注

### （1）生猪价格周期波动

我国生猪价格存在周期性波动，伴随着生猪价格的过度下跌和过快上涨，使得生猪产业链企业的盈利水平呈现周期性波动，对行业的发展造成一定不利影响。

### （2）生猪疫情风险

生猪疫病主要有非洲猪瘟、蓝耳病、口蹄疫、猪流行性腹泻等，疫情扩散对我国生猪行业造成重大影响。生猪疫病的发生不仅会导致生猪的死亡和产量减低，还会对消费者心理、公司经营和品牌声誉造成不利影响。

### （3）环境保护监管力度日益加大

随着环保要求日益提高，猪场建设必须具备系统性的污染物处理体系，解决生猪养殖带来的环境污染问题，各规模化猪场需制定相关的环保措施并探索养殖粪污资源化利用，间接提高了生猪养殖成本，对利润增长带来一定压力。

### （4）猪肉产品安全性风险

猪肉产品的质量控制涉及饲料供给、生猪养殖、屠宰加工、精深加工、物流运输多个环节，控制难度较大，不规范现象的发生，如猪肉“瘦肉精”等事件，会影响人们对猪肉的消费信心。

## 6. 未来发展

近年来，伴随着生猪产能的出清，在食品安全、环保趋严、政策支持淘汰落后产能、规模优势

等因素的作用下，散养户退出明显，国内生猪养殖及屠宰规模化的程度正在明显提升，规模经济将驱动我国生猪产业转型发展，规模化、现代化、科学化的大中型生猪养殖场是生猪养殖的发展趋势，行业集中度逐步提高，并购重组等整合行为或将增多。

从产业链角度看，行业内企业延伸产业链的趋势明显，猪肉产业链上下游的联动发展效应日趋突出，体现为屠宰加工企业通过建立规模化养猪场向上游延伸，以及生猪养殖企业通过建立品牌专卖渠道，销售冷鲜肉和低温肉制品等产品向下游延伸。全产业链经营有利于增强抵抗风险的能力，保持经营稳定。

从流通方式看，受非洲猪瘟影响，未来猪肉流通将由常温调运活猪向冷链调运白条转型。目前，减少活猪调运为控制疫情的重要手段之一，对于东北、内蒙古、河南等主要生猪产区，由于本地缺乏消化能力，减少跨省调运使得活猪被迫压栏，而在销区猪肉需求无法得到满足，产销区的区域价差有所扩大。未来，市场或将在主要养殖产区布局生猪屠宰产能，并促进冷链发展，通过跨省调运白条平衡市场猪肉供需。

从产品加工程度看，未来优势企业将进一步发展冷鲜猪肉和冷链配送，利用现代化加工技术对猪肉及副产品进行深加工，提高产品附加值，增强抵御市场价格波动风险的能力。

总体看，近年来，我国生猪产业发展较快，但行业集中度仍然较低，随着散养户退出和环保监管落实，现代化、规模化、科学化生产将成为趋势；受非洲猪瘟疫情影响，猪肉流通将由常温调运活猪向冷链调运白条转型，“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冷鲜上市”模式将进一步发展。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模与竞争力

公司作为国内集种猪繁育、饲料生产、生猪养殖、屠宰分割、肉制品加工、食品检验、销售渠道建设为一体的全产业链肉食品加工企业，在生产规模、客户资源、食品质量安全方面存在竞争优势。

养殖及屠宰规模方面，截至 2018 年底，公司已建有 6 个生猪屠宰场，年屠宰产能为 728 万头，在规模以上屠宰企业中位居前列；生猪养殖规模约 30 万头，均位于山东省莱阳市。

客户资源方面，经过多年的行业深耕，公司在优势区域大量发展加盟店及批发商，在山东省内建有完善的直销和经销渠道；入驻多家大中型商场超市，布局商超渠道和农贸市场客户；与众多知名餐饮企业、肉制品加工企业建立供销关系，如荷美尔、百胜中国（肯德基、必胜客）、海底捞、呷哺呷哺、阿香米线等，企业品牌和专业能力认可度逐步提高。

食品安全方面，公司自有猪场坚持选用自产饲料进行喂养；严格筛选使用兽药、疫苗的品种并确保足够的休药期，使得生猪的药物残留符合国家法定标准。同时，公司选择国内知名生猪养殖厂牧原股份作为合作伙伴，确保了大量优良安全的生猪供应。公司在生产过程中，严格按照 HACCP、ISO9001 质量控制体系的要求组织生产，打造以源头控制、质量体系、产品检测为核心的食品安全保证体系。

总体看，公司屠宰规模处于行业前列，并建立了较完善的销售渠道和大客户合作关系，整体竞争实力较强。

##### 2. 技术水平

公司采用国际先进的荷兰进口斯托克（STORK）全自动生猪屠宰、分割流水线，实行全封闭无菌式生产管理。公司现建有多个熟食生产车间，已发展出 2,800 余种产品，在 OEM 生产能力和产品

丰富度上具有竞争优势。公司曾经获得“山东省技术市场科技金桥奖”“山东科学技术奖”“食品工业协会科学技术奖”等荣誉。

公司全资子公司烟台杰科检测服务有限公司（以下简称“杰科检测”）已通过中国合格评定国家认可委员会（CNAS）认可，成为专业食品安全检测机构，并多次通过 FAPAS 能力验证，成为具有法律效力的第三方检测机构。杰科检测现已拥有 4 项发明专利，并先后引进了液相色谱串联质谱联用仪、超高效液相色谱仪等食品检测设备，建立起行业检测中心，能够对微生物、理化、重金属等 1,050 项指标进行检测，为公司进一步研发“绿色”“优质”产品、开拓高端市场奠定坚实基础。

总体看，公司在生产设备、产品丰富度和检测技术方面具有较强的竞争优势。

### 3. 税收优惠

所得税方面，根据《企业所得税法》第二十七条和《企业所得税法实施条例》第八十六条规定，农产品初加工可以免征企业所得税，公司及下属 6 家屠宰子公司生产的冷鲜肉、冷冻肉产品免征企业所得税，并已获税务局同意批复。子公司杰科检测取得高新技术企业资质，享受高新技术企业所得税减按 15% 税率征收的优惠政策（有限期 2016 年 12 月 15 日—2019 年 12 月 15 日）。2016—2018 年，公司享受的企业所得税优惠金额占当年度利润总额的比例分别为 22.29%、20.14% 和 17.54%。

增值税方面，根据《增值税暂行条例》第十五条，公司子公司烟台龙大养殖有限公司（以下简称“龙大养殖”）自产自销的生猪养殖业务免征增值税。公司承担商品储备任务，从中央或地方财政取得的利息补贴收入和价差补贴收入免征增值税，已获莱阳市国税局同意批复。此外，公司自产自销的饲料业务及部分鲜活肉产品免征增值税。

总体看，公司及下设子公司享受国家政策支持及税收优惠，外部发展环境较好。

### 4. 人员素质

受实际控制人变更影响，公司董事、监事及高级管理人员变更较大。截至 2019 年 8 月底，除总经理赵方胜先生、职工监事隋树安先生外，其余公司董事、监事及高级管理人员均有所变动；公司共有董事 8 人，设董事长 1 人，独立董事 3 人；监事 3 人，设监事会主席 1 人；高级管理人员 4 人。

公司董事长余宇先生，出生于 1981 年，硕士学历；历任怡君控股有限公司总裁助理兼董事会办公室主任、运营管理中心总经理，自 2018 年 12 月起担任公司董事长。

公司副董事长兼总经理赵方胜先生，出生于 1967 年，本科学历；历任烟台龙大食品有限公司资材部部长、烟台龙源油食品有限公司经理、龙大肉食副总经理。自 2013 年 3 月起担任公司副董事长及总经理，此外赵方胜先生还担任龙大集团董事。

截至 2018 年底，公司拥有员工 4,649 人；按岗位构成划分，生产人员占 53.99%、销售人员占 31.92%、技术人员占 5.01%、财务人员占 1.59%、行政人员占 7.49%；按教育程度划分，高中及以下占 78.19%、专科占 16.46%、本科占 5.36%。

总体看，受实控人变更影响，公司高管团队变动较大，主要管理人员拥有丰富的资本运作经验和行业工作背景，公司职工构成比例合理，能够满足公司发展的需要。

## 五、公司管理

### 1. 治理结构

公司根据《公司法》《证券法》《上市公司治理准则》《深圳证券交易所股票上市规则》《深圳证

券交易所中小企业板上市公司规范运作指引》及其他相关法律、法规的要求，建立了由股东大会、董事会、监事会和公司管理层组成的公司治理架构，形成了权力机构、决策机构、监督机构和管理层之间权责明确、运作规范的相互协调和相互制衡机制。

股东大会是公司的权力机构，依法决定公司的经营方针和投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，审议批准董事会、监事的报告等，在职责范围内依法行使职权。

公司董事由股东大会选举或更换，任期3年，董事任期届满，可连选连任。董事会对股东大会负责，负责召集股东大会，并向股东大会报告工作，执行股东大会的决议，决定公司的经营计划和投资方案，制订公司的年度财务预算方案、决算方案、利润分配方案和弥补亏损方案等职权。

公司监事会由3名监事组成，其中职工代表1名，由职工代表大会或工会选举产生。监事会设主席1名，由全体监事过半数选举产生。监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。监事任期每届3年，可连选连任。公司监事会按照《公司章程》要求，对董事会编制的公司定期报告、公司财务状况、董事、高级管理人员执行公司职务的合法合规性进行监督。

公司设总经理1名，由董事会聘任或解聘，每届任期3年，连聘可以连任。总经理对董事会负责，负责日常经营管理工作并列席董事会会议。

总体看，公司法人治理结构较完善，已经建立了符合现代企业制度要求的法人治理结构和内部组织结构，在经营管理上独立运作。

## 2. 管理体制

公司根据经营需要设立了品管部、运营部、采购部、财务部、综合管理部等6个职能部门，各个部门分工明确，运作规范。

资金管理方面，公司实行“统一管理、统一调度、有偿使用”的资金管理原则，严格要求资金预算与执行。公司由龙大肉食财务总部统一制定资金管理制度，各成员单位之间相互资金往来，需要支付资金使用利息。资金预算需经总经理审核、董事长审批；月度资金预算执行报告需经公司财务总监审批；根据业务开展的需要，确需追加预算外的资金，需经总经理审核、董事长审批后执行。

采购管理方面，公司制定了《供应商管理制度》《采购结算管理制度》等采购业务管理制度，规范了采购各个环节的职责和审批权限，要求所有结算均需按照权责制度逐级审批签字；建立有效的供应商认证和管理制度，贯彻“先入库后使用”原则，所有采购单位都必须从供应商库中选择，引进新单位需经过严格的资质预审，防范采购环节存在的风险，保证采购工作流程顺利开展。

安全生产方面，公司贯彻“安全第一、预防为主、综合治理”的方针，公司成立安全生产领导小组，由总经理任领导小组主任，对安全事故的处罚坚持“谁主管谁负责，谁出问题谁承担”的原则，由安全小组认定责任后报请经理批准落实处罚，各部门负责人为单位安全管理第一责任人。

环保管理方面，公司坚持预防为主、防治结合，综合治理的原则，由环保科负责贯彻执行法律法规、建立健全公司环保管理制度和考核标准、督导各子公司环保工作；各子公司是公司环保工作的责任主体，子公司经理是本单位环保工作的第一责任人，对环保工作全面负责。

对外投资方面，公司建立有效的投资管理机制，对公司进行效益促进和风险控制，提高公司的盈利能力和抗风险能力。公司股东大会、董事会为公司对外投资的决策机构，各自在其权限范围内，对公司的对外投资作出决策。

对外担保方面，公司根据有关法律法规以及公司章程，结合公司实际情况制定并实施了相应的《对外担保管理制度》，严格控制担保风险，并制定了审批权限、决策程序、组织机构及信息披露等

内容，详细阐述了工作流程和议事规则。

关联交易方面，公司规定关联交易应遵循公平、公正、公开的原则，关联交易的定价顺序适用国家定价、市场价格和协商定价的原则。审议程序方面，交易金额在 300 万元以上且占公司最近一期经审计净资产绝对值 0.5% 以上的关联交易，需由总经理向董事会提交议案，经董事会批准后生效并及时披露。

总体看，公司已建立了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。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司主营业务收入主要来自于生猪屠宰和肉制品加工。近年来，公司在开展传统业务的基础上建设“全产业链”发展模式，发展生猪养殖和进口贸易业务。2016—2018 年，公司分别实现营业收入 54.50 亿元、65.73 亿元和 87.78 亿元，年均复合增长 26.91%，主要系屠宰业务规模逐年增长及新增进口贸易业务所致。净利润方面，2016—2018 年，公司分别实现净利润 2.35 亿元、1.98 亿元和 2.06 亿元，年均复合下降 6.35%，低于收入增速，主要系猪肉价格下降及销售费用增加所致。

从营业收入构成来看，2016—2018 年，公司主营业务收入分别为 54.34 亿元、65.65 亿元和 87.69 亿元，占营业收入的比重均在 99% 以上，主营业务突出。具体来看，2016—2018 年，屠宰业务收入年均复合增长 19.96%，主要系屠宰量增加所致，为公司第一大收入来源；贸易收入年均复合增长 135.11%，主要系公司 2017 年新增进口贸易业务所致，2018 年贸易收入占营业收入的 18.50%，成为公司第二大收入来源；肉制品和养殖业务收入占比较小，为公司未来营业收入增长的着力点；其他业务主要为国家储备肉利息补贴收入、废纸箱收入等。

表 2 近年来公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元、%）

项目	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1—6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
屠宰业务	454,422.62	83.38	6.23	551,973.05	83.98	5.78	653,904.84	74.49	5.96	425,418.98	69.77	4.77
贸易业务	29,379.12	5.39	10.02	40,426.19	6.15	4.27	162,393.93	18.50	3.75	153,219.29	25.13	7.98
肉制品业务	47,786.08	8.77	24.37	52,598.74	8.00	24.29	52,016.92	5.93	25.24	28,670.75	4.70	25.58
养殖业务	10,865.55	1.99	36.27	10,400.04	1.59	26.07	6,082.61 <sup>2</sup>	0.69	14.78	675.93	0.11	24.69
其他	2,551.21	0.47	55.95	1,864.56	0.28	42.42	3,447.79	0.39	34.86	1,789.83	0.29	47.63
合计	<b>545,004.58</b>	<b>100.00</b>	<b>8.85</b>	<b>657,262.58</b>	<b>100.00</b>	<b>7.59</b>	<b>877,846.09</b>	<b>100.00</b>	<b>7.13</b>	<b>609,774.78</b>	<b>100.00</b>	<b>6.70</b>

注：1. 养殖收入为自养生猪外销收入，不包括企业自用部分；2. 不同省份生猪发票抵扣政策不同，河南省采用票面金额和扣除率计算，山东省自 2017 年 12 月实行核定扣除；3. 贸易业务统计口径包括国内贸易和进口贸易  
资料来源：公司提供

从毛利率的情况来看，2016—2018 年，公司综合毛利率分别为 8.85%、7.59% 和 7.13%，呈逐年下降趋势，主要系生猪价格下降且公司开展毛利率较低的贸易业务所致。具体来看，2016—2018 年，屠宰业务毛利率呈波动下降趋势，主要系冷冻肉毛利率波动下降所致；贸易业务毛利率呈逐年下降

<sup>2</sup> 2018 年度养殖行业收入包括生猪目标价格保险的全额理赔款 2,685.06 万元。生猪目标价格保险是龙大养殖于 2017 年 12 月 4 日与中国平安财产保险股份有限公司签订的保险合同，该保险标的项目为“育肥猪收益保险”，约定了保险数量（头数）、目标价格，当市场价格低于目标价格时触发理赔条款。该保险项目仅 1 年，现已结清且不续做。该理赔款项未纳入公司 2018 年养殖业毛利率计算



趋势，主要系生猪价格下降所致；肉制品业务毛利率总体较为稳定，主要系该业务客户以餐饮连锁大企业为主，定价采用成本加成法所致；养殖业毛利率逐年下降，主要系生猪价格下降所致。

从区域分布来看，2016—2018年，公司营业收入主要来源于山东省内及华东其他地区，其中，华东其他地区销售额快速增长主要系公司拓展肉制品加工企业及餐饮大客户销售增加所致。随着公司业务向全国扩展，山东省内收入占比有所下降。

表3 近年来公司销售区域分布情况（单位：万元、%）

分地区	2016年		2017年		2018年		2019年1—6月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
山东省内	267,222.43	49.02	269,506.12	41.00	319,610.80	36.41	245,428.29	40.25
华东其他地区	143,202.60	26.28	199,061.72	30.29	294,562.50	33.56	203,880.36	33.44
华中地区	60,379.81	11.08	81,238.09	12.36	100,368.30	11.43	64,248.83	10.54
华北地区	29,366.46	5.39	45,145.52	6.87	74,789.80	8.52	41,429.56	6.79
华南地区	11,291.05	2.07	14,973.85	2.28	18,144.07	2.07	13,017.85	2.13
东北地区	6,751.86	1.24	14,007.73	2.13	21,825.37	2.49	12,614.62	2.07
西南地区	11,058.62	2.03	17,161.93	2.61	33,638.25	3.83	18,926.35	3.10
西北地区	15,731.76	2.89	16,167.62	2.46	14,906.98	1.69	10,228.92	1.68
合计	<b>545,004.58</b>	<b>100.00</b>	<b>657,262.58</b>	<b>100.00</b>	<b>877,846.09</b>	<b>100.00</b>	<b>609,774.78</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

2019年1—6月，公司营业收入60.98亿元，较上年同期增长68.30%，贸易业务收入占比提升至25.13%；公司综合毛利率6.70%，较上年同期下降0.43个百分点，主要系屠宰业务中冷鲜肉毛利率下降所致；销售区域较上年变化不大。

总体看，近年来，公司传统业务稳定增长，进口贸易快速发展，营业收入逐年提高，业务由山东向全国扩展；受生猪价格下降及业务结构调整影响，公司综合毛利率逐年下降。

## 2. 生猪屠宰

生猪屠宰为公司的营业收入主要来源，2016—2018年，公司生猪屠宰收入分别为45.44亿元、55.20亿元和65.39亿元，年均复合增长19.96%，呈稳定增长趋势。

### (1) 生猪采购

采购流程上，公司生产计划科根据销售订单和生产任务提前2天向采购部下达生猪采购任务，由采购部协调自养生猪和收购生猪的猪源，按照采购部确定的收购价格采购生猪。公司对自养生猪和外购生猪的结算方式一致，主要采取银行转账的方式，账期约3天。

生猪品质控制方面，公司有合格供应商考评标准，对供应商从经营规模、供货稳定性、供货质量、养殖生产技术等多方面进行考察，以确保生猪供应的质量及安全。此外，子公司杰科检测作为专业食品安全检测机构，通过先进技术设备对公司采购的生猪进行检测，确保终端产品的食品安全。

2016—2018年，公司生猪采购量分别为234.14万头、353.78万头和477.82万头，呈逐年增长趋势，年均复合增长42.85%。公司生猪来源于自养和外购，外购生猪占90%以上。

2016—2018年，公司外购生猪数量分别为212.95万头、328.24万头和447.58万头，呈快速增长趋势，年均复合增长44.98%。公司外购生猪主要采购自农户、第三方生猪养殖公司和合资伙伴养殖场。农户方面，以养殖规模在40~50头且猪苗自繁自育的中小生猪养殖户或规模化养猪场为主，由公司提供猪苗的合作放养农户占比尚较小；合资伙伴养殖场方面，2008年，公司与牧原股份合资

设立河南龙大牧原肉食品有限公司（以下简称“龙大牧原”<sup>3</sup>），并与牧原股份签订了《毛猪购销协议》，由其向龙大牧原供应优质生猪；其余生猪主要采自市场化的第三方生猪供应商，公司在山东周边地区通过市场化采购的模式获得稳定的生猪供应源。

2016—2018年，公司自养生猪采购量分别为21.19万头、25.54万头和30.24万头，年均复合增长19.46%，主要来源于龙大养殖，占公司自养生猪出栏量的比例分别为77.11%、79.28%和92.33%。

表4 近年来公司采购生猪来源（单位：万头、元/吨）：

项目		2016年	2017年	2018年	2019年1—6月	
自养生猪	采购量	21.19	25.54	30.24	15.13	
	均价	18,690.97	15,296.20	12,782.36	14,286.29	
外购生猪	农户及第三方养殖公司生猪	采购量	189.11	286.44	372.84	211.68
		均价	18,315.22	14,880.49	12,471.01	14,634.14
	牧原股份供应生猪	采购量	23.84	41.80	74.74	65.43
		均价	18,158.92	14,807.02	12,066.06	14,152.50
合计	采购量	234.14	353.78	477.82	292.24	
	均价	18,334.38	14,903.83	12,427.38	14,507.15	

注：采购均价为含税单价；牧原生猪采购量采用出厂重量、其他外购生猪采用到厂重量，与出厂重量有所差异，为运输途中亏损，对均价计算有一定影响

资料来源：公司提供

采购价格方面，生猪采购价格主要受市场行情、宰杀需求量以及有竞争关系的屠宰场采购价格影响。2016—2018年，受生猪价格下行影响，公司采购均价呈逐年下降趋势，年均复合下降17.67%。其中，自养生猪采购均价整体高于整体采购均价，主要系自养生猪在饲料喂养、防疫用药、添加剂使用等方面全过程控制，价格较高所致；向牧原股份采购均价低于整体采购均价，一方面系龙大牧原自2016年拓展销售渠道、扩大屠宰规模，议价主动性增强，另一方面系2018年下半年受非洲猪瘟影响，生猪不允许跨省市调运，河南作为生猪养殖大省出现供过于求的情况，市场价格降幅较大所致。

2019年1—6月，公司生猪采购量292.24万头，采购均价1.45万元/吨，较2018年采购均价上涨16.74%，主要系生猪存栏量下降，猪肉供应紧缺所致。

采购集中度方面，2016—2018年，公司对前五大生猪供应商的采购金额总额分别为6.97亿元、9.61亿元和15.17亿元，分别占当年采购总金额的14.16%、15.70%和17.23%，采购集中度较低。牧原股份为公司的第一大生猪供应商，占比约10%，较为稳定。

表5 近年来公司生猪前五大供应商（单位：万元、%）

年份	供应商名称	是否为关联方	采购金额	占总采购额比重
2016年	牧原食品股份有限公司	否	41,381.84	8.41
	威海环山农牧投资有限公司	否	18,504.09	3.76
	正大畜牧投资（北京）有限公司	否	5,352.53	1.09
	烟台福祖畜牧养殖有限公司	否	3,845.52	0.78
	刘伟	否	590.05	0.12
	合计			69,674.03
2017年	牧原食品股份有限公司	否	59,395.10	9.71
	威海环山农牧投资有限公司	否	18,284.92	2.99

<sup>3</sup> 龙大牧原位于河南内乡县产业集聚区，总投资2.6亿元，占地160.1亩，注册资金1亿元，其中公司持股60%，牧原股份持股40%。

	新希望六和股份有限公司	否	10,425.55	1.70
	烟台福祖畜牧养殖有限公司	否	4,549.66	0.74
	正大畜牧投资（北京）有限公司	否	3,412.45	0.56
	合计		<b>96,067.68</b>	<b>15.70</b>
2018年	牧原食品股份有限公司	否	88,019.56	9.99
	新希望六和股份有限公司	否	23,937.15	2.72
	烟台福祖畜牧养殖有限公司	否	19,037.57	2.16
	威海环山农牧投资有限公司	否	18,934.93	2.15
	正大畜牧投资（北京）有限公司	否	1,808.22	0.21
	合计		<b>151,737.43</b>	<b>17.23</b>

资料来源：公司提供

总体看，近年来，公司生猪以外部采购为主，自养生猪占比较小；生猪采购量保持增长，采购均价逐年下降，但2019年上半年生猪采购均价有所回升；公司制定了较为完善的采购制度，产品质量控制严格，采购集中度较低。

## （2）生猪屠宰

公司目前设有6个屠宰场，运营主体分别为龙大肉食莱阳工厂、龙大牧原、莒南龙大肉食品有限公司（以下简称“莒南龙大”）、聊城龙大肉食品有限公司（以下简称“聊城龙大”）、潍坊振祥食品有限公司（以下简称“潍坊振祥”）和蓬莱富龙肉食品有限公司。

公司宰杀车间流水线作业，机械化水平较高，生猪活体宰杀后进入-20℃极冷间降温30分钟，后在0℃~4℃环境下排酸20~30分钟，然后进入分割车间。分割作业主要由人工操作，根据客户需求分割后随线包装。冷鲜肉通过0℃~4℃冷链运输，对保鲜度和保质期有严格要求，库存时间很短，因此主要供应500公里以内的山东省内市场；冷冻肉在分割后装入速冻铁盘入库，低温贮藏保质期约1年，销售区域较广。

冷鲜肉和冷冻肉的生产比例方面，受两类产品盈利模式不同影响，公司在客户订单基础上参考市场行情做相应调整。冷鲜肉主要赚取加工费，冷冻肉因低温贮藏保质期较长，能够在猪肉价格较低时增加库存量，在价格上涨后出库赚取差价。2016—2018年为猪周期价格下行阶段，公司增加冻品库存量并进口低价猪肉，为后期创造了一定的利润空间。

产能方面，2018年，公司收购潍坊振祥，整体产能提升至728万头/年。产量方面，2016—2018年，实际屠宰量分别为234.14万头、353.78万头和477.82万头，年均复合增长42.86%，主要系猪肉价格下降销量增加所致。受此影响，公司生猪屠宰产能利用率呈波动上升趋势，由2016年45.20%上升至2018年65.63%。

表6 近年来公司生猪屠宰产能利用情况（单位：万头、%）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—6月
屠宰产能	518.00	518.00	728.00	364.00
实际屠宰量	234.14	353.78	477.82	292.24
产能利用率	45.20	68.30	65.63	80.28

资料来源：公司提供

2019年1—6月，公司实际屠宰量292.24万头，产能利用率80.28%。冷鲜肉等猪肉制品的销售存在明显的“节假日景气”现象，全年产能利用率并不均衡，每年上半年产能利用率相对较低，下半年（中秋、春节临近月份）为销售旺季，产能利用率相对较高。预计公司2019年屠宰量将保持增

长趋势，但考虑到猪肉价格上行压力较大，增速或受到一定影响。

总体看，近年来，公司生猪屠宰产能有所增长，产能利用率波动上升；公司通过前期增加冷冻肉库存锁定较低成本价格，为后期创造了一定的利润空间。

### (3) 产品销售

龙大肉食莱阳工厂主要屠宰自养生猪和外购生猪，加工后供应山东东部市场和公司熟食加工工厂。聊城龙大主要屠宰外购生猪，加工后供应山东西部市场及周边的河北、河南等市场。莒南龙大主要屠宰外购生猪，加工后供应山东南部市场及上海、南京等华东市场。潍坊振祥主要屠宰外购生猪，加工后供应山东中部市场。龙大牧原主要屠宰从牧原股份收购的生猪，加工成冷冻肉向全国食品加工企业销售。

销量方面，2016—2018年，受猪肉价格下降影响，公司冷鲜肉及冷冻肉销量呈逐年增长趋势。冷鲜肉销量分别为20.61万吨、29.06万吨和38.23万吨，年均复合增长36.17%；冷冻肉销量分别为3.98万吨、6.67万吨和9.02万吨，年均复合增长50.55%，主要系对下游餐饮大客户销量增加所致。

销售价格方面，2016—2018年，受生猪价格下降影响，公司冷鲜肉销售均价由1.91万元/吨下降至1.40万元/吨，年均复合下降14.37%；冷冻肉销售均价由1.54万元/吨下降至1.32万元/吨，年均复合下降7.30%。冷冻肉销售均价低于冷鲜肉，主要系冻品分割后边角料等副产品，如猪血、猪肺、工业用油等拉低销售均价所致。

表7 近年来公司冷鲜肉及冷冻肉销售情况

项目		2016年	2017年	2018年	2019年1—6月
销量(吨)	冷鲜肉	206,143.60	290,611.12	382,263.22	229,227.51
	冷冻肉	39,787.55	66,651.79	90,182.58	41,734.39
销售均价(元/吨)	冷鲜肉	19,071.08	15,735.38	13,983.65	15,829.41
	冷冻肉	15,402.93	14,205.99	13,235.52	14,991.31
毛利率(%)	冷鲜肉	4.33	5.41	5.50	3.44
	冷冻肉	18.39	7.53	8.03	12.53

资料来源：公司提供

毛利率方面，2016—2018年，受猪肉价格下降影响，公司冷鲜肉毛利率呈逐年上升趋势，冷冻肉毛利率呈波动下降趋势。冷冻肉毛利率整体高于冷鲜肉，一方面系低温贮藏保质期较长，可赚取空间和时间差价，另一方面系销售渠道及产品差异所致，冷冻肉主要通过定制加工直接销往餐饮等企业客户，毛利率较高；冷鲜肉部分以白条形式销往农贸市场及经销商，毛利率较低。

2019年1—6月，受猪肉价格上涨影响，公司以冷鲜肉销售为主，同时释放部分前期冷冻肉库存。公司冷鲜肉销量22.92万吨，销售均价1.58万元/吨，毛利率3.44%；冷冻肉销量4.17万吨，销售均价1.50万元/吨，毛利率12.53%。

销售渠道方面，公司冷冻肉主要供应肉制品加工及餐饮企业大客户，如荷美尔、美国通用磨坊、上海梅林、百胜中国、海底捞等，部分供应公司熟食制品事业部，深加工后销往餐饮企业及商超。公司通过与大客户签订销售合同，约定产品质量标准及定价方式，按照客户订单需求生产。

冷鲜肉主要通过农贸批发市场及经销商、加盟店销售。农贸批发市场交易量较大且流通速度较快，主要以白条形式销售，定价参考白条市场批发价格，毛利率相对较低；加盟店主要布局在居民区周边农贸市场和商超店中店，面向终端消费者，定价采取“零售指导价+一定折扣”的形式。2016—2018年，公司加盟店数量逐年减少，主要系猪肉价格下降，部分加盟店盈利不足退出加盟所致。在加盟店数量减少情况下，公司加大对批发商渠道的开发力度，拓展下游的农贸市场等渠道。2019

年1—6月，受猪肉价格上涨影响，公司加盟店数量增加至1,767家。

表8 近年来公司区域加盟店情况(单位:家)

项目	2016年	2017年	2018年	2019年6月
加盟店总数	2,770	2,107	1,648	1,767

资料来源:公司提供

客户集中度方面,2016—2018年,公司前五大客户销售额分别为5.87亿元、6.57亿元和7.05亿元,占公司当年销售额比例分别为10.78%、10.00%和8.03%,客户集中度很低且呈逐年下降趋势。

表9 近年来公司前五大客户情况(单位:万元、%)

年份	客户名称	是否为关联方	销售金额	占营业收入比重
2016年	家家悦集团股份有限公司	否	15,961.92	2.93
	济南历下大润发商贸有限公司	否	13,635.81	2.50
	生食批发商陆本松	否	10,858.52	1.99
	荷美尔	否	9,369.65	1.72
	上海品食乐冷冻食品有限公司	否	8,914.16	1.64
	合计		58,740.06	10.78
2017年	家家悦集团股份有限公司	否	17,697.31	2.69
	荷美尔	否	17,119.02	2.60
	济南历下大润发商贸有限公司	否	15,390.14	2.34
	上海品食乐冷冻食品有限公司	否	8,680.12	1.32
	生食批发商刘东	否	6,815.73	1.04
	合计		65,702.32	10.00
2018年	家家悦集团股份有限公司	否	20,287.78	2.31
	荷美尔	否	18,646.29	2.12
	济南历下大润发商贸有限公司	否	12,060.74	1.37
	上海梅林食品有限公司	否	9,900.48	1.13
	上海品食乐冷冻食品有限公司	否	9,610.72	1.09
	合计		70,506.01	8.03

注:因屠宰业务收入占比较高且与肉制品业务下游客户存在重叠,该表采用全业务口径;荷美尔指同一控制下的上海荷美尔食品有限公司、北京荷美尔食品有限公司、嘉兴荷美尔食品有限公司和荷美尔(中国)投资有限公司的统称

资料来源:公司提供

冷链模式方面,公司在屠宰基地自建冷库,便于鲜品生产及冻品及时贮存;运输方面,公司均采用第三方冷链物流,冷鲜肉由经销商及加盟商负责后续冷链销售,属于轻资产运营模式。

总体看,近年来,受猪肉价格下降及开发大客户订单增加影响,公司屠宰量业务呈快速发展趋势,主要产品销量稳定增长,客户集中度很低,冷链运输以第三方物流为主,公司在山东地区整体竞争力很强。

### 3. 肉制品加工

公司肉制品业务主要包括冷冻调理肉制品和低温肉制品及中式卤肉制品,并于2018年开始培育高温肉制品和休闲肉制品。

肉制品业务的主要原料为冷冻猪肉、鸡肉、鸭肉和牛肉。冷冻猪肉中约80%为公司内部供给,鸡肉、鸭肉主要由山东省内供应商供给,牛肉以进口为主。

冷冻调理肉制品包括肉馅、培根、盘骨等，公司采取大客户销售策略，主要供应海底捞、阿香米线、呷哺呷哺等餐饮连锁企业。公司按照与客户确定的产品品种及配方组织生产，以成本加成方式确定销售价格，账期约 2 个月。2016—2018 年，公司积极拓展餐饮客户，冷冻调理肉销量呈逐年增长趋势，年均复合增长 10.04%，产销率由 2016 年 97.46% 提升至 2018 年 104.16%；销售均价及毛利率呈逐年上升趋势，主要系积极拓展高品质大客户，较高附加值的产品订单增加所致。2019 年 1—6 月，该业务产销率仍保持在较高水平，销售均价有所上升，毛利率小幅下降。

表 10 近年来公司肉制品销售情况

项目		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1—6 月
冷冻调理肉制品	产量（吨）	7,437.76	9,079.71	8,426.45	4,971.86
	销量（吨）	7,248.66	8,719.48	8,776.99	4,986.47
	产销率（%）	97.46	96.03	104.16	100.29
	销售均价（元/吨）	19,038.45	21,713.22	22,872.29	23,467.26
	毛利率（%）	15.13	17.01	18.00	17.21
低温肉制品及中式卤肉制品	产量（吨）	15,362.26	15,487.16	13,637.68	6,426.97
	销量（吨）	15,159.21	15,106.33	13,650.08	7,117.48
	产销率（%）	98.68	97.54	100.09	110.74
	销售均价（元/吨）	22,419.21	22,285.99	23,400.55	23,841.12
	毛利率（%）	28.13	28.38	29.80	31.34

资料来源：公司提供

低温肉制品及中式卤肉制品主要包括火腿、烤肠、烤肉/酱牛肉、猪头肉、三肠等，需在 0~4℃ 冷链配送及销售，保质期较短，主要通过代理商及经销商、商超和流通渠道销售。结算方式及毛利率方面，代理及经销渠道全额预付货款，公司建议零售价格，盈亏由经销商自担，账期约 1~2 个月；商超渠道高毛利率高费用，需支付商超进场费、销售人员费用且回款相对较慢；流通渠道（大农贸）高毛利率低费用，账期较短。综上，低温肉制品及中式卤肉制品毛利率相对较高，稳定在 29% 左右。销量方面，2016—2018 年，低温肉制品及中式卤肉制品销量呈逐年减少趋势，年均复合下降 5.78%，主要系同行业市场竞争激烈所致；销售均价波动上升，毛利率逐年上升，主要系产品结构调整所致。2019 年 1—6 月，该业务产销率、销售均价及毛利率均有所上升。

总体看，近年来，公司积极拓展肉制品加工业务，随着大客户订单增长和产能释放，冷冻调理肉制品产销量及毛利率均逐年增长，为公司贡献了一定利润。

#### 4. 贸易业务

公司贸易业务以进口贸易为主，包括冷冻猪肉、冷冻牛羊肉和冷冻鸡肉，主要运营主体为 2017 年 7 月成立的控股子公司青岛中和盛杰食品有限公司（以下简称“中和盛杰”）。2017—2018 年，公司进口贸易业务营业收入分别为 3.02 亿元和 16.17 亿元，已成为公司第二大收入来源。

公司进口贸易主要采用“背靠背”和“自营”两种模式。2017—2018 年猪肉价格下行期间，公司以“背靠背”模式为主，根据客户的订单需求进行对应采购，以降低价格风险。2019 年上半年，猪肉价格有所上涨，公司以“自营”模式为主，买入囤货并卖出赚取差价。由于肉产品价格受国内外行业周期波动影响较大，“自营”贸易模式存在一定价格波动风险。公司上游供应商主要分布于新西兰、荷兰、南美洲和澳大利亚，前五大供应商占贸易总额比重 50% 以上，下游客户较为分散。

结算方面，公司主要通过代理进口商以 D/P 托收方式结算，公司向代理商预付货款，货物到港

清关后公司以提货单提货，先款后货的采购结算方式对公司营运资金形成一定占用；下游销售方面，公司预收一定比例定金，交割时现款现货结算，对部分国内大客户如金锣集团、三全食品股份有限公司等给予 1~2 周账期。

表 11 近年来公司进口贸易营业收入情况（单位：万元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年 1-6 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
冷冻猪肉	15,963.54	52.79	2.99	61,578.75	38.07	2.55	77,250.65	47.50	7.97
冷冻牛肉	10,672.60	35.29	6.56	61,036.84	37.74	4.04	58,833.70	36.18	12.65
冷冻羊肉	2,400.70	7.94	3.77	28,649.65	17.71	4.33	18,410.13	11.32	6.49
冷冻鸡肉	1,202.52	3.98	3.77	10,470.25	6.47	9.09	8,141.18	5.00	6.07
合计	30,239.36	100.00	4.54	161,735.49	100.00	3.41	162,635.66	100.00	7.16

注：进口贸易业务营业收入情况是按照中和盛杰单体口径统计数据，表 2 贸易收入为合并抵消后数据，差异在于内部销售期末有库存影响  
资料来源：公司提供

贸易品种方面，2017—2018 年，冷冻猪肉为公司的主要进口产品，受 2018 年下半年非洲猪瘟及猪肉价格上升影响，替代品牛羊肉的需求量增加，冷冻猪肉销售额占比由 2017 年的 52.79% 下降至 2018 年的 38.07%，牛肉和羊肉占比分别由 2017 年的 35.29% 和 7.94% 上升至 2018 年的 37.74% 和 17.71%。

毛利率方面，2017—2018 年，受国内市场价格变动影响，冷冻猪肉毛利率由 2.99% 下降至 2.55%，冷冻牛肉毛利率由 6.56% 下降至 4.04%。受此影响，进口贸易业务的综合毛利率由 4.54% 下降至 3.41%。

2019 年 1—6 月，公司进口贸易营业收入 16.26 亿元，毛利率 7.16%，较 2018 年上升 3.75 个百分点，主要系国内猪肉价格上涨所致。

总体看，近年来，公司进口贸易业务收入快速增长，在国内发生非洲猪瘟的背景下，进口贸易业务可以增加公司产品供货渠道、平衡公司产品的供应结构；但贸易业务毛利率水平较低，同时存在一定价格波动及资金占用风险。

## 5. 生猪养殖

公司生猪养殖业务主要由子公司龙大养殖负责经营，为公司未来的重点发展业务。2016—2018 年，养殖业务收入（生猪外销收入）分别为 1.09 亿元、1.04 亿元和 0.61 亿元，年均复合下降 25.18%，主要系自产生猪主要售予龙大肉食，外销数量减少且生猪价格下降所致。

截至 2019 年 6 月底，公司共有 7 个生猪养殖场，均位于莱阳市内，出栏生猪以自用为主，外销较少。但为防范非洲猪瘟疫情，公司近年外购母猪补栏量有所减少。2016—2018 年，公司存栏母猪规模分别为 1.53 万头、1.56 万头和 1.49 万头，年均复合减少 1.26%；公司商品猪出栏量分别为 27.48 万头、32.21 万头和 32.75 万头，年均复合增长 9.18%。2019 年 1—6 月，公司存栏母猪数量为 1.72 万头，商品猪出栏数量为 15.47 万头。

表 12 近年来公司养殖规模情况（单位：头）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-6 月
母猪	15,281	15,607	14,899	17,238
商品猪出栏量	274,796	322,138	327,538	154,736

资料来源：公司提供

配套生猪养猪，公司建有饲料加工厂，除预混料外购，普通饲料均由公司自产。若未来养殖规模扩大，公司将通过自建或租赁的方式，配套饲料供给。2016—2018年，公司自产饲料年均复合增长20.97%，外采饲料年均复合增长56.97%，主要系生猪养猪规模扩大所致。

表13 近年来公司饲料自产和采购情况（单位：吨）

项目	2016年	2017年	2018年	2019年1—6月
自产	29,329.13	37,430.30	42,915.96	21,566.21
外采	2,110.86	6,616.53	5,200.86	632.09
合计	<b>31,439.99</b>	<b>44,046.83</b>	<b>48,116.82</b>	<b>22,198.30</b>

注：自产饲料为饲料加工公司产量，不包括养殖公司自产饲料  
资料来源：公司提供

安全措施方面，公司目前以控制生物安全为主，针对非洲猪瘟的主要传播渠道，加强对物流车辆控制，全部车辆经洗消、检查、获得消毒证后方可开进猪场；养殖户方面，猪舍周边不得交叉放养其他动物、猪肉产品不得市场购买；暂停与风险较高地区的养殖户合作，同时减少内部种猪更新。为规避生物安全风险，公司已将生猪死亡保险作为常规保险项目投保。

总体看，公司生猪养殖初具规模，饲料配套较为完善，采取了较严格的疫情防范措施，经营较为稳健。

## 6. 在建及拟建项目

截至2019年6月底，公司主要在建项目共2项，分别为光山猪场建设项目和龙大牧原冷藏库项目；公司主要拟建项目共3项，分别为安丘新建年出栏60万头商品猪项目、莱阳新建出栏45万头商品猪项目和熟食车间建设项目。公司在建及拟建项目计划投资总额为24.04亿元，部分资金来源为本次可转债募集资金。

表14 截至2019年6月底公司主要在建和拟建项目情况（单位：万元、%）

项目名称	计划投资额	已投资额	未来投资计划			预计完工时间	工程进度
			2019年7—12月	2020年	2021年		
光山猪场建设项目	15,101.84	8,982.07	6,119.77	0.00	0.00	2019年	59.48
河南龙大牧原5000T冷藏库及附属设施项目	5,072.00	1,200.00	2,000.00	1,872.00	0.00	2020年	23.66
安丘新建年出栏60万头商品猪项目	100,000.00	0.00	50,000.00	30,000.00	20,000.00	2021年	0.00
莱阳新建出栏45万头商品猪项目	65,260.00	0.00	8,300.00	42,560.00	14,400.00	2021年	0.00
熟食车间建设项目	55,007.70	0.00	0.00	55,007.70	0.00	2020年	0.00
合计	<b>240,441.54</b>	<b>10,182.07</b>	<b>66,419.77</b>	<b>129,439.70</b>	<b>34,400.00</b>	--	--

注：安丘新建年出栏60万头商品猪项目包含本次募投项目“安丘市石埠子镇新建年出栏50万头商品猪项目”，超出部分以自有资金投入  
资料来源：公司提供

总体看，公司在建及拟建项目建成后，将进一步向产业链上游延伸，综合竞争实力有望进一步增强；但尚需投资规模较大，公司面临较大的资金支出压力。

## 7. 重大事项

### (1) 实际控制人变更

2019年6月，公司控股股东及实际控制人发生变更，蓝润发展以32.00亿元对价分三次受让龙



大集团 22,606.68 万股股权成为公司第一大股东，持股比例 29.92%，实际控制人变更为戴学斌、董翔夫妇；2018 年 6 月，蓝润发展以 10.06 元/股价格受让龙大集团所持 7,560.00 万股股权；2018 年 8 月 18 日，蓝润发展以 16.00 元/股的价格受让龙大集团 7,561.00 万股股权；2019 年 5 月，蓝润发展以 16.43 元/股价格受让龙大集团 7,485.68 万股股权，并于 6 月 14 日完成股份过户登记手续，蓝润发展持有公司股份数量超过龙大集团持有公司股份数量，成为公司控股股东。

受控股股东及实际控制人变更影响，公司董事、监事及高级管理人员发生较大变动。截至 2019 年 6 月底，公司董事会、监事会已完成换届选举，高级管理人员能够满足公司发展的需要。

公司控股股东蓝润发展为蓝润集团有限公司（以下简称“蓝润集团”）的控股子公司，蓝润集团成立于 1997 年，是一家综合类产业运营集团，业务涵盖肉类养殖加工、医疗康养、供应链服务、地产开发运营、酒店管理、物业服务等多个产业。2018 年，蓝润集团主营业务收入 560 亿元，连续多年入榜“中国企业 500 强”“中国民营企业 500 强”。

总体看，控股股东及实际控制人变更后公司管理团队发生较大变动，联合评级将持续关注该事项对公司未来经营发展的影响。

## （2）同业竞争

2019 年 5 月，公司第四次临时股东大会审议通过《关于豁免股东避免同业竞争承诺事项的议案》，豁免蓝润发展关于避免同业竞争的承诺，允许蓝润发展先行在西南地区培育生猪养殖及加工业务，待培育成熟后择机注入上市公司。

2019 年 5 月，蓝润集团与四川省达州市万源市人民政府签署《蓝润集团（万源）50 万头生猪养殖及深加工项目投资协议》，项目计划总投资 25 亿元，其中一期工程投资 15 亿元，二期工程投资 10 亿元，主要建设种猪及生猪养殖区、生猪屠宰及冷链加工区、饲料加工及仓储物流的加工区等。

2019 年 6 月，蓝润集团与四川省巴中市人民政府签署《巴中市 200 万头生猪全产业链项目合作框架协议》，项目计划总投资约 70 亿元，项目分两期建成：一期项目于 2021 年底前完成，二期项目于 2023 年底前完成。项目主要建设内容包括：总部大楼、种猪及生猪养殖、生猪屠宰、仓储冷库、肉食品深加工、有机化肥、物流配送交通工具等。

2019 年 8 月，蓝润集团与四川省巴中市恩阳区人民政府签署《巴中市恩阳区生猪全产业链项目投资协议》，项目计划总投资约 42 亿元，项目分两期建成：一期项目于 2021 年底前完成，二期项目于 2024 年 8 月底前完成。项目主要建设内容包括：种猪及生猪养殖、生猪屠宰、饲料加工、肉制品加工、仓储冷库、物流项目等。

此外，蓝润集团已与四川省达州市宣汉县人民政府达成初步合作意向，拟开展生猪全产业链项目，待政府通过审批后，拟进入协议签署阶段。

总体看，公司控股股东存在同业竞争情况，未来可能与公司业务构成直接或间接的竞争关系。

## 8. 经营效率

2016—2018 年，公司应收账款周转次数逐年上升，分别为 26.04 次、28.12 次和 31.25 次；存货周转次数波动下降，分别为 10.92 次、11.49 次和 10.65 次；总资产周转次数逐年上升，分别为 2.58 次、2.71 次和 2.79 次，主要系进口贸易业务占比上升所致。从同行业对比来看，公司经营效率处于行业中上水平。

表 15 同行业上市公司 2018 年经营效率指标对比 (单位: 次)

证券代码	证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
000895.SZ	双汇发展	415.55	10.71	2.14
1610.HK	中粮肉食	47.70	14.08	0.76
600438.SH	通威股份	28.15	13.32	0.86
600073.SH	上海梅林	15.07	9.18	1.94
002330.SZ	得利斯	11.09	9.45	1.16
中位数		28.15	10.71	1.16
002726.SZ	龙大肉食	32.02	10.79	2.78

注: Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异, 为便于与同行业公司比较, 本表统一采用 Wind 数据  
资料来源: Wind, 联合评级整理

总体看, 公司经营效率处于行业中上水平。

## 9. 经营关注

### (1) 市场竞争风险

近年来, 猪肉及猪肉制品的产业链竞争较为激烈。国内猪肉制品企业双汇发展、饲料企业新希望等均开始布局上游生猪养殖业, 主要生猪养殖企业如牧原股份、温氏股份则开始向下游生猪屠宰及加工拓展, 公司所处竞争环境日趋激烈, 对公司经营目标实现带来一定不利影响。

### (2) 动物疫病风险

公司主营业务原料为生猪, 存在动物疫病风险。2019 年 2 月济南市出现山东省首例非洲猪瘟, 目前胶东半岛暂无疫情发生, 但仍面临较一定疫情风险。

### (3) 生猪价格波动风险

生猪价格持续上涨或将导致冷鲜肉和熟食制品毛利率下降; 生猪价格持续下降或将导致生猪养殖、冷冻肉及进口贸易盈利下降。若未来生猪价格出现大幅波动, 公司或面临主营业务毛利率波动的风险, 影响经营稳定性。

### (4) 产品质量及食品安全风险

猪肉产品事关民众的身体健康和生命安全, 如果公司因产品质量控制不严、食品安全管理不到位等原因导致产品质量和食品安全问题或事故, 或将导致公司品牌声誉受到影响。

### (5) 控股股东质押比例较高且存在同业竞争

截至 2019 年 6 月底, 蓝润发展股权质押比例为 59.01%, 受溢价股权收购影响, 公司股票市盈率高于同行业公司 (双汇发展、上海梅林、通威股份) 且股价波动较大, 对公司控制权稳定性带来一定不利影响。此外, 蓝润发展计划在四川对生猪养殖及加工业务投入规模较大, 可能与公司业务构成直接或间接的竞争关系。

## 10. 未来发展

未来, 公司计划逐步扩大自有标准化生猪养殖基地规模, 使养殖与屠宰加工向更为均衡的方向发展: (1) 大力扩展生猪养殖规模, 在完成光山母猪场和本次发展募集项目建设基础上, 计划通过新建和并购的方式提升养殖规模, 提高生猪繁育及饲养能力, 进一步保障公司的生猪供应。(2) 继续扩大屠宰规模, 择机通过并购和自建方式扩大公司在全国各地的生猪屠宰规模, 拟计划在西南 (四川)、内蒙古、东北三省、北区 (天津) 和东南区 (江西) 五地发展屠宰业务, 以实现 1,500 万头/年宰杀量。(3) 重点发展冷冻调理肉制品业务, 公司研发的适合连锁餐饮渠道的冷冻调理肉制品已

初具规模，未来将通过并购投资、产能扩建、研发支持、人员配备等，继续拓展肉制品及餐饮连锁客户，保持冷冻调理肉制品业务快速增长。(4) 加快市场渠道拓展，发展加盟商、大中型商场超市、食品加工企业和大型连锁餐饮企业，在立足山东的基础上，逐步向全国市场拓展。

总体看，公司未来将采取较为积极的发展战略，业务布局向全国扩展并重点布局上游生猪养殖行业，但生猪养殖行业周期性较强，将对公司投资决策能力和融资能力提出挑战。联合评级将持续关注公司未来战略实施情况。

## 七、财务分析

### 1. 财务概况

公司 2016 年度和 2017 年度合并财务报表均经北京天圆全会计师事务所(特殊普通合伙)审计，审计结论均为标准无保留意见；公司 2018 年度和 2019 年 1—6 月合并财务报表均经中审众环会计师事务所(特殊普通合伙)审计，审计结论为标准无保留意见。公司财务报表按照《企业会计准则—基本准则》和具体会计准则编制，并执行财政部颁布的最新企业会计准则。

从合并范围来看，2017 年，公司合并范围子公司共 15 家，较上年增加 3 家；2018 年，通过非同一控制下企业合并新增子公司潍坊振祥，并于 2018 年 10 月纳入合并财务报表。截至 2018 年底，公司合并范围内拥有 16 家子公司。整体看，公司会计政策连续，主营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 37.55 亿元，负债总额 15.05 亿元，所有者权益(含少数股东权益) 22.49 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 21.08 亿元。2018 年，公司实现营业收入 87.78 亿元，净利润(含少数股东损益) 2.06 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 1.77 亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.07 亿元，现金及现金等价物净增加额 2.14 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司合并资产总额 50.55 亿元，负债总额 26.74 亿元，所有者权益(含少数股东权益) 23.81 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 21.70 亿元。2019 年 1—6 月，公司实现营业收入 60.98 亿元，净利润(含少数股东损益) 1.23 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 0.96 亿元；经营活动产生的现金流量净额-14.31 亿元，现金及现金等价物净增加额-7.34 亿元。

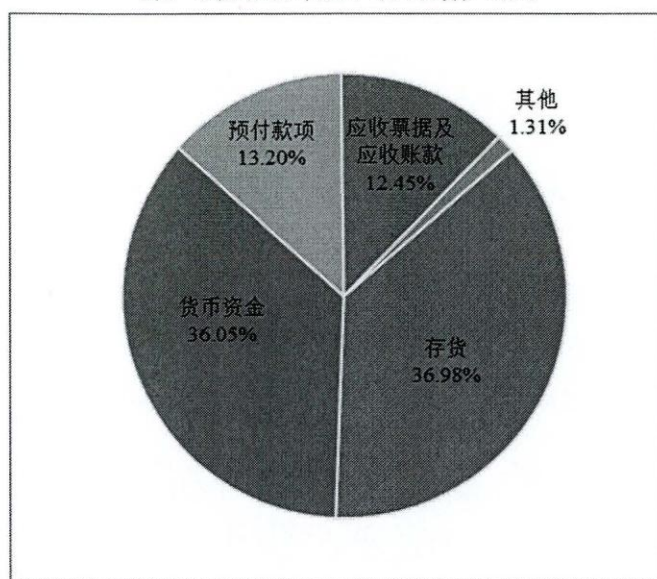
### 2. 资产质量

2016—2018 年，得益于自身业务发展，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 27.79%，主要系流动资产增长所致。截至 2018 年底，公司资产总额为 37.55 亿元，较年初增长 47.61%；其中，流动资产占 66.80%，非流动资产占 33.20%，以流动资产为主。

#### (1) 流动资产

2016—2018 年，公司流动资产呈逐年增长趋势，年均复合增长 26.34%，主要系存货、应收账款和预付款项增加所致。截至 2018 年底，公司流动资产 25.08 亿元，较年初增长 48.00%，主要由货币资金(占 36.05%)、应收票据及应收账款(占 12.45%)、预付款项(占 13.20%)和存货(占 36.98%)构成。

图5 截至2018年底公司流动资产构成



资料来源：公司年报

2016—2018年，公司货币资金波动增长，年均复合增长5.00%。截至2017年底，公司货币资金6.89亿元，较年初下降16.04%，主要系进口贸易业务预付款项及存货占用资金所致。截至2018年底，公司货币资金9.04亿元，较年初增长31.31%，主要系流动资金借款增加所致；公司货币资金主要为银行存款（占95.12%）；受限资金为2,200万元，受限比例2.43%，主要为银行承兑汇票保证金，受限比例较低。

2016—2018年，受进口贸易业务规模扩大影响，公司应收票据及应收账款账面价值逐年增长，年均复合增长19.23%。截至2018年底，公司应收票据及应收账款账面价值3.12亿元，较年初增长24.40%。截至2018年底，公司应收账款账面价值3.09亿元，全部按账龄法提坏账准备，其中账龄在3个月以内的占账面余额87.03%、4~6个月的占9.15%、6个月~1年的占3.73%、1~2年的占0.09%，账龄较短；累计计提坏账准备798.44万元，计提比例2.52%；公司应收账款前五名占应收账款余额的38.02%，集中度较高。

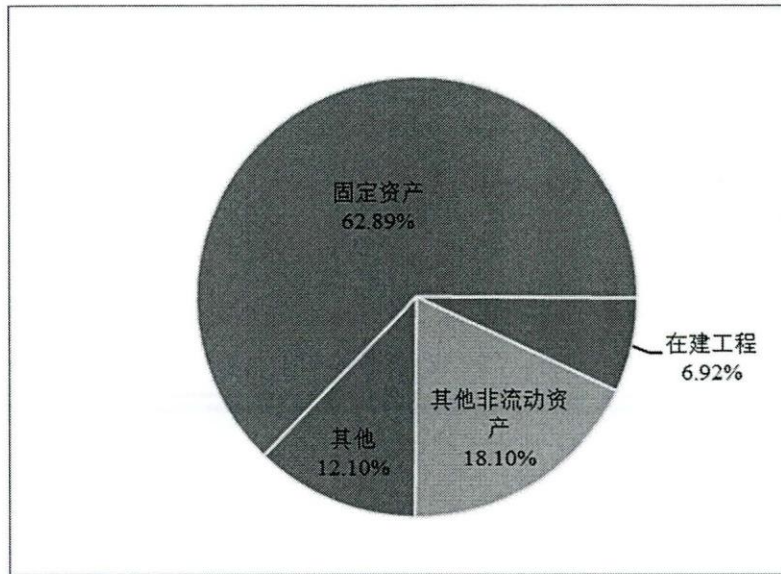
2016—2018年，公司预付款项逐年快速增长，分别为0.49亿元、1.06亿元和3.31亿元，年均复合增长160.72%，主要系子公司中和盛杰进口贸易业务规模增长及存货增加所致。截至2018年底，公司预付款项中一年以内的预付款项占比98.83%；按供应商归集的前五名预付款项金额为3.14亿元，集中度94.73%，集中度很高，主要为进口贸易的国外供应商。

2016—2018年，公司存货账面价值逐年增长，年均复合增长42.10%。截至2018年底，公司存货账面价值9.28亿元，较年初增长58.89%，主要系中和盛杰进口贸易业务规模增长所致；存货账面余额主要由库存商品（占64.55%）、原材料（占17.96%）和消耗性生物资产（占13.16%）构成；共计提存货跌价准备1,315.81万元，计提比例1.40%。

## （2）非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长30.88%，主要系固定资产增长所致。截至2018年底，公司非流动资产合计12.47亿元，较年初增长46.82%，主要由固定资产（占62.89%）、在建工程（占6.92%）和其他非流动资产（占18.10%）构成。

图6 截至2018年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2016—2018年，公司固定资产账面价值呈逐年增长趋势，年均复合增长24.47%。截至2018年底，公司固定资产账面价值为7.84亿元，较年初增长43.10%，主要系收购子公司潍坊振祥所致。截至2018年底，公司固定资产账面价值主要由房屋及建筑物（占66.78%）和机器设备（占28.20%）构成；累计计提折旧4.23亿元，固定资产成新率64.96%，成新率一般；固定资产受限比例12.20%，主要用于借款抵押，受限比例一般。

2016—2018年，公司在建工程账面价值分别为804.77万元、4,695.92万元和8,626.44万元，逐年增长，年均复合增长227.40%，主要系子公司龙大养殖猪场工程投入增加所致。

2016—2018年，公司其他非流动资产逐年增长，年均复合增长28.48%，主要系增值税留抵税额增加所致。截至2018年底，公司其他非流动资产2.26亿元，较年初增长26.70%，主要由增值税留抵税额（占82.28%）和预付设备工程款（占17.72%）构成。

截至2018年底，公司新增商誉5,982.37万元，占非流动资产比例为4.80%，主要系溢价收购潍坊振祥所致，未计提减值准备。考虑到2019年猪肉价格上行压力较大，如潍坊振祥经营业绩未达预期，未来公司将面临一定商誉减值风险。

受限资产方面，截至2018年底，公司受限资产合计为1.21亿元，占资产总额的比例为3.21%，主要为固定资产和货币资金，受限比例较低。公司受限资产具体情况如下表所示。

表16 截至2018年底公司受限资产情况（单位：万元、%）

项目	受限金额	占资产总额比例	受限原因
货币资金	2,200.00	0.59	承兑汇票保证金、冻结资金
固定资产	9,562.98	2.55	借款抵押
无形资产	287.61	0.08	借款抵押
合计	12,050.59	3.21	--

注：被冻结的潍坊振祥的银行账户资金1,000.00万元，截至2019年3月底已解除冻结  
资料来源：公司年报、联合评级整理

截至2019年6月底，公司资产总额为50.55亿元，较年初增长34.64%；其中，流动资产占比73.53%，非流动资产占比26.47%，流动资产占比有所上升。

总体看，近年来，得益于公司的业务规模增长，公司资产规模逐年增长，以流动资产为主，货币资金较为充裕；大额存货及应收账款和预付款项对营运资金占用显著；整体资产质量较好。

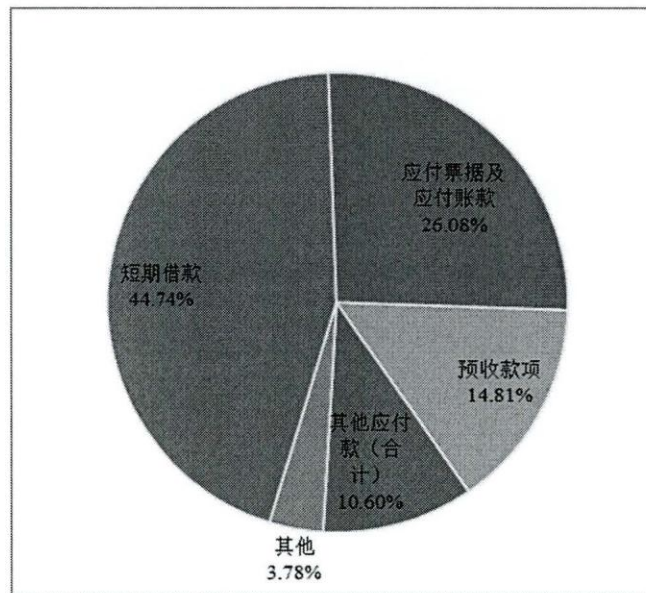
### 3. 负债及所有者权益

#### (1) 负债

2016—2018年，公司负债总额快速增长，年均复合增长82.55%，主要系流动负债增长所致。截至2018年底，公司负债合计15.05亿元，较年初增长193.78%；其中，流动负债占98.98%，非流动负债占1.02%，以流动负债为主。

2016—2018年，公司流动负债呈逐年增长趋势，年均复合增长85.14%，主要系短期借款增长所致。截至2018年底，公司流动负债14.90亿元，较年初增长200.93%；公司流动负债主要由短期借款（占44.74%）、应付票据及应付账款（占26.08%）、预收款项（占14.81%）和其他应付款（合计）（占10.60%）构成。

图7 截至2018年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2016—2018年，公司短期借款分别为0.47亿元、0.53亿元和6.67亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长276.57%，主要系公司增加短期借款补充流动资金所致；公司短期借款由信用借款（占75.02%）、抵押借款（占14.48%）和保证借款（占10.50%）构成。

2016—2018年，公司应付票据及应付账款逐年增长，年均复合增长57.97%。其中，公司应付票据呈逐年增长趋势，年均复合增长77.95%。2016—2018年，公司应付账款分别为1.26亿元、1.54亿元和2.93亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长52.82%，主要为中和盛杰进口贸易业务产生的应付货款<sup>4</sup>。

2016—2018年，公司预收款项呈波动增长趋势，年均复合增长66.35%。截至2017年底，公司预收款项7,671.19万元，较年初减少3.79%。截至2018年底，公司预收款项2.21亿元，较年初增长1.44亿元，主要系进口贸易业务预收货款定金增加所致。

2016—2018年，公司其他应付款（合计）呈波动增长趋势，年均复合增长13.50%。截至2017

<sup>4</sup> 中和盛杰付款提货与单到入账有时间差，由于发票、关税、进口增值税的票据滞后，导致期末暂估应付账款增加

年底，公司其他应付款（合计）1.12 亿元，较年初下降 8.51%。截至 2018 年底，公司其他应付款（合计）1.58 亿元，较年初增长 40.79%，主要系新增应付股权收购款所致。

2016—2018 年，公司非流动负债呈波动下降趋势，年均复合下降 4.99%。公司非流动资产全部为递延收益。截至 2018 年底，较年初下降 11.07%，主要系递延收益摊销导致余额减少所致。

全部债务方面，2016—2018 年，公司全部债务规模分别为 0.77 亿元、1.03 亿元和 7.62 亿元，年均复合增长 214.48%，全部为短期债务，债务结构有待改善。2016—2018 年，公司资产负债率分别为 19.65%、20.14%和 40.09%，全部债务资本化比率分别为 4.00%、4.83%和 25.29%，整体呈快速上升趋势，但债务负担仍处于合理水平。

截至 2019 年 6 月底，公司负债合计 26.74 亿元，较年初增长 77.66%，其中流动负债和非流动负债分别占比 99.47%和 0.53%，负债结构仍以流动负债为主。截至 2019 年 6 月底，公司全部债务 16.34 亿元，较年初增长 114.62%，全部为短期债务；债务指标方面，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 52.90%和 40.70%，较年初分别上升 12.81 个百分点和 15.41 个百分点。

总体看，近年来，公司负债规模快速增长，负债结构以流动负债为主；公司债务规模增长较快且全部为短期债务，短期偿债压力较大，债务结构有待改善。

#### （2）所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 10.35%，主要系股本和盈余公积增加所致。截至 2017 年底，公司所有者权益 20.31 亿元，较年初增长 9.96%，公司股本由年初 4.45 亿元增加至 7.56 亿元，主要系资本公积转增股本所致。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 22.49 亿元，较年初增长 10.74%，其中归属于母公司所有者权益 21.08 亿元，占比 93.70%。截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益中，股本占 35.87%、资本公积占 18.03%、盈余公积占 9.51%、未分配利润占 37.02%，权益稳定性尚可。

截至 2019 年 6 月底，所有者权益合计 23.81 亿元，较年初增长 5.86%。所有者权益构成情况较年初变化不大。

总体看，近年来，得益于公司持续稳定经营，公司所有者权益持续增长，权益结构稳定性尚可。

#### 4. 盈利能力

2016—2018 年，公司分别实现营业收入 54.50 亿元、65.73 亿元和 87.78 亿元，年均复合增长 26.91%，主要系屠宰业务规模扩大及公司进口贸易业务快速增长所致；营业成本分别为 49.68 亿元、60.74 亿元和 81.53 亿元，年均复合增长 28.11%。净利润方面，2016—2018 年，公司分别实现净利润 2.35 亿元、1.98 亿元和 2.06 亿元，年均复合减少 6.35%，低于收入增速，主要系生猪价格下降所致。

从期间费用看，2016—2018 年，公司期间费用呈逐年增长趋势，年均复合增长 26.71%，主要系销售费用增长所致。2018 年，公司期间费用为 4.02 亿元，同比增长 31.95%，其中销售费用占 57.14%，管理费用占 43.24%，研发费用占 0.63%，财务费用为-404.46 万元。2016—2018 年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 31.99%，主要系运输费用增加及贸易业务销售费用增加所致。2016—2018 年，管理费用逐年增长，年均复合增长 18.99%。2018 年，公司研发费用为 252.60 万元，较上年减少 34.06%，主要系公司研发项目减少所致。2016—2018 年，公司财务费用分别为-422.88 万元、-1,364.84 万元和 -404.46 万元，2018 年较上年增加 960.38 万元，主要系公司融资规模增加所致。2016—2018 年，公司费用收入比波动下降，分别为 4.60%、4.64%和 4.58%，公司费用控制能力较强。

从盈利指标看，2016—2018 年，公司主要盈利指标逐年下降，营业利润率分别为 8.76%、7.47%和 7.03%；总资本收益率分别为 13.11%、9.88%和 8.86%；总资产报酬率分别为 11.63%、8.36%和

7.82%；净资产收益率分别为 13.50%、10.23%和 9.61%。从同行业主要上市公司比较来看，公司盈利能力指标处于行业中上水平。

表 17 同行业上市公司 2018 年盈利能力情况对比（单位：%）

证券代码	证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
000895.SZ	双汇发展	21.42	28.73	35.62
1610.HK	中粮肉食	0.15	-4.99	-13.11
600438.SH	通威股份	18.92	6.90	14.38
600073.SH	上海梅林	12.93	5.36	8.32
002330.SZ	得利斯	10.67	0.54	0.60
中位数		12.93	5.36	8.32
002726.SZ	龙大肉食	7.13	6.56	8.77

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与 Wind 保持一致；Wind 与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，为便于与同行业上市公司进行比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据

资料来源：Wind

2019年1—6月，公司实现营业收入60.98亿元，较上年同期增长68.30%；实现净利润1.23亿元，较上年同期增长28.11%。

总体看，近年来，随着公司业务规模的扩大，公司营业收入逐年增长，费用控制能力较强，整体盈利能力处于行业中上水平。

## 5. 现金流

2016—2018年，公司经营活动现金流入分别为 61.94 亿元、73.63 亿元和 99.17 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 26.54%，主要系销售商品收到现金增加所致。2016—2018年，公司经营活动现金流出分别为 59.03 亿元、72.74 亿元和 100.23 亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长 30.31%，主要系存货增加所致。受上述因素影响，2016—2018年，公司经营活动现金流量净额分别为 2.91 亿元、0.89 亿元和-1.07 亿元，由净流入转为净流出。2016—2018年，公司现金收入比分别为 112.61%、110.74%和 111.73%，收入实现质量较高。

2016—2018年，公司投资活动现金流入分别为 12.62 亿元、3.49 亿元和 1.99 亿元，年均复合下降 60.33%，主要系赎回理财投资逐年减少所致。2016—2018年，投资活动现金流出分别为 11.23 亿元、5.20 亿元和 3.21 亿元，年均复合下降 46.51%，主要系理财投资逐年减少所致。受上述因素影响，2016—2018年，公司投资活动现金流量净额呈波动减少趋势，分别为 1.39 亿元、-1.72 亿元和-1.23 亿元，由净流入转为净流出。

2016—2018年，公司筹资活动现金流入分别为 0.96 亿元、0.69 亿元和 5.60 亿元，呈波动增长趋势，其中 2018 年现金流入金额大幅增长，主要系短期借款增加所致。2016—2018年，公司筹资活动现金流出分别为 0.72 亿元、1.26 亿元和 1.17 亿元，呈波动增长趋势，年均复合增长 27.74%，主要系分配股利、利润支付的现金增加所致。受上述因素影响，2016—2018年，公司筹资活动现金净流量分别为 0.24 亿元、-0.57 亿元和 4.43 亿元。

2019年1—6月，公司经营活动产生的现金流量净额为-14.31 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-0.83 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 7.79 亿元。

总体看，近年来，公司经营活动和投资活动现金流均由净流入转为净流出，收入实现质量较高；随着业务规模扩大，公司对外部筹资有较大需求。



## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看, 2016—2018年, 受流动负债增长较快影响, 公司流动比率分别为 3.62 倍、3.42 倍和 1.68 倍, 速动比率分别为 2.56 倍、2.24 倍和 1.06 倍, 流动资产与速动资产对流动负债的保障力度逐年下降。2016—2018年, 公司现金短期债务比逐年下降, 分别为 10.69 倍、6.80 倍和 1.19 倍, 公司现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。2016—2018年, 公司经营现金流动负债比率逐年下降, 分别为 66.95%、17.93%和-7.15%, 2018年公司经营现金流为净流出, 对流动负债不具备保障能力。

从长期偿债能力指标来看, 2016—2018年, 公司 EBITDA 逐年增长, 分别为 3.10 亿元、2.71 亿元和 3.56 亿元, 年均复合增长 7.22%, 主要系折旧增加所致。2018年, 公司 EBITDA 主要由折旧和摊销 (占 30.85%)、计入财务费用的利息支出 (占 6.24%) 和利润总额 (占 62.91%) 构成。2016—2018年, EBITDA 利息倍数逐年下降, 分别为 171.82 倍、134.07 倍和 16.03 倍, EBITDA 对利息的保障能力较强。2016—2018年, EBITDA 全部债务比逐年下降, 分别为 4.02 倍、2.63 倍和 0.47 倍, 考虑到公司全部债务全部为短期债务, EBITDA 对全部债务的保护能力一般。

截至 2019 年 6 月底, 公司累计对外提供担保余额 1,000.00 万元, 为收购潍坊振祥食品有限公司股权而相应增加的一笔逾期对外担保, 除此以外无涉及诉讼的担保及因担保被判决败诉而应承担的损失, 具体情况如下:

表 18 截至 2019 年 6 月底公司对外担保情况 (单位: 万元)

担保对象名称	实际发生日期	实际担保金额	担保类型	担保期
山东凯仕利合成材料科技股份有限公司	2018.6.8	1,000.00	连带责任保证	2018.6.8—2019.6.8

资料来源: 公开资料, 联合评级整理

公司已督促山东凯仕利合成材料科技股份有限公司采取有效措施尽快归还逾期银行贷款。另外, 公司通过由安丘市淮安国有资产经营有限公司出具担保函提供不可撤销的连带责任保证的担保、潍坊振祥原控股股东李凯将其持有的潍坊振祥 30% 股权质押给公司等多项措施严格控制因收购潍坊振祥产生的对外担保损失风险。

截至 2019 年 6 月底, 公司无重大未决诉讼、仲裁事项。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告 (机构信用代码: G10370682000141403), 截至 2019 年 7 月 9 日, 公司无已结清及未结清信贷的关注类及不良信贷记录。根据中国执行信息公开网查询结果, 公司及实际控制人未被列入失信被执行人名单。

截至 2019 年 6 月底, 公司合并范围内取得的银行授信额度合计 11.43 亿元, 已使用额度 9.77 亿元, 尚未使用额度 1.66 亿元, 公司间接融资渠道有待拓展。作为上市公司, 公司具备直接融资渠道。

总体看, 近年来, 公司在山东省内竞争力很强, 行业地位突出, 过往履约情况良好, 整体偿债能力很强。

## 八、本次可转换公司债券偿债能力分析

### 1. 本次可转换公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2019 年 6 月底, 公司全部债务合计 16.34 亿元, 本次可转债拟发行的额度不超过人民币 9.50 亿元, 相较于公司目前债务规模, 本次发债金额较大, 对公司债务规模存在较大影响。

以 2019 年 6 月底财务数据为基础, 本次可转债发行后, 在其他因素不变的情况下, 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上升至 60.35%、52.04%和 28.52%，分别较发行前上升了 7.45 个百分点、11.35 个百分点和 28.52 个百分点，债务负担明显加重。考虑到可转换债券具有转股的可能性，如果公司股价未来上涨超过转股价，公司本次发行的可转换债券将转换为公司的权益，有利于公司降低资产负债率和减轻债务负担。

## 2. 本次可转换公司债券偿债能力分析

以 2018 年的相关财务数据为基础，公司 2018 年的 EBITDA 为 3.56 亿元，是本次可转债发行额度上限（9.50 亿元）的 0.37 倍，EBITDA 对本次可转债的覆盖程度尚可。公司 2018 年经营活动现金流入量为 99.17 亿元，是本次可转债发行额度上限（9.50 亿元）的 10.44 倍，经营现金流入量对本次可转债的覆盖程度较高。

从本次可转债的发行条款来看，由于公司做出了较低的转股修正条款（任意连续二十个交易日中有十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决），有利于降低转股价；同时制定了提前赎回条款（公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%，或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券），有利于促进债券持有人转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能。

综合以上分析，考虑到公司在行业地位、经营规模、技术水平等方面的优势，其对本次可转债的偿还能力很强。

## 九、综合评价

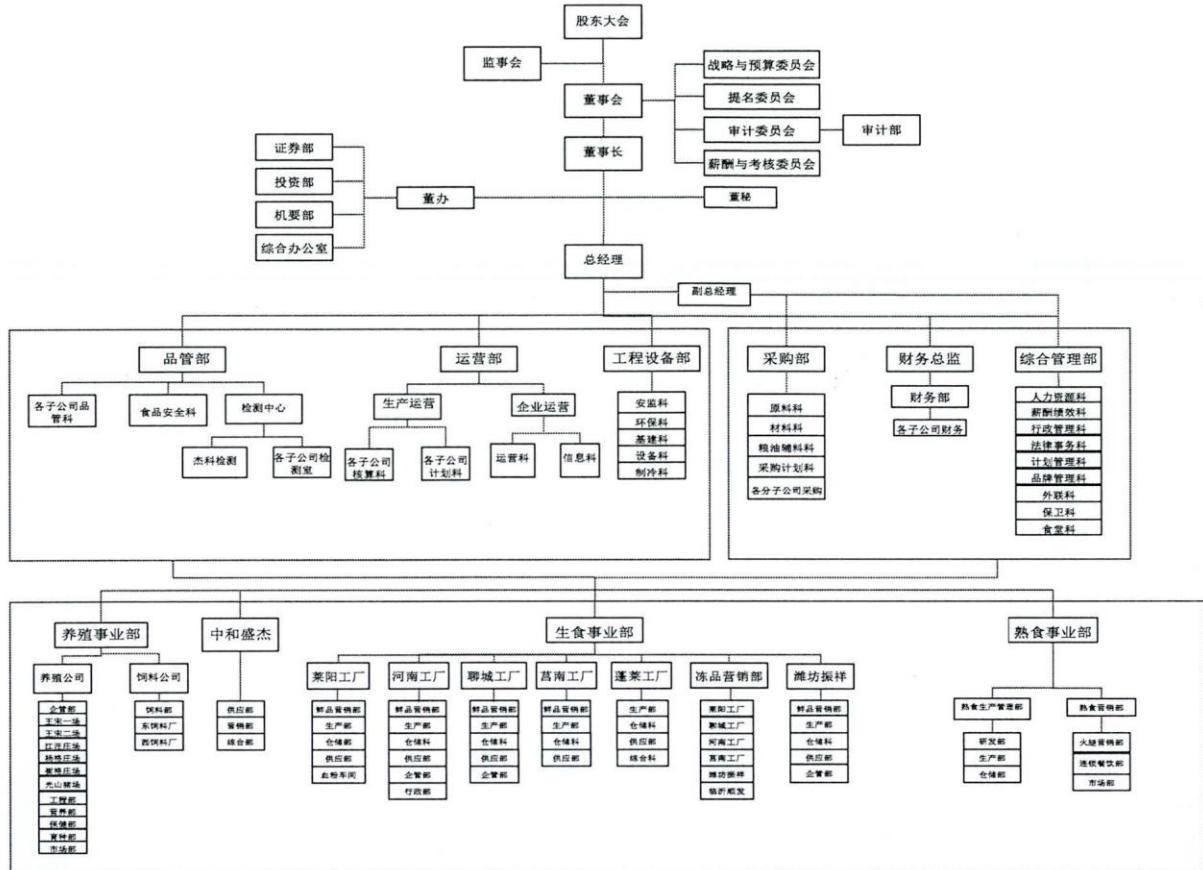
公司作为山东省生猪屠宰及肉制品加工的龙头企业，在行业地位、经营规模、产品质量、销售渠道等方面具有综合竞争优势。近年来，公司生猪屠宰业务及肉制品加工业务稳定发展，并向上游生猪养殖和进口贸易进一步延伸，“全产业链”经营模式日趋完善，资产规模和营业收入快速增长。同时，联合评级也关注到公司所处行业受生猪价格波动影响较大、公司主营业务毛利率持续下降、债务规模快速增长且债务结构有待调整、大额存货及应收预付款项对营运资金占用显著、在建项目尚需投资规模较大以及对外担保逾期等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，伴随生猪价格回暖及公司在建项目陆续投产，公司收入及利润规模有望持续增长，产业链布局将进一步完善，综合竞争实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 9.50 亿元（含）的可转换公司债券，从本次可转换债券设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大。若完成转股，则公司资本实力有望增强，财务杠杆有望进一步降低。

综合看，基于对公司主体长期信用以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险很低。

## 附件 1 截至 2018 年底山东龙大肉食品股份有限公司 组织架构图



## 附件 2 山东龙大肉食品股份有限公司 主要计算指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额 (亿元)	22.99	25.44	37.55	50.55
所有者权益 (亿元)	18.47	20.31	22.49	23.81
短期债务 (亿元)	0.77	1.03	7.62	16.34
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务 (亿元)	0.77	1.03	7.62	16.34
营业收入 (亿元)	54.50	65.73	87.78	60.98
净利润 (亿元)	2.35	1.98	2.06	1.23
EBITDA (亿元)	3.10	2.71	3.56	2.33
经营性净现金流 (亿元)	2.91	0.89	-1.07	-14.31
应收账款周转次数 (次)	26.04	28.12	31.25	19.42
存货周转次数 (次)	10.92	11.49	10.65	3.67
总资产周转次数 (次)	2.58	2.71	2.79	1.38
现金收入比率 (%)	112.61	110.74	111.73	115.77
总资本收益率 (%)	13.11	9.88	8.86	4.57
总资产报酬率 (%)	11.63	8.36	7.82	4.27
净资产收益率 (%)	13.50	10.23	9.61	5.30
营业利润率 (%)	8.76	7.47	7.03	6.62
费用收入比 (%)	4.60	4.64	4.58	4.11
资产负债率 (%)	19.65	20.14	40.09	52.90
全部债务资本化比率 (%)	4.00	4.83	25.29	40.70
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA 利息倍数 (倍)	171.82	134.07	16.03	6.17
EBITDA 全部债务比 (倍)	4.02	2.63	0.47	0.14
流动比率 (倍)	3.62	3.42	1.68	1.40
速动比率 (倍)	2.56	2.24	1.06	0.59
现金短期债务比 (倍)	10.69	6.80	1.19	0.16
经营现金流动负债比率 (%)	66.95	17.93	-7.15	-53.78
EBITDA/本次发债额度 (倍)	0.33	0.28	0.37	0.24

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2. 本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的，除特别说明外，均指人民币；3. 2019 年相关指标未年化

### 附件 3 主体有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+销售费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(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
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
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)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流量流入量/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

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

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 4 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。

# 联合信用评级有限公司关于 山东龙大肉食品股份有限公司 公开发行 A 股可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，并在每年山东龙大肉食品股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一年会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

山东龙大肉食品股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。山东龙大肉食品股份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，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注山东龙大肉食品股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现山东龙大肉食品股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，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，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如山东龙大肉食品股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级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，直至山东龙大肉食品股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送山东龙大肉食品股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司  
二〇一九年九月十一日

