

跟踪评级公告

联合〔2020〕2841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贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，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公开发行的“龙大转债”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年九月六日

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>

山东龙大肉食品股份有限公司

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：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券期限	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
龙大转债	6 年	9.50 亿元	AA	AA	2019 年 9 月 11 日

跟踪评级时间：2020 年 9 月 16 日

主要财务数据：

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	25.44	37.54	63.18	72.72
所有者权益（亿元）	20.31	22.49	25.63	28.18
长期债务（亿元）	--	--	0.20	0.20
全部债务（亿元）	1.03	7.62	21.70	25.35
营业总收入（亿元）	65.73	87.78	168.22	116.00
净利润（亿元）	1.98	2.06	2.97	3.04
EBITDA（亿元）	2.70	3.56	5.17	--
经营性净现金流（亿元）	0.89	-1.07	-13.71	0.16
营业利润率（%）	7.47	7.03	5.90	5.25
净资产收益率（%）	10.23	9.61	12.36	11.28
资产负债率（%）	20.14	40.09	59.43	61.25
全部债务资本化比率（%）	4.83	25.29	45.85	47.36
流动比率	3.42	1.68	1.29	1.25
EBITDA 全部债务比	2.62	0.47	0.24	--
EBITDA 利息倍数（倍）	196.28	16.03	7.81	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.28	0.37	0.54	--

注：1. 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；2. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3. 本报告中 2018 年财务数据为 2019 年审计报告的期初数/上年数；4. 2020 年 1—6 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；5. 应收款项融资中的银行承兑汇票调入现金类资产计算

评级观点

2019 年，由于生猪价格大幅上涨和贸易规模的扩大，山东龙大肉食品股份有限公司（以下简称“龙大肉食”或“公司”）营业收入和净利润规模均大幅增长，整体经营情况良好。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受生猪价格波动影响较大，债务规模快速增长且短期偿债压力较大、大额存货和预付款项对运营资金形成明显占用以及经营活动现金流净流出规模大幅增长等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，若公司完成非公开发行股票发行，公司资本实力和抗风险能力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为“稳定”，同时维持“龙大转债”的债项信用等级为 AA。

优势

1. 公司外部发展环境良好。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。

2. “全产业链”发展优势。依靠多年积累的经验及技术，已经形成集种猪繁育、饲料生产、生猪养殖、屠宰分割、肉制品加工、食品检验、销售渠道建设和贸易为一体的“全产业链”经营发展模式，并成为公司主要竞争优势。

3. 公司收入规模和净利润均大幅增长。2019 年，公司实现营业收入 168.22 亿元，同比增长 91.63%；实现净利润 2.97 亿元，同比增长 44.60%。

关注

1. 生猪屠宰行业集中度较低，竞争激烈，公司综合毛利率进一步下降。2019 年，公司最大收入来源屠宰业务毛利率进一步下降至

3.35%，导致公司综合毛利率下降至 5.97%。

2. 公司债务规模大幅增长且短期偿债压力较大。截至 2019 年末，公司全部债务 21.70 亿元，较年初增长 184.99%，其中，短期债务占 99.08%，债务结构有待优化。

3. 存货和预付款项规模较大，对营运资金形成明显占用，经营性现金流为大额净流出状态。截至 2019 年末，公司存货和预付款项占资产总额的比重分别为 42.46%和 10.98%，对营运资金占用明显。2019 年，公司经营活动现金净流出 13.71 亿元，净流出规模较上年增加 12.65 亿元。

分析师

蒲雅修 登记编号（R0040217110005）

崔濛骁 登记编号（R0040219050004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85171281

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他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：

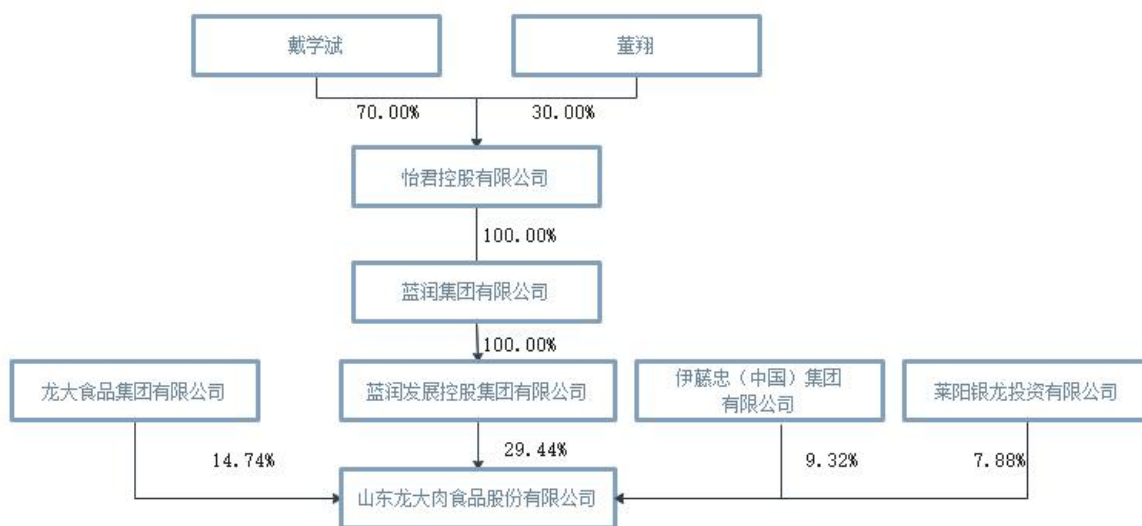


联合信用评级有限公司

一、主体概况

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。龙大有限于 2009 年 11 月引入新股东伊藤忠（中国）集团有限公司，并于 2010 年 2 月整体变更为外商投资股份有限公司，名称变更为现名，注册资本增至人民币 15,000 万元。2014 年 6 月，公司在深圳证券交易所首次公开发行人民币普通股 5,459.00 万股并实现股票上市（股票简称“龙大肉食”，股票代码“002726.SZ”），注册资本增加至 21,824 万元。2018 年 6 月至 2019 年 6 月，龙大集团将其所持有的部分股权分三次转让给蓝润发展控股集团有限公司（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 2020 年 8 月末，公司总股本为 99,828.90 万股，蓝润发展持有 29,388.58 万股，持股比例为 29.44%。是公司的控股股东，戴学斌、董翔夫妇为公司实际控制人；蓝润发展已质押所持公司股票 23,342.00 万股，占其所持股份比例为 79.43%，质押比例高。

图 1 截至 2020 年 8 月 24 日公司股权结构图



资料来源：Wind

公司于 2020 年 7 月 19 日召开第四届董事会第十八次会议，审议通过了《关于变更经营范围及修订<公司章程>的议案》。公司根据实际经营需要，新增经营范围：豆制品，同时对《公司章程》中相应的第十三条进行修订。截至 2020 年 6 月末，公司组织结构有所调整（具体见附件 1）。2019 年，公司合并范围内新增子公司 2 家（投资新设），减少子公司 1 家（注销），截至 2019 年末，公司纳入合并范围的子公司共 19 家，拥有在职员工 5,210 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 63.18 亿元，负债合计 37.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）25.63 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 23.22 亿元。2019 年，公司实现营业收入 168.22 亿元，净利润（含少数股东损益）2.97 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 2.41 亿元；经营活动产生的现金流量净额-13.71 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.36 亿元。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 72.72 亿元，负债合计 44.54 亿元，所有者权益（含少

数股东权益) 28.18 亿元, 其中归属于母公司所有者权益 25.97 亿元。2020 年 1—6 月, 公司实现营业收入 116.00 亿元, 净利润(含少数股东损益) 3.04 亿元, 其中归属于母公司所有者的净利润 3.04 亿元; 经营活动产生的现金流量净额 0.16 亿元, 现金及现金等价物净增加额 1.64 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、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〔2020〕1077 号文核准, 公司于 2020 年 7 月 13 日公开发行“2020 年山东龙大肉食品股份有限公司可转换公司债券”, 发行总额 9.50 亿元, 期限 6 年。经深交所深证上〔2020〕683 号文同意, 公司 9.50 亿元可转换公司债券于 2020 年 8 月 7 日起在深交所挂牌交易, 债券简称“龙大转债”, 债券代码“128119.SZ”。债券利率方面, 票面利率为第一年 0.30%、第二年 0.60%、第三年 1.00%、第四年 1.50%、第五年 1.80%、第六年 2.00%。付息方式上, 本次债券采用每年付息一次的付息方式, 计息起始日为可转债发行首日。

本次债券转股期自可转债发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转债到期日止, 即自 2021 年 1 月 18 日至 2026 年 7 月 12 日。截至本报告出具日, “龙大转债”尚未转股, 尚未到第一个付息日。截至 2020 年 8 月末, 公司募集资金已使用 2.96 亿元, 使用用途与募集说明书约定一致。

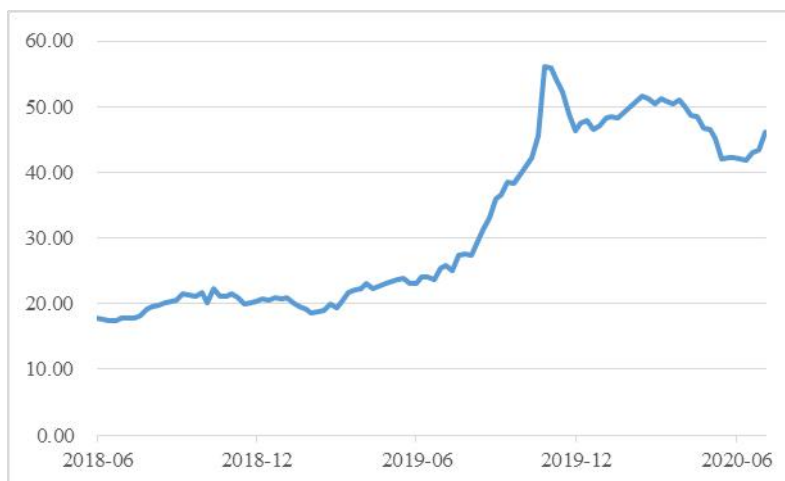
三、行业分析

2019 年, 受非洲猪瘟疫情影响, 我国生猪出栏量大幅减少, 猪肉价格快速上涨; 但随着政策聚焦于促进生猪养殖产能恢复以及疫病防控措施改进, 未来生猪供给有望提升。

产量方面, 2019 年, 我国生猪出栏量为 54,419 万头, 同比下降 20.97%; 猪肉产量为 4,255.00 万吨, 同比下降 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。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。

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。非洲猪瘟爆发以来, 受生猪供给短缺影响, 猪肉价格直线上涨, 截至 2019 年末, 我国猪肉平均批发价为 43.25 元/公斤, 较年初增长了 106.64%。2020 年以来, 猪肉平均批发价仍持续高于 40 元/公斤。长期来看, 在生猪产能进一步扩大、疫情得到有效控制后, 猪价或将受供给逐步宽松影响有所回落。

图2 近年来我国22个省市猪肉平均价走势（单位：元/公斤）



资料来源：Wind

集中度方面，截至2019年末，我国生猪养殖行业CR10不到10%，而同期出栏在50头以下的生猪养殖场数量占全国总养殖场数量的比例在90%以上，导致目前我国生猪养殖主体仍为散养农户。随着国家政策驱动、环保因素以及市场发展，我国生猪养殖结构不断优化，行业集中度持续提升。

行业政策方面，我国畜牧养殖行业政策聚焦于促进生猪养殖产能恢复。2019年9月，生态环境部和农业农村部印发《关于进一步规范畜禽养殖禁养区划定和管理，促进生猪生产发展的通知》，指出除饮用水水源保护区，风景名胜区，自然保护区的核心区和缓冲区，城镇居民区、文化教育科学研究区等人口集中区域及法律法规规定的其他禁止养殖区域之外，不得划定禁养区。2019年12月，农业农村部印发《加快生猪生产恢复发展三年行动方案》，包括落实生猪规模化养殖场建设补助项目、加大农机购置补贴支持力度、保障养殖用地、加大金融保险支持、推进养殖项目环评“放管服”改革等。2020年3月，国家发改委和农业农村部印发《关于支持民营企业发展生猪生产及相关产业的实施意见》，提出要从加大财政支持力度、完善金融保险支持政策、支持企业克服新冠肺炎疫情带来的特殊困难、保障合理用地需求等方面支持民营企业发展生猪生产。

未来，畜牧养殖行业有望在大型养殖企业带动下，通过兼并、合资、联营等多种方式，进一步提高行业集中度、延伸产业链；随着环保政策的趋严，生猪养殖行业将向增长与环保并重型转变，但仍需关注疫病发生和传播风险、环境保护问题和食品安全等问题。

四、管理分析

2019年，公司董事会、监事会换届，部分董事、监事和高管人员发生变动。主要制度连续，管理运作正常。

2019年，公司第三届董事会、监事会任期届满，公司按照程序对董事会、监事会进行换届选举工作。管理层方面，2019年，公司原副总经理王强离任；2020年，第四届董事会副董事长、董事、总经理赵方胜离任，新任总经理尚未选举，目前其总经理职责由董事长余宇代行。具体人员变动见下表。

表1 跟踪期内公司董事、监事及高管变动情况

姓名	原担任的职务	变动情况
纪鹏斌	原非独立董事	离任

董瑞旭	原非独立董事	任期满离任
张德润	原非独立董事	任期满离任
刘宝青	原非独立董事	任期满离任
于希茂	原独立董事	任期满离任
于建青	原独立董事	任期满离任
赵金强	原独立董事	任期满离任
王旭辉	原监事	任期满离任
宫旭杰	原副总经理	任期满离任
张力	非独立董事	新任
程远芸	非独立董事	新任
王京	非独立董事	离任
朱丽娟	独立董事	新任
段飞	独立董事	新任
周晗	独立董事	新任
刘晓冬	监事	新任
冯莉	监事	新任
赵方胜	原副董事长、董事、总经理	离任

资料来源：公司年报、Wind

五、经营分析

1. 经营概况

2019年，受益于猪肉价格上涨及肉类进口规模扩大，公司营业收入和净利润大幅增加，综合毛利率略有下降。2020年上半年，公司收入及利润规模较上年同期大幅增加。

公司营业收入主要来自于屠宰业务和肉类进口贸易业务。2019年，公司实现营业收入168.22亿元，同比增长91.63%，主要系屠宰业务和贸易业务收入增加所致；实现净利润2.97亿元，同比增长44.60%。

从收入构成看，2019年，公司屠宰业务实现收入110.86亿元，同比增长69.54%，主要系2019年下半年国内生猪价格大幅上涨所致，占营业收入的比重较上年下降8.59个百分点至65.90%。贸易业务实现收入40.51亿元，同比增长150.53%，主要系进口贸易业务的冷冻猪肉及其替代品冷冻牛肉收入快速增长所致，占营业收入的比重上升5.66个百分点至24.08%。其他业务收入规模较小，对公司收入影响不大。

表2 近年来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
屠宰业务	55.20	83.98	5.78	65.39	74.49	5.96	110.86	65.90	3.35
贸易业务	4.04	6.15	4.27	16.17	18.42	3.41	40.51	24.08	7.75
肉制品业务	5.26	8.00	24.29	5.20	5.93	25.24	7.05	4.19	23.49
养殖业务	1.04	1.59	26.07	0.61	0.69	14.78	0.49	0.29	28.07
其他	0.19	0.28	42.42	0.41	0.47	43.39	9.31	5.53	14.97
合计	65.73	100.00	7.59	87.78	100.00	7.13	168.22	100.00	5.97

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：公司年报

从毛利率水平看，2019年，屠宰业务毛利率3.35%，较上年下降2.61个百分点，主要系屠宰业务中冷鲜肉产品价格涨幅低于生猪采购价格涨幅所致。贸易业务毛利率7.75%，较上年上升4.34个百分点，主要系猪肉价格上涨所致。肉制品业务毛利率23.49%，总体较为稳定。养殖业毛利率28.07%，较上年上升13.29个百分点，主要系生猪价格上涨所致。受上述因素影响，2019年，公司主营业务综合毛利率为5.97%，较上年略有下降。

2020年1—6月，公司实现营业总收入116.00亿元，较上年同期增长90.23%；实现净利润3.04亿元，较上年同期增长147.34%，主要系国内猪肉价格上涨所致。

2. 生猪屠宰

2019年，公司屠宰产能较上年保持稳定，屠宰量有所增长，产能利用率一般；生猪仍以外部采购为主，受猪肉价格上涨的影响，公司屠宰业务销售收入大幅增长，但由于冷鲜肉价格的涨幅落后于生猪价格涨幅，屠宰业务毛利率有所下降。

（1）生猪采购

2019年，公司采购政策较上年未发生变化。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。采购结算方面，公司主要采取银行转账的方式，账期约3天。

采购量方面，2019年，公司生猪采购量为501.28万头，较上年增长4.91%。其中，外购生猪采购量477.33万头，较上年增长6.65%，占生猪采购量的比重保持在90%以上。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（牧原食品股份有限公司，以下简称“牧原股份”）。从采购价格看，受非洲猪瘟疫情及供给缺口影响，2019年生猪采购均价为2.03万元/吨，较上年增长63.83%。

表3 近年来公司采购生猪情况（单位：万头、元/吨）

项目		2017 年	2018 年	2019 年	
自养生猪		采购量	25.54	30.24	23.95
		均价	15,296.20	12,782.36	19,230.22
外购 生猪	农户及第三方 养殖公司生猪	采购量	286.44	372.84	391.71
		均价	14,880.49	12,471.01	21,116.08
	牧原股份 供应生猪	采购量	41.80	74.74	85.62
		均价	14,807.02	12,066.06	16,682.64
		合计		采购量	353.78
均价	14,903.83			12,427.38	20,312.84

注：1. 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，与出厂重量所差异，为运输途中损耗，对均价计算有一定影响；2. 2019年毛猪价格起伏大，采购时间差异导致不同采购来源生猪价格差异较大
资料来源：公司提供

采购集中度方面，2019年，公司向前五大生猪供应商的采购金额为21.35亿元，占采购总额的比重为12.09%，采购集中度低。

表4 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
2017年	牧原股份	否	59,395.10	9.71
	威海环山农牧投资有限公司	否	18,284.92	2.99
	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		96,067.68	15.70
2018 年	牧原股份	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		151,737.43	17.23
2019 年	牧原股份	否	143,219.86	8.12
	夏津新希望六和农牧有限公司	否	27,966.00	1.58
	烟台福祖畜牧养殖有限公司第一分公司	否	19,478.06	1.10
	莱州华育养殖有限公司	否	16,455.89	0.93
	莱州知猪人牧业有限公司	否	6,336.39	0.36
	合计		213,456.20	12.09

资料来源：公司提供

（2）生猪屠宰

2019年，公司屠宰场仍为6个，车间作业模式较上年未变化。

产能方面，2019年产能较上年无变化，仍为728.00万头。产量方面，2019年，公司实际屠宰量501.28万头，较上年增长4.91%。2019年，公司生猪屠宰产能利用率为68.86%，较上年提升3.23个百分点。

表5 近年来公司生猪屠宰产能利用情况（单位：万头、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
屠宰产能	518.00	728.00	728.00
实际屠宰量	353.78	477.82	501.28
产能利用率	68.30	65.63	68.86

资料来源：公司提供

（3）产品销售

2019年，公司销售模式未发生重大变化。公司对外销售产品为冷鲜肉和冷冻肉，其中冷鲜肉、冷冻肉主要通过加盟店、商超、批发商、食品加工企业、自提货现销等渠道进行销售，同时，冷冻肉餐饮企业也是冷冻肉的销售渠道之一。

毛利率方面，公司产品销售价格变动与生猪采购价格变动呈现正相关性，但受到定价政策、消费者承受能力、竞争环境等因素影响，公司冷鲜肉的销售价格调整相对滞后于生猪采购价格变动：当生猪采购价格持续上涨时，会导致公司冷鲜肉毛利率下降；当生猪价格持续下跌时，会导致公司冷鲜肉毛利率上升。冷冻肉可以存储较长时间（18个月左右），从生猪屠宰分割冷冻形成库存商品直至销售，往往可以历时数月，在此过程中，冷冻肉销售价格受市场供求影响发生变化，但其销售成本已由数月前的生猪采购成本决定，致使冷冻肉销售价格与销售成本变动不同步。

2019年下半年以来，生猪价格大幅上涨，而冷鲜肉市场价格涨幅低于生猪价格涨幅，受此影响，2019年公司冷鲜肉毛利率为0.97%，较上年下降4.53个百分点；公司2018年和2019年上半年相对低价收购生猪并屠宰入库的冷冻肉于2019年对外出售，从而导致2019年冷冻肉销售均价相较2018年涨幅明显高于销售成本涨幅，2019年冷冻肉毛利率较上年大幅提升10.78个百分点至18.81%。

表 6 近年来公司冷鲜肉及冷冻肉销售情况

项目		2017 年	2018 年	2019 年
销量（吨）	冷鲜肉	290,611.12	382,263.22	428,563.82
	冷冻肉	66,651.79	90,182.58	84,155.15
销售均价（元/吨）	冷鲜肉	15,735.38	13,983.65	22,417.57
	冷冻肉	14,205.99	13,235.52	17,572.03
毛利率（%）	冷鲜肉	5.41	5.50	0.97
	冷冻肉	7.53	8.03	18.81

资料来源：公司提供

销量方面，2019 年，在猪肉价格大幅上涨的情况下，公司增加冷鲜肉的销售，减少了冻品的入库，冷冻肉销量较上年下降 6.68%，冷鲜肉销量较上年增长 12.11%。销售价格方面，冷鲜肉和冷冻肉销售均价较上年分别上涨 60.31%和 32.76%。

客户集中度方面，公司向前五大客户销售额 11.19 亿元，占公司当年销售额 6.65%，客户集中度仍很低。

表 7 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
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
2019 年	家家悦集团股份有限公司	否	43,417.72	2.58
	杭州双丰肉类有限公司	否	25,036.18	1.49
	青岛飞熊	否	17,088.54	1.02
	荷美尔	否	13,963.68	0.83
	三全食品股份有限公司	否	13,592.23	0.81
	合计		113,098.35	6.73

注：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；青岛飞熊指同一控制下的青岛飞熊领鲜科技有限公司、青岛东方睿智商贸有限公司、青岛优尼特尚品食品有限公司、飞熊领鲜（南京）科技有限公司和飞熊领鲜（杭州）科技有限公司的统称

资料来源：公司提供

3. 贸易业务

2019 年，在国内猪肉供不应求、价格大幅上涨的情况下，公司冻品肉类进口贸易收入大幅增长，毛利率有所提高。

2019 年，公司贸易业务仍以肉类进口贸易为主，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”），公司业务模式及结算方式无重大变化。

中和盛杰主要采用“背靠背”和自主采购并对外销售两种模式开展业务。在进口模式上，通过与代理进口商签署代理进口协议，由代理进口商进行货物进口，同时向代理进口商支付代理服务费和预付货款。

贸易品种方面，2019 年，冷冻猪肉和冷冻牛肉仍为公司的贸易业务的主要产品，其中冷冻猪肉销售收入较上年增长 2.01 倍至 18.53 亿元，收入占贸易收入合计的 45.73%；冷冻牛肉销售收入较上年增长 1.60 倍至 15.89 亿元，收入占贸易收入合计的 39.23%。毛利率方面，受肉类价格上涨影响，冷冻猪肉及其替代品牛羊肉的毛利率均大幅上升。受此影响，进口贸易业务的综合毛利率由上年的 3.41% 上升至 7.79%。

表 8 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		
	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	185,255.70	45.73	7.43
冷冻牛肉	10,672.60	35.29	6.56	61,036.84	37.74	4.04	158,898.42	39.23	8.43
冷冻羊肉	2,400.70	7.94	3.77	28,649.65	17.71	4.33	38,326.00	9.46	7.53
冷冻鸡肉	1,202.52	3.98	3.77	10,470.25	6.47	9.09	22,611.88	5.58	6.56
合计	30,239.36	100.00	4.54	161,735.49	100.00	3.41	405,092.00	100.00	7.79

资料来源：公司提供

4. 在建项目

公司在建项目仍需很大规模资金投入，公司资金支出压力较大；未来项目建成后，公司自有生猪养殖产能将有所增加，从而提升公司屠宰业务的产能利用率。

截至 2020 年 6 月末，公司重大在建项目计划投资额为 25.21 亿元，已投资 0.19 亿元，尚需投资 25.02 亿元，相较于公司目前资金状况，在建项目资金支出压力较大。

表 9 截至 2020 年 6 月末公司在建项目情况（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
			2020 年 7—12 月	2021 年	
安丘市石埠子镇新建年出栏 50 万头商品猪项目	87,360.00	1,590.15	45,769.85	40,000.00	2021 年
莱阳调理食品和低温肉制品深加工项目	43,377.00	247.53	20,000.00	23,129.47	2021 年
莱州龙大新建年出栏 33 万头商品猪项目	60,690.00	14.01	20,000.00	40,675.99	2021 年 10 月
莱阳龙大新建年出栏 33 万头商品猪项目	60,690.00	51.96	20,000.00	40,638.04	2021 年 10 月
合计	252,117.00	1,903.65	105,769.85	144,443.50	--

资料来源：公司提供

5. 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，如果公司不能继续强化自身的全产业链优势和食品安全优势，则将面临越来越大的市场竞争风险。

（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。2018年8月以来爆发的非洲猪瘟疫情，由于传染性和高致死率，对生猪养殖行业产生了重大的影响。截至2019年末，公司未发生非洲猪瘟疫情，但一旦发生非洲猪瘟，由于非洲猪瘟的高传染性和高致死率，将对公司生猪养殖业务产生很大的不利影响。

（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）环保政策变化风险

公司生猪养殖过程中主要污染物为废水、臭气和重金属等，生猪屠宰及肉制品加工过程中主要污染物为废水及少量固体污染物。目前，虽然公司已经按照规定建立了环保设施，污染物排放达到国家环保部门规定的标准，但随着人们环保意识的不断提高，如果国家将来对现有环保法律法规进行修订或者提高现行污染物排放标准，公司将因增建环保设施、支付运营费用等增加生产成本。

6. 重大事项

（1）非公开发行股票

公司非公开发行股票如顺利完成，将进一步增强其资本实力和整体抗风险能力。

2020年8月4日，公司第四届董事会第十九次会议审议通过非公开发行股票预案。本次非公开发行股票募集资金总额不超过150,000.00万元（含），募集资金净额将全部投资于在山东省新建年出栏生猪66万头养殖项目以及补充流动资金。本次发行采用向特定对象非公开发行的方式，在获得中国证监会核准后十二个月内由公司选择适当时机向不超过35名符合条件的特定对象发行，发行股票价格不低于定价基准日前二十个交易日公司股票交易均价的80%。目前，本次发行已经公司2020年第四次临时股东大会审议通过，根据有关法律法规的规定，尚需中国证监会核准。

（2）股权收购

本次股权收购有利于进一步扩大公司生猪屠宰规模，提高屠宰业务的产能利用率。

2020年8月末，公司签署《山东龙大肉食品股份有限公司收购通辽金泉食品有限责任公司（以下简称“金泉食品”）100%股权支股权转让协议》，拟以人民币3,500.07万元从刘国权、董喜辉处收购金泉食品100%的股权。金泉食品2005年成立于内蒙古通辽市，经营范围包括畜禽屠宰、速冻蔬菜、速冻肉制品加工、储藏、销售；畜禽饲养；从事货物进出口业务。本次交易符合公司屠宰板块的战略规划和发展布局。

7. 未来发展

公司结合自身情况制定的发展战略符合国家产业政策和行业发展趋势，具有一定的可行性。

未来，公司计划逐步扩大自有生猪养殖产能，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。未来，除完成“安丘市石埠子镇新建年出栏50万头商品猪项目”外，公司拟通过新建和并购的方式逐步提高养殖规模。公司拟以莱阳、安丘等为中心点，覆盖烟台、潍坊和威海等地区，拟到2024年实现年出栏350万头的生猪养殖规模。同时，公司还将投资建设曾祖代种猪场，通过与全球行业一流的育种公司合作，引进种猪遗传资源和技术，实现曾祖代不断选育提高、祖代种猪自给自足和优质父母代充足供给的目标，并且通过联合育种使种猪生产性能与世界先进水平

平保持同步，从而达到商品猪的综合效益最大化。2020 年，公司生猪出栏量计划达到 40~60 万头，进一步保障公司的生猪供应。（2）继续扩大屠宰规模。未来，公司将择机通过并购和自建方式继续扩大公司在全国各地的生猪屠宰规模。2020 年，公司生猪屠宰量计划达到 600~800 万头。（3）重点发展冷冻调理肉制品和高端肉制品业务。未来，公司将加大对冷冻调理肉制品业务的投入力度，包括但不限于并购投资、产能扩建、研发支持、人员配备等，利用公司在餐饮 OEM 产品开发和运作方面的优势开拓市场，致力于打造餐饮行业中央厨房第一品牌。（4）开发高端休闲肉制品新品类。公司将借助海外有利资源，引入国外高端休闲肉制品，在一线及省会城市主推线上销售，并通过包装、终端促销活动、微博、微信等多种方式推广休闲新品年轻、活力、趣味、时尚的调性，实现休闲品类突破，打造中国高端休闲肉制品品类领军企业。（5）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，在山东市场的基础上，逐步向全国市场拓展。

六、财务分析

1. 财务概况

公司 2019 年度财务报表已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 2020 年上半年财务报表未经审计。公司执行最新企业会计准则。

合并范围方面，2019 年，公司新纳入合并报表范围 2 家子公司（投资新设），减少 1 家子公司（注销）。截至 2019 年末，公司纳入合并范围的子公司共 19 家。公司会计政策连续，财务数据的可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 63.18 亿元，负债合计 37.55 亿元，所有者权益（含少数股东权益）25.63 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 23.22 亿元。2019 年，公司实现营业收入 168.22 亿元，净利润（含少数股东损益）2.97 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 2.41 亿元；经营活动产生的现金流量净额-13.71 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.36 亿元。

截至 2020 年 6 月末，公司合并资产总额 72.72 亿元，负债合计 44.54 亿元，所有者权益（含少数股东权益）28.18 亿元，其中归属于母公司所有者权益 25.97 亿元。2020 年 1—6 月，公司实现营业收入 116.00 亿元，实现总收入 116.00 亿元，净利润 3.04 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 3.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.16 亿元，现金及现金等价物净增加额 1.64 亿元。

2. 资产质量

截至 2019 年末，公司资产规模大幅增长，仍以流动资产为主，资产受限比例不高；因进行冷冻肉品的战略性储备，公司存货规模大幅增长，对营运资金形成明显占用，整体资产质量尚可。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 63.18 亿元，较年初增长 68.29%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 75.94%，非流动资产占 24.06%。公司资产以流动资产为主，流动资产占比较年初上升较快。

（1）流动资产

截至 2019 年末，公司流动资产 47.98 亿元，较年初增长 91.34%，主要系存货增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 14.96%）、应收账款（占 8.26%）、预付款项（占 14.46%）、存货（占 55.65%）和其他流动资产（占 5.94%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金 7.18 亿元，较年初下降 20.63%，主要系公司支付经营性资金增加所致。货币资金中有 1.71 亿元使用受限，受限比例为 23.82%，主要为汇票保证金及定期存单。

截至 2019 年末，公司应收账款 3.97 亿元，较年初增长 28.37%，主要系经营规模扩大所致。应

收账款账龄以 1 年以内为主，累计计提坏账 0.06 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 1.42 亿元，占比为 35.02%，集中度较高。

截至 2019 年末，公司预付款项 6.94 亿元，较年初增长 109.48%，主要系子公司中和盛杰开展对外进口贸易规模扩大，预付货款增加所致。

截至 2019 年末，公司存货 26.70 亿元，较年初增长 187.90%，主要系 2019 年公司增加对进口冷冻肉品的战略性备货所致。存货主要由库存商品（占 82.52%）构成，累计计提跌价准备 0.64 亿元。

截至 2019 年末，公司其他流动资产 2.85 亿元，较年初增加 2.77 亿元，主要系到期日超过 6 个月的保证金、定期存款及利息增加所致。

（2）非流动资产

截至 2019 年末，公司非流动资产 15.20 亿元，较年初增长 21.92%，主要系固定资产和其他非流动资产增加所致。公司非流动资产主要由固定资产（占 61.55%）、生产性生物资产（占 5.09%）和其他非流动资产（占 21.69%）构成。

截至 2019 年末，公司固定资产 9.36 亿元，较年初增长 19.32%，主要系养殖板块的光山母猪场部分完工并转入固定资产所致。固定资产主要由房屋建筑物（占 65.53%）和机器设备（占 29.31%）构成，累计计提折旧 4.91 亿元；固定资产成新率 65.58%，成新率一般。

截至 2019 年末，公司生产性生物资产为 0.77 亿元，较年初增长 186.91%，主要系自养入肥猪转母猪所致。

截至 2019 年末，公司其他非流动资产为 3.30 亿元，较年初增长 46.15%，主要由增值税留抵税额（占 92.12%）构成；增值税留抵税额由年初 1.85 亿元增至年末 3.04 亿元，主要系存货增加所致。

截至 2019 年末，公司受限资产 5.66 亿元，占总资产比重为 8.96%，受限比例不高。

表10 截至2019年末公司资产受限情况（单位：亿元）

科目	金额	受限原因
货币资金	1.72	汇票保证金及定期存单和利息
固定资产	1.06	借款抵押（长短期借款）
无形资产	0.03	借款抵押（长短期借款）
其他流动资产	2.85	汇票保证金及定期存单和利息
合计	5.66	--

资料来源：公司年报

截至2020年6月末，公司合并资产总额72.72亿元，较年初增长15.10%，主要系存货增加所致。其中，流动资产占75.90%，非流动资产占24.10%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

截至 2019 年末，公司负债规模增长较快，以流动负债为主。债务负担明显加重，且以短期债务为主，短期偿债压力较大。

截至 2019 年末，公司负债总额 37.55 亿元，较年初增长 149.46%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占 99.11%，非流动负债占 0.89%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2019 年末，公司流动负债 37.22 亿元，较年初增长 149.81%，主要系短期借款和预收款项

增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 49.05%）、应付票据（占 8.73%）、应付账款（占 12.91%）、预收款项（占 21.29%）和其他应付款（占 5.28%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款 18.25 亿元，较年初增长 173.87%，主要系公司采购冷冻肉及生猪所需资金大幅增长所致；短期借款主要由质押借款（占 61.92%）、信用借款（占 24.65%）和保证借款（占 11.45%）构成。

截至 2019 年末，公司应付票据较年初增长 241.99%至 3.25 亿元，应付账款较年初增长 63.74%至 4.81 亿元，主要系冷冻肉及生猪采购增加所致。公司应付票据主要为银行承兑汇票，应付账款账龄全部为 1 年以内。

截至 2019 年末，公司预收款项 7.92 亿元，较年初增长 259.14%，主要系猪肉价格上涨及业务规模扩大所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债 0.33 亿元，占负债总额比重为 0.89%，对负债规模影响不大。公司非流动负债较年初增长 116.25%，主要系新增长期借款所致。公司非流动负债由长期借款（占 60.18%）和递延收益（占 39.82%）构成。长期借款 0.20 亿元，为抵押借款。递延收益 0.13 亿元，系公司收到的政府补助。

截至 2019 年末，公司全部债务 21.70 亿元，较年初增长 184.99%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务占 99.08%，长期债务占 0.92%，以短期债务为主。短期债务 21.50 亿元，较年初增长 182.37%，主要系短期借款和应付票据增加所致。截至 2019 年末，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 59.43%、45.85%和 0.77%，较年初分别上升 19.34 个百分点、20.56 个百分点和 0.77 个百分点，债务负担明显加重且短期偿债压力较大。

截至 2020 年 6 月末，公司负债总额 44.54 亿元，较年初增长 18.63%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债占 99.20%，非流动负债占 0.80%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至 2020 年 6 月末，公司全部债务 25.35 亿元，较年初增长 16.82%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务 25.15 亿元（占 99.21%），较年初增长 16.98%，主要系短期借款增加所致。长期债务 0.20 亿元（占 0.79%），较年初变化不大。截至 2020 年 6 月末，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 61.25%、47.36%和 0.70%，较年初分别上升 1.82 个百分点、上升 1.51 个百分点和下降 0.07 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2019 年末，公司所有者权益较年初有所增长，但未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至 2019 年末，公司所有者权益合计（含少数股东权益）25.63 亿元，较年初增长 13.97%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 90.59%，少数股东权益占比为 9.41%。归属于母公司所有者权益（23.22 亿元）主要由股本（占 42.57%）、资本公积（占 7.46%）、盈余公积（占 9.63%）和未分配利润（占 41.81%）构成。所有者权益中未分配利润占比较高，结构稳定性一般。

截至 2020 年 6 月末，公司所有者权益合计（含少数股东权益）28.18 亿元，较年初增长 9.93%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 92.17%，少数股东权益占比为 7.83%。归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积、其他综合收益、盈余公积和未分配利润分别占 38.43%、8.45%、-0.34%、8.61%和 47.21%。所有者权益结构较年初变化不大。

4. 盈利能力

2019年，受猪肉和生猪价格上涨的影响，公司营业收入和净利润大幅增长，整体盈利能力有所提高。

2019年，公司实现营业收入168.22亿元，较上年增长91.63%，主要系屠宰业务和贸易业务收入增加所致。公司营业成本158.19亿元，较上年增长94.03%，高于营业收入增幅，主要系生猪价格大幅上涨所致。公司实现净利润2.97亿元，较上年增长44.60%。

从期间费用看，2019年，公司期间费用总额为6.02亿元，较上年增长49.72%，主要系销售费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为54.89%、36.20%、0.68%和8.23%，以销售费用为主。其中，销售费用为3.30亿元，较上年增长43.81%，主要系库存及销量增加导致仓储费、运费等增加所致；研发费用为409.24万元，较上年增加156.64万元，主要系本期公司研发项目增加所致；财务费用由上年的-404.46万元增加至4,957.10万元，主要系本期融资金额增加导致利息支出大幅增长所致。2019年，公司费用收入比为3.58%，较上年下降1.00个百分点，公司费用控制能力有所提升。

从利润构成看，2019年，公司实现其他收益0.09亿元、资产处置收益0.02亿元、营业外收入0.11亿元，合计占利润总额的比重为6.18%，对利润影响不大。

从盈利指标看，2019年，公司营业利润率为5.90%，较上年下降1.13个百分点。2019年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为9.39%、8.41%和12.36%，较上年分别上升0.53个百分点、0.59个百分点和2.75个百分点。

2020年1—6月，公司实现营业利润3.32亿元，较上年同期增长123.90%；实现净利润3.04亿元，较上年同期增长147.34%，主要系国内猪肉价格上涨所致。

5. 现金流

2019年，公司收入实现质量较高，因战略备货和进行固定资产投资，经营活动现金和投资活动现金均呈净流出状态，且净流出规模大幅增长；公司筹资活动现金仍为净流入状态。

从经营活动来看，2019年，公司经营活动现金流入191.25亿元，较上年增长92.86%，主要系销售额增加所致；经营活动现金流出204.97亿元，较上年增长104.49%，主要系非洲猪瘟爆发以来，出于战略备货的考虑，公司贸易板块大量采购冷冻肉等存货所致。综上，2019年，公司经营活动现金净流出13.71亿元，净流出规模较上年进一步扩大。2019年，公司现金收入比为113.09%，较上年上升1.35个百分点，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2019年，公司投资活动现金流入0.25亿元，较上年下降87.21%，主要系理财收益减少所致；投资活动现金流出2.53亿元，较上年下降21.35%，主要系理财产品购买减少所致。综上，2019年，公司投资活动现金净流出2.27亿元，较上年增长85.12%，主要系购建固定资产和其他长期资产现金流出所致。

从筹资活动来看，2019年，公司筹资活动现金流入21.64亿元，较上年增长286.48%，主要系借款增加所致；筹资活动现金流出9.02亿元，较上年增长670.88%，主要系偿还债务所致。综上，2019年，公司筹资活动现金净流入12.62亿元，较上年增长184.94%。

2020年1—6月，公司经营活动现金流量净额为0.16亿元；投资活动现金流量净额-2.46亿元；筹资活动现金流量净额3.94亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长、短期偿债能力指标均有所弱化，但考虑到公司所处行业景气度较高，持有的大额存货易于变现，其整体偿债能力仍属很强。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，由于短期借款规模大幅增长，公司流动比率与速动比率分别由年初的 1.68 倍和 1.06 倍下降至 1.29 倍和 0.57 倍，现金短期债务比由年初的 1.19 倍下降至 0.34 倍，相关指标均有所弱化。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 5.17 亿元，较上年增长 45.21%。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 17.38%）、计入财务费用的利息支出（占 12.80%）、利润总额（占 69.12%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 16.03 倍下降至 7.81 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度仍然较高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.47 倍下降至 0.24 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。

截至 2020 年 6 月底，公司累计对外提供担保余额 1,000.00 万元，主要系公司收购潍坊振祥食品有限公司（以下简称“潍坊振祥”）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 11 截至 2020 年 6 月末公司对外担保情况（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：公司年报

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，公司通过由安丘市潍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 2020 年 8 月末，公司不存在可能对经营或者财务产生重大不良影响的未决诉讼情况。

根据企业提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：913700007591559056），截至 2020 年 8 月 25 日，公司无未结清的关注类、不良类贷款信息记录；在已结清的信贷信息中，无其他不良、关注类信息。

截至 2020 年 6 月末，公司及合并范围内子公司共获得银行授信 23.18 亿元，已使用授信 18.09 亿元，尚未使用授信余额 5.09 亿元，间接融资渠道有待拓宽；公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务概况

截至 2019 年末，公司本部资产总额大幅增长，以流动资产为主，货币资金较充裕；因短期借款增加，公司负债规模大幅增长，资产负债率大幅上升；所有者权益略有增加，权益结构稳定性较强。2019 年，公司本部营业收入大幅增长，净利润有所下降；经营活动现金呈小额净流出状态，投资活动现金净流出规模较大，对外部融资依赖程度较高。

截至 2019 年末，公司本部资产总额 42.98 亿元，较年初增长 51.11%，主要系存货及其他应收款增加所致。其中，流动资产 32.12 亿元（占 74.73%），非流动资产 10.86 亿元（占 25.27%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 15.53%）、应收账款（占 11.32%）、预付款项（占 5.99%）、其

他应收款（占 29.74%）、存货（占 32.02%）和其他流动资产（占 5.09%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 79.88%）、固定资产（占 12.56%）和其他非流动资产（占 5.33%）、构成。截至 2019 年末，公司本部货币资金为 4.99 亿元。

截至 2019 年末，公司本部负债总额 24.14 亿元，全部为流动负债，较年初增长 131.89%。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 64.13%）、应付账款（占 20.43%）、其他应付款（占 5.21%）和预收款项（占 8.91%）构成。截至 2019 年末，公司本部资产负债率为 56.17%，较年初上升 19.57 个百分点。

截至 2019 年末，公司本部所有者权益为 18.84 亿元，较年初增长 4.47%，主要系未分配利润增加所致。其中，股本为 9.89 亿元（占 52.47%）、资本公积合计 1.75 亿元（占 9.26%）、未分配利润 5.32 亿元（占 28.21%）、盈余公积 2.24 亿元（占 11.87%），所有者权益稳定性较好。

2019 年，公司本部营业收入为 58.60 亿元，同比增长 47.87%，主要系国内猪肉价格上涨所致；实现净利润为 1.07 亿元，同比下降 40.66%，主要系投资收益下降所致。

2019 年，公司本部经营活动现金流入量和流出量分别为 63.32 亿元、63.31 亿元，经营活动产生的现金流量净额 0.02 亿元；投资活动产生的现金流量净额-5.37 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 2.64 亿元，主要系短期借款增加所致。

七、可转换公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 6 月末，公司现金类资产（货币资金、应收款项融资）7.12 亿元，为“龙大转债”待偿本金（合计 9.50 亿元）的 0.75 倍，公司现金类资产对“龙大转债”的覆盖程度尚可；公司净资产为 28.18 亿元，为“龙大转债”待偿本金（合计 9.50 亿元）的 2.97 倍，公司净资产对本期债券按期偿付的保障作用较强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 5.17 亿元，为“龙大转债”待偿本金（合计 9.50 亿元）的 0.54 倍，公司 EBITDA 对“龙大转债”的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 191.25 亿元，为“龙大转债”待偿本金（合计 9.50 亿元）的 20.13 倍，公司经营活动产生的现金流入对“龙大转债”的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司在产品知名度、经营规模等方面的竞争优势，以及过往履约情况良好等因素，公司对“龙大转债”的偿还能力仍属很强。

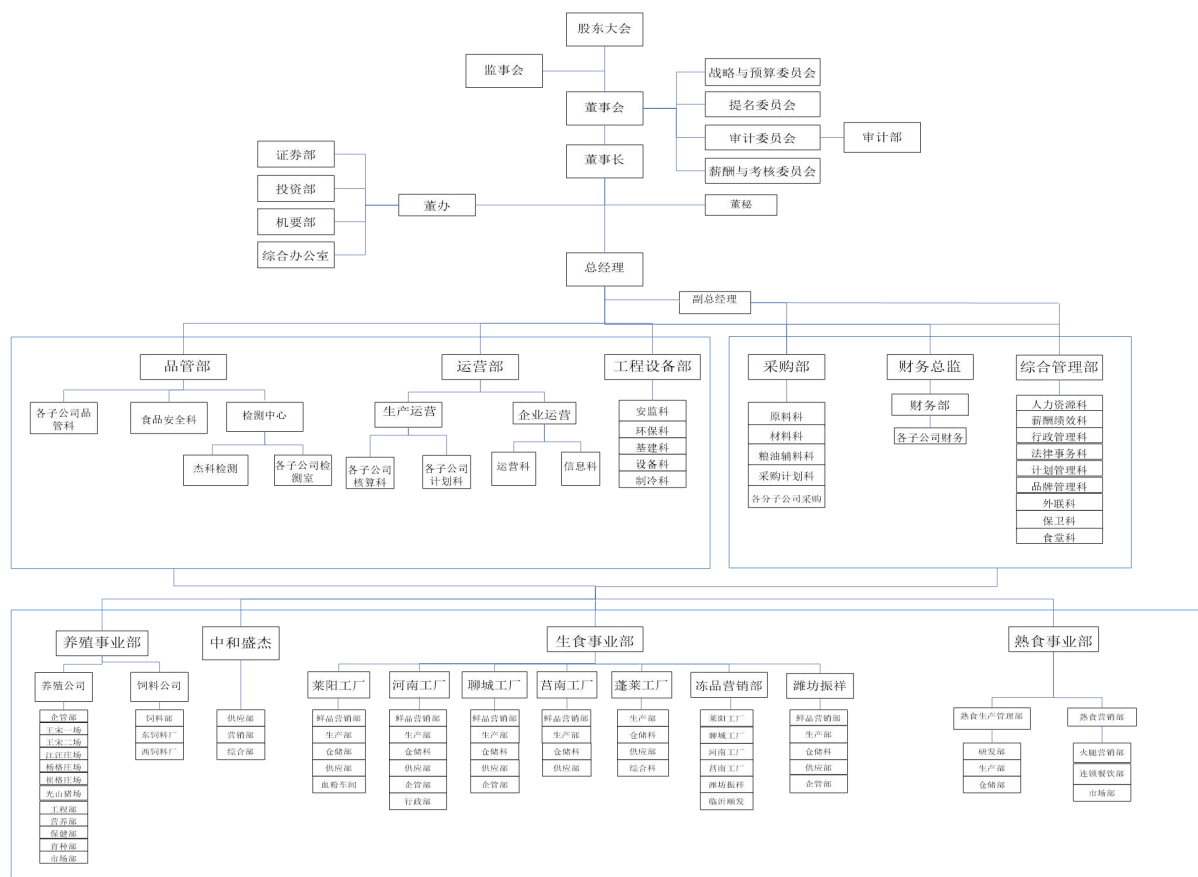
八、综合评价

2019 年，由于生猪价格大幅上涨和贸易规模的扩大，龙大肉食营业收入和净利润规模均大幅增长，整体经营情况良好。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，债务规模快速增长且短期偿债压力较大、大额存货和预付款项对运营资金形成明显占用以及经营活动现金流净流出规模大幅增长等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，若公司完成非公开发行股票发行，公司资本实力有望进一步增厚，抵抗风险的能力和综合竞争实力有望进一步增强。

综上，联合评级维持公司主体信用等级为 AA，评级展望为“稳定”，同时维持“龙大转债”的债项信用等级为 AA。

附件 1 截至 2020 年 6 月末山东龙大肉食品股份有限公司 组织结构图



附件 2 山东龙大肉食品股份有限公司

主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	25.44	37.54	63.18	72.72
所有者权益（亿元）	20.31	22.49	25.63	28.18
短期债务（亿元）	1.03	7.62	21.50	25.15
长期债务（亿元）	0.00	0.00	0.20	0.20
全部债务（亿元）	1.03	7.62	21.70	25.35
营业总收入（亿元）	65.73	87.78	168.22	116.00
净利润（亿元）	1.98	2.06	2.97	3.04
EBITDA（亿元）	2.70	3.56	5.17	--
经营性净现金流（亿元）	0.89	-1.07	-13.71	0.16
应收账款周转次数（次）	28.49	31.25	46.57	--
存货周转次数（次）	11.57	10.65	8.61	--
总资产周转次数（次）	2.71	2.79	3.34	1.71
现金收入比率（%）	110.74	111.73	113.09	121.72
总资本收益率（%）	9.85	8.86	9.39	--
总资产报酬率（%）	8.34	7.82	8.41	--
净资产收益率（%）	10.23	9.61	12.36	11.28
营业利润率（%）	7.47	7.03	5.90	5.25
费用收入比（%）	4.64	4.58	3.58	2.66
资产负债率（%）	20.14	40.09	59.43	61.25
全部债务资本化比率（%）	4.83	25.29	45.85	47.36
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	0.77	0.70
EBITDA 利息倍数（倍）	196.28	16.03	7.81	--
EBITDA 全部债务比（倍）	2.62	0.47	0.24	--
流动比率（倍）	3.42	1.68	1.29	1.25
速动比率（倍）	2.24	1.06	0.57	0.50
现金短期债务比（倍）	6.80	1.19	0.34	0.28
经营现金流流动负债比率（%）	17.93	-7.15	-36.85	0.36
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.28	0.37	0.54	--

注：1. 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；2. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；3. 本报告中 2018 年财务数据为 2019 年审计报告的期初数/上年数；4. 2020 年 1-6 月财务报表数据未经审计，相关指标未年化；5. 应收款项融资中的银行承兑汇票调入现金类资产计算

附件 3 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	
应收账款周转率	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额) / 2]
存货周转率	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额) / 2]
总资产周转率	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+财务费用+研发费用) / 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)
本期公司债券偿还能力	
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+应收款项融资

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+拆入资金

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。