

信用评级公告

联合〔2021〕3530号

联合资信评估股份有限公司通过对山东龙大肉食品股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持山东龙大肉食品股份有限公司主体长期信用等级为AA，“龙大转债”信用等级为AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：李恩

二〇二一年五月二十六日

山东龙大肉食品股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

评级结果

项目	本次评级	评级展望	上次评级	评级展望
山东龙大肉食品股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
龙大转债	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债项概况

债券简称	发行规模	截至 2021 年 3 月末债券余额	到期兑付日
龙大转债	9.50 亿元	9.50 亿元	2026/07/13

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 5 月 26 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa	评级结果	AA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	3
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F1	现金流	资产质量	1
			盈利能力	3
			现金流量	1
		资本结构	3	
		偿债能力	1	
调整因素和理由		调整子级		
--		--		

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

跟踪期内，山东龙大肉食品股份有限公司（以下简称“龙大肉食”或“公司”）维持全产业链优势，受益于猪肉价格上涨，营业收入和利润规模均大幅增长，整体经营情况良好。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司所处行业受生猪价格波动影响较大，在建项目未来投资较大及项目盈利不达预期风险，以及大额存货和预付款项对营运资金形成占用等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

目前，公司发行的可转换公司债券“龙大转债”已进入转股期，其发行条款设置有利于债券持有人转股。

未来，随着本次可转债募投项目的投产，公司生猪养殖规模将进一步扩大，对公司屠宰加工业务提供有力支持，公司综合实力有望得到提升。

经综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“龙大转债”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 全产业链发展优势。公司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。
2. 经营情况良好。2020 年，公司实现营业收入 241.02 亿元，同比增长 43.27%；实现利润总额 10.17 亿元，同比增长 184.56%。

关注

1. 生猪价格波动风险。公司冷鲜肉和熟食制品的销售价格调整相对滞后于生猪采购价格变动。若未来生猪价格出现大幅波动，而公司不能及时调整产品价格并保持合理存货规模，公司或面临主营业务毛利率波动的风险，影响经营稳定性。
2. 在建项目未来投资较大及项目盈利不达预期风险。公司在建项目未来存在一定的资本支出压力。在建项目盈利

分析师：范瑞 李敬云

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号
中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

能力受未来猪肉价格波动和非洲猪瘟疫情等多方因素影响，存在盈利不达预期的风险。

3. 大额存货和预付款项对营运资金形成占用。截至2020年末，公司存货和预付款项合计占公司流动资产的比例为51.52%。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产(亿元)	9.07	7.28	23.99	23.23
资产总额(亿元)	37.55	63.18	85.51	83.00
所有者权益(亿元)	22.49	25.63	36.95	39.69
短期债务(亿元)	7.62	21.50	24.21	23.12
长期债务(亿元)	0.00	0.20	8.01	8.07
全部债务(亿元)	7.62	21.70	32.22	31.20
营业收入(亿元)	87.78	168.22	241.02	61.48
利润总额(亿元)	2.24	3.58	10.17	2.31
EBITDA(亿元)	3.56	5.17	12.06	--
经营性净现金流(亿元)	-1.07	-13.71	13.25	3.43
营业利润率(%)	7.03	5.90	6.36	6.26
净资产收益率(%)	9.14	11.60	26.37	--
资产负债率(%)	40.09	59.43	56.79	52.18
全部债务资本化比率(%)	25.29	45.85	46.58	44.01
流动比率(%)	168.34	128.93	156.84	172.20
经营现金流动负债比(%)	-7.15	-36.85	32.82	--
现金短期债务比(倍)	1.19	0.34	0.99	1.00
EBITDA 利息倍数(倍)	16.03	7.81	13.22	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.14	4.20	2.67	--
公司本部（母公司）				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额(亿元)	28.45	42.98	52.03	52.46
所有者权益(亿元)	18.04	18.84	22.42	23.22
全部债务(亿元)	5.85	15.48	20.79	20.72
营业收入(亿元)	39.63	58.60	88.01	20.49
利润总额(亿元)	1.93	1.35	2.27	0.28
资产负债率(%)	36.60	56.17	56.90	55.74
全部债务资本化比率(%)	24.49	45.11	48.11	47.16
流动比率(%)	174.96	133.04	143.97	149.04
经营现金流动负债比(%)	-8.56	0.06	7.46	--

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，四舍五入造成；2. 除特别说明外，均指人民币；3. 2021年一季度数据未经审计
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
龙大转债	AA	AA	稳定	2020/09/16	蒲雅修、崔濛濛	原联合信用评级有限公司工商企业评级方法	阅读全文
龙大转债	AA	AA	稳定	2019/09/11	李昆、崔濛濛	原联合信用评级有限公司工商企业评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅

声 明

一、本报告引用的资料主要由山东龙大肉食品股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

山东龙大肉食品股份有限公司

公开发行可转换公司债券 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于山东龙大肉食品股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

公司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 15000 万元。2014 年 6 月，公司在深圳证券交易所首次公开发行普通股 5459.00 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 21824 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 2021 年 3 月末，公司总股本为 99993.48 万股，蓝润发展持有 29388.58 万股，持股比例为 29.39%。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 17342.00 万股，占其所持股份比例为 59.01%，质押比例较高。

公司经营范围为：生产加工各种肉制品、蛋制品、速冻食品、罐头食品、调味品、豆制品，并销售公司上述所列自产产品；生猪屠宰；饲养、繁育、销售；牲畜；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、货物专用运输。截至 2021 年 3 月末，公司合并范围内拥有子公司 27 家。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 85.51 亿元，所有者权益 36.95 亿元（含少数股东权益 3.09 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 241.02 亿元，利润总额 10.17 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 83.00 亿元，所有者权益 39.69 亿元（含少数股东权益 3.15 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 61.48 亿元，利润总额 2.31 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。

三、债券概况及募集资金使用情况

1. 债券概况

截至 2021 年 3 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，“龙大转债”转股日期自 2021 年 1 月 18 日至 2026 年 7 月 12 日，初始转股价 9.56 元/股；票面利率按照投资持有年限不同而不同，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%。“龙大转债”采用每年付息一次的付息方式。截至 2021 年 3 月末，“龙大转债”债券余额 9.50 亿元，尚未到付息日。

表 1 截至 2021 年 3 月末公司存续债券概况

（单位：亿元）

债券名称	债券代码	发行金额	债券余额	起息日	期限
龙大转债	128119.SZ	9.50	9.50	2020/7/13	6 年

资料来源：联合资信整理

2. 募集资金使用情况

截至 2021 年 3 月末，公司累计使用“龙大

转债”募集资金 4.51 亿元，其中募集资金投资项目 1.66 亿元，补充流动资金 2.85 亿元，符合募集说明书约定。

公司募投资金投资项目主要包括安丘市石埠子镇新建年出栏 50 万头商品猪项目项目，目前完成建设进度 25.47%，预计 2021 年释放产能，项目建成后将会对公司屠宰加工业务提供进一步支持，巩固“全产业链”优势。

四、宏观经济和政策环境

1、宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加

积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90% 和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年中国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 2 2016—2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP (万亿元)	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速 (%)	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速 (%)	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速 (%)	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速 (%)	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速 (%)	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速 (%)	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅 (%)	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅 (%)	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率 (%)	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速 (%)	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速 (%)	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含

电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口

顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年中国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80% 和 1.20%，东盟成为中国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比增长 16.90%），主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60% 和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30% 和 -0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年末，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较年初（10.69%）

显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年末，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较年初增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较年初增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降，收支缺口更趋扩大。2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出中国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 中国城镇居民人均可支

配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年中国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作会议提出 2021 年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。稳健的货币政策灵活精准、合理适度。2021 年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为 2020 年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021 年中国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。

其次，消费进一步复苏。影响 2020 年消费的两大主要因素分别是疫情控制制约和居民收入增速下降，2021 年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计 2021 年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测 2021 年中国 GDP 增速将达到 8.50% 左右。

五、行业分析

1. 行业概况

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，我国生猪养殖集中度持续提升，但 2020 年末 CR10 仅为 12%，集中度仍比较低，导致其具有较大的周期波动性。

我国生猪养殖下游需求量与人民生活水平息息相关，并具有刚性。近年来，猪肉产量稳居各畜产品之首，无论是产量还是产值均占畜禽养殖行业的 50% 以上，总产值已接近 2 万亿。

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，我国生猪养殖结构不断优化，行业集中度持续提升，但生猪养殖行业集中度仍比较低，截至 2020 年末，我国生猪养殖行业 CR10 仅 12%，其中行业龙头牧原食品股份有限公司（以下简称“牧原股份”）2020 年实现出栏 1811.5 万头，市占率仅 3.4%。因此目前我国肉猪养殖主体仍为散养农户，产能上下波动随意性强，导致生猪养殖行业具有较大的周期波动性。

2. 生猪产能及产量分析

2020 年，生猪行业景气度有所回升，但非洲猪瘟叠加能繁母猪实际产能恢复不及预期等因素影响下，生猪出栏量仍处低位。

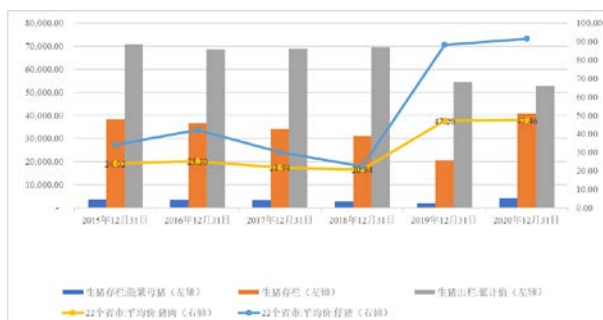
生猪养殖的基础产能指标为能繁母猪。根据中国政府网公布数据，截至 2020 年末，在行业高景气度带动下，我国能繁母猪存栏量 4161 万头，较年初大幅增长 103.47%，已超过 2015

—2017 年间的平均水平。在高猪价的拉动下，2020 年能繁母猪中的三元母猪占比较高，考虑到三元母猪繁殖能力下降 20%~50%，折合后能繁母猪的实际产能恢复低于预期。

存栏生猪方面，根据中国政府网公布数据，截至 2020 年末，我国生猪存栏量 4.07 亿头，较年初增长 52.10%。我国生猪存栏量于 2019 年见底。

出栏生猪方面，根据国家统计局公布数据，2020 年，我国生猪出栏 5.27 亿头，同比下降 3.15%，主要系非洲猪瘟影响、能繁母猪实际产能恢复不及预期、三元母猪留种以及二次育肥等因素影响所致。

图 1 2015—2020 年末我国生猪产能、产能、价格及先行指标情况
(单位：左轴-万头、右轴-元/千克)



资料来源：Wind，联合资信整理

3. 行业上下游及产品价格情况

生猪养殖行业的上游为饲料行业，成熟稳健；下游为我国居民的刚性需求，供给基本决定了猪肉价格。2018—2020 年，受供给不足影响，我国猪肉价格年均复合增长 50.91%。2021 年以来，猪肉平均价格仍保持在高位，但已呈现出慢速下行态势。如 2021 年之后生猪产能集中释放，将引致猪价无序下跌以出清，届时行业内企业将面临较大风险。

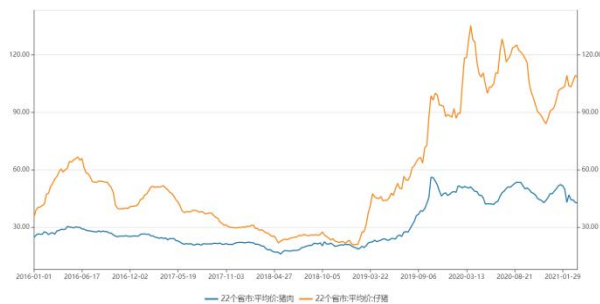
生猪养殖行业上游主要为饲料行业，我国饲料行业年产值近万亿，近三年年均复合增长 3.60%。饲料产品以肉禽料、猪饲料和蛋禽料为主。饲料行业整体呈现一定的弱周期性。下游主要是居民肉食消费需求。根据世界经合组织与联合国粮农组织(OECD-FAO)联合发布的 2020

年农业展望报告，我国对猪肉的人均年度消费量为 24.37 千克，而且在猪肉比价较低时存在对猪肉消费的明显偏好。因此，在我国饮食和烹饪体系下，猪肉消费为刚性需求，供给端基本决定了猪肉价格。

由于同期生猪出栏数量下降 21.57%，2019 年末猪肉平均价较年初增长 126.49%。截至 2020 年末，受生猪产能大幅波动影响，我国 22 个省市猪肉平均价 47.46 元/千克，同比上年仍维持在高位。

2021 年以来，受①生猪存栏增加、种群密度加大，②能繁母猪中三元母猪占比较高，③年初非洲猪瘟野毒和疫苗毒扩散速度加快三方面因素影响，我国生猪养殖难度加大、供应紧张，猪肉平均价格仍保持在高位，先行指标仔猪价格也出现了反弹。预计 2021 年全年生猪/猪肉平均价格仍将高于非洲猪瘟前一般年份的平均价格，但已呈现出慢速下行态势。如 2021 年之后生猪产能集中释放，将引致猪价无序下跌以出清，届时行业内企业将面临猪价跌破成本价、盈利能力大幅下降、营运现金流紧张、再融资能力弱化等风险。

图 2 2016 年以来我国猪肉及仔猪价格情况
(单位：元/千克)



资料来源：Wind，联合资信整理

(4) 行业政策

跟踪期内，我国畜牧养殖行业政策聚焦于养殖区划、环保指导和促进养殖产能恢复，为行业可持续发展营造了较好的政策环境。但需要关注随着生猪养殖产能逐步恢复，相关政策支持将不断减弱。

“生猪养殖北上”政策

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。

环保类政策

2018年1月，农业部办公厅印发了《2018年畜牧业工作要点》，提出继续推进畜禽养殖废弃物资源化利用，全面实施粮改饲政策，推动规模化养殖水平，提升中小养殖场户的生产经营水平。

促进养殖产能类政策

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。

2021年2月，我国发布《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》，即2021年中央一号文件，提出要深入推进农业供给侧结构性改革，平稳发展生猪产业。需要注意的是，随着生猪养殖产能逐步恢复，国家促进养殖产能类政策支持力度将不断减弱，信贷、财税和土地政策可能收紧。

(5) 行业关注

原料端价格上行。生猪养殖过程发生的主要成本是饲料成本。上游饲料产品所需主要原料玉米、豆粕等的价格易受气候变化、国际粮情和国家农业政策的影响而发生波动，进而转嫁到养殖端。当玉米、豆粕价格上行时，养殖企业成本控制难度增加。

生猪价格波动。一般而言，猪周期最低点肯定会跌破行业平均成本线。如生猪价格长期跌破行业平均成本线，将会对行业内大部分企业的现金流和运营造成巨大影响。

非洲猪瘟等疫病。非洲猪瘟等疫病可能使

企业生物性资产蒙受巨大损失，对企业产能和产品造成巨大影响。

重大食品安全事件。如瘦肉精等食品安全事件出现，特别是经过媒体曝光放大，将会对行业下游销售严重影响。

(6) 未来发展

对于生猪养殖行业而言，本轮猪周期持续期较长，2021年起步入缓慢下行通道。对于猪企而言，可能面临上游成本压力，并进行产业链延伸经营。

对于行业而言，2018—2019年开启的本轮猪周期不同以往，随着非洲猪瘟反复，散户复产困难，行业集中度CR10有望在未来2~3年内迅速提升至30%左右。时间方面，如不考虑通胀因素，本轮猪周期持续期会超过以往4年的规律，2021年起步入缓慢下行通道。

对于猪企而言，上游将面临农产品易涨难跌带来的成本压力；中间生产过程对环保和防疫的重视程度提升，也附加了相关成本；下游产品形式多元化，需针对“调猪向调肉转变”新增一定的屠宰产能或延伸产业链，也可采用生猪期货等金融工具控制风险。未来畜牧养殖企业有望通过兼并、合资、联营等多种方式，向养殖、种植、加工纵深发展；并衍生出电商与实体结合、互联网与产业融合、生产者与消费者直接对接等新业态。

六、基础素质分析

1. 产权状况

跟踪期内，公司产权状况未发生变化。蓝润发展为公司控股股东，戴学斌、董翔夫妇为公司实际控制人。公司控股股东蓝润发展已质押所持公司股票17342.00万股，占其所持股份的比例为59.01%，质押比例较高。

2. 企业规模及竞争力

公司屠宰规模较大，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。

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2020年末，公司年屠宰产能为795万头/年（实际屠宰产能为1000万头/年），在规模以上屠宰企业中位居前列；2020年，公司生猪养殖规模约31.85万头。

客户资源方面，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、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，公司与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。

3. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告》（统一社会信用代码913700007591559056），截至2021年5月14日，公司本部无未结清的关注类、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2021年5月25日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和主要高级管理人员有一定变动，管理制度连续，管理运作正常。

2020年，公司原副董事长兼总经理赵方胜离任，原独立董事周晗离任，原监事刘晓东离任。截至2021年3月末，公司董事长暂行总经理职责，公司股东大会已选举新独立董事1名和监事1名。公司主要管理制度连续，管理运作正常。

八、经营分析

1. 经营概况

2020年，公司营业收入和利润规模大幅增长，综合毛利率有所上升。2021年一季度，公司收入同比维持稳定，利润规模同比大幅增长。

跟踪期内，屠宰业务和肉类进口贸易业务仍是公司营业收入主要来源。2020年，公司实现营业收入241.02亿元，同比增长43.27%，主要系屠宰业务和贸易业务收入增长所致；实现利润总额10.17亿元，同比增长184.56%，主要系公司于2019年上半年相对低价收购生猪并屠宰入库的冷冻肉于2020年销售价格和销量增长所致。

从收入构成看，2020年，公司屠宰业务实现收入167.88亿元，同比增长51.43%，主要系2020年公司冷冻肉和冷鲜肉销售价格上升所致；贸易业务实现收入55.68亿元，同比增长37.44%，主要系冷冻猪肉进口贸易业务规模增长所致。公司其他业务收入规模较小，对公司收入影响不大。

从毛利率水平看，2020年，屠宰业务毛利率为5.50%，较上年上升2.15个百分点，主要系公司2019年上半年相对低价收购生猪并屠宰入库的冷冻肉于2020年高价对外出售所致；贸易业务毛利率为1.15%，较上年下降6.60个百分点，主要系受新冠肺炎疫情疫情影响，进口产品滞港费用增加且采购成本较上年增长所致。肉制品业务毛利率为23.58%，总体较为稳定。受上述因素影响，2020年，公司综合毛利率为6.42%，较上年上升0.45个百分点。

2021年1-3月，公司实现营业收入61.48亿元，同比增长3.96%；实现利润总额2.31亿元，同比增长37.25%，主要系公司鲜冻肉及精加工业务利润增长所致。

表3 2018—2020年及2021年1—3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务分类	2018年			2019年			2020年			2021年1—3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	65.39	74.49	5.96	110.86	65.90	3.35	167.88	69.65	5.50	45.06	73.29	5.55
贸易业务	16.17	18.42	3.41	40.51	24.08	7.75	55.68	23.10	1.15	12.28	19.97	2.14
肉制品业务	5.20	5.93	25.24	7.05	4.19	23.49	11.47	4.76	23.58	3.06	4.97	22.35
养殖业务	0.61	0.69	14.78	0.49	0.29	28.07	--	--	--	--	--	--
其他	0.41	0.47	43.39	9.31	5.53	14.97	5.99	2.48	48.30	1.08	1.76	40.50
合计	87.78	100.00	7.13	168.22	100.00	5.97	241.02	100.00	6.42	61.48	100.00	6.32

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. 贸易业务统计口径指进口贸易；4. 2020年及2021年1—3月将屠宰公司的贸易收入从其他调整到屠宰业务中，将宣威火腿收入从其他调整到肉制品业务中，将养殖收入中的外销业务从养殖业务调整到其他中；5. 各数加总与合计数小数点后的差异，系四舍五入造成

资料来源：公司提供

2. 生猪屠宰

2020年，公司生猪仍以外部采购为主，采购量受供给影响大幅下降，采购价格大幅提升，采购集中度仍很低。

（1）生猪采购

2020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。公司养殖事业部与生食事业部分别独立经营。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，2020年，公司生猪采购量为406.49万头，较上年下降18.91%，主要系2020年生猪供给紧张所致。其中，外购生猪采购量378.67万头，占生猪采购量的比重较上年下降2.07个百分点，但仍保持在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牧原股份。从采购价格看，受非洲猪瘟、能繁母猪实际产能恢复不及预期、三元母猪留种以及二次育肥等因素影响，生猪出栏量下降，价格暴涨，2020年生猪采购均价为3.27万元/吨，较上年增长60.78%。

表4 2018—2020年及2021年1—3月公司采购生猪情况（单位：万头、元/吨）

项目		2018年	2019年	2020年	2021年1—3月	
自养生猪	采购量	30.24	23.95	27.82	6.81	
	均价	12782.36	19230.22	32544.75	30284.81	
外购生猪	农户及第三方养殖公司生猪	采购量	372.84	391.71	338.45	106.74
		均价	12471.01	21116.08	32753.83	28990.39
	牧原股份供应生猪	采购量	74.74	85.62	40.22	21.97
		均价	12066.06	16682.64	31798.80	25475.08
合计	采购量	477.82	501.28	406.49	135.52	
	均价	12427.38	20312.84	32658.75	28613.99	

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，2020年，公司向前五大大生猪供应商的采购金额为30.00亿元，占采购总额的比重为12.49%，采购集中度仍很低。

（2）生猪屠宰

2020年，公司屠宰产能扩张；受市场生猪

供给紧张影响，屠宰量有所下降，产能利用率水平较低。

2020年，公司新增收购通辽金泉食品有限责任公司（以下简称“通辽金泉”），公司实际屠宰产能（工作时长10小时/天）提升至1000万

头/年。截至2020年末，公司共有7个屠宰场，车间作业模式较上年未变化。

产能方面，2020年，公司屠宰产能由729万头/年上升至795.00万头/年（工作时长8小时/天）。产量方面，2020年，受市场生猪供给紧张影响，公司实际屠宰量406.50万头，较上年下降18.91%。2020年，公司生猪屠宰产能利用率为51.13%，较上年下降17.75个百分点。

表5 2018—2020年公司生猪屠宰产能和产能利用情况
(单位：万头、%)

项目	2018年	2019年	2020年
屠宰设计产能	728.00	728.00	795.00
实际屠宰量	477.82	501.28	406.50
产能利用率	65.63	68.86	51.13

注：2020年屠宰单班设计产能为795万头，如工作时长从8小时/天延长至10小时/天可达到1000万头/年

资料来源：公司提供

(3) 产品销售

2020年，受猪肉价格上涨及公司于2019年上半年相对低价收购生猪并屠宰入库的冷冻肉于2020年高价对外出售影响，公司屠宰业务收入大幅增长；销售集中度很低；屠宰业务毛利率有所提升。

2020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。

价格方面，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。

2020年，随着生猪价格持续上涨，公司冷鲜肉毛利率为2.79%，较上年提升1.82个百分点；公司2019年上半年相对低价收购生猪并屠宰入库的冷冻肉于2020年高价对外出售，从而导致2020年冷冻肉毛利率较上年提升1.52个百分点至20.33%，同时屠宰业务收入大幅增长。

表6 2018—2020年公司冷鲜肉及冷冻肉销售情况

项目		2018年	2019年	2020年
销量 (吨)	冷鲜肉	382263.22	428563.82	384755.52
	冷冻肉	90182.58	84155.15	75896.51
销售均价 (元/吨)	冷鲜肉	13983.65	22417.57	35185.15
	冷冻肉	13235.52	17572.03	22568.10
毛利率 (%)	冷鲜肉	5.50	0.97	2.79
	冷冻肉	8.03	18.81	20.33

资料来源：公司提供

2020年，在生猪供给紧张、猪肉价格上涨的情况下，公司冷鲜肉、冷冻肉销量分别下降10.22%和9.81%；销售价格方面，冷鲜肉和冷冻肉销售均价较上年分别上涨56.95%和28.43%。

客户集中度方面，公司向前五大客户销售额17.61亿元，占公司当年销售额7.31%，客户集中度仍很低。

3. 贸易业务

2020年，公司贸易业务仍以冷冻猪肉和冷冻牛肉为主要进口品种；受冷冻猪肉销售收入大幅增长影响，贸易业务收入规模增长；但受新冠肺炎疫情影响，进口货物滞港产生大额费用导致毛利率大幅下降。

2020年，公司贸易业务仍以肉类进口贸易为主，运营主体以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”）为主，新设立的全资子公司烟台龙骧进出口有限公司销售收入达到2.23亿元。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,2020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 88.75%,占进口贸

易收入的比重较上年提升 19.75 个百分点;冷冻牛肉销售收入较上年下降 19.67%,占进口贸易收入的比重较上年下降 15.32 个百分点。毛利率方面,受新冠肺炎疫情影响,进口业务由于货物滞港产生大额费用,公司进口贸易肉类毛利率同比均有不同程度下降,受此影响,进口贸易业务毛利率同比下降 5.17 个百分点至 2.62%。

表 7 2018—2020 年中和盛杰进口贸易营业收入构成及毛利率情况(单位:万元、%)

项目	2018 年			2019 年			2020 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	61578.75	38.07	2.55	185255.70	45.73	7.43	349671.41	65.49	4.12
冷冻牛肉	61036.84	37.74	4.04	158898.42	39.23	8.43	127650.19	23.91	-0.68
冷冻羊肉	28649.65	17.71	4.33	38326.00	9.46	7.53	42600.68	7.98	2.57
冷冻鸡肉	10470.25	6.47	9.09	22611.88	5.58	6.56	13996.82	2.62	-4.59
合计	161735.49	100.00	3.41	405092.00	100.00	7.79	533919.10	100.00	2.62

资料来源:公司提供

4. 肉制品业务

2020 年,公司肉制品业务收入规模大幅增长,形成了核心产品,并持续拓展销售渠道和销售区域布局。

2020 年,公司肉制品业务实现收入 11.47 亿元,同比增长 54.12%。从产品来看,高低温肉制品收入 5.90 亿元,同比增长 51.13%;冷冻调理品收入 3.74 亿元,同比增长 18.80%;宣威火腿收入 1.84 亿元,同比增长 365.18%。公司肉制品业务在形成了销售过亿元的核心产品梨木火腿及其他销售过千万的单品,并在电商、直播等新零售渠道中持续热销,同时不断研发新产品。截至 2020 年末,熟食板块经销商超过 700 家。公司销售区域持续扩展,高低温产品已经在东北三省、河南、河北等地建立办事处,冷冻调理品也在北上广,郑州、武汉等地设立了办事处。

5. 在建项目

跟踪期内,公司在建项目仍需很大规模资金投入,但主要投入配置了募集资金,未来投资压力尚可;未来项目建成后,公司自有生猪养殖产能和配套加工产能的提升,有助于巩固公司全产业链优势。但在建项目盈利能力受未来猪肉价格波动和非洲猪瘟疫情等多方因素影响,存在盈利不达预期的风险。

截至 2021 年 3 月末,公司重大在建项目计划投资额为 26.47 亿元,已投资 4.79 亿元,尚需投资 21.68 亿元,相较于公司目前资金状况,在建项目资金支出压力尚可。未来项目建成后,公司自有生猪产能和配套加工产能提升,有助于巩固全产业链优势。但项目盈利能力受未来猪肉价格波动和非洲猪瘟疫情等多方因素影响,存在盈利不达预期的风险。

表 8 截至 2021 年 3 月末公司在建项目情况(单位:亿元)

序号	项目名称	筹资方案				截至 2021 年 3 月末已完成投资	投资进度 (%)
		募集资金	自筹	贷款	合计		
1	安丘市石埠子镇新建年出栏 50 万头商品猪项目	6.65	2.09	--	8.74	2.33	26.67
2	莱阳调理食品和低温肉制品深加工项目	--	2.00	3.60	5.60	2.14	38.21

3	莱州龙大新建年出栏 33 万头商品猪项目	5.25	0.82	--	6.07	0.19	3.13
4	莱阳龙大新建年出栏 33 万头商品猪项目	5.25	0.82	--	6.07	0.13	3.13
合计		17.15	5.72	3.60	26.47	4.79	--

注：各数加总与合计数小数点后的差异，系四舍五入造成
资料来源：公司提供

6. 经营关注

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。

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，由于高传染性和高致死率，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。

生猪价格波动风险。公司冷鲜肉和熟食制品的销售价格调整相对滞后于生猪采购价格变动。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，而公司不能及时调整产品价格并保持合理存货规模，公司或面临主营业务毛利率波动的风险，影响经营稳定性。

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。

7. 重大事项

非公开发行股票

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150000.00万元（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%。2021年1月，公司收到中国证券监督管理委员会出具的《关于核准山东龙大肉食股份有限公司非公开发行股票的批复》（证监许可〔2021〕103号）。公司非公开发行股票如顺利完成，有助于进一步增强其资本实力和整体抗风险能力。

收购通辽金泉股权

2020年8月末，公司签署《山东龙大肉食股份有限公司收购通辽金泉食品有限责任公司100%股权支股权转让协议》，以人民币3500.07万元从刘国权、董喜辉处收购通辽金泉100%的股权。通辽金泉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。2020年9月，通辽金泉在奈曼旗市场监督管理局办理完成了工商变更登记手续，并取得了变更后的《营业执照》，工商变更登记完成后，通辽金泉成为公司全资子公司。本次股权收购完成后公司屠宰产能得到进一步提升。

8. 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，公司计划扩大屠宰和肉制品规模，实现全国化布局，将肉制品业务打造成为公司核

心业务板块，大力发展低温肉制品和开发高端休闲肉制品新品类，以及冷冻调理品和预制菜，同时大力发展生食精加工业务；合理发展配套养殖板块，加强销售与渠道建设，大力发展大客户渠道，开拓电商、新零售等新业务渠道，持续提升生产效率和鼓励创新，进一步提升品牌影响力。

九、财务分析

1. 财务概况

公司2020年度财务报告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2021年一季度财务数据未经审计。公司执行最新企业会计准则。

2020年，公司合并范围内新增8家子公司，其中1家为非同一控制下企业合并子公司，7家为新设子公司。2021年1—3月，公司合并范围内新增1家子公司。截至2021年3月末，公司纳入合并范围子公司共27家。公司主营业务范围变化不大，财务数据可比性较强。

截至2020年末，公司合并资产总额85.51亿元，所有者权益36.95亿元（含少数股东权益3.09亿元）；2020年，公司实现营业收入241.02亿元，利润总额10.17亿元。

截至2021年3月末，公司合并资产总额83.00亿元，所有者权益39.69亿元（含少数股东权益3.15亿元）；2021年1—3月，公司实现营业收入61.48亿元，利润总额2.31亿元。

2. 资产质量

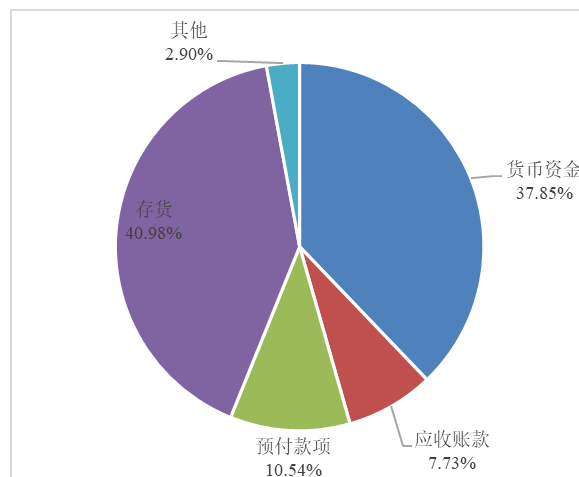
截至2020年末，公司资产规模有所增长，资产结构以流动资产为主，货币资金充裕；流动资产中存货和预付款项占比较大，对营运资金形成占用，且存货存在一定跌价风险。公司资产受限比例低，资产质量高。

截至2020年末，公司合并资产总额85.51亿元，较年初增长35.35%，主要系流动资产增长所致。其中，流动资产占74.04%，非流动资产占25.96%。公司资产以流动资产为主。

（1）流动资产

截至2020年末，公司流动资产63.32亿元，较年初增长31.96%，主要系货币资金增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占37.85%）、应收账款（占7.73%）、预付款项（占10.54%）和存货（占40.98%）构成。

图3 截至2020年末公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年末，公司货币资金23.97亿元，较年初增长233.96%，主要系公司成功发行可转换公司债券，且经营性现金净流入所致。货币资金主要由银行存款（占93.07%）和其他货币资金（占6.92%）构成。货币资金中有2.20亿元受限资金，受限比例为9.18%，全部为汇票保证金。

截至2020年末，公司应收账款账面价值为4.90亿元，较年初增长23.44%，主要系公司销售收入增长所致。应收账款账龄以1年以内（含1年）为主，账面余额占公司应收账款余额的99.86%。应收账款累计计提坏账准备0.11亿元，计提比例为2.26%。从集中度看，截至2020年末，按欠款方归集的前五名余额占应收账款账面余额的25.87%，集中度一般。

截至2020年末，公司预付款项6.67亿元，较年初下降3.80%。预付款项主要系公司进口贸易业务预付货款。

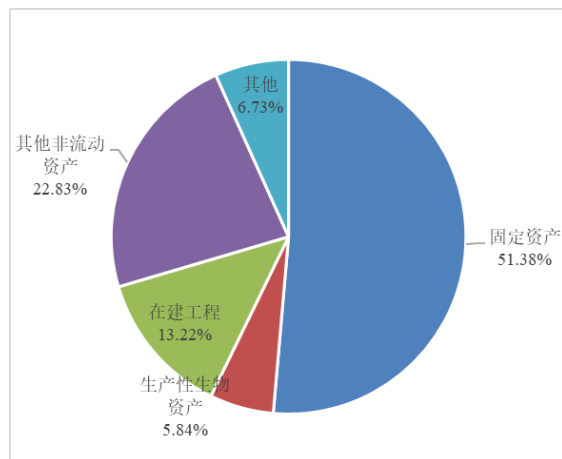
截至2020年末，公司存货25.95亿元，较年初下降2.84%。存货主要由库存商品（占

74.58%)和消耗性生物资产(占10.63%)构成,累计计提跌价准备0.38亿元,计提比例为1.45%,主要对库存商品计提跌价准备。2021年,猪肉价格维持高位,但未来如公司存货出现滞销,或肉类价格下跌,公司存货可能存在跌价风险。

(2) 非流动资产

截至2020年末,公司非流动资产22.20亿元,较年初增长46.05%,主要系固定资产、在建工程和其他非流动资产增长所致。公司非流动资产主要由固定资产(占51.38%)、生产性生物资产(占5.84%)、在建工程(占13.22%)和其他非流动资产(占22.83%)构成。

图4 截至2020年末公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年末,公司固定资产11.41亿元,较年初增长21.91%,主要系公司子公司聊城龙大肉食品有限公司冷藏库及屠宰车间改造工程和安丘龙大养殖有限公司部分猪舍及附属设施转固所致。固定资产主要由房屋及建筑物(占64.42%)和机器设备(占31.15%)构成,累计计提折旧5.64亿元;固定资产成新率66.31%,成新率尚可。公司固定资产未计提减值准备。

截至2020年末,公司生产性生物资产1.30亿元,较年初增长67.51%,主要系生猪养殖产能提升所致。公司生产性生物资产采用成本计量模式。

截至2020年末,公司在建工程2.94亿元,较年初增长594.61%,主要系母公司低温冷冻深加工车间项目及安丘市石埠子镇新建年出栏50万头商品猪项目正在建设中所致。在建工程主要以土建工程(占95.08%)为主,未计提减值准备。

截至2020年末,公司其他非流动资产5.07亿元,较年初增长53.68%,主要系预付设备工程款和增值税留抵税额增加所致。公司其他非流动资产主要由预付设备工程款(占21.75%)和增值税留抵税额(占78.25%)构成。

截至2020年末,公司受限资产4.51亿元,占资产总额的5.27%,占比低。具体金额和受限原因如下表所示。

表9 截至2020年末公司受限资产情况(单位:万元)

项目	期末账面价值	受限原因
货币资金	21990.00	汇票保证金
固定资产	6916.77	借款抵押(长短期借款)
无形资产	197.88	借款抵押(短期借款)
其他流动资产	15990.00	汇票保证金
合计	45094.65	--

资料来源：公司审计报告

截至2021年3月末,公司合并资产总额83.00亿元,较年初下降2.94%。其中,流动资产占72.72%,非流动资产占27.28%。公司资产以流动资产为主,资产结构较年初变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

截至2020年末,公司所有者权益大幅增长,但未分配利润占比较高,权益结构稳定性一般。

截至2020年末，公司所有者权益为36.95亿元，较年初增长44.16%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为91.63%，少数股东权益占比为8.37%。归属于母公司所有者权益主要由实收资本（占26.95%）和未分配利润（48.38%）构成，所有者权益结构稳定性一般。

截至2021年3月末，公司所有者权益39.69亿元，较年初增长7.42%。其中，归属于母公司所有者权益占比为92.05%，少数股东权益占比为7.95%，所有者权益结构变化不大。

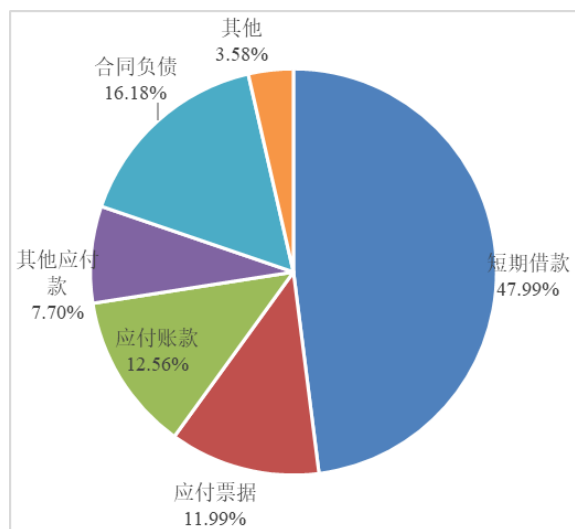
（2）负债

截至2020年末，因发行可转债成功，公司负债规模有所增长，仍以流动负债为主；债务以短期债务为主，结构有待改善，整体债务负担尚可。

截至2020年末，公司负债总额48.56亿元，较年初增长29.33%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占83.13%，非流动负债占16.87%。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

截至2020年末，公司流动负债40.37亿元，较年初增长8.47%。公司流动负债主要由短期借款（占47.99%）、应付票据（占11.99%）、应付账款（占12.56%）、其他应付款（占7.70%）和合同负债（占16.18%）构成。

图5 截至2020年末公司流动负债构成情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年末，公司短期借款19.37亿元，较年初增长6.13%。短期借款主要由保证借款（占52.69%）、信用借款（占23.41%）和应收票据贴现借款（占21.97%）构成。

截至2020年末，公司应付票据4.84亿元，较年初增长48.95%，主要系承兑汇票和国内信用证增加所致。

截至2020年末，公司应付账款5.07亿元，较年初增长5.49%。应付账款由应付材料采购款（占86.60%）和应付固定资产采购款（占13.40%）构成。公司没有账龄超过1年的重要应付账款。

截至2020年末，公司其他应付款3.11亿元，较年初增长58.93%，主要系中和盛杰新增短期无息借款0.50亿元所致。公司其他应付款主要由保证金、押金（占24.86%）、预提费用（占34.22%）、限制性股票回购义务（占16.94%）和其他（占18.69%）构成。

截至2020年末，公司合同负债6.53亿元，较年初下降10.14%，主要系公司进口贸易业务下游客户预付货款减少所致。

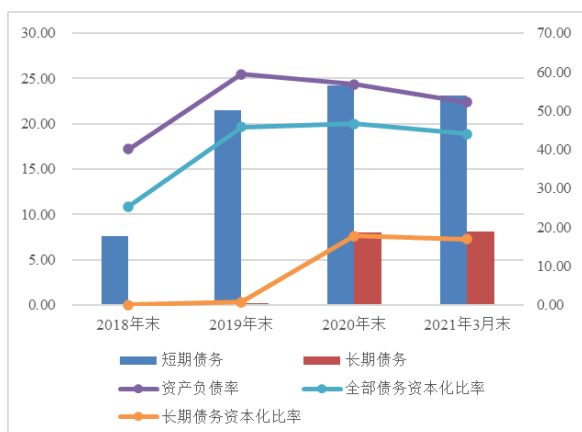
截至2020年末，公司非流动负债8.19亿元，较年初增长23.65%，主要系公司成功发行可转换公司债券所致。公司非流动负债主要由应付债券（占95.29%）构成。

截至2021年3月末，公司负债总额43.31亿元，较年初下降10.82%，主要系合同负债下降所致。其中，流动负债占80.94%，非流动负债占19.06%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

截至2020年末，公司全部债务32.22亿元，较年初增长48.46%，长期债务和短期债务均有较大幅度的增长。其中，短期债务占75.15%，长期债务占24.85%，以短期债务为主。公司短期债务24.21亿元，较年初增长12.61%，主要系短期借款和应付票据增长所致；长期债务8.01亿元，较年初增长39.03倍，主要系可转换公司债券成功发行所致。从债务指标来看，截至2020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56.79%、46.58%和

17.81%，较年初分别下降2.64个百分点、提高0.73个百分点和提高17.03个百分点。公司整体债务负担尚可。

图6 2018—2020年末及2021年3月末公司债务情况
(单位:亿元、%)



数据来源:公司财务报告,联合资信整理

截至2021年3月末,公司全部债务31.20亿元,较年初下降3.16%,债务结构较年初变化不大。从债务指标来看,截至2021年3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52.18%、44.01%和16.90%,较年初分别下降4.61个百分点、2.57个百分点和0.90个百分点。

4. 盈利能力

2020年,公司收入和利润规模大幅增长,整体盈利能力有所提升。

跟踪期内,屠宰业务和肉类进口贸易业务仍是公司营业收入主要来源。2020年,公司实现营业收入241.02亿元,同比增长43.27%,主要系屠宰业务和贸易业务收入增长所致;实现利润总额10.17亿元,同比增长184.56%,主要系公司于2019年上半年相对低价收购生猪并屠宰入库的冷冻肉于2020年销售价格和销量增长所致。

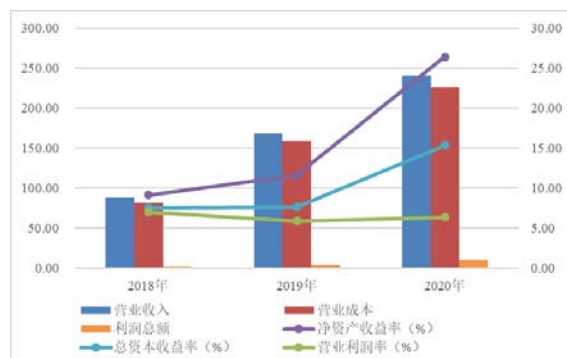
2020年,公司费用总额为5.42亿元,同比下降9.94%,主要系销售费用下降所致。从构成看,公司销售费用、管理费用、研发费用和财务

费用占比分别为35.91%、50.77%、0.77%和12.55%。其中,销售费用为1.95亿元,同比下降41.06%,主要系会计政策变更使得运输费和商超费用不再计入销售费用所致;管理费用为2.75亿元,同比增长26.31%,主要系限制性股权激励费用增长所致;财务费用为0.68亿元,同比增长37.22%,主要系利息支出增长所致。2020年,公司期间费用率¹为2.25%,同比下降1.33个百分点,公司期间费用控制能力有所提高。

从利润构成看,2020年,公司实现其他收益0.18亿元、资产处置收益-0.12亿元、营业外收入0.09亿元、营业外支出0.11亿元,合计占利润总额的比重为0.39%,对利润影响不大。

2020年,公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为6.36%、15.35%、26.37%,同比分别提高0.46个百分点、7.67个百分点和14.77个百分点。公司各盈利指标表现良好。

图7 2018—2020年公司盈利指标



数据来源:公司财务报告,联合资信整理

2021年1—3月,公司实现营业收入61.48亿元,同比增长3.96%;实现利润总额2.31亿元,同比增长37.25%,主要系公司鲜冻肉及精加工业务利润增长所致。

5. 现金流分析

2020年,公司经营活动现金由净流出转为净流入,收入实现质量较高;筹资活动现金净流入规模下降。投资活动现金净流出量大幅增

¹ 期间费用率=期间费用/公司当期营业总收入

加，经营活动和筹资活动获取现金可以覆盖投资活动需求。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入263.08亿元，同比增长37.56%，主要系收入规模增长所致；经营活动现金流出249.83亿元，同比增长21.89%，增幅小于经营活动现金流入增幅。综上，2020年，公司经营活动现金净流入13.25亿元，同比由净流出转为净流入。2020年，公司现金收入比为108.36%，同比下降4.73个百分点，收入实现质量仍属较高。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入0.70亿元，同比增长176.04%，主要系公司控股子公司河南龙大牧原肉食品有限公司收回理财（银行存款理财）账款0.20亿元以及养殖公司处置生产性生物资产收到现金0.50亿元所致；投资活动现金流出7.55亿元，同比增长198.67%，主要系安丘募投项目固定资产和在建工程投入以及公司收购通辽金泉所致。综上，2020年，公司投资活动现金净流出扩大至6.85亿元。

2020年，公司筹资活动前现金流由上年的净流出15.99亿元转为净流入6.40亿元。

从筹资活动来看，2020年，公司筹资活动现金流入36.16亿元，同比增长67.08%，主要系可转债发行成功收到现金所致；筹资活动现金流出26.25亿元，同比增长191.03%，主要系公司偿还债务所致。受上述因素影响，2020年，公司筹资活动现金净流入9.91亿元，同比下降21.50%。

2021年1—3月，公司经营活动现金净流入量为3.43亿元；投资活动现金净流出量为1.02亿元；筹资活动现金净流出量为1.91亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长、短期偿债能力指标均有所提升，整体表现较好，同时考虑到公司具有“全产业链”优势，且未使用授信额度较高，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，截至2020年末，公司流动比率与速动比率分别由上年末的

128.93%和57.18%提高至156.84%和92.57%，流动资产对流动负债的保障程度有所提升；经营现金流动负债比率为32.82%，同比提高69.67个百分点；现金短期债务比由上年末的0.34倍提高至0.99倍，现金类资产对短期债务的保障程度有所提升。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看，2020年，公司EBITDA为12.06亿元，同比增长133.24%；EBITDA利息倍数由上年的7.81倍提高至13.22倍，EBITDA对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA由上年的4.20倍下降至2.67倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度尚可。整体看，公司长期债务偿债能力较强。

截至2021年3月末，公司累计对外提供担保余额613.00万元，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10 截至2021年3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	实际担保余额	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	613.00	连带责任保证	2018.6.8—2019.6.8

资料来源：公司提供

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2021年3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。

截至2021年3月末，公司合并范围共获得银行授信总额为35.28亿元，未使用额度为16.07亿

元。公司间接融资渠道通畅；同时公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

截至2020年末，母公司资产规模增长，以流动资产为主，货币资金较充裕；因可转债发行成功，母公司负债规模增长；母公司所有者权益规模有所增长。2020年，母公司营业收入和利润规模较小，经营性现金净流入不能覆盖投资活动需求，对外融资依赖度高。

截至2020年末，母公司资产总额52.03亿元，较年初增长21.05%。其中，流动资产31.39亿元（占60.32%），非流动资产20.64亿元（占39.68%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占24.13%）、应收账款（占14.94%）、预付款项（占7.06%）、其他应收款（占30.19%）和存货（占22.96%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占76.20%）和在建工程（合计）（占11.06%）构成。截至2020年末，母公司货币资金为7.58亿元。

截至2020年末，母公司负债总额29.61亿元，较年初增长22.63%，主要系应付债券增长所致。其中全部债务20.79亿元。全部债务中，短期债务占62.45%、长期债务占37.55%。截至2020年末，母公司资产负债率为56.90%，全部债务资本化比率为48.11%。

截至2020年末，母公司所有者权益为22.42亿元，较年初增长19.02%，主要系未分配利润和其他权益工具增加所致。其中，实收资本为9.96亿元（占44.42%）、资本公积合计2.29亿元（占10.21%）、未分配利润合计6.43亿元（占28.67%）、盈余公积合计2.64亿元（占11.76%）。

2020年，母公司营业收入为88.01亿元，利润总额为2.27亿元。同期，母公司投资收益为0.30亿元。

2020年，母公司经营活动现金流净额为1.63亿元，投资活动现金流净额-8.51亿元，筹资活动现金流净额9.49亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至2020年末，公司对存续债券的偿还能力很强。

从资产情况来看，截至2020年末，公司现金类资产23.99亿元，约为“龙大转债”待偿本金（9.50亿元）的2.53倍，公司现金类资产对待偿本金的覆盖程度较高；净资产达36.95亿元，约为待偿本金合计（9.50亿元）的3.89倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“龙大转债”待偿本金的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2020年，公司EBITDA为12.06亿元，约为待偿本金合计（9.50亿元）的1.27倍，公司EBITDA对“龙大转债”的覆盖程度较高。

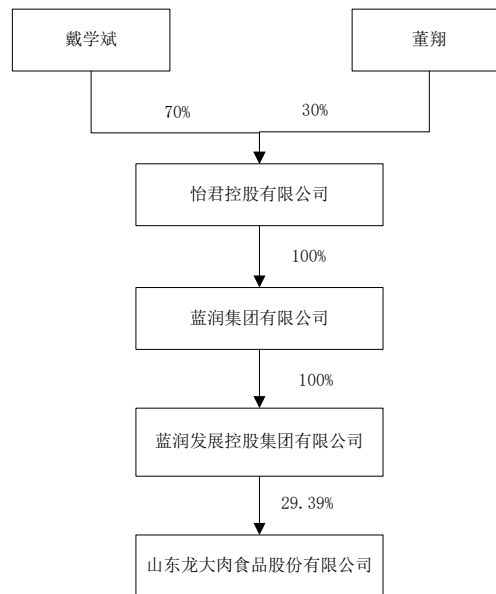
从现金流情况来看，公司2020年经营活动产生的现金流入263.08亿元，约为待偿本金合计（9.50亿元）的27.70倍，公司经营活动现金流入量对待偿本金的覆盖程度高。

目前，“龙大转债”已进入转股期，转股期长达6年。上述可转债设置的转股价格调整、转股价格向下修正和赎回条款等条款均有利于促进债券持有人实施转股。未来若本次可转债部分或全部转股，将有利于公司降低资产负债率，增强资本实力，公司偿债能力可能进一步增强。

十一、结论

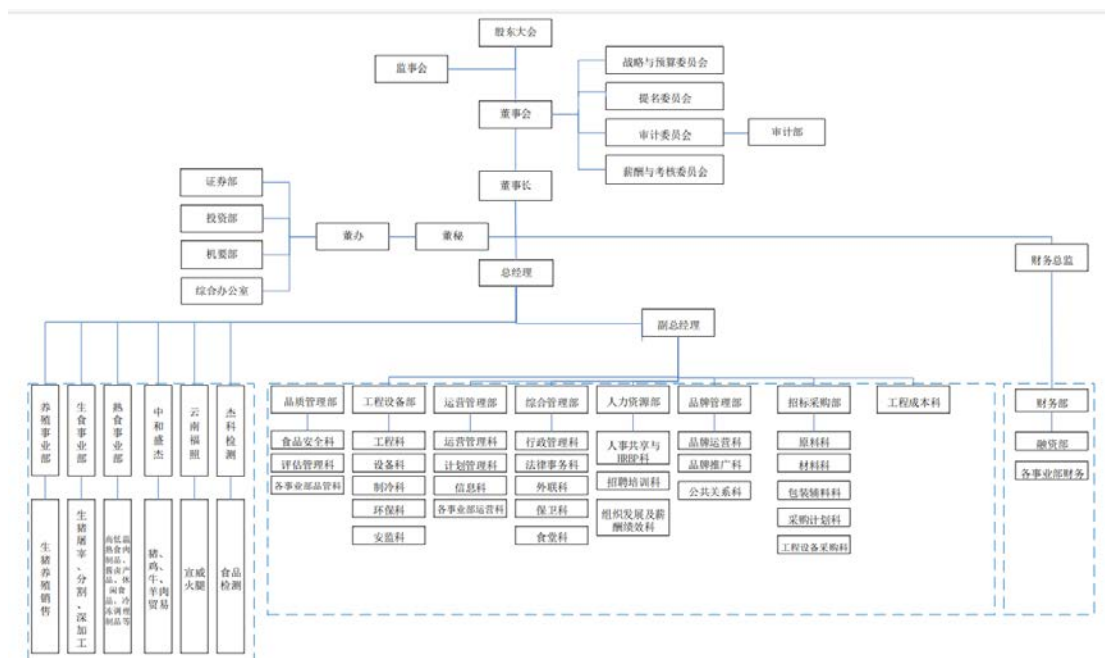
经综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，“龙大转债”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月末山东龙大肉食品股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月末山东龙大肉食品股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年末山东龙大肉食品股份有限公司

主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	持股比例 (%)		取得方式
			直接	间接	
1	烟台龙大养殖有限公司	畜禽\养殖	100.00	--	同一控制下企业合并
2	安丘龙大养殖有限公司	畜禽\养殖	--	100.00	设立
3	烟台龙大饲料有限公司	饲料生产	100.00	--	设立
4	河南龙大牧原肉食品有限公司	生猪屠宰	60.00	--	设立
5	聊城龙大肉食品有限公司	生猪屠宰	100.00	--	同一控制下企业合并
6	烟台杰科检测服务有限公司	食品及添加剂检测	100.00	--	同一控制下企业合并
7	莒南龙大肉食品有限公司	生猪屠宰	100.00	--	设立
8	蓬莱富龙肉食品有限公司	生猪屠宰	40.00	--	设立
9	北京快厨帮科技有限公司	销售食品	65.00	--	设立
10	莱阳普瑞食品有限公司	生产、加工生肉加工制品、调味生肉	51.00	--	设立
11	山东龙大生猪产品工程技术研究有限公司	畜禽领域内的技术开发、技术转让、技术服务	100.00	--	设立
12	莱阳龙瑞食品有限公司	生产、加工各种肉制品、速冻食品	100.00	--	设立
13	青岛中和盛杰食品有限公司	销售食品	51.00	--	设立
14	青岛新胜锦食品商贸有限公司	销售食品	--	51.00	设立
15	潍坊振祥食品有限公司	生猪屠宰	70.00	--	非同一控制下企业合并
16	云南福照食品有限公司	火腿加工	51.00	--	设立
17	烟台龙骧进出口有限公司	销售食品	100.00	--	设立
18	香港龙大发展有限公司	国际贸易、咨询	100.00	--	设立
19	莱阳龙大养殖有限公司	畜禽\养殖	--	100.00	设立
20	乳山中和盛杰食品有限公司	销售食品	--	51.00	设立
21	黑龙江龙大养殖有限公司	畜禽\养殖	100.00	--	设立
22	莱州龙大养殖有限公司	畜禽\养殖	--	100.00	设立
23	青岛龙大管理咨询服务有限公 司	管理咨询	100.00	--	设立
24	江苏龙大沁依食品有限公司	生产、销售食品	51.00	--	设立
25	通辽金泉食品有限责任公司	生猪屠宰	100.00	--	非同一控制下企业合并
26	黑龙江龙大肉食品有限公司	生猪屠宰	100.00	--	设立

资料来源：公司年报

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	9.07	7.28	23.99	23.23
资产总额 (亿元)	37.55	63.18	85.51	83.00
所有者权益 (亿元)	22.49	25.63	36.95	39.69
短期债务 (亿元)	7.62	21.50	24.21	23.12
长期债务 (亿元)	0.00	0.20	8.01	8.07
全部债务 (亿元)	7.62	21.70	32.22	31.20
营业收入 (亿元)	87.78	168.22	241.02	61.48
利润总额 (亿元)	2.24	3.58	10.17	2.31
EBITDA (亿元)	3.56	5.17	12.06	--
经营性净现金流 (亿元)	-1.07	-13.71	13.25	3.43
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	31.18	47.48	54.40	--
存货周转次数 (次)	10.79	8.79	8.57	--
总资产周转次数 (次)	2.79	3.34	3.24	--
现金收入比 (%)	111.73	113.09	108.36	102.41
营业利润率 (%)	7.03	5.90	6.36	6.26
总资本收益率 (%)	7.57	7.68	15.35	--
净资产收益率 (%)	9.14	11.60	26.37	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.77	17.81	16.90
全部债务资本化比率 (%)	25.29	45.85	46.58	44.01
资产负债率 (%)	40.09	59.43	56.79	52.18
流动比率 (%)	168.34	128.93	156.84	172.20
速动比率 (%)	106.08	57.18	92.57	99.71
经营现金流动负债比 (%)	-7.15	-36.85	32.82	--
现金短期债务比 (倍)	1.19	0.34	0.99	1.00
EBITDA 利息倍数 (倍)	16.03	7.81	13.22	--
全部债务/EBITDA (倍)	2.14	4.20	2.67	--

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，四舍五入造成；2. 除特别说明外，均指人民币；3. 2021 年一季度数据未经审计

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	6.63	5.09	7.60	9.86
资产总额 (亿元)	28.45	42.98	52.03	52.46
所有者权益 (亿元)	18.04	18.84	22.42	23.22
短期债务 (亿元)	5.85	15.48	12.98	12.85
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	7.81	7.87
全部债务 (亿元)	5.85	15.48	20.79	20.72
营业收入 (亿元)	39.63	58.60	88.01	20.49
利润总额 (亿元)	1.93	1.35	2.27	0.28
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	-0.89	0.02	1.63	1.80
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	--	--	--	--
存货周转次数 (次)	--	--	--	--
总资产周转次数 (次)	1.59	1.64	1.85	--
现金收入比 (%)	109.19	107.49	107.50	108.43
营业利润率 (%)	8.00	6.80	5.53	6.71
总资产收益率 (%)	--	--	--	--
净资产收益率 (%)	9.97	5.67	8.94	--
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	25.82	25.33
全部债务资本化比率 (%)	24.49	45.11	48.11	47.16
资产负债率 (%)	36.60	56.17	56.90	55.74
流动比率 (%)	174.96	133.04	143.97	149.04
速动比率 (%)	138.86	90.44	110.91	114.97
经营现金流动负债比 (%)	-8.56	0.06	7.46	--
现金短期债务比 (倍)	1.13	0.33	0.59	0.77
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

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，四舍五入造成；2. 除特别说明外，均指人民币；3. 2021 年一季度数据未经审计

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	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+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变