

信用评级公告

联合〔2020〕5141号

联合资信评估股份有限公司通过对新希望六和股份有限公司及其拟公开发行的可转换公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定新希望六和股份有限公司主体长期信用等级为AAA，新希望六和股份有限公司公开发行可转换公司债券信用等级为AAA，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：

二〇二〇年十二月十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话 (Tel) : (010) 85679696 | 邮箱 (Email) : lianhe@lhratings.com | 传真 (Fax) : (010) 85679228
网址 (Website) : www.lhratings.com | 邮编 (Postal Code) : 100022

新希望六和股份有限公司 公开发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本次债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本次债券发行规模：不超过 81.5 亿元（含）

本次债券期限：6 年

本次债券转股期限：自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本次债券到期日止

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：用于投资生猪养殖项目与偿还银行贷款

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对新希望六和股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为国内农牧行业龙头企业之一，在行业地位、经营规模、品牌知名度、技术水平、销售渠道和产业链一体化布局等方面具有很强的竞争优势。近年来，公司收入规模和资产规模持续增长，资产质量较好，经营活动现金流持续净流入，来自中国民生银行股份有限公司的稳定的投资收益对公司整体盈利能力形成良好支撑。同时，联合资信也关注到公司所处行业上下游价格波动性较大、畜禽疫病风险、在建工程尚需投入规模较大以及债务规模增长较快等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 81.5 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修正条款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。

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

基于对公司主体长期信用状况以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险极低。

评级时间：2020 年 12 月 17 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	aaa	评级结果		AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	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	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F1	现金流	资产质量	3
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		1
			偿债能力	2
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

优势

1. 公司综合竞争优势很强。公司行业地位突出、品牌知名度很高、产业链一体化布局合理、经营规模很大。
2. 公司财务状况良好，经营效率高。2017—2019 年，公司资产和收入规模持续增长，经营活动现金流持续净流入，经营效率处于行业较高水平。
3. 公司获得的投资收益对整体盈利能力形成良好支撑。截至 2020 年 9 月末，公司持有中国民生银行股份有限公司 18.28 亿股，其投资收益对公司利润总额贡献较大且稳定性较好，对公司整体盈利能力形成良好支撑。

分析师：范 瑞 刘丽红

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

关注

1. 所处行业上下游价格易波动，且面临多种风险。公司所处行业上游原材料价格不稳定，下游畜、禽产品价格容易发生周期性波动，生产流通过程中还面临疫病、食品安全等风险。
2. 在建工程尚需投入规模较大，面临一定的资金支出压力。公司对生猪养殖项目投入较大，截至2020年6月末，公司主要在建工程未来尚需投资69.00亿元，面临一定的资金支出压力，而且在建工程能否取得预期投资回报存在一定不确定性。
3. 公司债务规模增长较快，且债务结构有待调整。由于长、短期借款大幅增加，2017—2019年，公司全部债务增长较快，年均复合增长48.34%，其中短期债务占比分别为71.22%、85.51%和75.18%。

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
现金类资产（亿元）	31.09	55.20	58.46	101.57
资产总额（亿元）	424.52	479.44	642.18	912.93
所有者权益（亿元）	262.35	273.36	326.50	374.72
短期债务（亿元）	64.68	108.54	150.23	183.90
长期债务（亿元）	26.14	18.39	49.60	199.72
全部债务（亿元）	90.82	126.93	199.83	383.62
营业收入（亿元）	625.67	690.63	820.51	446.96
利润总额（亿元）	32.11	29.91	64.31	40.00
EBITDA（亿元）	47.64	46.02	83.13	/
经营性净现金流（亿元）	27.12	33.37	44.37	6.59
营业利润率（%）	7.91	8.47	11.79	12.81
净资产收益率（%）	11.18	9.96	18.93	/
资产负债率（%）	38.20	42.98	49.16	58.95
全部债务资本化比率（%）	25.72	31.71	37.97	50.59
流动比率（%）	83.32	74.02	65.58	86.27
经营现金流动负债比（%）	20.42	18.17	16.94	/
现金短期债务比（倍）	0.48	0.51	0.39	0.55
EBITDA 利息倍数（倍）	15.31	10.14	14.85	/
全部债务/EBITDA（倍）	1.91	2.76	2.40	/
公司本部				
项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额（亿元）	230.57	281.80	372.11	572.27
所有者权益（亿元）	120.67	123.44	119.74	123.59
全部债务（亿元）	43.02	58.96	74.07	152.82
营业收入（亿元）	4.40	5.53	7.56	2.84
利润总额（亿元）	20.71	10.55	2.06	1.83
资产负债率（%）	47.66	56.20	67.82	78.40
全部债务资本化比率（%）	26.28	32.32	38.22	55.29
流动比率（%）	152.17	129.74	121.70	129.79

经营现金流动负债比(%)	1.10	1.45	0.36	/
--------------	------	------	------	---

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告将其他流动负债计入短期债务核算，将长期应付款计入长期债务核算；4. 2020年1-6月财务数据未经审计，相关指标计算未年化

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/06/12	郭察理 邢霖雪	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（V3.0.201907）	阅读全文
AAA	稳定	2016/07/11	谭心远 姜帆	联合资信工商企业主体评级方法（2013年） 工商企业信用评级模型（2016年）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2013/06/09	张丽 苏薇	联合资信工商企业主体评级方法（2013年）	阅读全文
AA	稳定	2011/05/25	啜春璐 常丽娟	--	阅读全文
AA ⁻	稳定	2009/11/17	啜春璐 常丽娟 张璞	--	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；2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由新希望六和股份有限公司（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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

花部 210012



新希望六和股份有限公司

公开发行可转换公司债券信用评级报告

一、主体概况

新希望六和股份有限公司(以下简称“公司”或“新希望”)原名为四川新希望农业股份有限公司,经四川省人民政府川府函〔1997〕260号文批准,于1998年3月由原绵阳希望饲料有限公司整体变更成立,成立时注册资本为14002.00万元。1998年3月11日和9月15日,公司向社会公众公开发行公众股3600.00万股和向内部职工发行内部职工股400.00万股,并在深圳证券交易所上市交易,股票简称“新希望”,股票代码“000876.SZ”。2011年12月,公司变更为现名。后历经多次股权转让及增资,截至2020年6月末,公司实收资本为421601.50万元,其中新希望集团有限公司(以下简称“新希望集团”)直接持有公司24.91%股份,通过南方希望实业有限公司(以下简称“南方希望”)间接持有公司29.21%股份,为公司控股股东;刘永好先生为公司实际控制人。截至2020年6月末,公司控股股东及实际控制人所持公司股份不存在质押情形。

公司经营范围:配合饲料、浓缩饲料、精料补充料的生产、加工(限分支机构经营)(以上项目及期限以许可证为准)。(以下范围不含前置许可项目,后置许可项目凭许可证或审批文件经营)谷物及其他作物的种植;牲畜的饲养;猪的饲养;家禽的饲养;商品批发与零售;进出口业;项目投资与管理(不得从事非法集资、吸收公众资金等金融活动);科技交流和推广服务业。(依法须经批准的项目,经相关部门批准后方可开展经营活动)

截至2020年6月末,公司根据经营需要将管理单元分为本部职能管理中心、战略业务单元和本部公司化支持平台3类,其中战略业务单元包括饲料BU、禽产业BU、海外BU、食品BU和猪产业指挥部(见附件1)。截至2020年

6月末,公司在国内外共拥有652家子公司;拥有在职员工9.07万人。

截至2019年末,公司资产总额642.18亿元,所有者权益326.50亿元(含少数股东权益65.88亿元);2019年,公司实现营业收入820.51亿元,利润总额64.31亿元。

截至2020年6月末,公司资产总额912.93亿元,所有者权益374.72亿元(含少数股东权益76.53亿元);2020年1—6月,公司实现营业收入446.96亿元,利润总额40.00亿元。

公司注册地址:四川省绵阳市国家高新技术产业开发区;法定代表人:刘畅。

二、本次可转换公司债券概况及募集资金用途

1. 本次可转债概况

本次发行的可转换公司债券名称为“新希望六和股份有限公司公开发行可转换公司债券”(以下简称“本次债券”或“本次可转债”),本次可转债规模为不超过81.5亿元(含),期限为自发行之日起六年,转股期限为自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至本次可转债到期日止。

本次可转债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在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人(主承销商)协商确定。本次可转债面值100元,采用每年付息一次的付息方式,到期归还本金和最后一年利息。本次可转债无担保。

(1) 转股条款

转股价格

本次可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司A股股票交易均价(若在该20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

交易均价按经过相应除权、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在发行前根据市场和公司具体情况与保荐人(主承销商)协商确定。

前 20 个交易日公司 A 股股票交易均价=前 20 个交易日公司 A 股股票交易总额/该 20 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,若公司发生派送红股、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)、配股以及派送现金股利等情况,将按下述公式进行转股价格的调整:

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

在本次可转债存续期间,当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80%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本次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者。同时,修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。若在前述 30 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格计算,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格计算。

(2) 赎回条款

到期赎回条款

在本次可转债期满后 5 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

在本次可转债转股期内,如果公司 A 股股票连续 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%(含 130%),或未转股余额不足 3000 万元时,公司董事会有权决定按照可转债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

本次可转债的最后两个计息年度,如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70%时,持有人有权将其持有的可转债全部或部分按可转债面值加上当期应计利息的价格回售给公司。本次发行的可转债的最后两个计息年度,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,该计息年度不应再行使回售权,持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款

若公司本次可转债募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现变化,且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的,持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转换公司债券的权利。在附加回售条件满足后,持有人可以在回售申报期内进行回售,在回售申报期内不实施回售的,不应再行使附加回售权。

2. 本次可转债募集资金用途

本次可转债募集资金用于投资生猪养殖项目与偿还银行贷款，与公司主营业务相关，项目建设完成后，公司养殖业务的规模将进一步扩大，有利于提高公司的综合竞争实力。

本次可转换公司债券募集资金总额不超过人民币 81.5 亿元（含），扣除发行费用后，将用于投资生猪养殖项目与偿还银行贷款。

募集资金主要投向与公司主营业务相关的生猪养殖项目（均已办理完发改委备案手续）。在本次可转债募集资金到位前，公司将使用自筹资金先行投入，并在募集资金到位后予以置换。在募集资金到位后，若扣除发行费用后的实际募集资金净额少于拟投入的募集资金金额，不足部分由公司自筹解决。

表 1 本次可转债募集资金运用概况（单位：万元）

序号	项目名称	项目投资总额（万元）	拟投入募集资金金额（万元）
一、生猪养殖项目			
1	甘肃新六生猪养殖项目	50000.00	43500.00
2	彝良新六生猪养殖项目	35000.00	32000.00
3	泸定新越生猪养殖项目	35000.00	27500.00
4	罗城新好生猪养殖项目	35900.00	31000.00
5	乐至新牧生猪养殖项目	34160.04	28500.00
6	贵港新六生猪养殖项目	67200.00	53000.00
7	邳州新希望生猪养殖项目	60000.00	53500.00
8	柳州新六生猪养殖项目	27000.00	22000.00
9	荔浦新好生猪养殖项目	18000.00	13500.00
10	眉山新牧生猪养殖项目	33846.88	21500.00
11	桐城新六生猪养殖项目	24804.55	19000.00
		19730.46	16500.00
12	义县新六生猪养殖项目	20733.73	18500.00
13	黑山新六生猪养殖项目	26229.85	19000.00
		20700.00	16500.00
14	巨野新好生猪养殖项目	51000.00	17500.00
		16560.00	9000.00
15	烟台新好生猪养殖项目	26450.00	16500.00
		20680.00	15000.00
16	濮阳新六生猪养殖项目	20000.00	17000.00
		20000.00	16500.00
		10000.00	8000.00
17	东营新好生猪养殖项目	20000.00	10500.00
		20000.00	9500.00
18	施秉新希望生猪养殖项目	52000.00	35500.00
小计		764995.51	570500.00
二、偿还银行贷款		244500.00	244500.00
合计		1009495.51	815000.00

资料来源：公司提供

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年三季度，我国经济进一步复苏，供

需全面回暖，物价涨幅有所回落，就业压力有所缓解，财政收支有所改善。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍

面临较多不确定因素。

经济保持逐季复苏势头。由于我国疫情控制迅速，经济在 2020 年一季度出现暂时性大幅下滑后，二季度即开始复苏，前三季度实现正增长，GDP 累计同比增长 0.7%，其中一季度同比

下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%、三季度同比增长 4.9%，经济保持逐季复苏势头。前三季度国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别累计同比增长 2.3%、0.9%和 0.4%，全面实现正增长。

表 2 2017 - 2019 年及 2020 年前三季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年前三季度
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	72.3
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	0.7
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	1.2
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	0.8
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-7.2
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	1.8
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.6
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	3.3
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-2.0
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.4
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-0.3
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-6.4
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-1.9

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. 增速及增幅均为累计同比增长数，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，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

经济结构改善，消费贡献提升。2020 年前三季度，消费支出对 GDP 增速拉动由二季度的-2.35%回升 4.06 个百分点至 1.71%，净出口对 GDP 增速拉动由二季度的 0.53%上升至 0.64%，投资对 GDP 增速拉动由二季度的 5.01%下降至 2.55%。虽然投资仍然是经济增长的主要拉动因素，但三季度消费对经济的贡献度显著提高，经济结构较二季度有所改善，内生增长动力加强。

消费持续改善，季度增速由负转正。2020 年前三季度，社会消费品零售总额同比下降 7.2%，降幅比上半年收窄 4.2 个百分点。其中三季度社会消费品零售总额同比增长 0.9%，季度增速年内首次转正，显示了随着疫情控制、经济逐步恢复以及就业继续好转，居民消费信心增加。**固定投资增速转正，制造业投资降幅收窄。**2020 年前三季度，全国固定资产投资同比增长 0.8%，实现年内首次转正，而 1—8 月份、上半年和一季度投资分别同比下降 0.3%、3.1%和 16.1%。从三大投资领域看，基础设施投资增速

由负转正，制造业投资逐步恢复，房地产投资加快。具体看，前三季度，基础设施投资同比增长 0.2%，上半年为同比下降 2.7%；制造业投资同比下降 6.5%，较半年降幅（11.7%）显著收窄；房地产开发投资同比增长 5.6%，上半年为同比增长 1.9%。**进出口逐季回稳，出口韧性较强。**2020 年前三季度我国货物贸易进出口总值 3.3 万亿美元，比去年同期下降 1.8%。其中，出口 1.8 万亿美元，同比下降 0.8%；进口 1.5 万亿美元，同比下降 3.1%。一至三季度，我国出口增速分别为-13.4%、0.1%和 8.8%，呈现一季度大幅回落、二季度止跌企稳、三季度全面反弹的逐季回稳态势。

复工水平不断提升，工业生产逐季回升。截至 2020 年 9 月下旬，有 73.2%的企业达到正常生产水平八成以上，较 6 月中旬上升 4.8 个百分点，部分企业持续满负荷生产，规模以上工业企业开工情况整体接近正常水平。1—9 月，规模以上工业增加值累计同比增长 1.2%；分季

度看，一季度下降 8.4%，二季度增长 4.4%，三季度增长 5.8%。1—9 月工业企业利润总额同比下降 2.4%，较 1—3 月下降 36.7%、1—6 月下降 12.8%的降幅大幅收窄。

CPI 涨幅回落，PPI 降幅收窄。2020 年前三季度，CPI 累计同比上涨 3.3%，涨幅较上半年回落 0.5 个百分点，食品价格涨幅回落是其主要原因；PPI 累计同比下降 2.0%，降幅较上半年扩大 0.1 个百分点，生产资料价格降幅较多是主导因素。在疫情防控成效显著、经济社会发展较快恢复的作用下，市场供求关系总体稳定。

社融增量逐季下降，M2 增速有所回落。2020 年 9 月末，社会融资规模存量 280.1 万亿元，较上年同期增长 13.5%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，前三季度累计新增社会融资规模 29.6 万亿元，比上年同期多增 9.0 万亿元。分季看，一、二、三季度社融增量分别为 11.1 万亿元、9.8 万亿元和 8.8 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，9 月末 M2 余额 216.4 万亿元，较上年同期增长 10.9%，较 6 月末增速（11.1%）略有下降。同期 M1 余额 60.2 万亿元，较上年同期增长 8.1%，较 6 月末同比增速（6.5%）继续加快，表明经济活跃度上升，消费回暖。

财政收入继续下降、收支缺口更趋扩大。2020 年前三季度，全国一般公共预算收入 14.1 万亿元，同比下降 6.4%，降幅较二季度（10.8%）有所收窄。其中税收收入 11.9 万亿元，同比下降 6.4%；非税收入 2.2 万亿元，同比下降 6.7%。同期全国政府性基金收入 5.5 万亿元，同比增长 3.8%，较前二季度（-1.0%）转为正增长。2020 年前三季度全国一般公共预算支出 17.5 万亿元，同比下降 1.9%，降幅比二季度（5.8%）显著缩小。其中中央本级累计支出 2.5 万亿元，同比下降 2.1%；地方本级累计支出 15.1 万亿元，同比下降 1.9%。从支出结构看，前三季度社会保障与就业支出（2.6 万亿元）、卫生健康支出（1.4

万亿元）、农林水支出（1.6 万亿元）和债务付息支出（7351.0 亿元）为正增长，其余支出同比皆为下降。财政支出增长方面主要集中于保障基本民生、疫情防控和重点领域支出。2020 年前三季度公共财政收支缺口 3.4 万亿元，较二季度缺口（2.0 万亿元）继续扩大，主要是受到疫情冲击，财政收支形势比较严峻。

就业压力有所减缓，城镇居民收入实际降幅继续收窄。2020 年前三季度，在服务业和制造业逐步恢复，中小微企业经营持续改善的作用下，就业压力有所减缓。9 月城镇调查失业率 5.4%，较 6 月（5.7%）略有回落，就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，总体就业形势仍然较为严峻。2020 年前三季度，城镇居民人均可支配收入 3.3 万元，比上年同期名义增长 2.8%，名义增速比上半年回升 1.3 个百分点；扣除价格因素的实际增速为-0.3%，降幅较上半年（2.0%）大幅收窄，为消费回暖提供了主要动力。

2. 宏观政策环境

2020 年前三季度中国宏观政策统筹疫情防控和经济社会发展，以“六稳”“六保”为中心，促进经济恢复，逆周期调节政策成效显著。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。2020 年前三季度，全国实现减税降费累计 2.09 万亿元。其中，新增减税降费 1.37 亿元，翘尾新增减税降费 7265 亿元，对纾解企业困难、稳定市场主体、支持复工复产和平稳经济运行发挥了重要作用。2020 年前三季度，全国累计发行国债 4.80 万亿元，较上年同期（2.99 万亿元）大幅增长；发行地方政府债券 5.68 万亿元，较上年同期（4.18 万亿元）增长 35.89%。专项债资金重点支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，增加其用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金。同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持，截至 2020 年 9 月底，在实行直达管理的 1.70 万亿元

资金中，各地已将 1.57 万亿元直达资金下达到资金使用单位，形成实际支出 1.02 万亿元，占中央财政已下达地方资金的 61.2%。

货币政策回归，融资成本有所回升。2020 年三季度央行坚持稳健的货币政策更加灵活适度、精准导向，引导资金更多的流向实体经济，有效发挥结构性货币政策工具精准滴灌的作用，提高政策的直达性，强化对稳企业、保就业的金融支持。1—9 月份三次降准释放长期流动性 1.75 万亿元，开展中期借贷便利 MLF 操作，净投放中期流动性 4100 亿元，满足金融机构合理的中长期流动性需求。在此基础上灵活开展公开市场操作，对冲季节性因素和政府债券发行等因素，维护短期流动性平稳。利率方面，前四个月在政策推动下贷款利率明显下行，5 月以来，随着疫情得到有效控制，国内经济复苏态势良好，央行的政策利率和贷款市场报价利率 LPR 均保持稳定，债券市场发行利率有所回升。2020 年 9 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.34%、5.21%和 4.52%，较 6 月（分别为 4.14%、5.11%和 4.04%）均明显回升。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议（以下简称“会议”）认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性及不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。在此政策导向下，未来财政政策将更加积极有为、注重实效，保障重大项目建设资金，注重质量和效益。货币政策一方面更加灵活适度、精准导向，保持货币供应量

和社会融资规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是新增融资重点流向制造业、中小微企业，加大对实体经济的支持力度。

在以上政策引导和支持下，四季度我国经济将进一步修复，结构或将进一步改善，消费对经济的拉动作用进一步加强，出口增速依然保持较强的韧性，投资内部结构将优化、制造业投资贡献将有所提升。

投资方面，四季度结构继续改善，经济内生增长动力将加强。2020 年四季度制造业投资单月投资依然有望保持正增长，但 8 月制造业投资单月增速或已经是 2020 年最高增速，全年累计增速难以转正。房地产投资方面，自 7 月以来房地产政策持续收紧叠加信贷政策收紧，综合考虑房地产新开工面积持续负增长、施工面积增速有所回落，预计四季度房地产投资存在下行压力。基建投资方面，从资金方面看，2020 年尚剩余 407 亿元一般债券和 1848 亿元专项债券，新增地方债规模将会是全年最低水平；从经济增长动力来看，8、9 月制造业投资呈现加速迹象、消费也有加速修复的迹象，经济内生修复动力加强，再度大力拉动基建投资的必要性下降。因此，综合资金和经济增长力看，四季度基建投资难有更出色表现，单月增速或将进一步下降。

消费方面，四季度消费将继续保持向好的趋势不变。冬季疫情的反复可能会对消费造成波动，但北京及青岛区域疫情的快速控制，给居民带来信心，使得消费波动减小。持续改善的就业环境以及居民收入的恢复增长、疫情对聚集性消费的限制逐步消退叠加居民对疫情控制的信心，支撑消费增速继续向上修复的趋势不变，但高于去年同期的失业率以及不及 GDP 增速的居民收入会压制消费的快速上升。整体来看，在四季度疫情不出现大范围爆发的情况下，消费增速将以较为温和的速度进行恢复。如果四季度出现大范围的疫情爆发，将会打断消费的恢复趋势。

进出口方面，预计年内出口增速依然保持较强的韧性。一方面，随着冬季全球第二波疫情

的爆发,防疫物资需求短期内依然较为旺盛,支撑我国出口增速;另一方面,全球经济逐步恢复,海外需求上升支撑我国出口增速,联合国贸发会议发布的最新报告预测2020年第四季度全球贸易同比增长将下降3%,较三季度收窄4个百分点;从主要发达经济体制造业PMI来看,经济也将处于逐步恢复的状态。

四、行业分析

1. 饲料行业

(1) 行业概况

近年来,我国饲料行业已告别高速增长期,总产量有所波动。

饲料是指在合理喂养条件下能对畜禽、水产动物等提供营养物质、调控生理机制、改善动物产品品质,且不产生有毒有害作用的物质。按照产品配方及养殖户使用方法分类,饲料可分为预混合饲料、浓缩饲料和配合饲料。按照饲养对象分类,饲料可分为禽畜饲料、水产饲料及其他饲料。

根据国家统计局数据,中国饲料产品产量从2000年的3740.81万吨增加到2014年的2.72亿吨,增长了6.28倍,其中2004年到2014年,饲料产量保持在较高的增长速度,除2011年外各年度均保持了两位数以上的增速。经过多年跨越式发展后,自2015年起,我国饲料产品产量增速出现明显下降,特别是2018年,受生猪和禽类养殖收益下降的影响,我国饲料产量2.42亿吨,同比下降14.94%。2019年,随着猪饲料需求逐步回升和禽饲料需求保持上升,我国饲料产量2.62亿吨,同比增长8.14%。

(2) 行业上下游情况

饲料行业上游

饲料原料价格主要受供求关系影响,2020年以来玉米和豆粕价格均有上涨趋势,对行业内企业的成本控制产生一定影响。

饲料行业的上游主要为玉米和豆粕等饲料原料。2008—2019年,玉米价格走势分三个时期,分别为政策上升期、政策瓶颈期及政策改革期,先是震荡中走高,由于玉米供应量充足,新

陈玉米无缝衔接、下游需求疲软,加之前期实行的玉米国储政策面临调整(即取消玉米主产区东北三省和内蒙古自治区的保护价格,玉米临时收储政策调整为“市场化收购”加“补贴”),玉米价格在2015年末发生断崖式下跌,并在2016年末降至本轮调整最低点。2017年起,玉米价格走势进入政策改革期,玉米市场化改革进一步深入,玉米市场价格重心上移,但涨幅有限。具体看,2019年以来,全国玉米价格震荡走高,截至2019年末,我国玉米批发平均价格为2.09元/公斤,较年初上涨0.97%,上涨程度较为温和。但2020年,随着下游养殖需求回暖、我国玉米库存降至低位,后续玉米价格可能继续温和上涨。

从豆粕价格来看,豆粕的供需结构由大豆的供需结构决定。受进口大豆的低价冲击,国内农民种植大豆积极性不高,大豆产量在2004年后波动下降,直到2015年在大豆产业政策的刺激下才有所增长,但近年来我国大豆进口依存度仍然接近85%。从进口来源来看,我国80%~90%的进口大豆来自巴西、美国 and 阿根廷。2019年,我国进口自巴西、美国 and 阿根廷的大豆占国内消费量的比例分别为53.70%、15.78%和8.20%。截至2019年末,我国豆粕现货价格为2834.50元/吨,较年初变化不大,整体保持稳定。但2020年以来,随着新冠疫情全球蔓延,巴西大豆和阿根廷大豆受到物流阻塞和人员不足的影响,到港情况不明朗;美国大豆供给因贸易摩擦和未至收获期尚无法预测;导致豆粕价格整体处于上升趋势。

饲料行业下游

饲料行业下游为畜牧养殖行业,详见本报告行业分析部分“2、畜牧养殖行业”。

(3) 行业竞争

目前,饲料行业已形成了以少数全国性大型企业集团为主导,部分中型企业占据区域性市场,大批小企业为补充的市场格局。

饲料行业具有市场容量稳定、总量较大的特点。近年来,我国饲料行业有了突飞猛进的发展,龙头企业纷纷开始整合自身业务结构,横向

进行收购、兼并，小企业不断退出市场。受此影响，2012 年以来，我国饲料加工企业由 10858 家减少至目前不到 8000 家，降幅超过 30%；产业集中度明显提升，饲料行业 CR10 已超 35%。与此同时，因市场化程度明显提高、产品同质化严重，行业内部竞争愈演愈烈。

目前国内配合饲料（浓缩饲料、精料补充料）生产企业主要分为三大类：一是全国性的大型农牧产业集团，无论是品牌效应、产品品质、资金实力还是资源整合能力等均处于市场竞争的优势地位，如新希望、广东海大集团股份有限公司、北京大北农科技集团股份有限公司等；二是区域性的中等饲料企业，拥有核心竞争力和核心技术，在一个或多个局部地区拥有非常高的市场认可度和品牌效应，属于快速成长期或即将进入成熟期的企业，如福建傲农生物科技集团股份有限公司、深圳市金新农科技股份有限公司等；三是中小型饲料企业，这类企业没有技术特色或核心优势，客户群体也相对不稳定，虽然能够持续经营，但发展空间有限，处于较弱势的市场地位。

由于饲料行业存在产品运输半径的问题，目前国内饲料龙头企业基本限于区域领先，很难做到在全国各个区域同时领先，这也为饲料行业的发展和新格局的产生提供了空间。

（4）行业政策

国家政策支持饲料工业健康发展，行业政策环境良好。

饲料行业具有涉及面广、关联度高、劳动技术密集、吸纳就业能力强等特点。近年来，中央一号文件多次聚焦“三农”领域，政府连续出台多项政策支持包括农副产品加工业在内的农业发展，也对饲料行业发展的方向做出了科学性与生态化的指引。

表 3 饲料行业最新相关政策

日期	政策文件	发文机关	内容
2015 年 12 月	《全国饲料工业“十三五”发展规划》	农业部	明确提出加强饲料资源综合利用，发展优势安全高效饲料产品、加快推动发展方式转变，支持饲料企业向饲料原料生产、畜牧水产养殖、畜产品加工等领域延伸产业链，增强抗风险和可持续发展能力
2016 年 12 月	《“十三五”生态环境保护规划》	国务院	强调要大力推进畜禽养殖污染防治；划定禁止建设畜禽规模养殖场（小区）区域，加强分区分类管理，以废弃物资源化利用为途径，整体推进畜禽养殖污染防治；养殖密集区推行粪污集中处理和资源化综合利用；要求在 2017 年末之前，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场（小区）和养殖专业户
2017 年 6 月	《粮改饲工作实施方案》	农业部	促进青贮玉米、苜蓿、燕麦、甜高粱和豆类等饲料作物种植，收获加工后以青贮饲料产品形式由牛羊等草食家畜就地转化。到 2020 年，全国优质饲草料种植面积发展到 2500 万亩以上
2019 年 3 月	《关于征求<药物饲料添加剂退出计划（征求意见稿）>意见的函》	农业农村部	决定实施药物饲料添加剂退出计划，自 2020 年 1 月 1 日起，退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种；自 2020 年 7 月 1 日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂的商品饲料

资料来源：联合资信整理

（5）行业关注

原材料价格波动风险。饲料产品的成本主要来自原料成本，而所需主要原料玉米、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，进而加大了饲料行业成本控制难度。

下游养殖业市场波动风险。饲料加工行业处于养殖业的上游，养殖业易随生猪价格、国内外消费市场及动物重大疫病而波动。一方面，养殖业中重要子行业——生猪养殖业，仍然存在着“多、散、小”的特点，猪价周期性波动对经

营者的负面影响仍将长期存在；另一方面，食品安全和疫情是养殖业发展的重要影响因素，近几年，“禽流感”“猪流感”“蓝耳病”等事件频发，对养殖企业冲击较大。养殖行业产品价格、销售量的波动，将直接传导至饲料行业。

运输行业整改导致运输成本上升。饲料产品物流量较大，运杂费是其饲料加工企业销售费用的重要组成部分。由于历史遗留问题，我国货运车辆大部分归个人所有，物流用车存在一定的非标准化问题。2016 年 9 月，我国《超限运输车辆行驶公路管理规定》开始实施，现有车

辆中,相当一部分面临整改或逐步被淘汰。实施运输新规定所导致的运输市场车量紧张、运费提高,将对饲料加工企业费用控制带来不利影响。

(6) 未来发展

行业整合升级,集中度不断提高。饲料行业市场竞争加剧,集中度有所提高。饲料行业在不断向集团化、规模化方向发展,未来经营规模小、技术落后、抗风险能力低的饲料加工企业将在激烈的市场竞争中被淘汰。饲料加工企业开始提高饲料、畜牧及食品加工产业关联度,推动了饲料加工行业的转型和提升。饲料加工企业不仅要依靠扩大产量和提高市场份额获得竞争优势,同时要不断提高饲料生产科技水平,降低农产品等原料成本,研制和开发新产品。

饲料需求继续增长。随着国内居民生活水平的提高以及城镇化进程的推进,人们对肉、蛋、奶等动物性食品需求将不断增加,并且对质量的要求也不断增强。饲料作为畜牧业发展的基础,其未来发展潜力巨大。2019年,我国生猪出栏5.44亿头。截至2019年11月末,我国生猪存栏量1.95亿头,占世界总量的比重较大,行业容量在1万亿元之上;随着规模化生猪养殖的持续发展,饲料需求有望小幅稳定增长。

下游养殖产业变化倒推饲料企业延伸产业链。近年来,由于养殖行业规模化提速,以家庭

农场为代表的规模化养殖及大中型养殖企业逐步成为饲料的主要需求群体,下游养殖行业集中度的提升推动饲料行业集中度提升,导致饲料行业需求发生变化;此外,环保压力推动小企业退出市场,受此影响,饲料企业的发展路径发生调整,部分大型饲料企业向下游延伸,进行产业链整合,进入养殖行业,一些饲料企业则尝试OEM发展路径,未来规模养殖企业将提供专业饲料业务,坚持服务营销发展策略,以家庭农场和规模化猪场为重点客户群,以提供养殖综合技术服务为切入点,以实现饲料、兽药等产品的协同性为未来发展方向。

2. 畜牧养殖行业

(1) 行业概况

近年来,我国畜禽养殖行业稳定发展,并呈现规模化、标准化、集约化的发展趋势。

近年来,我国人均可支配收入的增长改善了居民膳食结构,畜禽产品已成为生活必需品,并从需求端拉动了养殖业的发展。2019年,在生猪价格上涨带动下,我国养殖业总产值达到3.31万亿元,较上年增长15.22%。截至2019年末,我国人均肉类占有量已超60公斤,直接从事畜禽养殖的收入约占家庭农业经营现金收入的1/6,养殖业日益呈现规模化、标准化、集约化的发展趋势。

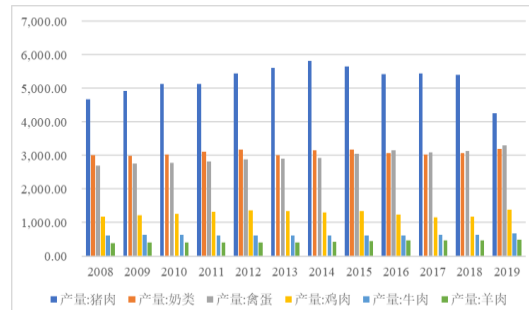
图1 2014—2019年我国农业和养殖业总产值及增长率
(单位:亿元)



资料来源:国家统计局、前瞻产业研究院、华经产业研究院

受2019年生猪存栏较少、猪肉产量下降影响,我国肉类产量整体呈下降趋势。2017—2019年,我国肉类产量分别为0.87亿吨、0.86亿吨

图2 2008—2019年我国各主要畜禽产品产量
(单位:万吨)



资料来源:国家统计局、艾媒数据中心

和0.76亿吨,年均复合下降5.99%;同比增速分别为0.30%、-0.34%和-11.31%。

从畜禽产品的产量上来看,猪肉产量稳居

各畜产品之首，为养殖业的主要产品，2019 年猪肉产量为 4255.00 万吨，较上年下降 21.26%，主要系猪周期下行阶段能繁母猪存栏降至历史低点、环保因素以及非洲猪瘟影响复产等因素综合影响所致。排名其后的奶类和禽蛋产量均较上年有所增长。鸡肉产量方面，受祖代鸡引种受限影响，鸡肉产量自 2015 年起持续下降至 2017 年的 1160.00 万吨，为近十年来最低点。2018 年鸡肉产量与上年持平。2019 年鸡肉产量为 1380.00 万吨，较上年增长 17.95%，主要系积极替代猪肉缺口所致。牛、羊肉产量方面，随着居民收入的逐步提高，牛、羊肉的需求量持续增长，带动产量稳步上升，但由于我国牛、羊现代化养殖起步较晚，产量难以大幅提高，对外依存度持续上升。

（2）生猪养殖

我国生猪养殖集中度目前仍属较低；2019 年以来，猪价快速上涨，进入高景气周期；未来受供给逐步宽松影响将有所回落。

近年来，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，但生猪养殖行业集中度仍比较低，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，导致目前我国肉猪养殖主体仍为散养农户。

供给方面，从能繁母猪存栏量来看，2012 年至今，受散养户逐步退出，补栏意愿不强烈等多方面因素影响，能繁母猪存栏量持续下跌。截至 2020 年 3 月末，我国能繁母猪存栏量仍处于近十年低位。由于 2016 年猪价下跌导致养殖户有压栏观望情绪并延迟补栏，2017 年我国生猪存栏量较上年有所下降，出栏量较上年略有增加。截至 2017 年末，我国生猪存栏量 34153 万头，较年初下降 8.91%；生猪出栏量 68861 万头，较上年上升 0.52%。截至 2018 年末，我国生猪存栏量 31111 万头，较年初下降 7.12%；生猪出栏量 69382 万头，较年初上升 0.76%，主要系受非洲猪瘟影响，养殖户加速出栏所致。截至 2019 年末，我国生猪存栏量 19457 万头，较上年同

期下降 39.77%。截至 2019 年末，我国生猪出栏量 54419 万头，较上年同期下降 20.97%，主要系猪周期下行阶段能繁母猪存栏降至历史低点、环保因素以及非洲猪瘟影响复产等因素综合影响所致。短期看，能繁母猪仍处低位将造成一段时间内生猪供给不足。中长期来看，猪肉价格持续处于高位刺激了各大主体的复养扩产步伐，未来生猪供给有望进一步宽松。

需求方面，我国猪肉消费总量在 2014 年之前保持总体增长态势，并于 2014 年达到 5719 万吨的历史高点。2015 年，我国猪肉消费总量出现负增长，主要系人们饮食结构变化及猪肉价格提升所致。随着人均可支配收入的增加及农村人口对猪肉需求量的增长，2015 年后猪肉消费总量降幅收窄；预计未来猪肉潜在需求量将保持稳定，但不排除猪肉价格过高时，消费者转向鸡肉等替代品。

价格方面，由于我国猪肉需求近年来较为稳定，因此供给在猪肉价格的形成中具有重要影响。2016 年，受生猪存栏较低以及极端气温影响，猪价快速上涨，并于 2016 年年中到达 21.12 元/公斤的历史高位；2016 年下半年，生猪价格先降后升，整体维持高位。2017 年，受生猪存栏量和能繁母猪存栏量的持续走低，以及养殖户补栏积极性犹存等多因素影响，猪肉价格呈现出供需博弈格局下的下行趋势。截至 2017 年末，生猪价格为 14.92 元/公斤，较年初 18.14 元/公斤下降 17.75%。2018 年上半年，生猪价格延续下降趋势，并于 2018 年 4 月末到达截至目前本轮猪周期调整的最低点 10.10 元/公斤；2018 年 8 月，受非洲猪瘟突然爆发影响，主产区 and 主销区猪价有所分化，但仍属低迷。2019 年以来，受生猪供给短缺影响，猪肉价格直线上涨。截至 2019 年末，我国猪肉平均批发价为 43.25 元/公斤，较年初增长了 106.64%。此后，猪肉平均批发价持续处于历史高位。长期来看，在生猪产能进一步扩大、非洲猪瘟疫情得到有效控制后，猪价将受供给逐步宽松影响有所回落。

（3）肉鸡养殖

我国肉鸡养殖行业集中度很高；近年来受祖代鸡供给收缩影响，鸡价波动上升。后续随着供给逐步宽松，白条鸡平均批发价格将逐步回落。

我国肉鸡主要包括白羽肉鸡、黄羽肉鸡和肉杂鸡，在鸡肉产量中的占比分别为 60%、37% 和 3%。就白羽肉鸡和黄羽肉鸡两大主流品种而言，白羽肉鸡具有成长快、抗病差、规模化养殖程度高的特点，多用于快餐市场；黄羽肉鸡具有成长慢、口感好、抗病好、规模化养殖程度不高的特点，多用于鲜食市场。近年来，年出栏 5 万羽以下的肉鸡养殖户不断减少，5 万羽以上的规模化养殖户逐渐增多，2019 年我国肉鸡规模化率已超 79%，远高于其他畜种。规模化养殖企业凭借不断提升的生产效率及内部治理能力将规模、资金、技术和成本等优势进一步扩大，普通散养户很难与之竞争，特别是在面对 H7N9 等突发事件时，规模化企业凭借着雄厚的资金实力与全面的疫病预防机制，能够有效化解风险。

供给方面，从祖代鸡引种情况来看，2015 年以前，美国和法国是我国大多数祖代鸡的进口国。2015 年，由于美国和法国先后发生禽流感，我国对美国 and 法国先后实施了祖代鸡引种禁令；2016 年，我国祖代鸡引种主要来自于波兰、西班牙和新西兰，全年祖代鸡引种规模缩减至 63.86 万套，较上年下降 11.33%；2017 年初，波兰、西班牙等地连续爆发高致病性禽流感，导致我国引种禁令再度升级，全年祖代鸡引种量为 68.71 万套，较上年变化不大。2018 年，我国祖代鸡引种量低于 75 万套，引种量持续四年处于低位。2019 年，我国祖代鸡引种量有所增长，但全年祖代鸡存栏量仍维持历史较低水平。考虑到祖代鸡传导到商品代至少需要 22 个月，预计短期内，肉鸡供给量仍属紧平衡。

需求方面，近年来，我国禽流感情况出现频繁，较大程度影响了鸡肉等禽肉的消费量。2016 年，我国鸡肉消费量为 1273 万吨。2017 年初，我国爆发严重的禽流感，造成工厂、学校等禽肉需求量大下降，鸡肉消费量为 1191 万吨，较

上年下降 6.43%。2018 年，我国鸡肉消费量为 1197 万吨，较上年变化不大。2019 年，在猪价较高进行替代的情况下，我国鸡肉消费量约 1400 万吨，较上年增长 16.96%。考虑到我国居民膳食习惯和对高价猪肉进行替代，预计未来我国鸡肉消费量可能保持小幅增长。

价格方面，受 2015—2018 年连续四年祖代鸡供给处于低位影响，商品代鸡价波动上升。截至 2016 年末，白条鸡平均批发价格为 14.44 元/公斤。截至 2017 年末，白条鸡平均批发价格上涨至 15.41 元/公斤，随后延续上涨态势。截至 2018 年末，白条鸡平均批发价格上涨至 16.51 元/公斤，较上年同期增长 7.14%。截至 2019 年末，白条鸡平均批发价格上涨至 18.79 元/公斤，较上年同期增长 13.81%，成为近年来的最高点。2020 年以来，随着供给逐步宽松，白条鸡平均批发价格逐步回落。

（4）行业政策

近年来，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。

“生猪养殖北上”政策

2017 年 2 月，农业部办公厅印发了《2017 年畜牧业工作要点》（以下简称“《要点》”）的通知。根据《要点》规定，生猪养殖由北京、天津、上海、江苏、浙江、福建、广东、安徽、江西、湖北、湖南等限制发展的南方水网向潜力增长区东北的黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古以及西南的云南和贵州转移，在转移过程中出现的供应缺口将由禽类以及牛羊等肉类来补上，并选择几个典型县开展生猪种养结合循环发展试点。

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

2016 年，我国环保政策密集出台，环保门

槛持续提高。国务院陆续发布《土壤污染防治行动计划的通知》《水污染防治行动计划》《“十三五”生态环境保护规划》等政策，明确要合理确定畜禽养殖布局和规模，大力推进畜禽养殖污染防治；划定禁止建设畜禽规模养殖场（小区）区域，加强分区分类管理，推行绿色发展，把环保列入政府考核，禁养区划定全面展开。

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

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。

（5）行业关注

畜禽疾病发生和传播风险。作为生物体，不可避免地会受到疾病的侵扰，一是自有畜禽在养殖过程中发生疾病带来的风险；二是畜禽养殖行业爆发大规模疫病带来的风险。畜禽的生长过程中伴随着各种疫病的威胁。疫病爆发，将直接给企业的生产带来损害；即使生产不受影响，疫病的发生与流行也会对消费者心理产生冲击，导致销售市场的萎缩。

环保压力增大。肉鸡及肉猪养殖过程中会有污染物排放，其排放标准需符合国家环保监管的相关要求。随着我国对环境保护问题的日益重视，国家制定了更严格的环保标准和规范。从政绩考核来看，2017年之后，环境因素的考核首次置于比GDP更重要的位置。如果国家及地方政府将来颁布新的法律法规，进一步提高

环保监管要求，将使畜禽养殖行业支付更高的环保费用，可能对行业的经营业绩和利润水平产生一定程度的影响。

食品安全事件频发。近年来，中国畜牧产业一次次受到食品安全事件的冲击，“三聚氰胺”“瘦肉精”等事件不断影响消费者对于国内畜产品的信心，同时也给广大畜禽养殖户带来了巨大的损失。国家对食品安全制定的相关法规和消费者对食品安全的要求将促使肉鸡和肉猪养殖企业更加严格地控制其养殖环节的食品安全。

（6）未来发展

近年来，我国畜牧业行业规模较大，但集中度较低；随着行业的不断整合，具有技术、品牌和资金优势的大型生产企业将在竞争中获得先发优势，行业地位有望得到进一步巩固和强化。

未来随着环保政策的趋严，畜禽养殖行业将向增长与环保并重型转变；行业集中度和产业化程度将同步提升。畜禽产品从生产到上市，涉及种养加销售等多个环节，还有饲料、动物保健品等支撑行业。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，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。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年6月末，公司实收资本为421601.50万元，其中新希望集团直接持有公司24.91%股份，通过南方希望间接持有公司29.21%股份，为公司控股股东；刘永好先生为公司实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

经过多年发展，公司作为国内农牧龙头企业之一，在规模、品牌、技术、渠道和产业链一体化方面拥有很强的竞争优势。

（1）规模优势

公司饲料加工规模优势突出。截至2019年

末，公司饲料产能为3600.00万吨/年，是国内第一、全球领先的饲料生产商。公司畜禽养殖规模优势明显。其中，白羽肉禽养殖规模国内前三，生猪出栏量目前排名上市公司前五。此外，截至2019年末，公司理论上可达的最大生猪养殖产能约6000万头，为后续大力发展生猪养殖业务奠定了基础。上述规模优势一定程度上能够提升公司的采购议价能力和销售定价能力，进而提升公司的资源整合能力。

（2）品牌优势

公司积累了一定的行业和区域品牌优势。公司拥有的“六和牌水产饲料”“六和牌冷冻调理鸡肉制品”“六和牌禽肉熟制品”被认定为山东省名牌产品；“六和”“六和美食”商标被认定为山东省著名商标、中国驰名商标。作为我国畜牧行业先进企业，公司先后获得中国饲料工业协会颁发的“2016年度全国十大领军饲料企业”、国家知识产权局颁发的“2017年国家知识产权优势企业”、中国食品安全年会提名的“2017—2018食品安全科技创新十佳案例”等荣誉称号。

（3）技术优势

公司技术实力较强。在饲料业务板块，经过多年积累，公司已经建立起全行业最大的饲料营养与原料数据库，可以及时地制定最优的营养和成本组合。禽产业方面，近两年公司种鸡只产健雏数量保持在115以上，种鸭只产健雏数量保持在220以上，均居国内领先水平。公司与中国农业科学院北京畜牧兽医研究所合作培育出的具有完全知识产权的“中新”北京鸭，各项生产指标均达国际先进水平，打破了国外品种的垄断局面。生猪养殖方面，公司目前的PSY平均值约24，高于国内平均水平17~20。整体看，公司在育种、养殖、管理和设备创新方面具有成体系的技术优势。

（4）渠道优势

公司经营多年，在批市、农贸、原料加工等传统流通渠道具有优势。同时，公司也在积极建设新兴销售渠道。以食品业务领域销售渠道为例，在To B端，公司为海底捞、真功夫、云海肴等提供长期服务，同时开发了乡村基、吉野家、

小肥羊等优质客户；在To C端，千喜鹤冷鲜肉与永辉超市持续稳定合作；美好系列产品进驻沃尔玛全国400余家门店；与京东、阿里、美团等平台积极展开合作，积极布局新零售业态。

（5）产业链一体化优势

公司目前已形成含饲料生产与销售、畜禽养殖、屠宰及肉制品加工、渠道销售为一体的产业链一体化经营模式，并具有产品结构多元、价格波动对冲、食安风险把控、交易费用内化等产业链一体化优势。公司第一主业为饲料生产。在此基础上，向饲料行业的下游畜禽养殖行业延伸，降低畜禽养殖成本和饲料库存风险。进而公司向养殖产业的下游屠宰及肉类加工行业延伸，对冲畜禽产品价格风险和提升盈利能力。农牧产业链的一体化有助于从食品安全、疫病防控和成本控制方面提升公司的市场竞争力。

3. 人员素质

公司高层管理人员具有丰富的行业及管理经验，公司员工学历结构及岗位构成符合行业特点，能够满足公司运营及发展需求。

截至2020年12月15日，公司共有董事8人（其中独立董事3人），监事4人，高级管理人员7人，其中总裁1人、副总裁3人、董事会秘书1人。公司高管人员大多从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司董事长刘畅女士，系公司实际控制人刘永好之女，1980年4月出生，新加坡国籍，研究生学历；2002年6月至2003年5月，任四川新希望农业股份有限公司办公室主任；2003年6月至2004年6月，任新希望乳业控股有限公司办公室主任；1997年1月至今，任新希望集团董事；2013年5月至今，担任公司董事长职务。

截至2020年6月末，公司的员工人数为9.07万人，14.75%的员工拥有本科及以上学历。从工作岗位看，生产人员占70.32%，销售人员占11.14%，技术人员及研发人员占3.88%，管理人员占14.67%。

4. 税收优惠

公司能够获得一定的税收优惠，外部发展

环境良好。

公司从事的饲料生产、畜禽养殖、屠宰及肉类加工业务属于国家重点扶持的基础性农业产业，享有多方面税收优惠政策。主要税收优惠政策如下：

（1）增值税优惠政策

公司下属国内饲料生产企业生产销售一般饲料产品于2017年7月1日前适用增值税税率为13%；根据财政部、国家税务总局《关于简并增值税税率有关政策的通知》（财税〔2017〕37号）的规定，自2017年7月1日起，取消13%的增值税税率，饲料产品生产销售适用税率调整为11%。根据财政部、国家税务总局《关于调整增值税税率的通知》（财税〔2018〕32号）的规定，自2018年5月1日起，增值税税率变更为10%。根据财政部、税务总局、海关总署《关于深化增值税改革有关政策的公告》的规定，自2019年4月1日起，饲料产品生产销售适用税率调整为9%。另根据《财政部、国家税务总局关于饲料产品免征增值税问题的通知》（财税〔2001〕121号）的规定，饲料企业生产销售符合其规定的饲料产品，则免征增值税。饲料企业销售饲料外的应税货物执行3%、5%征收率或9%、13%的增值税税率。

公司下属国内屠宰及肉制品加工企业的初加工产品方面，根据《财政部、税务总局、海关总署关于深化增值税改革有关政策的公告》（财政部 税务总局 海关总署公告2019年第39号）的规定，自2019年4月1日起初级农产品适用税率调整为9%，熟食及深加工产品适用增值税税率为13%。

公司下属国内养殖类企业方面，根据《中华人民共和国增值税暂行条例》第十五条“农业生产者销售的自产农业产品免征增值税”的规定，免征增值税。

（2）所得税优惠政策

公司设在西部地区的分、子公司，根据西部大开发战略相关政策，自2011年1月1日至2020年12月31日，在征得税务机关的同意下执行15%的所得税税率。

公司下属肉食品加工行业的企业，所从事

的肉类初加工业务免征企业所得税，并已取得备案；深加工业务所得税税率为25%。

公司下属养殖行业的企业，牲畜、家禽养殖免征所得税，并已取得免税备案。

公司子公司潍坊新希望六和饲料科技有限公司被认定为高新技术企业，减按15%的税率征收企业所得税。目前，该子公司的高新技术企业证书仍处于有效期内。

此外，公司境外子公司也享受部分当地税收优惠政策。

5. 企业信用记录

根据公司提供的企业信用报告（统一社会信用代码：91510000709151981F），截至2020年11月20日，公司无已结清或未结清的关注类、不良类贷款信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司作为上市公司，法人治理结构较为完善。

公司依据《公司法》《证券法》等相关法律法规的要求制定了《公司章程》，建立了由股东大会、董事会、监事会和经营管理层组成的规范的法人治理结构，并结合公司业务发展的需要，建立了较为规范健全的内部管理机制。

股东大会是公司的权力机构，主要职能是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，决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准董事会的报告；审议批准监事会报告等。

公司设董事会，对股东大会负责。董事会由5~9名董事组成，其中董事长1名。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。董事会的主要职能是召集股东大会，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、决算方案等。

公司设监事会，监事会由3~5名监事组成，其中主席1名，由全体监事过半数选举产生。职工代表监事的比例为1/3，由公司职工通过职工代表大会形式民主选举产生。监事的任期每届为3年，监事任期届满，连选可以连任。监事会的主要职能是对董事会编制的公司定期报告进行审核并提出书面审核意见；检查公司财务；对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程或者股东大会决议的董事、高级管理人员提出罢免的建议等。

公司设总裁（总经理）1名，由董事会聘任或解聘。总裁（总经理）每届任期3年，连聘可以连任。总裁（总经理）主要职能是主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议，并向董事会报告工作；组织实施公司年度经营计划和投资方案；拟定公司内部管理机构设置方案和基本管理制度等。

2. 管理水平

公司已建立起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。

截至2020年6月末，公司董事会内设战略委员会、审计委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会、风险控制委员会等5个专门委员会。公司根据经营需要将管理单元分为本部职能管理中心、战略业务单元和本部公司化支持平台3类，其中战略业务单元包括饲料BU、禽产业BU、海外BU、食品BU和猪产业指挥部。公司部门设置合理、职责清晰，公司根据部门设置制定了一系列内部管理制度。

财务管理方面，公司建立了财产日常管理制度和定期清查制度，各项实物资产建立台账进行记录、管理，坚持进行定期盘点及账实核对等措施，保障公司财产安全；公司建立并实施全面预算管理制度，明确公司内部各责任单位在预算管理中的职责权限，规范预算的编制、审定、下达和执行程序，通过预算将公司未来的销售、

成本、现金流量等以计划的形式具体、系统地反映出来，以便有效地组织与协调公司全部的经营活动，完成公司的经营目标。

在投融资管理方面，公司在《董事会议事规则》《对外投资管理制度》等相关制度中，按投资金额和重要性程度的不同规定了相应的审批权限和审批程序。对投资项目可行性进行广泛的评估和论证。在投资项目实施以后，公司需指定相关部门及时跟进、监督和管理。公司设立发展中心，负责对公司重大项目的可行性、投资风险及投资回报等进行分析评估；公司财务部、董事会办公室分别依职责进行审核，并在征询公司法律顾问的意见后报公司董事会审批。

人事管理方面，公司对人力资源的引进、开发、培训、薪酬和劳动纪律管理等实施统一管理。公司通过《人力资源管理规定》《招聘控制流程》《培训控制流程》等一系列人力资源管理制度明确了岗位的任职条件，人员的胜任能力及评价标准、培训措施等，形成了有效的绩效考核与激励机制。公司认真贯彻落实《中华人民共和国劳动法》和公司制定的相关规章制度。公司还根据实际工作的需要，针对不同岗位展开多种形式的后续培训教育，使员工们均能胜任其工作岗位。

对子公司的管理方面，公司总部授权海外中心、片联、特区等单位对子公司实施日常经营活动的管理，代表公司对子公司行使股东权利。公司通过委派董事、监事、高级管理人员等方式对控股子公司实施管理控制；同时，建立了就经营计划、重大业务事项和财务事项等的报告和审批制度，将财务、重大投资、人事及信息披露等方面工作纳入公司统一的管理体系；公司对控股子公司实行全面预算管理、统一资金控制和资源调控、内部审计等制度；公司各职能部门对控股子公司的相关业务与管理进行指导、服务和监督。

在安全生产方面，公司各分子公司都建立了《安全生产管理制度》，基于“安全第一、预防为主”的生产方针，从机构设置、车间管理、水电安全和防疫安全等方面对生产全流程做了

规范。同时，公司针对猪场专门设立了《生物安全管理制度》，从人员进场、车辆管理、物资进场、器械消毒、病死猪处理和有害动物控制等方面做了较详细的规定，形成了防止疾病传播和控制疾病传播途径的综合管理措施。

七、重大事项

2020年，公司因信息披露延迟收到监管函。

公司股东新希望集团自2020年2月5日起6个月内以不低于2亿元人民币、不超过4亿元人民币增持公司股份，增持价格不超过人民币20.00元/股（含）。2020年8月5日，公司收到新希望集团通知，其增持计划已到期完成。

公司延迟至2020年8月27日披露《关于公司股东完成增持公司股份计划的公告》，违反了深圳证券交易所《股票上市规则（2018年11月修订）》第1.4条和第2.1条的规定。2020年9月23日，深圳证券交易所对公司发出监管函，要求公司

严格遵守相关规定，及时、真实、准确、完整、公平地履行信息披露义务。

八、经营分析

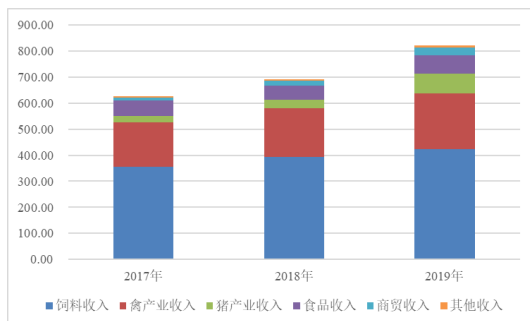
1. 经营概况

2017—2019年，得益于业务规模扩大，公司营业收入逐年增长，主营业务突出，综合毛利率逐年提升；公司在饲料业务基础上，逐步向下游养殖端和食品深加工端转型；公司营业收入主要来自于国内。

公司主营业务包括饲料、禽产业、猪产业和食品等。2017—2019年，公司分别实现营业收入625.67亿元、690.63亿元和820.51亿元，呈逐年增长趋势，年均复合增长14.52%，主要系业务规模扩大所致。2017—2019年，公司利润总额波动增长，分别为32.11亿元、29.91亿元、64.31亿元，年均复合增长41.52%。

图3 2017—2019年营业收入构成情况

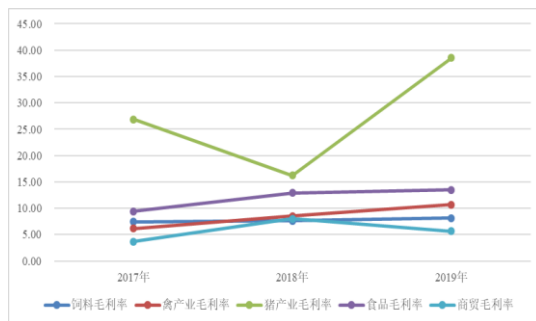
（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图4 2017—2019年主要业务板块毛利率变化趋势

（单位：%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

表4 2017—2019年及2020年1—6月公司营业收入及毛利率情况

业务板块	2017年			2018年			2019年			2020年1—6月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
饲料	355.68	56.85	7.43	394.19	57.07	7.62	424.31	51.72	8.10	225.86	50.53	7.87
禽产业	170.36	27.23	6.17	186.47	27.00	8.54	213.59	26.03	10.65	90.79	20.31	5.26
猪产业	25.22	4.03	26.87	32.25	4.67	16.23	74.87	9.12	38.53	69.48	15.54	42.60
食品	57.80	9.24	9.41	54.35	7.87	12.92	71.49	8.71	13.47	41.35	9.25	11.34
商贸	11.60	1.85	3.69	17.03	2.47	7.98	28.53	3.48	5.66	17.21	3.85	5.37
其他	5.01	0.80	28.19	6.34	0.92	11.69	7.72	0.94	23.10	2.27	0.51	15.56
合计	625.67	100.00	8.15	690.63	100.00	8.73	820.51	100.00	12.07	446.96	100.00	13.01

资料来源：公司提供

从收入构成来看，2017—2019年，公司主营

业务收入占营业收入的比重分别为99.46%、

99.56%和99.71%，主营业务十分突出。分产品来看，饲料业务对公司营业收入贡献最大，2017—2019年，饲料业务收入逐年增长，分别为355.68亿元、394.19亿元和424.31亿元，年均复合增长9.22%，主要系禽价高位运行引发了禽养殖产能扩张，带动公司禽料销量和售价上升所致；占营业收入的比重波动下降，分别为56.85%、57.07%和51.72%。2017—2019年，禽产业收入逐年增长，分别为170.36亿元、186.47亿元和213.59亿元，年均复合增长11.97%，主要系禽产品售价逐年上升所致；占营业收入的比重小幅下降，分别为27.23%、27.00%和26.03%。2017—2019年，猪产业收入逐年增长，分别为25.22亿元、32.25亿元和74.87亿元，年均复合增长72.30%，主要系公司处于从饲料销售向商品猪销售的商业模式转型阶段，且受益于2019年生猪养殖高景气周期，生猪销量和售价均有所上升所致；占营业收入的比重逐年提升，分别为4.03%、4.67%和9.12%。2017—2019年，食品业务收入波动增长，分别为57.80亿元、54.35亿元和71.49亿元，年均复合增长11.21%，其中2019年较上年增长31.54%，主要系公司优化销售渠道后，各类深加工肉制品和预制菜销量增长所致；占营业收入的比重分别为9.24%、7.87%和8.71%。商贸业务主要为饲料原材料贸易，2017—2019年，商贸业务收入逐年增长，分别为11.60亿元、17.03亿元和28.53亿元，年均复合增长56.83%，主要系饲料原材料销量增加所致；占

营业收入比重较小。其他业务包括饲料及养殖设备的生产销售、鸭绒等副产品的加工销售、对外担保业务等，占比较小，对营业收入影响较小。

从毛利率水平看，2017—2019年，公司综合毛利率逐年提升，分别为8.15%、8.73%和12.07%。分产品来看，2017—2019年，饲料业务毛利率逐年提升，分别为7.43%、7.62%和8.10%，主要系采购成本优化和生产效率提高所致。2017—2019年，禽产业毛利率逐年提升，分别为6.17%、8.54%和10.65%，主要系禽产品售价提高所致。2017—2019年，猪产业毛利率波动提升，分别为26.87%、16.23%和38.53%，主要系受猪周期影响，2018年猪价下跌，2019年猪价大幅上涨所致。2017—2019年，食品业务毛利率逐年提升，分别为9.41%、12.92%和13.47%，主要系公司不断推出创新产品、高毛利品类销量占比提升所致。2017—2019年，商贸业务毛利率波动提升，分别为3.69%、7.98%和5.66%，主要系2016年公司购买的原料价格较高，在2017年才销售完毕，影响了2017年的毛利率所致。2017—2019年，其他业务的毛利率波动较大，主要系2018年毛利率较高的对外担保业务收入占比下降所致。

从公司产品销售的区域分布来看，2017—2019年，公司销售收入主要来自于国内，但国内销售占比小幅下降，分别为91.34%、90.41%和88.92%，国外收入主要来自于印度尼西亚、越南、新加坡、菲律宾、缅甸、老挝、柬埔寨等东南亚国家。

表 5 2017—2019 年公司营业收入分布区域（单位：亿元、%）

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

资料来源：公司提供

2020年1—6月，公司实现营业收入446.96亿元，较上年同期增长26.64%，主要系各业务板块业绩均有所增长所致；营业利润率为12.81%。

2020年1—6月，公司实现利润总额40.00亿元，较上年同期增长79.08%，主要系养殖行业高景气度情况下公司生猪出栏增加所致。

2. 饲料

2017—2019年，公司采购渠道畅通，主要原材料采购量和采购价格基本保持稳定；采购集中度不高，不存在对单一供应商依赖。公司饲料生产规模较大，产能利用率处于行业较好水平。公司饲料销售以经销为主；占比较大的禽饲料销量和均价均有所增长，其余主要饲料品种的销量与价格较为稳定；公司产销率保持较高水平，客户集中度很低。

(1) 采购

采购模式方面，公司对饲料原料的采购采取统分结合的模式，即总部集中采购、总部与区域协同采购及区域自采相结合的模式。饲料BU在总部层面设有饲料原料采购委员会，负责决定各原料品种的采购模式，并负责解释、判定相关争议。饲料BU的饲料供应链管理部和片区及以下运营单元的采购职能部门组成公司饲料原料采购业务的具体执行体系。在采购执行方面，公司目前施行三种模式：一是基于“以销定产、以产定采”基本原则的“正常采购”；二是根据市场行情动态调整的“机会采购”，当市场行情向好时，鼓励各区域加大原料采购量；三是由于季节性因素而开展的“冬储采购”，以应对原料由于季节变化而产生的短缺风险。

从整体采购情况来看，2017—2019年，公司主要原材料采购量整体稳定，分别为926.16万吨、918.40万吨和986.97万吨，年均复合增长3.23%，其中2019年采购量较上年增长7.47%，主要系玉米采购量增加所致。2017—2019年，公司采购额整体稳定，分别为204.91亿元、207.88亿元和218.09亿元，年均复合增长3.17%。

从采购品种来看，公司饲料板块采购的主要的原材料为玉米和豆粕，近年来在饲料板块采购总额中的占比大致为60%和30%；其余花生粕、赖氨酸、棉粕、蛋氨酸、小麦等占比较小。玉米采购方面，2017—2019年，玉米采购量逐年增长，分别为648.27万吨、693.94万吨和735.73万吨，年均复合增长6.53%；玉米采购均价小幅上涨，分别为1814.58元/吨、1932.84元/吨和1937.01元/吨，年均复合增长3.32%。豆粕采购方面，2017—2019年，豆粕采购量波动下降，分别为197.82万吨、175.31万吨和188.20万吨，年均复合下降2.46%；豆粕采购量波动主要受其价格影响，公司视豆粕价格情况使用花生粕、棉粕以及玉米蛋白粉等进行配比替代；豆粕采购均价波动下降，分别为3071.77元/吨、3264.72元/吨和2950.00元/吨，年均复合下降2.00%。

表 6 2017—2019 年公司饲料业务主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨、万元）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	采购量	采购均价	采购额	采购量	采购均价	采购额	采购量	采购均价	采购额
玉米	648.27	1814.58	1176337.78	693.94	1932.84	1341274.99	735.73	1937.01	1425116.37
豆粕	197.82	3071.77	607657.54	175.31	3264.72	572338.06	188.20	2950.00	555190.00
花生粕	13.33	2822.79	37627.79	16.22	2817.00	45691.74	12.60	2880.00	36288.00
赖氨酸	9.03	4929.25	44511.13	9.19	4645.64	42693.43	12.50	4221.28	52766.00
棉粕	6.10	2718.42	16582.36	12.32	2897.18	35693.26	7.07	2851.00	20156.57
蛋氨酸	3.39	21235.35	71987.84	1.12	18534.52	20758.66	1.87	16930.00	31659.10
小麦	48.22	1958.26	94427.30	10.30	1972.31	20314.79	29.00	2060.00	59740.00
合计	926.16	--	2049131.73	918.40	--	2078764.94	986.97	--	2180916.04

资料来源：公司提供

结算方式方面，公司国外采购结算主要为美元远期信用证，国内采购结算主要使用电汇，结算账期均在15天以内。公司海外采购量根据行情而变化，采购金额占比一般在10%以内。采

购集中度方面，2017—2019年，公司前五大供应商（均非关联方）大部分产生自饲料板块；采购额分别为43.15亿元、62.36亿元和69.09亿元，占当年采购总额的比例分别为7.54%、9.65%和

9.00%，集中度不高。

表 7 2017—2019 年公司前五大供应商情况（单位：万元、%）

年份	序号	供应商名称	采购金额	占当期采购总额的比例
2017 年	1	益海嘉里金龙鱼粮油食品股份有限公司	105414.67	1.84
	2	中粮集团有限公司	93949.67	1.64
	3	山东泰山国家粮食储备库	83694.97	1.46
	4	山东荣达农业发展有限公司	83316.61	1.46
	5	泰安市东岳粮库	65154.71	1.14
		合计	431530.63	7.54
2018 年	1	益海嘉里金龙鱼粮油食品股份有限公司	209963.36	3.25
	2	中粮集团有限公司	144176.99	2.23
	3	山东泰山国家粮食储备库	118893.34	1.84
	4	山东荣达农业发展有限公司	85424.46	1.32
	5	泰安市东岳粮库	65106.24	1.01
		合计	623564.40	9.65
2019 年	1	中粮集团有限公司	208386.67	2.72
	2	益海嘉里金龙鱼粮油食品股份有限公司	195082.55	2.54
	3	山东泰山粮食储备集团有限公司	131937.20	1.72
	4	山东荣达农业发展有限公司	90890.80	1.18
	5	泰安市东岳粮食储备有限公司	64647.34	0.84
		合计	690944.55	9.00

注：上表为根据公司总体采购额计算得出的前五大供应商、非饲料板块的前五大供应商

资料来源：公司提供

（2）生产

饲料是公司核心产业，主要生产猪饲料、禽饲料、水产料等各类饲料。截至2019年末，公司共有281家饲料厂，饲料年产能3600.00万吨，位居国内第一，世界前三。截至2019年末，公司国内所辖饲料厂主要分布在华南、华中、华东、华北、东北、西南和西北等区域，厂房面积超过100万平方米，设备技术处于行业领先水平。公司下属饲料企业均进行了ISO9001:2008质量认证，部分公司还通过了HACCP认证。公司通过实施6S管理、精益化管理、QC管理等管理方式，保证了饲料生产的有序进行。

生产模式方面，公司采用“以销定产”的方式进行生产，具备完整的生产管理体系和生产计划安排机制，由销售部门汇总客户需求，并向

生产部下达生产任务单，生产部结合实际存货库存量制定生产计划下达生产车间，生产周期较短，一般当天即可完成。

产能方面，2017—2019年，公司产能逐年增长，分别为3286.46万吨/年、3573.99万吨/年和3600.00万吨/年，年均复合增长4.66%，主要系公司推动饲料工厂布局 and 产能的优化调整，淘汰落后产能，改造升级或新建大产能工厂所致。2017—2019年，公司产品产量逐年增长，分别为1572.90万吨、1714.80万吨和1870.00万吨，年均复合增长9.04%；产能利用率逐年提升，分别为47.86%、47.98%和51.94%；考虑到我国饲料行业产能利用率普遍在40%~50%之间，公司产能利用率较好。

表 8 2017—2019 年公司饲料业务产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
猪饲料	851.58	407.57	47.86	922.87	442.79	47.98	763.59	396.64	51.94
禽饲料	2069.57	990.49	47.86	2284.51	1096.11	47.98	2541.41	1320.12	51.94

水产料	179.74	86.02	47.86	222.28	106.65	47.98	225.61	117.19	51.94
其他料	185.57	88.81	47.86	144.33	69.25	47.98	69.42	36.06	51.94
合计	3286.46	1572.90	47.86	3573.99	1714.80	47.98	3600.00	1870.00	51.94

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

（3）销售

公司总部市场部负责饲料销售环节的统筹、协调与管理；具体工作由各片区或聚落分子公司的销售部门负责执行。公司饲料业务的客户主要包括经销商和养殖户两类，分别适用经销模式和直销模式；以经销模式为主，2019年占比近63%。

销量方面，2017—2019年，猪饲料销量波动下降，分别为407.41万吨、439.97万吨和398.00万吨，年均复合下降1.16%；禽饲料销量逐年增长，分别为990.11万吨、1089.12万吨和1319.00万吨，年均复合增长15.42%；水产料销量逐年增长，分别为85.99万吨、105.97万吨和119.00万

吨，年均复合增长17.64%；其他料销量占比较小。

销售价格方面，2017—2019年，猪饲料销售均价较为稳定，分别为2877.63元/吨、2888.71元/吨和2812.13元/吨，年均复合下降1.14%；禽饲料销售均价逐年小幅增长，分别为2451.36元/吨、2511.42元/吨和2536.00元/吨，年均复合增长1.71%；水产料销售均价较为稳定，分别为3499.42元/吨、3558.41元/吨和3455.42元/吨，年均复合下降0.63%；其他料销售均价波动较大，主要系产品结构变化所致。

产销率方面，2017—2019年，公司各类饲料产品产销率均保持在99%以上。

表9 2017—2019年公司饲料业务主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2017年			2018年			2019年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
猪饲料	407.41	2877.63	99.96	439.97	2888.71	99.36	398.00	2812.13	100.34
禽饲料	990.11	2451.36	99.96	1089.12	2511.42	99.36	1319.00	2536.00	99.92
水产料	85.99	3499.42	99.97	105.97	3558.41	99.36	119.00	3455.42	101.54
其他料	88.78	3524.41	99.97	68.81	3392.25	99.36	36.00	5216.33	99.83
合计	1572.29	--	99.96	1703.87	--	99.36	1872.00	--	100.11

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

销售结算方式方面，由于饲料行业毛利率较低，销售量大，公司为控制风险，主要采取现款现货的信用政策；对于一些有较好合作基础的客户，经公司内部综合考评后，一般会给予不超过30天的赊销期限；对于猪料、水产料的销售，因下游养殖周期较长，公司会结合行业销售特点，给予客户一定的赊销期限；公司饲料业务回款良好。

客户集中度方面，由于公司饲料业务下游客户为经销商和养殖户，客户集中度很低。

3. 禽产业

2017—2019年，基于禽产业供给总体收缩的外部环境，公司禽产业板块通过实施关停并

转落后产能、控制禽产品的销售规模、减少库存等战略，其产能和产量均有所下降，公司对禽产品的定价权有所提升，叠加2019年处于禽养殖行业高景气周期，公司禽产品的售价有所提升。公司禽产业各类产品下游客户集中度很低。

（1）采购

禽产业板块的采购内容主要包括种禽、兽药、养殖及屠宰设备。种禽采购方面，公司采取“以产定采”的采购模式。禽产业BU在总部层面设置了种禽事业部，根据每月商品肉禽宰杀产量核定种禽采购计划量，并于每月固定日期与种禽供应商进行次月采购计划的对接。供应商根据公司提供的采购计划，直接向公司各分

子公司销售种禽，并通过公司总部统一结算。兽药采购方面，公司采取总部集中、统一采购的模式。公司总部集采小组负责统筹公司兽药采购相关工作，各兽药使用单位每月上报兽药采购需求，由集采小组兽药项目采购人员进行统计、汇总，并于每月固定时间集中采购两次。公司对兽药库存进行严格管理，将兽药库存严格控制在20天以内。养殖及屠宰设备采购方面，公司根据设计规划和工艺流程向供应商提出成套定制化产品需求和技术要求，委托供应商进行成套设备的设计、制造、安装、调试及试生产工作。

（2）生产

公司的禽产业板块包括种禽养殖、商品代禽养殖和禽屠宰三个环节。种禽养殖方面，公司实行“自养自繁”模式；商品代禽养殖方面，公司实行以“公司+农户”合作养殖为主，一体化自养为辅的养殖模式；禽屠宰方面，公司以市场为导向，根据放养合同安排宰杀计划。

“公司+农户”合作养殖模式进一步细分为传统型合同养殖模式和委托代养模式。传统型合同养殖模式下，公司将父母代禽苗对外销售给养殖户，产出商品代肉鸡、肉鸭后，由公司按照市场价格进行回收；委托代养模式下，公司向养殖户提供禽苗，产出商品代肉鸡、肉鸭后，由公司按照产品的料肉比、存活率等指标计算并支付代养费。目前，公司商品代肉鸡的养殖基本

采用传统型合同养殖模式，商品代肉鸭则主要采用委托代养模式。同时，公司也在一些条件适合的区域发展了小部分商品代肉鸡的一体化自养。近年来，为把控养殖端，公司积极推动传统型合同养殖模式向委托代养模式转型，并加大一体化自养模式的投入。截至2019年末，公司下属禽类养殖场74家，设计规模种鸡247万套、种鸭10867单元；并拥有肉鸡4.63亿只/年、肉鸭5.85亿只/年的屠宰加工能力。

近年来，公司凭借每年约7亿只的禽屠宰量，近200万吨的禽肉产销量，位居行业前列。基于禽产业供给总体收缩的外部环境，在公司关停并转落后产能，以及控制禽产品的销售规模、减少库存以提振产品价格的销售战略影响下，2017—2019年，鸡一体化业务产能波动下降，分别为101.32万吨/年、84.21万吨/年和86.95万吨/年，年均复合下降7.36%；产量波动下降，分别为76.94万吨、66.24万吨和72.77万吨，年均复合下降2.75%。2017—2019年，鸭一体化业务产能持续下降，分别为151.32万吨/年、140.79万吨/年和127.10万吨/年，年均复合下降8.35%；产量持续下降，分别为114.90万吨、110.74万吨和109.41万吨，年均复合下降2.42%。2017—2019年，禽产业板块的产能利用率逐年提升，分别为75.94%、78.66%和85.14%。

表 10 2017—2019 年公司禽产业板块产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

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

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

（3）销售

公司禽产业的主要产品包括禽肉和禽苗两类。其中，禽肉可进一步分为鸡分割品和鸭分割品，禽苗包括商品代禽苗和种禽苗。禽肉销售以订单式销售为主；禽苗销售通过控制孵化量实施计划销售。公司从鸡一体化和鸭一体化角度

进行销量统计。

近年来，在禽产业供给总体收缩的环境下，公司通过控制销量、减少库存，扩大禽产品的定价权。2017—2019年，鸡一体化业务销量波动下降，分别为76.34万吨、67.03万吨和72.52万吨，年均复合下降2.53%；销售均价持续上升，分别

为8386.57元/吨、9859.63元/吨和11871.22元/吨，年均复合增长18.97%。2017—2019年，鸭一体化业务销量持续下降，分别为113.47万吨、112.10万吨和108.56万吨，年均复合下降2.19%；

销售均价波动上升，分别为7219.52元/吨、9150.60元/吨和9057.36元/吨，年均复合增长12.01%。2017—2019年，禽产业板块产销率较为稳定，保持在100.00%左右。

表 11 2017—2019 年公司禽板块主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
鸡一体化	76.34	8386.57	99.22	67.03	9859.63	101.19	72.52	11871.22	99.65
鸭一体化	113.47	7219.52	98.76	112.10	9150.60	101.23	108.56	9057.36	99.22
合计	189.81	--	98.94	179.13	--	101.21	181.07	--	99.39

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

销售结算方式方面，公司禽产业主要为现款现货；存在少量赊销，账期最长30天。

客户集中度方面，2017—2019年，公司前五大客户主要来自禽产业板块；销售额分别为

15.64亿元、18.80亿元和20.80亿元，占同期销售总额比例分别为2.50%、2.72%和2.54%，客户集中度很低。

表 12 2017—2019 年公司前五大客户情况（单位：万元、%）

年份	序号	客户名称	是否关联方	销售收入	占当期销售总额的比例
2017 年	1	山东荣达农业发展有限公司	是	58957.06	0.94
	2	上海六和勤强食品有限公司	是	36170.89	0.58
	3	广东壹号食品股份有限公司	否	23912.99	0.38
	4	湖北周黑鸭食品工业园有限公司	否	19928.28	0.32
	5	廖娜	否	17453.04	0.28
		合计	--	156422.26	2.50
2018 年	1	山东荣达农业发展有限公司	是	52370.48	0.76
	2	上海六和勤强食品有限公司	是	37426.68	0.54
	3	杭州三友羽绒有限公司	否	36320.28	0.53
	4	广东壹号食品股份有限公司	否	31909.25	0.46
	5	安徽新桥羽绒有限公司	是	30021.72	0.43
		合计	--	188048.41	2.72
2019 年	1	上海六和勤强食品有限公司	是	66228.19	0.81
	2	山东荣达农业发展有限公司	否	56157.85	0.68
	3	华宝食品股份有限公司	否	31137.69	0.38
	4	安徽华英新塘羽绒有限公司	否	27599.62	0.34
	5	安徽新桥羽绒有限公司	是	26894.85	0.33
		合计	--	208018.20	2.54

注：上表为根据公司销售总额计算得出的前五大客户、非禽产业板块的前五大客户

资料来源：公司提供

4. 猪产业

公司猪产业目前主要业务为生猪养殖，所需饲料全部由公司自供。近年来，公司生猪养殖业务产能快速扩张，产量大幅增长；猪板块销售价格受猪周期波动和非洲猪瘟影响较大，

销售回款较好。

（1）采购

公司的猪产业板块是未来发展的战略重点，目前主要业务为生猪养殖。养殖成本中，饲料占比大致为41.00%，全部由公司内部提供；药品

等动保产品占比大致为4.00%，由公司“以产定采，统谈分签”的模式进行采购，近年来采购均价较稳定；其他成本为人工成本、猪场固定资产折旧、部分仔猪采购成本等，种类较多。公司建立了较为健全的供应商管理制度，从产品价格、质量、供货条件、交货及时性、信誉、售后服务及财务状况等方面对供应商的准入进行管理。

（2）生产

生产环节目前包括种猪养殖和商品猪养殖两个环节，以商品猪养殖为主。商品猪养殖则主要采用三种模式：由养猪业务单元推动的“新好模式”，由饲料业务单元推动的“新六模式”，以及在辽宁地区发展的“新望模式”。

“新好模式”是公司生猪养殖的核心模式。在此模式下，猪场大部分通过自建方式取得，少部分通过外部租赁方式取得，仔猪由公司内部供应，并在肥育过程中采用自养与“公司+农户”合作代养相结合的养殖方式。“新六模式”目前主要分布在四川、山东和河北区域，特点是仔猪

外采，以“公司+农户”合作代养为主，其中外采仔猪来自新好模式的父母代猪场或外部供应商。“新望模式”规模很小。截至2019年末，公司下属生猪养殖场71家，已完成约993万头生猪养殖产能布局，在建的生猪养殖产能650万头，另有已完成土地签约或储备的生猪养殖产能超4350万头，理论上可达到的最大生猪养殖产能约6000万头。

2017—2019年，公司生猪养殖产能逐年提升，分别为300.00万头/年、400.00万头/年和993.51万头/年，年均复合增长81.98%，主要系公司向生猪养殖业务战略转型所致；生猪产量大幅增长，分别为239.96万头、310.00万头和434.03万头，年均复合增长34.49%。生猪产量增速低于产能增速主要系公司目前竣工的产能以种猪场为主，投放品种主要为祖代猪和后备母猪，商品猪产出有时滞所致。受此影响，2017—2019年，公司生猪养殖产能利用率分别为79.99%、77.50%和43.69%。

表 13 2017—2019 年公司生猪养殖业务产能及产量情况（单位：万头/年、万头、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
生猪养殖	300.00	239.96	79.99	400.00	310.00	77.50	993.51	434.03	43.69

资料来源：公司提供

（3）销售

公司生猪销售模式为“量价统筹，随行就市”；并通过三条主要渠道进行市场销售：一是通过“猪易通”生猪交易平台，二是将生猪销售给猪贩子，三是将生猪直接销售给外部大型屠宰厂。

销售量方面，公司各分子公司根据生猪存栏量，以月为单位制定月度销售计划，并汇总至所属片区或聚落。2017—2019年，随着加大力度发展猪板块业务，生猪销量有所增长，分别为

239.96万头、310.00万头和434.03万头，年均复合增长34.49%。销售价格方面，受2018年猪周期处于下行阶段、突发非洲猪瘟和2019年猪周期进入景气阶段影响，2017—2019年，生猪销售均价波动增长，分别为14.96元/公斤、12.72元/公斤和22.73元/公斤，年均复合增长23.26%；产销率均为100.00%。

销售结算方式方面，公司猪板块业务结算主要为现款现货。

表 14 2017—2019 年公司生猪养殖业务主要产品销售情况（单位：万头、元/公斤、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
生猪养殖	239.96	14.96	100.00	310.00	12.72	100.00	434.03	22.73	100.00

资料来源：公司提供

5. 食品

2017—2019年，公司屠宰分割业务主要为生食（猪产品），产销量均波动下降，销售价格受猪周期波动和非洲猪瘟影响较大；公司食品加工业务的产销量波动提升，销售价格整体稳定。

（1）屠宰分割

公司将禽屠宰并入禽产业板块，猪屠宰并入食品板块中的屠宰分割。采购方面，屠宰分割主要在当地按市价采购生猪。生产方面，屠宰分割端采用订单式生产和市场导向式生产相结合的生产模式。订单式生产基于公司每年与重要客户签订的年度购销框架协议；市场导向式生

产即公司根据市场实际需求，积极布局门店并运用商超等销售平台开展鲜肉零售业务。

2017—2019年，公司屠宰产能波动提升，分别为52.37万吨/年、52.25万吨/年和55.38万吨/年，其中2019年屠宰产能较上年提升5.99%，主要系公司新设屠宰类子公司所致。屠宰产生的生食（猪产品）产量波动下降，分别为26.51万吨、27.89万吨和23.40万吨，其中2019年产量较上年下降16.10%，主要系非洲猪瘟导致生猪出栏量减少、收猪困难所致。受此影响，屠宰分割的产能利用率波动下降，分别为50.62%、53.38%和42.25%。

表 15 2017—2019 年公司屠宰分割业务产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

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

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

销售方面，屠宰分割端主要采用经销、直销和合作经营三种销售模式；合作经营即公司通过大型商超等销售平台进行场内销售。受2019年收猪困难、产量不足影响，2017—2019年，生食（猪产品）的销量波动下降，分别为26.52万吨、27.83万吨和23.26万吨，年均复合下降6.35%；

产销率在100%左右。受2018年猪周期下行阶段、突发非洲猪瘟和2019年猪周期进入景气阶段影响，2017—2019年，生食（猪产品）的销售均价波动上升，分别为15222.09元/吨、13228.04元/吨和21393.12元/吨，年均复合增长18.55%。公司屠宰分割业务销售结算周期约30天。

表 16 2017—2019 年公司屠宰分割业务主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
生食（猪产品）	26.52	15222.09	100.04	27.83	13228.04	99.78	23.26	21393.12	99.40

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

（2）食品加工

食品加工业务主要产品为以调理品和熟食为主的肉制品和预制菜。采购方面，目前食品加工业务所需鸡鸭类原材料全部由公司内部提供；所需猪类原材料的近20%由公司自供。生产方面，因种类繁多且品类复杂，既有当天生产并发货的日配鲜品，也有按照周计划生产的保质期较长的产品，因此食品加工业务采用多品种批

量柔性生产模式，以市场为导向。

2017—2019年，公司肉制品和预制菜产品的产能较为稳定，分别为22.63万吨/年、20.68万吨/年和21.12万吨/年。产量波动上升，分别为16.98万吨、15.43万吨和17.79万吨，年均复合增长2.36%。其中，2019年产量较上年增长15.29%，主要系销量增加所致。产能利用率分别为75.03%、74.61%和84.23%。

表 17 2017—2019 年公司食品加工业务主要产品产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

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

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

销售方面，主要采用渠道销售和连锁直销相结合的销售模式，并注重打造亿元单品。2017—2019年，肉制品和预制菜销量波动上升，分别为16.20万吨、14.97万吨和17.66万吨，年均复合增长4.41%。其中2019年销量较上年增长17.97%，主要系亿元单品销量增加，面向商超、电商、新零售等新兴渠道拓宽所致。受销售结构影响，食

品加工业务销售均价整体稳定，分别为16911.37元/吨、15320.12元/吨和15799.06元/吨，年均复合下降3.34%。产销率由2017年的95.41%提升至2019年的99.26%。

食品加工业务的销售结算方式方面，传统渠道的主要结算方式为现款现货，新兴渠道的账期一般不超过30天。

表 18 2017—2019 年公司食品加工业务主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率	销量	均价	产销率
肉制品和预制菜	16.20	16911.37	95.41	14.97	15320.12	97.02	17.66	15799.06	99.26

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

6. 海外生产情况

目前公司海外业务以饲料为主，并逐渐在布局畜禽养殖业务；随着海外业务布局增加，相关业务已成为公司营业收入的有益补充和后备增长点。

境外业务属于公司的战略业务，目前以饲料产品为主，未来有望向养殖板块和食品端拓展。公司境外生产经营主体为海外BU；海外BU下设1个投资平台、1个战区、8个经营片区和3个独立公司，投资平台是指新加坡平台，8个片区主要集中于东南亚区域，并逐渐向非洲、东欧等地区延伸。

截至2020年6月末，公司在海外特区共投资设立63家分子公司，业务范围覆盖饲料、畜禽养殖、商贸等领域。截至2020年6月末，海外特区共有从事饲料经营的分子公司42家（其中处于筹建阶段的3家），同时，公司逐渐在海外布局畜禽养殖业务，共有从事禽产业的分子公司6家（其中处于筹建阶段的2家），从事猪产业的分子公司3家（其中处于筹建阶段的1家）。此外，公司还有部分海外分子公司从事饲料原料贸易

业务。

2017—2019年，随着公司海外业务布局增加，公司海外特区营业收入逐年增长，分别为54.16亿元、66.24亿元和90.95亿元，年均复合增长29.59%；占营业总收入的比例分别为8.66%、9.59%和11.08%。海外业务采购模式主要为期货采购；销售模式以经销为主，结算方式为现款现货，少数情况下会有30~40天账期。

7. 关联交易

近年来，公司关联交易占比较小，对公司经营及财务独立性影响较小。

公司与控股股东及其子公司等关联方存在日常持续性关联交易。关联交易方式主要体现在向关联方采购和销售两方面：公司从关联方采购主要是采购饲料原料、乳制品、冰鲜禽肉和猪肉等；向关联方销售主要是饲料、肉制品等商品。根据公司披露信息，从关联方采购、接受劳务或者向关联方销售商品均按照市场公允价格执行。

从关联交易规模上看，2017—2019年，公司从关联方采购商品、接受劳务的金额分别为0.36

亿元、0.82亿元和7.96亿元，占同期采购总额的比例分别为0.06%、0.13%和1.04%，占比较小；公司向关联方销售商品的金额分别为6.46亿元、9.64亿元和10.61亿元，占同期销售总额的比例

分别为1.03%、1.40%和1.30%，占比较小。

公司关联交易占比较小，且定价公允，对公司经营及财务独立性影响较小。

表19 2017-2019年公司关联交易情况（单位：万元、%）

年份	向关联方采购商品、接受劳务		向关联方销售商品、提供劳务	
	采购金额	占采购总额比例	销售金额	占销售总额比例
2017年	3582.06	0.06	64574.04	1.03
2018年	8232.35	0.13	96399.87	1.40
2019年	79641.28	1.04	106098.81	1.30

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

8. 在建工程

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

公司在建项目主要内容为生猪养殖。截至

2020年6月末，公司主要在建工程计划投资额为113.41亿元，已完成投资44.41亿元，未来尚需投资69.00亿元，公司面临一定的资金支出压力。随着公司在建项目逐步建成达产，核心业务板块产能将进一步增长，综合实力有望进一步增强。

表20 截至2020年6月末公司主要在建工程情况（单位：万元）

序号	项目名称	建设内容	计划投资	已投资	尚需投资
1	广西宁明华侨农场项目	生猪养殖	83926.00	23439.24	60486.76
2	河北深泽大兴项目	生猪养殖	81796.00	24964.50	56831.50
3	河北辛集后杜科项目	生猪养殖	61472.32	28035.95	33436.37
4	甘肃靖远红丰项目	生猪养殖	52642.77	24726.68	27916.09
5	山东菏泽曹县前刘村东项目	生猪养殖	47550.00	26953.26	20596.74
6	辽宁新民沉檀木项目	生猪养殖	47072.00	42395.24	4676.76
7	河北内丘西北岭项目	生猪养殖	52255.00	32926.00	19329.00
8	湖北襄阳古岭项目	生猪养殖	41140.00	22313.00	18827.00
9	广西来宾象州大蒙项目	生猪养殖	38500.00	32680.00	5820.00
10	河南汤阴尚家庵项目	生猪养殖	40557.34	11612.23	28945.11
11	辽宁黑山高家项目	生猪养殖	39697.57	5675.35	34022.22
12	辽宁黑山卧牛项目	生猪养殖	37926.27	13345.04	24581.23
13	河南台前高庙项目	生猪养殖	32709.58	12239.10	20470.48
14	河北阳原浮图讲项目	生猪养殖	39355.00	3206.00	36149.00
15	陕西临渭蔺店项目	生猪养殖	31067.17	21789.93	9277.24
16	陕西临渭故市项目	生猪养殖	30636.85	20965.18	9671.67
17	辽宁康平北三家子种猪场项目	生猪养殖	29943.00	26792.22	3150.78
18	海南临高冰廉项目	生猪养殖	18789.00	2657.40	16131.60
19	贵州七星关高峰项目	生猪养殖	17000.00	2642.41	14357.59
20	河北阜平吴家庄项目	生猪养殖	18841.56	3747.05	15094.51
21	海南昌江保平项目	生猪养殖	17612.00	4199.59	13412.41
22	贵州施秉翁粮项目	生猪养殖	21698.25	4944.71	16753.54
23	山东诸城丹家店子项目	生猪养殖	29873.67	7789.54	22084.13
24	河南汝州东营项目	生猪养殖	28050.00	8538.93	19511.07
25	陕西吴起丈方台项目	生猪养殖	20279.77	3272.05	17007.72

26	山东高密赵李项目	生猪养殖	29499.49	7002.83	22496.66
27	新希望北京智能猪场	生猪养殖	52580.16	8710.71	43869.45
28	广西良庆西盛项目	生猪养殖	21608.89	2057.76	19551.13
29	河南清丰孟家项目	生猪养殖	28082.69	6800.59	21282.10
30	湖南衡南皂田项目	生猪养殖	23745.55	6413.50	17332.05
31	海南红明二队项目	生猪养殖	18192.96	1221.90	16971.06
合计			1134100.86	444057.89	690042.97

资料来源：公司提供

9. 经营效率

2017-2019年，公司经营效率处于行业较高水平。

2017-2019年，受有一定账期的水产料销售量增加，以及食品业务新兴销售渠道的销售量增加，导致应收账款有所增加影响，公司销售债权周转次数波动下降，分别为114.54次、116.04次和103.22次。受代养向自养转型、养殖板块产能释放影响，公司生猪和肉鸡存栏量有所上升，存货周转次数持续下降，分别为12.24次、12.01次和9.83次。公司总资产周转次数持续下降，分别为1.57次、1.53次和1.46次。与同行业其他企业相比，公司经营效率处于行业较高水平。

表 21 2019 年同行业公司经营效率对比情况

企业简称	应收账款周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
正邦科技	69.02	4.41	0.94
禾丰牧业	46.82	10.60	2.21
大北农	11.90	5.78	0.90
唐人神	84.23	11.89	2.22
天邦股份	112.70	4.08	0.87
傲农生物	12.73	9.78	1.41
金新农	9.29	4.96	0.58
中位值	46.82	5.78	0.94
新希望	112.28	9.81	1.46

注：考虑到指标可比性，上表中公司指标及计算公式与 Wind 保持一致
资料来源：Wind

10. 经营关注

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

利影响。

多元化经营管理风险。公司业务板块众多，管理体系庞大。尽管具有产业链一体化优势，但下属子公司多达652家，受国家政策、上下游行业联动、行业周期性等多重因素影响，如果公司管理水平和风控能力不能与业务发展速度相匹配，容易出现多元化经营管理风险。

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

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

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

在建工程尚需投入规模较大，公司面临一定的资金支出压力。公司对生猪养殖项目投入较大，截至2020年6月末，公司主要在建工程未来尚需投资69.00亿元，面临一定的资金支出压力。而且考虑到目前猪价较高带动全国生猪产能较快恢复，公司在建工程能否取得预期投资回报存在一定的不确定性。

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

11. 未来发展

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

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

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2017—2019年财务报表已经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留审计意见。公司财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和各项有关规定编制。公司2020年半年度财务报表未经审计。

合并范围变化方面，2017年，公司合并范围内包括502家子公司；2018年，公司合并范围内新增子公司37家，不再纳入合并范围的子公司26家，共包括513家子公司。2019年，公司合并范围新增子公司96家，不再纳入合并范围的子公司36家，共包括573家子公司。截至2020年6月末，公司合并范围内子公司共652家。公司合并范围存在一定变动，但公司主要经营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至2019年末，公司资产总额642.18亿元，所有者权益326.50亿元（含少数股东权益65.88亿元）；2019年，公司实现营业收入820.51亿元，

利润总额64.31亿元。

截至2020年6月末，公司资产总额912.93亿元，所有者权益374.72亿元（含少数股东权益76.53亿元）；2020年1—6月，公司实现营业收入446.96亿元，利润总额40.00亿元。

2. 资产质量

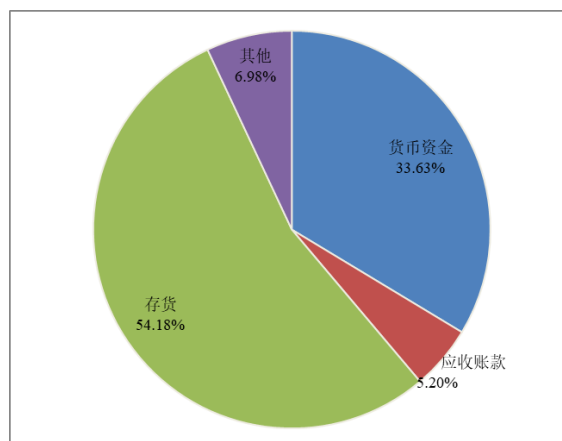
2017—2019年末，随着公司加大对猪产业的投资力度，公司资产规模逐年增长，资产结构以非流动资产为主；流动资产中货币资金和存货占比较高；非流动资产中长期股权投资、固定资产和在建工程占比较高，公司受限资产比例很低，整体资产质量较好。

2017—2019年末，随着公司加大对猪产业的投资力度，公司资产规模逐年增长，年均复合增长22.99%，主要系非流动资产增加所致。截至2019年末，公司合并资产总额为642.18亿元，较年初增长33.94%；流动资产和非流动资产占比分别为26.75%和73.25%，资产结构以非流动资产为主。

（1）流动资产

2017—2019年末，公司流动资产规模逐年增长，年均复合增长24.59%。截至2019年末，公司流动资产总额171.79亿元，较年初增长26.40%，主要由货币资金（占33.63%）、应收账款（占5.20%）和存货（占54.18%）构成。

图5 截至2019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

2017—2019年末，公司货币资金逐年增长，年均复合增长37.17%。截至2018年末，公司货币资金54.51亿元，较年初大幅增长77.52%，主

要系公司经营活动产生的现金流量净额增加及银行短期借款增加所致。截至2019年末，公司货币资金57.77亿元，较年初增长5.99%；货币资金包括库存现金（占0.12%）、银行存款（占92.65%）和其他货币资金（占7.22%）。公司使用受限的货币资金总额为0.85亿元，用于购买期货及提供担保公司保证金等，占货币资金比例为1.47%，受限比例很低。

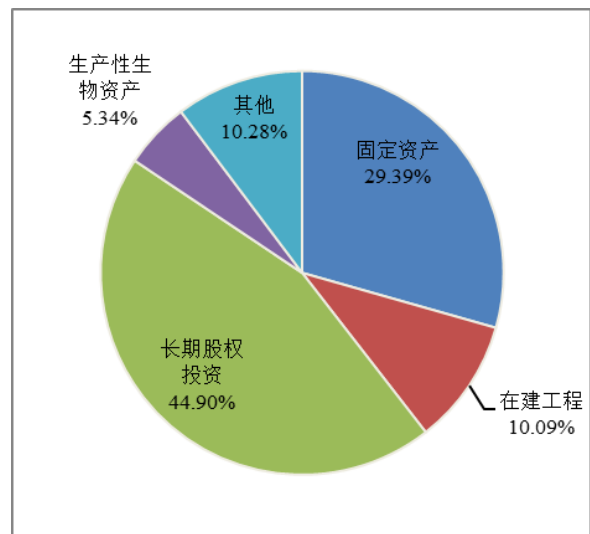
2017—2019年末，公司应收账款逐年增长，年均复合增长30.44%。截至2019年末，公司应收账款账面价值8.94亿元，较年初增长57.53%，主要系有一定账期的新兴渠道销售占比提升所致。公司坏账准备分为按单项计提（占2.43%）和按组合计提（占97.57%）。按组合计提进一步分为境外风险组合（占37.68%，其中低风险及以下占77.61%）和境内风险组合（占62.32%，其中低风险及以下占76.73%）。截至2019年末，公司应收账款坏账准备2.55亿元，计提比例为22.16%，计提充分。公司全部应收账款中，账龄1年以内的占83.91%，账龄较短。公司前五名应收账款合计占全部应收账款的比例为12.22%，集中度低。

2017—2019年末，公司存货逐年增长，年均复合增长34.94%。截至2019年末，公司存货账面价值93.08亿元，较年初增长72.53%，主要系近年来在建的养殖板块产能释放，生猪和肉鸡存栏量增加所致。存货主要由原材料（占35.54%）、库存商品（占21.44%）和消耗性生物资产（占40.00%）等构成。截至2019年末，公司共计提跌价准备1.47亿元，计提比例1.55%，主要为对库存商品和消耗性生物资产计提的跌价准备。生猪及禽类价格波动性较大，公司存货面临着一定跌价风险。

（2）非流动资产

2017—2019年末，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长22.42%。截至2019年末，公司非流动资产总额470.39亿元，较年初增长36.93%，主要由长期股权投资（占44.90%）、固定资产（占29.39%）、生产性生物资产（占5.34%）和在建工程（占10.09%）构成。

图6 截至2019年末公司非流动资产构成情况



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2017—2019年末，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长9.41%，主要系公司在权益法下确认对联营企业的投资收益所致。截至2019年末，公司长期股权投资账面价值211.22亿元，较年初增长12.78%，主要系确认联营企业中国民生银行股份有限公司（股票简称“民生银行”，股票代码“1988.HK”）投资收益22.47亿元所致；公司长期股权投资主要由对民生银行的长期股权投资构成（占91.15%）；公司未对民生银行的长期股权投资计提减值准备。截至2020年9月末，公司持有民生银行股份182832.74万股。

2017—2019年末，公司固定资产逐年增长，年均复合增长30.08%。截至2019年末，公司固定资产账面价值138.25亿元，较年初增长58.00%，主要系猪产业相关养殖项目从在建工程转入所致。其中，固定资产清理占0.03%，固定资产占99.97%；后者主要由房屋及建筑物（占54.98%）和机器设备（占39.61%）构成。截至2019年末，公司固定资产累计计提折旧55.22亿元，累计计提减值准备0.88亿元，成新率为71.13%，成新率尚可。

2017—2019年末，公司生产性生物资产逐年增长，年均复合增长1.29倍。截至2019年末，公司生产性生物资产账面价值25.11亿元，较年初大幅增长3.84倍，主要系外购和自行培育的种猪和后备母猪增加所致。公司生产性生物资产由未成熟（占53.15%）和成熟（占46.85%）两类构成，累计计提2.18亿元折旧，未计提减值准

备。

2017—2019年末，公司在建工程逐年增长，年均复合增长100.25%。截至2019年末，公司在建工程账面价值47.46亿元，较年初增长85.27%，主要系公司增加对各地生猪养殖项目的投入所致；公司累计对在建工程计提354.84万元减值准备，计提比例0.07%。公司对猪产业持续大力投入，若后续在建工程不能顺利达产并取得预期投资回报，公司面临一定的资产减值风险和盈利波动风险。

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

表 22 截至 2019 年末公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值(万元)	占资产总额比例(%)	受限原因
货币资金	8484.73	0.13	购买期货、担保公司保证金等
固定资产	7812.29	0.12	用作长、短期借款抵押物
无形资产	2810.69	0.04	用作长、短期借款抵押物
消耗性生物资产	3451.77	0.05	用作短期借款抵押物
长期股权投资	7112.00	0.11	用作长期借款、一年内到期的非流动负债质押物
合计	29671.48	0.46	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年6月末，公司合并资产总额912.93亿元，较年初增长42.16%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占31.58%，非流动资产占68.42%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2017—2019年末，公司所有者权益逐年增长，但未分配利润占比较高，权益结构的稳定性一般。

2017—2019年末，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长11.56%。截至2019年末，公司所有者权益合计326.50亿元，较年初增长19.44%，其中归属于母公司所有者权益占79.82%；归属于母公司所有者权益中，股本占16.18%，资本公积占9.62%，盈余公积占9.21%，

未分配利润占67.49%。所有者权益中未分配利润占比较高，权益结构稳定性一般。

截至2020年6月末，公司所有者权益合计374.72亿元，较年初增长14.77%，主要系未分配利润所致。公司所有者权益结构较年初变化不大。

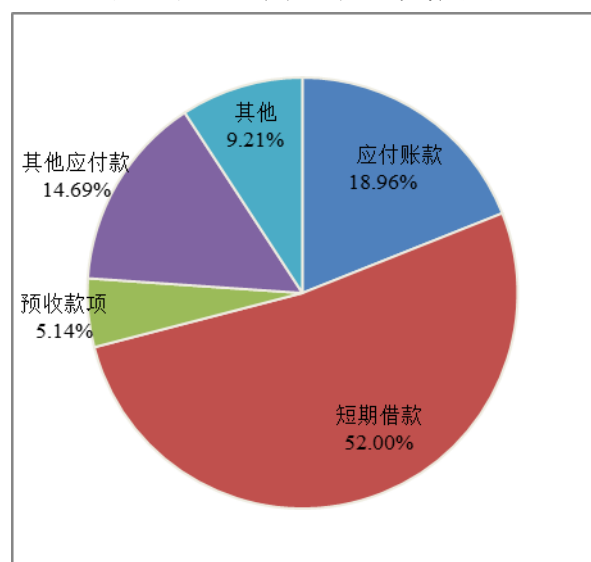
(2) 负债

2017—2019年末，由于长、短期借款大幅增加，公司负债规模持续增长，以流动负债为主；公司整体债务负担处于合理水平，但债务结构有待调整。

2017—2019年末，公司负债规模逐年增长，年均复合增长39.52%，主要系流动负债增加所致。截至2019年末，公司负债总额315.68亿元，较年初增长53.18%；以流动负债为主，占比为82.98%。

2017—2019年末，公司流动负债逐年增长，年均复合增长40.44%，主要系短期借款增加所致。截至2019年末，公司流动负债合计261.96亿元，较年初增长42.67%，主要由短期借款（占52.00%）、应付账款（占18.96%）、预收款项（占5.14%）和其他应付款（占14.69%）构成。

图7 截至2019年末公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2017—2019年末，公司短期借款逐年增长，年均复合增长49.05%，主要系公司业务规模扩大，日常经营所需流动资金增加所致。截至2019

年末，公司短期借款合计136.21亿元，较年初增长64.67%；公司短期借款主要由信用借款（占46.71%）、票据贴现借款（占34.75%）和保证借款（占16.68%）构成。其中，票据贴现借款产生于公司内部采用票据结算的购销交易，收款方将所取得的票据在新希望财务有限公司提前贴现，因具有融资性质，在合并报表上将应付票据结转至短期借款。

2017—2019年末，公司应付账款逐年增长，年均复合增长25.12%。截至2019年末，公司应付账款49.66亿元，较年初增长33.09%，主要系业务规模扩大、采购增加所致。

2017—2019年末，公司预收款项逐年增长，年均复合增长40.31%。截至2019年末，公司预收款项13.47亿元，较年初增长71.50%，主要系饲料板块预收下游客户款增加所致。

2017—2019年末，公司其他应付款（合计）逐年增长，年均复合增长31.94%。截至2019年末，公司其他应付款（合计）38.49亿元，较年初增长67.60%，主要系公司向更多的商品代自养或委托代养转型，与公司合作的养殖户增加，向养殖户暂收押金、保证金增加所致；其他应付款由应付利息（占1.19%）、应付股利（占5.06%）

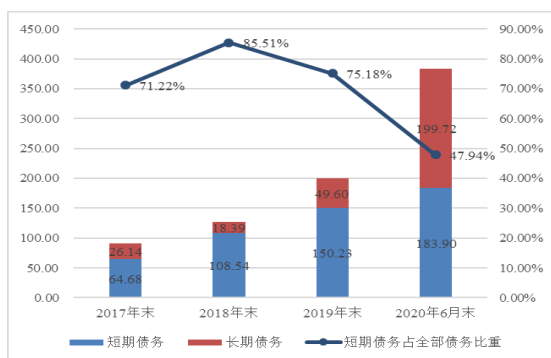
和其他应付款（占93.75%）构成。

2017—2019年末，公司非流动负债波动增长，年均复合增长35.28%。截至2018年末，公司非流动负债合计22.47亿元，较年初下降23.46%，主要系应付债券减少所致。截至2019年末，公司非流动负债合计53.72亿元，较年初增长1.39倍，主要系长期借款增加所致；公司非流动负债主要由长期借款（占92.23%）和递延收益（占5.30%）构成。

2017—2019年末，公司长期借款逐年增长，年均复合增长1.83倍。截至2019年末，公司长期借款49.54亿元，较年初增长1.72倍，主要系公司猪产业投入增加以及保持合适的资本结构所致；公司长期借款主要由保证借款（占15.22%）和信用借款（占79.65%）构成。公司将在2021年和2022年分别偿还14.46亿元和22.51亿元，其余部分偿还时间分布在2024年及以后，集中偿付压力尚可。

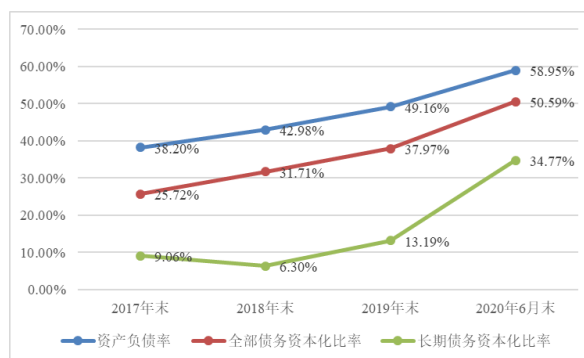
2017—2019年末，公司递延收益较稳定，年均复合下降2.56%。截至2019年末，公司递延收益2.85亿元，较年初下降0.94%。公司递延收益主要为政府补助。

图8 2017—2019年末及2020年6月末公司债务结构（单位：亿元）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图9 2017—2019年末及2020年6月末公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

全部债务方面，2017—2019年末，公司全部债务逐年加重，年均复合增长48.34%，主要系短期债务增加所致。截至2019年末，公司全部债务199.83亿元，较年初增长57.43%，主要

系长期借款、短期借款均大幅增加所致，其中短期债务占75.18%，长期债务占24.82%，债务结构以短期债务为主，短期偿债压力大。2017—2019年末，公司资产负债率持续上升，分别为38.20%、

42.98%和 49.16%；全部债务资本化比率持续上升，分别为 25.72%、31.71%和 37.97%；长期债务资本化比率波动上升，分别为 9.06%、6.30%和 13.19%；整体债务负担处于合理水平，但债务结构有待调整。

截至 2020 年 6 月末，公司负债总额 538.21 亿元，较年初增长 70.49%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占 62.09%，非流动负债占 37.91%。公司负债结构仍以流动负债为主，但非流动负债占比较年初迅速上升。截至 2020 年 6 月末，公司全部债务 383.62 亿元，较年初增长 91.97%，主要系长期债务增加所致。其中，短期债务 183.90 亿元（占 47.94%），较年初增长 22.41%，主要系短期借款增加所致。长期债务 199.72 亿元（占 52.06%），较年初增长 302.62%，主要系长期借款大幅增加所致。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 58.95%、50.59%和 34.77%，较年初分别上升 9.80 个、12.62 个和 21.58 个百分点。

4. 盈利能力

2017—2019年，公司营业收入逐年增长，投资收益对营业利润的贡献大，公司整体盈利能力处于行业中上水平。

2017—2019年，公司营业收入逐年增长，分别为625.67亿元、690.63亿元和820.51亿元，年均复合增长14.52%。2017—2019年，公司营业成本逐年增长，分别为574.68亿元、630.33亿元和721.50亿元，年均复合增长12.05%。受2018年资产减值损失增加影响，2017—2019年，公司营业利润波动增长，分别为33.28亿元、32.41亿元和66.69亿元，年均复合增长41.56%；利润总额波动增长，分别为32.11亿元、29.91亿元、64.31亿元，年均复合增长41.52%。

期间费用方面，2017—2019年，期间费用规模逐年增长，分别为37.80亿元、41.35亿元和51.23亿元，年均复合增长16.42%；以销售费用（约占40%）和管理费用（约占50%）为主。2017—2019年，销售费用逐年增长，分别为15.41亿

元、16.50亿元和18.13亿元，年均复合增长8.49%，主要系销售人员薪酬和运输费增加所致。管理费用逐年增长，分别为18.78亿元、20.52亿元和27.02亿元，年均复合增长19.95%，主要系支付给管理人员的绩效薪酬增加所致。研发费用逐年增长，分别为0.60亿元、0.92亿元和1.73亿元，年均复合增长69.42%，主要系公司加大研发投入所致。财务费用分别为3.00亿元、3.41亿元和4.34亿元，年均复合增长20.19%，主要系有息债务规模增长所致。从费用控制能力来看，2017—2019年，公司费用收入比波动上升，分别为6.04%、5.99%和6.24%，公司费用控制能力尚可。

2017—2019年，公司资产减值损失波动增长，分别为1.54亿元、6.98亿元和1.66亿元，其中2018年资产减值损失较上年增加5.44亿元，主要有两方面原因：一是2018年公司对北京嘉信恒泰商贸有限公司、海南文昌永风水产有限公司、南京和大食品有限公司三家客户的应收账款全额计提坏账准备，导致坏账损失较年初增加2.86亿元；二是中美之间的大宗农产品贸易受到贸易摩擦影响，导致公司投资参股的美国蓝星贸易集团有限公司（以下简称“蓝星贸易”）业绩下滑，公司对蓝星贸易的长期股权投资计提减值准备2.24亿元。

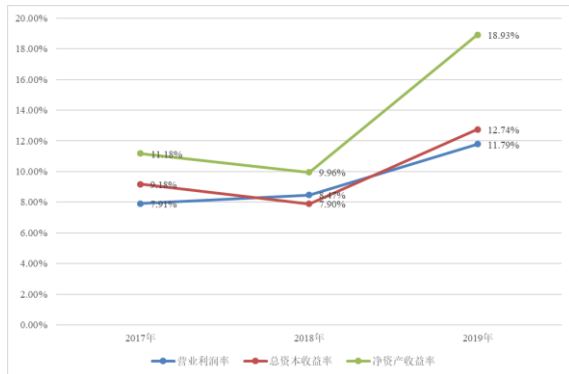
2017—2019年，公司投资收益规模较为稳定，分别为22.14亿元、21.82亿元和23.79亿元，主要为权益法核算下对民生银行的投资收益；占营业利润的比例分别为66.52%、67.33%和35.67%，对公司营业利润的贡献大。考虑到民生银行经营业绩较为稳定，公司投资收益具有较强的可持续性。

2017—2019年，公司其他收益分别为0.70亿元、0.95亿元和1.13亿元，占当期利润总额的比例分别为2.18%、3.18%和1.76%，主要为政府给予的各类补贴；整体看，公司利润总额对政府补助的依赖程度较小。

盈利指标方面，2017—2019年，在2018年资产减值损失增加及2019年行业景气度提升的综合影响下，公司总资产收益率波动增长，分别为9.18%、7.90%和12.74%。公司净资产收益率波

动增长，分别为11.18%、9.96%和18.93%。整体看，近年来公司整体盈利能力有所提升。

图 10 2017—2019 年公司盈利指标



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

与所选公司比较，公司的盈利能力处于同行业中上水平。

表 23 2019 年同行业公司盈利情况对比

证券简称	营业收入 (亿元)	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
正邦科技	245.18	15.74	7.86	20.75
禾丰牧业	177.92	11.24	20.64	25.12
大北农	165.78	19.91	4.99	5.17
唐人神	153.43	9.56	5.46	6.01
天邦股份	60.07	13.67	3.81	3.82
傲农生物	57.88	12.74	4.14	3.55
金新农	24.00	23.36	5.94	8.99
中位值	153.43	13.67	5.46	6.01
新希望	820.51	12.07	12.41	21.17

注：为了增加可比性，表中公司指标计算公式与Wind保持一致
资料来源：Wind

2020年1—6月，公司实现营业收入446.96亿元，较上年同期增长26.64%，主要系各业务板块业绩均有所增长所致；营业利润率为12.81%。2020年1—6月，公司实现利润总额40.00亿元，较上年同期增长79.08%，主要系养殖行业高气度情况下公司生猪出栏增加所致。

5. 现金流

2017—2019 年，公司经营活动现金流保持净流入，收入实现质量较好；考虑到生猪养殖项目的投资需求，公司存在一定的融资需求。

经营活动方面，2017—2019 年，公司经营活动现金流入量逐年增长，分别为 654.10 亿元、728.32 亿元和 873.54 亿元，年均复合增长

15.56%，与营业收入增速较匹配，以销售商品、提供劳务收到的现金为主。2017—2019 年，公司经营活动现金流出量逐年增长，分别为 626.98 亿元、694.95 亿元和 829.18 亿元，年均复合增长 15.00%，以购买商品、接受劳务支付的现金为主。受上述因素影响，2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额保持净流入且逐年增长，分别为 27.12 亿元、33.37 亿元和 44.37 亿元。从收入实现质量来看，2017—2019 年，公司现金收入比分别为 102.72%、104.03% 和 104.16%，收入实现质量较好。

投资活动现金流方面，2017—2019 年，公司投资活动现金流入量逐年增长，分别为 13.40 亿元、19.88 亿元和 21.93 亿元，年均复合增长 27.96%；投资活动现金流出量逐年大幅增长，分别为 38.97 亿元、43.80 亿元和 109.31 亿元，年均复合增长 67.49%，主要系公司持续进行生猪养殖项目投资所致。受上述因素影响，2017—2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额持续净流出，净流出规模分别为 25.57 亿元、23.92 亿元和 87.37 亿元。

筹资活动现金流方面，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量逐年大幅增长，分别为 72.01 亿元、117.94 亿元和 235.64 亿元，年均复合增长 80.90%，以取得借款所收到的现金为主。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出量逐年增长，分别为 73.67 亿元、103.91 亿元和 188.70 亿元，年均复合增长 60.04%，主要系偿还债务规模增长所致。受上述因素影响，2017—2019 年，公司筹资活动现金流量净额分别为-1.67 亿元、14.03 亿元和 46.95 亿元。

2020 年 1—6 月，公司经营活动现金净流入 6.59 亿元；投资活动现金净流出 155.67 亿元；筹资活动现金净流入 192.33 亿元。

6. 偿债能力

2017—2019 年末，公司短期偿债能力指标表现一般，长期偿债能力表现良好，未使用银行授信额度较大，同时考虑到公司在行业地位、经营规模、品牌知名度、技术水平、销售渠道和

产业链一体化布局等方面具有的优势，其整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年末，公司流动比率分别为 83.32%、74.02%和 65.58%；速动比率分别为 44.84%、44.64%和 30.05%。考虑到公司存货的下游需求面较广、变现速度较快，流动资产对流动负债的保护程度一般。2017—2019 年末，公司现金短期债务比分别为 0.48 倍、0.51 倍和 0.39 倍，现金类资产对短期债务保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，

公司 EBITDA 波动增长，分别为 47.64 亿元、46.02 亿元和 83.13 亿元。2019 年，公司 EBITDA 主要由折旧（占 14.09%）、费用化利息支出（占 6.34%）、利润总额（占 77.36%）构成。

2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数波动下降，分别为 15.31 倍、10.14 倍和 14.85 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度高。2017—2019 年，公司全部债务/EBITDA 波动增长，分别为 1.91 倍、2.76 倍和 2.40 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度仍属较高。整体看，公司长期偿债能力很强。

表 24 公司偿债能力指标

项目	项目	2017 年	2018 年	2019 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	83.32	74.02	65.58
	速动比率（%）	44.84	44.64	30.05
	经营现金流动负债比（%）	20.42	18.17	16.94
	现金类资产/短期债务（倍）	0.48	0.51	0.39
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	47.64	46.02	83.13
	全部债务/EBITDA（倍）	1.91	2.76	2.40
	EBITDA 利息倍数（倍）	15.31	10.14	14.85

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年6月末，公司无重大对外担保事项。

截至2020年6月末，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至2020年9月末，公司拥有全球范围内多家金融机构合计超过700亿元的综合授信额度，用信比例不超过50%，公司间接融资渠道畅通。同时公司作为上市公司，具有直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

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

截至 2019 年末，公司本部资产总额 372.11 亿元，较年初增长 32.05%，主要系其他应收款增加所致。其中，流动资产 278.19 亿元（占

74.76%），非流动资产 93.92 亿元（占 25.24%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 14.19%）和其他应收款（占 84.91%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 97.22%）构成。截至 2019 年末，公司本部货币资金为 39.47 亿元。

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

截至 2019 年末，公司本部负债总额 252.37 亿元，较年初增长 59.37%。其中，流动负债 228.59 亿元（占 90.58%），非流动负债 23.78 亿元（占 9.42%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 19.01%）和其他应付款（合计）（占 77.65%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 99.93%）构成。截至 2019 年末，公司本部资产负债率为 67.82%。截至 2019 年末，公司本部全部债务 74.07 亿元。其中，短期债务占 67.92%、长期债务占 32.08%。截至 2019 年末，公司本部

全部债务资本化比率为 38.22%，公司本部债务负担尚可。

2019 年，公司本部营业收入为 7.56 亿元，利润总额为 2.06 亿元。同期，公司本部投资收益 3.00 亿元，投资收益为公司本部的主要利润来源。

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

十、本次可转换公司债券偿还能力分析

本次可转债的发行对公司债务水平有明显影响，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA对本次可转债的保障能力很强。

1. 本次可转债对公司现有债务的影响

截至2020年6月末，公司债务总额为383.62亿元，本次可转债拟发行规模为81.5亿元，相对于目前公司债务规模，本次可转债发债额度较大，对公司债务水平有明显影响。

以2020年6月末财务数据为基础，本次可转债发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由58.95%、50.59%和34.77%上升至62.32%、55.38%和42.87%，公司负债水平有所上升，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转换为公司的权益，公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本次可转债偿还能力分析

2017—2019年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA对本次可转债覆盖倍数均处于较高水平，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA对本次可转债保障能力很强。

表 25 本次可转债保障能力测算

指标	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量（亿元）	654.10	728.32	873.54

经营活动现金流入量保障倍数（倍）	8.03	8.94	10.72
经营活动现金流量净额（亿元）	27.12	33.37	44.37
经营活动现金流量净额保障倍数（倍）	0.33	0.41	0.54
EBITDA（亿元）	47.64	46.02	83.13
EBITDA 保障倍数（倍）	0.58	0.56	1.02

注：数据略有差异系四舍五入造成

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

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30个交易日中至少有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的80%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%[含130%]，或未转股余额不足3000万元时，公司有权决定按照可转债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），有利于促进债券持有人转股。本次可转债发行后，考虑未来的转股因素，公司的资产负债率有下降的可能。

十一、结论

公司作为国内农牧行业龙头企业之一，在行业地位、经营规模、品牌知名度、技术水平、销售渠道和产业链一体化布局等方面具有很强的竞争优势。近年来，公司收入规模和资产规模持续增长，资产质量较好，经营活动现金流持续净流入，来自民生银行的稳定的投资收益对公司整体盈利能力形成良好支撑。同时，联合资信也关注到公司所处行业上下游价格波动性较大、畜禽疫病风险、在建工程尚需投入规模较大以及债务规模增长较快等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司本次拟发行6年期、不超过81.5亿元（含）的可转换公司债券，从本次可转换债券设置的转股价格修正条款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。

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

步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合资信

认为，公司主体偿债风险极低，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险极低。

```

graph TD
    LYH[刘永好] -- 100% --> LK[拉萨经济技术开发区新希望投资有限公司]
    LYH -- 1% --> NSY[新希望亚太投资控股有限公司]
    LYH -- 27.34% --> XHYS[西藏恒业峰实业有限公司]
    LK -- 99% --> NSY
    NSY -- 100% --> XSK[新希望控股有限公司]
    XSK -- 75% --> XSG[新希望集团有限公司]
    XHYS -- 49% --> NSH[南方希望实业有限公司]
    XHYS -- 100% --> SXHC[四川新兴化工有限公司]
    XSG -- 51% --> NSH
    SXHC -- 37.10% --> LK2[拉萨经济技术开发区新望投资有限公司]
    LK2 -- 0.50% --> XSL[新希望六和股份有限公司]
    NSH -- 29.21% --> XSL
    XSG -- 24.91% --> XSL
    NSY -- 15.586% --> XSL
    LYH -- 0.02% --> XSL
  
```

刘永好

100% 拉萨经济技术开发区新希望投资有限公司

1% 新希望亚太投资控股有限公司

27.34% 西藏恒业峰实业有限公司

99% 新希望亚太投资控股有限公司

100% 新希望控股有限公司

75% 新希望集团有限公司

49% 南方希望实业有限公司

100% 四川新兴化工有限公司

51% 南方希望实业有限公司

37.10% 拉萨经济技术开发区新望投资有限公司

0.50% 新希望六和股份有限公司

29.21% 南方希望实业有限公司

24.91% 新希望集团有限公司

15.586% 新希望亚太投资控股有限公司

0.02% 刘永好

资料来源：公司提供

The organizational chart of the China National Chemical Corporation (CNCC) Group is structured as follows:

- Corporate Governance:**
 - 股东大会 (Shareholders' Meeting)
 - 监事会 (Supervisory Board)
 - 审计监察部 (Audit and Supervision Department)
 - 董事会 (Board of Directors)
 - 总裁 (President)
 - 董事会秘书 (Secretary of the Board of Directors)
 - 董事办 (Director's Office)
- Functional Management Centers:**
 - 发展中心 (Development Center)
 - 财数中心 (Finance and Data Center)
 - 风控中心 (Risk Control Center)
 - 支持中心 (Support Center)
 - 创新中心 (Innovation Center)

本部职能管理中心 (In-house Functional Management Center)
- Business Operations:**
 - 饲料BU (Feed Business Unit)
 - 饲料片区 (Feed Area)
 - 预混料事业部 (Premix Division)
 - 分子公司 (Molecular Company)
 - 禽产业BU (Poultry Industry Business Unit)
 - 禽一体化 (Poultry Integration)
 - 饲料车间 (Feed Workshop)
 - 养殖服务 (Breeding Service)
 - 冷藏车间 (Cold Storage Workshop)
 - 种禽部 (Breeding Poultry Department)
 - 食品供应链公司 (Food Supply Chain Company)
 - 海外BU (Overseas Business Unit)
 - 片区 (Area)
 - 分子公司 (Molecular Company)

战略业务单元 (RII) (Strategic Business Unit (RII))
 - 食品BU (Food Business Unit)
 - 美好纵队 (Meihao Squadron)
 - 千喜鹤纵队 (Qianxihe Squadron)
 - 央厨纵队 (Yangchu Squadron)
 - 休闲食品纵队 (Leisure Food Squadron)
 - KA销售纵队 (KA Sales Squadron)
 - 四大战区: 华北、华东、华南、西南 (Four Major War Zones: North China, East China, South China, Southwest)
 - 猪产业指挥部 (Pig Industry Command Center)
 - 新好科技 (Xin Hao Technology)
 - 新六养猪 (Xin Liu Pig Breeding)
 - 新望科技 (Xin Wang Technology)
 - 新海纵队 (Xin Hai Squadron)
 - 新独立纵队 (Xin Duli Squadron)
 - 新雄纵队 (Xin Xiong Squadron)
 - 育种公司 (Breeding Company)
 - 支持平台 (Support Platform)
 - 新航工程公司 (Xin Hang Engineering Company)
 - 农村金融担保事业部 (Rural Financial Guarantee Business Department)
 - 高禽副产品项目组 (High Poultry By-product Project Group)
 - 动保中心 (Animal Protection Center)

本部公司化支持平台 (In-house Company Support Platform)

资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 6 月末新希望六和股份有限公司主要子公司情况

序号	公司名称	主营业务	注册资本	持股比例	成立时间
1	山东新希望六和集团有限公司	投资；饲料原料贸易	300,000.00	100.00%	1995/7/10
2	新希望六和饲料股份有限公司	饲料生产销售；对外贸易	9,010.00	100.00%	2001/12/30
3	河北千喜鹤肉类产业有限公司	生猪屠宰、肉制品经营	6,000.00	93.32%	2005/1/26
4	潍坊六和饲料有限公司	饲料生产销售	1,200.00	100.00%	1999/9/1
5	四川新希望六和农牧有限公司	饲料原料贸易	80,000.00	100.00%	2009/7/2
6	辽宁千喜鹤食品有限公司	生猪屠宰、肉制品经营	6,351.00	90.50%	2005/2/2
7	新希望新加坡私人有限公司	投资；饲料原料贸易	12,105.05 万新加坡元	100.00%	2010/12/13
8	馆陶六和食品有限公司	饲料生产；肉制品经营	6,000.00	70.00%	2008/3/18
9	青岛田润食品有限公司	禽养殖屠宰加工销售	22,200.00	60.00%	2002/4/10
10	孝义新希望六和食品有限公司	饲料生产；禽屠宰加工；食品生产经营	10,000.00	100.00%	2011/2/12
11	新希望河内有限责任公司	饲料生产销售	26,682,863.89 万越南盾	100.00%	2008/6/6
12	成都希望食品有限公司	食品销售	1,000.00	58.75%	1993/10/29
13	阜新六和农牧有限公司	饲料生产；禽养殖屠宰加工销售	12,260.00	94.00%	2002/5/14
14	杨凌本香农业产业集团有限公司	饲料生产销售；生猪屠宰；食品生产经营	21,050.00	100.00%	2001/5/22
15	潍坊和盛园食品有限公司	禽屠宰加工销售；食品生产经营	6,000.00	100.00%	2005/1/21
16	新泰六和养殖有限公司	禽蛋孵化；禽养殖	1,500.00	100.00%	2008/7/31
17	聊城六和荣达农牧有限公司	禽屠宰加工销售	3,500.00	60.00%	2007/1/26
18	费县六和化海食品有限公司	禽养殖屠宰加工销售	800.00	51.00%	2012/2/16
19	阳谷六和鲁信食品有限公司	禽屠宰加工销售	1,000.00	52.00%	2009/2/16
20	潍坊新希望六和饲料科技有限公司	饲料生产销售	2,000.00	100.00%	2013/8/6
21	沂水新希望六和食品有限公司	禽屠宰加工销售	1,600.00	100.00%	2008/6/25
22	北京千喜鹤食品有限公司	生猪屠宰、肉制品经营	48,000.00	99.98%	2002/7/26
23	夏津新希望六和农牧有限公司	种畜禽生产经营；生猪养殖	3,000.00	100.00%	2013/10/16
24	泰安泰山六和食品有限公司	禽屠宰加工销售	1,000.00	60.00%	2007/7/3
25	乐亭六和馨美滋食品有限公司	禽屠宰加工销售	20,000.00	70.00%	2012/2/22
26	潍坊田汇食品有限公司	禽屠宰加工销售	500.00	100.00%	2006/12/12
27	江门市六和饲料有限公司	饲料生产销售	2,000.00	100.00%	2013/6/7
28	江门新希望饲料有限公司	饲料生产销售	1,000.00	75.00%	2006/8/1
29	邱县六和康远食品有限公司	禽屠宰加工销售	1,000.00	51.00%	2012/6/11
30	广州希望饲料有限公司	饲料生产销售	1,164.00	87.97%	1997/4/22
31	嘉祥新希望六和食品有限公司	禽养殖屠宰加工销售	3,000.00	100.00%	2016/3/18
32	莱阳六和饲料有限公司	饲料生产销售	829.00	100.00%	2000/2/1
33	莱芜新希望六和食品有限公司	禽屠宰加工销售	800.00	100.00%	2013/11/8
34	临邑六和食品有限公司	畜禽屠宰加工销售	500.00	52.00%	2009/6/11
35	平度六和饲料有限公司	饲料生产销售	2,000.00	100.00%	2008/9/13
36	莱阳田业食品有限公司	禽屠宰加工销售	150.00	70.00%	2008/1/2
37	沂水六和饲料有限公司	饲料生产销售	500.00	100.00%	2010/12/24
38	单县六和饲料有限公司	饲料生产销售	1,600.00	100.00%	2007/6/13
39	曹县六和饲料有限公司	饲料生产销售	300.00	100.00%	2008/11/17
40	临沂六和虹晨农牧有限公司	禽养殖屠宰加工销售	600.00	52.00%	2009/2/25
41	广州六和饲料有限公司	饲料生产销售	8,000.00	61.00%	2013/5/27
42	滨州六和隆达饲料有限责任公司	饲料生产销售	200.00	52.00%	2006/5/31
43	贵阳新希望农业科技有限公司	饲料生产销售	500.00	100.00%	2001/4/12

44	三台新希望农牧科技有限公司	饲料生产经营；生猪养殖销售	15,000.00	100.00%	2008/12/25
45	高唐六和荣达饲料有限公司	饲料生产销售	4,000.00	60.00%	2008/3/3
46	莘县新希望六和清思斋食品有限公司	禽屠宰加工销售	1,000.00	51.00%	2013/10/30
47	海南澄迈新希望农牧有限公司	饲料生产销售	1,500.00	100.00%	2007/10/15

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	31.09	55.20	58.46	101.57
资产总额（亿元）	424.52	479.44	642.18	912.93
所有者权益（亿元）	262.35	273.36	326.50	374.72
短期债务（亿元）	64.68	108.54	150.23	183.90
长期债务（亿元）	26.14	18.39	49.60	199.72
全部债务（亿元）	90.82	126.93	199.83	383.62
营业收入（亿元）	625.67	690.63	820.51	446.96
利润总额（亿元）	32.11	29.91	64.31	40.00
EBITDA（亿元）	47.64	46.02	83.13	/
经营性净现金流（亿元）	27.12	33.37	44.37	6.59
财务指标				
销售债权周转次数（次）	114.54	116.04	103.22	/
存货周转次数（次）	12.24	12.01	9.83	/
总资产周转次数（次）	1.57	1.53	1.46	/
现金收入比（%）	102.72	104.03	104.16	101.42
营业利润率（%）	7.91	8.47	11.79	12.81
总资本收益率（%）	9.18	7.90	12.74	/
净资产收益率（%）	11.18	9.96	18.93	/
长期债务资本化比率（%）	9.06	6.30	13.19	34.77
全部债务资本化比率（%）	25.72	31.71	37.97	50.59
资产负债率（%）	38.20	42.98	49.16	58.95
流动比率（%）	83.32	74.02	65.58	86.27
速动比率（%）	44.84	44.64	30.05	41.27
经营现金流动负债比（%）	20.42	18.17	16.94	/
现金短期债务比（倍）	0.48	0.51	0.39	0.55
EBITDA 利息倍数（倍）	15.31	10.14	14.85	/
全部债务/EBITDA（倍）	1.91	2.76	2.40	/

注：1. 上表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. 本报告将其他流动负债计入短期债务核算，将长期应付款计入长期债务核算；3. 2020 年 1-6 月财务数据未经审计，相关指标计算未年化

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	19.31	37.83	41.43	63.84
资产总额（亿元）	230.57	281.80	372.11	572.27
所有者权益（亿元）	120.67	123.44	119.74	123.59
短期债务（亿元）	21.04	46.06	50.30	49.71
长期债务（亿元）	21.97	12.90	23.76	103.11
全部债务（亿元）	43.02	58.96	74.07	152.82
营业收入（亿元）	4.40	5.53	7.56	2.84
利润总额（亿元）	20.71	10.55	2.06	1.83
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	0.97	2.10	0.81	1.94
财务指标				
销售债权周转次数（次）	135.31	157.96	7.63	/
存货周转次数（次）	14.45	16.38	23.57	/
总资产周转次数（次）	0.02	0.02	0.02	/
现金收入比（%）	102.63	100.49	81.15	95.86
营业利润率（%）	8.12	11.79	10.80	12.16
总资本收益率（%）	12.65	5.73	1.06	/
净资产收益率（%）	17.16	8.47	1.72	/
长期债务资本化比率（%）	15.41	9.46	16.56	45.48
全部债务资本化比率（%）	26.28	32.32	38.22	55.29
资产负债率（%）	47.66	56.20	67.82	78.40
流动比率（%）	152.17	129.74	121.70	129.79
速动比率（%）	151.83	129.54	121.58	129.73
经营现金流动负债比（%）	1.10	1.45	0.36	/
现金短期债务比（倍）	0.92	0.82	0.82	1.28
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

注：1. 上表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. 2020 年 1-6 月财务数据未经审计，相关指标计算未年化；3. 因公司本部财务报表注释未披露折旧、摊销等，出于准确性考虑，本报告不披露公司本部 EBITDA 及相关指标的值

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 新希望六和股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年新希望六和股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一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。

新希望六和股份有限公司应按联合资信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。新希望六和股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对新希望六和股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，新希望六和股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注新希望六和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，如发现新希望六和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，联合资信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。

如新希望六和股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对新希望六和股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（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新希望六和股份有限公司、监管部门等。



营业执照

(副本)

统一社会信用代码

91110000722610855P

扫描二维码登录
“国家企业信用
信息公示系统”
了解更多登记、
备案、许可、监
管信息



名称 联合资信评估股份有限公司
类型 股份有限公司(外商投资、未上市)
法定代表人 王少波
经营范围

信用评级和评估、信用数据征集、信用评估咨询、信息咨询、提供上述方面的人员培训。(市场主体依法自主选择经营项目，开展经营活动；该企业2007年8月20日前为内资企业，于2007年8月20日变更为外商投资企业；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事国家和本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。)

注册资本 人民币元42600万元
成立日期 2000年07月17日
营业期限 2000年07月17日至 长期
住所 北京市朝阳区建国门外大街2号院2号楼17层

此复印件与原件一致(再次复印无效)
仅供 信用评估使用
联合资信评估股份有限公司



登记机关

2020年09月17日



中国人民银行
THE PEOPLE'S BANK OF CHINA

营业管理部(北京)
Operations Office (Bei Jing)

首页

机构简介

公告信息

工作动态

金融数据

政务公开

金融知识

办事指南

热点专题

请输入搜索关键字

搜索

高级搜索

2020年9月21日 星期一 | 我的位置: 营业管理部 (北京) > 工作动态

联合资信评估有限公司完成信用评级机构备案

字号 太 虫 小

文章来源: 营业管理部

2020-08-08 17:28:36

打印本页 关闭窗口

按照2019年11月26日人民银行、发展改革委、财政部、证监会联合发布的《信用评级业管理暂行办法》规定,中国人民银行营业管理部对该办法实施前已经开展信用评级业务的联合资信评估有限公司(统一社会信用代码: 91110000722610855P, 全球法人机构识别编码: 3003000UM3I74I6SJ0J19)完成备案办理。

提示: 完成备案办理不视为对信用评级机构评级质量、技术方法、风险管理、内控合规等方面的认可和保证。

打印本页 关闭窗口



中国证券监督管理委员会
CHINA SECURITIES REGULATORY COMMISSION

敬畏专业 敬畏风险

首页
HOME

政
务

信息公开 政策法规 新闻发布
信息披露 统计数据 人事招聘

服
务

办事指南 在线申报 监管对象
业务资格 人员资格 投资者保护

互
动

公众留言 信访专栏 举报专栏
在线访谈 征求意见 廉政评议



您的位置: 首页 > 公司债券监管部 > 资信评级机构备案

完成首次备案的证券评级机构名录

中国证监会 www.csrc.gov.cn 时间: 2020-10-21 来源: 信用中国

完成首次备案的证券评级机构名录 (按照系统报送时间排序)

序号	资信评级机构名称	备案类型	机构注册地	备案公示时间
1	东方金诚国际信用评估有限公司	首次备案	北京市	2020-10-21
2	浙江大普信用评级股份有限公司	首次备案	浙江省	2020-10-21
3	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	首次备案	上海市	2020-10-21
4	标普信用评级(中国)有限公司	首次备案	北京市	2020-10-21
5	联合资信评估股份有限公司	首次备案	北京市	2020-10-21
6	中证鹏元资信评估股份有限公司	首次备案	深圳市	2020-10-21
7	大公国际资信评估有限公司	首次备案	北京市	2020-10-21
8	安融信用评级有限公司	首次备案	北京市	2020-10-21
9	中诚信国际信用评级有限责任公司	首次备案	北京市	2020-10-21

关于我们 | 联系我们 | 法律声明

版权所有: 中国证券监督管理委员会 京ICP备 05035542号 京公网安备 11040102700080号



中国证券业协会
Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	范瑞	性别	男	
执业机构	联合资信评估股份有限公司	登记编号	R0040220100001	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2020-10-15			

6-10-53

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0040220100001	2020-10-15	联合资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	

SAC

中国证券业协会
Securities Association of China

自律 服务 传导

self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	刘丽红	性别	女	
执业机构	联合资信评估股份有限公司	登记编号	R0040220090002	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	博士研究生	
登记日期	2020-09-15			

6-10-54

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0040220090002	2020-09-15	联合资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	