

# 信用评级公告

联合〔2021〕3193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面向专业投资者公开发行的2021年可续期公司债券(第一期)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2021年面向专业投资者公开发行可续期公司债券(第一期)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:



二〇二一年五月二十日

# 新希望六和股份有限公司

## 2021年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）

### 信用评级报告

#### 评级结果：

主体长期信用等级：AAA  
本期可续期公司债券信用等级：AAA  
评级展望：稳定

#### 债项概况：

发行规模：不超过10亿元（含）  
债券期限：品种一的基础期限为1年，品种二的基础期限为2年。在约定的基础期限期末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长1个周期；公司不行使续期选择权则全额到期兑付  
付息方式：在公司不行使递延支付利息选择权的情况下，每年付息一次  
偿付顺序：本期可续期公司债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司发行的普通债券和其他债务  
募集资金用途：偿还公司有息债务

评级时间：2021年5月20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	
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	3
			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	3
		资本结构	1	
		偿债能力	2	
调整因素和理由			调整子级	
--			--	

#### 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。

公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA对本期可续期公司债券的保障能力很强。

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期可续期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，本期可续期公司债券到期不能偿还的风险极低。

#### 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，经营效率较高。2018—2020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年末，公司持有中国民生银行股份有限公司18.28亿股（无质押），其投资收益对公司利润总额贡献较大，对公司整体盈利能力形成良好支撑。

#### 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

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

分析师：刘丽红 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

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 2021 年 3 月末，公司主要在建工程未来尚需投资 33.35 亿元，主要拟建项目尚需投资 55.47 亿元，2021 年全年资本开支约 200 亿元。公司面临一定的资金支出压力，而且在建项目能否取得预期回报存在一定不确定性。
3. **公司债务规模增长较快。**由于长、短期借款和应付债券大幅增加，2018—2020 年末，公司全部债务增长较快，年均复合增长 79.89%。截至 2021 年 3 月末，公司全部债务 573.73 亿元，较上年末增长 39.67%。公司债务负担持续加重，面临一定的集中偿付压力。

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)	55.20	58.46	88.27	117.35
资产总额(亿元)	479.44	642.18	1094.43	1293.65
所有者权益(亿元)	273.36	326.50	513.71	510.24
短期债务(亿元)	108.54	150.23	153.65	219.40
长期债务(亿元)	18.39	49.60	257.10	354.32
全部债务(亿元)	126.93	199.83	410.76	573.73
营业收入(亿元)	690.63	820.51	1098.25	292.38
利润总额(亿元)	29.91	64.31	61.64	5.99
EBITDA(亿元)	46.02	83.13	103.87	/
经营性净现金流(亿元)	33.37	44.37	56.58	-34.26
营业利润率(%)	8.53	11.89	10.45	8.38
净资产收益率(%)	9.96	18.93	11.38	/
资产负债率(%)	42.98	49.16	53.06	60.56
全部债务资本化比率(%)	31.71	37.97	44.43	52.93
流动比率(%)	73.61	65.58	91.03	102.78
经营现金流流动负债比(%)	18.07	16.94	17.73	/
现金短期债务比(倍)	0.51	0.39	0.57	0.53
EBITDA利息倍数(倍)	10.14	14.31	7.59	/
全部债务/EBITDA(倍)	2.76	2.40	3.95	/
公司本部				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额(亿元)	281.80	372.11	731.93	790.16
所有者权益(亿元)	123.44	119.74	209.95	200.00
全部债务(亿元)	58.96	74.07	129.29	199.82
营业收入(亿元)	5.53	7.56	7.25	2.64
利润总额(亿元)	10.55	2.06	7.07	-1.47
资产负债率(%)	56.20	67.82	71.31	74.69
全部债务资本化比率(%)	32.32	38.22	38.11	49.98
流动比率(%)	129.74	121.70	142.37	147.06
经营现金流流动负债比(%)	1.45	0.36	0.91	/

注: 1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异, 系四舍五入造成; 除特别说明外, 均指人民币; 2. 本报告将其他应付款和其他流动负债中的债务部分计入短期债务核算, 将长期应付款计入长期债务核算; 3. 2021年1-3月财务数据未经审计, 相关指标计算未年化; 4. 除2018和2019年外, 本报告财务数据均使用期末数据

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	2021/03/12	刘丽红 李敬云	<a href="#">一般工商企业信用评级方法(V3.0.201907)</a> <a href="#">一般工商企业主体信用评级模型(V3.0.201907)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA	稳定	2016/07/11	谭心远 姜帆	<a href="#">联合资信工商企业主体评级方法(2013年)</a> <a href="#">工商企业信用评级模型(2016年)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA+	稳定	2013/06/09	张丽 苏薇	<a href="#">联合资信工商企业主体评级方法(2013年)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA	稳定	2011/05/25	啜春璐 常丽娟	--	<a href="#">阅读全文</a>
AA-	稳定	2009/11/17	啜春璐 常丽娟 张璞	--	<a href="#">阅读全文</a>

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次（期）债项，有效期为本次（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：

  
联合资信评估股份有限公司



# 新希望六和股份有限公司

## 2021 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）

### 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 年末，公司股本总额为 45.06 亿股，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 25.08% 的股份，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 29.49% 的股份，为公司控股股东；刘永好先生为公司实际控制人。截至 2021 年 3 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 2021 年 3 月末，公司根据经营需要将管理单元分为本部职能线路、战略业务单元（BU）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、

食品产业发展指挥部、猪产业发展指挥部和合伙人片区（见附件 1-2）。截至 2020 年末，公司在国内外共拥有 757 家子公司，拥有在职员工 9.60 万人。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 1094.43 亿元，所有者权益 513.71 亿元（含少数股东权益 115.25 亿元）；2020 年，公司实现营业收入 1098.25 亿元，利润总额 61.64 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 1293.65 亿元，所有者权益 510.24 亿元（含少数股东权益 118.96 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 292.38 亿元，利润总额 5.99 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、本期可续期公司债券概况及募集资金用途

##### 1. 本期债券概况

本期债券名称为“新希望六和股份有限公司 2021 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第一期）”（简称“本期债券”），发行规模不超过 10 亿元（含）。本期债券面值 100 元，按面值平价发行。

本期债券分两个品种，品种一的基础期限为 1 年，品种二的基础期限为 2 年。在约定的基础期限期末及每个续期的周期末，公司有权行使续期选择权，按约定的基础期限延长 1 个周期；公司不行使续期选择权则全额到期兑付。

**续期选择权：**本期债券品种一以每 1 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期，或选择在该周期末到期全额兑付本期债券；本期债券品种二以每 2 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期，或选择在该周期末到期全额兑付本期债

券。公司和主承销商将根据网下申购情况决定是否行使品种间回拨选择权。

**债券利率及其确定方式：**本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向专业投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加300个基点。

**递延支付利息选择权：**本期债券附设公司递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。

**强制付息事件：**付息日前12个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。

**利息递延下的限制事项：**若公司选择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向普通股股东分红；（2）减少注册资本。

**赎回选择权：**公司在满足以下两种情况之一时，可以赎回本期债券：（1）公司由于法律法规改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回；（2）根据相关会计准则规定，公司将本期债券计入权益，若未来因企业会

计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司发行的普通债券和其他债务。

本期债券无担保。

## 2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金拟用于偿还公司有息债务。

## 三、宏观经济和政策环境分析

### 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1 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年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。

#### 四、行业分析

##### 1. 饲料行业

###### (1) 行业概况

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。

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。

我国饲料行业起步于20世纪70年代，经跨越式发展，2011年我国饲料总产量跃居世界第一位。截至2020年末，我国饲料行业不仅形成了年产值近万亿的饲料工业体系，也已进入了行业生命周期的成熟期。根据2020年的情况来看，饲料总产量中，肉禽饲料约占38%，猪饲料约占32%，蛋禽饲料约占14%，水产、反刍等其他饲料占比均在10%以下。

2018—2020年，我国饲料工业产值分别为7869.00亿元、7097.70亿元和8445.90亿元，年均复合增长3.60%，其中2019年同比下降9.80%主要系上年养殖行业景气度低迷叠加非洲猪瘟冲击下，畜禽存栏数量减少所致。受畜禽养殖周期波动和动物性食品需求较稳定的综合影响，我国饲料行业整体呈现一定的弱周期性，其周期一般滞后于畜禽养殖周期半年到一年左右。

###### (2) 行业上下游情况

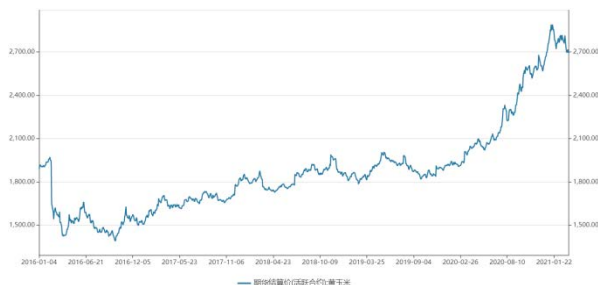
###### 饲料行业上游

饲料行业的上游主要为玉米和豆粕等饲料原料。玉米主要来自国内种植，供给有保障，但

近三年尤其是2020年以来价格迅速攀升，主要系生猪产能不断恢复玉米需求增加、种植面积小幅下降以及天气等原因所致。豆粕依赖国外进口，2020年价格涨幅较大，主要系2020年第四季度生猪产能恢复提振需求、拉尼娜等极端天气影响美洲大豆生产等因素所致。预计后续玉米和豆粕价格仍将维持高位。

饲料行业所需玉米主要来自国内，进口占比较小。我国每年玉米产量较为稳定，维持在2.6亿吨左右（其中60%~70%用作饲料原料），但价格受农产品价格保护政策影响。2016年，我国在主产区取消玉米临时收储政策（托底收购），玉米价格降至近年来的最低点。2017年起，玉米价格走势进入价格和补贴分离的政策改革期，玉米市场化改革进一步深入，玉米市场价格重心上移。2018—2020年末，我国黄玉米期货结算价（活跃合约）分别为1864.00元/吨、1911.00元/吨和2737.00元/吨，其中2020年末较上年末增长43.22%，主要系生猪产能不断恢复玉米需求增加、种植面积小幅下降以及天气等原因所致。2021年第一季度，我国黄玉米期货结算价（活跃合约）基本维持在2700元/吨的高位。预计后续随着进口玉米增加、国产玉米轮作种植面积扩大，我国玉米价格中枢的上行态势将减缓，但仍将维持高位。

图1 2016年以来我国黄玉米期货结算价走势  
(单位：元/吨)



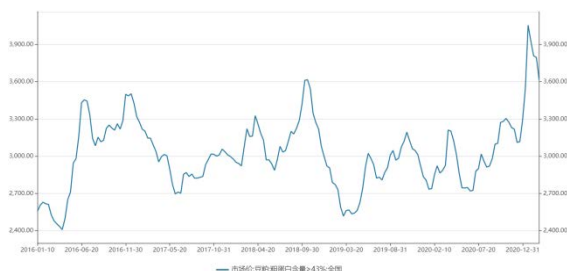
资料来源：Wind，联合资信整理

饲料行业所需豆粕的供需结构由国外进口大豆的供需结构决定。近年来我国大豆的进口依存度近85%。从进口来源来看，我国每年需要0.8~1亿吨大豆，80%~90%的进口大豆来自巴西、美国 and 阿根廷，以巴西为主。近年来，巴西、美国 and 阿根廷三国大豆年度产量保持在2

亿吨以上,对我国大豆需求形成供给保障,但大豆价格及后续豆粕价格受贸易摩擦、国际政治等因素的影响较大。2018—2020年末,我国豆粕(粗蛋白含量≥43%)市场价有所上涨,分别为2921.90元/吨、2834.50元/吨和3291.80元/吨,其中2020年末较上年末增长12.66%,主要系2020年第四季度生猪产能恢复提振需求、拉尼娜等极端天气影响美洲大豆生产等因素所致。2021年第一季度,受南美大豆产量基本确定影响,我国豆粕(粗蛋白含量≥43%)市场价格呈现冲高回落态势。预计后续随着国内生猪、肉禽养殖持续恢复,豆粕的价格重心仍将维持高位,并存在进一步抬升的可能。

图2 2016年以来我国豆粕市场价走势

(单位:元/吨)



资料来源:Wind, 联合资信整理

### 饲料行业下游

饲料行业下游为生猪和肉鸡养殖,详见本报告行业分析部分“2. 生猪养殖行业”。

#### (3) 行业竞争

**饲料行业属于垄断竞争市场,市场集中度处于动态提升进程中。行业内企业竞争优势主要包括产品品质、服务能力、资金优势和研发能力等。**

饲料行业下游客户主要为畜禽养殖户。改革开放以来,我国畜禽养殖整体呈现地域分散、家庭作业、规模较小和养殖品种繁多的特征,进而导致饲料行业对下游议价能力尚可,整体容量较稳定。但由于饲料产品有一定的同质度,饲料行业属于垄断竞争市场。2020年,饲料行业市场集中度指标CR3不到20%。随着我国饲料行业步入成熟期,行业内部竞争激烈化,行业内小微企业试图转型、龙头企业开展并购,市场集

中度处于动态提升进程中。

猪饲料市场竞争格局方面,按照销量可以划分为三个梯队:其中第一梯队的代表企业是双胞胎(集团)股份有限公司和正邦集团有限公司等,猪饲料销量超过600万吨;第二梯队的代表企业是唐人神集团股份有限公司以及北京大北农科技集团股份有限公司,猪饲料销量在200万吨以上;第三梯队的代表企业是湖南正虹科技发展股份有限公司以及深圳市金新农科技股份有限公司等。

禽饲料市场竞争格局方面,第一梯队以新希望六和为代表,禽饲料销量超1000万吨;第二梯队以温氏食品集团股份有限公司为代表,禽饲料销量超500万吨;其余的企业可以归入第三梯队,代表企业为禾丰食品股份有限公司。

饲料企业的竞争优势主要包括产品品质、服务能力、资金优势和研发能力等。第一梯队企业无论是产品品质、品牌效应、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;第二梯队一般由于产品品质较好、服务能力突出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;第三梯队企业除发展空间有限等情形外,也有可能是处于快速成长期所致。

由于饲料产品存在运输半径、地域性等特性,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

**国家政策支持饲料行业健康发展,行业政策环境良好。近年来针对饲料行业的政策主要集中在“禁抗”方面。**

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。具体到饲料行业,近年来的政策聚焦在“禁抗”方面,并已启动了退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂的相关行动。



表 2 近年来饲料行业最新相关政策

日期	政策文件	发文机关	内容
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草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
2019年7月	中华人民共和国农业农村部公告第194号	农业农村部	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（中药类除外）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，养殖业易随畜禽价格、国内外消费市场及动物重大疫病而波动。下游养殖行业产品价格、销售量的波动，将直接传导至饲料行业。

**环保压力。**饲料行业属于高污染行业，生产过程中除涉及废气和废渣外，还有粉尘排放、气味污染和噪声污染。需关注当前形势下，环境成本引致的运营成本增加。

### （6）未来发展

**饲料需求有望整体保持小幅增长。**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。2020年，我国生猪出栏5.27亿头，存在供需缺口。随着生猪产能恢复进程，我国饲料下游需求有望整体保持小幅增长。

**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。

**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，为规模养殖企业提供专业饲料业务，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。

**在细分领域存在渐进性创新的机会。**尽管饲料行业整体进入成熟阶段，但在一些细分领域，仍然存在着渐进性创新的机会。如在产品上，以微生物发酵技术为核心的生物环保型饲料的发展，以及在各个品类上都存在的根据饲喂阶段越来越细分的料种。在生产上，由于物流变得更加高效便利，能够支撑更大范围的运输，也使得更大产能的单厂越来越多，通过更集中的规模化生产提升效率，同时也可以通过专业化车间或专业化生产线提升品质。

## 2. 生猪养殖行业

### （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 12%，集中度仍比较低，导致其具有较大的周期波动性。

我国生猪养殖古已有之，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 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

2018 年，生猪养殖景气度低，非洲猪瘟爆发，我国生猪养殖户加速出栏、减少补栏。2019 年，我国能繁母猪和生猪存栏见底后，生猪养殖景气度大幅提升。2020 年，尽管得益于高景气度、生猪存栏有所增加，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。

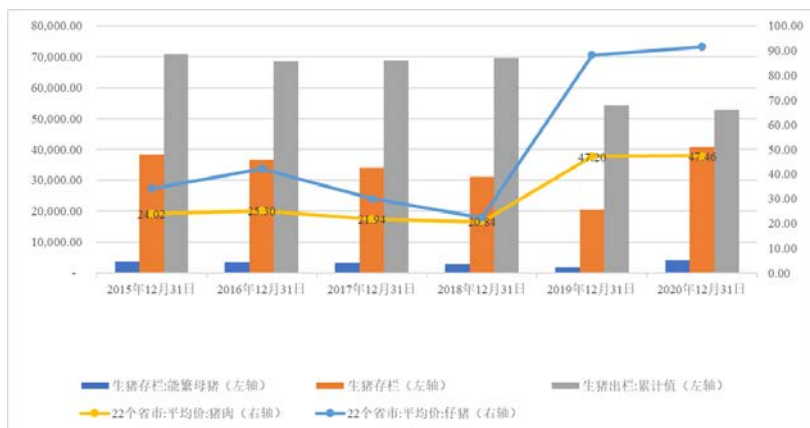
生猪养殖的基础产能指标为能繁母猪。根

据中国政府网公布数据，2018—2020 年末，我国能繁母猪存栏量分别为 2988 万头、2045 万头和 4161 万头，年均复合增长 18.01%，其中 2019 年较上年末下降 31.56% 主要系上年生猪养殖景气度低叠加非洲猪瘟、养殖户加速出栏减少补栏影响所致，2020 年末在行业高景气度带动下存栏数较上年末大幅增长 103.47%，已超 2015—2017 年间的平均水平。然后，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，2018—2020 年末，我国生猪存栏量分别为 3.11 亿头、2.05 亿头和 4.07 亿头，年均复合增长为 14.31%，其中 2019 年末较 2018 年末下降 34.16%，2020 年末较 2019 年末增长 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，2018—2020 年，我国生猪出栏头数持续下降，分别为 6.94 亿头、5.44 亿头、5.27 亿头，年均复合下降 12.86%，其中 2019 年同比下降 21.57% 主要系能繁母猪存栏减少叠加非洲猪瘟影响所致，2020 年同比下降 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 3 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醒需求，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。

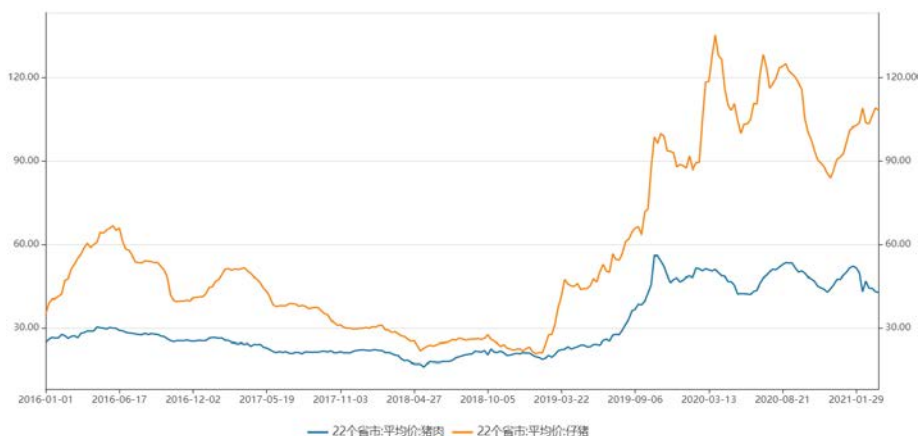
生猪养殖行业上游主要为饲料行业，详见本报告行业分析部分“1. 饲料行业”。下游主要是居民肉食消费需求。根据世界经合组织与联合国粮农组织（OECD-FAO）联合发布的 2020 年农业展望报告，我国对猪肉的人均年度消费量为 24.37 千克，而且在猪肉比价较低时存在对猪肉消费的明显偏好。因此，在我国饮食和烹饪体系下，猪肉消费为刚性需求，供给端基本决定了猪肉价格。

2018—2020 年末，受生猪产能大幅波动影响，我国 22 个省市猪肉均价大幅上涨，分别为 20.84 元/千克、47.20 元/千克和 47.46 元/千

克，年均复合增长 50.91%。其中，由于同期生猪出栏数量下降 21.57%，2019 年末猪肉均价较上年末增长 126.49%。

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 4 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

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。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

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。

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。

## 五、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2020年末，公司股本总额为45.06亿股，其中新希望集团直接持有公司25.08%的股份，通过南方希望间接持有公司29.49%的股份，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，行业地位突出，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2020年末，公司拥有3972.00万吨/年的饲料产能，是国内第一、世界第二的饲料生产商。此外，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。截至2020年末，公司生猪养殖产能为2500万头。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

公司品牌知名度很高。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。公司先后被授予农业产业化国家重点龙头企业、中国制造业企业500强、全国食品放心企业、全国肉类工业最具影响力品牌等荣誉称号。

### (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合作培育的具有完全知识产权的“中新瘦肉型北京鸭”，各项生产指标均达国际先进水平。生猪养殖方面，公司PSY保持在24左右，高于国内平均水平。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。在To C端，公司入驻沃尔玛、大润发、永辉、家乐福、盒马、物美、麦德龙等全国性重点商超。近年来，公司还与京东、阿里、

美团等平台展开合作，布局新零售业态。

### (5) 产业链一体化优势

公司已形成含饲料生产与销售、畜禽养殖、屠宰及肉制品加工、渠道销售为一体的合理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、食品安全风险把控、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2021年3月末，公司共有董事8人（其中独立董事3人），监事4人，非董事高级管理人员7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，任原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，任原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年末，公司的员工人数为9.60万人，具体构成情况如下表所示。公司员工岗位以生产人员为主，教育经历中本科及以上占比较高。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。

表3 截至2020年末公司员工构成情况  
(单位：人、%)

按工作岗位		
构成类别	人数	占比
生产人员	50478	52.59
销售人员	13092	13.64



技术人员	6418	6.69
财务人员	7269	7.57
行政人员	4570	4.76
其他人员	14166	14.76
<b>按教育程度</b>		
<b>教育类别</b>	<b>人数</b>	<b>占比</b>
本科以上	4848	5.05
本科	26495	27.60
专科	20425	21.28
其他	44225	46.07
<b>合计</b>	<b>95993</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司年报

#### 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2019年4月1日以前适用的增值税率为10%，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%（小规模纳税人）或9%、13%（一般纳税人）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日起，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。

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2021年5月10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等形式民主选举产生。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）行使的职能主要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2021年3月末，公司根据经营需要将管理单元分为本部职能线路、战略业务单元（BU）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、食品产业发展指挥部、猪产业发展指挥部和合伙人片区。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

**2018—2020年，公司营业收入主要来自饲料、猪产业和禽产业。在猪产业和饲料业务扩张带动下，公司营业收入逐年增长，综合毛利率波动提升。公司营业收入主要来自于国内。**

公司业务包括饲料、禽产业、猪产业和食品等。2018—2020年，公司营业收入逐年增长，分别为690.63亿元、820.51亿元和1098.25亿元，年均复合增长26.10%，主要系猪产业和饲料业务规模扩大所致。同期，公司利润总额波动增长，分别为29.91亿元、64.31亿元和61.64亿元，年均复合增长43.57%，主要系高毛利的猪产业占比上升所致。

表4 2018—2020年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018年			2019年			2020年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
饲料	394.19	57.07	7.62	424.31	51.72	8.10	516.46	47.03	7.22
禽产业	186.47	27.00	8.54	213.59	26.03	10.65	183.79	16.73	4.94
猪产业	32.25	4.67	16.23	74.87	9.12	38.53	247.77	22.56	23.13
食品	54.35	7.87	12.92	71.49	8.71	13.47	88.45	8.05	10.85
商贸	17.03	2.47	7.98	28.53	3.48	5.66	55.79	5.08	2.51
其他	6.34	0.92	11.69	7.72	0.94	23.10	5.99	0.55	30.79
<b>合计</b>	<b>690.63</b>	<b>100.00</b>	<b>8.73</b>	<b>820.51</b>	<b>100.00</b>	<b>12.07</b>	<b>1098.25</b>	<b>100.00</b>	<b>10.61</b>

注：其他业务包括饲料等机械设备的生产销售，鸭毛、鸭绒、羽绒制品的加工销售、包装材料的生产销售等

资料来源：公司提供

从收入构成来看，2018—2020年，公司主营业务收入占营业收入的比重均超99%，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，2018—2020年，饲料业务收入逐年增长，年均复合增长14.46%，主要系禽养殖产能扩张，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，维持在50%左右。2018—2020年，禽产业收入较为稳定，其中2019年同比增长14.54%，主要系禽产品售价上升所致，2020年同比下降13.95%，主要系新冠疫情

影响下餐饮市场低迷，禽产品销售均价同比下降所致；禽产业占营业收入的比重不断下降至16.73%。2018—2020年，猪产业收入逐年增长，年均复合增长177.18%，主要系公司大力发展生猪养殖，且受益于2019年以来上行的猪周期，生猪销售量价齐升所致；猪产业占营业收入的比重大幅上升至22.56%。2018—2020年，食品业务收入逐年增长，年均复合增长27.57%，主要系公司优化销售渠道后，相关产品销量增长所致；食品业务占营业收入的比重维持在8%左右。

商贸业务主要为饲料原材料贸易，2018—2020年，商贸业务收入逐年增长，但占营业收入比重持续较小。

从毛利率水平看，2018—2020年，饲料业务的毛利率受原材料价格影响有所波动，但维持在7%以上。2018—2020年，禽产业的毛利率受2019年售价上涨和2020年疫情冲击影响大幅波动。2018—2020年，受猪周期影响，猪产业的毛利率于2019年大幅上升至38.53%，并于2020年因外购仔猪与母猪增加、非洲猪瘟影响下降至23.13%。2018—2020年，食品业务的毛利率维

持在10%以上，其中2020年同比下降2.62个百分点主要系原料猪肉价格上涨所致。2018—2020年，商贸业务和其他业务的毛利率波动较大，主要系收入结构变化所致。受上述因素综合影响，2018—2020年，公司综合毛利率波动提升，分别为8.73%、12.07%和10.61%。

从公司产品销售的区域分布来看，2018—2020年，公司以国内销售收入为主，占比维持在90%左右；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 2018—2020 年公司营业收入分布区域（单位：亿元、%）

区域	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
国内	624.39	90.41	729.56	88.92	986.36	89.81
国外	66.24	9.59	90.95	11.08	111.89	10.19
合计	690.63	100.00	820.51	100.00	1098.25	100.00

资料来源：公司提供

## 2. 饲料

2018—2020年，公司主要原材料采购量逐年增长，玉米和小麦的采购价格逐年上涨，豆粕价格存在上涨的可能，公司面临一定的成本控制压力。公司饲料生产规模大，产能利用率较好。公司饲料销售以经销为主，其中禽饲料销量和均价均逐年上升，猪饲料销量和均价波动上升。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，包括总部集采、总部与区域协采和区域自采。饲料BU设有饲料原料采购委员会，决定各原料品种的采购模式。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构成采购执行体系。采购执行包括三种模式：一是基于“以销定产、以产定采”的“正常采购”；二是“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开展的“冬储采购”。

公司饲料板块采购的主要的原材料为玉米、

豆粕和小麦（在玉米价格上涨时做替代），2021年第一季度占饲料成本的比例分别为37%、20%和14%。

采购量方面，2018—2020年，公司主要原材料采购量逐年增长，年均复合增长17.03%。玉米和小麦合计采购量的三年复合增速为15.55%，豆粕采购量的三年复合增速为25.72%。2018—2020年，公司赖氨酸和蛋氨酸采购量均逐年增长，年均复合增速分别为20.30%和71.65%。受产品结构和比价替代影响，2018—2020年，公司花生粕采购量有所波动，年均复合增长5.55%；棉粕采购量持续下降，年均复合下降31.03%。

采购价格方面，能量类原料方面，2018—2020年，玉米采购均价逐年上涨，年均复合增长6.25%。其中，2020年玉米采购均价同比上涨12.64%，主要系生猪产能不断恢复玉米需求增加、种植面积小幅下降以及天气等原因所致。2018—2020年，小麦采购均价逐年上涨，年均复合增长9.61%。

蛋白类原料方面，2018—2020年，豆粕采购均价波动下降，年均复合下降3.35%。花生粕和



豆粕近三年采购均价也较为稳定。

添加剂方面，赖氨酸和蛋氨酸由于国内产能充足，近三年价格出现不同程度下降。整体看，公司面临成本占比较大的玉米、小麦价格上涨

风险。且随着国内生猪、肉禽养殖持续恢复，豆粕的价格重心仍将维持高位，后期存在进一步抬升的可能，对公司成本控制形成一定压力。

表 6 2018—2020 年公司饲料业务主要原材料采购情况（单位：万吨、元/吨、亿元）

类别	2018 年			2019 年			2020 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	693.94	1932.84	134.13	735.73	1937.01	142.51	818.32	2181.85	178.55
豆粕	175.31	3264.72	57.23	188.20	2950.00	55.52	277.08	3049.37	84.49
花生粕	16.22	2817	4.57	12.60	2880.00	3.63	18.07	3078.47	5.56
赖氨酸	9.19	4645.64	4.27	12.50	4221.28	5.28	13.30	4491.85	5.97
棉粕	12.32	2897.18	3.57	7.07	2851.00	2.02	5.86	3093.57	1.81
蛋氨酸	1.12	18534.52	2.08	1.87	16930.00	3.17	3.30	16548.22	5.46
小麦	10.30	1972.31	2.03	29.00	2060.00	5.97	122.02	2369.58	28.91
合计	918.40	--	207.88	986.97	--	218.09	1257.95	--	310.76

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。

表 7 2020 年公司前五大供应商情况  
(单位：亿元、%)

序号	供应商名称	采购额	占年度采购总额比例
1	益海嘉里金龙鱼粮油食品股份有限公司	31.32	3.11
2	牧原食品股份有限公司	23.68	2.35
3	中粮集团有限公司	22.85	2.27
4	山东泰山粮食储备集团有限公司	15.77	1.56
5	泰安市国友粮食储备有限公司	14.76	1.46
合计	--	108.37	10.75

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：公司年报

采购集中度方面，2018—2020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62.36亿元、69.09亿元和108.37亿元，占当年采购总额的比例分别为9.65%、9.00%和10.75%，集中度不高，也不存在对单一供应商的依赖。

## (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2020年末，公司

拥有饲料年产能3972.00万吨（国内占比约85%），所辖饲料厂散布国内主要区域，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。

公司饲料产品大致分为猪饲料、禽饲料、水产料和其他料四类，产线共用性较强，公司按照综合产能进行统计。2018—2020年末，饲料产能逐年增长，分别为3573.99万吨/年、3600.00万吨/年和3972.00万吨/年，年均复合增长5.42%，主要系公司推动饲料工厂布局和产能的优化调整，淘汰落后产能，改造升级或新建大产能工厂所致。2018—2020年，在销量增长带动下，公司饲料产量逐年增长，分别为1714.80万吨、1870.00万吨和2373.00万吨，年均复合增长17.64%；产能利用率逐年提升，分别为47.98%、51.94%和

59.74%。结合行业情况，公司产能利用率较好。

表 8 2018—2020 年公司饲料业务产能及产量利用情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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
合计	3573.99	1714.80	47.98	3600.00	1870.00	51.94	3972.00	2373	59.74

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，2020年占比约75%。

销售结构方面，公司销售饲料产品主要是禽饲料和猪饲料。2020年，按销量计算，公司饲料产品主要包括禽饲料（占64.38%）、猪饲料（占28.05%）和水产料（占5.48%）。

销量方面，2018—2020年，三类饲料销量均有所增长。在“做大养猪”战略引导和生猪存栏

量双重影响下，猪饲料销量波动增长，年均复合增长23.50%；禽饲料销量逐年增长，年均复合增长18.91%；水产料销量逐年增长，年均复合增长11.18%；其他料销量占比较小。

公司饲料产品基本采用成本加成法定价。销售价格方面，2018—2020年，禽饲料销售均价逐年上涨，年均复合增长2.80%。猪饲料和水产料的销售均价波动上升，年均复合增幅分别为1.70%和0.50%。但2020年以来，受原料端价格上行压力影响，猪饲料和水产料销售均价的同比增幅分别为6.25%和4.01%。

产销率方面，2018—2020年，公司饲料产品产销率均保持在99%以上。

表 9 2018—2020 年公司饲料业务主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

类别	2018 年		2019 年		2020 年	
	销量	销售均价	销量	销售均价	销量	销售均价
猪饲料	439.97	2888.71	398.00	2812.13	671.00	2987.86
禽饲料	1089.12	2511.42	1319.00	2536.00	1540.00	2654.08
水产料	105.97	3558.41	119.00	3455.42	131.00	3593.98
其他料	68.81	3392.25	36.00	5216.33	49.00	--
合计	1703.87	--	1872.00	--	2392.00	--

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

2018—2020年，公司的鸡一体化业务产能、产量和销量均呈增长趋势。鸭一体化业务产能逐年下降，产量较为稳定，销量逐年下降。2020年以来，受新冠肺炎疫情疫情影响餐饮市场，公司禽产品的销售价格均呈不同程度下跌。

#### （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，主要生产基地在山东省。

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。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。

2018—2020年，鸡一体化业务产能有所增长，年均复合增长1.61%；产量逐年增长，年均复合增长11.02%。2018—2020年，受关闭落后产能影响，鸭一体化业务产能逐年下降，年均复合下降5.00%；产量有所波动但整体稳定。2018—2020年，禽产业板块的产能利用率逐年提升。

表 10 2018—2020 年公司禽产业板块产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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	84.21	66.24	78.66	86.95	72.77	83.69	86.95	81.65	93.90
鸭一体化	140.79	110.74	78.66	127.10	109.41	86.08	127.06	112.06	88.19
合计	<b>225.00</b>	<b>176.98</b>	<b>78.66</b>	<b>214.05</b>	<b>182.19</b>	<b>85.14</b>	<b>214.01</b>	<b>193.71</b>	<b>90.51</b>

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。

2018—2020年，鸡一体化业务销量逐年增长，年均复合增长10.40%。销售均价方面，2019年受非瘟疫情影响鸡肉替代需求上升，鸡一体化业务销售均价同比上涨20.40%；2020年受新冠肺炎疫情影响餐饮市场低迷，鸡一体化业务销售均价同比下降19.01%。

2018—2020年，鸭一体化业务销量逐年下降，年均复合下降3.67%。销售均价在2018—2019年较为稳定，2020年受新冠肺炎疫情影响同比下降6.14%。

2018—2019年，禽产业板块产销率较为稳定，保持在100.00%左右。2020年，受疫情影响小幅下降至95.88%。

表 11 2018—2020 年公司禽板块主要产品销售情况（单位：万吨、元/吨、%）

项目	2018			2019			2020		
	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	67.03	9859.63	101.19	72.52	11871.22	99.65	81.70	9614.44	100.06
鸭一体化	112.10	9150.60	101.23	108.56	9057.36	99.22	104.03	8500.88	92.84
合计	179.13	--	101.21	181.07	--	99.39	185.73	--	95.88

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，2018—2020年，公司前五大客户大部分来自禽产业板块；销售额分别为18.80亿元、20.80亿元和36.61亿元，占同期销售总额比例分别为2.72%、2.54%和3.33%，客户集中度很低。

表 12 2020 年公司前五大客户情况（单位：亿元、%）

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
1	华宝食品股份有限公司	否	10.73	0.98
2	山东龙大肉食品股份有限公司	否	10.19	0.93
3	上海六和勤强食品有限公司	是	7.04	0.64
4	河南双汇投资发展股份有限公司	否	5.43	0.49
5	河北灵熙食品有限公司	否	3.22	0.29
合计		--	36.61	3.33

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

公司猪产业主要为生猪养殖，是发展的战略重点。2018—2020年，公司生猪养殖产能年均复合增长1.50倍。截至2020年末，公司生猪养殖产能为2500万头/年。生猪产销量受制于先建种猪场再建育肥场，增速慢于产能。公司生猪产能利用率有待提升。此外，考虑到“公司+农户”模式固有缺陷，公司可能持续面临非洲猪瘟疫病风险。

##### （1）采购

公司的猪产业主要为生猪养殖，是重点发展板块。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繁育和商品猪育肥两部分。

在种猪繁育环节，公司现已建立PIC、海波尔双系种猪架构，并在全国具有养殖比较优势的区域积极布局种猪场。截至2020年末，公司储备了超过7000万头的产能布局<sup>1</sup>，自育肥产能接近400万头。截至2021年3月末，公司能繁母猪数量约110万头。

在商品猪育肥环节，公司在不同区域逐步建设育肥场。公司育肥场以“公司+农户”模式为主，2020年该模式出栏生猪占出栏总数的比例约90%。截至2020年末，公司有肥猪投放存栏

<sup>1</sup> 含已投入运营的种猪场，年产能已超 3000 万头；建设中的种猪场，年产能超 2500 万头；另有筹建中及已完成土地签约或储备的

项目产能超 1500 万头。



的合作放养农户为2240户，较上年末增长超16%。但随着2020年下半年以来，公司一体化自养产能的陆续竣工，预计一体化自养模式占比将逐步提升。公司未来将转为以一体化自养为主的育肥模式。

现阶段非洲猪瘟防控方面，公司对农户/家庭农场按照防控标准进行更加严格的管理。一是补贴、协助养户完成棚舍的改造升级，使养殖条件达到非洲猪瘟防控标准。二是对农户/家庭农场进行全流程的非洲猪瘟检测与监控，包括上猪前场地检测、运输车辆检测、供料饲料厂检测、物料检测，并形成了及时报告制度。三是根据防非要求全面升级生物资产及安全生产、兽药管理、环保管理等的执行标准。四是对农户反复培训宣贯，全面落实执行上述标准。尽管自2018年中非瘟爆发以来至2020年末，公司育肥成活率已恢复至近90%，但考虑到“公司+农户”

模式固有缺陷，公司可能持续面临非洲猪瘟疫病风险。

随着公司持续实施“做大养猪”战略，2018—2020年，公司生猪养殖产能逐年大幅增长，分别为400.00万头/年、993.51万头/年和2500万头/年，年均复合增长150.00%。生猪产量逐年大幅增长，年均复合增长63.55%。

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，育肥资源发展慢于种猪场建设，商品猪产出有时滞所致。受此影响，2018—2020年，公司生猪养殖产能利用率持续下行，分别为77.50%、43.69%和33.17%。

如后续猪周期下行或养殖资源发展持续滞后，公司将面临生猪产能利用率较低带来的养殖成本偏高、业务竞争力低下等问题。

表 13 2018—2020 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	2018 年			2019 年			2020 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	400.00	310.00	77.50	993.51	434.03	43.69	2500.00	829.25	33.17

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”，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。销售渠道有三个：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。

2018—2020年，随着大力发展生猪养殖，生猪销量逐年大幅增长，分别为310.00万头、434.03万头和829.25万头，年均复合增长63.55%。

销售价格方面，受2018年猪周期处于下行阶段、突发非洲猪瘟，2019年以来猪周期进入景气阶段影响，2018—2020年，生猪销售均价逐年上升，分别为12.72元/公斤、22.73元/公斤和34.39元/公斤，年均复合增长64.43%；产销率均为100.00%。2021年以来，随着国内生猪产能集中释放，猪价同比出现较大幅度的下降，公司猪产业盈利能力承压。

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 2018—2020 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	2018 年			2019 年			2020 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	310.00	12.72	100.00	434.03	22.73	100.00	829.25	34.39	100.00

资料来源：公司提供

## 5. 食品

2018—2020年，公司食品业务分两部分。屠宰分割业务产能有所增长，但收猪困难产量有

所下降。食品加工业务产能较稳定，但随着单品打造和渠道拓展，产销量逐年上升。公司食品销售均价均持续上涨。

(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。受2019年以来生猪供应偏紧、猪价上行影响，屠宰分割板块收猪困难，生食（猪产品）产销量有所下降。销售方面，公司持续优化渠道

结构，提高非批市渠道占比。截至2020年末，公司生鲜猪肉非批市渠道占比为40%。

2018—2020年，公司屠宰产能有所提升，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。生食（猪产品）产量逐年下降，年均复合下降22.97%。受此影响，屠宰分割的产能利用率持续下降。

表 15 2018—2020 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	2018 年			2019 年			2020 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）	52.25	27.89	53.38	55.38	23.40	42.25	55.38	16.55	29.88

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，受2019年以来收猪困难、产量不足影响，2018—2020年，生食（猪产品）的销量逐年下降，年均复合下降14.30%。销售均价逐

年大幅上升，年均复合增长55.46%。产销率在100%左右，易受冷冻存货的影响。公司屠宰分割业务销售结算周期约30天。

表 16 2018—2020 年公司屠宰分割业务主要产品销售情况（单位：万吨、万元/吨、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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）	27.83	1.32	99.78	23.26	2.14	99.40	20.44	3.19	125.52

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，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。

2018—2020年，公司肉制品和预制菜产品的产能较为稳定，产量逐年增长，年均复合增长10.21%；产能利用率持续上升。

表 17 2018—2020 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	2018 年			2019 年			2020 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	20.68	15.43	74.61	21.12	17.79	84.23	21.12	18.74	88.73

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。2018—2020年，肉制品和预制菜销量逐年上升，年均复合增长20.34%，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。

受原材料成本上升影响，食品加工业务销售均价逐年上升，年均复合增长6.34%。

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 2018—2020 年公司食品加工业务主要产品销售情况（单位：万吨、万元/吨、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 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	14.97	1.53	97.02	17.66	1.58	99.26	21.68	1.73	115.69

注：表中数据为合并抵消前的数据

资料来源：公司提供

## 6. 海外情况

公司海外业务现阶段以饲料为主，将逐步布局养殖和食品业务。2020年初爆发的新冠肺炎疫情对公司海外业务有一定影响。

海外业务属于公司的战略业务，现阶段以饲料板块为主，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，生产经营主要集中于东南亚区域。2020年初爆发的新冠肺炎疫情对公司海外业务有一定影响，但公司采取各类措施控制并消除疫情影响。

2018—2020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66.24亿元、90.95亿元和111.89亿元，年均复合

增长29.97%；占营业收入的比例大致在10%。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

2018—2020年，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。截至2020年末，公司在新希望财务有限公司的存款余额为48.50亿元，贷款余额0.42亿元。联合资信将持续关注财务公司对公司资金的占用情况。

公司的关联交易事项主要为与控股股东及其子公司等发生的关联采购、关联销售以及日常性经营资金往来。

表 19 2018—2020 年公司关联交易及关联往来情况（单位：亿元、%）

年度	关联采购		关联销售		财务公司存贷款		关联往来款	
	采购金额	占采购总额比例	销售金额	占销售总额比例	存款余额	贷款余额	关联应收	关联应付
2018 年	0.82	0.13	9.64	1.40	34.97	2.05	1.32	5.36
2019 年	7.96	1.04	10.61	1.30	36.49	0.66	1.67	3.33
2020 年	27.02	2.68	11.87	1.08	48.50	0.42	2.52	11.71

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020年，公司关联采购和关联销售在同期采购总额和销售总额中的占比均较小，对公司经营及财务独立性影响较小。公司公告定价方式公允。

截至2020年末，公司应收账款、应收票据、预付款项、其他应收款、其他非流动资产和应收利息等科目中发生的应收关联方款项余额为2.52亿元。公司应付账款等科目中发生的应付关联方款项余额为11.71亿元。

截至2020年末，公司在新希望财务有限公司（以下简称“财务公司”）存款余额为48.50亿元，占同期货币资金余额比例为55.12%；贷款余额0.42亿元。联合资信将持续关注财务公司对

公司资金的占用情况。

## 8. 在建及拟建工程

公司在建和拟建项目主要围绕生猪养殖进行，尚需投资规模较大，面临一定的资金支出压力。

公司主要在建项目均与生猪养殖相关。养殖地点决策的关键因素包括拿地便利程度和产销回报测算，整体布局较为分散。截至2021年3月末，公司主要在建工程计划投资额为44.63亿元，已完成投资11.28亿元，未来尚需投资33.35亿元。



表 20 截至 2021 年 3 月末公司主要在建工程情况 (单位: 亿元)

序号	项目名称	总投资	已投资	投资计划		预计完工日期	建设内容
				2021 年 4-12 月	2022 年		
1	广东揭西赤告年出栏 50 万头生猪养殖项目	5.78	1.36	3.68	0.73	2021 年 6 月	猪舍及附属设施
2	福建漳州龙海东泗乡西岭村年出栏 30 万头生猪养殖项目	6.22	0.63	5.58	--	2021 年 8 月	猪舍及附属设施
3	四川盐源山门口年出栏 50 万头生猪养殖项目	9.00	2.27	6.73	--	2021 年 7 月	猪舍及附属设施
4	江苏徐州邳州占城镇毛山村年出栏 30 万头生猪养殖项目	6.00	2.06	3.94	--	2021 年 5 月	猪舍及附属设施
5	安徽五河长淮园艺场年出栏 30 万头生猪养殖项目	4.00	2.98	1.02	--	2021 年 8 月	猪舍及附属设施
6	山东利津李村屋子年出栏 30 万头生猪养殖项目	4.85	0.95	3.90	--	2021 年 10 月	猪舍及附属设施
7	天津滨海联盟年出栏 30 万头生猪养殖项目	4.60	0.20	4.41	--	2021 年 8 月	猪舍及附属设施
8	河北巨鹿项目年出栏 30 万头生猪养殖项目	4.18	0.82	3.36	--	2021 年 7 月	猪舍及附属设施
合计		44.63	11.28	32.62	0.73	--	--

资料来源: 公司提供

此外, 截至 2021 年 3 月末, 公司主要拟建项目尚需投资 55.47 亿元, 将在 2022 年之前完成投资, 主要投向生猪养殖项目 (覆盖祖代、父母代和自育肥各环节)。

根据公司 2021 年 5 月 10 日披露信息, 为应对猪周期下行, 公司 2021 年全年资本开支将从约 300 亿元下修并控制在 200 亿元以内。除自有资金和经营利润外, 上述资本开支的资金来源包括银行专项贷款、债券融资、产业基金合作等, 公司仍面临一定的资金支出压力。

后续随着在建项目逐步建成并达产, 公司猪产业板块产能将进一步增长, 综合实力有望进一步增强。

#### 9. 经营效率

2018—2020 年, 公司经营效率处于行业较高水平。

2018—2020 年, 公司销售债权周转次数整体稳定。受生猪养殖板块产能释放影响, 公司哺乳仔猪、保育仔猪、育肥猪的存栏量有所上升, 存货周转次数持续下降。公司总资产周转次数持续下降。

表 21 2018—2020 年公司经营效率指标 (单位: 次)

类别	2018 年	2019 年	2020 年
销售债权周转次数	116.04	103.22	118.82
存货周转次数	12.00	9.81	7.87
总资产周转次数	1.53	1.46	1.26

资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

与同行业其他企业相比, 公司经营效率仍处于行业较高水平。

表 22 2020 年同行业公司经营效率对比情况

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
正邦科技	197.63	4.11	1.09
大北农	23.32	6.05	1.06
唐人神	89.89	10.45	2.11
天邦股份	97.08	3.45	0.93
傲农生物	26.29	8.18	1.36
中位数	89.89	6.05	1.09
公司	124.84	7.87	1.26

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, 联合资信整理

#### 10. 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 2018—2020 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, 审计结论均为标准的无保留审计意见。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2021年1—3月财务报表未经审计。

合并范围变化方面, 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, 期末共包括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, 期末共包括573家子公司。2020年, 公司合并范围内新增子公司200家, 不再纳入合并范围的子公司16家, 期末共包括757家子公司。公司合并范围存在一定变动, 但主营业务未发生变化, 财务数据可比性较强。

截至2020年末, 公司合并资产总额1094.43亿元, 所有者权益513.71亿元(含少数股东权益115.25亿元); 2020年, 公司实现营业收入1098.25亿元, 利润总额61.64亿元。

截至2021年3月末, 公司合并资产总额1293.65亿元, 所有者权益510.24亿元(含少数股东权益118.96亿元); 2021年1—3月, 公司实现营业收入292.38亿元, 利润总额5.99亿元。

## 2. 资产质量

**2018—2020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。**

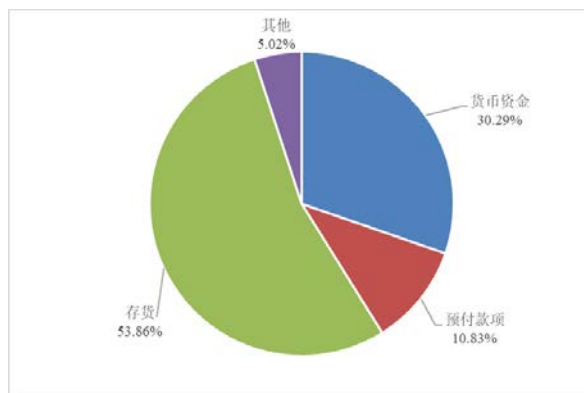
2018—2020年末, 公司资产规模持续增长, 年均复合增长51.09%。截至2020年末, 公司合并资产总额1094.43亿元, 较年初增长70.43%, 主要系非流动资产增加所致。其中, 流动资产占26.55%, 非流动资产占73.45%。公司资产以非流动资产为主。

### (1) 流动资产

2018—2020年末, 公司流动资产规模持续增长, 年均复合增长46.21%。截至2020年末, 公司流动资产290.54亿元, 较年初增长69.13%, 主要系货币资金、预付款项和存货增加所致。公司

流动资产主要由货币资金(占30.29%)、预付款项(占10.83%)和存货(占53.86%)构成。

图5 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

2018—2020年末, 公司货币资金持续增长, 年均复合增长27.05%。截至2020年末, 公司货币资金87.99亿元, 较年初增长52.31%, 主要系对外筹资增加所致。货币资金主要为银行存款(占90.42%)。货币资金受限比例为3.30%, 主要为各类保证金, 受限比例低。

2018—2020年末, 公司预付款项持续增长, 年均复合增长155.33%。截至2020年末, 公司预付款项31.47亿元, 较年初增长388.43%, 主要系预付饲料和猪产业所需的原材料款项所致。预付款项账龄集中在1年以内(占99.76%), 按预付对象归集的期末余额前五名占合计数的41.34%, 集中度较高。

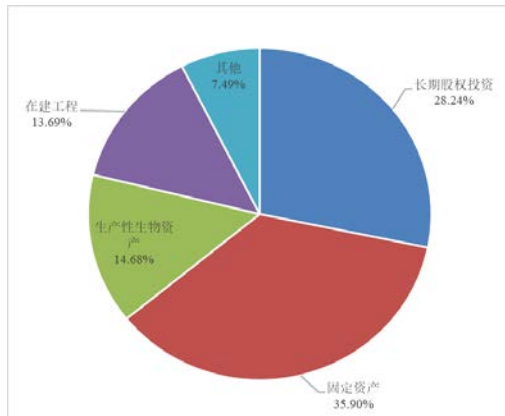
2018—2020年末, 公司存货持续增长, 年均复合增长70.32%。截至2020年末, 公司存货156.50亿元, 较年初增长68.14%, 主要系消耗性生物资产增加所致。存货主要由原材料(占27.87%)、库存商品(占20.87%)和消耗性生物资产(占48.24%)构成, 共计提跌价准备0.72亿元, 计提比例低。

### (2) 非流动资产

2018—2020年末, 公司非流动资产规模持续增长, 年均复合增长52.97%。截至2020年末, 公司非流动资产803.90亿元, 较年初增长70.90%, 主要系固定资产、生产性生物资产和在建工程大幅增加所致。公司非流动资产主要由长期股权投资(占28.24%)、固定资产(占35.90%)、生产性生物资产(占14.68%)和在

建工程（占13.69%）构成。

图 6 截至 2020 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

2018—2020年末，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长10.10%，主要系在权益法下确认对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”）的投资收益所致。截至2020年末，公司长期股权投资227.02亿元，较年初增长7.48%。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87.03%），公司未对民生银行的长期股权投资计提减值准备。

2018—2020年末，公司通过控股子公司新希望六和投资有限公司持有的民生银行股份数均为18.28亿股。截至2020年末，公司持有的民生银行股份无质押。2018—2020年，公司确认的对民生银行的长期股权投资收益分别为21.02亿元、22.47亿元和13.52亿元。同期公司取得投资收益收到的现金分别为1.73亿元、6.46亿元和7.30亿元。

2018—2020年末，公司固定资产持续增长，年均复合增长81.98%。截至2020年末，公司固定资产288.61亿元，较年初增长108.81%，主要系在建完工转入所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占58.55%）和机器设备（占35.87%）构成，累计计提折旧67.70亿元；固定资产成新率86.18%，成新率较高。

2018—2020年末，公司生产性生物资产持续增长，年均复合增长377.03%。截至2020年末，公司生产性生物资产117.98亿元，较年初增长369.91%，主要系种猪存栏增加所致。生产性生物资产均为畜牧养殖业，采用成本法计量；累计计提折旧10.48亿元，计提比例为8.16%。

2018—2020年末，公司在建工程持续增长，年均复合增长107.32%。截至2020年末，公司在建工程110.06亿元，较年初增长131.99%，主要系大幅增加生猪养殖设施建设所致。在建工程主要由养殖公司改扩建工程（占90.79%）构成。

截至2020年末，公司使用受限的资产账面价值共计14.92亿元，占资产总额的比例为1.36%，受限比例很低。

表 23 截至 2020 年末公司资产受限情况  
(单位：亿元、%)

受限资产名称	账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	2.90	0.27	购买期货、担保公司保证金、复垦保证金等
固定资产	2.34	0.21	用作长、短期借款抵押物
无形资产	0.62	0.06	用作长、短期借款抵押物
消耗性生物资产	0.41	0.04	用作短期借款抵押物
长期股权投资	8.65	0.79	用作长期借款质押物
合计	14.92	1.36	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2021年3月末，公司合并资产总额1293.65亿元，较上年末增长18.20%，流动资产和非流动资产均有所增加。其中，流动资产占29.96%，非流动资产占70.04%。公司资产结构较上年末变化不大，仍以非流动资产为主。

### 3. 资本结构

#### (1) 所有者权益

**2018—2020 年末，公司所有者权益逐年增长，未分配利润占比较高。**

2018—2020 年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长 37.09%。截至 2020 年末，公司所有者权益 513.71 亿元，较年初增长 57.34%，主要系资本公积和未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 77.57%，少数股东权益占比为 22.43%。在所有者权益中，实收资本、资本公积、其他权益工具和未分配利润分别占 8.77%、18.98%、3.88% 和 41.31%。截至 2020 年末，公司新增 19.92 亿元其他权益工具，主要为希望转债（1.92 亿元）和永续期贷款（18.00 亿元）。截至 2020 年末，公司少数股东权益为 115.25 亿元，较年初大幅增长 74.93%。



整体看，公司的所有者权益结构稳定性较弱。

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益 510.24 亿元，较上年末变化不大。

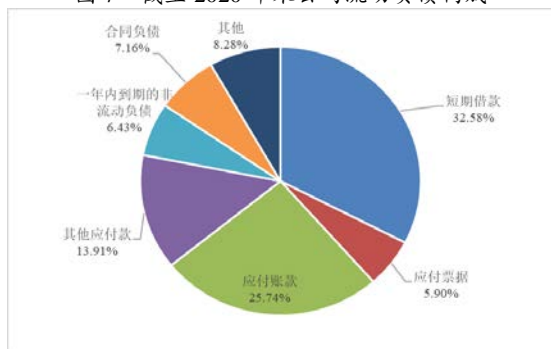
## (2) 负债

**2018 年以来，由于长、短期借款和应付债券迅速增加，公司负债和债务规模持续增长，债务结构不断优化，但债务负担持续加重，面临一定的集中偿付压力。**

2018—2020 年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长 67.87%。截至 2020 年末，公司负债总额 580.73 亿元，较年初增长 83.96%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占 54.96%，非流动负债占 45.04%。非流动负债占比上升较快，负债结构趋于均衡。

2018—2020 年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长 31.48%，主要系短期借款、应付账款和其他应付款增加所致。截至 2020 年末，公司流动负债 319.18 亿元，较年初增长 21.84%。公司流动负债主要由短期借款（占 32.58%）、应付票据（占 5.90%）、应付账款（占 25.74%）、其他应付款（占 13.91%）、一年内到期的非流动负债（占 6.43%）和合同负债（占 7.16%）构成。

图 7 截至 2020 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

2018—2020 年末，公司短期借款波动增长，年均复合增长 12.13%，主要系业务规模扩大、营运资金需求增加所致。截至 2019 年末，公司短期借款合计 136.21 亿元，较年初增长 64.67%。截至 2020 年末，公司短期借款 103.99 亿元，较年初下降 23.65%，主要系公司变更债务结构，偿还短期借款所致。公司短期借款主要为保证借款（占 23.36%）、信用借款（占 16.51%）和票据贴

现借款（占 57.39%）。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财务公司提前贴现。因具有融资性质，在合并报表上将应付票据结转到短期借款。

2018—2020 年末，公司应付票据波动增长，年均复合增长 81.90%。截至 2020 年末，公司应付票据 18.84 亿元，较年初增长 244.81%，主要系设备采购款与工程款增加，以及业务规模扩大所致。

2018—2020 年末，公司应付账款持续增长，年均复合增长 48.38%。截至 2020 年末，公司应付账款 82.15 亿元，较年初增长 65.42%，主要系设备采购款与工程款增加，以及业务规模扩大所致。

2018—2020 年末，公司其他应付款持续增长，年均复合增长 50.06%。截至 2020 年末，公司其他应付款 44.39 亿元，较年初增长 23.01%，主要系暂借新希望集团、南方希望等关联方资金增加所致。公司其他应付款主要由暂借款（占 22.08%）和各种暂收押金、保证金（占 66.18%）构成。

2018—2020 年末，公司一年内到期的非流动负债受长期借款到期规模影响波动增长，年均复合增长 1.20%。截至 2020 年末，公司一年内到期的非流动负债 20.52 亿元，较年初增长 141.30%，主要系一年内到期的长期借款规模增加所致。

截至 2019 年末，公司预收款项 13.47 亿元，较年初增长 71.50%。截至 2020 年末，公司新增合同负债 22.86 亿元，由报表项目预收款项转入，较年初增长 69.66%，主要系预收的水产饲料销售款增加所致。

2018—2020 年末，公司非流动负债持续增长，年均复合增长 249.15%。截至 2020 年末，公司非流动负债 261.54 亿元，较年初增加 207.82 亿元，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 87.56%）和应付债券（占 10.74%）构成。

2018—2020 年末，公司长期借款持续增长，

年均复合增长 254.41%。截至 2020 年末，公司长期借款 229.02 亿元，较年初增长 362.24%，主要系调整债务结构，新增长期借款用于固定资产投资所致；长期借款主要由保证借款（占 54.25%）和信用借款（占 37.09%）构成。从期限分布看，1~2 年内到期的长期借款 41.83 亿元，2~5 年到期的长期借款 145.94 亿元，5 年以上到期的长期借款 41.25 亿元。公司面临一定的集中偿付压力。

截至 2020 年末，公司新增应付债券 28.09 亿元，为希望转债(8.14 亿元)和中期票据(19.95 亿元)。

有息债务方面，2018—2020 年末，公司全部债务持续增长，年均复合增长 79.89%。截至 2020 年末，公司全部债务 410.76 亿元，较年初增长 105.55%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占 37.41%，长期债务占 62.59%，以长期债务为主，其中，短期债务 153.65 亿元，较年初增长 2.28%；长期债务 257.10 亿元，较年初增长 418.30%，主要系长期借款增加 179.47 亿元所致。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 53.06%、44.43% 和 33.35%，较年初分别提高 3.90 个百分点、6.47 个百分点和 20.17 个百分点。公司债务负担有所加重。

截至 2021 年 3 月末，公司负债总额 783.41 亿元，较上年末增长 34.90%，主要系非流动负债进一步增加所致。其中非流动负债占比由上年末的 45.04% 进一步上升至 51.87%。

图 8 2018—2020 年末及 2021 年 3 月末公司债务情况  
(单位：亿元、%)



资料来源：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 573.73 亿元，较上年末增长 39.67%，主要系长期借款增加所致，且短期借款也有所增加。债务结构方面，短期债务占 38.24%，长期债务占 61.76%，以长期债务为主。其中，短期债务 219.40 亿元，较上年末增长 42.79%，主要系短期借款增加 71.83 亿元所致。长期债务 354.32 亿元，较上年末增长 37.81%，主要系长期借款增加 77.21 亿元、应付债券增加 20.01 亿元所致。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 60.56%、52.93% 和 40.98%，较上年末分别提高 7.50 个百分点、8.50 个百分点和 7.63 个百分点。

整体看，截至 2021 年 3 月末，公司全部债务由 2018 年末的 126.93 亿元增加至 573.73 亿元，增量为 446.79 亿元。其中，短期借款增加了 93.11 亿元、应付票据增加了 14.15 亿元、长期借款增加了 287.99 亿元、应付债券增加了 48.10 亿元。公司债务负担不断加重。

#### 4. 盈利能力

**2018—2020 年，公司营业收入逐年增长，营业利润率波动上升，费用控制能力尚可。来自民生银行的投资收益波动下降，但仍对公司盈利形成重要支撑。**

2018—2020 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 26.10%；营业成本持续增长，年均复合增长 24.80%；营业利润率波动上升，分别为 8.53%、11.89% 和 10.45%。2018—2020 年，公司利润总额波动增长，分别为 29.91 亿元、64.31 亿元和 61.64 亿元，年均复合增长 43.57%。2020 年，公司利润总额同比下降 4.15%，主要系来自民生银行的投资收益由上年的 22.47 亿元下降至 13.52 亿元所致。

从期间费用看，2018—2020 年，公司费用总额持续增长，年均复合增长 20.96%。2020 年，公司费用总额为 60.49 亿元，同比增长 18.09%，除销售费用外的其他各项期间费用均有所增加。从构成看，期间费用主要由销售费用（占

24.03%)、管理费用(占56.71%)和财务费用(占14.88%)构成。其中,销售费用为14.53亿元,同比下降19.85%,主要系运输费本期不再在销售费用中核算所致。管理费用为34.31亿元,同比增长26.96%,主要系公司大力发展猪产业,随着规模扩大,相应费用增加所致。研发费用为2.65亿元,同比增长53.39%,主要系公司持续加大研发投入,研发材料投入增加、研发人员增加以及相应薪酬水平提高所致。财务费用为9.00亿元,同比增长107.34%,主要系债务融资规模扩大、利息支出增加所致。2020年,公司期间费用率<sup>2</sup>为5.51%,同比下降0.74个百分点,公司费用控制能力尚可。

2018—2020年,公司投资收益波动下降,分别为21.82亿元、23.79亿元、15.25亿元。2020年,公司投资收益同比下降35.88%,主要系民生银行投资收益下降所致,占营业利润比重由上年的35.67%下降至22.66%,仍对公司盈利形成重要支撑。

公司资产减值损失和信用减值损失发生额较小,其他非经常性损益对营业利润影响不大。2020年,公司营业外支出7.04亿元,同比增长122.49%,主要系非瘟疫情影响下、畜禽死淘增加所致,营业外支出占利润总额比重为11.43%。

盈利指标方面,2018—2020年,公司总资产收益率波动下降;净资产收益率波动增长。

图9 2018—2020年及2021年1—3月公司盈利指标



资料来源:公司财务报告,联合资信整理

与所选公司比较,受产品结构影响,公司的盈利能力处于同行业一般水平。

表24 2020年同行业公司盈利情况对比(单位:%)

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
正邦科技	22.35	15.17	35.19
大北农	22.03	14.24	18.55
唐人神	13.33	13.16	21.94
天邦股份	42.22	29.57	55.65
傲农生物	17.26	13.54	32.10
上述中位数	22.03	14.07	32.10
新希望	10.61	8.14	15.00

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

2021年1—3月,公司实现营业收入292.38亿元,同比增长42.15%;营业成本267.42亿元,同比增长52.48%;营业利润率为8.38%,同比下降6.18个百分点。2021年1—3月,公司实现利润总额5.99亿元,同比下降71.27%。

## 5. 现金流

**2018—2020年,公司经营活动净现金流保持净流入,收入实现质量较好。但筹资活动前现金流量净额波动下降,存在较大的对外融资需求。公司现金流表征为依靠筹资完成投资。**

从经营活动来看,2018—2020年,公司经营活动现金流入量持续增长,年均复合增长25.83%,以销售商品、提供劳务收到的现金为主;公司经营活动现金流出量持续增长,年均复合增长25.61%。2018—2020年,公司经营活动现金流量净额持续增长,分别为33.37亿元、44.37亿元和56.58亿元,年均复合增长30.21%。2018—2020年,公司现金收入比分别为104.03%、104.16%和103.46%,收入实现质量较好。

从投资活动来看,2018—2020年,公司投资活动现金流入量有所波动但稳定在20亿元左右;公司投资活动现金流出量持续增长,分别为43.80亿元、109.31亿元和360.06亿元,年均复合增长186.72%,以购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为主。2018—2020年,公司投资活动现金流净流出规模持续扩大,分别为-23.92亿元、-87.37亿元和-340.15亿元,

<sup>2</sup> 即期间费用在营业收入中的占比。



主要系猪产业固定资产投资增加所致。

2018—2020年，公司筹资活动前现金流量净额波动下降，分别为9.45亿元、-43.00亿元和-283.56亿元。公司对外融资需求较大。

从筹资活动来看，2018—2020年，公司筹资活动现金流入量持续增长，年均复合增长145.07%，主要为取得借款收到的现金；公司筹资活动现金流出量持续增长，年均复合增长95.46%，主要为偿还债务支付的现金。2018—2020年，公司筹资活动产生的现金流量净额持续增长，分别为14.03亿元、46.95亿元和311.33亿元，年均复合增长371.13%。

表 25 2018—2020 年公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年
经营活动现金流入小计	728.32	873.54	1153.08
经营活动现金流出小计	694.95	829.18	1096.49
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>33.37</b>	<b>44.37</b>	<b>56.58</b>
投资活动现金流入小计	19.88	21.93	19.92
投资活动现金流出小计	43.80	109.31	360.06
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-23.92</b>	<b>-87.37</b>	<b>-340.15</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>9.45</b>	<b>-43.00</b>	<b>-283.56</b>
筹资活动现金流入小计	117.94	235.64	708.32
筹资活动现金流出小计	103.91	188.70	396.99
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>14.03</b>	<b>46.95</b>	<b>311.33</b>
现金收入比	104.03	104.16	103.46

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2021年1—3月，公司经营活动现金净流出34.26亿元；投资活动现金净流出69.20亿元；筹资活动现金净流入132.28亿元，体现出依靠筹资完成投资的特征。考虑到公司在猪产业方面的经营战略和资本开支，公司对外融资需求较大。

## 6. 偿债能力

2018—2020年，公司短期偿债能力一般，长期偿债能力很强，未使用银行授信额度较大。进一步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来看，2018—2020年末，公司流动比率和速动比率波动下降。

截至2020年末，公司流动比率和速动比率分别为91.03%和41.99%，流动资产对流动负债的保障程度一般。2018—2020年末，公司现金短期债务比波动上升。截至2020年末，公司现金短期债务比从年初的0.39倍上升至0.57倍，现金类资产对短期债务的保障能力有所提升。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标来看，2018—2020年，公司EBITDA持续增长，分别为46.02亿元、83.13亿元和103.87亿元。2020年，公司EBITDA为103.87亿元，同比增长24.96%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占27.33%）、计入财务费用的利息支出（占9.18%）、利润总额（占59.34%）构成。2018—2020年，公司EBITDA利息倍数波动下降，分别为10.14倍、14.31倍和7.59倍。随着债务攀升，EBITDA对利息的覆盖程度有所下降。2018—2020年，全部债务/EBITDA波动上升，分别为2.76倍、2.40倍和3.95倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度仍属较高。整体看，公司长期债务偿债能力很强。

表 26 2018—2020 年公司偿债能力指标

项目	项目	2018年	2019年	2020年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	73.61	65.58	91.03
	速动比率（%）	44.39	30.05	41.99
	现金类资产/短期债务（倍）	0.51	0.39	0.57
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	46.02	83.13	103.87
	全部债务/EBITDA（倍）	2.76	2.40	3.95
	EBITDA利息倍数（倍）	10.14	14.31	7.59

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2020年末，公司无重大对外担保事项。

截至2020年末，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至2020年末，公司已获各金融机构授信额度为781.97亿元，未使用额度为397.04亿元，公司间接融资渠道畅通；同时公司作为上市公司，具有直接融资渠道。

## 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和信用输出职能。截至2020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；所有者

权益规模较大，权益结构稳定性好。2020年，公司本部收入、利润及经营性现金流量规模较小。

公司本部一定程度上承担了融资平台和信用输出职能。截至2020年末，公司本部资产总额731.93亿元，较年初大幅增长96.70%，主要系其他应收款增加所致。其中，流动资产598.22亿元（占81.73%），非流动资产133.71亿元（占18.27%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占8.56%）和其他应收款（占91.15%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占98.11%）构成。截至2020年末，公司本部货币资金为51.23亿元。

截至2020年末，公司本部负债总额521.98亿元，较年初大幅增长106.83%，主要系流动负债增加所致。其中，流动负债420.17亿元（占80.50%），非流动负债101.80亿元（占19.50%）。从构成看，流动负债主要由其他应付款（合计）（占93.19%）构成，非流动负债主要由长期借款（占72.39%）和应付债券（占27.59%）构成。公司本部2020年末资产负债率为71.31%，较年初提高3.49个百分点。

截至2020年末，公司本部所有者权益为209.95亿元，较年初增长75.34%，主要系2020年公司向控股股东新希望集团及其控制企业南方希望非公开发售股票、募集40亿元用于猪产业，股本和资本公积增加所致。在所有者权益中，股本占21.46%、资本公积占53.78%、未分配利润占12.04%。公司本部权益结构稳定性好。

2020年，公司本部营业收入为7.25亿元，利润总额为7.07亿元。同期，公司本部投资收益为5.25亿元。

现金流方面，2020年，公司本部经营活动现金流量净额为3.81亿元，投资活动现金流净额-127.85亿元，筹资活动现金流净额136.05亿元。

## 十、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务水平影响不大，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA对本期债券的保障能力很强。

### 1. 本期债券对公司现有债务的影响

截至2021年3月末，公司全部债务573.73亿元，本期债券拟发行规模为不超过10亿元，相对于公司目前的债务规模，本期债券发行对公司债务水平影响不大。

根据《企业会计准则第22号——金融工具确认和计量》（财会〔2017〕7号）、《企业会计准则第37号——金融工具列报》（财会〔2017〕14号），公司将本期债券计入权益，可有效降低公司资产负债率。若将本期债券仍计入应付债券科目，以2021年3月末财务数据为基础，本期债券发行后，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60.56%、52.93%和40.98%上升至61.01%、53.57%和41.99%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重。考虑到本期债券用于偿还公司有息债务，公司实际债务负担将低于上述预测值。

### 2. 本期债券偿还能力分析

2018—2020年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA对本期债券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对本期债券保障能力很强。

表 27 本期债券保障能力测算

指标	2018年	2019年	2020年
经营活动现金流入量（亿元）	728.32	873.54	1153.08
<b>经营活动现金流入量保障倍数（倍）</b>	<b>72.83</b>	<b>87.35</b>	<b>115.31</b>
经营活动现金流量净额（亿元）	33.37	44.37	56.58
<b>经营活动现金流量净额保障倍数（倍）</b>	<b>3.34</b>	<b>4.44</b>	<b>5.66</b>
EBITDA（亿元）	46.02	83.13	103.87
<b>EBITDA保障倍数（倍）</b>	<b>4.60</b>	<b>8.31</b>	<b>10.39</b>

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

## 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

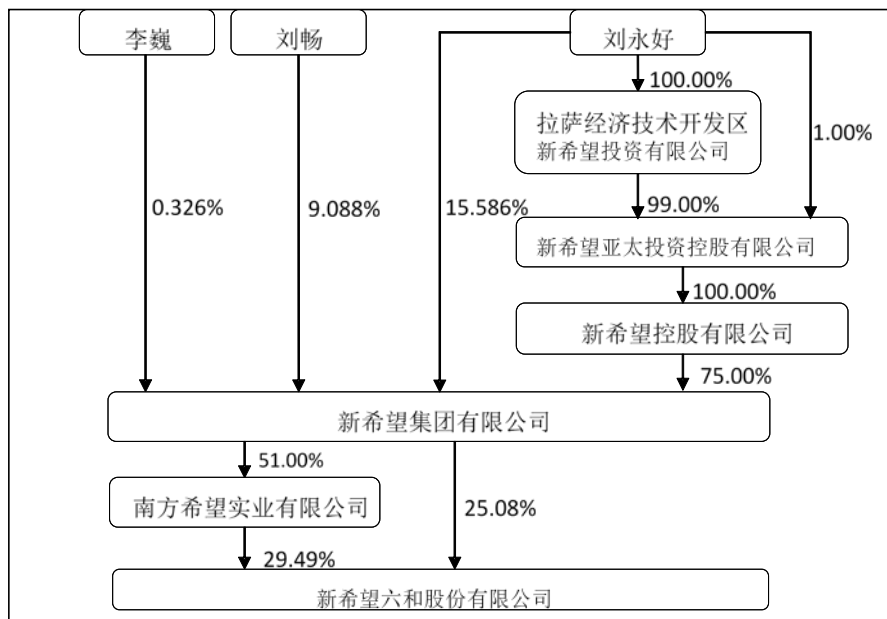
净流入，来自民生银行的投资收益对公司整体盈利能力形成良好支撑。同时，联合资信也关注到公司所处行业上下游价格波动性较大、畜禽疫病风险、在建工程尚需投入规模较大以及债务规模增长较快等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期可续期公司债券的保障能力很强。

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。

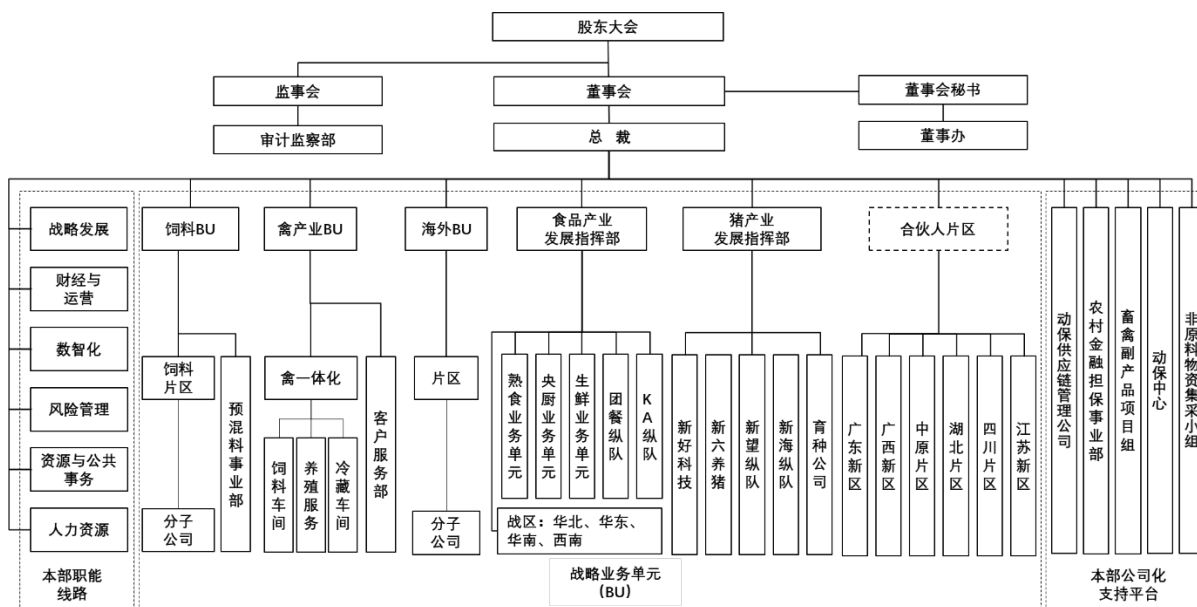
基于对公司主体长期信用状况以及本期可续期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期可续期公司债券到期不能偿还的风险极低。

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

序号	子公司名称	业务性质	持股比例(%)		取得方式
			直接	间接	
1	山东新希望六和集团有限公司	饲料、兽药	86.73	--	同一控制下企业合并
2	四川新希望六和农牧有限公司	饲料销售、投资	100.00	--	同一控制下企业合并
3	新希望新加坡私人有限公司	贸易、投资	100.00	--	投资设立
4	新希望国际控股(私人)有限公司	贸易、投资	100.00	--	投资设立
5	西藏新好科技有限公司	畜养殖、投资	100.00	--	投资设立
6	新希望六和食品控股有限公司	投资、研发	100.00	--	投资设立
7	杨凌本香农业产业集团有限公司	畜养殖、屠宰	73.56	--	非同一控制下企业合并
8	广汉国雄饲料有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
9	峨眉山新希望六和饲料有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
10	广元新希望六和农牧科技有限公司	畜养殖	100.00	--	投资设立
11	绵阳新希望六和农牧科技有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
12	重庆铜梁新希望六和农牧科技有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
13	武隆新希望六和饲料有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
14	昆明新希望农业科技有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
15	曲靖国雄饲料有限公司	饲料生产、销售	90.00	10.00	同一控制下企业合并
16	芒市新希望农牧科技有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
17	昆明新希望动物营养食品有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
18	遵义嘉好饲料有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	同一控制下企业合并
19	遵义新希望六和农业科技有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
20	海南新希望农业有限公司	畜养殖	100.00	--	投资设立
21	泰州新希望农业有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
22	拉萨新希望实业有限公司	饲料生产、销售	55.00	--	投资设立
23	北京新希望农牧科技有限公司	饲料生产、销售	75.00	25.00	投资设立
24	河北新希望饲料有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
25	宝鸡新希望农牧有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
26	三原新希望饲料有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
27	梧州新希望六和饲料有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
28	广西新希望六和养殖有限公司	畜养殖	100.00	--	投资设立
29	永州新希望六和饲料有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
30	怀化新希望六和饲料有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
31	黄冈新希望饲料科技有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
32	鹰潭新希望饲料有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
33	宁夏新希望反刍动物营养食品有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
34	襄阳新希望六和饲料有限公司	饲料生产、销售	100.00	--	投资设立
35	广州六和饲料有限公司	饲料生产、销售	61.00	--	投资设立
36	四川新乐塑胶有限公司	编织袋生产、销售	100.00	--	投资设立
37	江苏天成保健品有限公司	添加剂生产、销售	51.00	--	投资设立
38	北京新道路农业科技有限公司	咨询管理	100.00	--	投资设立
39	河北新希望农牧有限公司	畜养殖	100.00	--	投资设立
40	云南新希望六和养殖有限公司	畜养殖	100.00	--	投资设立
41	西藏林芝新希望六和养殖有限公司	畜养殖	60.00	--	投资设立
42	山东禽旺养殖咨询有限公司	咨询、服务	80.00	--	非同一控制下企业合并
43	青岛菲达客食品科技有限公司	投资	70.00	--	投资设立
44	青岛新航工程管理有限公司	工程项目管理	100.00	--	投资设立
45	金橡树投资控股(天津)有限公司	贸易	100.00	--	投资设立
46	天津鼎橙智子投资有限公司	投资	100.00	--	投资设立
47	新希望六和投资有限公司	投资	75.00	--	投资设立
48	三台新希望农牧融资担保有限公司	担保	100.00	--	投资设立
49	成都枫澜科技有限公司	添加剂生产、销售	75.00	--	非同一控制下企业合并
50	武汉六和食品有限公司	禽加工、销售		55.00	投资设立
51	四川新希望六和科技创新有限公司	检测、咨询	100.00	--	投资设立
52	四川新希望动物营养科技有限公司	饲料原料采购、销售	100.00	--	投资设立
53	青岛新牧致和科技有限公司	机械制造、销售	20.00	80.00	投资设立

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	55.20	58.46	88.27	117.35
资产总额 (亿元)	479.44	642.18	1094.43	1293.65
所有者权益 (亿元)	273.36	326.50	513.71	510.24
短期债务 (亿元)	108.54	150.23	153.65	219.40
长期债务 (亿元)	18.39	49.60	257.10	354.32
全部债务 (亿元)	126.93	199.83	410.76	573.73
营业收入 (亿元)	690.63	820.51	1098.25	292.38
利润总额 (亿元)	29.91	64.31	61.64	5.99
EBITDA (亿元)	46.02	83.13	103.87	/
经营性净现金流 (亿元)	33.37	44.37	56.58	-34.26
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	116.04	103.22	118.82	/
存货周转次数 (次)	12.00	9.81	7.87	/
总资产周转次数 (次)	1.53	1.46	1.26	/
现金收入比 (%)	104.03	104.16	103.46	100.85
营业利润率 (%)	8.53	11.89	10.45	8.38
总资本收益率 (%)	7.90	12.74	7.36	/
净资产收益率 (%)	9.96	18.93	11.38	/
长期债务资本化比率 (%)	6.30	13.19	33.35	40.98
全部债务资本化比率 (%)	31.71	37.97	44.43	52.93
资产负债率 (%)	42.98	49.16	53.06	60.56
流动比率 (%)	73.61	65.58	91.03	102.78
速动比率 (%)	44.39	30.05	41.99	49.43
经营现金流动负债比 (%)	18.07	16.94	17.73	/
现金短期债务比 (倍)	0.51	0.39	0.57	0.53
EBITDA 利息倍数 (倍)	10.14	14.31	7.59	/
全部债务/EBITDA (倍)	2.76	2.40	3.95	/

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. 本报告将其他应付款和其他流动负债中的债务部分计入短期债务核算，将长期应付款计入长期债务核算；3. 2021 年 1-3 月财务数据未经审计，相关指标计算未年化；4. 除 2018 和 2019 年外，本报告财务数据均使用期末数据

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	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产 (亿元)	37.83	41.43	51.66	63.11
资产总额 (亿元)	281.80	372.11	731.93	790.16
所有者权益 (亿元)	123.44	119.74	209.95	200.00
短期债务 (亿元)	46.06	50.30	27.51	56.05
长期债务 (亿元)	12.90	23.76	101.78	143.77
全部债务 (亿元)	58.96	74.07	129.29	199.82
营业收入 (亿元)	5.53	7.56	7.25	2.64
利润总额 (亿元)	10.55	2.06	7.07	-1.47
EBITDA (亿元)	12.87	4.93	13.94	/
经营性净现金流 (亿元)	2.10	0.81	3.81	0.93
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数 (次)	157.96	7.63	6.02	/
存货周转次数 (次)	16.38	23.57	19.72	/
总资产周转次数 (次)	0.02	0.02	0.01	/
现金收入比 (%)	100.49	81.15	123.25	97.05
营业利润率 (%)	11.79	10.80	13.25	8.70
总资本收益率 (%)	7.00	2.55	4.11	/
净资产收益率 (%)	8.47	1.72	3.37	/
长期债务资本化比率 (%)	9.46	16.56	32.65	41.82
全部债务资本化比率 (%)	32.32	38.22	38.11	49.98
资产负债率 (%)	56.20	67.82	71.31	74.69
流动比率 (%)	129.74	121.70	142.37	147.06
速动比率 (%)	129.54	121.58	142.29	146.96
经营现金流动负债比 (%)	1.45	0.36	0.91	/
现金短期债务比 (倍)	0.82	0.82	1.88	1.13
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. 本报告将其他应付款和其他流动负债中的债务部分计入短期债务核算, 将长期应付款计入长期债务核算; 3. 2021 年 1—3 月财务数据未经审计, 相关指标计算未年化; 4. 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
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> -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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×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 2021 年面向专业投资者 公开发行永续期公司债券（第一期） 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次（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次（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，以及包括续期选择权、递延支付利息选择权在内的永续期债券下设特殊条款，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次（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。