

## 新希望集团有限公司 2021 年度跟踪评级报告

---

项目负责人：王梦莹 mywang01@ccxi.com.cn

项目组成员：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 月 21 日

## 声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxi.com.cn](http://www.ccxi.com.cn)）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0817 号

## 新希望集团有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“16 新希望 MTN001”、“18 新希望 MTN001”、“19 新希望 MTN001”、“19 新希望 MTN002”、“19 新希望 MTN003”、“20 新希望 MTN001”、“20 新希望 MTN002”和“20 新希望 MTN003”的债项信用等级为 **AAA**；

维持“20 新希望 CP001”、“21 新希望 CP001”和“21 新希望 CP002（高成长债）”的债项信用等级为 **A-1**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十一日

**评级观点：**中诚信国际维持新希望集团有限公司（以下简称“新希望集团”或“公司”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 新希望 MTN001”、“18 新希望 MTN001”、“19 新希望 MTN001”、“19 新希望 MTN002”、“19 新希望 MTN003”、“20 新希望 MTN001”、“20 新希望 MTN002”和“20 新希望 MTN003”的债项信用等级为 **AAA**；维持“20 新希望 CP001”、“21 新希望 CP001”和“21 新希望 CP002（高成长债）”的债项信用等级为 **A-1**。中诚信国际肯定了公司拥有完善的产业链和明显的规模优势、金融资产质量较优、盈利保持较好水平以及畅通的融资渠道等优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到食品安全及行业突发事件考验公司产业链管理能力、生猪价格波动对公司盈利稳定性造成一定影响、对关联方往来应收款及担保规模较大以及债务规模快速上升等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

## 概况数据

新希望集团（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	943.03	1,207.30	1,758.22	1,960.08
所有者权益合计（亿元）	441.24	525.81	732.13	748.32
总负债（亿元）	501.79	681.50	1,026.09	1,211.76
总债务（亿元）	321.96	447.73	736.75	943.76
营业总收入（亿元）	710.27	854.81	1,144.04	307.68
净利润（亿元）	53.07	74.95	81.82	30.84
EBIT（亿元）	69.06	92.27	106.84	--
EBITDA（亿元）	80.96	106.72	140.58	--
经营活动净现金流（亿元）	33.23	38.27	44.94	-46.79
营业毛利率（%）	9.31	12.03	10.71	8.79
总资产收益率（%）	6.52	8.58	7.21	--
资产负债率（%）	53.21	56.45	58.36	61.82
总资本化比率（%）	42.19	45.99	50.16	55.78
总债务/EBITDA（X）	3.98	4.20	5.24	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	5.30	6.94	5.84	--
新希望集团（母公司口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	264.02	326.95	408.06	397.93
所有者权益合计（亿元）	97.57	104.92	139.31	138.95
总负债（亿元）	166.45	222.02	268.75	258.98
总债务（亿元）	155.70	214.68	264.25	253.30
营业总收入（亿元）	0.07	0.05	0.26	0.27
净利润（亿元）	9.32	6.93	12.08	0.98
经营活动净现金流（亿元）	-16.03	-40.65	-36.60	12.64
资产负债率（%）	63.04	67.91	65.86	65.08

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

## 评级模型

本次评级适用评级方法和模型：农林牧渔(C010000\_2020\_01)

新希望集团有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
规模(20%)	营业总收入(亿元)	1,144.04	10
盈利能力与效率(15%)	总资产收益率(%)*	7.44	8
	存货周转率(X)*	6.05	8
财务政策与偿债能力(35%)	总资本化比率(%)	50.16	8
	总债务/EBITDA(X)*	4.47	8
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	6.03	8
运营实力(30%)	经营活动净现金流/短期债务(X)*	0.15	6
	经营稳定性	10	10
	资源控制力	8	8
	竞争实力	10	10
打分结果			aaa
BCA			aaa
支持评级调整			-
评级模型级别			AAA
<b>打分卡定性评估与调整说明：</b>			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aaa)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡以及公司治理、会计标准和报表质量、流动性管理、企业特殊事件、资源特殊性等定性因素的考量。支持评级主要考虑了股东/政府的外部支持因素。最终评级结果由信评委投票决定，可能与评级模型级别存在差异。			

\*指标采用 2018 年~2020 年三年平均值

## 正面

■ **拥有完善的产业链和明显的规模优势。**公司饲料加工和肉食业务规模优势明显，是国内第一大饲料生产商；同时，公司具备饲料、养殖、屠宰加工的全产业链优势，产品结构丰富，在降低成本的同时能够有效抵御行业波动带来的经营性风险。

■ **公司保持较好的盈利水平，持有的金融资产质量较优。**2020 年，公司实现净利润 81.82 亿元，盈利保持在较高水平，经营性业务利润上升，且其持有的中国民生银行股份有限公司（以下简称“民生银行”）等上市公司股票为其贡献了稳定的投资收益。

■ **融资渠道畅通，备用流动性充足。**截至 2021 年 3 月末，公司获得银行授信总额为 2,237.34 亿元，其中未使用授信额度为 1,547.90 亿元。此外，控股子公司新希望六和股份有限公司（以下简称“新希望六和”）为 A 股上市公司，股权融资渠道通畅。

## 关注

■ **食品安全和疫病防控考验公司产业链管理能力。**公司业务涉及饲料、养殖、屠宰和肉食品加工等诸多领域，食品安全仍是影响其持续发展的风险点，疫病防控考验公司产业链管理能力。

■ **生猪价格波动对公司盈利稳定性造成一定影响。**公司所处生猪养殖行业价格周期性波动特征明显，对其盈利能力稳定性造成一定的影响。2020 年商品猪价高位运行，公司盈利水平大幅提高，但随着产能的恢复，2021 年以来生猪价格开始进入下行周期，公司经营业绩或面临一定压力。

■ **对关联方往来应收款及担保规模较大。**截至 2020 年末，公司对关联方的其他应收款账面余额为 103.60 亿元；发放贷款和垫款余额为 21.84 亿元；同期末，对关联方担保余额为 109.10 亿元，整体规模较大。

■ **债务规模快速上升，存在一定投资支出压力。**2020 年以来，公司债务规模快速上升，在生猪行业下行周期时，流动性压力或将显现；同时生猪养殖业务投资规模较大，存在一定投资支出压力，债务规模或进一步增长。

## 评级展望

中诚信国际认为，新希望集团有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**行业景气度发生重大变化，公司产品需求量和销售价格下跌，原材料价格上涨导致盈利及获现水平大幅持续下滑；对重要子公司失去控制权；政策环境发生重大变化，资金周转无法满足投资扩张导致流动性风险等。

**评级历史关键信息**

新希望集团有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	21 新希望 CP002 (高成长债) (A-1)	2021/03/18	王慧媛、赵黎钰	<a href="#">中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019</a>	--
AAA/稳定	21 新希望 CP001 (A-1)	2020/11/16	王慧媛、赵黎钰	<a href="#">中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019</a>	--
AAA/稳定	20 新希望 CP001 (A-1)	2021/02/26	王慧媛、赵黎钰	<a href="#">中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	20 新希望 CP001 (A-1)	2020/05/28	王慧媛、赵黎钰	<a href="#">中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	20 新希望 MTN003 (AAA)	2020/09/28	王慧媛、赵黎钰	<a href="#">中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	20 新希望 MTN002 (AAA)	2020/05/28	王慧媛、赵黎钰	<a href="#">中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	16 新希望 MTN001 (AAA)、 18 新希望 MTN001 (AAA)、 19 新希望 MTN001 (AAA)、 19 新希望 MTN002 (AAA)、 19 新希望 MTN003 (AAA)、 20 新希望 MTN001 (AAA)	2020/06/02	王慧媛、赵黎钰	<a href="#">中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	20 新希望 MTN001 (AAA)	2019/12/24	柳青、刘慧敏、 王钰莹	<a href="#">中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	19 新希望 MTN003 (AAA)	2019/10/08	柳青、王钰莹	<a href="#">中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	19 新希望 MTN002 (AAA)	2019/08/06	杨韵、柳青、王 钰莹	<a href="#">中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	19 新希望 MTN001 (AAA)	2018/12/18	杨韵、柳青	<a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 (通用) CCXI TY 2016_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	18 新希望 MTN001 (AAA)	2018/07/11	余茜、柳青	<a href="#">中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法 (通用) CCXI TY 2016_01</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AAA/稳定	16 新希望 MTN001 (AAA)	2016/07/26	牛露莎、刘晓光	--	<a href="#">阅读全文</a>

**同行业比较**

2020 年部分生猪养殖企业主要指标对比表					
公司名称	2020			2021.3	
	生猪出栏量 (万头)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)
新希望集团	829.25	1,144.04	81.82	1,960.08	61.82
牧原股份	1,811.50	562.77	303.75	1,437.19	48.07

注：“牧原股份”为“牧原食品股份有限公司”简称；表中新希望集团生猪出栏量为新希望六和股份有限公司年报披露数。

资料来源：中诚信国际整理

**本次跟踪债项情况**

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
21 新希望 CP002 (高成长债)	A-1	A-1	2021/03/18	10.00	10.00	2021/03/25~2022/03/25	交叉违约条款 <sup>1</sup>
21 新希望 CP001	A-1	A-1	2020/11/16	10.00	10.00	2021/01/27~2022/01/27	交叉违约条款
20 新希望 CP001	A-1	A-1	2021/02/26	10.00	10.00	2020/08/28~2021/08/28	交叉违约条款
20 新希望 MTN003	AAA	AAA	2020/09/28	10.00	10.00	2020/10/16~2023/10/16	交叉违约条款
20 新希望 MTN002	AAA	AAA	2020/05/28	15.00	15.00	2020/08/10~2023/08/10	交叉违约条款
20 新希望 MTN001	AAA	AAA	2020/06/02	10.00	10.00	2020/04/15~2023/04/15	交叉违约条款
19 新希望 MTN003	AAA	AAA	2020/06/02	10.00	10.00	2019/12/04~2022/12/04	交叉违约条款
19 新希望 MTN002	AAA	AAA	2020/06/02	10.00	10.00	2019/08/15~2022/08/15	交叉违约条款
19 新希望 MTN001	AAA	AAA	2020/06/02	10.00	10.00	2019/04/12~2022/04/12	交叉违约条款
18 新希望 MTN001	AAA	AAA	2020/06/02	10.00	10.00	2018/08/27~2021/08/27	交叉违约条款
16 新希望 MTN001	AAA	AAA	2020/06/02	20.00	20.00	2016/08/04~2021/08/04	--

<sup>1</sup> 触发条件为公司及其合并财务报表范围内子公司未能清偿到期应付的其他债务融资工具、公司债、企业债或境外债券的本金或利息，或公司未能清偿本期债务融资工具利息；或公司及其合并财务报表范围内子公司未能清偿到期应付的任何银行贷款本金或利息，单独或累计的总金额达到或超过：1、人民币 10.00 亿元；2、公司最近一年经审计的合并财务报表净资产的 5.00%，以较低者为准。（同下违约保护条款）

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修

复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年GDP季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

**中诚信国际认为，2021年中国经济仍将以修复**

为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

**受益于生猪养殖产能的持续恢复和家禽存栏处于高位等，2020年以来饲料产量逐步增长；豆粕、玉米等原材料价格波动上涨，中美经贸关系等因素或仍将对饲料原料贸易带来一定不确定性**

饲料行业是连接种植业与养殖业的中间行业，其发展水平是衡量一国农牧业综合实力的重要指标之一。我国饲料生产规模位居全球首位，但近年产量增速较低。2020年以来，受益于生猪养殖产能的逐步恢复和家禽存栏处于高位等，全年饲料总产量为25,276.1万吨，同比增长10.4%，其中猪饲料产量8,922.5万吨，同比增长16.4%；肉禽饲料9,175.8万吨，同比增长8.4%。

图1：近年来我国饲料产量及增速



注：图中2018年饲料产量未经追溯调整。

资料来源：中国饲料工业协会，中诚信国际整理

成本方面，玉米和豆粕约占饲料原料成本的60%以上。2020年初，受新型冠状病毒疫情在国内外蔓延等因素的影响，物流运输以及南美大豆进口受阻，加之3月下游饲料企业逐步复工，当月末豆粕现货价格回升至3,251.33元/吨；此后，随着疫情的逐步缓和及进口大豆到港，豆粕价格有所回落，至6月末为2,770.00元/吨；受美国农业部大豆种植面积数据下调等因素的影响，7月以来豆粕现货价

格震荡上行，至2021年3月末为3,325.00元/吨。未来中美经贸关系变化和全球新型冠状病毒疫情走势仍将为饲料原料的进口带来较大的不确定性，价格波动的风险依然存在。

玉米价格方面，我国多年来一直通过补贴、提高收购价格以及政府大量临时收储来支持玉米的生产，导致过去十年玉米播种面积快速增长，国储玉米库存已经超过1亿吨。为解决该问题，2016年以来政府引导农民适应市场需求调整种养结构，适当减少玉米种植面积，加快去库存。玉米供应偏紧使得2020年以来玉米价格整体呈上升态势，至7月末现货价格升至2,337元/吨；8~9月，由于早收玉米陆续上市等，价格有所回落，至9月末为2,276元/吨；四季度以来，由于市场供应仍然偏紧，叠加下游饲料需求旺盛，玉米现货价格大幅上行，到2021年1月20日升至2,779元/吨。

图2：近年来国内玉米和豆粕现货价格走势（元/吨）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

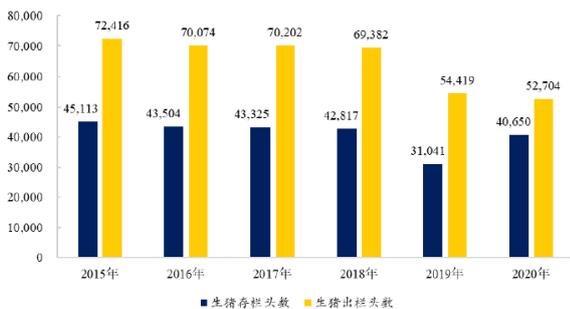
从下游需求情况来看，我国作为生猪和禽类养殖大国，猪料和禽料是最主要的饲料品种，2020年分别占饲料总产量的35.30%和49.56%。随着非洲猪瘟疫情的突然爆发，2018年生猪养殖补栏情况急剧恶化，全年猪料消费呈小幅下降态势。在国家加大环保政策控制力度、严控非洲猪瘟的背景下，生猪供给缺口加大导致猪价大幅增长；随着非洲猪瘟疫情的缓和以及价格刺激下养殖意愿增强，2019年全国生猪存栏量已止跌回升。2020年以来，随着生猪产能的持续恢复，猪饲料价格整体呈上行态势，2021年3月末达到3.45元/公斤，处于2016年以来

的较高水平。禽料方面，我国禽类的养殖已高度工业化，禽类工业饲料的普及率已超过 90%。受猪瘟疫情影响，禽类形成较强的替代效应，需求增加带动 2020 年禽类产量同比有所增长，禽料产量亦随之上升。

**受“猪周期”和非洲猪瘟疫情等影响，2018 年我国生猪价格呈波动态势；2019 年 3 月开始，受供需关系影响，生猪价格高位运行；随着产能的逐步恢复，2021 年以来生猪价格持续下行，未来或将面临一定下行压力**

近年来，我国年出栏量在 500 头以上的大型养殖场生猪出栏量占比不断提升，但仍处于较低水平，以养殖散户为主体的供给结构决定了我国生猪饲养体系产业化程度低、市场集中度不高的格局。同时，受到技术、资金、信息不对称等条件的制约，养殖散户通常在猪价高涨时高价补充产能，猪价低迷时恐慌性提前出栏，从而造成生猪市场短时间内产生供需失衡，猪肉价格剧烈波动。2018 年 8 月以来，非洲猪瘟疫情突然爆发，生猪产能加速去化，生猪及能繁母猪存栏量大幅下降，其中截至 2019 年 9 月末，能繁母猪存栏量达到历史低点，相比于 2012 年 10 月末的历史高位下降约 3,000 万头；2020 年以来，随着养殖户补栏增加，国内生猪和能繁母猪存栏量逐步回升，截至 2020 年末存栏量分别为 4.07 亿头和 4,161 万头，分别同比增长 31.29% 和 103.47%；国内生猪出栏量为 5.27 亿头，同比下降 3.13%。2021 年一季度，生猪存栏 4.16 亿头，同比增长 29.5%；生猪出栏 1.71 亿头，同比增长 30.6%。

图 3：我国生猪存栏量及出栏量变化



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

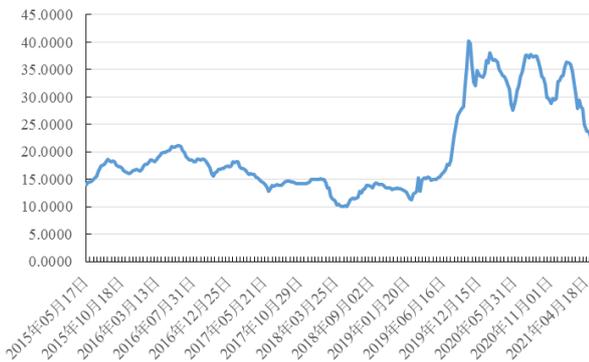
图 4：我国能繁母猪存栏量变化



资料来源：Choice，中诚信国际整理

由于能繁母猪补栏到商品猪供应增加一般需要 10~13 个月左右，这使得供给的缺口无法随着价格涨跌迅速弥补，因而猪价波动的周期长度一般为 3~4 年，形成所谓的“猪周期”。由于非洲猪瘟疫情扩散，生猪跨省调运受到较大限制，区域间供需出现不平衡现象，随着部分跨省生猪产品的调运限制取消，生猪调出区压栏的生猪集中出栏，流向调入区，导致 2019 年初各区域生猪价格同步下跌。2019 年 3 月以来，随着生猪产能大幅去化，供给日趋紧缺，生猪价格在全国范围内快速上升，截至 10 月 25 日生猪平均价格达到 40.29 元/公斤，处于历年来价格最高点；但随后由于国家保供稳产政策取得一定成效等，生猪价格有所回落。2020 年 5 月以来，受复工复产的推进、餐饮需求逐步恢复等因素的影响，生猪价格有所反弹；9 月以来，随着生猪养殖产能的持续恢复，生猪价格逐步下行，10 月出现猪肉价格年内首次环比、同比“双降”，到 10 月末为 28.86 元/公斤；受传统腌腊制品等需求旺季影响，年末生猪价格有所回升；2021 年 1 月以来，能繁母猪和生猪存栏量的持续上行，生猪价格持续下滑，截至 2021 年 5 月 23 日，全国 22 个省市生猪平均价格降至 18.88 元/公斤，面临一定下行压力。

图 5：全国 22 个省市生猪平均价格走势（元/公斤）

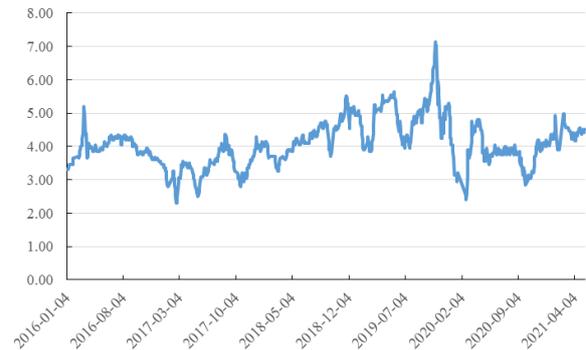


资料来源：Choice，中诚信国际整理

2021 年 1 月 8 日，生猪期货在大连商品交易所挂牌上市，是我国首个活体交割期货品种。生猪养殖企业可通过套期保值、基差贸易、仓单服务、“保险+期货”等方式参与期货市场，利用期货价格合理安排生产计划，在期货市场对冲风险，有利于优化养殖企业利润的稳定性。但同时，**中诚信国际注意到**，期货行情波动较大，交易采取保证金和逐日盯市制度，对参与者的专业性要求较高，对参与企业相关投资管控的要求将进一步提升。

肉鸡养殖方面，2020 年初，随着非洲猪瘟疫情形势趋稳和生猪产能的逐步恢复，叠加禽养殖量处于高位和新冠肺炎疫情带来的需求减弱，白羽肉鸡价格大幅下跌；二季度以来，价格大幅下跌以及饲料成本的上升导致部分养殖户产能出清，出栏量减少使得价格低位大幅反弹，并于 2020 年下半年在 3~4 元/斤区间震荡，2021 年初受季节性因素影响，价格小幅回升，5 月末增至 4.47 元/斤。总体来看，鸡肉对于猪肉的替代性犹在，随着经济回暖、疫情稳定，鸡肉消费有望增长，但由于目前供给量仍在高位运行，行业景气度在一段时间内或难以恢复，落后产能将加速退出市场，头部企业继续逢低布局。

图 6：近年来白羽肉毛鸡主产区价格变化情况（元/斤）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

2019 年 9 月 10 日，国务院办公厅发布的《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》提出，生猪屠宰加工需向养殖集中区域转移，鼓励生猪就近屠宰，实现养殖屠宰匹配、产销顺畅衔接。2020 年中央一号文件强调传统生猪调运方式的变革，要实现“运猪”向“运肉”转变，除种猪和仔猪外，原则上活猪不跨大区域调运。**中诚信国际认为**，随着活猪跨区调运逐步受限，不同区域猪价之间的分化或将更加明显，为了减少生猪利润被猪价较低区域所侵蚀，全国布局的大型养猪企业将会在各自养殖区域加快对猪屠宰产能的整合，有助于生猪养殖行业全产业链布局，而没有规模优势的小型养殖户或因不具成本优势而被淘汰，未来行业集中度或将进一步提升。

**公司饲料业务保持了很强的规模优势，产能继续增长，产销率维持在很高水平；但国内大宗原料的市场供给及交易价格易受国际现货与期货市场变动因素影响，加之行业竞争加剧，对公司成本控制和内部管理的要求不断提高**

饲料业务是公司收入的主要来源，其产量稳居国内首位，在禽料、猪料、水产科及反刍料等细分领域亦位列国内前三，销售区域覆盖全国 25 个省、市、自治区，保持很强的规模优势。截至 2021 年 3 月末，公司合计拥有饲料年产能 4,893 万吨，其中国内产能占比在 80% 以上，海外产能随着公司国际化战略的推进逐年增长，主要分布在东南亚。2020 年以来，受益于下游生猪、禽类养殖等饲喂需求增

加，产量及产能利用率均有所提升，但由于新建产能尚未得到完全释放，产能利用率整体偏低。

**表 1：近年来公司饲料生产情况**

	2018	2019	2020	2021.1~3
<b>产能（万吨/年）</b>	<b>3,574</b>	<b>3,600</b>	<b>3,972</b>	<b>4,893</b>
其中：国内	3,070	3,050	3,342	4,273
海外	504	550	630	620
<b>产量（万吨）</b>	<b>1,715</b>	<b>1,870</b>	<b>2,373</b>	<b>613</b>
其中：国内	1,483	1,592	2,028	516
海外	232	278	345	97

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，2020 年公司饲料销量持续增加，产销率保持较高水平。公司主要通过各地区具有一定规模和实力的经销商将饲料产品销售至终端客户，2020 年经销占比约为 75%。同时，随着我国规模化养殖比例的提高，公司加大直销力度，与规模化养殖基地建立长期合作并推出技术服务、金融服务、托管服务等配套服务，增加产品综合竞争力。此外，公司通过新设投资、内部业务结构调整等方式加强下游产业链布局，部分禽料和猪料也供自身合同养殖户和内部养殖场使用。随着公司生猪养殖业务的拓展，饲料内销比例或将有所提高，预计 2021 年饲料内销量将超过 1,000 万吨。

饲料产品方面，公司的饲料产品以禽料为主，2020 年其在饲料销量中的占比保持在 64% 以上，其次为猪饲料和水产料。受益于公司在产品服务方面的延伸和近年来在特种饲料、生物环保饲料等新产品方面的研发拓展，2020 年禽料和水产料销量保持稳健增长；同期生猪产能逐步恢复，猪饲料销量亦

**表 3：近年来公司饲料原料采购情况（万吨、元/吨）**

项目	2018		2019		2020		2021.1~3	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
玉米	693.94	1,932.84	735.73	1,937.01	818.32	2,181.85	205.45	2,401.36
豆粕	175.31	3,264.72	188.20	2,950.00	277.08	3,049.37	70.97	3,665.13
花生粕	16.22	2,817.00	12.60	2,880.00	18.07	3,078.47	5.98	3,219.25
赖氨酸	9.19	4,645.64	12.50	4,221.28	13.30	4,491.85	3.94	5,677.09
棉粕	12.32	2,897.18	7.07	2,851.00	5.86	3,093.57	1.66	3,411.95
蛋氨酸	1.12	18,534.52	1.87	16,930.00	3.30	16,548.22	0.96	15,904.85
小麦	10.30	1,972.31	29.00	2,060.00	122.02	2,369.58	88.71	2,544.38
<b>合计</b>	<b>918.40</b>	<b>--</b>	<b>986.97</b>	<b>--</b>	<b>1257.95</b>	<b>--</b>	<b>377.67</b>	<b>--</b>

注：数据因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

2020 年以来，公司饲料产能稳步增长，产销率

明显增长。2021 年一季度，受生猪存栏量规模处于相对高位等影响，公司饲料销量同比增长，产销率保持在高位。销售价格方面，2020 年以来，下游养殖规模扩大、下游消费水平提升和原材料价格上涨等使得各品种饲料销售均价均有所上升。从销售区域来看，山东、河南、广东和四川是公司饲料产品最主要的销售区域。2020 年公司在华东地区销售的饲料占总销量的比重约为 45%。

**表 2：近年来公司饲料销售结构和销售均价情况**

销量（万吨）	2018	2019	2020	2021.1~3
禽料	1,089.12	1,319.00	1,540.00	359.00
猪饲料	439.97	398.00	671.00	231.00
水产料	105.97	119.00	131.00	22.00
其他	68.81	36.00	49.00	14.00
<b>合计</b>	<b>1,703.87</b>	<b>1,872.00</b>	<b>2,392.00</b>	<b>626.00</b>
销售均价（元/吨）	2018	2019	2020	2021.1~3
禽料	2,511	2,536	2,654	2,941
猪饲料	2,889	2,812	2,988	3,271
水产料	3,558	3,455	3,594	3,976

注：数据因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

公司的饲料生产以玉米、豆粕为主要原料，2021 年一季度占饲料成本的比重分别为 37% 和 20%。2020 年以来，公司玉米、豆粕和小麦等主要原材料采购均价随市场行情变化均有所上涨。由于玉米、豆粕等饲料原料市场供给及交易价格易受天气、产业政策等因素的影响，同时作为全球性农产品期货的重要品种兼具金融衍生品属性，价格变动较为频繁。中诚信国际将对公司原材料价格波动情况及其对业务经营产生的影响保持关注。

保持高位。同时，中诚信国际注意到饲料价格受市

场供需影响有所波动，国内大宗饲料原料的市场供给及交易价格易受国际现货与期货市场变动因素的影响，加之行业竞争加剧，对该板块成本控制和内部管理要求不断提高。

### 公司鸡、鸭产业直供水平持续提升，屠宰业务保持行业领先水平；但 2020 年肉禽价格大幅下降使得板块盈利水平承压

公司禽产业板块围绕白羽肉鸡、肉鸭品种，逐步实现“种禽养殖-传统合同养殖/商品代自养或委托代养-禽屠宰”的一体化运营模式。

随着环保政策趋严，农村优质商品养殖资源日渐稀缺，公司通过加大商品代自养的投入和推动优质合作养殖户转型为委托代养的模式实现禽养殖规模的扩张。自养基地建设方面，公司在山东、山西等地新建商品鸡场，截至 2021 年 3 月末，公司商品代自养场达 100 个，年出栏商品代鸡鸭超过 1.75 亿只。同时，公司通过自养场示范效应，叠加棚舍升级改造、技术和资金支持等综合服务，帮助农户提升养殖效率，加强与养殖户的联系，有力地推动了委托代养转型。2020 年，公司鸡产业和鸭产业直供比例（包括自养、委托代养、两年以上连养合同）分别为 85% 和 66%。

生产方面，2020 年以来，公司鸡、鸭一体化产能基本稳定，其中公司优化部分鸭一体化产能使得其产能规模略有下降。产量方面，猪价的高位运行带动禽肉替代效应有所显现，公司鸡、鸭一体化产量同比小幅增长。

表 4：近年来公司禽产业产能及产量情况（万吨/年、万吨）

	2018		2019		2020		2021.1~3	
	产能	产量	产能	产量	产能	产量	产能	产量
鸡一体化	84.21	66.24	86.95	72.77	86.95	81.65	86.95	15.98
鸭一体化	140.79	110.74	127.10	109.41	127.06	112.06	127.06	22.33
合计	225.00	176.98	214.05	182.19	214.01	193.71	214.01	38.31

注：以上数据为合并抵消前、包含内销的数据。

资料来源：公司提供

销售方面，公司禽苗通过控制孵化量实施计划销售，其中部分鸡苗及鸭苗对外销售，部分则用于

公司下游的商品代养殖。公司养殖的家禽主要销往与内部屠宰场合作的合同养殖户、商品鸡饲养场和地区分销商，部分商品代鸡苗通过内部销售进而养殖为商品鸡，再由内部屠宰加工厂进一步加工。2020 年，鸡、鸭一体化销量有所分化，其中鸡一体化销量同比小幅增长，鸭一体化销量同比下降，主要是行业产能出清且消费结构发生变化所致。销售价格方面，2020 年，由于供应处于高位、受疫情影响餐饮消费需求减少等原因，鸡、鸭一体化销售均价出现较大幅度下降。2021 年一季度，供需结构改善叠加饲料成本上升令鸡、鸭一体化销售价格均有所回升。

表 5：近年来公司禽产业产品销售情况（万吨、元/吨）

	2018		2019		2020		2021.1~3	
	销量	均价	销量	均价	销量	均价	销量	均价
鸡一体化	67.03	9,860	72.52	11,871	81.70	9,614	15.85	1,0343
鸭一体化	112.10	9,151	108.56	9,057	104.27	8,501	21.09	9,063
合计	179.13	--	181.07	--	185.97	--	36.94	--

注：以上数据为合并抵消前、包含内销的数据；四舍五入可能存在尾差。  
资料来源：公司提供

禽屠宰方面，目前公司禽屠宰能力约为每年 7.5 亿只，禽肉产销量约每年 200 万吨，位居行业前列。公司通过新建、改造等方式提高屠宰厂的自动化水平，使得产品库存周转率稳定在高位。此外，公司积极推动禽屠宰向“冻转鲜、生转熟、贸易转终端”转型，加大近距离鲜品销售力度，并开拓下游食品加工企业、连锁商超、餐饮等多种渠道，降低对批发市场渠道的依赖性。

**2020 年以来公司继续大力发展猪养殖业务，产能和出栏量均快速上升，但产能利用率较低，专业养殖人才不到位、部分引进种猪生产效率低、饲料成本上升且生猪价格下跌等因素导致 2021 年一季度生猪板块业绩出现大幅亏损；疫情催化和较为明显的周期性行业波动对企业的生产管理把控能力和应对能力提出更高要求，需持续关注公司自产种猪替换外购种猪进展以及该板块盈利情况**

猪养殖业务主要包括种猪繁育及商品猪育肥

环节。种猪繁育方面，公司与国际顶尖种猪公司 PIC、海波儿合作，建立了双体系种猪架构，并采用动态核心群管理技术等国际最先进的育种技术，近年来 PSY 保持在 24 以上，处于行业领先水平。

公司根据市场区域进行差异化经营。在土地、环境、物流等方面具备综合优势的区域，公司通常优先建设种猪场，自产仔猪，在育肥环节以“公司+农户”合作养殖为主，一体化养殖为辅；在一些综合优势不明显，但公司又有猪料业务布局的区域，公司会从其他大型养猪企业外购仔猪，采用合作放养方式育肥。2021 年一季度，公司一体化自养与合作放养比例约为 1:9；自产仔猪育肥成本为 20 元/公斤<sup>2</sup>。

2020 年以来，公司继续大力发展生猪养殖产业，生猪产能规模快速增长。截至 2020 年末，公司储备了超过 7,000 万头<sup>3</sup>的产能布局，自育肥产能接近 400 万头；截至 2021 年 3 月末存栏生猪约 760 万头，其中存栏能繁母猪约 110 万头。随着生猪养殖产能的释放，2020 年以来公司生猪产量大幅提升。根据规划，公司 2021 年生猪出栏量预计达 1,500 万头，2022 年出栏量预计 2,500 万头。**中诚信国际关注到**，目前公司生猪产能利用率较低，未来将持续关注产能释放情况、2021 年出栏目标完成情况及相关项目投后效益情况。

表 6：近年来公司生猪养殖业务产销情况

	2018	2019	2020	2021.1~3
产能（万头/年）	400.00	993.51	2,500.00	3,261.00
出栏量（万头）	310.00	434.03	829.25	228.36
销售均价（元/公斤）	12.72	22.73	34.39	27.59

注：以上数据为合并抵消前、包含内销的数据。

资料来源：公司提供

销售方面，公司仔猪主要销售给内部养殖场、合同养殖户和社会个体养殖户；肥猪则主要销往公司从事屠宰及肉制品加工的子公司进一步加工，近年均满产满销。由于“猪周期”以及非洲猪瘟影响，2020 年猪价大幅提升；但受猪市供需结构影响，

<sup>2</sup> 根据新希望六和于 2021 年 6 月 8 日发布的《2021 年 5 月生猪销售情况简报》，新希望六和 2021 年 1 月商品猪销售价格为 30.52 元/公斤，2 月销售价格为 29.38 元/公斤，3 月销售价格为 23.50 元/公斤，4 月销售价格为 21.56 元/公斤，5 月销售价格为 18.46 元/公斤。

2021 年一季度猪价有所回落。

表 7：近年来公司生猪销售情况（万头、元/公斤、元/头）

商品猪	2018	2019	2020	2021.1~3
销量	234.30	327.59	652.77	144.06
销售均价	123	22	32	28
仔猪	2018	2019	2020	2021.1~3
销量	19.20	23.99	26.68	27.95
销售均价	434	1,191	1,220	1,331
种猪	2018	2019	2020	2021.1~3
销量	1.93	3.41	149.8	56.35
销售均价	1,800	2,494	4,168	3,200

注：商品猪销售均价单位为元/公斤，仔猪、种猪销售均价单位为元/头。

资料来源：公司提供

2020 年以来，公司生猪养殖项目产能规模扩张较快，投资规模较大，存在专业养殖人才匹配及管理不到位等情况，**中诚信国际认为**，在猪产业快速发展的过程中，需关注企业发展规模、模式、节奏、团队能力、管理体系、运转机制之间的匹配问题，疫情催化和较为明显的周期性行业波动对企业的生产管理把控能力和应对能力提出更高要求。此外，目前公司种猪、仔猪补栏仍主要依赖外部采购，部分引进种猪生产效率较低使得死淘规模较大，同时叠加饲料成本上升且生猪价格下跌等因素，2021 年一季度公司生猪板块业绩出现大幅亏损，中国诚信国际将持续关注管理效率提升、其自产种猪替换外购种猪进展以及该板块盈利情况。

**受生猪供应偏紧以及冻肉收储政策等因素的影响，2020 年公司生鲜猪肉产销量有所下降；受益于新产品的推出和渠道的拓展，深加工肉制品和预制菜销售量价齐升**

公司食品业务包括猪屠宰、肉制品加工及中央厨房等，主要由山东六和集团有限公司（以下简称“六和集团”）和北京千喜鹤食品有限公司运营，业务主要集中于山东、四川、北京、河北、辽宁、黑龙江、安徽和江苏等地区。

跟踪期内，受生猪供应偏紧以及冻肉收储政策等因素的影响，收猪困难导致生鲜猪肉产品产销量

<sup>3</sup> 含已投入运营的种猪场，年产能超 3,000 万头；在建的种猪场，年产能超 2,500 万头；另有筹建中及已完成土地签约或储备的项目产能超 1,500 万头。

有所下降。销售方面，公司持续优化渠道结构，通过开发湾仔码头、海底捞、永辉超市等火锅、餐饮渠道的客户提高非批市渠道占比，截至 2020 年末生鲜猪肉非批市渠道占比为 40%。销售价格方面，受益于猪肉价格迅速回升，2020 年公司生鲜猪肉销售均价大幅上涨；2021 年一季度价格略有回落。

**表 8：近年来公司生鲜猪肉产销情况**

	2018	2019	2020	2021.1~3
产能（万吨）	52.25	55.38	55.38	55.38
产量（万吨）	27.89	23.40	16.55	3.74
销量（万吨）	27.83	23.26	20.77	5.20
销售均价（万元/吨）	1.32	2.14	3.19	3.10
产销率(%)	99.78	99.40	125.52	138.87

注：以上数据为合并抵消前、包含内销的数据。  
 资料来源：公司提供

深加工肉制品及预制菜方面，2020 年以来产能规模稳步提升，受益于“小酥肉”等新产品的推出以及终端渠道的拓展，深加工肉制品及预制菜产销量逐年增长。受生肉价格上涨及产品结构调整影响，深加工肉制品及预制菜销售均价亦同步上升。

**表 9：公司深加工肉制品及预制菜产销情况**

	2018	2019	2020	2021.1~3
产能（万吨/年）	20.68	21.12	21.12	25.16
产量（万吨）	15.43	17.79	18.74	5.30
销量（万吨）	14.97	17.66	21.68	6.24
销售均价（万元/吨）	1.53	1.58	1.73	1.95
产销率(%)	97.02	99.26	115.69	117.69

注：由于有上年度库存结转销售及部分外部采购，2020~2021 年一季度公司深加工肉制品及预制菜产销率大于 110%。

资料来源：公司提供

### 公司持有优质金融资产，所获投资收益可对利润形成有效补充

公司将金融投资业务定位为农牧产业链的支持和辅助。截至 2021 年 3 月末，公司持有民生银行 4 股票 217,150 万股，占民生银行总股本的 4.96%，按 2021 年 5 月 28 日收盘价计算市值约为 103 亿元，且全部为解除限售股。此外，公司还持有部分上市公司股票，均按照公允价值计量，包括深圳燃气、科伦药业和中国飞鹤等。较大规模变现能力较强的金融资产为公司农牧产业发展及债务偿付提供了一定保障，但也需要关注业绩下滑对投资收益的影响。

**表 10：截至 2021 年 3 月末公司持有的上市公司股票情况**

	持股数量 (万股)	直接持股主体	持股比例	质押股数 (万股)	记账 方式	2020 年 现金分红 (亿元)	以 2021 年 5 月 31 日 收盘价为基准的市值 (亿元)
民生银行	217,150	新希望六和投资有限公司、南方希望	4.96%	-	以权益法核算计入长期股权投资	7.64	99.35
深圳燃气	19,424	南方希望、新希望集团	6.75%	10,587	以公允价值计入其他非流动金融资产	0.35	13.66
科伦药业	525	新希望集团	0.36%	--	以公允价值计入其他非流动金融资产	0.02	1.17
中国飞鹤	8,457	Nymph Investments Cayman Limited	0.95%	--	以公允价值计入交易性金融资产	-	18.39 亿港元

注：公司对民生银行的持股数量包含南方希望持有的民生银行 H 股；2021 年 2 月 27 日，深圳燃气发布公告称，截至 2021 年 2 月 26 日，新希望集团通过集中竞价交易方式累计减持深圳燃气 120.63 万股。

资料来源：公司提供

此外，公司是四川新网银行股份有限公司（以下简称“新网银行”）的单一最大股东，截至 2021 年 3 月末持有其 30% 的股权。新网银行定位为新一代互联网银行，致力于通过互联网技术为广大消费

者和小微企业提供定制化的金融服务，于 2017 年正式营业，2018~2019 年营业收入和净利润快速增长；2020 年以来受互金监管趋严等因素的影响<sup>5</sup>，新网银行业绩面临一定下行压力。由于投资规模较大，

<sup>4</sup> 截至 2021 年 3 月末，民生银行总资产为 70,627.21 亿元，净资产 5,567.54 亿元；2020 年实现营业总收入 1,849.51 亿元，同比增长 2.50%，净利润 351.02 亿元，同比下降 36.09%，经营活动净现金流为 -824.02 亿元。

<sup>5</sup> 2021 年 3 月 18 日，中国银保监会消费者权益保护局发布 2021 年第 5

号通报《关于新网银行侵害消费者合法权益案例的通报》（以下简称《通报》）披露，新网银行与一家互联网汽车消费分期服务平台合作业务存在以下侵害消费者合法权益的行为：一是新网银行贷前调查不尽职；二是新网银行催收管理不到位；三是新网银行与该互联网平台合作业务推

叠加行业周期性波动明显，中诚信国际将对新网银行的经营业绩保持关注。

表 11：近年来新网银行经营情况

	2018	2019	2020	2021.1~3
营业收入（亿元）	13.35	26.81	23.57	5.56
净利润（亿元）	3.68	11.33	7.06	2.17
不良贷款率(%)	0.30	0.61	1.19	1.15

资料来源：公司提供

此外，新希望集团亦围绕大农业链条进行金融投资，设立担保公司、商业保理公司等，支持农牧主业和上下游小微企业发展。同时，公司创建互联网金融系统，依托多年积累的养殖、农产品购销大数据，制定投资计划，整合传统农牧与互联网金融业务。

**公司以农牧产业经营为根本，衍生发展金融服务等相关产业；未来将大力发展生猪养殖业务，相关项目的投建仍需一定资本支出**

2018 年以来，随着新希望化工以及新希望地产陆续完成出表，公司产业结构出现重大调整，由原本“四轮驱动”精简为以农牧业为主，辅以金融投资的业务结构。跟踪期内，公司继续保持了国内第一大饲料生产商的地位，饲料加工和肉食业务规模优势明显，同时具备饲料、养殖、屠宰加工的全产业链优势，产品结构丰富，在降低成本的同时能够有效抵御行业波动带来的经营性风险。未来，公司将在饲料领域通过加强区域协同和养殖端优化配置，重塑产品力和竞争力；在生猪养殖领域继续坚持优势区域集中发展。

表 12：截至 2021 年 3 月末公司部分在建项目情况（亿元）

项目	计划总投资	截至 3 月末已投资	2021 年剩余计划投资	2022 年计划投资	预计完工时间
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
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
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
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
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
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
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
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
合计	44.63	11.28	32.62	0.73	--

资料来源：公司提供

由于公司大力发展养猪产业，生猪养殖扩产项目等投资需求使得其未来仍存在一定的资本支出。拟建项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司总投资额 4 亿元以上的拟建项目共 10 个，计划总投资额 55.47 亿元。2021 年计划投资金额约 50.21 亿元，仍存在一定资金需求。2020 年以来，新希望六和陆续发行 40 亿元可转换公司债券和 40 亿元非公开发行股票<sup>6</sup>，募集资金主要用于投资生猪养殖项目。

2020 年 12 月 18 日，新希望六和发布《公开发行可转换公司债券预案（修订稿）》，拟发行不超过 81.50 亿元（含 81.50 亿元）可转换公司债券，其中 57.50 亿元拟用于投资生猪养殖项目。此外，公司及其子公司通过与少数股东设立基金的方式募集资金，用于建设生猪养殖项目。由于投资规模较大，叠加行业周期性波动明显，中诚信国际将对公司投融资进展以及投资回报情况保持关注。

表 13：近年来公司成立基金公司的情况（亿元）

基金名称	成立时间	基金规模	基金期限	认缴出资额	首期出资	合作方所属集团	投资方向
广东希望壹号股权	2018/12	15.00	8 年（退出）	10.00	25%	广东恒健投资控股有限公司	广东省内饲料、养殖、屠宰、食

高了消费者融资成本。

希望”，其中公司认购 18.00 亿元；南方希望认购 22.00 亿元。

<sup>6</sup>非公开发行股票对象为公司和南方希望实业有限公司（以下简称“南方

投资基金			期 2 年)				品、餐饮及零售等领域的优质农业项目
广州希望绿色农业股权投资基金	2019/08	6.00	8 年 (退出期 2 年)	2.00	--	广州金融控股集团有限公司、广东恒健投资控股有限公司	广东省内的优质农业项目, 其中投资于饲料、养殖类项目规模占比不超过基金规模的 50%
沈阳新希望现代农业股权投资基金	2019/10	10.00	6 年 (退出期 3 年)	7.01	--	沈阳盛京金控投资集团有限公司	沈阳新民市、康平县两个合计规划年出栏 300 万头生猪养殖项目
伊春新希望畜牧产业发展基金合伙企业 (有限合伙)	2020/05	1.00	6 年 (退出期 3 年)	0.70	100.00%	伊春市城市建设投资开发有限责任公司	伊春市范围内的生猪养殖产业链项目
山东新希望鑫农股权投资基金合伙企业 (有限合伙)	2020/10	30.00	8 年	22.50	--	山东省财金投资集团有限公司、青岛市市级创业投资引导基金管理中心、青岛蓝色硅谷创业发展有限公司	山东省内的生猪养殖产业链项目
四川新希望农业发展合伙企业 (有限合伙)	2020/10	不超过 13.24	10 年	不超过 3.34	--	建信信托有限责任公司	生猪养殖产业链项目
共青城华函新希望投资管理合伙企业 (有限合伙)	2021/01	6.2501	5 年	1.25	100.00%	共青城华建函数投资管理有限公司、广发证券股份有限公司	生猪养殖产业链项目
广西新希望生猪保供专项产业基金合伙企业 (有限合伙)	2021/03	40.00	8 年 (退出期 4 年)	32.41	0.06%	广西投资引导基金有限责任公司	生猪养殖产业链项目

资料来源: 公司提供

## 财务分析

以下分析基于公司提供的经四川华信 (集团) 会计师事务所 (特殊普通合伙) 审计出具标准无保留意见的 2018~2020 年财务报告及未经审计的 2021 年一季度财务报表。中诚信国际分析时均采用财务报表期末数, 同时将公司合并报表及母公司报表计入 “其他流动负债” 中的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务。

会计估计变更方面, 2019 年, 新希望六和将其生物性资产中种鸡的预留残值由 15 元/只变更为 25 元/只, 种鸭的预留残值由 18 元/只变更为 30 元/只; 2020 年, 新希望六和根据三元种母猪的生产性能将三元种母猪的预计使用寿命由 36 个月变更为 24 个月, 其他代次种母猪的使用寿命仍为 36 个月。

**公司农牧板块向好发展, 收入大幅提升; 但 2020 年以来整体营业毛利率水平有所下滑; 投资收益仍对利润提供良好支撑**

2020 年, 公司营业收入同比大幅增长, 营业毛利率有所下滑。具体来看, 公司饲料产品销量同比增长, 叠加主要产品价格上升带动该板块收入稳步上行; 毛利率受原材料价格增幅较大影响而小幅下滑。禽产业方面, 由于新冠疫情使得餐饮市场低迷, 禽肉价格大幅下降, 且后续持续低位运行, 2020 年该板块收入同比下降, 同时饲料成本有所上升, 毛利率同比大幅减少。猪产业方面, 受非洲猪瘟疫情影响, 2020 年前三季度国内生猪价格大幅上行, 且公司生猪养殖规模迅速扩大、出栏量增加使得该板块收入规模大幅提升; 但毛利率随着第四季度以来猪价回落而有所下降。食品业务方面, 猪肉产品销售价格上涨, 加之预制菜等产品量价齐升带动该板块收入增长较多; 但 2020 年前三季度猪肉价格保持高位运行令该板块原材料成本较高, 当年毛利率有所下降。公司贸易板块产品主要为饲料原材料等农产品, 收入保持增长态势, 毛利率波动较大。医疗服务业务<sup>7</sup>稳步发展, 收入规模和盈利水平同比增长。2021 年一季度, 公司营业收入同比增长, 但毛

<sup>7</sup>运营主体主要为上海蓝生脑科医院投资股份有限公司, 旗下包括同济

大学附属天佑医院、同济大学附属脑科医院和上海万众医院等。

利率持续下滑。其中，猪产业规模持续扩大、出栏量增加使得该板块收入规模同比提升，但生猪价格下跌令板块毛利率大幅下降；饲料价格上涨使得收入持续增长，成本增幅较大令毛利率进一步下滑；

禽类产品销量同比减少，板块收入同比下降，但受益于销售价格回升，禽产业毛利率有所回升；受“小酥肉”等毛利率较低的产品占比上升等因素影响，食品业务毛利率下滑至 3.96%。

**表 14：近年来公司营业收入和毛利率构成情况（亿元、%）**

	2018		2019		2020		2021.1~3	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
饲料	394.19	7.62	424.31	8.10	516.46	7.22	146.13	7.01
禽产业	186.47	8.54	213.59	10.65	183.79	4.94	40.43	7.79
猪产业	32.25	16.23	74.87	38.53	247.77	23.13	60.96	15.09
食品	54.35	12.92	71.49	13.47	88.45	10.85	22.70	3.96
贸易	30.35	6.95	48.50	5.73	82.08	2.90	30.18	4.00
房地产	2.18	-	-	-	--	--	--	--
医疗服务	-	-	9.98	14.68	12.72	22.43	3.48	17.12
<b>营业总收入</b>	<b>710.27</b>	<b>9.31</b>	<b>854.81</b>	<b>12.03</b>	<b>1,144.04</b>	<b>10.71</b>	<b>307.68</b>	<b>8.79</b>

注：1、公司营业总收入包括利息收入、手续费及佣金收入和其他业务收入，未在上表中列示；2、数据因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：公司提供

期间费用方面，2020 年销售费用降幅较大，主要系新希望六和根据新收入准则将运输费计入营业成本所致；职工薪酬和研发等费用增加使得管理费用持续上升，同时生猪养殖业务的快速拓展使得公司债务规模进一步增长，带动财务费用亦大幅增加；受上述因素影响，2020 年公司期间费用规模呈增长态势，但受益于收入规模快速扩大，期间费用率延续下降态势，2021 年一季度期间费用率有所回升。**中诚信国际**将对公司成本费用控制水平保持关注。

从利润构成来看，受益于良好的投资收益及经营性业务利润大幅上升，2020 年公司利润总额大幅增长。其中，投资收益是利润总额的主要来源，主要由权益法核算的民生银行等长期股权投资收益构成，受益于减持海底捞及中国飞鹤等权益投资以及持有的民生银行股权股价上涨，2020 年确认的投资收益增加。受益于收入规模扩大、较强的费用控制能力以及猪产业盈利状况的大幅优化，当年经营性业务利润亦大幅增长。此外，资产减值损失主要为持有待售资产、其他应收款和应收账款等减值损失，对利润形成一定侵蚀。**中诚信国际**将对公司成本费用控制水平和资产减值情况保持关注。2021 年一季度，受各业务板块毛利率下降及期间费用率上升等影响，公司经营性业务利润同比下滑；当期投

资收益同比增幅较大，主要系公司根据持股意图和新金融工具会计准则将南方希望持有的民生银行股权由可供出售金融资产调整至长期股权投资，相应将原按金融资产核算的账面价值与享有的民生银行可辨认净资产份额之间的差额确认为投资收益所致，令当期投资收益对整体盈利水平形成较好支撑，利润总额及净利润同比上升。

**表 15：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	17.71	18.98	15.26	4.74
管理费用	24.54	33.12	42.41	12.86
财务费用	12.58	13.25	20.20	6.10
<b>期间费用合计</b>	<b>54.83</b>	<b>65.36</b>	<b>77.88</b>	<b>23.70</b>
<b>期间费用率</b>	<b>7.72</b>	<b>7.65</b>	<b>6.81</b>	<b>7.70</b>
经营性业务利润	12.29	37.84	46.40	3.60
投资收益	52.46	50.49	52.03	33.08
资产减值损失	8.12	7.15	5.22	0.60
<b>利润总额</b>	<b>56.29</b>	<b>77.24</b>	<b>86.17</b>	<b>31.80</b>
<b>净利润</b>	<b>53.07</b>	<b>74.95</b>	<b>81.82</b>	<b>30.84</b>
总资产收益率	6.52	8.58	7.21	--

注：1、2018 年，由于新希望地产出表，公司对其投资纳入长期股权投资核算，当年投资收益规模较大，占利润总额的比重达 93.20%；2、资产减值损失合计包含“信用减值损失”和“资产减值损失”；3、“研发费用”计入“管理费用”；4、数据因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：根据公司财务报表整理

新希望集团母公司主要行使管理职能，未从事生产经营业务，营业收入较少。期间费用以财务费用为主，随着母公司债务规模增长，财务费用呈上

升态势。母公司经营性业务盈利水平较低，且受期间费用影响逐年下降，利润总额的主要来源为新希望地产、新希望化工等长期股权投资确认的投资收益，2020年投资收益大幅增加令当年净利润水平明显提升且处于较好水平，母公司整体盈利能力较强。

**表 16：近年来母公司盈利能力相关指标（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.1~3
营业总收入	0.07	0.05	0.26	0.27
管理费用	0.97	1.21	1.04	0.37
财务费用	5.22	5.76	6.27	1.04
经营性业务利润	-6.07	-6.91	-6.98	-1.14
投资收益	15.04	12.97	19.41	1.96
利润总额	9.02	6.11	12.35	0.98
净利润	9.32	6.93	12.08	0.98

资料来源：根据公司财务报表整理

### 跟踪期内，公司资产及权益整体有所扩大，融资规模快速增长使得杠杆水平持续上升

2020年以来，存货、固定资产、在建工程和生产性生物资产等增加带动公司总资产快速增长。从构成上看，受货币资金及存货等流动资产规模扩大影响，2020年以来非流动资产占比有所下降，截至2021年3月末非流动资产占总资产的比重为66.27%。具体来看，公司非流动资产主要以长期股权投资、可供出售金融资产、固定资产、在建工程和生产性生物资产为主。长期股权投资主要是对民生银行、新希望地产、新希望化工、新网银行及北京新希望产业投资中心（有限合伙）等联营企业的投资，2020年以来随确认投资收益而持续增长。可供出售金融资产主要为公司投资的权益工具，包括持有的上市公司股票、公司债券以及资管计划等，由于公司陆续认购新希望投资集团发行的32亿元永续债及13亿元昆明新希望置业有限公司的永续债，2020年末可供出售金融资产保持上升态势；根据新金融工具会计准则，2021年公司将可供出售金融资产科目调整至债权投资、其他权益工具投资及其他非流动金融资产，重分类后均以公允价值计量，由于公司持有沪深两市上市股票价格波动及处置部分金融资产，3月末债权投资、其他权益工具投资及其他非流动金融资产合计规模有所下降。此外，

随着公司农牧板块生猪养殖项目的快速推进，2020年以来固定资产、在建工程和生产性生物资产快速增长，其中以成熟的种猪为主的生产性生物资产规模于2020年末已达到117.98亿元；由于部分引进种猪生产效率降低令死淘率规模较大，2021年3月末生产性生物资产有所下降。

公司流动资产以货币资金、存货及其他应收款为主，2021年3月末占流动资产的比重为76.06%。随着生产养殖规模的扩大，2020年以来公司日常经营资金储备持续增加，截至2021年3月末受限规模较小，主要为存放中央银行法定存款准备金及各类保证金等。公司存货以原材料、消耗性生物资产、库存商品和开发成本为主，2020年以来，生猪养殖规模扩大、商品猪等消耗性生物资产增加带动存货规模快速增长，存货周转率有所下降。其他应收款主要由房地产业务板块支付的保证金及发生的关联方往来款构成，2020年以来，由于新希望投资集团等关联方往来款增加，其他应收款大幅增长。

**表 17：近年来公司主要资产情况（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.3
长期股权投资	352.93	388.92	402.79	446.92
债权投资	--	--	--	14.68
可供出售金融资产	134.43	158.92	187.46	--
其他权益工具投资	--	3.18	3.20	99.41
其他非流动金融资产	--	--	--	42.53
固定资产	89.77	142.67	293.08	309.39
在建工程	25.62	47.72	110.23	141.90
生产性生物资产	5.18	25.11	117.98	110.06
<b>非流动资产</b>	<b>659.55</b>	<b>834.33</b>	<b>1,191.26</b>	<b>1,298.91</b>
货币资金	104.32	117.71	147.20	160.32
存货	66.44	110.43	180.59	227.96
其他应收款	50.67	79.29	119.47	114.60
交易性金融资产	--	0.55	0.58	25.29
<b>流动资产</b>	<b>283.48</b>	<b>372.97</b>	<b>566.96</b>	<b>661.17</b>
<b>总资产</b>	<b>943.03</b>	<b>1,207.30</b>	<b>1,758.22</b>	<b>1,960.08</b>
存货周转率	2.68	8.47	6.99	5.48*

注：1、2018年，受新希望化工、宝硕股份及新希望地产已不再纳入合并报表范围、对其投资计入长期股权投资科目核算，长期股权投资规模增加；2、带“\*”指标经年化处理。

资料来源：根据公司财务报表整理

公司负债以有息债务为主，随着产能扩张计划的推进，2020年以来总债务规模随新希望六和债务增加而不断上升，同时公司加大通过长期借款及发

行债券等期限较长的融资方式解决资金需求，截至2021年3月末短期债务/总债务降至40.41%，债务结构有所优化。其中，2020年公司长期资金储备大幅增加、母公司发行35亿元中期票据和10亿元公司债、新希望六和发行20亿元中期票据和40亿元可转换债券的发行使得长期债务大幅增长193.49%；2021年一季度，长期债务随长期借款增加及新希望六和发行20亿元中期票据继续上升。此外，应付账款主要为应付供应商货款，2020年以来随着业务规模的增长有所扩大；受财务公司资金归集规模波动较大影响，2021年3月末吸收存款及同业存放规模大幅下降；其他应付款主要为往来款和暂收押金及保证金，2020年以来有小幅波动。

受益于新希望控股对公司增资24亿元，叠加未分配利润持续增加、持续开展生猪养殖项目建设及2020年新希望六和可转换债券转股令少数股东权益持续上升，2020年末所有者权益同比大幅增长。资本结构方面，公司债务的快速增加使得财务杠杆水平持续上升。

**表 18：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.3
应付账款	37.62	51.64	85.61	85.65
吸收存款及同业存放	69.02	56.29	46.67	11.93
卖出回购金融资产款	10.78	22.95	42.38	45.46
其他应付款	40.73	64.77	57.81	69.26
总负债	501.79	681.50	1,026.09	1,211.76
短期债务	190.38	303.91	314.62	357.65
总债务	321.96	447.73	736.75	943.76
实收资本或股本	8.00	8.00	32.00	32.00
其他综合收益	4.44	14.22	11.79	-3.72
未分配利润	206.54	241.87	281.31	309.56
少数股东权益	189.72	230.40	373.83	379.63
所有者权益	441.24	525.81	732.13	748.32
资产负债率	53.21	56.45	58.36	61.82
总资本化比率	42.19	45.99	50.16	55.78

资料来源：根据公司财务报表整理

母公司总资产规模整体呈上升态势。其中，其他应收款主要为对南方希望以及新希望化工的往来款<sup>8</sup>，2020年以来快速增长；可供出售金融资产主要为关联方新希望投资集团和新希望地产的永续

债；长期股权投资主要为对新希望地产、新希望化工、新网银行等的投资，2020年以来随投资收益的确认呈上升态势。母公司中总负债以有息债务为主，由于业务拓展速度较快，2020年末总债务增幅较大；截至2021年3月末，短期债务/总债务降至52.33%，债务结构有所优化。2020年由于新希望控股增资24亿元，母公司所有者权益同比大幅增长，受益于此，财务杠杆水平有所下降。

**表 19：母公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	2.42	10.64	7.62	7.72
其他应收款	52.31	93.46	149.63	138.80
可供出售金融资产	105.03	108.21	107.83	113.85
长期股权投资	94.90	104.53	133.30	133.49
总资产	264.02	326.95	408.06	397.93
总负债	166.45	222.02	268.75	258.98
短期债务	63.93	140.03	150.55	132.55
总债务	155.70	214.68	264.25	253.30
所有者权益	97.57	104.92	139.31	138.95
资产负债率	63.04	67.91	65.86	65.08
总资本化比率	61.48	67.17	65.48	64.58

资料来源：根据公司财务报表整理

### 公司关联交易规模较大，主要为对新希望地产及子公司的关联担保和发放贷款及垫款以及对新希望投资的其他应收账款

截至2020年末，公司对关联方的其他应收款账面余额为103.60亿元；发放贷款和垫款余额为21.84亿元；同期末，对关联方担保余额为109.10亿元，整体规模较大。中诚信国际将对关联方往来应收款回收状况保持关注。

**表 20：2019-2020年公司关联方交易情况（亿元）**

关联交易类型	2019	2020
<b>采购商品/接受劳务</b>	<b>8.63</b>	<b>28.80</b>
其中：兴源环境科技股份有限公司及子公司	-	10.87
青岛大牧人机械股份有限公司	5.43	10.69
草根知本集团有限公司及子公司	1.65	5.17
<b>销售商品/提供劳务</b>	<b>12.37</b>	<b>15.62</b>
其中：上海六合勤强食品有限公司	6.62	7.23
草根知本集团有限公司及子公司	0.001	2.04
新希望乳业股份有限公司及子公司	1.70	1.53
<b>关联担保金额</b>	<b>139.43</b>	<b>109.10</b>
其中：新希望投资	18.69	7.82

<sup>8</sup> 2020年末母公司对南方希望的其他应收款为104.39亿元，对新希望

化工的其他应收款为12.92亿元。

新希望地产及子公司	98.84	97.34
草根知本集团有限公司及子公司	5.90	3.94
<b>关联其他应收账款余额</b>	<b>71.93</b>	<b>103.60</b>
其中：新希望投资	30.59	40.87
新希望化工及子公司	21.41	12.92
Avagreen International Pte Limited	0.70	12.39
<b>发放贷款及垫款余额</b>	<b>26.77</b>	<b>21.84</b>
其中：新希望地产及子公司	21.24	17.67
草根知本集团有限公司及子公司	4.65	3.65
新希望化工及子公司	0.87	0.52
<b>吸收存款及同业存放余额</b>	<b>56.21</b>	<b>46.60</b>
其中：新希望地产及子公司	53.35	44.28
草根知本集团有限公司及子公司	0.24	1.75
新希望化工及子公司	2.52	0.57
<b>其他应付款余额</b>	<b>20.40</b>	<b>11.64</b>
其中：新希望地产及子公司	5.62	5.40
Richboom Investment Holdings Limited	2.21	4.24
永志创新实业有限公司及子公司	-	0.40

资料来源：根据公司财务报表整理

### 公司经营获现能力持续提升，考虑到存在一定规模的项目投资和到期债务，外部融资或将保持在一定规模；2020年债务规模增加，偿债压力有所上升，但较大规模变现能力较强的金融资产可为其短期债务偿还提供一定保障

公司销售获现能力良好，2020年经营活动现金流保持净流入态势，收现比保持在1.05倍以上；受行业特性一季度为销售淡季，且春节前供应商的结款较为集中等影响，公司经营活动现金流呈阶段性净流出。同时，公司持续扩大猪产业投资规模使得投资活动现金流净流出规模大幅扩大，当年取得投资收益收到的现金大幅增加，主要系公司处置海底捞、中国飞鹤部分股权及新希望六和可转换债券所致。由于扩大生猪业务资金较多依赖外部融资，2020年以来筹资活动现金流呈净流入态势，未来随着在建项目的进一步投入，预计筹资活动现金流入将保持在一定规模。

偿债指标方面，2020年债务规模增幅较大，EBITDA和经营活动净现金流对债务本息的覆盖能力有所下降，且未来生猪养殖项目投资规模较大，债务规模或将继续上升，同时在生猪行业下行周期时，公司流动性压力或将显现。但考虑到公司持有变现能力较强的金融资产，可为其债务偿付提供一

定支撑，其整体偿债能力较强，中诚信国际将对公司未来资金周转及债务增长情况保持关注。

表 21：近年来公司偿债能力指标（亿元、倍）

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	33.23	38.27	44.94	-46.79
取得投资收益收到的现金	3.32	3.84	33.75	0.12
投资活动净现金流	-82.28	-125.00	-382.90	-57.87
筹资活动净现金流	68.32	101.04	364.55	118.25
EBITDA	80.96	106.72	140.58	--
EBITDA 利息倍数	5.30	6.94	5.84	--
经营活动净现金流/利息支出	2.18	2.49	1.87	--
总债务/EBITDA	3.98	4.20	5.24	--
经营活动净现金流/短期债务	0.17	0.13	0.14	-0.52*
经调整的经营净现金流/总债务(%)	4.59	4.98	2.10	--
货币等价物/短期债务	0.55	0.40	0.48	0.53

注：带“\*”指标经年化处理；数据因四舍五入存在尾数差异。

资料来源：根据公司财务报表整理

由于母公司未从事生产经营业务，经营活动现金流保持净流出态势，2020年由于公司对部分业务板块提供疫情低息贷款，投资活动现金净流出规模大幅上升；其中，收回投资收到的现金大幅减少，主要系赎回的理财产品规模下降所致；取得投资收益收到的现金增幅较大，主要系处置母公司持有的新希望六和可转换债券所致。生猪等产业投入需求令母公司2020年筹资活动现金净流入规模持续增长。偿债指标方面，经营活动净现金流及货币资金等价物对母公司债务本息的覆盖能力较弱，但母公司直接持有11.30亿股新希望六和股票，其中限售条件股份数为0.80亿股。按照2021年5月31日收盘价计算，公司持有的新希望六和股票市值为172.08亿元。变现能力较强的股权资产可为公司债务偿付提供一定保障。

表 22：近年来母公司偿债能力指标（亿元、倍）

	2018	2019	2020	2021.1~3
经营活动净现金流	-16.03	-40.65	-36.60	12.64
收回投资收到的现金	22.93	20.02	0.12	-
取得投资收益收到的现金	3.23	3.84	21.17	0.10
投资活动净现金流	-4.30	-1.91	-29.29	-0.15
筹资活动净现金流	10.88	50.78	62.87	-12.39
经营活动净现金流/利息	-2.29	-4.89	-3.49	--

支出				
经营活动净现金流/短期债务	-0.25	-0.29	-0.24	0.38*
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-14.40	-22.65	-17.76	--
货币等价物/短期债务	0.04	0.08	0.05	0.06

注：带“\*”指标经年化处理。

资料来源：根据公司财务报表整理

### 充足的外部授信使公司具备较强的财务弹性，且受限资产规模较小，但对外担保规模较大或将面临一定代偿风险

受限资产方面，截至 2020 年末，公司受限资产合计为 29.77 亿元，其中公司为获得借款，共有账面价值为 22.49 亿元的应收账款、存货、可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和无形资产用于抵质押。同期末，公司受限货币资金为 7.28 亿元。

对外担保方面，截至 2020 年末，公司对外担保余额为 109.10 亿元，担保对象新希望地产以及新希望投资集团等均为同一实际控制人下属企业，其中，公司对新希望地产及其子公司担保余额为 58.25 亿元。此外，截至 2021 年 3 月末，公司作为差额支付承诺人，为中信证券-新希望物业费信托受益权资产支持专项计划、平安-光大-新希望 1 期资产支持专项计划、新希望投资集团有限公司 2020 年度第一期债权融资计划、长江楚越-新希望半岛科技园资产支持专项计划、生命资产-新希望温州商业不动产债权投资计划、中信信托-新希望永嘉贷款集合资金信托计划、平安-新希望 1 号供应链资产支持专项计划提供差额补足承诺；作为差额补足义务人对昆明新希望置业有限公司交银国信·嘉园 714 号集合资金信托计划相应主合同项下履行相应义务承担差额补足责任。截至 2020 年末，新希望地产总资产为 1,437.59 亿元，所有者权益为 323.70 亿元，实现营业总收入 304.96 亿元，净利润 28.42 亿元，经营活动净现金流 48.37 亿元。由于房地产行业调控政策仍在持续，行业利润空间不断收紧，金融政策变化亦对行业内企业资金管理提出了更高要求，需对公司对新希望地产提供的担保的代偿风险保持关注。

未决诉讼方面，截至 2021 年 3 月末，公司无对其生产经营产生重大影响的未决诉讼、仲裁。

公司与银行的合作关系良好，截至 2021 年 3 月末，获得银行授信总额为 2,237.34 亿元，其中未使用授信额度为 1,547.90 亿元，备用流动性充足。

**过往债务履约情况：**根据公司提供的征信报告及相关资料，截至 2021 年 5 月 25 日，公司银行融资资信状况良好，还本付息记录正常，无违约记录。根据公开资料显示，公司发行的债务融资工具均能按期支付利息。

表 23：截至报告出具日公司本部境内公开市场存续债（亿元）

债券名称	起息时间	发行金额	期限
16 新希望 MTN001	2016.08.04	20	5 年
18 新希望 MTN001	2018.08.27	10	3 年
19 新希望 MTN001	2019.04.12	10	3 年
19 新希望 MTN002	2019.08.15	10	3 年
19 新希望 MTN003	2019.12.04	10	3 年
20 新希望 MTN001	2020.04.15	10	3 年
20 新希望 MTN002	2020.08.10	15	3 年
20 新望 01	2020.08.18	10	3 年
20 新希望 CP001	2020.08.28	10	1 年
20 新希望 MTN003	2020.10.16	10	3 年
21 新希望 CP001	2021.01.27	10	1 年
21 新希望 CP002(高成长债)	2021.03.25	10	1 年
21 新希望 CP003	2021.04.06	10	1 年
21 新希望 SCP001	2021.04.14	10	240 天
合计	--	155	--

资料来源：中诚信国际整理

## 外部支持

**国家对农业扶植力度不断加大，公司能够获得一定政策扶持；实际控制人为自然人，另有新希望投资集团等公司，具备较强融资能力和经营实力**

公司所处农业行业是国家基础性产业，关乎国计民生，与钢铁、机械制造行业相比，具有行业发展相对平稳、弱经济周期的特点。2016 年 9 月，新希望集团在农业部办公厅发布农经办[2016]13 号文件公布的 20 家农业产业化国家重点龙头企业名单中被核定为主动联动型农村产业融合典型龙头企业，能够获得各地政府的政策支持与指导服务。公司作为中国最大的农牧业龙头企业之一，符合国家支持农业、扶持农业产业的政策和方针，能享受国

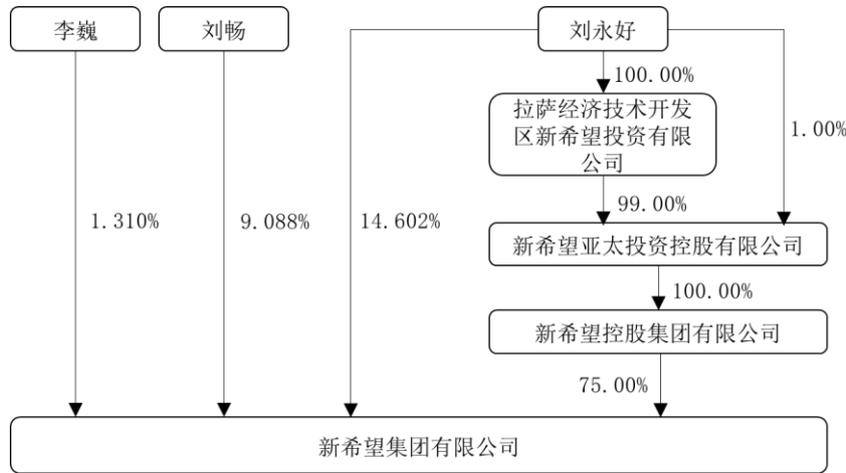
家政策规定的对民营、高科技及农牧企业在税收减免、融资等方面的一系列优惠政策。

除新希望集团外，实际控制人还拥有房地产、乳业、环保、投资等多项产业，资产质量较优，且新希望乳业、兴源环境等子公司作为上市公司，融资渠道畅通，发展前景良好。新希望集团作为实际控制人最重要和发展最早的经营主体，对其利润贡献和影响程度很高。总体来看，公司与实际控制人保持了较高关联程度，其信用恶化对股东信誉影响很大，实际控制人对公司支持意愿极强；但由于实际控制人为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力有限。

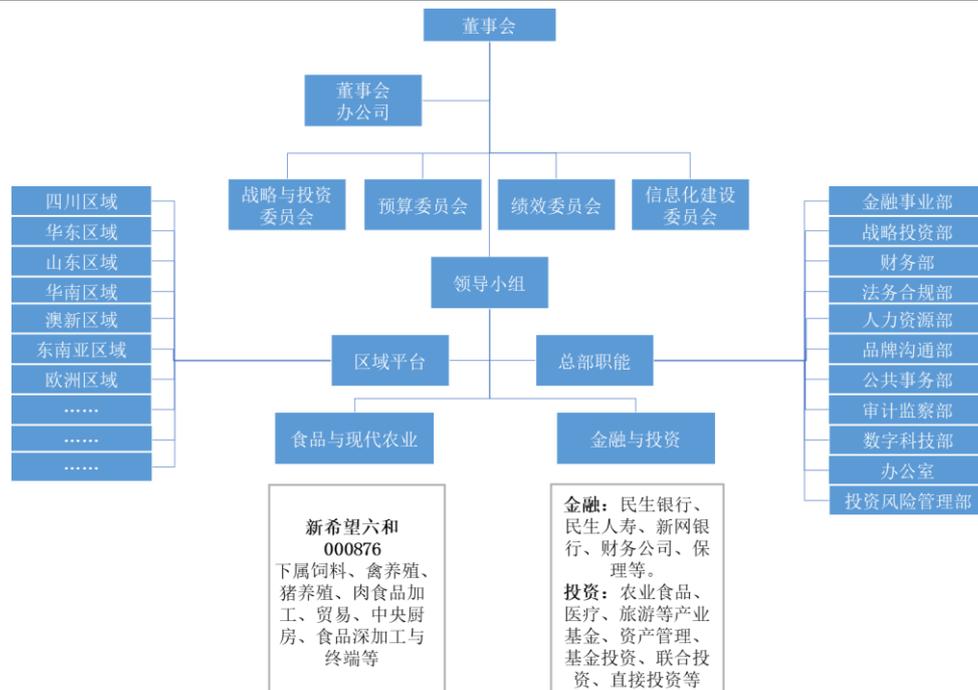
## 评级结论

综上所述，中诚信国际维持新希望集团有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“16 新希望 MTN001”、“18 新希望 MTN001”、“19 新希望 MTN001”、“19 新希望 MTN002”、“19 新希望 MTN003”、“20 新希望 MTN001”、“20 新希望 MTN002”和“20 新希望 MTN003”的债项信用等级为 **AAA**；维持“20 新希望 CP001”、“21 新希望 CP001”和“21 新希望 CP002（高成长债）”的债项信用等级为 **A-1**。

## 附一：新希望集团有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



子公司名称	注册资本（万元）	直接持股(%)	间接持股(%)	业务性质
南方希望实业有限公司	103,431.37	51.00	--	农牧
新希望财务有限公司	103,200.00	42.54	49.00	金融
新希望六和股份有限公司	450,644.88	25.07	29.49	农牧
北京首望资产管理有限公司	1,000.00	60.00	40.00	投资管理
新希望全球控股有限公司	300.00（美元）	34.00	33.00	投资管理
New Hope Group Australia and New Zealand Services Pty Limited	3,461.21	100.00	--	--
北京百年农澳农业咨询有限公司	100.00	70.00	30.00	咨询服务
广东源希管理咨询有限公司	2,000.00	100.00	--	咨询服务
成都新络永智科技有限公司	100,000.00	100.00	--	技术咨询



资料来源：公司提供

## 附二：新希望集团有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据(单位: 万元)	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	1,043,186.27	1,177,125.59	1,472,033.17	1,603,225.80
应收账款净额	133,640.01	190,695.96	321,277.92	348,609.34
其他应收款	506,714.77	792,935.31	1,194,702.02	1,146,041.22
存货净额	664,360.27	1,104,261.57	1,805,890.60	2,279,632.37
长期投资	4,873,644.57	5,478,396.46	5,902,480.96	6,035,455.43
固定资产	897,659.41	1,426,727.62	2,930,760.80	3,093,870.61
在建工程	256,226.35	477,176.03	1,102,325.97	1,418,959.51
无形资产	141,148.73	141,650.85	158,802.98	158,313.37
总资产	9,430,261.47	12,073,012.00	17,582,221.29	19,600,801.26
其他应付款	407,291.67	647,729.16	578,071.28	692,580.48
短期债务	1,903,751.70	3,039,081.64	3,146,204.43	3,576,548.42
长期债务	1,315,892.96	1,438,267.85	4,221,339.20	5,861,083.25
总债务	3,219,644.66	4,477,349.49	7,367,543.63	9,437,631.67
净债务	2,176,458.39	3,300,223.89	5,895,510.46	7,834,405.87
总负债	5,017,875.41	6,814,961.42	10,260,922.99	12,117,607.09
费用化利息支出	127,694.06	150,291.93	206,630.98	--
资本化利息支出	25,037.45	3,487.57	34,280.43	--
所有者权益合计	4,412,386.07	5,258,050.58	7,321,298.30	7,483,194.16
营业总收入	7,102,667.77	8,548,097.87	11,440,446.92	3,076,804.63
经营性业务利润	122,872.87	378,365.19	464,039.62	36,014.01
投资收益	524,611.53	504,886.47	520,323.64	330,804.88
净利润	530,741.75	749,466.30	818,172.38	308,388.30
EBIT	690,562.47	922,720.01	1,068,371.93	--
EBITDA	809,608.03	1,067,206.45	1,405,828.98	--
经营活动产生现金净流量	332,338.04	382,656.92	449,382.92	-467,865.85
投资活动产生现金净流量	-822,831.34	-1,249,967.71	-3,829,012.58	-578,651.49
筹资活动产生现金净流量	683,198.48	1,010,396.83	3,645,534.24	1,182,455.25
资本支出	373,573.84	953,704.99	3,447,944.04	671,702.65
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	9.31	12.03	10.71	8.79
期间费用率(%)	7.72	7.65	6.81	7.70
EBITDA 利润率(%)	11.40	12.48	12.29	--
总资产收益率(%)	6.52	8.58	7.21	--
净资产收益率(%)	12.18	15.50	13.01	16.66*
流动比率(X)	0.77	0.70	0.95	1.07
速动比率(X)	0.59	0.49	0.65	0.70
存货周转率(X)	2.68	8.47	6.99	5.48*
应收账款周转率(X)	55.36	52.52	44.52	36.65*
资产负债率(%)	53.21	56.45	58.36	61.82
总资本化比率(%)	42.19	45.99	50.16	55.78
短期债务/总债务(%)	59.13	67.88	42.70	37.90
经营活动净现金流/总债务(X)	0.10	0.09	0.06	-0.20*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.17	0.13	0.14	-0.52*
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.18	2.49	1.87	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	4.59	4.98	2.10	--
总债务/EBITDA(X)	3.98	4.20	5.24	--
EBITDA/短期债务(X)	0.43	0.35	0.45	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	5.30	6.94	5.84	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.52	6.00	4.43	--

注：1、2021 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用；4、带\*指标已经年化处理。

**附三：新希望集团有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）**

财务数据(单位: 万元)	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	24,238.46	106,377.13	76,217.36	77,229.91
应收账款净额	-	-	-	-
其他应收款	523,114.79	934,608.90	1,496,309.22	1,387,959.57
存货净额	-	-	-	-
长期投资	1,999,299.32	2,127,370.67	2,411,226.33	2,473,421.29
固定资产	106.56	103.67	130.47	123.21
在建工程	66.56	50.68	68.10	68.10
无形资产	31.78	115.38	210.65	185.60
总资产	2,640,205.61	3,269,464.20	4,080,599.99	3,979,294.76
其他应付款	106,418.42	72,171.98	43,734.00	55,287.25
短期债务	639,336.75	1,400,288.48	1,505,500.00	1,325,491.69
长期债务	917,696.98	746,496.98	1,136,996.98	1,207,486.23
总债务	1,557,033.73	2,146,785.46	2,642,496.98	2,532,977.92
净债务	1,532,795.27	2,040,408.33	2,566,279.62	2,455,748.00
总负债	1,664,493.73	2,220,216.04	2,687,545.00	2,589,796.58
费用化利息支出	70,032.47	83,110.55	104,813.81	24,407.90
资本化利息支出	-	-	-	-
所有者权益合计	975,711.87	1,049,248.16	1,393,054.99	1,389,498.18
营业总收入	691.70	463.45	2,639.75	2,742.74
经营性业务利润	-60,654.02	-69,143.36	-69,763.37	-11,390.20
投资收益	150,357.62	129,742.42	194,106.21	19,573.72
净利润	93,218.70	69,251.08	120,777.74	9,780.07
EBIT	160,282.02	144,213.42	228,346.84	34,187.97
EBITDA	--	--	--	--
经营活动产生现金净流量	-160,251.07	-406,489.79	-365,958.14	126,366.43
投资活动产生现金净流量	-43,045.70	-19,145.25	-292,867.80	-1,498.48
筹资活动产生现金净流量	108,795.64	507,773.71	628,666.16	-123,855.39
资本支出	276.97	155.28	228.97	-
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	94.67	100.00	100.00	100.00
期间费用率(%)	8,935.81	15,049.51	2,771.31	514.03
EBITDA 利润率(%)	--	--	--	--
总资产收益率(%)	6.81	4.88	6.21	3.39*
净资产收益率(%)	11.54	6.84	9.89	2.81
流动比率(X)	0.73	0.71	1.03	1.08
速动比率(X)	0.73	0.71	1.03	1.08
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	--	--	--	--
资产负债率(%)	63.04	67.91	65.86	65.08
总资本化比率(%)	61.48	67.17	65.48	64.58
短期债务/总债务(%)	41.06	65.23	56.97	52.33
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.10	-0.19	-0.14	0.20*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.25	-0.29	-0.24	0.38*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-2.29	-4.89	-3.49	5.18
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-14.40	-22.65	-17.76	--
总债务/EBITDA(X)	--	--	--	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	--	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	--	--	--	--
EBIT 利息保障倍数(X)	2.29	1.74	2.18	1.40

注：1、2021年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债科目的超短期融资券和短期融资券调整至短期债务；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用；4、带\*指标已经年化处理。

## 附四：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

## 附五：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。