

信用评级公告

联合〔2021〕6595号

联合资信评估股份有限公司通过对禾丰食品股份有限公司及其拟公开发行可转换公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定禾丰食品股份有限公司主体长期信用等级为 AA，禾丰食品股份有限公司公开发行可转换公司债券信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年八月十日

禾丰食品股份有限公司

公开发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本次可转换公司债券信用等级：AA

评级展望：稳定

债项概况：

债券发行规模：不超过 15.00 亿元（含）

债券期限：6 年

转股期限：自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：扣除发行费用后，用于沈阳农大禾丰饲料有限公司年产 30 万吨全价饲料项目、安徽禾丰牧业有限公司年产 30 万吨猪饲料和 15 万吨反刍饲料项目、黑龙江禾丰牧业有限公司年产 10 万吨教保饲料项目、阜新禾丰农牧有限公司年产 15 万头仔猪育繁推一体化项目、凌源禾丰农牧有限公司 1 万头原种猪场项目、安徽禾丰食品有限责任公司年屠宰 100 万头生猪及 12 万吨肉制品深加工与冷链物流产业化建设项目、平原禾丰食品加工有限公司年产 3 万吨熟食和调理品项目及补充流动资金

评级时间：2021 年 8 月 10 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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对禾丰食品股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为东北地区农牧行业龙头企业之一，在行业地位、经营规模、技术水平和销售渠道等方面具有较强的竞争优势。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，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、公司盈利能力存在波动风险以及债务规模增长较快等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 15.00 亿元（含）的可转换公司债券，从本次可转换公司债券设置的转股价格修正条款和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大。

未来，随着公司募投项目的投产，公司将进一步提升饲料业务产能和猪产业、禽产业竞争力，公司的综合实力有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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

优势

- 行业地位较为突出。**公司作为国内东北地区农牧龙头企业之一，行业地位较为突出，在规模、品牌、技术等方面拥有较强的竞争优势。
- 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。
- 公司投资的联营企业全部为农牧业及周边产业，可以与公司发展形成良好协同，获得的投资收益对整体盈利能力形成重要支撑。**2018—2020 年，公司投资收益分别为 2.86 亿元、6.37 亿元和 3.63 亿元，主要为公司对联营企业权益法下确认投资收益。

本次评级模型打分表及结果：

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

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

分析师：王进取 孙菁

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

关注

1. 所处行业上下游价格易波动，且面临多种风险。公司所处行业上游原材料价格不稳定，下游畜、禽产品价格容易发生周期性波动，生产流通过程中还面临疫病、食品安全等风险。
2. 公司盈利能力存在波动风险。公司禽产业收入约占营业收入的三分之一，其盈利能力对行业景气度反应高度敏感，波动较大，对公司主营业务毛利率影响较大。
3. 公司债务规模增长较快。2018—2020 年，公司全部债务波动增长，年均复合增长 9.54%。截至 2021 年 3 月底，公司全部债务 25.96 亿元，较上年底增长 42.11%，公司债务负担有所加重。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产 (亿元)	9.43	15.98	12.62	11.32
资产总额 (亿元)	69.31	91.50	116.47	127.90
所有者权益 (亿元)	42.66	64.99	79.02	81.74
短期债务 (亿元)	13.81	11.21	12.37	15.29
长期债务 (亿元)	1.42	1.85	5.90	10.68
全部债务 (亿元)	15.23	13.07	18.27	25.96
营业收入 (亿元)	157.51	177.92	238.18	63.23
利润总额 (亿元)	6.92	15.82	15.09	3.55
EBITDA (亿元)	9.73	19.37	19.48	--
经营性净现金流 (亿元)	5.01	11.12	7.66	-5.56
营业利润率 (%)	8.28	11.09	8.83	9.30
净资产收益率 (%)	14.17	23.04	17.18	--
资产负债率 (%)	38.45	28.97	32.15	36.09
全部债务资本化比率 (%)	26.30	16.74	18.78	24.10
流动比率 (%)	126.14	162.87	154.01	160.13
经营现金流动负债比 (%)	20.04	45.69	24.63	--
现金短期债务比 (倍)	0.68	1.43	1.02	0.74
EBITDA 利息倍数 (倍)	14.60	24.99	25.71	--
全部债务/EBITDA (倍)	1.57	0.67	0.94	--
公司本部				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额 (亿元)	51.27	64.61	75.69	83.58
所有者权益 (亿元)	28.63	42.85	47.63	48.99
全部债务 (亿元)	12.13	9.96	12.53	18.03
营业收入 (亿元)	6.24	6.53	9.69	2.40
利润总额 (亿元)	4.17	8.06	6.82	1.44
资产负债率 (%)	44.16	33.68	37.06	41.39
全部债务资本化比率 (%)	29.76	18.86	20.82	26.91
流动比率 (%)	78.68	109.74	104.57	112.76
经营现金流动负债比 (%)	13.38	10.58	10.44	--

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. 本报告将租赁负债和长期应付款中的债务部分计入长期债务核算; 3. 2021 年 1-3 月财务数据未经审计, 相关指标计算未年化

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
--	--	--	--	--	--

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

禾丰食品股份有限公司

公开发行可转换公司债券信用评级报告

一、主体概况

禾丰食品股份有限公司(以下简称“公司”或“禾丰股份”)原名为辽宁禾丰牧业股份有限公司,系经辽宁省人民政府《关于同意设立辽宁禾丰牧业股份有限公司的批复》(2003)40号文批准,由金卫东等23名自然人发起设立的股份有限公司。2003年3月27日,公司在辽宁省工商行政管理局注册成立,成立时注册资本为5300.00万元。2014年8月,经中国证券监督管理委员会“证监许可(2014)675号”文核准,公司向社会公众公开发行公众股8000万股,并在上海证券交易所上市交易,股票简称“禾丰牧业”,股票代码“603609.SH”。2021年3月,公司变更为现名,股票简称变更为“禾丰股份”,股票代码不变。历经多次股权变更及增资,截至2021年3月底,公司股本9.22亿元,金卫东直接持有公司股票149549498股,占总股本的16.22%;通过控制常州禾力创业投资合伙企业(有限合伙)间接控制公司5.24%的表决权;并通过《一致行动确认和承诺函》联合丁云峰(持股比例8.89%)、王凤久(持股比例5.20%)、邵彩梅(持股比例5.40%)、王仲涛(持股比例5.06%)四名股东控制公司24.55%的表决权,金卫东合计控制公司46.01%的表决权,为公司控股股东和实际控制人。截至2021年3月底,金卫东质押公司股份5537.50万股,占其所持公司股份的37.03%。

公司经营范围:饲料及饲料添加剂加工、生产、销售;粮食收购(自用);饲料原料销售;家禽、牲畜饲养,海、淡水养殖;农副土特产品加工;企业管理服务;供应链管理服务,信息服务业务(仅限互联网信息服务);道路普通货运(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月底,公司根据经营需要设置了审计部、采购部、市场部、信息部、财务部

等职能部门(见附件1-2)。截至2021年3月底,公司共拥有148家子公司(见附件1-3),拥有在职员工7189人。

截至2020年底,公司合并资产总额116.47亿元,所有者权益79.02亿元(含少数股东权益11.49亿元)。2020年,公司实现营业收入238.18亿元,利润总额15.09亿元。

截至2021年3月底,公司合并资产总额127.90亿元,所有者权益81.74亿元(含少数股东权益11.36亿元)。2021年1-3月,公司实现营业收入63.23亿元,利润总额3.55亿元。

公司注册地址:辽宁省沈阳市沈北新区辉山大街169号;法定代表人:金卫东。

二、本次可转换公司债券概况及募集资金用途

1. 本次可转换公司债券概况

本次发行的可转换公司债券名称为“禾丰食品股份有限公司公开发行可转换公司债券”(以下简称“本次债券”或“本次可转换公司债券”),本次债券规模为不超过15.00亿元(含),期限为自发行之日起6年,转股期限为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。

本次债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平,提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构(主承销商)协商确定。本次债券面值100元,采用每年付息一次的付息方式,到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息。

(1) 转股条款

转股价格

本次债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价(若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形,则对调整前交易日的收

盘价按经过相应除权、除息调整后的价格计算)和前一个交易日公司股票交易均价,具体初始转股价格由公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况与保荐机构(主承销商)协商确定。

其中:前二十个交易日公司股票交易均价=前二十个交易日公司股票交易总额/该二十个交易日公司股票交易总量;前一个交易日公司股票交易均价=前一个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

在本次发行之后,当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况(不包括因本次发行的可转换公司债券转股而增加的股本)使公司股份发生变化时,将按下述公式进行转股价格的调整(保留小数点后两位,最后一位四舍五入):

派送股票股利或转增股本: $P1 = P0 / (1 + n)$;

增发新股或配股: $P1 = (P0 + A \times k) / (1 + k)$;

上述两项同时进行: $P1 = (P0 + A \times k) / (1 + n + k)$;

派发现金股利: $P1 = P0 - D$;

上述三项同时进行: $P1 = (P0 - D + A \times k) / (1 + n + k)$ 。

其中: $P0$ 为调整前有效的转股价, n 为该次送股率或转增股本率, k 为该次增发新股率或配股率, A 为该次增发新股价或配股价, D 为该次每股派送现金股利, $P1$ 为调整后有效的转股价。

转股价格向下修正条款

在本次发行的可转债存续期间,当公司股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格 85% 时,公司董事会会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决,该方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时,持有公司本次发行可转债的股东应当回避;修正后的转股价格应不低于该次股东大会召开日前二十个交易日公司股票交易均价和前一个交易日的公司股票交易均价。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形,则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算,调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

(2) 赎回条款

到期赎回条款

本次发行的可转债到期后五个交易日内,公司将向可转债持有人赎回全部未转股的可转债,具体赎回价格由公司股东大会授权公司董事会在本次发行前根据发行时市场状况与保荐机构(主承销商)协商确定。

有条件赎回条款

在转股期内,当下述情形的任意一种出现时,公司有权决定按照以债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债:

①在转股期内,如果公司股票在任意连续三十个交易日中至少十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130% (含 130%);

②当本次发行的可转债未转股余额不足 3000 万元时。

当期应计利息的计算公式为: $IA = B \times i \times t / 365$

IA : 指当期应计利息;

B : 指本次发行的可转债持有人持有的将赎回的可转债票面总金额;

i : 指可转债当年票面利率;

t : 指计息天数,即从上一个付息日起至本计息年度赎回日止的实际日历天数(算头不算尾)。

若在前述三十个交易日内发生过转股价格调整的情形,则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算,调整日及之后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。

(3) 回售条款

有条件回售条款

在本次发行的可转债最后两个计息年度,如果公司股票在任意连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时,可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

若在上述交易日内发生过转股价格因发生派送股票股利、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。

本次发行的可转债最后两个计息年度，可转债持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不应再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权。

2. 本次可转换公司债券募集资金用途

本次可转债募投项目建成投产后，公司产能规模将有所提升，有利于提高公司的综合竞争实力。

本次可转债拟募集资金总额（含发行费用）不超过人民币 15.00 亿元（含），扣除发行费用后，募集资金用于以下项目：

表 1 本次可转债募集资金运用概况（单位：亿元）

序号	项目名称	项目投资总额	拟使用募集资金
1	沈阳农大禾丰饲料有限公司年产 30 万吨全价饲料项目	1.03	0.84
2	安徽禾丰牧业有限公司年产 30 万吨猪饲料和 15 万吨反刍饲料项目	1.40	1.14
3	黑龙江禾丰牧业有限公司年产 10 万吨教保饲料项目	0.50	0.39
4	阜新禾丰农牧有限公司年产 15 万头仔猪育繁推一体化项目	2.00	1.74
5	凌源禾丰农牧有限公司 1 万头原种猪场项目	2.93	2.57
6	安徽禾丰食品有限责任公司年屠宰 100 万头生猪及 12 万吨肉制品深加工与冷链物流产业化建设项目	1.90	1.44
7	平原禾丰食品加工有限公司年产 3 万吨熟食和调理品项目	3.00	2.38

8	补充流动资金	4.50	4.50
合计		17.26	15.00

资料来源：公司提供

沈阳农大禾丰饲料有限公司年产 30 万吨全价饲料项目的主要建设工程包括转运车间、生产车间、化验室、原料仓以及环保设施等配套基础设施等。项目建成后，将实现年产 30 万吨全价饲料的生产能力。项目建设期（包括前期准备工作）拟定为 18 个月。项目达产后，预计实现年销售收入为 113385.00 万元，年利润 3062.70 万元，税后内部收益率为 20.91%，投资回收期 6.31 年。

安徽禾丰牧业有限公司年产 30 万吨猪饲料和 15 万吨反刍饲料项目的主要建设工程包括生产车间、化验室、原料仓、成品仓库以及环保设施等配套基础设施等。项目建成后，将实现年产 30 万吨猪饲料和 15 万吨反刍饲料的生产能力。项目建设期（包括前期准备工作）拟定为 24 个月。项目达产后，预计实现年销售收入为 147000.00 万元，年利润 3154.57 万元，税后内部收益率为 19.33%，投资回收期 6.51 年。

黑龙江禾丰牧业有限公司年产 10 万吨教保饲料项目的主要建设工程包括生产车间、化验室、原料仓、成品仓库以及环保设施等配套基础设施等。项目建成后，将实现年产 10 万吨饲料的生产能力。项目建设期（包括前期准备工作）拟定为 16 个月。项目达产后，预计实现年销售收入为 35000.00 万元，年利润 1016.06 万元，税后内部收益率为 18.20%，投资回收期 6.30 年。

阜新禾丰农牧有限公司年产 15 万头仔猪育繁推一体化项目的主要建设工程包括母猪舍、公猪舍、隔离舍以及环保设施等配套基础设施。项目建成后，将实现年出栏仔猪 15 万头、存栏种猪 6000 头的生产规模。项目建设期（包括前期准备工作）拟定为 18 个月。项目达产后，预计实现年销售收入为 20000.00 万元，年利润 5424.27 万元，税后内部收益率为 21.99%，投资回收期 5.97 年。

凌源禾丰农牧有限公司 1 万头原种猪场项目的主要建设工程包括生猪舍、分娩舍、配种妊

娠舍、保育舍、配套基础设施以及环保设施等配套设施等。项目建成后，将实现年存栏10000头种猪的生产规模。项目建设期（包括前期准备工作）拟定为18个月。项目达产后，预计实现年销售收入为66932.07万元，年利润11101.46万元，税后内部收益率为21.28%，投资回收期6.72年。

安徽禾丰食品有限责任公司年屠宰100万头生猪及12万吨肉制品深加工与冷链物流产业化建设项目的建设工程包括生猪屠宰分割车间、深加工车间、待宰间以及环保设施等配套设施等。项目建成后，将实现年屠宰100万头生猪及12万吨肉制品深加工与冷链物流能力。项目建设期（包括前期准备工作）拟定为15个月。项目达产后，预计实现年销售收入为230000.00万元，年利润4711.97万元，税后内部收益率为17.68%，投资回收期6.32年。

平原禾丰食品加工有限公司年产3万吨熟食和调理品建设项目的建设工程包括鸡肉熟食及调理品生产车间、冷库、配套基础设施以及环保设施等配套设施等。项目建成后，将实现年加工3万吨鸡肉熟食及调理品的生产能力。项目建设期（包括前期准备工作）拟定为18个月。项目达产后，预计实现年销售收入为95000.00万元，年利润7402.68万元，税后内部收益率为23.56%，投资回收期6.57年。

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。我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。在此背景下，2020年我国经济逐季复苏，GDP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，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021年一季度，我国国内生产总值现价24.93万亿元，实际同比增长18.30%，两年平均增长5.00%，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间**。具体看，第二产业增加值两年平均增长6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长4.68%，较2019年同期值低2.52个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表2 2017-2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30 (5.00)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50 (6.80)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60 (2.90)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90 (4.20)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30

CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70 (4.50)
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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

消费对 GDP 的拉动作用明显提升, 成为拉动经济的主引擎; 投资拉动垫底; 净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看, 2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%, 延续了上年逐季恢复的趋势, 与疫情前水平的差距进一步缩小; 消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎, 疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正, 但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元, 同比增长 25.60%, 两年平均增长 2.90%, 与疫情前正常水平差距较大, 固定资产投资仍处在修复过程中; 资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱, 疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红, 贸易顺差 7592.90 亿元, 较上年同期扩大 690.60%, 净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势, 达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出经济内在增长动力较上年有所增强, 经济结构进一步改善。

居民消费价格指数运行平稳, 生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度, 全国居民消费价格指数 (CPI) 和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0, 较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点, 处于低位。2021 年一季度, 全国工业生产者出厂价格指数 (PPI) 累计同比上涨 2.10%, 呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格, 带动 PPI 持续上行, 加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末, 社融存量同比增速为 12.30%, 较上年底下降 1 个百分点, 信用扩张放缓; 2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元, 虽同比少增 0.84 万亿元,

但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值, 反映出实体经济融资需求仍较为旺盛。从结构来看, 信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素, 企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面, 截至 2021 年一季度末, M2 余额 227.65 万亿元, 同比增长 9.40%, 较上年底增速 (10.10%) 有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元, 同比增长 7.10%, 较上年底增速 (8.60%) 也有所下降, 说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正, 收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元, 同比增长 24.20%, 是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元, 占一般公共预算收入的 85.31%, 同比增长 24.80%, 同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动, 反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元, 同比增长 6.20%, 其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域, 债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元, 缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄, 可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元, 同比增长 47.90%, 主要是由于国有土地出让收入保持高速增长; 政府性基金支出 1.73 万亿元, 同比减少 12.20%, 主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解, 但依然存在结构性矛盾, 居民收入保持稳定增长。2021 年 1—3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50% 和

5.30%。其中 1—2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈会上提到要在管控好风险的同时，因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化；房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概

率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。

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，饲料可分为畜禽饲料、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 年底，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。

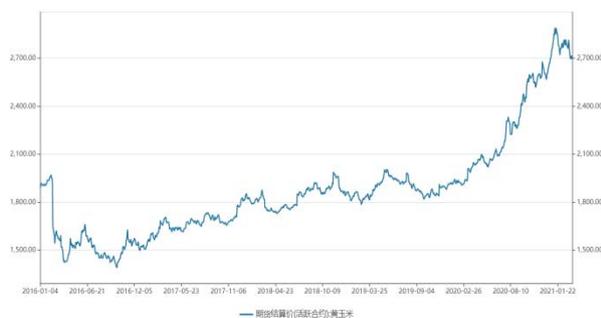
(2) 行业上下游情况

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化，玉米市场价格重心上移。2018—2020年底，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年底较上年底增长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。

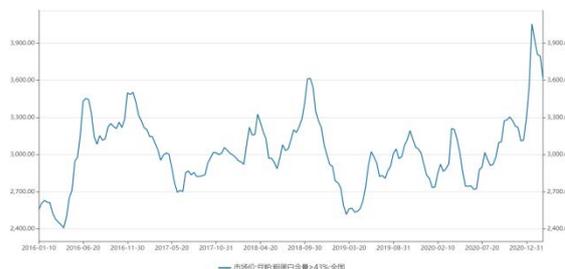
图1 2016年以来我国黄玉米期货结算价走势
(单位: 元/吨)



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年底，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年底较上年底增长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.肉鸡养殖行业”和“3.生猪养殖行业”。

(3) 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 3 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

（4）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。

（5）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逼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，以提供养殖综合技术服务为切入点，以实现饲料、兽药等产品的协同性为未来发展方向。

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. 肉鸡养殖行业

(1) 行业概况

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及禽流感疫情影响，我国肉鸡养殖行业集中度持续上升，但仍处于较低水平，叠加主要肉食品猪肉供给恢复的冲击，白羽肉鸡养殖行业仍具有较大周期波动性。

中国现代肉鸡产业的起步始于上个世纪七十年代末期，伴随着中国的改革开放，通过全面引进国外先进的商用杂交配套系品种，充分吸收国外发展肉鸡产业的经验，依靠高效率、低成本的优势，已成为畜牧业行业中产业化最迅速、最典型且市场化程度最高的行业。我国肉鸡品种主要包括白羽肉鸡和黄羽肉鸡两大类，由于白羽肉鸡体型大、生长发育快、饲料转化率高、适应性强、肉用性能优良，已成为我国规模化肉鸡生产的主要鸡种。根据农业农村部肉鸡生产信息监测数据，2020年我国白羽肉鸡的出栏量为49.20亿只，产肉量为977.2万吨。

随着国家政策驱动、环保因素以及禽流感疫情的影响，中小养殖户逐渐出清，我国肉鸡养殖行业集中度持续上升。2020年，福建圣农发展股份有限公司作为我国白羽肉鸡全产业链龙头企业，年屠宰量达到5.10亿只，约占当年全国白羽肉鸡出栏量的十分之一。但由于行业集中度仍较低，且禽肉为猪肉的替代性消费食品，生猪产能的恢复和价格波动对肉鸡养殖行业影响较大，白羽肉鸡养殖行业仍具有较大周期波动性。

(2) 产能及产量分析

我国肉鸡规模化养殖程度高，2018-2020年祖代肉种鸡引种量波动增长。2019年，祖代鸡引种量同比大幅增长，主要系非洲猪瘟带来的替代性需求刺激了包括白羽肉鸡在内的禽养殖行业产能大幅增加所致。受新冠肺炎疫情防控因素影响，2020年我国鸡肉消费动力不足，行业景气度随之下降，供应端放量叠加需求端收缩，行业整体呈现出产能过剩的状态。

近年来，年出栏5万羽以下的肉鸡养殖户不断减少，5万羽以上的规模化养殖户逐渐增多，

2019年我国肉鸡规模化率已超79%，远高于其他畜种。规模化养殖企业凭借不断提升的生产效率及内部治理能力将规模、资金、技术和成本等优势进一步扩大，普通散养户很难与之竞争，特别是在面对H7N9、H5N8等突发事件时，规模化企业凭借着雄厚的资金实力与全面的疫病预防机制，能够有效化解风险。

产能方面，祖代引种是中国白羽肉鸡产业供给的源头，进口祖代肉种鸡的引种量将直接影响行业的供给量。根据白羽鸡的生长周期及产蛋周期等推断，祖代肉种鸡引种规模的增长需要58周时间才能传导引起商品代鸡出栏量的增加。

继2015年爆发海外禽流感疫情后，我国相继对美国、法国、西班牙、波兰等主要引种国施行封关，引种量大幅下降至2016年低点后开启上行通道。2018-2020年，根据中国畜牧业协会禽业分会统计数据，我国祖代白羽肉种鸡引种数量分别为74.54万套、122.35万套和100.30万套。2019年，祖代鸡引种量同比增长64.14%，主要系非洲猪瘟带来的替代性需求刺激了包括白羽肉鸡在内的禽养殖行业产能的大幅增加所致；2020年，祖代鸡引种量同比下降18.02%，主要系受海外新冠肺炎疫情持续发酵影响，全球航运和物流贸易受阻所致。

在产祖代白羽肉种鸡存栏量是影响商品代白羽肉鸡的先行指标。2018-2020年，中国在产祖代白羽肉鸡存栏量分别为78.75万套、81.70万套和105.48万套。2020年，白羽肉鸡产能维持上升惯性，在产祖代白羽肉种鸡存栏量同比增长29.10%。2018年为行业产能低位，受非洲猪瘟影响，白羽肉鸡产业链迎来上升通道。2018-2020年，中国父母代白羽肉雏鸡销量分别为4111.17万套、4830.87万套和6007.07万套，持续增长。

产量方面，根据中国畜牧业协会统计数据，2018-2020年，中国白羽肉鸡出栏量分别为39.41亿只、44.20亿只和49.20亿只，呈持续增长趋势。

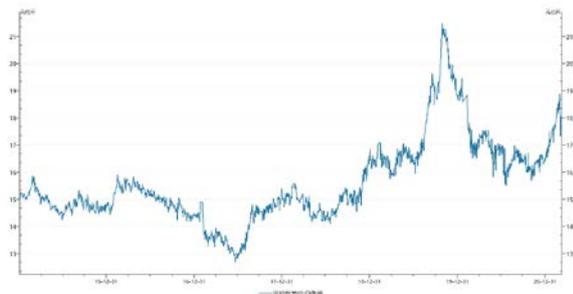
需求方面,近年来,我国禽流感情况出现频繁,较大程度影响了鸡肉等禽肉的消费量。2016年,我国鸡肉消费量为1273万吨。2017年初,我国爆发严重的禽流感,造成工厂、学校等禽肉需求量下降,鸡肉消费量为1191万吨,较上年下降6.43%。2018年,我国鸡肉消费量为1197万吨,较上年变化不大。2019年,受非洲猪瘟带来的替代性需求增加影响,我国鸡肉消费量约为1400万吨,较上年增长16.96%。2020年,受新冠肺炎疫情防控因素影响,交通不畅,餐饮消费停滞,消费动力不足,肉鸡行业景气度随之下降。供应端放量叠加需求端收缩,行业整体呈现产能过剩的状态。

(3) 行业上下游及产品价格情况

近年来受到国际原粮价格上行影响,肉鸡养殖行业面临饲料成本压力。受非洲猪瘟影响,肉鸡作为替代性肉食品供需关系发生变化,2019年价格达到近年来高点。2020年,受新冠肺炎疫情疫情影响,叠加猪肉供给回升,肉鸡价格回落。2021年一季度,猪肉供给受疫病影响仍存在缺口,且新冠疫情好转,肉鸡行业景气度小幅上行。

肉鸡养殖行业上游主要为饲料行业。2020年,根据国家统计局数据,我国玉米价格同比上涨7.6%,主要系国内生猪存栏量恢复,叠加国际国内原粮供应偏紧所致。截至2021年3月底,国际原粮价格持续高位运行,畜禽行业面临饲料成本上升压力。由于我国鸡肉处于猪肉消费替代品地位,随着生猪供给恢复、价格下行,肉鸡行业可能面临下游销量下降、价格下行导致盈利下行的风险。

图3 近年来白条鸡平均批发价变动趋势



资料来源: Wind

价格方面,2019年,受非洲猪瘟影响,肉鸡作为替代性肉食品供需关系发生变化,销量增加,价格上升,截至2019年底,白条鸡平均批发价格上涨至18.79元/公斤,较上年同期增长13.81%,成为近年来的最高点。2020年以来,受新冠肺炎疫情疫情影响,市场需求不振,消费场景缺失,叠加猪肉供给回升,白条鸡平均批发价格逐步回落,截至2020年底已下降至16.43元/公斤。2021年一季度,猪肉供给受疫病影响仍存在缺口,且新冠疫情好转,肉鸡行业景气度小幅上行。

(4) 行业关注

原料端价格波动风险。 畜禽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。

产品价格波动风险。 如市场上禽类产品供大于求,或有疫情事件、食品安全事件等情况出现,禽类产品价格可能下行,直接影响企业盈利水平,行业内企业的经营业绩将面临下降的风险。

禽类疫病风险。 禽类在饲养过程中可能受到新城疫、H7N9疫情等疾病的侵扰。疫病可能直接导致鸡肉产量的降低,企业可能面临防疫要求导致的支出或损失。另外,疫病的流行会影响消费者心理,引发产品价格和市场需求下降的风险。

重大食品安全事件。 如出现食品安全事件,特别是经过媒体曝光放大,将会影响消费者信心,对行业下游销售产生严重影响。

(5) 未来发展

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

未来随着环保政策的趋严,肉鸡养殖行业将向增长与环保并重型转变;行业集中度和产

业化程度将同步提升。禽肉产品从生产到上市，涉及种养加销售等多个环节，还有饲料、动物保健品等支撑行业。未来肉鸡养殖行业有望在大型养殖企业带动下，通过兼并、合资、联营等多种方式，向养殖、种植、加工纵深发展；并衍生出电商与实体结合、互联网与产业融合、生产者与消费者直接对接等新业态。

3. 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年底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年底，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年底，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年底较上年下降31.56%主要系上年生猪养殖景气度低叠加非洲猪瘟、养户加速出栏减少补栏影响所致，2020年底在行业高景气度带动下存栏数较上年大幅增长103.47%，已超2015—2017年间的平均水平。在高猪价的拉动下，2020年能繁母猪中的三元母猪占比较高，考虑到三元母猪繁殖能力下降20%~50%，折合后能繁母猪的实际产能恢复低于预期。

生猪存栏方面，根据中国政府网公布数据，2018—2020年底，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年底较2018年底下降34.16%，2020年底较2019年底增长52.10%。我国生猪存栏量于2019年见底。

生猪出栏方面，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。

(3) 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，提升中小养殖场户的生产经营水平。

促进养殖产能类政策

2019年12月，农业农村部印发《加快生猪生产恢复发展三年行动方案》，包括落实生猪规模化养殖场建设补助项目、加大农机购置补贴支持力度、保障养殖用地、加大金融保险支持、推进养殖项目环评“放管服”改革等。

2020年3月，国家发改委和农业农村部印发《关于支持民营企业发展生猪生产及相关产业的实施意见》，提出要从加大财政支持力度、完善金融保险支持政策、支持企业克服新冠肺炎疫情带来的特殊困难、保障合理用地需求等方面支持民营企业发展生猪生产。

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。

(4) 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。

(5) 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2021年3月底，金卫东合计控制公司

46.01%的股份表决权，为公司控股股东和实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

经过多年发展，公司作为国内东北地区农牧龙头企业之一，行业地位较为突出，在规模、品牌、技术、渠道等方面拥有较强的竞争优势。

公司是国内知名的大型农牧企业，主要业务包括饲料及饲料原料贸易、肉禽产业化、生猪养殖，同时涉及动物药品、养殖设备、宠物医疗等领域。公司在东北地区居于行业龙头地位，在华北、华东、华中、西北等地也拥有较高的品牌影响力。饲料业务方面，公司是“中国饲料工业协会副会长单位”，被评为“全国十大领军饲料企业”，产品覆盖全国29个省级行政区，并在尼泊尔、印尼、菲律宾等国家建有饲料工厂，截至2020年底，公司饲料产能706.40万吨/年，商品饲料销量居于全国前列。肉禽业务方面，公司的白羽肉鸡业务近几年发展势头迅猛，肉禽产业化板块拥有50余家控股及参股公司，产能配套能力与总体规模都在迅速提升，截至2020年底，公司肉禽产业产能达到2.88亿羽/年，按照控股和参股公司的屠宰总量计算，年屠宰能力达到8亿羽，目前公司已经跻身中国白羽肉鸡行业第一梯队。猪产业方面，公司控股及参股企业2020年销售生猪68.2万头，其中肥猪21.6万头，仔猪36.9万头（内销20.2万头、外销16.7万头），种猪9.7万头。

公司拥有“国家农业产业化重点龙头企业、国家认定企业技术中心、高新技术企业”等荣誉称号，2014年上市以来四次当选“中国主板上市公司价值百强”，五次入选《财富》中国500强榜单。公司是中国最早通过ISO9001国际质量管理体系和HACCP食品安全管理体系双认证的饲料企业之一，“禾丰”商标是中国驰名商标。

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月底，公司共有董事9人（其中

独立董事3人），监事5人，非董事高级管理人员3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。

公司董事长金卫东先生，1963年出生，吉林大学（原解放军兽医大学）生理生化专业硕士，正高级畜牧师，博士生导师，首批国家自然科学基金项目执行人，禾丰股份核心创始人，1995年创业至今任禾丰股份董事长；曾任美国大陆谷物公司东北区销售经理、全国销售经理、亚洲区副总裁助理。

公司董事兼总裁邱嘉辉先生，1972年出生，沈阳农业大学兽医专业学士；曾任职于国有核心育种企业大连种鸡场，从事技术与现场管理工作，2000年加盟禾丰股份，历任海城市禾丰牧业饲料有限责任公司、海城新众鑫饲料有限公司总经理，禾丰股份市场总监，禾丰股份肉禽产业化板块总裁，禾丰股份副总裁。

截至2021年3月底，公司拥有员工7189人。按文化素质划分，其中本科及以上学历占39.55%，大专及以下学历占60.45%；按专业划分，公司生产人员占39.18%，管理人员占27.24%，销售人员占33.58%。

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

根据《关于饲料产品免征增值税问题的通知》（财税〔2001〕121号）等文件的规定，公司及相关子公司销售饲料免征增值税。

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）规定，从2019年4月1日起，纳税人发生增值税应税销售行为，原适用16%和10%税率的，税率分别调整为13%、9%。

根据《财政部税务总局关于支持个体工商户复工复业增值税政策的公告》（财政部、税务总局公告2020年第13号）规定，疫情期间对于小规模纳税人减按1%的征收率征收增值税。

（2）所得税优惠政策

根据财政部、国家税务总局《关于发布享受免征企业所得税的优惠政策的农产品初加工范围（试行）的通知》（财税〔2008〕149号）以及《中华人民共和国企业所得税法》及《中华人民共和国企业所得税法实施条例》规定，公司下属养殖行业的企业，农产品初加工，牲畜、家禽养殖免征所得税，并已取得免税备案。

根据《国务院办公厅转发国务院西部开发办关于西部大开发若干政策措施实施意见的通知》（国办发〔2001〕73号）《财政部、国家税务总局、海关总署关于落实西部大开发税收优惠政策问题的通知》（财税〔2001〕202号）和《国家税务总局关于落实西部大开发税收政策具体实施意见的通知》（国税发〔2002〕47号）的规定，西安禾丰饲料科技有限公司、甘肃禾丰牧业有限公司、杨凌禾丰农牧有限公司、云南禾丰饲料有限公司享受15%的企业所得税优惠税率。

本公司及子公司北京三元禾丰牧业有限公司、北京鹤来科技有限公司、重庆大鸿农牧机械有限公司、沈阳丰美生物技术有限公司、广州市翔顺畜牧设备有限公司为高新技术企业，企业所得税适用税率为15%。

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：9121000074712989XU），截至2021年6月8日，公司无已结清或未结清的关注类、不良类贷款信息记录。截至2021年6月8日，联合资信未发现公司被列为失信被执行人。

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。职工代表担任的监事人数为2名，监事会中的职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。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月底，公司根据经营需要设置了审计部、采购部、市场部、信息部、财务部等职能部门（见附件1-2）。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，公司依照《企业会计制度》和《企业会计准则》的要求结合公司实际情况建立了一套独立、完整、规范的《禾丰股份会计核算办法》和财务管理制度，并建立了相应的内部控制制度，独立作出财务决策。公司设立了独立的财务部门，配备了专职财务人员；公司在银行单独开立账户，拥有独立的银行账号；公司作为独立的纳税人，依法独立纳税。

人事管理方面，公司建立了独立的人事档案、人事聘用和任免制度以及考核、奖惩制度，与员工签订了劳动合同，建立了独立的工资管理、福利与社会保障体系。

资金管理方面，公司制定了《货币资金内部控制制度》等制度，规范了货币资金的收支、费用报销的批准权限和审批程序，建立了包括账户开设、审核、审批、收付与结算、复核、记账、核对、清查盘点等环节的内部控制程序，规定各分子公司基本户在中国农业银行分支机构开设，分子公司在其他银行开设账户需要报请公司总部财务部批准，各分子公司的收入实时存入禾丰股份资金归集系统的收款专户。

在关联交易方面，公司已建立健全了关联交易相关的制度，公司将严格执行《公司章程》及《关联交易管理制度》等规定的关联交易的表决程序和回避制度；充分发挥独立董事作用，严格执行《独立董事工作细则》等规定的独立董事对重大关联交易发表意见的制度，以确保关联

交易价格的公允和合理。

在对外担保方面，公司已建立了《对外担保管理制度》。公司原则上不主动对外提供担保（相互提供担保除外），确需对外提供担保的，应先由被担保企业提出申请。公司对外担保必须经董事会或股东大会审议。应由股东大会审批的对外担保，必须经董事会审议通过后，方可提交股东大会审批。

对子公司的管理方面，公司总部授权区域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。公司通过委派财务、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。

七、经营分析

1. 经营概况

2018-2020年，公司营业收入主要来自饲料、禽产业、原料贸易和猪产业，在下游畜禽养殖行业景气度上升带动下，公司营业收入持续增长，综合毛利率波动提升；公司营业收入主要来自于东北地区。

公司业务包括饲料、禽产业、猪产业和原料贸易等。2018-2020年，公司营业收入持续增长，年均复合增长22.97%，主要系业务规模扩张所致；营业成本持续增长，年均复合增长22.62%；营业利润率分别为8.28%、11.09%和8.83%，波动增长。

表4 2018-2020年及2021年1-3月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018年			2019年			2020年			2021年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
饲料业务	72.99	46.36	12.01	77.86	43.78	12.52	121.10	50.89	10.28	34.64	54.85	10.38
禽产业	46.68	29.65	6.22	65.99	37.11	11.95	71.69	30.13	5.11	17.39	27.53	4.81
原料贸易	32.75	20.80	3.59	27.50	15.46	3.78	31.51	13.24	5.38	6.17	9.77	8.46
猪产业	1.16	0.74	3.95	2.02	1.14	22.77	7.57	3.18	30.80	2.59	4.11	27.49
其他业务	3.86	2.45	12.22	4.46	2.51	18.31	6.08	2.56	18.44	2.36	3.74	11.28
合计	157.43	100.00	8.43	177.83	100.00	11.22	237.96	100.00	8.94	63.16	100.00	9.40

资料来源：公司提供

从营业收入构成来看,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。

分板块来看,饲料业务对公司主营业务收入贡献最大,2018—2020年,公司饲料业务收入逐年增长,年均复合增长28.18%,主要系受益于生猪产能持续恢复、家禽存栏高位运行、牛羊产品产销两旺等因素拉动,商品饲料需求同比大幅增长所致;占主营业务收入的比重波动增长。2018—2020年,禽产业收入逐年增长,年均复合增长23.93%,主要系公司扩大生产规模所致,占主营业务收入的比重波动增长。2018—2020年,原料贸易收入波动下降,年均复合下降1.91%,占主营业务收入的比重逐年下降。2018—2020年,猪产业收入逐年增长,但占主营业务收入比重仍处于较低水平。

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10%以上。2018—2020年,受2019年售价上涨和2020年疫情冲击影响,禽产业的毛利率大幅波动。2018—2020年,原料贸易业务的毛利率持续增长。2018—2020年,猪产业和其他业务的毛利率波动较大,但由于其规模较小,对主营业务毛利率影响不大。受上述因素综合影响,2018—2020年,公司主营业务毛利率波动提升。

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98%以上。其中,东北地区收入约占主营业务收入的50%。

2021年1—3月,公司实现营业收入63.23亿元,同比增长41.86%,主要系2020年一季度受新冠肺炎疫情影响,收入较低所致;营业成本57.26亿元,同比增长45.39%。2021年1—3月,实现利润总额3.55亿元,同比下降8.79%,主要系期间费用增长所致。

表5 2018—2020年及2021年1—3月公司主营业务收入区域分布情况(单位:亿元、%)

项目	2018年		2019年		2020年		2021年1—3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
东北	79.82	50.70	86.18	48.46	113.05	47.51	35.21	55.74
华北	26.91	17.09	21.82	12.27	30.49	12.81	10.04	15.90
华东	17.60	11.18	23.18	13.04	28.06	11.79	5.22	8.26
华中华南	18.79	11.93	27.49	15.46	38.98	16.38	5.68	9.00
西南	6.27	3.98	6.79	3.82	8.48	3.56	1.89	2.99
西北	5.72	3.63	9.26	5.21	15.74	6.61	4.38	6.93
国外	2.33	1.48	3.10	1.75	3.16	1.33	0.74	1.17
合计	157.43	100.00	177.83	100.00	237.96	100.00	63.16	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,主要原材料价格有所上涨,公司面临一定的成本控制压力;公司饲料生产规模大,产能利用率较高;公司各类饲料销量均逐年增长,客户集中度很低。

(1) 采购

公司的采购模式分为两个方面:管理模式上实行总部采购、区域采购、子公司独立采购相结合的模式,操作理念上采取即时采购和趋势

采购相结合、现货市场和期货市场相互参考、采购和技术配合、采购和贸易互补的原则。

公司饲料板块采购的主要的原材料为玉米和豆粕,二者占饲料板块采购金额的90%左右。

采购量方面,2018—2020年,公司主要原材料采购量均呈增长趋势,其中玉米和豆粕的年均复合增长率分别为40.81%和37.06%。

采购价格方面,2018—2020年,玉米采购均价逐年上涨,豆粕采购均价波动下降,DDGS (Distillers Dried Grains with Solubles的简写,

译为干酒糟及其可溶物)和鱼粉采购均价波动上涨。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年及2021年1-3月公司饲料业务主要原材料采购情况

名称	项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
玉米	采购量(单位:万吨)	96.63	116.91	191.58	34.41
	采购均价(单位:元)	1849.65	1903.83	2247.13	2883.80
豆粕	采购量(单位:万吨)	60.22	71.78	113.12	22.88
	采购均价(单位:元)	3266.57	2947.52	3113.08	3648.62
DDGS	采购量(单位:万吨)	10.65	10.23	15.48	3.60
	采购均价(单位:元)	1874.53	1780.80	2089.35	2428.28
鱼粉	采购量(单位:万吨)	3.85	3.18	4.25	0.64
	采购均价(单位:元)	9523.88	9119.79	10170.69	10146.00

资料来源:公司提供

结算方式方面,公司采购结算主要使用电汇,结算账期均在15天以内。

表7 2020年公司前五大供应商情况
(单位:亿元、%)

供应商名称	采购产品	采购额	占年度采购总额比例
供应商1	豆粕、大豆油等	22.01	10.48
供应商2	豆粕、大豆油等	7.79	3.71
供应商3	玉米	4.59	2.18
供应商4	豆粕	4.13	1.96
供应商5	豆粕	3.03	1.44
合计	--	41.54	19.78

资料来源:公司提供

采购集中度方面,2018-2020年,公司饲料板块前五大供应商采购额分别为22.32亿元、23.75亿元和41.54亿元,占当年采购总额的比例分别为16.58%、15.75%和19.78%,集中度一般,对单一供应商的依赖程度不高。

(2) 生产

饲料是公司核心产业,公司饲料产品包括猪、禽、反刍、水产和毛皮动物五大动物饲料。

生产模式方面,公司饲料产品的生产主要采取按订单需求生产的模式。同时,根据各产品

的不同特点采用统一生产或当地生产,各产品生产线均实现专业化生产。在整个生产过程中,公司ERP系统将生产、销售、库存等信息实时进行整合,为公司生产决策提供依据,使各相关部门协调运作。

质量管理方面,公司建立了总部、区域、子公司三级管理的品质管理机制和检测体系,采用ISO9001、ISO22000、ISO-IEC17025等国际标准,执行农业农村部《饲料质量安全管理规范》《兽药生产质量管理规范》等一系列质量标准及公司各项规范,实现产品全程管控,并建立了追溯系统,保证了饲料生产的有序进行。

公司饲料产品生产线共用性较强,公司按照综合产能进行统计。2018-2020年底,公司饲料产能逐年增长,年均复合增长15.27%,主要系公司改造升级或新建工厂及部分工厂实现双班生产所致。2018-2020年,在销售需求增长带动下,公司饲料产量逐年增长,年均复合增长33.76%;公司产能利用率逐年提高。

表8 2018-2020年及2021年1-3月公司饲料业务产能及产量情况

产品	项目	2018年	2019年	2020年	2021年1-3月
饲料	产能(单位:万吨)	531.60	559.60	706.40	176.60
	产量(单位:万吨)	260.72	302.63	466.46	114.27
	产能利用率(单位:%)	49.04	54.08	66.03	64.70

注:2018年单班产能422.92万吨,部分子公司实现双班生产,合计产能531.60万吨;2019年和2020年单班产能均为478.60万吨,部分子公司双班生产换算产能分别为559.60万吨和706.40万吨

资料来源：公司提供

(3) 销售

公司销售业务实行三级管理制度，自上而下依次为总部、区域和各子公司。由总部牵头各区域总监根据不同区域特点制定总体销售计划和方案，再由区域总监向下属各子公司部署具体销售计划和方案，最后由各子公司实施和安排销售任务；各子公司均设有销售部门，按属地原则进行客户开发及市场销售管理。与此同时，总部为销售提供技术服务支持。

销售模式方面，公司根据养殖户规模以及养殖场的不同特点实行“经销+直销”的双重销

售模式。小规模养殖户数目众多且多分布在广大的农村地区，公司的饲料产品主要通过经销商渠道销售给该类客户；大型养殖户和养殖场则一般直接向公司的各子公司购买饲料产品。

销售结构方面，公司销售的饲料产品主要是禽饲料、猪饲料和反刍饲料，水产饲料和其它饲料占比较低。销量方面，2018—2020年，公司各类饲料销量均逐年增长。销售价格方面，2018—2020年，禽饲料和反刍饲料销售均价波动增长，猪饲料和水产料的销售均价波动下降，其他饲料销售均价逐年下降。

表9 2018—2020年及2021年1—3月公司饲料业务主要产品销售情况

产品	项目	2018年	2019年	2020年	2021年1—3月
猪饲料	销量（单位：万吨）	84.41	90.91	155.99	46.35
	销售均价（单位：元）	3672.35	3545.48	3641.51	3945.89
	销售额（单位：万元）	309983.10	322319.41	568038.87	182884.15
禽饲料	销量（单位：万吨）	93.38	106.67	144.69	32.64
	销售均价（单位：元）	2584.44	2499.42	2705.52	3285.29
	销售额（单位：万元）	241335.14	266613.31	391461.93	107232.62
水产饲料	销量（单位：万吨）	14.64	15.77	16.89	1.25
	销售均价（单位：元）	4070.86	3921.07	4068.49	4422.65
	销售额（单位：万元）	59597.35	61835.24	68716.73	5528.31
反刍饲料	销量（单位：万吨）	40.29	44.80	63.10	16.15
	销售均价（单位：元）	2651.97	2584.23	2699.09	3091.60
	销售额（单位：万元）	106847.89	115773.72	170312.59	49919.99
其他饲料	销量（单位：万吨）	2.49	3.61	4.16	0.26
	销售均价（单位：元）	4857.60	3336.71	3005.90	3392.83
	销售额（单位：万元）	12095.41	12045.51	12504.53	882.13

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；仅针对一些规模大、实力强、信誉好的长期客户采取阶段性赊销方式。

客户集中度方面，2018—2020年，公司饲料业务前五大客户销售额分别为3.84亿元、3.69亿元和5.48亿元，占当年营业收入的比例分别为2.44%、2.08%和2.30%，集中度很低。

3. 禽产业

公司禽产业养殖端采用“公司+大农场”的委托代养模式。2018—2020年，公司的禽产业产能、产量和销量均呈增长趋势；公司主要产品售价有所波动，销售集中度很低。

(1) 采购

禽产业板块的采购内容主要包括种禽、鸡雏、兽药及饲料。

种禽采购方面，根据公司的战略规划和布局，向供应商采购。鸡雏采购方面，公司采取“以产定采”的采购模式。禽产业设置了种禽孵化事业部，根据各子公司养殖生产计划，并于前一年与种禽供应商制定采购计划。供应商根据公司提供的采购计划，直接向公司各子公司销售鸡雏，并通过各子公司各自结算。

兽药采购方面，公司采取集中、统一采购的模式。公司集采小组负责统筹公司兽药采购相关工作，每年进行招标，制定供应商名录，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。

饲料采购方面，公司会为禽产业配套相应饲料生产厂，原材料采购流程与饲料板块采购流程基本一致。

(2) 生产

公司在生产模式上采用“市场导向、以需定

产”的模式，销售部、财务部、生产部会根据当前市场的各种鸡肉产品的价格信息和公司各类产品毛利率，结合公司订单情况，制定产品结构，并形成生产方案后组织生产。在产品市场价格出现较大波动，尤其是当市场上出现一些热销或高毛利的产品时，销售部、财务部、生产部一般会重新计算生产方案，制定利润最大化的产品结构。

公司商品代肉鸡采用“公司+大农场”的委托代养模式。委托代养模式下，公司向养殖户提供禽苗，产出商品代肉鸡后，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。

2018—2020年，禽产业产能持续增长，年均复合增长15.95%；产量逐年增长，年均复合增长20.53%。2018—2020年，禽产业板块的产能利用率逐年提升。

表 10 2018—2021 年 1—3 月公司禽产业板块产能及产量情况

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
白羽肉鸡	产能（单位：万只）	21400	23400	28800	7600
	产量（单位：万只）	17276	19664	25099	5305
	产能利用率（单位：%）	80.73	84.03	87.15	69.80

资料来源：公司提供

(3) 销售

公司的肉鸡产品采取经销、直销相结合的方式销售。根据行业惯例，公司向经销商和直接客户销售的产品均为买断式销售，货物发出即为销售结束，非产品质量、包装问题不负责退换货。

客户通常提前将采购品种和数量等信息通知公司，公司按照实际生产情况对客户购货申

请进行回复，同时约定提货时点，销售价格通常采取销售时点（提货时点）的市场价格。

2018—2020年，公司白羽肉鸡销量逐年增长，年均复合增长24.74%。销售均价方面，2019年受非洲猪瘟疫情影响鸡肉替代需求上升，白羽肉鸡销售均价同比上涨21.71%；2020年受新冠肺炎疫情影响餐饮市场低迷，白羽肉鸡销售均价同比下降20.12%。

表 11 2018—2021 年 1—3 月公司禽板块主要产品销售情况

产品	项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
白羽肉鸡	销量（单位：万吨）	42.86	50.43	66.69	13.52
	销售均价（单位：元）	9384	11421	9123	9923
	销售额（单位：万元）	402193	576034	608448	134179

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，公司禽产业前五大客

户销售额分别为4.57亿元、5.22亿元和3.82亿元，占当期禽产业销售收入比例分别为11.38%、9.07%和6.28%，集中度很低。

表 12 2020 年公司禽产业前五大客户情况（单位：万元、%）

序号	客户名称	销售产品	销售收入	占当期禽产业销售收入比例
1	客户 1	鸡产品	10325.02	1.70
2	客户 2	鸡产品	7692.62	1.26
3	客户 3	鸡产品	7485.70	1.23
4	客户 4	鸡产品	6994.00	1.15
5	客户 5	鸡产品	5717.39	0.94
合计		--	38214.73	6.28

资料来源：公司提供

4. 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分别为40.99次、45.78次和57.38次，持续增长；存货周转次数分别为10.97次、10.60次和10.73次，总资产周转次数分别为2.44次、2.21次和2.29次，均呈波动下降。

与同行业其他企业相比，公司经营效率处于行业较高水平。

表 13 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
新希望	124.84	7.87	1.26
禾丰股份	58.65	10.73	2.29

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

5. 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。

公司长期发展目标是成为世界顶级农牧食品企业，未来三年要“做强做大饲料业务，加速向产业化一条龙经营模式迈进，完成食品业务阶段性布局，形成区域性食品品牌，最终成为‘质量效率引领型’的农牧食品企业”。

根据公司三年规划并结合对2021年经济及行业发展态势的分析与判断，公司确定了2021年经营战略，公司将不断提升系统管理能力及企业核心竞争力，健全协同管理机制，强化品牌

建设与风控管理，创新激励机制，加强人才梯队、技术研发、信息资源平台建设，着力打造竞争侵略型前台、成本效率型中台、赋能分享型后台。在进一步做强做大饲料业务的同时，大力发展肉禽产业化和生猪养殖业务，形成具有禾丰特色的肉禽、生猪双轮驱动的一体化经营模式，加快食品产业的布局与发展，为成为“质量效率引领型”的农牧食品企业奠定坚实基础。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2018—2020年财务报表已经苏亚金诚会计师事务所（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3家，不再纳入合并范围的子公司7家；2019年，公司合并范围新增子公司17家，不再纳入合并范围的子公司3家；2020年，公司合并范围内新增子公司33家，不再纳入合并范围的子公司3家；2021年1—3月，公司合并范围内新增子公司5家，不再纳入合并范围的子公司1家。截至2021年3月底，公司共拥有148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年底，公司合并资产总额116.47亿元，所有者权益79.02亿元（含少数股东权益11.49亿元）。2020年，公司实现营业收入238.18亿元，利润总额15.09亿元。

截至2021年3月底，公司合并资产总额127.90亿元，所有者权益81.74亿元（含少数股东权益11.36亿元）。2021年1—3月，公司实现营业收入63.23亿元，利润总额3.55亿元。

2. 资产质量

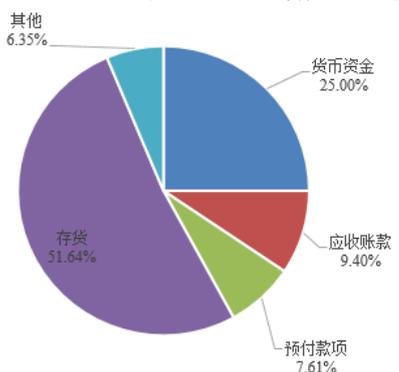
2018—2020年底，随着公司经营规模扩大，公司资产规模逐年增长；流动资产中货币资金和存货占比较高，存货存在一定的跌价风险；非流动资产中长期股权投资和固定资产占比较高；公司受限资产比例很低，资产质量较好。

2018—2020年底，公司资产规模持续增长，年均复合增长29.63%。截至2020年底，公司合并资产总额116.47亿元，较上年底增长27.29%，流动资产和非流动资产均有所增长。其中，流动资产占41.13%，非流动资产占58.87%。公司资产结构相对均衡。

（1）流动资产

2018—2020年底，公司流动资产规模持续增长，年均复合增长23.18%。截至2020年底，公司流动资产47.90亿元，较上年底增长20.89%，主要系存货增长所致。公司流动资产主要由货币资金（占25.00%）、应收账款（占9.40%）、预付款项（占7.61%）和存货（占51.64%）构成。

图4 截至2020年底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年底，公司货币资金波动增长，年均复合增长13.55%。截至2020年底，公司货币资金11.98亿元，较上年底下降22.97%，主要系购建固定资产支出较大所致。货币资金中有0.12亿元受限资金，受限比例为1.00%，主要为

期货保证金。

2018—2020年底，公司应收账款波动增长，年均复合增长6.37%。截至2020年底，公司应收账款账面价值为4.50亿元，较上年底增长24.34%，主要系业务规模扩张所致。应收账款账龄以1年以内为主；累计计提坏账1.27亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为1.04亿元（其中关联方应收账款0.24亿元），占比为18.07%，集中度一般。

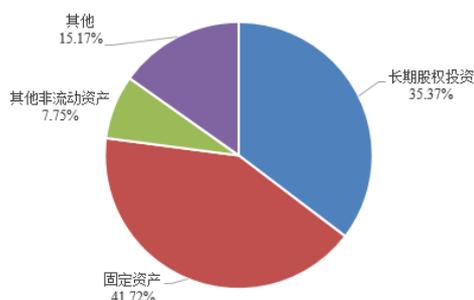
2018—2020年底，公司预付款项持续增长，年均复合增长40.01%。截至2020年底，公司预付款项3.64亿元，较上年底增长64.10%，主要系饲料业务采购原材料预付款增加所致。

2018—2020年底，公司存货持续增长，年均复合增长32.42%。截至2020年底，公司存货24.74亿元，较上年底增长57.73%，主要系采购增加及出于价格波动考虑囤货增加所致。存货主要由原材料（占42.78%）、库存商品（占25.15%）和消耗性生物资产（占28.59%）构成，累计计提跌价准备0.21亿元，计提比例为0.83%，计提比例低。公司囤积玉米、豆粕等大宗商品金额较大，若未来其价格大幅下跌，公司存在一定的存货跌价风险。

（2）非流动资产

2018—2020年底，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长34.79%。截至2020年底，公司非流动资产68.56亿元，较上年底增长32.17%，公司非流动资产主要由长期股权投资（占35.37%）、固定资产（占41.72%）和其他非流动资产（占7.75%）构成。

图5 截至2020年底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年底，公司长期股权投资持续增长，年均复合增长33.78%。截至2020年底，公司长期股权投资24.25亿元，较上年底增长17.14%，主要系对联营企业权益法下确认投资损益所致。公司投资的联营企业全部为农牧业及周边产业，可以与公司发展形成良好协同。

2018—2020年底，公司固定资产持续增长，年均复合增长37.32%。截至2020年底，公司固定资产28.60亿元，较上年底增长41.37%，主要系公司加大对禽产业、猪产业企业厂房、设备等固定资产投资所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占62.14%）和机器设备（占35.23%）构成，累计计提折旧12.28亿元；固定资产成新率66.71%，成新率一般。

2018—2020年底，公司其他非流动资产持续增长，年均复合增长63.99%。截至2020年底，公司其他非流动资产5.31亿元，较上年底增长57.39%，主要系预付合作养户饲养费增长所致。

截至2020年底，公司除0.12亿元受限资金外，无其他受限资产，资产受限比例很低。

截至2021年3月底，公司合并资产总额127.90亿元，较上年底增长9.82%。其中，流动资产占43.74%，非流动资产占56.26%。公司资产结构相对均衡，资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2018—2020年底，公司所有者权益逐年增长，未分配利润占比较高。

2018—2020年底，公司所有者权益持续增长，年均复合增长36.10%。截至2020年底，公司所有者权益79.02亿元，较上年底增长21.57%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为85.45%，少数股东权益占比为14.55%。在归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积和未分配利润分别占13.66%、13.15%和67.72%。归属母公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至2021年3月底，公司所有者权益81.74亿元，较上年底增长3.45%。其中，归属于母公司所有者权益占比为86.10%，少数股东权益占

比为13.90%，所有者权益结构较上年底变化不大。

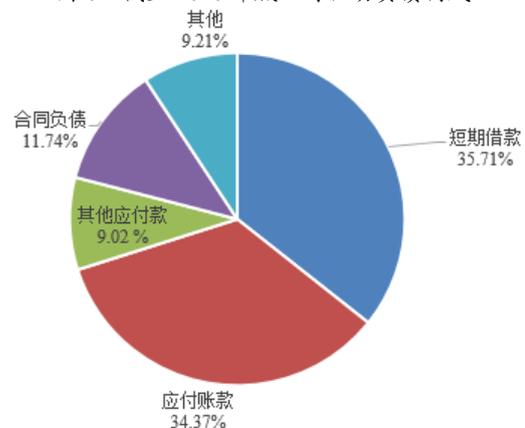
(2) 负债

2018—2020年底，由于长期借款迅速增加，公司负债和债务规模增幅较大，债务结构不断优化，但债务负担有所加重。

2018—2020年底，公司负债规模波动增长，年均复合增长18.55%。截至2020年底，公司负债总额37.45亿元，较上年底增长41.30%，主要系应付账款和长期借款增长所致。其中，流动负债占83.06%，非流动负债占16.94%。公司负债以流动负债为主，非流动负债占比上升较快。

2018—2020年底，公司流动负债波动增长，年均复合增长11.48%。截至2020年底，公司流动负债31.10亿元，较上年底增长27.85%，主要系应付账款增长所致。公司流动负债主要由短期借款（占35.71%）、应付账款（占34.37%）、其他应付款（占9.02%）和合同负债（占11.74%）构成。

图6 截至2020年底公司流动负债构成



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

2018—2020年底，公司短期借款波动下降，年均复合下降9.22%。截至2020年底，公司短期借款11.11亿元，较上年底增长5.69%；公司短期借款主要为保证借款（占19.85%）和信用借款（占80.06%）。

2018—2020年底，公司应付账款持续增长，年均复合增长36.62%。截至2020年底，公司应付账款10.69亿元，较上年底增长62.16%，主要系产销业务增长，采购应付款增加所致。公司应

付账款以与购货及费用相关的应付账款为主。

2018—2020年底，公司其他应付款波动下降，年均复合下降4.78%。截至2020年底，公司其他应付款2.81亿元，较上年底下降17.99%，主要系非限制性股票回购义务应付款减少所致。

截至2020年底，公司合同负债3.65亿元，主要系执行新收入准则，合同负债性质的预收账款增加所致。

2018—2020年底，公司非流动负债持续增长，年均复合增长97.85%。截至2020年底，公司非流动负债6.35亿元，较上年底增长191.61%，主要系长期借款持续增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占90.60%）构成。

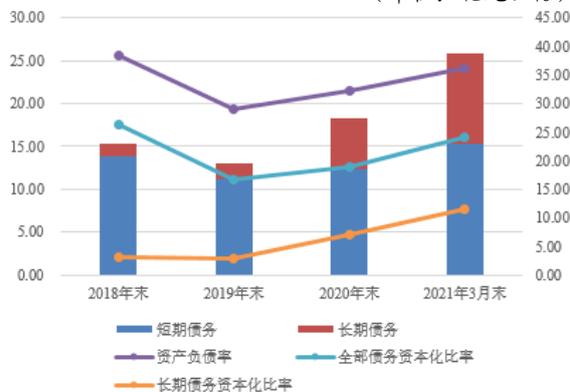
2018—2020年底，公司长期借款持续增长，年均复合增长120.26%。截至2020年底，公司长期借款5.75亿元，较上年底增长229.77%，主要系为购建固定资产，公司增加长期借款融资所致；长期借款全部为信用借款。

有息债务方面，2018—2020年底，公司全部债务波动增长，年均复合增长9.54%。截至2020年底，公司全部债务18.27亿元，较上年底增长39.80%，主要系长期借款增长所致。债务结构方面，短期债务占67.69%，长期债务占32.31%，以短期债务为主。从债务指标看，2018—2020年底，公司资产负债率分别为38.45%、28.97%和32.15%，波动下降；全部债务资本化比率分别为26.30%、16.74%和18.78%，波动下降；长期债务资本化比率分别为3.22%、2.77%和6.95%，波动增长。公司债务负担较轻。

截至2021年3月底，公司负债总额46.16亿元，较上年底增长23.27%，主要系非流动负债增长所致。其中，流动负债占75.68%，非流动负债占24.32%。公司以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。截至2021年3月底，公司全部债务25.96亿元，较上年底增长42.11%，主要系非流动负债增长所致。债务结构方面，短期债务占58.88%，长期债务占41.12%，结构相对均衡。从债务指标来看，截至2021年3月底，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36.09%、24.10%和

11.55%，较上年底分别上升3.94个百分点、5.33个百分点和4.60个百分点。

图7 2018—2021年3月底公司债务情况
(单位: 亿元、%)



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

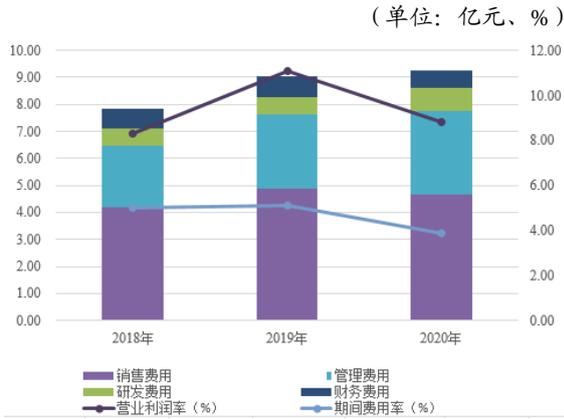
4. 盈利能力

2018—2020年，公司营业收入逐年增长，营业利润率波动上升，费用控制能力较好；投资收益对整体盈利能力形成重要支撑。

2018—2020年，公司营业收入持续增长，年均复合增长22.97%；营业成本持续增长，年均复合增长22.62%；营业利润率分别为8.28%、11.09%和8.83%，波动增长。2018—2020年，公司利润总额分别为6.92亿元、15.82亿元、15.09亿元，波动增长，年均复合增长47.73%。

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8.51%。2020年，公司费用总额为9.24亿元，同比增长2.15%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为50.37%、33.59%、9.05%和7.00%，以销售费用为主。其中，销售费用为4.65亿元，同比下降4.50%；管理费用为3.10亿元，同比增长12.60%，主要系职工薪酬增长所致；研发费用为0.84亿元，同比增长28.18%，主要系设计实验费增长所致；财务费用为0.65亿元，同比下降15.33%，主要系利息收入增长所致。2018—2020年，公司期间费用率分别为4.98%、5.08%和3.88%，费用控制能力较好。

图 8 2018-2020 年期间费用情况



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

非经常性损益方面, 2018—2020年, 公司投资收益分别为2.86亿元、6.37亿元、3.63亿元, 波动增长, 年均复合增长12.59%, 主要为对联营企业权益法下确认投资损益。其他非经常性损益对营业利润影响不大。

盈利指标方面, 2018—2020年, 公司总资本收益率分别为11.60%、20.18%和14.73%, 净资产收益率分别为14.17%、23.04%和17.18%, 均为波动增长。

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 14 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
新希望	10.61	8.14	15.00
禾丰股份	8.96	15.10	19.84

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63.23亿元, 同比增长41.86%, 主要系2020年一季度受新冠肺炎疫情影响, 收入较低所致; 营业成本57.26亿元, 同比增长45.39%。2021年1—3月, 实现利润总额3.55亿元, 同比下降8.79%, 主要系期间费用增长所致。

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。但公司投资活动资金需求较大, 存在一定的对外融资需求。

从经营活动来看, 2018—2020年, 随业务规模扩张, 公司经营活动现金流入分别为163.87亿元、186.65亿元和246.07亿元, 持续增长, 年均复合增长22.54%; 同期, 公司经营活动现金流出分别为158.86亿元、175.54亿元和238.41亿元, 持续增长, 年均复合增长22.51%。2018—2020年, 公司经营活动现金净额分别为5.01亿元、11.12亿元和7.66亿元, 波动增长, 年均复合增长23.60%。2018—2020年, 公司现金收入比分别为103.07%、104.07%和102.79%, 波动下降, 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分别为0.62亿元、3.48亿元和5.05亿元, 持续增长, 年均复合增长186.14%; 同期, 公司投资活动现金流出分别为5.71亿元、12.22亿元和20.11亿元, 持续增长, 年均复合增长87.61%。2018—2020年, 公司投资活动现金净额分别为-5.10亿元、-8.74亿元和-15.06亿元, 持续净流出。

2018—2020年, 公司筹资活动前现金流量净额分别为-0.08亿元、2.37亿元和-7.40亿元。

从筹资活动来看, 2018—2020年, 公司筹资活动现金流入分别为18.18亿元、23.65亿元和25.55亿元, 持续增长, 年均复合增长18.56%; 同期, 公司筹资活动现金流出分别为16.51亿元、19.86亿元和21.36亿元, 持续增长, 年均复合增长13.74%。2018—2020年, 公司筹资活动现金净额分别为1.67亿元、3.79亿元和4.19亿元, 持续增长, 年均复合增长58.48%。

表 15 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	163.87	186.65	246.07
经营活动现金流出小计	158.86	175.54	238.41
经营活动现金流量净额	5.01	11.12	7.66
投资活动现金流入小计	0.62	3.48	5.05
投资活动现金流出小计	5.71	12.22	20.11

投资活动现金流量净额	-5.10	-8.74	-15.06
筹资活动前现金流量净额	-0.08	2.37	-7.40
筹资活动现金流入小计	18.18	23.65	25.55
筹资活动现金流出小计	16.51	19.86	21.36
筹资活动现金流量净额	1.67	3.79	4.19
现金收入比	103.07	104.07	102.79

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5.56亿元；投资活动现金净流出1.79亿元；筹资活动现金净流入6.02亿元。

6. 偿债能力

2018-2020年，公司短期偿债能力较强，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、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，其整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2018-2020年底，公司流动比率分别为126.14%、162.87%和154.01%，速动比率分别为69.77%、98.40%和74.47%，均呈波动增长。2018-2020年，公司经营现金流动负债比率分别为20.04%、45.69%和24.63%，波动增长。2018-2020年底，公司现金短期债务比分别为0.68倍、1.43倍和1.02倍，波动增长，现金类资产对短期债务的保障程度较强。整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2018-2020年，公司EBITDA分别为9.73亿元、19.37亿元和19.48亿元，持续增长。2018-2020年，公司EBITDA利息倍数分别为14.60倍、24.99倍和25.71倍，持续增长，EBITDA对利息的覆盖程度高；全部债务/EBITDA分别为1.57倍、0.67倍和0.94倍，波动下降，EBITDA对全部债务的覆盖程度高。整体看，公司长期债务偿债能力很强。

表16 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(%)	126.14	162.87	154.01
	速动比率(%)	69.77	98.40	74.47
	现金类资产/短期债务(倍)	0.68	1.43	1.02

长期偿债能力指标	EBITDA(亿元)	9.73	19.37	19.48
	EBITDA利息倍数(倍)	14.60	24.99	25.71
	全部债务/EBITDA(倍)	1.57	0.67	0.94

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2021年3月底，公司无重大对外担保事项。

截至2021年3月底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至2021年3月底，公司已获各金融机构授信额度为32.38亿元，未使用额度为11.17亿元，公司间接融资渠道较为畅通；同时公司作为上市公司，具有直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司一定程度上承担了控股平台职能。截至2020年底，母公司资产规模较上年底有所增长，以流动资产为主；负债规模较上年底有所增长，以流动负债为主；所有者权益规模较大，权益结构稳定一般。2020年，母公司收入、利润及经营性现金流量规模较小，利润主要来源于投资收益。

截至2020年底，母公司资产总额75.69亿元，较上年底增长17.15%，主要系长期股权投资增长所致。其中，流动资产23.90亿元（占31.58%），非流动资产51.78亿元（占68.42%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占36.91%）和其他应收款（占57.37%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占96.25%）构成。截至2020年底，母公司货币资金为8.82亿元。

截至2020年底，母公司负债总额28.05亿元，较上年底增长28.91%。其中，流动负债22.86亿元（占81.48%），非流动负债5.20亿元（占18.52%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占29.75%）和其他应付款（占64.43%）构成，非流动负债主要由长期借款（占95.18%）构成。截至2020年底，母公司资产负债率为37.06%，较上年底提高3.38个百分点。

截至2020年底，母公司全部债务12.53亿元。其中，短期债务占60.52%、长期债务占39.48%。截至2020年底，母公司全部债务资本化比率20.82%，母公司债务负担轻。

截至2020年底，母公司所有者权益为47.63亿元，较上年底增长11.18%，主要系资本公积和未分配利润增长所致。在归属母公司所有者权益中，实收资本为9.22亿元（占19.36%）、资本公积合计8.86亿元（占18.59%）、未分配利润合计25.84亿元（占54.26%）、盈余公积合计4.17亿元（占8.76%）。

2020年，母公司营业收入为9.69亿元，利润总额为6.82亿元。同期，母公司投资收益为4.51亿元。

2020年，母公司经营活动现金流净额为2.39亿元，投资活动现金流净额-5.93亿元，筹资活动现金流净额2.03亿元。

九、本次可转换公司债券偿还能力分析

本次可转换公司债券的发行对公司债务水平影响很大，公司经营活动现金流入量和EBITDA对其保障能力很强。

1. 本次可转换公司债券对公司现有债务的影响

截至2021年3月底，公司全部债务合计25.86亿元，本次可转债拟发行的额度不超过人民币15.00亿元，相较于公司目前债务规模，本次发债金额较大，对公司债务规模存在很大影响。

以2021年3月底财务数据为基础，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36.09%、24.03%和11.45%上升至42.80%、33.32%和23.83%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重，但仍处于合理水平。考虑到本次可转换公司债券具有转股的可能性，如果公司股价未来上涨超过转股价，公司本次发行的可转换公司债券将转换为公司的权益，有利于公司降低资产负债率和减轻债务负担。

2. 本次可转换公司债券偿还能力分析

2018—2020年，公司经营活动现金流入量和EBITDA对本次可转换公司债券保障能力很强。

表 17 本次可转换公司债券保障能力测算

指标	2018年	2019年	2020年
经营活动现金流入量（亿元）	163.87	186.65	246.07
经营活动现金流入量保障倍数（倍）	10.92	12.44	16.40
EBITDA（亿元）	9.73	19.37	19.48
EBITDA保障倍数（倍）	0.65	1.29	1.30

注：数据略有差异系四舍五入造成

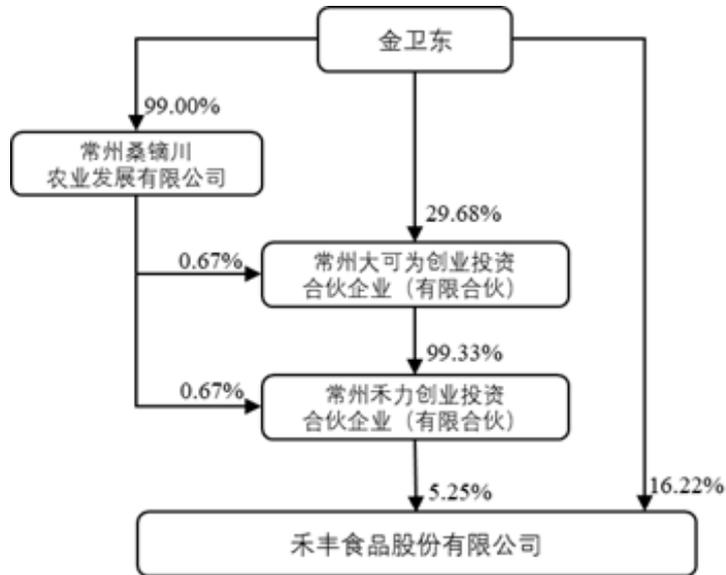
资料来源：公司年报，联合资信整理

从本次可转债的发行条款来看，由于公司做出了较低的转股修正条款（任意连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价低于当期转股价格的85%时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会审议表决），有利于降低转股价；同时制定了提前赎回条款（公司股票连续30个交易日中至少有15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%，或本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币3000万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券），有利于促进债券持有人转股。本次可转债发行后，考虑到未来转股因素，预计公司的资产负债率将有进一步下降的可能。

十、结论

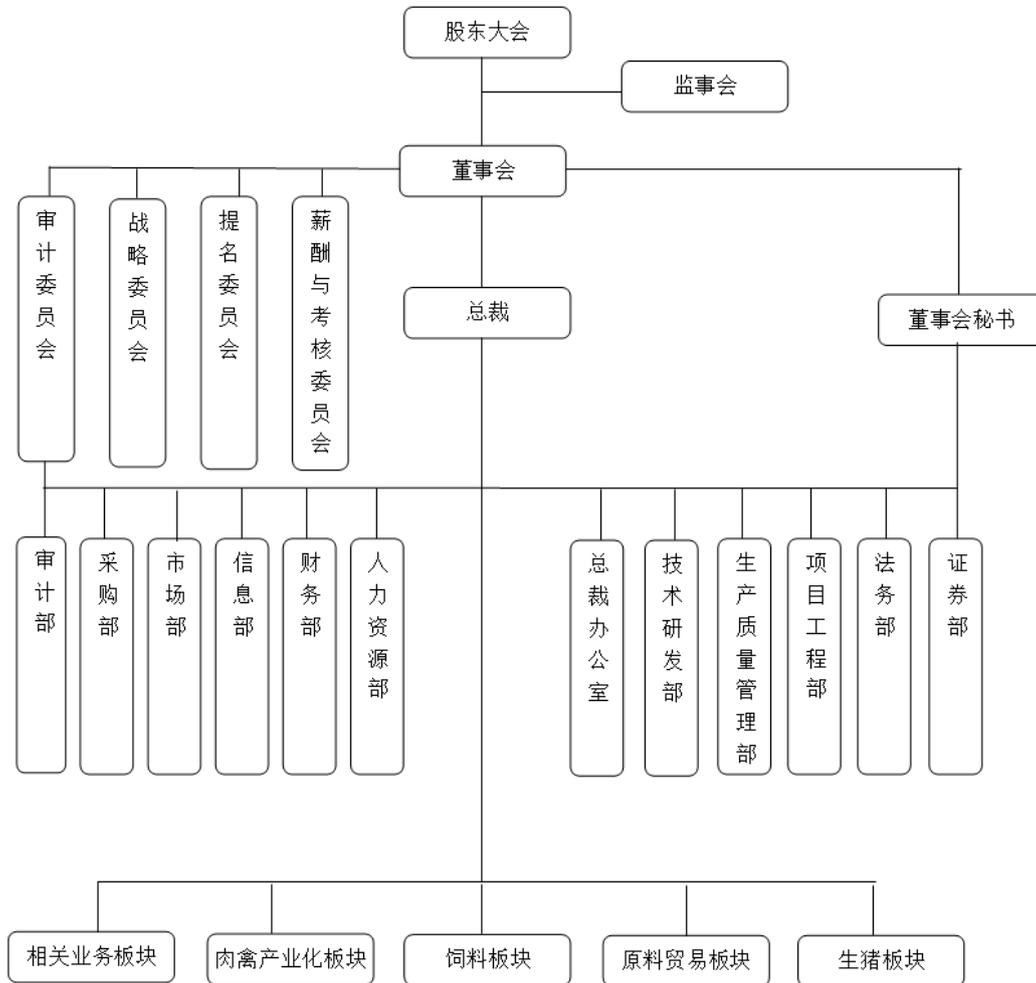
基于对公司主体长期信用状况以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2021 年 6 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

序号	子公司全称	实收资本 (万元)	主营业务	子公司 层级	持股比例 (%)	
					直接	间接
1	辽宁爱普特贸易有限公司	8000.00	原料贸易	一级	100	--
2	长春恒丰农牧有限公司	1800.00	原料贸易	二级	--	51
3	北京卓龙动保商贸有限公司	800.00	原料贸易	二级	--	51
4	济南新维他科贸有限公司	400.00	原料贸易	二级	--	76
5	广州大上贸易有限公司	500.00	原料贸易	二级	--	51
6	香港爱普特贸易有限公司	15 万美元	原料贸易	二级	--	100
7	绥中县人和渔业有限公司	800.00	其他	二级	--	95
8	上海禾虹贸易有限公司	300.00	原料贸易	二级	--	70
9	沈阳普丰商贸有限公司	150.00	原料贸易	一级	100	--
10	沈阳华威达动物保健品有限公司	550.00	原料贸易	二级	--	100
11	沈阳丰美生物技术有限公司	2000.00	综合板块	一级	100	--
12	沈阳华威药业有限公司	1000.00	综合板块	二级	--	51
13	彰武禾丰农业发展有限责任公司	300.00	综合板块	一级	60	--
14	重庆大鸿农牧机械有限公司	2500.00	综合板块	二级	--	50
15	大鸿农牧科技研究院重庆有限公司	2000.00	综合板块	二级	--	100
16	大鸿大建筑工程重庆有限公司	1000.00	综合板块	二级	--	100
17	黑龙江禾丰牧业有限公司	12000.00	饲料板块	一级	100	--
18	黑龙江省三江禾丰牧业有限公司	2100.00	饲料板块	一级	100	--
19	集贤爱普特贸易有限公司	500.00	原料贸易	二级	--	65
20	大连禾源牧业有限公司	10000.00	肉禽养殖	一级	57	--
21	大连中佳食品有限公司	3962.80	禽产品加工	二级	--	100
22	大连鸿途牧业有限公司	1600.00	肉禽养殖	二级	--	51
23	瓦房店市溢丰牧业有限公司	2000.00	肉禽养殖	二级	--	51
24	瓦房店市蕙农禽业有限公司	6800.00	肉禽养殖	二级	--	52.94
25	山东禾源食品有限公司	18000.00	禽产品加工	二级	--	65
26	山东禾源牧业有限公司	1000.00	肉禽养殖	三级	--	100
27	辽宁禾丰农牧发展有限公司	5000.00	生猪养殖	一级	100	--
28	抚顺禾丰农牧有限公司	3000.00	生猪养殖	二级	--	100
29	沈阳禾丰禽业有限公司	500.00	肉禽养殖	二级	--	100
30	阜新禾丰农牧有限公司	3000.00	猪产业化	二级	--	94
31	开封禾丰肉类食品有限公司	10000.00	禽产品加工	一级	100	--
32	开封禾丰农牧科技有限公司	500.00	肉禽养殖	二级	--	100
33	濮阳禾丰食品有限公司	4216.00	禽产品加工	一级	49.81	--
34	濮阳禾丰牧业有限公司	500.00	肉禽养殖	二级	--	100
35	平原禾丰食品加工有限公司	20991.70	禽产品加工	一级	100	--
36	平原禾丰牧业有限公司	5000.00	饲料、肉禽养殖	二级	--	100
37	河北德恒养殖有限公司	1000.00	肉禽养殖	二级	--	100
38	沈阳华康肉禽有限公司	200.00	禽产品加工	一级	85	--
39	沈阳华康农牧有限公司	100.00	肉禽养殖	二级	--	100
40	长春禾丰食品有限公司	1000.00	禽产品加工	一级	85	--
41	德惠禾丰牧业有限公司	100.00	肉禽养殖	二级	--	100

42	河北太行禾丰牧业有限公司	8000.00	肉禽养殖	一级	38	--
43	易县鼎力和胜畜禽饲养有限公司	2050.00	肉禽养殖	二级	--	100
44	易县围京畜禽饲养有限公司	824.00	肉禽养殖	二级	--	100
45	易县禾康牧业有限公司	2600.00	肉禽养殖	二级	--	100
46	河北合泰畜禽养殖有限公司	1515.00	肉禽养殖	二级	--	100
47	易县禾康生物科技有限公司	1000.00	肉禽养殖（有机肥）	二级	--	100
48	安徽禾丰牧业有限公司	16000.00	饲料板块	一级	70	--
49	安徽禾丰浩翔农业发展有限公司	5000.00	猪产业化	二级	--	100
50	利辛翔丰农牧有限公司	1000.00	猪产业化	二级	--	100
51	利辛宏丰农牧有限公司	5000.00	猪产业化	二级	--	100
52	安徽禾丰食品有限责任公司	5000.00	猪产业化	二级	--	100
53	金寨禾丰农牧有限责任公司	1000.00	猪产业化	二级	--	100
54	安徽禾丰浩翔种猪育种有限责任公司	3000.00	猪产业化	二级	--	100
55	阜阳禾丰农牧科技有限公司	6000.00	猪产业化	二级	--	75
56	哈尔滨维尔好贸易有限公司	1000.00	原料贸易	一级	51	--
57	哈尔滨保维康生物科技有限公司	100.00	原料贸易	二级	--	100
58	洛阳市禾丰农牧有限公司	5000.00	猪产业化	一级	100	--
59	通许禾丰农牧有限公司	500.00	猪产业化	二级	--	100
60	河南禾丰牧业有限公司	5000.00	饲料板块	一级	100	--
61	开封九丰农牧有限公司	5000.00	猪产业化	二级	--	100
62	西安禾丰饲料科技有限公司	500.00	饲料板块	一级	80	--
63	杨凌禾丰农牧有限公司	4200.00	饲料板块	二级	--	100
64	正宁禾丰早胜牛牧业有限公司	500.00	饲料板块	二级	--	55
65	正宁禾丰早胜牛饲料加工有限公司	500.00	饲料板块	二级	--	55
66	公主岭禾丰牧业有限责任公司	3500.00	饲料板块	一级	100	--
67	公主岭禾丰生猪养殖有限公司	990.00	生猪养殖	二级	--	65
68	梨树县禾丰生态养殖有限公司	1800.00	生猪养殖	二级	--	65
69	沈阳禾丰反刍动物饲料有限公司	550.00	饲料板块	一级	100	--
70	沈阳禾丰膨化饲料有限公司	3300.00	饲料板块	一级	100	--
71	沈阳禾丰水产饲料有限公司	1500.00	饲料板块	一级	100	--
72	沈阳禾丰牧业有限公司	8210.00	饲料板块	一级	100	--
73	沈阳农大禾丰饲料有限公司	4420.00	饲料板块	一级	100	--
74	海城新众鑫饲料有限公司	600.00	饲料板块	一级	51	--
75	海城市禾丰牧业饲料有限责任公司	1250.00	饲料板块	一级	100	--
76	台安禾丰饲料有限责任公司	3200.00	饲料板块	一级	100	--
77	凌源禾丰牧业有限责任公司	500.00	饲料板块	一级	90.5	--
78	锦州禾丰牧业有限公司	1700.00	饲料板块	一级	100	--
79	兴城禾丰饲料有限公司	8250.00	饲料板块	一级	100	--
80	大连禾丰饲料有限公司	4710.00	饲料板块	一级	100	--
81	赤峰禾丰阜信源食品有限公司	32000.00	生猪养殖及屠宰	一级	70	--
82	长春禾丰饲料有限责任公司	8600.00	饲料板块	一级	98	--
83	吉林市禾丰牧业有限责任公司	1600.00	饲料板块	一级	100	--
84	大庆禾丰八一农大动物科技有限公司	4000.00	饲料板块	一级	70	--
85	牡丹江禾丰牧业有限公司	2300.00	饲料板块	一级	100	--
86	公主岭禾丰反刍饲料有限责任公司	500.00	饲料板块	一级	100	--
87	扶余禾丰牧业有限公司	4800.00	饲料板块	一级	97	--

88	扶余禾丰陶赖昭禽业养殖有限公司	580.00	肉禽养殖	一级	97	--
89	舒兰丰泰农牧有限公司	8000.00	肉禽养殖	一级	70	--
90	吉林省荷风种猪繁育有限公司	1500.00	生猪养殖	一级	100	--
91	舒兰丰泰养殖有限公司	1000.00	综合版块	一级	51	--
92	敦化市禾丰牧业有限责任公司	1000.00	饲料板块	一级	51	--
93	敦化市丰达农牧业开发有限公司	1000.00	禽产品加工	一级	51	--
94	大庆禾丰食品有限公司	1500.00	禽产品加工	一级	51	--
95	沈阳爱普特贸易有限公司	3000.00	原料贸易	一级	100	--
96	沈阳嘉合天丰商贸有限公司	1000.00	原料贸易	一级	100	--
97	辽宁禾丰采贸贸易有限公司	3000.00	原料贸易	一级	100	--
98	海南爱普特贸易有限公司	1000.00	原料贸易	一级	100	--
99	海南禾丰牧业有限公司	6000.00	饲料板块	一级	60	--
100	辽宁天地养殖设备有限公司	2775.00	综合板块	一级	100	--
101	辽宁禾丰食品有限公司	5000.00	综合板块	一级	60	--
102	广州市翔顺畜牧设备有限公司	500.00	综合板块	一级	56	--
103	通辽市禾丰天弈草业有限公司	2000.00	综合板块	一级	51	--
104	禾丰食品(沈阳)有限公司	500.00	综合板块	一级	100	--
105	天津丰运达供应链有限公司	1000.00	综合版块	一级	100	--
106	丰美(沈阳)生物高新技术产业研究院有限公司	1000.00	综合板块	一级	100	--
107	郑州禾丰牧业有限公司	200.00	饲料板块	一级	70	--
108	驻马店禾丰牧业有限公司	100.00	饲料板块	一级	90	--
109	焦作禾丰饲料有限公司	5000.00	饲料板块	一级	98.3	--
110	南阳禾丰饲料有限公司	1000.00	饲料板块	一级	100	--
111	北京鹤来科技有限公司	2500.00	饲料板块	一级	100	--
112	北京禾丰牧业科技有限公司	500.00	饲料板块	一级	100	--
113	北京三元禾丰牧业有限公司	1000.00	饲料板块	一级	70	--
114	唐山禾丰饲料有限公司	5000.00	饲料板块	一级	85	--
115	沧州鹤来科技有限公司	500.00	饲料板块	一级	70	--
116	甘肃禾丰牧业有限公司	4000.00	饲料板块	一级	100	--
117	济宁禾丰牧业有限公司	2800.00	饲料板块	一级	70	--
118	上海禾丰饲料有限公司	300.00	饲料板块	一级	65	--
119	浙江平湖禾丰牧业有限公司	100.00	饲料板块	一级	85	--
120	淮安禾丰饲料有限公司	3000.00	饲料板块	一级	100	--
121	青岛禾丰牧业有限公司	3000.00	饲料板块	一级	95	--
122	兰考禾丰牧业有限公司	4300.00	饲料板块	一级	100	--
123	荆州禾丰农业科技有限公司	5000.00	饲料板块	一级	86	--
124	云南禾丰饲料有限公司	2500.00	饲料板块	一级	97	--
125	山西禾丰牧业有限公司	4000.00	饲料板块	一级	100	--
126	唐山禾佳农牧有限公司	3000.00	猪产业化	一级	65	--
127	唐山禾丰科技有限公司	3000.00	饲料板块	一级	70	--
128	重庆禾丰牧业有限公司	500.00	饲料板块	一级	65	--
129	南昌禾丰牧业有限公司	500.00	饲料板块	一级	65	--
130	衡阳禾丰农业科技有限公司	586.00	饲料板块	一级	78.5	--
131	临沂鹤来牧业有限公司	4000.00	饲料板块	一级	100	--
132	安阳禾丰农牧有限公司	5500.00	猪产业化	一级	100	--
133	南阳禾丰牛业科技有限公司	1250.00	综合版块	一级	100	--
134	福州禾丰星源牧业发展有限公司	5000.00	饲料板块	一级	60	--
135	驻马店禾丰农业发展有限公司	1000.00	猪产业化	一级	100	--

136	大同禾佳农牧有限公司	2000.00	猪产业化	一级	65	--
137	石家庄禾佳农牧有限公司	2000.00	猪产业化	一级	65	--
138	沈阳享买电子商务有限公司	100.00	综合板块	一级	55	--
139	辽宁逛大集电子商务有限公司	2000.00	综合板块	一级	100	--
140	俄罗斯禾丰有限责任公司	1.0075 亿卢布	生猪养殖、家禽养殖	一级	55	--
141	大连华康新新食品有限公司	1600.00	禽产品加工	一级	65	--
142	沈阳华康新新食品有限公司	200.00	禽产业	一级	85	--
143	河北太行禾丰食品有限公司	6000.00	禽产品加工	一级	62	--
144	辽宁清源禾丰农牧有限公司	6000.00	饲料板块	一级	95	--
145	台前县禾丰牧业有限公司	500.00	禽产业	一级	95	--
146	内蒙古必丰牧业科技发展有限公司	2000.00	牛养殖	一级	53	--
147	哈尔滨禾丰农牧发展有限公司	50.00	饲料板块	一级	100	--
148	内黄县禾丰牧业有限公司	3500.00	饲料板块	二级	--	100

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
财务数据				
现金类资产 (亿元)	9.43	15.98	12.62	11.32
资产总额 (亿元)	69.31	91.50	116.47	127.90
所有者权益 (亿元)	42.66	64.99	79.02	81.74
短期债务 (亿元)	13.81	11.21	12.37	15.29
长期债务 (亿元)	1.42	1.85	5.90	10.68
全部债务 (亿元)	15.23	13.07	18.27	25.96
营业收入 (亿元)	157.51	177.92	238.18	63.23
利润总额 (亿元)	6.92	15.82	15.09	3.55
EBITDA (亿元)	9.73	19.37	19.48	--
经营性净现金流 (亿元)	5.01	11.12	7.66	-5.56
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	40.99	45.78	57.38	--
存货周转次数 (次)	10.97	10.60	10.73	--
总资产周转次数 (次)	2.44	2.21	2.29	--
现金收入比 (%)	103.07	104.07	102.79	95.64
营业利润率 (%)	8.28	11.09	8.83	9.30
总资本收益率 (%)	11.60	20.18	14.73	--
净资产收益率 (%)	14.17	23.04	17.18	--
长期债务资本化比率 (%)	3.22	2.77	6.95	11.55
全部债务资本化比率 (%)	26.30	16.74	18.78	24.10
资产负债率 (%)	38.45	28.97	32.15	36.09
流动比率 (%)	126.14	162.87	154.01	160.13
速动比率 (%)	69.77	98.40	74.47	75.95
经营现金流动负债比 (%)	20.04	45.69	24.63	--
现金短期债务比 (倍)	0.68	1.43	1.02	0.74
EBITDA 利息倍数 (倍)	14.60	24.99	25.71	--
全部债务/EBITDA (倍)	1.57	0.67	0.94	--

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. 本报告将租赁负债和长期应付款中的债务部分计入长期债务核算; 3. 2021 年 1-3 月财务数据未经审计, 相关指标计算未年化

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
财务数据				
现金类资产 (亿元)	7.51	10.80	9.32	7.89
资产总额 (亿元)	51.27	64.61	75.69	83.58
所有者权益 (亿元)	28.63	42.85	47.63	48.99
短期债务 (亿元)	10.95	8.22	7.58	9.99
长期债务 (亿元)	1.18	1.74	4.95	8.04
全部债务 (亿元)	12.13	9.96	12.53	18.03
营业收入 (亿元)	6.24	6.53	9.69	2.40
利润总额 (亿元)	4.17	8.06	6.82	1.44
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	2.86	2.10	2.39	0.21
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	32.68	44.04	57.48	--
存货周转次数 (次)	9.14	9.59	13.15	--
总资产周转次数 (次)	0.13	0.11	0.14	--
现金收入比 (%)	99.03	100.70	99.62	89.00
营业利润率 (%)	33.11	32.32	30.85	32.12
总资本收益率 (%)	--	--	--	--
净资产收益率 (%)	14.11	18.43	13.71	--
长期债务资本化比率 (%)	3.96	3.90	9.41	14.11
全部债务资本化比率 (%)	29.76	18.86	20.82	26.91
资产负债率 (%)	44.16	33.68	37.06	41.39
流动比率 (%)	78.68	109.74	104.57	112.76
速动比率 (%)	76.71	107.23	102.30	109.92
经营现金流动负债比 (%)	13.38	10.58	10.44	--
现金短期债务比 (倍)	0.69	1.31	1.23	0.79
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. 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
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/(长期债务+短期债务+所有者权益)×100%
长期债务资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益)×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估股份有限公司关于 禾丰食品股份有限公司 公开发行可转换公司债券信用评级报告 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，在每年禾丰食品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。

禾丰食品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。禾丰食品股份有限公司或本次债项如发生重大变化，或发生可能对禾丰食品股份有限公司或本次债项信用等级产生较大影响的重大事项，禾丰食品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禾丰食品股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现禾丰食品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。

如禾丰食品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禾丰食品股份有限公司或本次（期）债券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禾丰食品股份有限公司、监管部门等。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因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。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。