

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2021】469号

江西正邦科技股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“正邦转债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级维持贵公司主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，同时维持“正邦转债”信用等级为AA+。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二一年六月二十八日



信用评级报告声明

除因本次评级事项东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）与江西正邦科技股份有限公司（以下简称“该公司”）构成委托评级关系外，东方金诚、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。

东方金诚与评级人员具备本次评级所需的专业胜任能力，履行了尽职调查和诚信义务，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。

本信用评级报告的评级结论是东方金诚依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未受到委托方、受评对象和其他组织或个人的不当影响。

本次信用评级结果在受评债项的存续期内有效；同时东方金诚将在信用评级结果有效期内对受评对象进行定期和不定期跟踪评级，并有可能根据风险变化情况调整信用评级结果。

请务必阅读权利及免责声明。

东方金诚国际信用评估有限公司

2021年6月28日



江西正邦科技股份有限公司 主体及“正邦转债”2021年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA+/稳定	2021/6/28	AA+/稳定	高君子	罗修

债项信用			评级模型				
债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果	1.基础评分模型				
主体概况			一级指标	二级指标	权重 (%)	得分	
正邦转债	AA+	AA+	企业规模	资产总额	20.00	20.00	
注:相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”				营业总收入	15.00	15.00	
多元化及市场地位				业务/产品多样性	15.00	7.50	
				市场份额	15.00	15.00	
盈利能力				利润总额	5.00	5.00	
				净资产收益率	5.00	5.00	
债务负担和保障程度				全部债务资本化比率	8.00	7.46	
				EBITDA 利息倍数	7.00	5.86	
			经营现金流动负债比			10.00	4.13
			2.基础模型参考等级			AA+	
			3.评级调整因素			无	
			4.主体信用等级			AA+	
注:最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定,可能与评级模型输出结果存在差异							

评级观点

公司是江西省规模最大的农业企业之一,生猪养殖规模居行业领先,养殖产业链较为完整,具备很强的竞争实力;跟踪期内,公司生猪养殖规模增加,出栏量增至955.97万头,销售区域分布较广,受益于生猪价格上涨,2020年,生猪养殖业务收入、毛利润和毛利率均同比增加;受下游生猪养殖规模增加,毛利率较高的猪饲料销量增加影响,跟踪期内,饲料业务获利能力有所增长;公司非公开发行股票募集资金总额75.00亿元,有助于公司生猪养殖业务规模的扩大和资本实力的增强。同时,东方金诚也关注到,玉米、豆粕等农产品价格整体上涨,公司饲料加工业务成本控制压力加大;2021年1月以来,生猪价格持续回落,预计2021年全年生猪价格同比降幅较大,公司当前投资规模大或因行业周期波动而导致未来回报不及预期;养殖行业环保压力大,易受疫情影响,在“公司+农户”的生猪养殖模式下,公司与农户采用按约定价格回收生猪或使其面临一定的猪价倒挂风险以及疫情控制压力;公司债务规模较大,债务结构仍以短期有息债务为主,随着在建项目的持续投入,将进一步推高债务规模,并且,控股股东及一致行动人持有公司股权质押比例高,未来若股价进一步下跌,或存在平仓风险。

综合分析,东方金诚维持正邦科技主体信用等级为AA+,评级展望为稳定,维持“正邦转债”的信用等级为AA+。

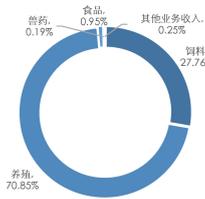
评级同业比较

项目	正邦科技	牧原股份(AA+)	海大集团(AA+)	大北农(AA+)
总资产(亿元)	592.60	1226.27	275.27	240.42
营业总收入(亿元)	491.66	562.77	603.24	228.14
利润总额(亿元)	59.91	303.73	32.84	28.01
毛利率(%)	22.35	60.68	11.66	22.03
净资产收益率(%)	24.29	45.95	19.05	19.74
资产负债率(%)	58.56	46.09	45.66	45.77
经营现金流动负债比(%)	17.62	53.25	4.47	21.57

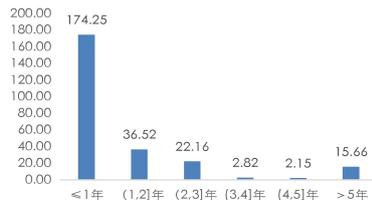
注:数据来源自各企业公开披露的2020年数据,东方金诚整理。

主要指标及依据

2020 年收入构成



2021 年 3 月末公司债务结构 (亿元)



主要数据和指标

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	213.26	308.32	592.60	697.30
所有者权益(亿元)	68.19	99.75	245.58	250.39
全部债务(亿元)	102.06	124.09	219.36	253.55
营业总收入(亿元)	221.13	245.18	491.66	127.05
利润总额(亿元)	2.03	17.04	59.91	2.29
经营性净现金流(亿元)	13.31	39.24	45.53	-36.58
营业利润率(%)	10.09	15.58	22.28	19.90
资产负债率(%)	68.02	67.65	58.56	64.09
流动比率(%)	71.47	66.17	122.29	114.49
全部债务/EBITDA(倍)	7.13	3.92	2.23	-
EBITDA 利息倍数(倍)	3.01	6.15	10.31	-

注：表中数据来源于公司 2018 年~2020 年的审计报告及 2021 年 1~3 月未经审计的合并财务报表

优势

- 公司是江西省规模最大的农业企业之一，生猪养殖规模居行业领先，“种猪育种-饲料加工-兽药-商品猪养殖”产业链较为完整，具备很强的竞争实力；
- 跟踪期内，公司生猪养殖规模增幅显著，出栏量增至 955.97 万头，销售区域分布较广，受益于生猪价格上涨，2020 年，生猪养殖业务收入、毛利润和毛利率均同比增加；
- 公司饲料产品仍以猪饲料为主，受下游生猪养殖规模增加，毛利率较高的猪饲料销量增加影响，跟踪期内，饲料业务获利能力有所增长；
- 跟踪期内，公司非公开发行股票募集资金总额 75.00 亿元，有助于生猪养殖业务规模的扩大，财务结构有所优化，资本实力进一步增强。

关注

- 2020 年 4 月以来受多国禁止粮食出口，玉米、豆粕等原材料价格上涨，大宗农产品价格整体高位运行，公司饲料加工业务成本控制压力加大；
- 2021 年 1 月以来，生猪价格持续回落，预计 2021 年全年生猪价格同比降幅较大，公司当前投资规模大或因行业周期波动而导致未来回报不及预期；
- 养殖行业环保压力大，易受疫情影响，在“公司+农户”的生猪养殖模式下，公司与农户采用按约定价格回收生猪或使其面临一定的猪价倒挂风险以及疫情控制压力；
- 公司债务规模较大，债务结构仍以短期有息债务为主，随着在建项目的持续投入，将进一步推高债务规模，并且，控股股东及一致行动人持有公司股权质押比例高，未来若股价进一步下跌，或存在平仓风险。

评级展望

公司评级展望为稳定。预计 2021 年受生猪价格回落影响，养殖业务获利能力下降，但随着公司募投项目的建成投产，生猪养殖产能规模将持续增加，市场地位将进一步提高；随着养殖规模的扩大，饲料业务获利能力增强。

评级方法及模型

《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法及模型》(RTFC022201907)

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA+/稳定	AA+	2020/8/17	高君子、罗修	《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法及模型》(RTFC022201907)	阅读原文
AA/稳定	AA	2019/7/2	高君子、刘琦	《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法》(2015 年 5 月)	阅读原文

注：2020 年 8 月 27 日，正邦科技主体级别上调至 AA+，稳定

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额(亿元)	存续期	增信措施	增信方
正邦转债	2020/8/17	16.00	2020/6/17~2026/6/17	-	-

跟踪评级原因

根据相关监管要求及 2020 年江西正邦科技股份有限公司可转换公司债券（以下简称“正邦转债”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）基于江西正邦科技股份有限公司（以下简称“正邦科技”或“公司”）提供的 2020 年度审计报告、2021 年 1~3 月未经审计的合并财务报表以及相关经营数据，进行本次定期跟踪评级。

主体概况

正邦科技主要从事饲料加工与生猪养殖业务，控股股东为正邦集团有限公司（以下简称“正邦集团”）。跟踪期内，由于公司实施股权激励计划、部分股票期权行权、限制性股票回购注销、正邦转债转股以及完成非公开定向增发等原因，公司股本增加，截至 2021 年 3 月末，公司股本 31.49 亿元。¹跟踪期内，正邦集团对公司的持股比例上升，成为公司的第一大股东，截至 2021 年 3 月末，正邦集团持有公司 24.76% 的股权，江西永联农业控股有限公司（以下简称“江西永联”）持有公司 21.78%，正邦集团与江西永联受同一实际控制人林印孙先生控制，实际控制人仍为自然人林印孙。

正邦科技是国家农业产业化重点龙头企业，是江西省重要的农业企业之一，形成了“种猪育种-饲料加工-兽药-商品猪养殖”的一体化产业链。公司饲料加工产品仍以猪饲料为主，跟踪期内，公司饲料加工产能增加，对外销量 453.23 万吨，同比增加 11.68%，在饲料加工行业上市公司中位居第六；生猪养殖产能规模和出栏量增幅显著，2020 年生猪出栏量 955.97 万头，同比增加 65.28%，出栏量位列同行业上市公司第二位。

截至 2021 年 3 月末，公司资产总额为 697.30 亿元，所有者权益 250.39 亿元，资产负债率 64.09%。2020 年和 2021 年 1~3 月，公司营业收入分别为 491.66 亿元和 127.05 亿元，利润总额分别为 59.91 亿元和 2.29 亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2020]1017号”文件核准，公司于 2020 年 6 月 17 日发行 6 年期 16.00 亿元的可转换公司债券，债券简称“正邦转债”，票面利率第一年为 0.4%、第二年为 0.6%、第三年为 1.0%、第四年为 1.5%、第五年为 1.8%、第六年为 2.0%。“正邦转债”起息日为 2020 年 6 月 17 日，到期日为 2026 年 6 月 17 日。每年付息一次，到期归还所有未转股的本金和最后一年利息。“正邦转债”转股期为 2020 年 12 月 23 日至 2026 年 6 月 16 日，初始转股价格为 16.09 元/股，2021 年 6 月 9 日，转股价格调整至 14.76 元/股。截至 2021 年 6 月 17 日，“正邦转债”未转股余额 15.96 亿元，未转股比例为 99.77%，已支付 2020

¹ 此处股本为中国证券登记结算有限公司深圳分公司（以下简称“中证登”）实际数据，财务报表股本数据与之存在差异，主要是公司股权激励期权行权、可转债转股、限制性股票注销等事项每月会导致总股本发生变动，如期权行使公司次月才会收到资金入账导致两者有时间上的差异。

年6月17日至2021年6月16日期间利息。

“正邦转债”募集资金扣除不含税发行费用实际募集资金净额为15.81亿元，根据《江西正邦科技股份有限公司2020年度募集资金存放与使用情况专项报告》披露，截至2020年12月31日，公司对募集资金项目累计投入为3.61亿元，其中0.69亿元用于对募集资金到位之前利用自有资金先期投入的资金进行置换，于2020年6月23日起至2020年12月31日止使用募集资金人民币2.92亿元。2020年7月2日，经第六届董事会第十次会议审议通过了《关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，公司在保证募集资金投资项目建设的资金需求、保证募集资金投资项目正常进行的前提下，同意公司拟使用2020年可转换公司债券募集资金不超过12.15亿元闲置募集资金暂时补充流动资金，期限自董事会审议通过之日起不超过12个月，到期将以自有资金归还至募集资金专用账户。截至2020年12月31日，公司累计已归还0.36亿元至资金专户。截止2020年12月31日，募集资金余额为人民币12.21亿元，其中11.79亿元用于暂时补充流动资金，0.41亿元存放于募集资金专户。

根据《江西正邦科技股份有限公司关于提前归还用于暂时补充流动资金的闲置募集资金的公告》，截至2021年4月1日，公司将用于暂时补充流动资金中的12.15亿元募集资金全部归还至可转换公司债券募集资金专户。2021年4月7日，公司分别召开第六届董事会第二十四次会议、第六届监事会第十八次会议审议通过了《关于使用部分闲置募集资金暂时补充流动资金的议案》，公司在保证募集资金投资项目建设的资金需求、保证募集资金投资项目正常进行的前提下，同意公司使用公开发行可转换公司债券募集资金不超过人民币11.30亿元闲置募集资金暂时补充流动资金，期限自董事会审议通过之日起不超过12个月，到期公司将及时归还至募集资金专用账户。截至2021年4月8日，公司实际投入募集资金3.94亿元（未经审计），募集资金专户余额11.87亿元。

宏观经济和政策环境

在低基数和经济修复作用下，2021年一季度GDP增速大幅冲高，短期内物价呈抬头之势
一季度GDP同比增速达到18.3%，两年复合增速为5.0%，整体上延续了去年二季度以来的稳健修复势头，但距疫情前6.0%的增长水平仍有一定差距。一季度经济增长结构改善，原有的“生产强、消费弱”局面有所改观，商品和服务消费加速，而工业生产已过修复高峰点，其中3月出现明显减速迹象。另外，疫情受到稳定控制后，一季度服务业生产和消费正在迅速复苏。预计二季度GDP增速将回落至8.0%左右，两年复合增长率则升至5.5%，消费将成为拉动经济增长的主要动力。值得注意的是，受前期国际大宗商品价格剧烈上升影响，3月PPI同比达到4.4%，CPI同比转正上行。我们判断，二季度物价将延续较快上涨势头。不过，考虑到下半年国际大宗商品价格大幅续升的可能性不大，本轮物价上涨或仅为短期现象。

二季度宏观政策不会因通胀抬头而明显收紧，货币政策将延续“紧信用、稳货币”格局，今年财政政策力度温和下调

近期物价上升势头引发监管层关注，但考虑到国内经济修复基础尚需进一步夯实，加之外

部不确定性较大，宏观政策整体上将延续“不急转弯”基调。这意味着短期内加息升准的可能性很小，二季度市场利率将继续围绕政策利率小幅波动。在货币投放方面，今年稳定宏观杠杆率目标明确，M2和社融增速在3月恢复回落势头，预计年末这两项指标将分别下调1到2个百分点，信贷投放中“有保有压”的结构性特征将进一步凸显。2021年目标财政赤字率和新增地方政府专项债规模降幅较小，对小微企业的定向减税措施加码。今年首次提出降低政府杠杆率目标，地方政府隐性债务将受到更严格管控，部分弱质平台信用风险值得关注。

行业及区域经济环境

公司主要从事饲料加工和生猪养殖业务，分别属于饲料加工行业和养殖行业。

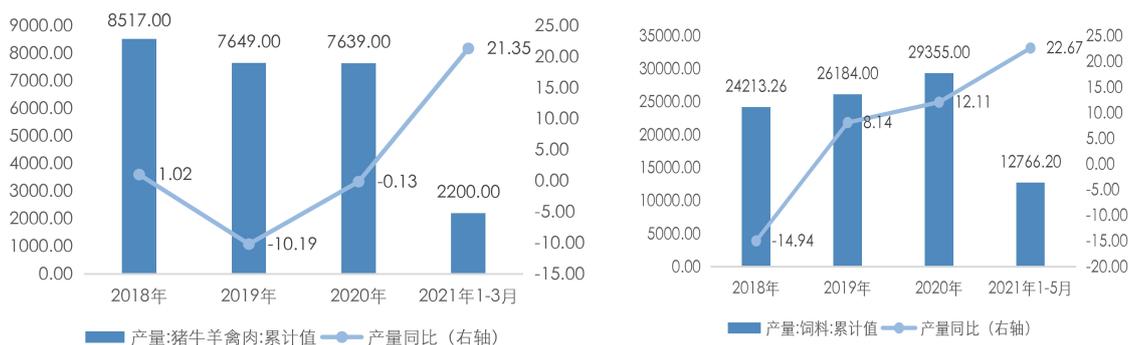
饲料加工行业

饲料需求受养殖行业影响较大，2020年以来，受益于生猪养殖规模增加，饲料需求有所回升

饲料加工行业是畜牧业和水产养殖业发展的物质基础，是农业产业链中重要环节，受畜牧业景气度影响较大。2020年，我国猪牛羊禽肉产量7639.00万吨，同比下降0.13%，水产品产量6545.00万吨，同比增加1.00%；2021年1~3月，受下游生猪养殖规模回升影响，猪牛羊禽肉产量2200.00万吨，同比增长21.35%，增幅较大。2020年受水产品规模增加，2021年以来受生猪养殖规模增加影响，饲料下游需求增加，全国工业饲料产量实现较快增长。2020年，全国饲料工业总产值9463.3亿元，同比增长17.0%，总营业收入9072.8亿元，同比增长16.6%。

根据农业农村部公布数据，2021年3月末，生猪存栏41595万头，同比增加29.50%，全国能繁母猪存栏4318.00万头，同比增加99.54%，预计未来随着生猪养殖规模的扩大，饲料需求将进一步增加。

图表 1：我国猪牛羊禽肉产量情况（单位：万吨，%） 图表 2：我国饲料产量情况（单位：万吨，%）



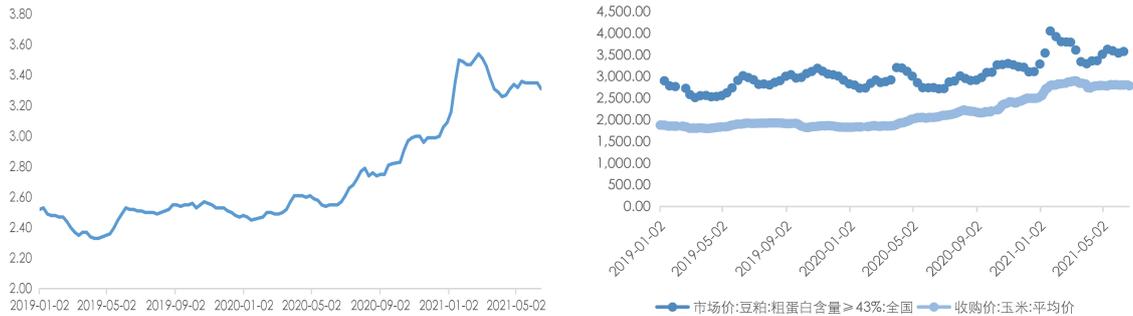
资料来源：Wind，东方金诚整理

2020年以来，受新冠肺炎疫情影响，多国禁止粮食出口，叠加生猪养殖规模增加需求增加，玉米、豆粕等原材料价格震荡上行，饲料加工企业成本压力增加

饲料价格受大宗原材料影响较大，饲料价格与大宗原材料价格整体保持同步走势。2019年5月以来，因中美贸易摩擦加大，中国对从美国进口的大豆加征关税，由于大豆是中美贸易中最

大宗的商品，中国每年从美国进口的大豆在3000万吨左右，加征关税后，中国从美国进口的大豆数量大幅下降，导致国内大豆供应趋紧，中国饲用豆粕价格将面临上涨压力。2020年4月以来，受新冠肺炎疫情全球蔓延加剧的负面影响，多国开始禁止粮食出口，短期间内玉米、豆粕等价格开始上涨，2020年7月以来受下游养殖规模增加，下游需求增加影响，豆粕、玉米等价格震荡上行，当前虽有所回落，整体仍处于相对高位，饲料加工企业成本控制压力加大。

图表 3：生猪饲料平均价格（单位：元/公斤） 图表 4：饲料原料价格走势（单位：元/吨）



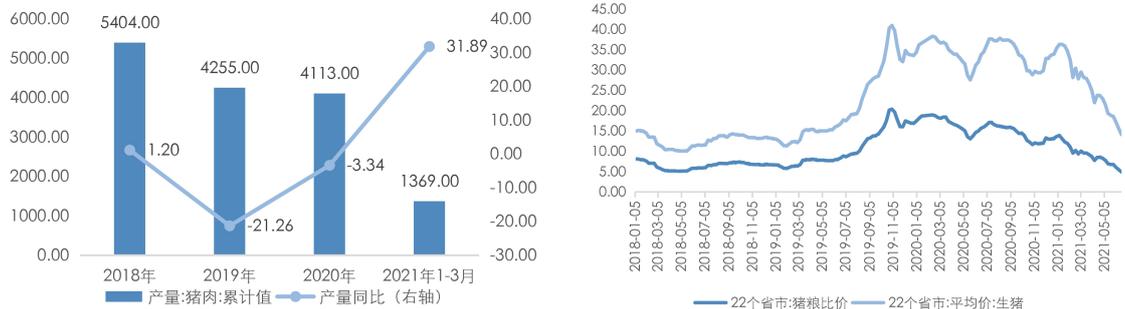
资料来源：Wind，东方金诚整理

生猪养殖行业

2020年以来猪肉需求有所回升，但仍未恢复到非瘟疫情前水平，生猪存栏量和能繁母猪存栏恢复较快，已基本恢复至疫情前水平，预计2021年行业或将供过于求

我国肉类消费中，以猪肉消费为主。随着我国居民可支配收入逐年增长，居民的生活水平不断提高，居民对肉类的消费结构也在发生变化，对猪肉的需求量有所减弱。2015年，猪肉需求开始出现下滑，2019年受非洲猪瘟疫情影响需求量大幅下降，2020年猪肉产量同比下降3.34%，降幅有所收窄，2021年1~3月，猪肉产量同比增长31.89%，增幅较大。预计2021年，我国猪肉需求将进一步恢复。

图表 5：我国猪肉产量情况（单位：万吨，%） 图表 6：生猪价格及猪粮比情况（元/千克）



资料来源：国家统计局，Wind，东方金诚整理

资料来源：Wind，东方金诚整理

2020年，生猪存栏40650万头，同比增加30.96%，生猪出栏52704万头，同比下降3.15%，降幅收窄。能繁母猪存栏量作为生猪存栏量的先行指标，能繁母猪存栏水平决定10~12个月后的生猪供应量，2020年以来增幅较大。根据农业农村部公布数据，2021年3月末，全国能繁母猪存栏4318万头，为2017年年末的1.26倍；生猪存栏同比增加29.50万头，存栏量相当

于 2017 年年末的 96.00%。从生猪存栏量来看，基本已恢复到非洲猪瘟疫情前的水平，能繁母猪存栏量已超疫情前水平，预计 2021 年下半年生猪出栏量和存栏量将进一步增加，需求量尚未恢复至 2017 年水平，预计生猪供给或将过剩。

图表 7：我国生猪存栏情况（单位：万头，%） 图表 8：能繁母猪存栏情况（单位：万头、%）



资料来源：Wind，东方金诚整理

资料来源：Wind，东方金诚整理

生猪价格受周期性影响，波动较大，2020 年受益于价格高位运营，行业盈利大幅提高，但 2021 年 1 月以来，生猪价格大幅回落，预计下半年价格或有所回升，但全年盈利将大幅下降

生猪价格受周期性影响，波动较大。2018 年 8 月受非洲猪瘟疫情，活猪禁止跨区域运输影响，猪价开始下降；2019 年 3 月以来，受非洲猪瘟疫情造成的产能出清严重，供给不足影响，猪价开始上涨；2020 年，生猪价格整体高位震荡，随着规模化养殖企业补栏意愿逐步恢复，能繁母猪存栏量和生猪存栏量开始增加，2021 年 1 月开始，生猪价格持续回落，截至 2021 年 6 月 18 日，22 省市生猪平均价格回落至 14.13 元/千克。实践中常用生猪价格与玉米价格的比率，即“猪粮比”来衡量养殖业的盈利情况。猪粮比越高，说明养殖利润越好，反之则越差。按照相关规定，当猪粮比达到 6 时，生猪养殖基本处于盈亏平衡点。“猪粮比”的走势基本与生猪价格走势一致，2020 年，受益于生猪价格高位运行，养殖企业盈利能力大幅增强，2021 年以来生猪价格的持续回落，已基本恢复至非瘟疫情前的价格中枢水平，考虑到非瘟疫情带来养殖成本的增加，预计 2021 年下半年生猪价格有所回升，将高于疫情前的平均价格，但养殖企业盈利能力将大幅下降。

养殖行业易受疫情影响，环保压力大，受非洲猪瘟疫情影响，大型养殖企业不断扩大产能，产能逐步向龙头养殖企业集中

养殖行业进入门槛较低，从事养殖的企业和个体数量较多，市场集中度低，以农户和小型养殖企业为主。环保方面，养殖活动中排出的污水、粪便、气体等可能对空气、水和土壤等各环境因素造成污染。近年来，国家和各地政府陆续提出了严格的畜禽养殖环保要求，要求从事畜禽养殖的单位对畜禽粪便、尸体和污水等废弃物进行科学处置，养殖行业面临较大的环保压力，使得小型养殖厂产能逐步退出。

疫情方面，病疫是畜牧业发展的重要影响因素，近几年，疫情多发，不但令许多养殖企业和养殖户损失惨重，也极大改变了猪价周期与价格走势。2018 年 8 月以来，非洲猪瘟疫情扩散使得养殖企业防疫成本上升，产能去化加剧，但具有规模优势、市场优势及多元化生产布局的

大型养殖企业补栏意愿较强，进一步扩大产能，有望在竞争中进一步做大做强，未来行业产能将进一步向龙头企业集中。2020年上市公司中生猪出栏量居前的五家企业牧原股份、正邦科技、温氏股份、新希望 and 天邦股份合计出栏 4859.05 万头，占全国生猪出栏量的份额为 9.22%，同比有所增加。

业务运营

经营概况

跟踪期内，收入和毛利润仍主要来自饲料加工和生猪养殖业务，收入、毛利润和毛利率均增幅显著

公司营业收入和毛利润仍主要来源于饲料加工和生猪养殖业务，跟踪期内，公司原料贸易全部自供，未对外开展原料贸易业务，农药业务已剥离，兽药、食品和其他业务²收入和占比仍较小，生猪养殖业务收入占比大幅提高至 70.85%。2020 年，公司收入同比增长 100.53%，毛利润同比增长 184.71%，综合毛利率同比提高 6.61 个百分点。2021 年一季度，受生猪出栏量以及饲料销量增加影响，公司收入和毛利润分别同比增长 78.07%和 40.32%，综合毛利率同比下降 5.38 个百分点，一方面系生猪价格回落，另一方面系公司淘汰 35 万头低效母猪成本较高所致。

图表 9：公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	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
饲料加工	132.79	60.05	117.64	47.98	136.50	27.76	44.67	35.16
生猪养殖	76.26	34.49	113.82	46.42	348.34	70.85	80.04	63.00
食品	0.74	0.34	1.98	0.81	4.66	0.95	1.46	1.15
兽药	2.48	1.12	1.05	0.43	0.94	0.19	0.78	0.61
农药	5.87	2.66	7.99	3.26	-	-	-	-
原料贸易	2.05	0.93	1.93	0.79	-	-	-	-
其他	0.93	0.42	0.75	0.31	1.22	0.25	0.10	0.08
合计	221.13	100.00	245.18	100.00	491.66	100.00	127.05	100.00
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
饲料加工	13.42	10.11	11.44	9.73	13.38	9.80	4.75	10.63
生猪养殖	6.05	7.93	23.51	20.65	95.51	27.42	20.31	25.37
食品	0.06	8.30	0.07	3.57	-0.08	-1.71	-0.07	-4.58
兽药	0.69	27.90	0.36	34.40	0.30	31.87	0.32	41.55
农药	2.10	35.79	2.63	32.89	-	-	-	-
原料贸易	0.04	1.82	0.10	5.32	-	-	-	-
其他	0.25	26.67	0.48	63.66	0.77	63.14	0.07	71.85
合计	22.62	10.23	38.60	15.74	109.88	22.35	25.39	19.98

数据来源：公司提供，东方金诚整理

公司是江西省规模最大的农业企业之一，饲料加工和生猪养殖产业链较为完整，生产规模仍位居国内前列，具有很强的竞争实力

² 其他为精液及编织袋销售以及公司种植的小麦，对外销售形成。

正邦科技是国家农业产业化重点龙头企业，是江西省规模最大的农业企业之一，饲料加工和生猪养殖规模均位居国内前列，竞争实力很强。2020年正邦科技饲料销量453.23万吨，在饲料加工行业上市公司中位列第六；正邦科技以955.97万头的出栏量位居生猪养殖行业上市公司第二位。

图表 10 2020 年国内饲料加工行业部分上市公司经营数据（单位：万吨、亿元）

公司简称	饲料销量	饲料收入	营业收入	利润总额	饲料类型
新希望六和	2392.00	516.46	1098.25	61.64	禽料和猪料为主
海大集团	1466.00	539.56	603.24	32.84	水产饲料与畜禽
通威股份	524.92	208.51 ³	442.00	42.74	水产料为主
唐人神	490.50	142.57	185.27	10.96	猪料和禽料为主
大北农	466.20	165.87	228.14	28.01	猪料、禽料反刍料
正邦科技	453.23	136.50	491.66	59.91	猪料和禽料为主

资料来源：公开资料，东方金诚整理

图表 11 2020 年国内生猪养殖行业部分上市公司经营数据（单位：万头、亿元）

公司简称	出栏量	生猪养殖收入	营业收入	利润总额
牧原股份	1811.50	551.05	562.77	303.73
正邦科技	955.97	348.34	491.66	59.91
温氏股份	954.55	398.30	749.39	79.72
新希望六和	829.00	247.77	1098.25	61.64
天邦股份	307.78	80.26	107.64	32.52

资料来源：公开资料，东方金诚整理

公司已形成“种猪育种-饲料加工-兽药-商品猪养殖”的一体化产业链，产业链较为完整，公司通过规模化养殖和科学统筹管理降低养殖成本。公司引进“加系纯种核心种猪”，自己培育种猪，自繁自养，对养殖用药和护理进行统一采购，公司生猪养殖所需部分仔猪和饲料主要为内部供给，有效地降低了养殖成本。

1. 饲料加工业务

跟踪期内，随着饲料加工生产线完工投产，公司饲料产能增加，受下游生猪出栏量和存栏量逐步恢复，产量和产能利用率同比增加

公司饲料加工业务的运营主体仍为公司本部及下属子公司，从产品结构来看，以全价料⁴为主，预混料和浓缩料为辅，公司拥有“正邦牌”和“广联牌”等5个饲料品牌，在行业内具有一定的知名度。随着饲料加工生产线完工投产，2020年末，饲料加工产能增加139.50万吨/年，同比增加16.21%。2020年受养殖行业生猪出栏和存栏量大幅增加影响，饲料对外销量和内部销量均同比上涨，其中内销增幅较大；产量同比增长近300万吨，产能利用率有所增长，产销率受内部供给增幅较大影响，有所下降。⁵2021年一季度，受益于下游生猪出栏量和存栏量的进一步增加，饲料加工产量和产能利用率分别同比增加118.01%和17.24个百分点。

³ 为饲料、食品及相关业务收入。

⁴ 从产品技术含量和附加值来看，预混料高于浓缩料，浓缩料高于全价料。

⁵ 产销率为对外销售的销量/产量。

图表 12 公司饲料产销情况 (单位: 万吨)

项目	2018年	2019年	2020年	2021年1~3月
对外销售	479.59	405.81	453.23	139.55
内部销售	171.87	185.76	432.89	161.81

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

公司饲料产品仍以猪饲料为主, 受下游生猪养殖规模增加, 毛利率较高的猪饲料销量增加影响, 跟踪期内, 饲料业务收入、毛利润和毛利率均同比增加, 随着下游养殖规模的扩大, 预计 2021 年下半年饲料加工业务销量将增加, 业务收入和获利水平将进一步提升

跟踪期内, 公司饲料加工业务销售模式仍以经销模式为主。公司营销网络以全国 27 个省市自治区直辖市为中心, 在销售半径内下沉至各乡镇, 终端客户主要是广大养殖户, 比较分散, 结算方式以款到发货为主, 少部分大客户会有一定账期。

公司饲料产品主要包括猪饲料、禽饲料、水产料和反刍料等, 其中猪饲料仍是饲料加工业务收入和毛利润的主要来源, 2020 年, 公司猪饲料收入和毛利润占饲料加工业务的比例分别为 60.86%和 77.43%, 占比分别同比增加 1.91 个百分点和 1.08 个百分点。受毛利率较高的猪饲料销量增加影响, 饲料加工业务毛利润和毛利率同比有所增加。2021 年一季度, 受下游养殖行业需求回暖, 生猪出栏量和存栏量大幅增加, 饲料加工收入同比增加 72.84%, 毛利润同比增加 73.62%。当前生猪养殖行业存栏和能繁母猪存栏量已基本恢复至非瘟疫情前水平, 预计 2021 年下半年下游养殖行业需求进一步增加, 业务收入和获利水平将有所提升。

图表 13 公司饲料加工业务毛利润构成情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018年		2019年		2020年		2021年1~3月	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
猪饲料	11.42	12.31	8.74	12.60	10.36	12.48	3.52	14.1
禽饲料	1.33	4.15	2.14	5.17	2.00	4.78	0.55	5.19
其他饲料	0.69	8.48	0.57	8.18	1.02	8.80	0.68	7.49
合计	13.42	10.11	11.44	9.73	13.38	9.80	4.75	10.63

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2020 年 4 月以来受多国禁止粮食出口, 玉米、豆粕等原材料价格上涨, 大宗农产品价格整体高位运行, 公司饲料加工业务成本控制压力加大

公司饲料生产所需原材料包括玉米、豆粕、小麦、鱼粉、菜粕、麦麸、酶制剂、氨基酸、乳清粉等, 其中玉米、豆粕占比 70%左右。2020 年 4 月以来, 受新冠肺炎疫情全球蔓延加剧的影响, 多国开始禁止粮食出口, 玉米、豆粕等农产品价格开始上涨, 2020 年公司主要原材料采购均价同比上涨。2021 年以来, 大宗农产品价格整体高位运行, 预计公司饲料加工业务成本控制压力将加大。

图表 14 公司饲料加工业务原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2018年		2019年		2020年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
玉米	350.87	2165.14	373.53	2091.20	480.81	2371.55
豆粕	159.40	3312.54	157.56	3016.26	151.28	3131.38
棉粕	52.97	2924.28	31.32	2864.73	6.01	3212.93
合计	563.24	2561.25	562.41	2393.43	638.10	2559.60

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司原材料采购仍主要采用“集中采购”模式，供应商多为贸易公司及粮油公司等，公司与供应商保持长期合作关系。由于公司饲料生产区域较为分散，为了降低运输和人力等费用，公司原材料供应商较分散，集中度较低，2020年，公司饲料加工业务前五大供应商占比为6.35%。结算方式上，公司原材料采购到货后先支付80%货款，收到发票后结算剩余20%货款。

2. 生猪养殖业务

2020年公司生猪养殖出栏量增幅显著，预计随着公司募投项目的完工投产，未来生猪养殖业务市场地位有望进一步提升

公司生猪养殖业务仍主要由子公司江西正邦养殖有限公司（以下简称“正邦养殖”）、黑龙江正邦农牧有限公司（以下简称“黑龙江正邦”）和加美（北京）育种科技有限公司（以下简称“加美育种”）等子公司经营，产品包括种猪、仔猪、商品肥猪等，以商品肥猪为主。2020年公司生猪出栏955.97万头，同比增加65.28%，出栏量位列生猪养殖行业上市公司第二位。根据公司生猪出栏量及国家统计局发布的全国生猪出栏量计算，2020年公司生猪出栏量的市场占有率为1.81%，同比提高0.75个百分点，公司生猪养殖行业市场地位进一步提升。跟踪期内，公司生猪养殖规模大约增加1500万头，产能利用率有所提升，但受新增产能尚未有效释放影响，产能利用率不高，截至2021年3月末，公司存栏量（含母猪）1200万头左右。2020年，公司发行正邦转债、完成非公开定向增发募投项目主要为猪场的建设，预计随着公司募投项目的完工投产，未来公司生猪养殖规模进一步扩大，市场地位有望进一步提升，但须关注投产后行业周期波动带来的产能释放风险。

图表 15 公司生猪养殖业务产能情况（单位：万头、%）

项目	2018年	2019年	2020年
出栏量	553.99	578.40	955.97

资料来源：公司提供，东方金诚整理

受益于生猪价格上涨以及出栏量增加，2020年公司生猪养殖业务获利能力增加，但生猪价格自2021年1月以来持续回落，预计全年同比降幅较大，业务获利能力将下降

公司生猪养殖业务包括商品猪、仔猪和种猪的养殖和销售，以商品猪为主。公司对下属子公司的生猪进行统一销售，以散户为主，其中商品猪主要出售给猪经纪，少部分种猪和仔猪直接销售给养殖户，生猪销售大多现款现货。

2020年公司生猪出栏量955.97万头，同比增长65.28%，销售价格自2019年9月以来上涨，跟踪期内，受益于生猪价格上涨以及出栏量增加，生猪养殖业务收入、毛利润和毛利率均

同比增加。2020年及2021年1~3月，生猪养殖业务收入分别为348.34亿元和80.04亿元，同比增长分别为206.04%和80.00%；毛利润分别为95.51亿元和20.31亿元；分别同比增长306.31%和33.52%；毛利率分别为27.42%和25.37%，分别同比增长6.77个百分点和下降8.83个百分点。2021年一季度，毛利率下降一方面系生猪价格回落，另一方面系公司淘汰35万头低效母猪成本较高所致。公司自2020年四季度开始集中淘汰低效母猪，2020第四季度和2021年一季度分别淘汰45万头和35万头低效母猪，2021年二季度将进一步淘汰5万头母猪，二季度淘汰完最后5万头低效母猪后，种群将以二元母猪为主，有助于降低成本。2021年1月以来生猪价格持续回落，当前已降至非瘟疫情前的价格中枢水平，考虑到当前非瘟疫情下的养殖成本较高，预计下半年生猪价格或会有所回升。2021年1~5月，公司生猪出栏量541.15万头，同比上升166.41%，随着生猪产能的释放，预计2021年下半年生猪出栏量同比增加，但考虑到生猪价格同比降幅较大，生猪养殖业务收入获利能力将下降。

图表 16 公司生猪养殖业务销售情况（单位：万头、元/头、元/斤）

项目	2018年		2019年		2020年	
	销量	销售均价	销量	销售均价	销量	销售均价
商品猪	471.23	6.45	529.83	9.10	724.60	16.39
仔猪	74.00	369.21	48.41	1044.77	231.37	1446.39
种猪	8.76	2762.46	0.17	2384.10	-	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

养殖行业环保压力大，易受疫情影响，在“公司+农户”的生猪养殖模式下，公司与农户采用按约定价格回收生猪的模式或使其面临一定的猪价倒挂风险以及疫情控制压力

近年养殖行业环保政策趋严，对公司环保工艺技术、排放标准及管理水平的要求，公司环保成本加大。养殖行业易受疫情影响，公司从猪场选址、防疫距离到猪场内隔离措施安排等方面均建立了严格的流程管控体系，每个猪场均配备有专业兽医团队。养殖场的建设远离人口密集区，采用全封闭式管理。公司通过饲料和种猪的部分自供，减少外部生产物资的流入，一定程度上降低了病菌流入的风险。为应对非洲猪瘟疫情，公司加强自建饲料厂、自建猪场、合作养户猪场在生物安全防控的软硬件投入、全面提升防控等级，防疫成本有所增加。虽然公司采取了严格的防控措施，但若公司周边地区的养殖场或自身场区发生疫情，或者公司疫情防控体系实施不力，公司仍可能面临生猪感染疫情带来的出栏量下降、盈利下降甚至亏损等风险。2020年和2021年一季度，公司营业外支出分别为4.30亿元和5.36亿元，主要为淘汰死亡猪形成的损失。

公司生猪养殖业务的主要经营模式有自繁自养模式和“公司+农户”合作养殖模式。自繁自养模式是指以自营方式，管理和经营猪场，该模式主要有自建繁殖场或全程自繁自养场两种，繁殖场的主要产品是仔猪，全程自繁自养场的主要产品是商品肥猪。“公司+农户”模式是一种轻资产扩张模式，即在公司的繁殖场周围一定区域内，发展合作养殖农户，公司为农户提供仔猪、饲料、兽药、全程养殖技术指导和管控，负责生猪销售，承担肥猪销售的市场风险，合作农户负责育肥阶段猪场的建设投资、生猪育肥饲养工作。该模式核心是公司对外委托加工生产，

有助于公司生猪养殖业务以轻资产模式快速扩张，但公司与农户采用按约定价格回收生猪的方式，也使公司面临一定的猪价倒挂风险以及疫情防控压力。

未来发展

公司在建项目投资金额大，面临一定的资金支出压力，未来随着募投项目建成投产，预计公司生猪产能及出栏量进一步增加，但新增产能投产后或会面临行业周期性波动导致未来回报不及预期风险

截至 2021 年 3 月末，公司在建工程账面价值 25.22 亿元，重点在建项目及拟建项目主要为猪场建设，项目总投资规模大，资金主要来源于募集资金、自有资金以及自筹。在建及拟建项目后续投资额大，公司未来将面临一定的资金支出压力。

截至 2021 年 3 月末，公司生猪存栏 1200 万头（含母猪），重点募投项目投产后预计生猪产能将进一步增加，随着募投项目的完工投产，公司生猪出栏量将进一步增加，在建及拟建项目主要集中在 2021 年和 2022 年投产，新增产能投产后或会面临行业周期性波动导致未来回报不及预期风险。

关联关系

跟踪期内，公司关联交易规模不大

经营性往来款方面：跟踪期内，公司与关联方经营性往来规模不大。2020 年公司向关联方采购金额 1.94 亿元，同比增加 90.11%，主要为向关联方江西增鑫科技科技有限责任公司采购专有养殖设备。同期，公司向关联方销售金额 0.64 亿元，同比下降 48.44%。

非经营性往来款方面：截至 2020 年末，公司与关联方往来款余额为其他应收款 200.00 万元，长期应付款 396.22 万元，对手方均为正瓴融资租赁（上海）有限公司；其他应付款期末账面余额 0.61 亿元，对手方为山东和康源生物育种有限公司，整体规模不大。

关联方资金拆借方面：公司自 2020 年 3 月开始与正邦集团拆入拆出资金，2020 年累计 25.86 亿元，截至 2020 年末，已归还。

其他关联交易方面：2020 年，公司与关联方江西裕民银行股份有限公司资金结算分别 99.18 亿元，与山东和康源生物育种有限公司资金借款 0.88 亿元，合计 100.06 亿元。2020 年末，公司对子公司或子公司对子公司担保余额合计为 106.62 亿元。

重大事项

跟踪期内，公司非公开发行股票募集资金总额 75.00 亿元，有助于公司生猪养殖业务规模的扩大、财务结构的优化和资本实力的增强

根据正邦科技第六届董事会第九次会议决议、第六届董事会第十二次会议决议、第五次临时股东大会会议决议和修改后章程的规定，并经中国证券监督管理委员会证监许可[2020]2902 号文《关于核准江西正邦科技股份有限公司非公开发行股票的批复》的核准，同意正邦科技非

公开发行人民币普通股（A股）不超过5.70亿股。

正邦科技于2020年12月30日向特定投资者发行人民币普通股(A股)5.70亿股，每股发行认购价格为13.16元，扣除与发行有关的费用，募集资金净额人民币74.78亿元，增加股本5.70亿元，增加资本公积人民币69.09亿元。本次定向增发募集资金用途为扩大生猪养殖规模和补充流动资金，其中28.19亿元用于发展生猪养殖业务，46.81亿元用于补充流动资金。本次非公开发行后，财务结构有所改善，资本实力增强，未来随着募投项目的完工投产，存栏母猪和生猪出栏量将进一步扩大，有助于市场份额的进一步提升。

公司治理与战略

跟踪期内，控股股东及一致行动人持有公司股权对外质押比例大幅提高，未来若股价进一步下跌，或存在平仓风险

跟踪期内，正邦集团对公司持股比例上升，成为公司第一大股东，江西永联成为第二大股东，截至2021年3月末，正邦集团对公司持股比例为24.76%，江西永联对公司持股比例为21.78%，因正邦集团与江西永联实际控制人均为林印孙，并签订了一致行动人协议，江西永联按照正邦集团的指示行使其作为股东对正邦科技享有的表决权，确保正邦集团对上市公司正邦科技直接控制，公司控股股东仍为正邦集团，实际控制人仍为林印孙。

截至2021年6月22日，正邦集团及其一致行动人江西永联、共青城邦鼎投资有限公司、共青城邦友投资有限公司、林印孙先生、程凡贵先生及林峰先生等合计持有公司股份15.95亿股，占公司总股本的50.66%，累计质押11.68亿股，占其所持股份比例的73.22%，占公司总股本的37.09%。控股股东及其一致行动人持有公司股份对外质押比例大幅提高，未来若股价进一步下跌，或存在平仓风险。

跟踪期内，公司部分董事和高管发生变动，详见下表，除此以外，公司在治理结构、内部管理和发展战略方面无重大变化。

图表 17 跟踪期内，公司董监高变动情况

姓名	担任的职务	类型	日期	原因
林印孙	董事	离任	2020年09月14日	个人重心调整
王飞	董事会秘书、副总经理	离任	2020年08月28日	工作变动
祝建霞	董事会秘书	聘任	2020年08月28日	董事会选聘
林峰	董事长兼总经理	聘任	2020年09月14日	董事会选聘，由总经理兼任董事
程凡贵	董事	任免	2020年09月14日	工作变动，由董事长变更为董事
程凡贵	董事长	离任	2020年09月14日	工作变动，由董事长变更为董事

资料来源：公司提供，东方金诚整理

财务分析

财务概况

公司提供了2020年合并财务报告和2021年1~3月合并财务报表。大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司2020年合并财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

2021年1~3月财务报表未经审计。

截至2020年末，公司纳入合并报表范围的子公司共409家，主要的子公司36家，其中直接控股子公司26家，2020年，公司纳入合并报表范围的主要子公司较2019年增加41家，减少5家，合并报表范围变动较为频繁，存在一定的合并范围变动的风险。

资产构成与资产质量

跟踪期内，资产规模增长明显，资产结构较为均衡，固定资产、生产性生物资产、存货和货币资金增幅较大且规模仍较大

跟踪期内，公司资产规模显著增加，2020年末同比增长92.20%，主要系货币资金、预付款项、存货、固定资产和生产性生物资产等增加所致，2021年3月末较2020年末增长17.67%，主要系会计准则调整，新增加使用权资产所致；流动资产占比进一步提升，2021年3月末为55.30%，资产构成较为均衡。

跟踪期内，公司流动资产明显增加，2020年末同比增长194.10%，主要系货币资金、预付款项、存货等增加所致，2021年3月末较2020年末增长21.99%，主要系预付款项和存货增加所致。截至2021年3月末，公司流动资产主要由存货、货币资金和预付款项等构成，占比分别为53.36%、25.15%和15.99%，合计占流动资产比重为94.50%。公司存货主要为消耗性生物资产、原材料和库存商品等，跟踪期内，随着生产经营规模扩大，消耗性生物资产增加，存货账面价值大幅增加。公司货币资金主要为银行存款和其他货币资金，2020年末，受益于经营积累和非公开定向增发募集资金金额74.78亿元，货币资金同比增加341.33%，截至2020年末，受限的货币资金13.32亿元，占比10.21%，主要用于票保证金和履约保证金。公司预付款项主要为预付供应商采购款，受公司增加饲料原材料采购款，2020年末，公司预付款项期末余额同比增加260.40%；账龄集中在1年以内，占比97.07%，前五大预付款项期末余额4.73亿元，占期末余额的14.51%，2021年3月末，预付款项期末余额较2020年末增加89.14%。

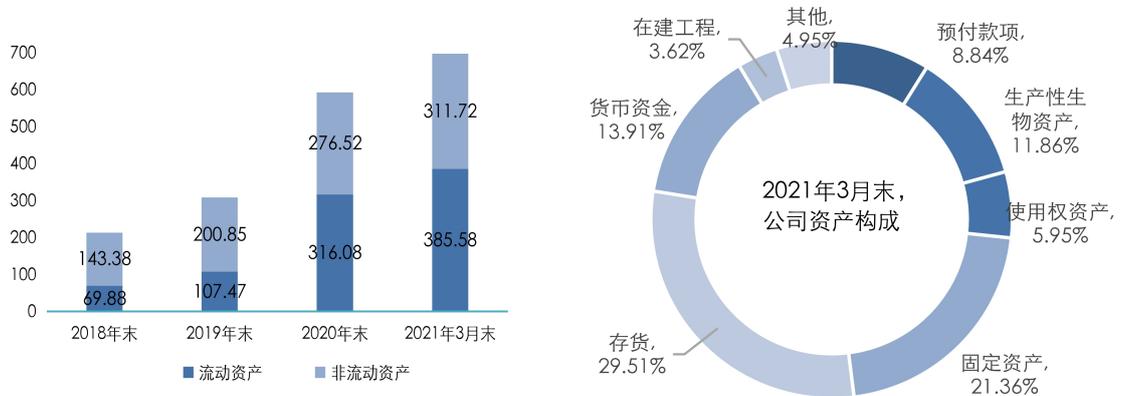
跟踪期内，公司非流动资产显著增加，2020年末同比增长37.67%，主要系固定资产、生产性生物资产和长期待摊费用增加所致，2021年3月末较2020年末增长12.73%，系根据新的会计准则新增使用权资产⁶。截至2021年3月末，公司非流动资产主要由固定资产、生产性生物资产、使用权资产和在建工程等构成，占比分别为47.79%、26.54%、13.32%和8.09%，合计占非流动资产比重为95.73%。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备等，随着在建工程完工转固和新购置固定资产，2020年末，公司固定资产规模同比增加50.38%；通过融资租赁租入的固定资产账面价值28.86亿元。公司生产性生物资产主要为种猪，随着公司生产经营规模扩大，种猪存栏量增加，2020年末，公司生产性生物资产账面价值同比增加78.71%，2020年末新增加种猪101.41亿元，其中外购68.51亿元，自行培育32.89亿元；当期处置种猪58.51亿元，新增计提折旧10.55亿元；2021年3月末，生产性生物资产账面价值较2020年末下降9.14%，主要系淘汰部分种猪所致。公司在建工程主要为猪场建设和饲料加工生产线建设，跟踪期内随着在建工程陆续转固，在建工程账面价值下降，2021年3月末，在建工程账

⁶ 使用权资产是指承租人可在租赁期内使用租赁资产的权利，发生时计入“使用权资产”科目。按照新租赁准则要求，取消了承租人融资租赁以及经营租赁的分类，要求对所有租赁确认使用权资产和租赁负债。过去对于经营租赁，使用权是不量化为表内资产进行核算的；对于融资租赁资产则是基于实质重于形式原则，将租赁资产直接作为固定资产进行表内核算。新准则下，使用权资产虽然纳入财务报表内，但是使用权资产并不等同于租赁资产本身。使用权资产租赁的是固定资产的权利，而不是租赁固定资产本身。

面价值 25.22 亿元，较 2020 年末增长 111.41%，主要系猪场持续投入所致。

截至 2020 年末，公司受限资产规模为 14.84 亿元，占当期末资产总额的比重为 2.50%，占净资产总额的比重为 6.04%。

图表 18：公司资产构成情况（单位：亿元）



项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
存货	42.34	51.38	134.48	205.76
货币资金	15.84	29.55	130.43	96.96
预付款项	2.35	9.05	32.60	61.66
流动资产合计	69.88	107.47	316.08	385.58
固定资产	92.36	98.95	148.81	148.96
生产性生物资产	11.09	50.95	91.06	82.73
使用权资产	-	-	-	41.52
在建工程	30.73	36.98	11.93	25.22
非流动资产合计	143.38	200.85	276.52	311.72
资产总计	213.26	308.32	592.60	697.30

资本结构

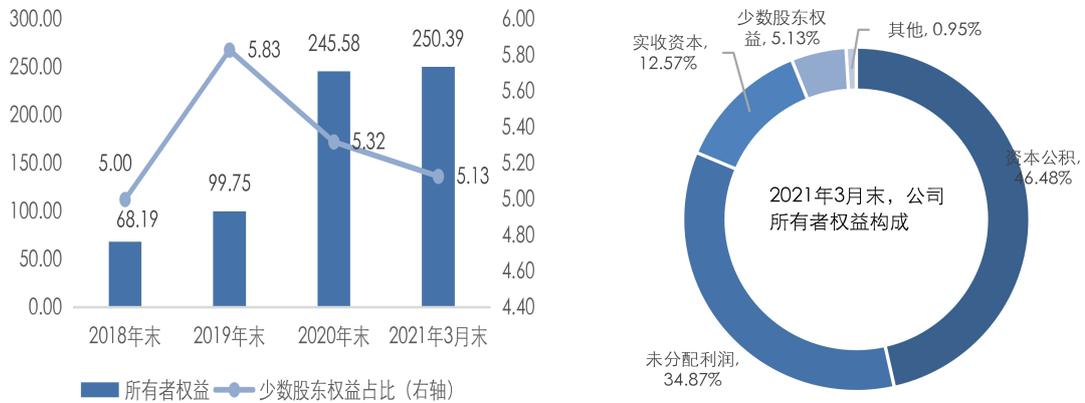
受益于定向增发和经营积累，跟踪期内所有者权益增长明显，资本实力明显增强，所有者权益中未分配利润和资本公积占比仍较高

受益于经营积累、非公开定向增发和股票期权激励对象股票期权行权，跟踪期内，公司所有者权益明显增长，2020 年末同比增长 146.21%，2021 年 3 月末较 2020 年末增长 1.96%。2021 年 3 月末，所有者权益主要由资本公积、未分配利润、实收资本和少数股东权益等构成，占比分别为 46.48%、34.87%、12.57%和 5.13%，合计占所有者权益比重为 99.05%，其中库存股 6.72 亿元，未分配利润、资本公积占比仍较高。

跟踪期内，由于公司实施股权激励计划、部分股票期权行权、限制性股票回购注销、可转换公司债券转股以及完成非公开定向增发等原因，公司实收资本和资本公积增加。其中正邦科技于 2020 年 12 月 30 日向特定投资者发行人民币普通股（A）股 5.70 亿股，认购价格为人民币 13.16 元，扣除与发行有关的费用，募集资金净额人民币 74.78 亿元，增加股本 5.70 亿元，

增加资本公积 69.09 亿元。受益于经营积累，公司未分配利润大幅增加，2020 年末同比增加 51.49 亿元，少数股东权益同比增加 124.66%。

图表 19: 公司权益构成情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

跟踪期内, 公司债务规模持续增加且规模较大, 债务结构仍以短期有息债务为主, 短期存在集中偿付压力, 随着在建项目的持续投入, 将进一步推高债务规模

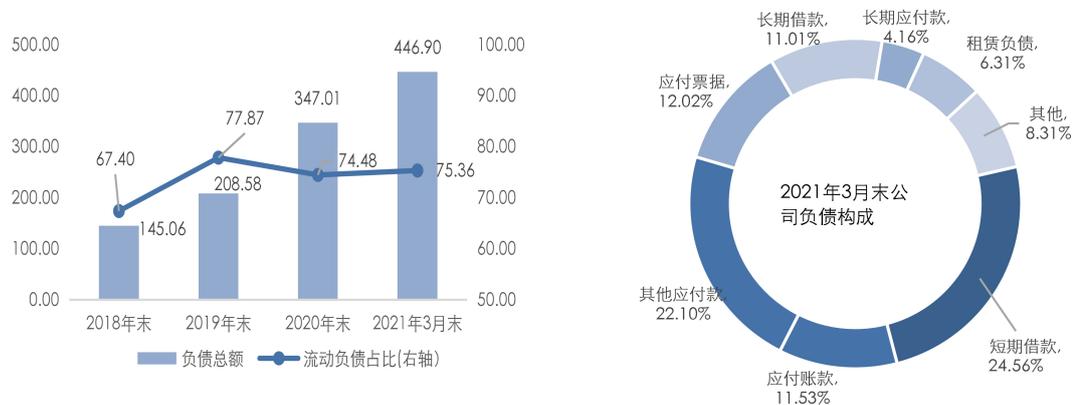
跟踪期内, 公司负债规模大幅增加, 2020 年末同比增长 66.37%, 2021 年 3 月末较 2020 年末增长 28.79%; 负债构成仍以流动负债为主, 2020 年末和 2021 年 3 月末流动负债占比分别为 74.48%和 75.36%。

跟踪期内, 公司流动负债大幅增加, 2020 年末同比增长 59.12%, 主要系短期借款、应付账款和其他应付款大幅增长所致, 2021 年 3 月末较 2020 年末增长 30.30%, 主要系应付类款项大幅增加所致。2021 年 3 月末公司流动负债主要由短期借款、其他应付款、应付票据和应付账款等构成, 占比分别为 32.59%、29.32%、15.95%和 15.30%, 合计占流动负债比重为 93.16%。随着公司业务规模扩大, 营运资金需求增加, 跟踪期内, 公司短期借款增幅较大, 2020 年末, 公司短期借款主要由保证借款、未终止确认的票据贴现、信用借款、抵押借款和未到期的应付利息构成, 分别为 90.81 亿元、19.98 亿元、3.06 亿元、1.27 亿元和 0.17 亿元。公司其他应付款主要为押金及保证金、往来款和限制性股票回购义务等, 随着公司生猪养殖规模的扩大, 其他应付款期末余额大幅增加。2020 年末, 公司应付票据同比下降 35.52%, 公司应付票据主要由商业承兑汇票、银行承兑汇票和信用证构成, 2020 年末分别为 7.55 亿元、0.30 亿元和 2.58 亿元; 2021 年 3 月末, 随着公司采购规模的扩大, 应付票据较 2020 年末大幅增加 43.29 亿元。随着公司业务规模的扩大, 公司应付账款增幅较大, 截至 2021 年 3 月末, 应付账款账面价值 51.54 亿元。

跟踪期内, 公司非流动负债有所增加, 主要系长期借款、长期应付款增加和根据新会计准则增加租赁负债所致, 2020 年末同比增加 91.88%, 2021 年 3 月末较 2020 年末增长 24.37%。2021 年 3 月末主要由长期借款、租赁负债、长期应付款和应付债券等构成, 占比分别为 44.66%、25.61%、16.89%和 11.93%, 合计占非流动负债比重为 99.09%。2020 年末, 随着公司业务规模的扩大, 资金需求增加, 公司长期借款同比增加 125.16%, 增幅较大; 其中保证借款 55.26 亿元, 质押借款 2.41 亿元, 信用借款 600.00 万元, 未到期应付利息 585.52 万元, 其中转入一

年内到期的长期借款 5.45 亿元；2021 年 3 月末较 2020 年末下降 6.02%；长期应付款主要为应付售后回租融资租赁款，受融资租赁规模扩大，2020 年末长期应付款期末余额大幅增加 61.01%，2021 年 3 月末较 2020 年末下降 5.10%。2020 年末，公司应付债券余额同比增长 163.77%，主要系 2020 年 6 月发行的规模 16.00 亿元的“正邦转债”以及“17 正邦 01”部分回售所致。⁷

图表 20 公司负债构成情况（单位：亿元）



项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
其他应付款	15.90	56.78	80.89	98.76
短期借款	36.94	44.98	115.29	109.74
应付账款	16.68	16.57	34.39	51.54
应付票据	13.49	16.17	10.43	53.72
流动负债合计	97.77	162.43	258.46	336.77
长期借款	33.45	23.24	52.34	49.19
长期应付款	3.45	12.18	19.61	18.61
应付债券	5.27	5.28	13.92	13.14
租赁负债	-	-	-	28.21
非流动负债合计	47.29	46.15	88.55	110.14
负债总额	145.06	208.58	347.01	446.90

资料来源：公司提供，东方金诚整理

有息债务方面，跟踪期内，公司全部债务规模增幅显著，主要系业务规模的扩大推升了资金需求，债务结构仍以短期有息债务为主。而其资产结构以无形资产及固定资产等非流动资产为主，反映了公司长短期资本匹配度欠佳。公司短期借款主要用于补充日常营运资金，随着公司生猪养殖规模的扩大，对营运资金需求增加，跟踪期内短期借款增加；长期借款主要用于项目建设以及补充流动资金，非标融资主要是融资租赁款，随着公司扩大猪场建设，跟踪期内，非标融资规模进一步增加。截至 2021 年 3 月末，公司全部债务 253.55 亿元，短期有息债务和长期有息债务占比分别为 68.40%和 31.60%；从融资类别来看，银行借款、债券融资、非标融资和应付票据占比分别为 66.59%、5.20%、7.02%和 21.19%。2020 年末，公司资产负债率为 58.56%，同比下降 9.09 个百分点；长期债务资本化比率为 25.71%，同比下降 2.94 个百分点；全部债务资本化比率为 47.18%，同比下降 8.26 个百分点；2021 年 3 月末，资产负债率、全部

⁷ “17 正邦 01”起息日 2017 年 11 月 17 日，5 年期，附第三年末投资者回售权。

债务资本化比率较 2020 年末分别增加 5.53 个百分点和 3.13 个百分点。

从债务期限结构来看，以公司 2021 年 3 月末债务为基础，公司将于一年内到期的有息债务为 174.25 亿元⁸，公司短期内债务集中偿还压力较大。

图表 21 公司债务构成情况 (单位: 亿元、%)



项目	2018 年末	2019 年末	2020 年末	2021 年 3 月末
全部债务	102.06	124.09	219.36	253.55
资产负债率 (%)	68.02	67.65	58.56	64.09
长期债务资本化比率 (%)	38.14	28.66	25.71	24.24
全部债务资本化比率 (%)	59.95	55.44	47.18	50.31

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

对外担保方面, 截至 2020 年末, 公司无对外担保。

盈利能力

跟踪期内, 受益于生猪价格上涨以及生猪出栏量增加, 盈利能力显著增强, 2021 年 1 月以来, 受生猪价格持续回落, 预计 2021 年公司盈利能力将下降

受益于生猪价格上涨以及生猪出栏量增加, 生猪养殖业务获利能力显著增强, 2020 年公司营业收入 491.66 亿元, 同比增加 100.53%, 营业利润率为 22.28%, 同比增加 6.70 个百分点。

2020 年, 公司期间费用 46.24 亿元, 同比增加 75.62%, 主要系管理费用和财务费用大幅增加所致, 其中增加管理费用增加 15.66 亿元, 财务费用增加 4.66 亿元, 销售费用下降 1.74 亿元; 占营业收入比重为 9.40%, 同比下降 1.33 个百分点; 利润总额 59.91 亿元, 同比增加 42.86 亿元, 净利润 59.64 亿元, 同比增加 42.71 亿元; 投资收益为 0.17 亿元, 同比下降 6.32 亿元, 系 2019 年转让子公司正邦作物 100% 股权形成的投资收益, 基数较大所致; 营业外收入为 1.20 亿元, 同比增加 33.27%, 主要为违约金、保险赔偿和罚款、赔偿收入; 营业外支出 4.30 亿元, 同比增加 99.04%, 主要为公司处置死亡猪产生的损失。

2020 年, 公司总资本收益率为 14.80%, 同比增加 5.69 个百分点; 净资产收益率为 24.29%, 同比增加 7.31 个百分点, 跟踪期内公司盈利能力显著增强。

⁸ 含部分计入长期应付款中的需一年内到期偿付部分, 与短期有息债务存在差异。

图表 22 公司收入和盈利能力情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2021年1~3月, 公司营业收入为127.05亿元, 同比增加78.07%; 营业利润率为19.90%, 同比下降5.37个百分点, 一方面系生猪价格回落, 另一方面系公司淘汰35万头低效母猪成本较高所致; 营业外支出5.36亿元, 同比增加4.34亿元, 主要为死亡淘汰猪, 规模较大; 利润总额为2.29亿元, 同比下降75.25%; 净利润为2.24亿元, 同比下降75.70%, 盈利下降主要系2021年1月以来, 生猪价格回落叠加淘汰母猪的成本较高以及死亡淘汰猪规模较大所致。生猪价格波动较大, 当前生猪价格已基本恢复至非瘟疫情前的价格中枢水平, 考虑到非瘟疫情带来养殖成本的增加, 预计2021年下半年生猪价格有所回升, 或将高于疫情前的平均价格, 有助于盈利能力的改善, 但考虑到全年价格的低位运行, 预计2021年盈利能力仍将下降。

现金流

受益于盈利能力增加, 2020年公司经营性净现金流增加, 投资活动现金流净流出规模进一步扩大, 随着在建项目的逐步投入, 未来投资支出将持续增加, 养殖规模的扩大将提高营运资金的需求, 推高对外部融资的依赖

受生猪价格上涨以及生猪出栏量增加影响, 公司养殖业务收入增幅显著, 生猪销售结算现款现货, 业务收入获现能力强, 2020年经营活动现金流入和流出规模均大幅增加; 虽然净利润大幅增加, 但受固定资产折旧和存货大幅增加影响, 经营活动产生的现金流量净额同比增加16.04%, 增幅小于利润增幅。

同期, 投资活动现金流入为7.82亿元, 同比增加5.42亿元, 主要为收回投资收到的现金, 投资活动现金流出为103.49亿元, 同比增加46.39亿元, 主要用于购建固定资产、无形资产等长期资产, 投资活动产生的现金流量净额为-95.68亿元, 净流出规模进一步增加40.97亿元。跟踪期内, 公司的投资主要是为了扩大生产规模, 进行的固定资产和在建工程等非流动资产投资。

2020年, 公司筹资活动现金流入为271.93亿元, 同比增加164.42亿元, 主要为取得银行借款、定向增发、发行可转债和融资租赁款所收到的现金, 筹资活动现金流出为129.77亿元, 同比增加65.56%, 主要用于偿还到期债务、分配股利、利润和偿付利息以及归还到期的融资租赁款, 筹资活动产生的现金流量净额为142.16亿元, 同比增加113.04亿元, 增幅较大主要系2020年末公司完成非公开定向增发募集资金74.78亿元、发行可转债以及新增银行借款所致。

图表 23 公司现金流及现金收入比情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2021年1~3月, 公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为-36.58亿元、-14.54亿元和-0.11亿元。2021年一季度受生猪价格大幅回落, 养殖规模扩大存栏量增加导致购买原材料支付的资金规模增加影响, 经营性净现金流净流出; 截至2021年3月末, 公司重点在建项目及拟建项目未来投资规模大, 随着项目的逐步投入, 未来投资支出将持续增加; 随着公司生猪养殖规模扩大, 营运资金需求增加, 将进一步推高对外部融资的依赖。

偿债能力

从短期偿债能力指标来看, 跟踪期内, 公司流动比率和速冻比率有所增加, 但流动性水平依然较弱, 受流动负债大幅提高影响, 经营现金流动负债比下降。截至2021年3月末, 公司未受限的货币资金65.88亿元, 短期有息债务173.43亿元, 货币资金不能覆盖短期有息债务。

从长期偿债能力指标来看, 2020年公司EBITDA为98.35亿元, 同比增加210.97%, EBITDA对利息的保障程度大幅提高, 全部债务/EBITDA同比有所下降。

截至2021年3月末, 公司共获得金融机构授信额度233.73亿元, 其中未使用额度47.49亿元, 可提供一定的流动性支持。

图表 24 公司偿债能力主要指标 (单位: %、倍)

项目	2018年末	2019年末	2020年末	2021年3月末
流动比率	71.47	66.17	122.29	114.49
速动比率	28.17	34.54	70.26	53.40
货币资金/短期债务	26.39	35.17	97.08	55.91
经营现金流动负债比	13.61	24.16	17.62	-
EBITDA 利息倍数	3.01	6.15	10.31	-
全部债务/EBITDA	7.13	3.92	2.23	-

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

以2020年公司有息债务为基础, 2021年公司需偿还刚性债务包括到期融资租赁款和利息支出, 无到期或回售的债券。

同业比较

与同行业 AA+级企业进行对比，公司资产、收入、利润总额和毛利率均处于中等水平，资产负债率较高，经营现金流动负债比处于中下水平。

图表 25 同行业企业主要指标对比

项目	正邦科技	牧原股份(AA+)	海大集团(AA+)	大北农(AA+)
总资产(亿元)	592.60	1226.27	275.27	240.42
营业总收入(亿元)	491.66	562.77	603.24	228.14
利润总额(亿元)	59.91	303.73	32.84	28.01
毛利率(%)	22.35	60.68	11.66	22.03
净资产收益率(%)	24.29	45.95	19.05	19.74
资产负债率(%)	58.56	46.09	45.66	45.77
经营现金流动负债比(%)	17.62	53.25	4.47	21.57

注：数据来自各企业公开披露的 2020 年数据，东方金诚整理。

总体来看，跟踪期内，资产规模增长明显，资产结构较为均衡，固定资产、生产性生物资产、存货和货币资金增幅较大且规模仍较大；受益于定向增发和经营积累，跟踪期内所有者权益增长明显，资本实力明显增强，所有者权益中未分配利润和资本公积占比仍较高；跟踪期内，公司债务规模持续增加且规模较大，债务结构仍以短期有息债务为主且占比进一步提高，短期存在集中偿付压力；跟踪期内，受益于生猪价格上涨以及生猪出栏量增加，盈利能力显著增强，2021 年 1 月以来，生猪价格持续回落，预计 2021 年公司盈利能力将下降；受益于盈利能力增加，2020 年公司经营性净现金流增加，投资活动现金流净流出规模扩大，随着在建项目的逐步投入，未来投资支出将持续增加，养殖规模的扩大将进一步提高营运资金的需求，推高对外部融资的依赖。

过往债务履约情况

根据公司提供的授信机构版本的《企业信用记录》，截至 2021 年 6 月 8 日，公司本部未结清信贷不存在不良信用记录。“12 正邦债”和“20 正邦科技（疫情防控债）SCP002”已到期兑付，“17 正邦 01”已部分回售，剩余本金尚未到偿付日，到期利息已按时兑付，“正邦转债”已按时付息，尚未到本金兑付日。

抗风险能力及结论

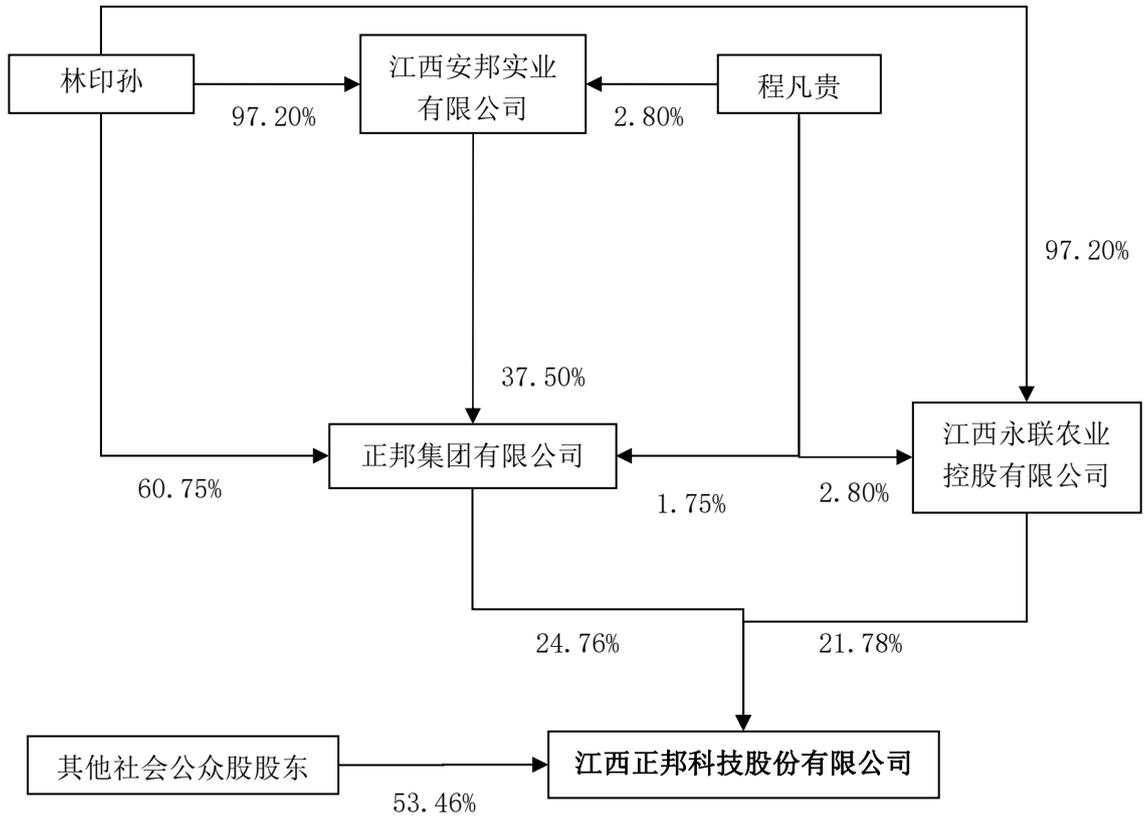
公司是江西省规模最大的农业企业之一，生猪养殖规模居行业领先，“种猪育种-饲料加工-兽药-商品猪养殖”产业链较为完整，具备很强的竞争实力；跟踪期内，公司生猪养殖规模增幅显著，出栏量增至 955.97 万头，销售区域分布较广，受益于生猪价格上涨，2020 年，生猪养殖业务收入、毛利润和毛利率均同比增加；公司饲料产品仍以猪饲料为主，受下游生猪养殖规模增加，毛利率较高的猪饲料销量增加影响，跟踪期内，饲料业务获利能力有所增长；跟踪期内，公司非公开发行股票募集资金总额 75.00 亿元，有助于生猪养殖业务规模的扩大，财务结

构有所优化，资本实力进一步增强。

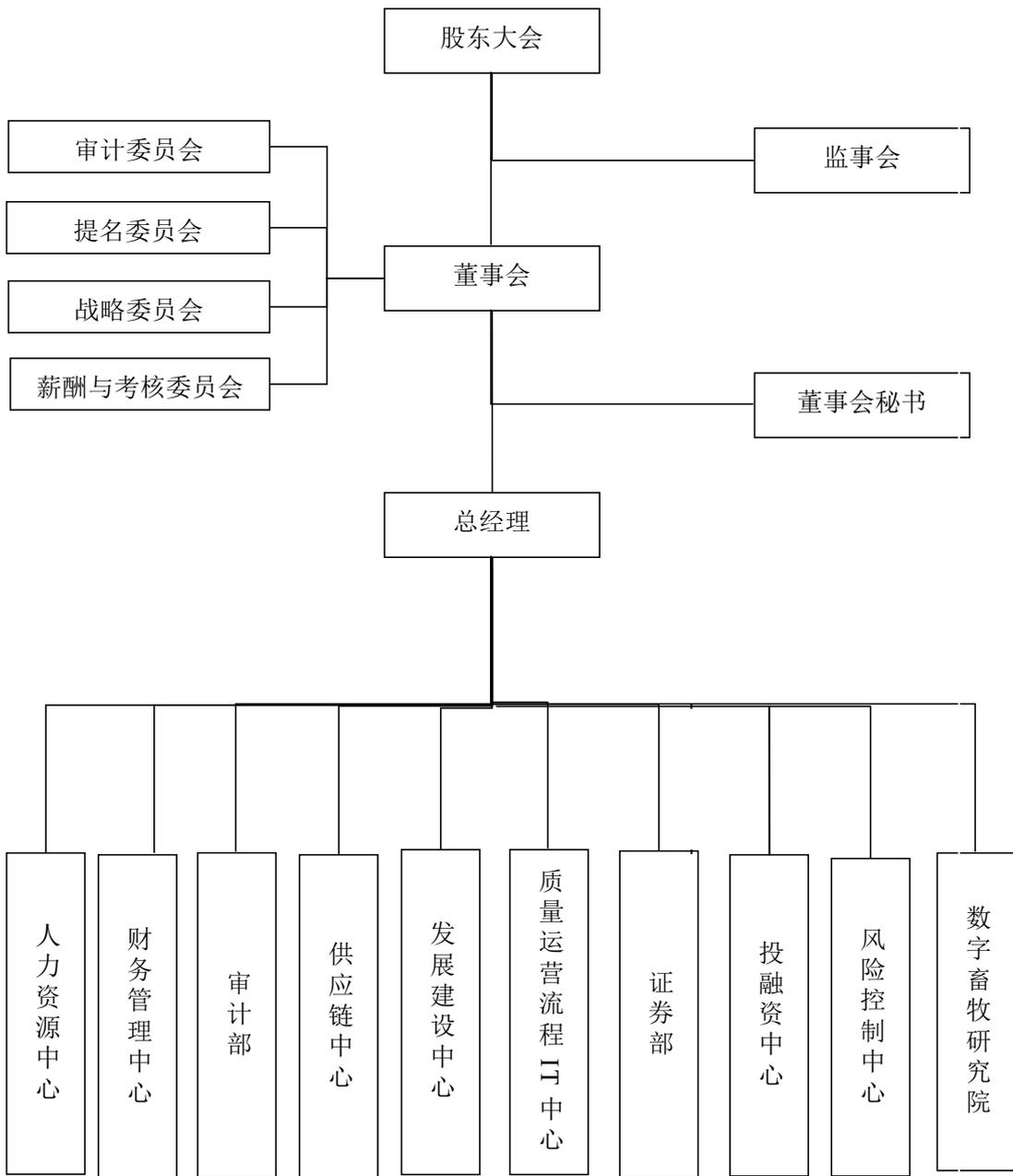
同时，东方金诚也关注到，2020年4月以来受多国禁止粮食出口，玉米、豆粕等原材料价格上涨，大宗农产品价格整体高位运行，公司饲料加工业务成本控制压力加大；2021年1月以来，生猪价格持续回落，预计2021年全年生猪价格同比降幅较大，公司当前投资规模大或因行业周期波动而导致未来回报不及预期；养殖行业环保压力大，易受疫情影响，在“公司+农户”的生猪养殖模式下，公司与农户采用按约定价格回收生猪或使其面临一定的猪价倒挂风险以及疫情控制压力；公司债务规模较大，债务结构仍以短期有息债务为主，随着在建项目的持续投入，将进一步推高债务规模，并且，控股股东及一致行动人持有公司股权质押比例高，未来若股价进一步下跌，或存在平仓风险。

综合考虑，东方金诚维持正邦科技主体信用等级为AA+，评级展望为稳定，并维持“正邦转债”的信用等级为AA+。

附件一：截至 2021 年 3 月末公司股权结构图



附件二：截至 2021 年 3 月末公司组织结构图



附件三：正邦科技主要财务数据及指标

项目名称	2018年	2019年	2020年	2021年3月
主要财务数据及指标				
资产总额（亿元）	213.26	308.32	592.60	697.30
所有者权益（亿元）	68.19	99.75	245.58	250.39
负债总额（亿元）	145.06	208.58	347.01	446.90
短期债务（亿元）	60.01	84.03	134.35	173.43
长期债务（亿元）	42.05	40.07	85.01	80.13
全部债务（亿元）	102.06	124.09	219.36	253.55
营业收入（亿元）	221.13	245.18	491.66	127.05
利润总额（亿元）	2.03	17.04	59.91	2.29
净利润（亿元）	1.93	16.93	59.64	2.24
EBITDA（亿元）	14.32	31.63	98.35	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	13.31	39.24	45.53	-36.58
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-31.48	-54.71	-95.68	-14.54
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	16.48	29.13	142.16	-0.11
毛利率（%）	10.23	15.74	22.35	19.98
营业利润率（%）	10.09	15.58	22.28	19.90
销售净利率（%）	0.87	6.91	12.13	1.76
总资本收益率（%）	2.98	9.11	14.80	-
净资产收益率（%）	2.82	16.97	24.29	-
总资产收益率（%）	0.90	5.49	10.06	-
资产负债率（%）	68.02	67.65	58.56	64.09
长期债务资本化比率（%）	38.14	28.66	25.71	24.24
全部债务资本化比率（%）	59.95	55.44	47.18	50.31
货币资金/短期债务（%）	26.39	35.17	97.08	55.91
非筹资性现金净流量债务比率（%）	-17.81	-12.47	-22.86	-
流动比率（%）	71.47	66.17	122.29	114.49
速动比率（%）	28.17	34.54	70.26	53.40
经营现金流动负债比（%）	13.61	24.16	17.62	-
EBITDA 利息倍数（倍）	3.01	6.15	10.31	-
全部债务/EBITDA（倍）	7.13	3.92	2.23	-
应收账款周转率（次）	49.92	69.02	197.63	-
销售债权周转率（次）	49.09	68.12	197.17	-
存货周转率（次）	5.25	4.41	4.11	-
总资产周转率（次）	1.17	0.94	1.09	-
现金收入比（%）	99.83	99.34	99.89	101.12

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+生产性生物资产折旧+摊销
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务
 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+其他短期债务
 全部债务=长期债务+短期债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	定义
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，有较高违约风险
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

注：除 AAA 级和 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。

权利及免责声明

本信用评级报告及相关的信用分析数据、模型、软件、评级结果等所有内容的著作权和其他相关知识产权均归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权利，任何机构及个人未经东方金诚书面授权不得修改、复制、逆向工程、销售、分发、储存、引用或以其他方式传播。

本信用评级报告中引用的由委托方、受评对象提供的资料和/或标明出处的公开资料，其合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方/发布方负责，东方金诚对该等资料进行了合理审慎的核查，但不应视为东方金诚对其合法性、真实性、准确性及完整性提供了任何形式的保证。

由于评级预测具有主观性和局限性，东方金诚对于评级预测以及基于评级预测的结论并不保证与实际情况一致，并保留随时予以修正或更新的权利。

本信用评级报告仅用于为投资人、委托人、发行人等授权使用方提供第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议；投资者应审慎使用评级报告，自行对投资行为和投资结果负责，东方金诚不对其承担任何责任。

本信用评级报告仅授权委托评级协议约定的使用者或东方金诚在权限范围内书面指定的使用者使用，且该等使用者必须按照授权确定的方式使用，相关引用必须注明来自东方金诚且不得篡改、歪曲或有任何类似性质的修改行为。

未获授权的机构及人士不应获取或以其他方式使用本信用评级报告，东方金诚对本信用评级报告的未授权使用、超授权使用和非法使用等不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。