

牧原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

项目负责人：王梦莹 mywang01@ccxi.com.cn 

项目组成员：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn 

评级总监： 

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021年06月07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，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，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）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。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]4061D 号

牧原食品股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“牧原食品股份有限公司公开发行可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定，本次可转换公司债券的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月七日



发行要素

发行主体	本次规模	债券期限	转股期限	偿还方式	发行目的
牧原食品股份有限公司	不超过 95.50 亿元 (含 95.50 亿元)	自发行之日起六年	自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止	每年付息一次, 到期归还本金和最后一期利息	用于投资生猪养殖和屠宰项目、偿还银行贷款及补充流动资金

评级观点: 中诚信国际评定牧原食品股份有限公司(以下简称“牧原股份”或“公司”)主体信用等级为 AA+, 评级展望为稳定; 评定“牧原食品股份有限公司公开发行可转换公司债券”的债项信用等级为 AA+。中诚信国际肯定了牧原股份拥有的自育自繁自养一体化产业链、技术和成本等方面优势, 持续增长的产能和收入规模以及畅通的融资渠道等因素对公司信用水平起到良好的支撑作用。但同时, 中诚信国际也关注到生猪价格波动、关联交易规模较大、实际控制人被监管约谈、疫病和环保风险以及债务规模快速上升且未来存在较大规模的资本支出等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

概况数据

牧原股份(合并口径)	2018	2019	2020	2021.3
总资产(亿元)	298.42	528.87	1,226.27	1,437.19
所有者权益合计(亿元)	137.08	317.12	661.05	746.35
总负债(亿元)	161.34	211.75	565.22	690.84
总债务(亿元)	125.02	126.31	351.72	461.44
营业总收入(亿元)	133.88	202.21	562.77	201.52
净利润(亿元)	5.28	63.36	303.75	80.49
EBIT(亿元)	11.16	68.78	312.95	--
EBITDA(亿元)	24.01	85.63	349.10	--
经营活动净现金流(亿元)	13.58	99.89	231.86	47.56
营业毛利率(%)	9.82	35.95	60.68	45.88
总资产收益率(%)	4.14	16.63	35.66	--
资产负债率(%)	54.07	40.04	46.09	48.07
总资本化比率(%)	47.70	28.49	34.73	38.21
总债务/EBITDA(X)	5.21	1.48	1.01	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.02	15.26	37.16	--

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

正面

- **自育自繁自养一体化产业链优势。** 公司作为自育自繁自养一体化养殖的龙头企业, 拥有集饲料加工、种猪选育、种猪扩繁、商品猪饲养以及屠宰肉食于一体的完整产业链, 减少了中间环节的交易成本, 有助于增强整体抗风险能力。
- **技术和成本优势。** 公司拥有先进的饲料配方技术、生猪育种以及生猪养殖技术, 并具备完整的扩繁体系; 地处粮食大省的地理优势有利于公司更好的保障饲料原料供应, 降低采购成本; 另外, 公司研发并使用智能化水平较高的猪舍和饲喂系统, 大幅提高了其生产效率。
- **产能和收入规模持续扩大。** 近年来, 公司通过建立子公司快速扩大生猪产能, 随着出栏量的整体增加, 收入规模逐年提升, 未来随着新建产能的逐步释放, 收入规模有望进一步提升。
- **融资渠道畅通。** 作为 A 股上市公司, 近年来公司多次完成非公开发行股票和优先股发行, 同时公司与多家银行建立了良好的合作关系, 截至 2021 年 3 月末, 共获得银行授信 527.93 亿元, 其中 178.85 亿元未使用, 拥有较好备用流动性。

同行业比较

公司名称	2020 年部分生猪养殖企业主要指标对比表				
	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: “新希望集团”为“新希望集团有限公司”简称; 表中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

关注

- **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, 对盈利能力稳定性造成一定的影响。2018 年受生猪价格持续下降等因素共同影响, 公司净利润降幅较大; 2019~2020 年, 商品猪销售均价明显回升且高位运行, 公司盈利水平大幅提高, 但随着行业产能的恢复, 2021 年以来生猪价格开始进入下行周期, 公司业绩或面临一定压力。
- **疫病和环保风险。** 非洲猪瘟疫情的出现和蔓延导致部分生猪养殖企业经营效益不佳; 同时, 环保压力的不断增大也对公司生产管理提出了更高的要求。虽然公司在疫病防治和环境保护方面建立了相对完善的机制, 但仍面临一定的风险。
- **债务规模快速上升, 未来仍存在较大规模的资本支出。** 随着产能扩张计划的推进, 2020 年以来公司债务规模持续上升, 在生猪行业下行周期下, 流动性压力或将显现。截至 2021 年 3 月末, 公司主要在建项目计划总投资为 697.13 亿元, 尚需投入 195.28 亿元, 未来资本支出规模较大, 或将进一步推升债务规模。
- **关联交易规模较大, 实际控制人被监管约谈。** 2020 年公司发生的关联交易金额为 217.55 亿元, 其中河南牧原建筑工程有限公司(以下简称“牧原建筑”)和河南牧原农牧设备有限公司(以下简称“牧原设备”)等关联公司的关联交易金额较大。预计 2021 年, 公司对牧原建筑和牧原设备的关联交易额分别为 200 亿元和 20 亿元, 仍保持较大规模。此外, 2021 年 5 月 11 日, 公司实际控制人被中国证监会采取监管谈话措施, 中诚信国际将持续关注相关舆情对其融资环境的影响。

评级展望

中诚信国际认为, 牧原食品股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

- **可能触发评级上调因素。** 公司盈利具有可持续性; 产品多元化程度大幅提升; 新增产能释放良好, 利用率大幅提升; 偿债能力大幅提升, 抗风险能力显著增强。
- **可能触发评级下调因素。** 受行业影响, 生猪价格超预期下行、饲料价格超预期上涨, 大幅侵蚀利润水平; 食品安全问题导致经营获现大幅恶化; 公司债务规模和融资成本大幅上升导致偿债能力下滑等。

发行主体概况

牧原食品股份有限公司是由河南省内乡县牧原养殖有限公司于2009年12月变更设立的股份公司，2014年1月在深圳证券交易所上市，股票简称“牧原股份”，股票代码“002714”。公司是我国较大的自育自繁自养大规模一体化的生猪养殖企业，截至2021年3月末，公司共拥有256家全资及控股子公司，分布在河南、山东、湖北、山西等20余个省份，生猪产能达6,156万头/年。

产权结构：截至2021年3月末，公司股本为37.59亿元，其中牧原实业集团有限公司（以下简称“牧原集团”）持有公司13.01%的股权¹，合计持有公司49.53%的股权对应的表决权，为公司的控股股东；秦英林和钱瑛合计持有公司53.88%的股权，其中直接持有公司40.86%的股权，通过牧原集团间接持有公司13.01%的股权，为公司实际控制人。

本次债券概况

公司本次拟发行可转换公司债券募集资金总额不超过95.50亿元（含95.50亿元），具体募集资金数额提请公司股东大会授权董事会在上述额度范围内确定。本次可转换公司债券期限为自发行之日起六年。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董事会在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐人（主承销商）协商确定。本次可转换公司债券采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息，转股期限自发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转换公司债券到期日止。

本次可转换公司债券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交易均价

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

赎回条款方面，（1）在本次发行的可转换公司债券期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐人（主承销商）协商确定；（2）在本次发行的可转换公司债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，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：1）在本次发行的可转换公司债券转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的130%（含130%）；2）本次发行的可转换公司债券未转股余额不足人民币3,000万元时。

回售条款方面，本次发行的可转换公司债券最后一个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息的价格回售给公司；若在前述三十个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换公司债券转股而增加的股本）、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计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价计算。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。

本次发行的可转换公司债券最后两个计息年度，可转换公司债券持有人在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

¹注：2017年12月，秦英林通过表决权委托的方式，将其持有牧原股份总股本38.73%、合计448,667,502股（除权前）股份对应的全部股东表决权、董事提名权等股东权利（不包括分红权等股东财产性权利）委托给牧原集团行使，牧原集团可行使公司共计60%的股份所对应的提案权、

表决权等相关权利，委托授权期限为自委托协议生效之日起至秦英林先生不再直接持有牧原股份之日或双方一致同意终止《表决权委托协议》委托事项之日（以较早发生的为准）止。公司控股股东由秦英林、钱瑛变更为牧原集团。

回售条件而可转换公司债券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，不应再行使回售权，可转换公司债券持有人不能多次行使部分回售权。

若证监会、交易所的规定认定为是改变募集资金用途，或者被证监会、交易所认定为改变募集资金用途，可转换公司债券持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的全部或部分可转换公司债券的权利。在上述情形下，可转换公司债券持有人可以在回售申报期内进行回售，在回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权。

募集资金用途方面，公司拟将本次可转换公司债券募集资金中的 51.00 亿元用于投资生猪养殖项目；19.00 亿元用于投资生猪屠宰项目；25.50 亿元用于偿还银行贷款及补充流动资金。

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。

行业及区域经济环境

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

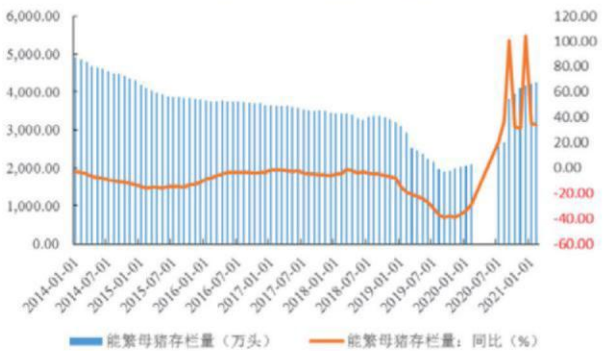
以来，随着养殖户补栏增加，国内生猪和能繁母猪存栏量逐步回升，截至 2020 年末存栏量分别为 4.07 亿头和 4,161 万头，分别同比增长 31.29% 和 103.47%；国内生猪出栏量为 5.27 亿头，同比下降 3.13%。2021 年一季度，生猪存栏 4.16 亿头，同比增长 29.5%；生猪出栏 1.71 亿头，同比增长 30.6%。

图 1：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 2：我国能繁母猪存栏量变化

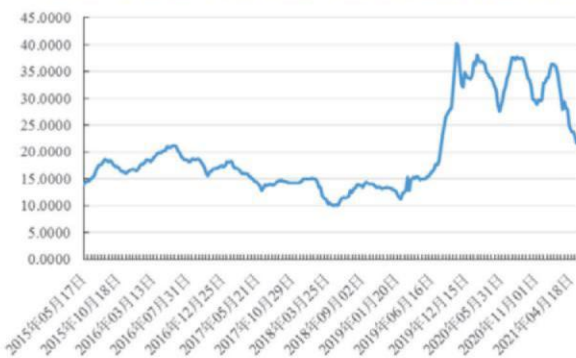


资料来源：Choice，中诚信国际整理

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3：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，中诚信国际也注意到，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。

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，鼓励生猪就地就近屠宰，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主产区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。

2020年以来，玉米、豆粕等饲料原材料价格整体有所上涨，对养殖企业成本控制提出了更高要求

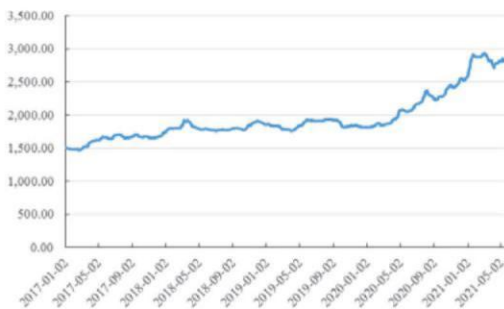
生猪养殖的成本主要由仔猪成本和玉米、小麦、豆粕等饲料成本构成。饲料成本中，玉米和小麦主要提供能量需求，占比约在65%左右，豆粕作为动物生长过程中蛋白质摄取的主要来源，约占10%，因此饲料成本主要受玉米、小麦和豆粕价格的影响。

2018年受阿根廷天气干旱、大豆减产以及中国对美国进口大豆采取反制措施加征关税等因素影响，10月11日豆粕现货价格上涨至3,649.58元/吨，达到近年来高位。10月以后由于国内非洲猪瘟疫情扩散和饲料新配方推广等减弱豆粕需求，以及从巴西等地区大豆进口量增加，2019年3月末豆粕现货价格回落至2,523.23元/吨，随后受大豆主产区天气影响，豆粕供应量下降，加之下游需求有所恢复，10月24日豆粕现货价格升至全年最高水平，为3,171.85元/吨；但受新作大豆上市及中美贸易关系有所缓和影响，当年末豆粕现货价格回落至2,815.60元/吨。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，导致国内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年以来政府将工作重点放在加快农业结构调整方面，引导农民适应市场需求调整种养结构，适当调整减少玉米种植面积，加快去库存。2020年以来，供应偏紧使得玉米价格整体呈上升态势，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4：近年来国内玉米现货价格走势（元/吨）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

小麦价格方面，我国小麦市场2006年开始实行最低收购价政策，2018年，由于小麦最低收购价格和拍卖底价有所下调，国储去库存使得小麦供应增加，以及下游加工企业需求不振等因素综合影响，小麦价格出现下降，但下半年受新麦歉收、市场惜售等影响，小麦价格逐步回升。2019年小麦供应充足且需求偏弱，价格呈震荡下行态势。2020年以来，玉米价格上行使得下游饲料厂商加大小麦采购量，加之部分农户和贸易商惜售，小麦价格同比上涨。

中诚信国际认为，大宗农产品等原材料在饲料成本中占比较高，进而影响生猪养殖企业的生产成本。2019年以来，豆粕、玉米等农产品价格受供需、政策等影响整体呈波动态势，2020年以来整体价格有所上涨，对养殖企业成本控制能力提出更高要求。

业务运营

公司主营业务为生猪的养殖与销售，主要产品为商品猪、种猪和仔猪，拥有完整的生猪养殖产业链。受益于猪价的大幅上涨，近年来公司收入规模快速上升，其中生猪业务收入占比超过95%。

表1：公司主要板块收入结构及占比（亿元、%）

收入	2018	2019	2020	2021.1~3
生猪	132.62	196.27	551.05	193.38
其他	1.26	5.94	11.72	8.14
合计	133.88	202.21	562.77	201.52
占比	2018	2019	2020	2021.1~3
生猪	99.05	97.06	97.92	95.96
其他	0.95	2.94	2.08	4.04
合计	100.00	100.00	100.00	100.00

注：公司其他业务为贸易、屠宰、肉食业务及其他等。

资料来源：公司提供

养殖规模的扩大带动饲料产量整体增长；在生猪养殖行业下行周期，原材料价格上涨对公司成本控制和精细化管理提出更高要求，需持续关注原材料价格波动对公司成本构成的影响

目前，公司生产的饲料基本用于供应内部养殖。在传统“玉米+豆粕”型饲料配方的基础上，公司结合南阳市小麦主产区特点，研制了“小麦+豆粕”型饲料配方，因此其饲料加工所需要的原材料包括玉米、小麦、豆粕等粮食原料。对于玉米和小麦，粮食经销商为主要供应商，公司主要通过挂牌收购方式在当地采购；对于豆粕，则主要通过和粮油加工企业签订合同进行采购。公司子公司主要布局在东北、华北以及西北等粮食主产区。其中，河南省是我国粮食生产大省，粮食产量占全国粮食总产量的比例在10%左右；东北地区作为我国重要的商品粮生产基地，年玉米产量占全国玉米产量的40%左右，地理优势有利于公司更好地保障饲料原料供应，降低采购成本。

采购数量方面，由于2018~2020年玉米价格低于小麦价格，公司灵活调整饲料配方，加大了对玉米的采购力度，且随着养殖规模的扩大，其采购量逐年上升。小麦采购量受价格和生猪存栏量影响波

动较大，2020 年生猪存栏量大幅上升带动小麦采购量上升；2021 年一季度小麦价格低于玉米价格，公司加大对其采购。豆粕主要提供生猪所需蛋白质成分，受养殖规模扩大影响，豆粕采购量逐年提升。采购价格方面，近年来小麦和豆粕价格受市场行情影响有所波动，玉米价格呈持续上升态势。在生猪养殖行业下行周期，原材料价格上涨对公司成本控制和精细化管理提出更高要求，中诚信国际将对原材料价格波动情况及其对公司业务经营产生的影

响保持关注。结算方面，玉米和小麦主要为现款现货，豆粕则以先货后款方式进行结算，账期较短，结算工具主要为现金和银行转账。

加工工艺方面，公司针对不同品种、不同生理阶段的生猪，依据猪群生产性能表现，运用析因法设计营养模型，并进行动态调整，实现营养精准供给。

表 2：表近年来公司原材料采购情况（万吨、元/吨）

	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
小麦	24.22	1,913	6.29	2,237	176.63	2,186	162.40	2,345
玉米	275.09	1,888	329.54	1,981	532.75	2,062	69.33	2,420
豆粕	37.93	3,278	39.31	2,967	76.43	2,992	26.61	3,430

资料来源：公司提供

随着公司养殖规模的扩大，饲料需求不断上升，饲料产能持续扩张；同时，随着新建饲料厂产能的释放，饲料产量整体呈增长态势，其中2019年，由于仔猪出栏量增加，饲料需求量相较商品猪减少，饲料产量小幅下降。产能利用率方面，公司饲料厂的产能利用程度主要受猪舍存栏量影响，随着生猪存栏规模的上升，2021年一季度饲料产能利用率大幅提升。预计未来随着养殖规模的扩大，公司饲料业务产能利用率仍有一定上升空间。

种猪扩繁、商品猪饲养以及屠宰肉食等多个环节于一体的完整产业链，建立了食品安全保障体系和可追溯体系，减少了中间环节的交易成本，有助于增强整体抗风险能力。

近年来，公司通过设立子公司快速扩大生猪产能规模，截至2021年3月末，已在河南、山东、湖北以及山西等24个省份共设立养殖板块控股子公司226家，拥有生猪产能6,156万头/年，其中河南地区产能占比约为36%，随着新建养殖基地项目的推进，未来产能有望保持增长态势。生猪出栏量方面，受非洲猪瘟疫情及种猪选留量增加等影响，2019年生猪出栏量小幅下降；受益于养殖产能规模逐步释放，2020年出栏量大幅上升，2021年一季度出栏量同比增长201.09%。产能利用率方面，由于公司提前布局养殖基地，同时生猪养殖具有一定的生长周期，产能释放存在一定滞后性，目前产能利用率处于较低水平。根据规划，公司2021年生猪出栏量预计达3,600~4,500万头。中诚信国际关注到，公司生猪产能利用率较低，未来将持续关注产能释放情况及2021年出栏目标完成情况。同时，中诚信国际认为，在猪产业快速发展过程中，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，疫情催化和行情变化等因

表 3：近年来公司饲料生产情况（万吨/年、万吨）

	2018	2019	2020	2021.1~3
产能	555	726	1,365	1,593
产量	384	378	735	328
产能利用率	69.19%	52.07%	53.85%	82.36%*

注：加“*”数据已经年化处理。

资料来源：公司提供

公司具备自繁自育自养一体化养殖优势，近年来生猪产能规模迅速扩大，但产能利用率较低，未来将持续关注产能释放及出栏目标完成情况，同时养殖规模的快速扩张亦对精细化管理提出更高要求；此外生猪养殖易受各种疫病影响，同时环保压力的不断增大对公司生产管理提出了更高要求

公司为我国较大的自育自繁自养大规模一体化的生猪养殖企业，拥有集饲料加工、种猪选育、

素将对企业的生产管理把控能力和应对能力提出更高要求。

表 4: 近年来公司生猪产能及出栏量情况(万头/年、万头)

	2018	2019	2020	2021.1~3
产能	2,096	2,594	5,662	6,156
出栏量	1,101.11	1,025.33	1,811.50	772.00

资料来源: 公司提供

疫病防治方面, 公司设有兽医及防疫队伍, 建立了较完整的疫病防控管理体系。具体防治措施上, 公司采取了猪场多级隔离、舍内小环境控制等多方面的疫病防控措施, 并建立了外部内部双预警的防疫体系, 同时实行“大区域、小单元”的厂区布局, 以防止疫病的交叉感染和外界病原的侵入。猪舍在通风、供料、供水以及污水处理方面均已实现自动化, 并在养殖过程中采取“分胎次饲养”、“一对一转栏”、“全进全出”等生物安全措施。针对非洲猪瘟疫情, 公司启动相应应急预案, 并成立疫情防控领导小组, 通过新增猪舍新风系统、销售区改造、新增饲料中转站、饲料多次高温消毒、严格的人员和车辆隔离消毒等措施对疫情进行防控。

食品安全方面, 公司获得了 FSSC22000 食品安全管理体系认证。公司生猪养殖饲料均自主生产, 其原料采购、生产加工和运输等环节均有质量标准、品质检验和控制程序。在生猪饲养各个环节中, 公司制定了相关的技术标准和质量标准, 实行食品安全控制点记录, 建立了从猪肉追溯至断奶仔猪的生猪批次质量追踪体系, 以确保食品安全。

环境保护方面, 公司生产过程中主要污染物包括粪便、废水、生活污水以及病死猪等废弃物, 针对猪场粪污、生产生活污水, 主要通过厌氧发酵进行无害化处理, 产生的沼气进行发电, 沼液、沼渣进行资源化利用, 实现化污为肥, 零污染排放; 针对病死猪, 公司建成了高标准的高温化制生产线, 解决在养殖过程中的死猪和所有废弃物的无害化处理。此外, 公司生猪饲养活动已通过 ISO14001:2015 环境管理体系认证, 获得了中国质量认证中心

颁发的《环境管理体系认证证书》²。但近年来政府及相关部门环保要求的不断提高, 或将对公司生产经营产生一定影响, 中诚信国际将对此保持关注。

得益于屠宰场建成投产, 公司形成较为完善的生猪产业链; 受养殖规模扩大、“猪周期”及非洲猪瘟疫病影响, 2020 年公司商品猪销量及售价大幅增长, 2021 年一季度供需结构缓和, 猪价回落, 后续价格走势及其对公司盈利状况的影响仍有待关注

公司商品猪主要通过竞价模式进行对外销售, 报价高者优先成交, 销售渠道以猪贩为主, 屠宰加工企业为辅。从客户集中度来看, 2020 年公司前五大销售客户收入占比为 21.25%, 集中度较低。结算方面, 猪贩或下游屠宰企业一般上门收购, 公司主要采取“现款现货”的结算模式, 因此公司商品猪销售不存在应收账款。

从销售区域来看, 公司商品猪销售主要集中在华东和华中地区。近年来, 由于华东地区生猪养殖环保要求日益严格, 大量养殖场因环保不达标退出养殖市场, 造成供给减少、供需缺口增大的市场格局, 同时该区域人口众多, 消费水平较高, 商品猪中标价格较高, 因此华东地区销售收入占比较大。2020 年华东和华中区域销售收入占比分别为 43.62% 和 25.26%。

销量方面, 近年来公司商品猪销量呈波动态势, 其中 2019 年有所下降主要系种猪留存量增加所致; 受益于养殖规模扩大, 2020 年商品猪销量实现大幅增长; 2021 年一季度, 商品猪销量进一步增加。同时, 由于“猪周期”以及非洲猪瘟影响, 2019~2020 年商品猪售价大幅提升, 但受猪市供需结构影响, 2021 年一季度商品猪售价有所回落³。中诚信国际认为, 商品猪价格较为明显的周期性波动对公司经营的稳定性造成一定影响, 中诚信国际将对此保持关注。

表 5: 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
-----	------	------	------	----------

均价 23.21 元/公斤, 4 月商品猪销售均价 21.11 元/公斤。

² 有效期至 2022 年 5 月 7 日止。

³ 2021 年 1~2 月, 公司商品猪销售均价 26.95 元/公斤, 3 月商品猪销售

销量	1,010.91	867.91	1,152.40	611.90
销售均价	11.62	18.74	30.19	25.49
仔猪	2018	2019	2020	2021.1~3
销量	86.35	154.71	594.80	148.10
销售均价	442.00	1,204.04	1,738.74	1,631.17
种猪	2018	2019	2020	2021.1~3
销量	3.85	2.71	64.30	12.00
销售均价	1,759.00	5,439.73	5,873.24	5,423.57

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

除商品猪外，公司亦对外销售种猪及仔猪产品。销售模式方面，仔猪和种猪均通过竞价模式对外销售，同时公司也会给出指导价格。销售渠道方面，种猪和仔猪主要是通过集团企业直采和养殖户直采的方式进行销售。销售区域主要集中在河南、山东和湖北等省份。

仔猪方面，2019年以来受益于商品猪价格的高位运行和行业产能的恢复，补栏需求大幅增长，仔猪销售实现量价齐升。公司的种猪主要是以怀孕母猪的销售为主，分为1胎、2~5胎和6~8胎次，根据外围市场行情，进行分阶段定价。2020年，由于市场养殖需要增加，公司加大种猪销售力度，其销量显著增加；2021年一季度，受行业周期下行影响，供给增加且下游需求不足，种猪销量及价格均有所回落。

产业链延伸方面，2019年以来公司开始投资建设生猪屠宰项目，形成以饲料加工、种猪选育、种猪扩繁、商品猪饲养以及屠宰肉食为一体的较为完善的生猪产业链，减少了中间环节的交易成本，整体抗风险能力得以提升。公司依据养殖产能密集区域配套建设屠宰场，减少生猪长距离运输，降低动物疫病传播风险，截至2021年3月末，公司已成立屠宰类子公司18家，规划产能约4,600万头，其中位于内乡和正阳的合计400万头屠宰厂已投入使用。公司所有屠宰的生猪均来源于自有养殖场，目前正逐步建立全国生鲜猪肉销售网络，拥有农批、商超等其他各类客户1,500余家，其中销售渠道以农贸市场为主，目前销售规模较小，对公司利润贡献有限。中诚信国际将对公司屠宰项目推进及经营销售情况保持关注。

战略规划及管理

未来公司仍以发展生猪产业为主，但在建及拟建项目的推进或将令其面临较大的资本支出压力

公司未来将进一步加强防疫技术和营养技术，提高生猪品质，同时坚持以鲜肉消费的终端市场需求为育种方向，以持续改善生猪的肉质、瘦肉率、生产速度、饲料报酬率、屠宰率、适应性和产仔数等性能为主要育种目标，采用开放式核心群选育方法，持续提高种猪的遗传性能。另外，公司将进一步扩大生产规模，积极扩张产能。

在建项目方面，截至2021年3月末，公司主要在建项目计划总投资额为697.13亿元，尚需投入195.28亿元。2021年2月，公司计划发行规模不超过95.50亿元可转换公司债券，募集资金拟用于生猪产能与屠宰产能扩张项目。同时，公司采取“自繁自养”业务模式，目前仍处于养殖产业扩张期，故在建项目总投资规模较大，未来面临较大资本支出压力，中诚信国际将对新建养殖场的进展和融资情况保持关注。此外，随着行业产能的恢复，未来生猪价格或进入下行周期，项目投后效益亦值得持续关注。

表6：截至2021年3月末公司部分在建工程情况（万元）

项目名称	计划投资额	已投入金额	计划投入
内乡综合体生猪养殖项目	300,000.00	201,036.44	98,963.56
滑县牧原生猪养殖项目	249,250.17	136,635.93	112,614.24
正阳牧原生猪养殖项目	244,738.04	123,462.88	121,275.16
上蔡牧原生猪养殖项目	237,472.65	138,346.91	99,125.74
唐河牧原生猪养殖项目	206,724.92	126,086.81	80,638.11
杞县牧原生猪养殖项目	201,826.17	154,206.95	47,619.22
卧龙牧原生猪养殖项目	196,404.17	187,435.48	8,968.69
商水牧原生猪养殖项目	186,994.17	158,620.45	28,373.72
惠民牧原生猪养殖项目	180,912.00	94,139.49	86,772.51
邓州牧原生猪养殖项目	180,842.23	152,464.18	28,378.05
雷州牧原生猪养殖项目	176,832.00	64,921.98	111,910.02
曹县牧原生猪养殖项目	175,738.17	169,320.78	6,417.39
泗县牧原生猪养殖项目	156,264.00	109,795.27	46,468.73
濉溪牧原生猪养殖项目	149,810.23	114,783.34	35,026.89
颍上牧原生猪养殖项目	148,738.17	73,068.12	75,670.05
其他项目	3,978,796.48	3,014,262.16	964,543.32
合计	6,971,343.57	5,018,587.17	1,952,756.40

注：公司在建工程包含养殖场和饲料厂；由于公司在建项目较多，故上表未完全列示。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

法人治理结构完善，食品安全和财务管理体系较为健全

公司设有股东大会、董事会及监事会，其中股东大会是公司最高权力机构；董事会为决策机构，对股东大会负责，目前公司董事会由7名董事组成，其中独立董事3名，董事由股东大会选举或更换。公司各项制度基本完备，保障了生产经营的正常进行。

公司不断完善内控制度，在人员、资金、生产、销售、财务等各重要环节都有规范的管理。同时，公司高度重视食品安全，从采购到生产的各环节严格把关，确保产品达到各项食品质量安全标准，降低了经营风险。

2020年12月10日，公司发布公告称，拟与牧原集团合资成立财务公司，其中公司拟出资4.5亿元，出资比例为45%。财务公司暂定经营范围包括协助财务公司内成员单位实现交易款项的收付、办理财务公司内成员单位之间的委托贷款、吸收财务公司内成员单位的存款等。中诚信国际将对财务公司成立进展保持关注。

财务分析

以下分析基于经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018~2020年审计报告以及未经审计的2021年一季度财务报表，各期财务数据均为财务报告期末数。中诚信国际在分析时，将公司计入“其他流动负债”中的短期应付债券调至短期债务；将公司计入“长期应付款”中的融资租赁款以及“租赁负债”调整长期债务。

盈利能力

公司自育自繁自养的一体化优势有助于成本和费用控制；受益于猪价的上漲，近年来公司盈利能力大幅提升，毛利率在行业中处于较好水平；2021年以来生猪价格持续下跌，其业绩或将面临一定压力

近年来公司营业毛利率呈波动态势，其中2019~2020年生猪供应紧张使得商品猪市场价格大幅增长，公司营业毛利率快速提升；2021年一季度，猪价回落令营业毛利率大幅下滑。但整体来看，受益于种猪、仔猪均为自产，公司成本优势较为显著，营业毛利率仍保持在行业较好水平。

表7：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

	2018	2019	2020	2021.1~3
生猪	9.83	37.05	62.09	47.78
营业毛利率	9.82	35.95	60.68	45.88

注：公司其他业务为贸易、屠宰、肉食业务及其他等，收入占比较小，对营业毛利率影响不大。

资料来源：公司提供

公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。随着公司生产经营规模的扩大，人员储备增加以及研发投入大幅增加，管理费用呈上升趋势，其中2020年同比显著增长。公司财务费用控制在一定规模，其中2019年财务费用有所下降主要系收到财政贴息冲减利息支出所致；随着有息债务规模的提升，2020年利息费用有所增加。公司销售费用主要包括员工工资薪酬及物料消耗等，整体规模较小。受上述因素共同影响，公司三费合计持续增加，但受收入规模快速扩大影响，期间费用率仍处于较好水平。

公司专注于生猪的生产及销售，经营性业务利润是利润总额的主要来源，受益于生猪价格的高位运行，2019~2020年公司利润总额大幅提升。其他收益主要为生产活动类政府补助，2020年大幅增加，主要系保险补贴大幅增加所致。受益于销量增长，2021年一季度经营性业务利润和利润总额仍同比增加。盈利指标方面，利润总额的大幅提升使得近年来EBITDA利润率及总资产收益率明显上涨并处于高位。但中诚信国际认为，未来猪价或进入下行周期，届时公司业绩或面临一定压力。

表8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1~3
管理费用	5.92	8.03	35.67	9.00
财务费用	5.38	5.28	6.88	4.32
销售费用	0.54	1.11	2.92	1.56
期间费用合计	11.84	14.41	45.47	14.88

期间费用率	8.84	7.13	8.08	7.39
经营性业务利润	4.83	62.62	303.75	80.60
其他收益	3.75	4.60	8.24	3.20
利润总额	5.26	63.19	303.73	80.38
EBITDA 利润率	17.94	42.34	62.03	--
总资产收益率	4.14	16.63	35.66	--

注：管理费用包含研发费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

产能快速扩张使得公司总资产规模大幅提升，良好的利润积累、少数股东增资及多次股票发行的完成等令权益规模明显增长；但未来随着业务规模的扩大以及养殖场建设的推进，债务规模或将持续上升

随着生产经营规模的扩大，近年来公司总资产呈快速增长态势。其中，以固定资产、在建工程和生产性生物资产为主的非流动资产占总资产的比重较高，2021年3月末为72.44%。受持续扩张养殖规模以及前期为扩大产能而兴建的养殖项目逐步完工转固影响，在建工程及固定资产近年来增长较快且未来仍将保持快速增长态势。同时公司扩大生产经营规模，种猪存栏增加，近年来生产性生物资产亦有较大幅度上升。

流动资产方面，公司流动资产主要由货币资金和存货构成，近年来两者合计占流动资产的比重保持在90%左右。受非公开发行股票、子公司吸收少数股权融资、经营积累、新增银行贷款及发行债务融资工具等影响，2019年以来货币资金大幅增加；随着原材料采购款以及工程款结算款等增加，2021年3月末货币资金有所减少，其中有9.59亿元使用受限，主要用于银行承兑汇票、贷款及期货保证金。公司存货主要由原材料和以仔猪、保育猪及育肥猪等为主的消耗性生物资产组成，随着生产规模的扩大，生猪存栏及饲料原料库存同步增加。因为存货的可变现净值高于账面价值，近年来公司未计提存货跌价准备。由于生猪自仔猪培育至出栏需要较长

时间，加之产能持续扩张，2019~2020年存货周转率呈下行态势，随着出栏量增加，2021年一季度存货周转率有所回升。

表9：近年来公司主要资产情况（亿元、次）

	2018	2019	2020	2021.3
固定资产	135.45	188.64	585.30	702.03
在建工程	36.80	85.99	148.35	160.11
生产性生物资产	14.61	38.35	74.42	80.69
非流动资产	200.61	332.94	836.81	1,041.09
货币资金	27.78	109.33	145.94	88.24
存货	58.13	71.66	211.79	274.41
流动资产	97.81	195.92	389.46	396.10
总资产	298.42	528.87	1,226.27	1,437.19
存货周转率	2.41	2.00	1.56	1.79*
货币资金周转率	3.84	2.95	4.41	6.88*
固定资产周转率	1.11	1.25	1.45	1.25*

注：固定资产周转率=营业收入/固定资产平均余额；加“*”数据已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，随着经营规模的扩大以及项目建设的推进，公司负债规模不断增长，主要由流动负债构成，截至2021年3月末其在总负债中的占比为68.16%。公司流动负债主要由短期借款、应付账款和其他应付款构成。受生产经营规模扩大、原材料价格上升、公司流动资金需求增强等因素的影响，近年来公司短期借款大幅增长，2021年3月末亦保持在较大规模；同时，应付货款和工程设备款增加带动应付账款同步增长；其他应付款主要为应付限制性股票回购款和应付反向保理业务款，近年来呈逐年增长态势。非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，随着在建项目的推动，近年来长期借款逐年增长，应付债券随着债务期限结构的调整而有所波动。此外，2021年公司执行新租赁准则⁴，3月末新增租赁负债54.89亿元。

受益于经营积累、少数股东增资及多次股票发行的完成等，所有者权益逐年上升。其中，2020年末实收资本大幅增加，主要系2019年以资本公积转增股份的利润分配方案⁵实施完成以及授予员工限制性股票11,840,900股⁶所致；同期末少数股东权

⁴ 根据新租赁准则，承租人不再将租赁区分为经营租赁或融资租赁，而是采用统一的会计处理模型，对短期租赁和低价值资产租赁以外的其他所有租赁均确认使用权资产和租赁负债，并分别计提折旧和利息费用。
⁵ 根据公司2019年度权益分派方案，以公司总股本2,204,608,322股为基

数，以资本公积金向全体股东每10股转增7股，2020年6月4日实施完毕后，公司股本增加15.43亿元，资本公积减少15.43亿元。

⁶ 公司2019年第五次临时股东大会批准，根据第三届董事会第三十一次会议审议通过《关于向激励对象授予预留限制性股票的议案》，公司授

益⁷大幅增加主要系下属生猪养殖子公司吸收股权融资增加所致。2018~2020 年公司现金分红金额分别为 1.04 亿元、12.13 亿元和 54.92 亿元，分别占归属于上市公司普通股股东净利润的 20.04%、19.83%和 20.01%。从资本结构来看，受益于权益规模大幅提升，2019 年末资产负债率和总资本化比率整体有所下降，资本结构有所优化；2020 年以来，由于债务规模亦快速增长，其资产负债率及总资本化比率有所回升，中诚信国际将对公司杠杆水平变化和权益稳定性保持关注。

表 10：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
短期借款	47.15	42.56	165.33	158.12
应付账款	27.13	50.98	146.23	155.17
其他应付款	5.89	26.33	41.66	47.79
流动负债	135.88	181.69	435.43	470.89
总负债	161.34	211.75	565.22	690.84
股本	20.85	22.05	37.59	37.59
资本公积	29.38	98.47	100.05	101.76
未分配利润	43.43	101.14	354.25	423.88
少数股东权益	14.18	86.04	156.98	160.79
所有者权益合计	137.08	317.12	661.05	746.35
资产负债率	54.07	40.04	46.09	48.07
总资本化比率	47.70	28.49	34.73	38.21

注：2019 年，公司非公开发行新增股份 7,666.36 万股，募集资金净额 49.77 亿元，其中 49.01 亿元计入资本公积；同年，公司授予员工限制性股票 4,271.05 万股，出资金额合计 20.51 亿元，其中 20.09 亿元计入资本公积。2020 年，因权益结算的股份支付确认费用 12.31 亿元，因授予的股份尚未达到解除限售条件，故同步增加资本公积。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

近年来公司经营获现能力大幅提升，相关偿债指标显著优化；受不断扩建养殖场影响，投资活动净流出规模较大；根据规划，公司未来在建及拟建项目较多，或将继续保持较大筹资规模；在生猪行业下行周期，总债务规模高位运行，未来或将面临一定流动性压力

近年来由于采取现款现货的结算方式，公司销售获现能力良好，2018~2019 年净现比保持在 1 倍

予员工限制性股票 11,840,900 股，出资金额合计 4.92 亿元，其中 0.12 亿元计入股本，4.80 亿元计入资本公积。

⁷ 主要为华能贵诚信托有限公司、中央企业贫困地区产业投资基金股份有限公司、贫困地区产业发展基金有限公司、央企贫困地区黑龙江产业

以上；2020 年以来销售收入扩大，经营活动净现金流大幅上升，但净现比降至 1 倍以下，主要系消耗性生物资产以及原材料增加所致。同时，近年来公司开展了全国范围的产能扩建布局，购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅增长，导致投资活动现金流呈大幅净流出态势。未来随着在建项目的进一步投入，公司筹资活动现金流将保持在较高规模。

随着产能扩张计划的推进，公司总债务规模不断攀升，同时，其货币资金波动较大，资金平衡状况值得关注。债务期限结构方面，虽然短期债务在总债务中的占比逐步优化，但目前仍然偏高，截至 2021 年 3 月末短期债务占比为 52.97%。受益于盈利能力及经营获现能力的大幅提升，近年来公司 EBITDA 及经营活动净现金流对债务本息的覆盖程度均有所提升，但随着未来投资规模较大，债务规模或将继续上升，在生猪行业下行周期下，流动性压力或将显现，中诚信国际将对公司资金周转、债务增长及其与经营建设资金支出的匹配情况保持关注。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	13.58	99.89	231.86	47.56
投资活动净现金流	-57.81	-127.99	-453.53	-145.50
筹资活动净现金流	26.47	103.66	261.24	37.64
短期债务	100.03	97.25	224.52	244.41
总债务	125.02	126.31	351.72	461.44
总债务/EBITDA	5.21	1.48	1.01	--
EBITDA 利息保障倍数	4.02	15.26	37.16	--
经营活动净现金流/短期债务	0.14	1.03	1.03	0.78*
经营活动净现金流/利息支出	2.28	17.80	24.68	--
货币资金/短期债务	0.28	1.12	0.65	0.36

注：加“*”数据已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对公司整体偿债能力提供支持，受限资产规模较小，但关联交易规模较大，未来需持续关注关联交易风险以及实际控制人被监管约谈定等事项对公司融资

投资基金合伙企业（有限合伙）、安徽交控招商产业投资基金（有限合伙）、嘉兴兴家股权投资合伙企业（有限合伙）和湖南麦信股权投资基金合伙企业（有限合伙）等，经与企业沟通均为股权投资。

环境的影响

银行授信方面，公司与银行合作良好，截至2021年3月末，授信总额为527.93亿元，其中未使用授信额度为178.85亿元，拥有较好备用流动性。此外，公司为A股上市公司，股权融资渠道畅通。

对外担保方面，截至2021年3月末，公司合并口径无对外担保。

受限资产方面，截至2021年3月末，公司所有权或使用权受到限制的资产为37.83亿元，占期末净资产比例为5.07%；其中包括受限货币资金9.59亿元、受限固定资产26.22亿元、用于抵押贷款的无形资产和生物资产2.02亿元。截至2021年3月末，公司无重大未决诉讼及仲裁事项。

截至2021年4月2日，秦英林和牧原集团分别累计质押其持有的股份20,365.00万股和9,691.17万股，分别占其持有公司股份的13.67%和19.81%。

关联交易方面，2020年公司发生的关联交易金额为217.55亿元，其中河南牧原建筑工程有限公司（以下简称“牧原建筑”）和河南牧原农牧设备有限公司（以下简称“牧原设备”）等关联公司的关联交易金额较大。预计2021年，公司对牧原建筑和牧原设备的关联交易额分别为200亿元和20亿元，仍保持较大规模。

表 12：2019~2020 年公司主要关联交易情况（亿元、%）

关联交易类型	2019	2020
采购商品/接受劳务	50.19	203.91
其中：牧原建筑	47.38	170.38
牧原设备	0.03	16.10
销售商品/提供劳务	15.42	13.63
其中：河南龙大牧原肉食品有限公司	15.41	13.62

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

此外，中诚信国际关注到，2021年5月11日，公司披露公告称实际控制人秦英林被中国证监会采取监管谈话措施，主要原因为公司在有媒体对其部分财务指标和关联交易等事项提出质疑，被深交所问询并要求核查说明的情况下，向中国证监会提

交了启动发行可转债相关材料，并出具书面意见，表示公司不存在影响发行上市和投资者判断的重大事项，上述行为违反了《上市公司证券发行管理办法》（证监会令第163号）第四十八条的规定。中诚信国际将持续关注公司可转债发行进展情况以及相关舆情对公司融资环境的影响。

过往债务履约情况：根据公开资料及公司提供的企业信用报告和相关资料，截至2021年4月12日，公司在公开市场无信用违约记录，借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

表 13：截至报告出具日公司本部公开市场存续债券情况

债券名称	起息时间	发行金额	期限
18 牧原 MTN001	2018.8.17	10 亿元	3 年
19 牧原 01	2019.1.22	8 亿元	3 年
20 牧原 MTN001	2020.4.22	5 亿元	2+1 年
20 牧原 MTN002	2020.5.28	3 亿元	2+1 年
合计	--	26 亿元	--

注：18 牧原 MTN001、20 牧原 MTN001、和 20 牧原 MTN002 设置了交叉保护和控制权变更条款。

资料来源：公开市场资料，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；但控股股东对公司支持能力较为有限

近年来，随着国家支持力度的加大，生猪养殖业相关的各类行业政策、法律法规陆续出台和完善，为规模养殖企业的发展营造了有利的外部环境。公司作为中国农业产业化龙头企业之一，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及农牧企业在税收减免、融资等方面的一系列优惠政策，2018~2020 年公司获得的计入营业外收入和其他收益的政府补助合计金额分别为 4.21 亿元、5.03 亿元和 9.50 亿元。

除牧原股份外，控股股东牧原集团⁸还拥有果饮制造、有机肥及建筑等多项资产，但牧原股份对控股股东的总体收入和利润贡献度较高；同时，公司与控股股东保持较高关联程度，其信用恶化对股东

⁸ 截至 2020 年末牧原集团总资产为 1,536.81 亿元，净资产为 729.60 亿

元；2020 年实现营业总收入 594.28 亿元，净利润 300.77 亿元。

信誉影响很大，因此控股股东对公司支持意愿极强。2017年4月，公司定向增发股票募集资金总额30.77亿元，其中牧原集团认购20.77亿元，同时实际控制人近年来对牧原集团进行多次增资，但由于实际控制人对当地政府和金融机构等资源协调能力有限，对公司支持能力较弱。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定牧原食品股份有限公司主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；评定“牧原食品股份有限公司公开发行可转换公司债券”的债项信用等级为 **AA⁺**。

中诚信国际关于牧原食品股份有限公司 公开发行可转换公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

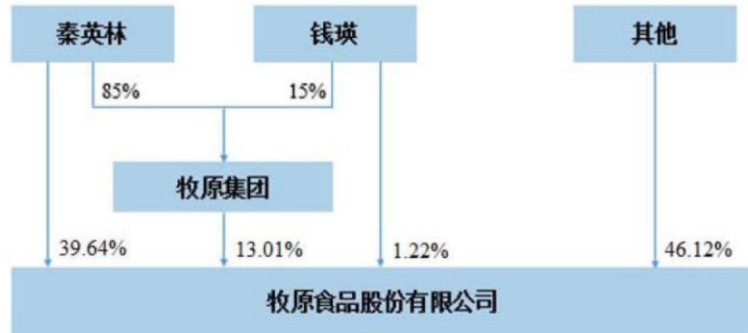
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

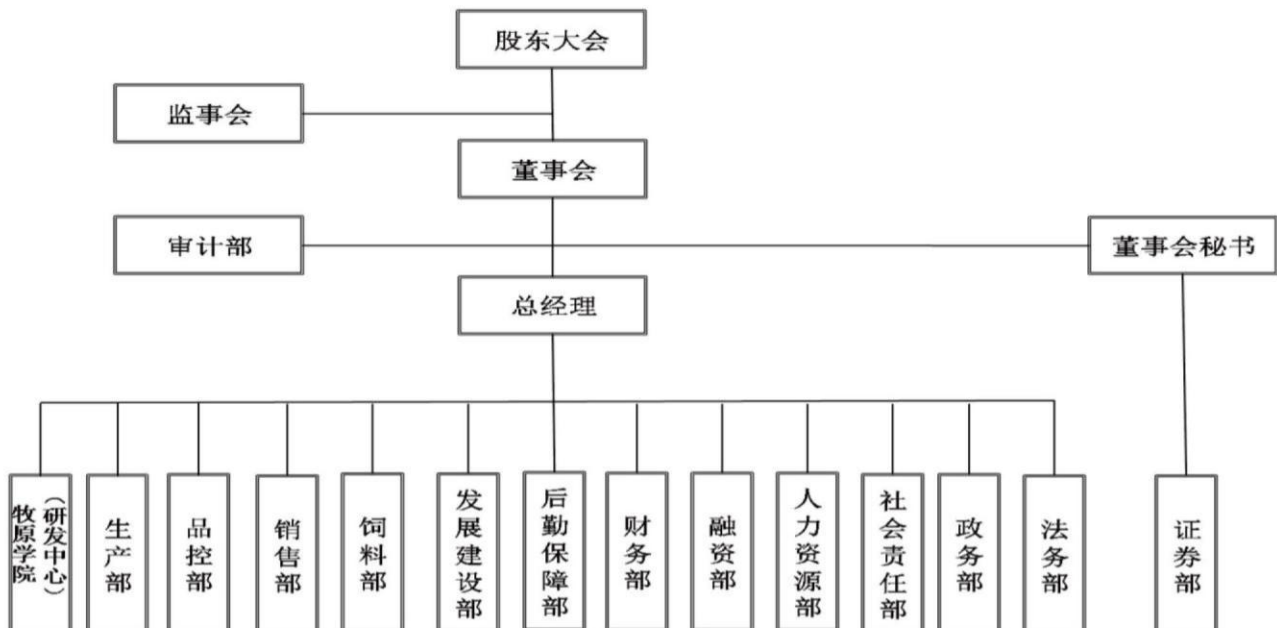
中诚信国际信用评级有限责任公司

2021 年 06 月 07 日

附一：牧原食品股份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）	持股比例
扶沟牧原农牧有限公司	46,000	100.00%
太康牧原农牧有限公司	40,000	100.00%
湖北钟祥牧原养殖有限公司	25,000	100.00%
正阳牧原农牧有限公司	25,000	100.00%
老河口牧原农牧有限公司	20,000	100.00%
邓州市牧原养殖有限公司	26,800	93.09%
合计 256 家子公司	--	--



资料来源：公司提供

附二：牧原食品股份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	277,829.80	1,093,320.63	1,459,356.97	882,389.53
应收账款净额	0.00	1,571.97	1,939.16	3,197.11
其他应收款	993.86	795.53	5,647.47	23,547.40
存货净额	581,272.82	716,617.62	2,117,922.25	2,744,118.94
长期投资	27,647.94	29,631.79	32,674.67	39,875.01
固定资产	1,354,460.54	1,886,424.98	5,853,049.31	7,020,271.44
在建工程	368,029.90	859,885.81	1,483,485.24	1,601,083.76
无形资产	35,054.41	43,181.90	76,802.57	76,557.25
总资产	2,984,186.29	5,288,658.61	12,262,725.70	14,371,872.59
其他应付款	58,869.29	263,271.06	416,551.43	477,918.67
短期债务	1,000,285.07	972,482.68	2,245,244.48	2,444,073.83
长期债务	249,952.65	290,660.06	1,271,956.39	2,170,279.98
总债务	1,250,237.72	1,263,142.74	3,517,200.87	4,614,353.81
净债务	972,407.92	169,822.11	2,057,843.89	3,731,964.28
总负债	1,613,422.77	2,117,501.63	5,652,201.68	6,908,370.16
费用化利息支出	58,974.45	55,889.73	92,257.84	--
资本化利息支出	695.47	228.66	1,681.68	--
所有者权益合计	1,370,763.52	3,171,156.98	6,610,524.02	7,463,502.44
营业总收入	1,338,815.77	2,022,133.25	5,627,706.56	2,015,209.60
经营性业务利润	48,287.41	626,183.89	3,037,492.12	806,037.47
投资收益	7,048.97	4,226.07	5,065.92	997.80
净利润	52,807.90	633,645.81	3,037,476.99	804,936.01
EBIT	111,585.84	687,824.96	3,129,509.16	--
EBITDA	240,120.27	856,259.55	3,491,038.12	--
经营活动产生现金净流量	135,765.93	998,889.54	2,318,575.12	475,582.82
投资活动产生现金净流量	-578,099.67	-1,279,894.42	-4,535,330.57	-1,455,028.80
筹资活动产生现金净流量	264,744.24	1,036,555.76	2,612,406.59	376,417.96
资本支出	504,729.91	1,312,060.03	4,607,078.75	1,449,151.39
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	9.82	35.95	60.68	45.88
期间费用率(%)	8.84	7.13	8.08	7.39
EBITDA 利润率(%)	17.94	42.34	62.03	--
总资产收益率(%)	4.14	16.63	35.66	--
净资产收益率(%)	3.99	27.90	62.11	45.75*
流动比率(X)	0.72	1.08	0.89	0.84
速动比率(X)	0.29	0.68	0.41	0.26
存货周转率(X)	2.41	2.00	1.56	1.79*
应收账款周转率(X)	--	2,572.73	3,205.64	3,138.79*
资产负债率(%)	54.07	40.04	46.09	48.07
总资本化比率(%)	47.70	28.49	34.73	38.21
短期债务/总债务(%)	80.01	76.99	63.84	52.97
经营活动净现金流/总债务(X)	0.11	0.79	0.66	0.41*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.14	1.03	1.03	0.78*
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.28	17.80	24.68	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-0.93	72.08	56.21	--
总债务/EBITDA(X)	5.21	1.48	1.01	--
EBITDA/短期债务(X)	0.24	0.88	1.55	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.02	15.26	37.16	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.87	12.26	33.31	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、中诚信国际在分析时将公司计入“其他流动负债”中的短期应付债券调整至短期债务；将公司计入“长期应付款”中的融资租赁款以及“租赁负债”调整至长期债务；将合同负债计入预收账款；将研发费用计入管理费用；3、带*指标已经年化处理。

附三：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 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	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
现金流	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）
	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
偿债能力	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”。

附四：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。