

中证鹏元资信评估股份有限公司

信用等级通知书

中鹏信评【2021】第 Z【1178】号

乐山巨星农牧股份有限公司：

中证鹏元资信评估股份有限公司对贵公司及贵公司拟发行的乐山巨星农牧股份有限公司 2021 年公开发行可转换公司债券进行了分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，贵公司主体信用等级为 AA-，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为 AA-。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本公司提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零二一年九月二十六日



乐山巨星农牧股份有限公司2021年公开发行可转换公司债券信用评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

技术领先，服务全球，让评级彰显价值

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人員已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

 中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

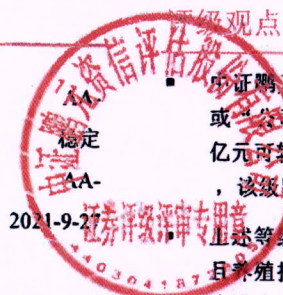
网址：www.cspengyuan.com



乐山巨星农牧股份有限公司 2021年公开发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果

主体信用等级
评级展望
债券信用等级
评级日期



评级观点

中证鹏元评定乐山巨星农牧股份有限公司（以下简称“巨星农牧”或“公司”，股票代码“603477.SH”）本次拟公开发行不超过 10 亿元可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的信用等级为 AA-，该级别反映了本期债券安全性很高，违约风险很低。

上述等级的评定是考虑到公司集种猪、饲料、商品猪生产为一体，且养殖技术较为先进，盈利能力较好；公司融资渠道较丰富，近年来资本实力明显增强，营业收入有望进一步扩大；同时中证鹏元也关注到，公司生猪养殖业务面临的外部环境波动较大，需关注猪价变动对公司后续业绩影响情况；饲料业务主要原材料价格有所上涨，2021 年上半年该业务盈利能力有所下滑；近年来皮革业务经营业绩有所下滑；公司面临一定的商誉减值风险，且面临较大的资金压力。

债券概况

发行规模：不超过 10 亿元
发行期限：6 年
偿还方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息，附债券赎回和回售条款
发行目的：用于德昌巨星生猪繁育一体化项目和补充流动资金

未来展望

- 未来随着在建养猪场项目投产，公司营业收入有望进一步扩大。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2021.6	2020	2019	2018
总资产	55.51	42.95	14.24	14.02
归母所有者权益	33.16	26.60	8.52	8.31
总债务	12.92	9.83	3.09	2.98
营业收入	14.54	14.39	5.56	6.19
净利润	2.97	1.33	0.40	0.60
经营活动现金流净额	3.10	3.73	0.55	0.03
销售毛利率	31.86%	30.65%	16.32%	18.56%
EBITDA 利润率	--	26.39%	13.03%	15.30%
总资产回报率	--	4.84%	4.11%	5.92%
资产负债率	39.26%	36.96%	38.35%	38.74%
净债务/EBITDA	--	1.47	0.54	-0.10
EBITDA 利息保障倍数	--	14.28	6.05	8.92
总债务/总资本	28.04%	28.03%	26.03%	25.76%
FFO/净债务	--	57.01%	29.99%	-384.87%
速动比率	0.64	0.54	0.85	1.02
现金短期债务比	0.90	0.59	0.92	1.08

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：杨培峰
yangpf@cspengyuan.com

项目组成员：陈俊松
chenjs@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **公司集种猪、饲料、商品猪生产为一体，且养殖技术较为先进，使得该业务盈利能力较好。**公司是集种猪、饲料、商品猪生产于一体的农业产业化经营的企业，生猪养殖技术较为先进，该业务毛利率水平较好。
- **公司融资渠道较丰富，近年来资本实力明显增强。**受益于 IPO 募集资金、非公开发行股票和自身经营积累等，近年来公司净资产规模不断增长。
- **未来营业收入规模有望进一步扩大。**截至 2021 年 6 月末，公司在建生猪养殖项目总投资规模较大，收入规模有望扩大。

关注

- **生猪养殖业务面临的外部环境波动较大，需关注猪价变动对公司后续业绩影响情况。**生猪养殖行业属于强周期性行业，随着生猪养殖规模的扩大，公司面临的周期性风险加大，此外，公司在建产能规模较大，在建产能释放时猪价具有不确定性，给在建生猪项目的经营效益带来不确定性。2021 年以来，生猪供大于求局面不断加剧，全国 22 省市生猪平均价逐步下降，生猪价格未来走势尚不明确，需关注猪价变动对公司后续业绩影响情况。
- **饲料业务产能利用率较低，主要原材料价格有所上涨，2021 年公司饲料业务盈利能力有所下滑。**近年来公司饲料生产线经常无法满负荷利用，产能利用率维持在低位。近年来玉米、豆粕和鱼粉等原材料在饲料板块的生产成本中的占比很高，由于原料价格有所上涨，且公司不能有效地将成本传导给下游客户，2021 年上半年公司饲料业务毛利率较 2020 年全年有所下降。
- **近年来公司皮革业务经营业绩有所下滑。**由于皮革产品需求整体有所减少以及低毛利产品收入占比逐步扩大，近三年公司皮革产品收入以及毛利率不断减少。
- **公司面临一定的商誉减值风险。**公司收购巨星农牧有限公司（以下简称“巨星有限”）后形成的商誉规模较大，若未来巨星有限实际运营业绩不及交易评估时的预期，则公司将面临较大的商誉减值测试压力，进而带来资产减值风险。
- **公司面临较大的资金压力。**截至 2021 年 6 月末，公司在建生猪养殖项目尚需投资规模较大，资金缺口主要依赖于银行借款以及股权融资方式，资金压力较大。

同业比较

指标名称	巨星农牧	牧原股份	新希望	温氏股份	天邦股份
资产总计（亿元）	42.95	1,226.27	1,094.43	805.00	155.02
营业收入（亿元）	14.39	562.77	1,098.25	749.24	107.64
净利润（亿元）	1.33	303.75	58.48	74.84	32.46
销售毛利率（%）	30.65	60.68	10.61	19.61	42.22
资产负债率（%）	36.96	46.09	53.06	40.88	43.25
流动比率	1.14	0.89	0.91	1.37	1.14

注：以上各指标均为 2020 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
-----------	-----



工商企业通用信用评级方法和模型

cspy_ffmx_2021V1.0

外部特殊支持评价方法

cspy_ff_2019V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、发行主体概况

公司于2013年12月注册成立，成立时注册资本1.40亿元，原名为四川振静股份有限公司，分别由四川乐山振静皮革制品有限公司（以下简称“振静皮革”）、贺正刚和四川和邦投资集团有限公司（以下简称“和邦集团”）发起设立，其中振静皮革持股63.33%、贺正刚持股24.79%、和邦集团持股11.88%。后经增资扩股以及多次股权转让，截至2017年10月末，公司注册资本为1.80亿元；其中，和邦集团持股58.49%、贺正刚持股11.78%、其他投资者合计持股29.73%。

2017年11月，经中国证券监督管理委员会批准，公司首次向社会公众发行人民币普通股6,000万股，并于2017年12月18日在上海证券交易所上市。此次增资后，公司注册资本变更为2.40亿元。其中，和邦集团持股43.87%、贺正刚持股8.84%。2020年7月，经中国证券监督管理委员会批准，公司发行股份及支付现金购买公司收购巨星有限100%股权，向四川巨星企业集团有限公司（以下简称“巨星集团”）等41家企业及个人合计发行2.28亿股。此次增发后，公司注册资本变更为4.68亿元，其中，和邦集团持股27.71%、巨星集团持股26.39%、贺正刚持股4.53%。2020年8月，公司名称变更为现名。

2021年6月，经中国证券监督管理委员会证监许可[2021]647号《关于核准乐山巨星农牧股份有限公司非公开发行股票批复》核准，公司向新疆宝地投资有限责任公司等8名特定投资者非公开发行人民币普通股（A）股0.38亿股。截至2021年7月末，公司注册资本为5.06亿元，和邦集团持股25.62%、巨星集团持股24.40%、贺正刚持股4.19%（另外，通过和邦集团间接持股25.88%），公司控股股东为和邦集团。公司实际控制人为贺正刚，其通过持有和邦集团的99%股份间接控制巨星农牧，此外，贺正刚还直接持有公司4.19%的股份，股权结构图详见附录二。截至2021年9月10日，和邦集团、贺正刚未解押股权质押数量为7,680万股、1,960万股，分别占其所持公司股份总数的59.23%、92.41%，占总股本的15.18%、3.87%。2021年7月末公司前十大股东明细如下表所示。

表1 截至2021年7月末公司前十大股东明细

股东名称	持股数量（股）	占总股本比例（%）
四川和邦投资集团有限公司	129,654,123	25.62
四川巨星企业集团有限公司	123,498,238	24.40
成都星晟投资有限公司	24,547,022	4.85
贺正刚	21,210,000	4.19
孙德越	14,439,425	2.74
陈强	5,454,545	1.11
新疆宝地投资有限责任公司	5,454,545	1.08
崔宇红	4,974,454	0.99
袁伯银	4,945,454	0.98

4

李强

4,813,141

0.95

资料来源：公司提供

2018-2019年公司主营业务为皮革的研发、制造与销售。2020年7月，公司收购巨星有限100%股权，主营业务在皮革业务的基础上新增了生猪、商品鸡养殖及饲料生产和销售业务，未来将重点发展生猪养殖业务。截至2021年6月末，纳入公司合并报表范围的子公司数量为41家，详见附件四。

二、本期债券概况

债券名称：乐山巨星农牧股份有限公司2021年公开发行可转换公司债券；

发行规模：不超过10亿元；

债券期限和利率：自发行之日起6年，本期债券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；

还本付息方式：每年付息一次，到期归还所有未转股的可转债本金和最后一年利息；

转股期限：本期债券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本期债券到期日止；

初始转股价格：本期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，具体初始转股价格提请公司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机构（主承销商）协商确定；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格低于当期转股价格80%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，持有公司本次发行的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公司股票交易均价，且修正后的价格不低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值。

若在前述连续三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格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；

债券赎回条款：在本期债券期满后五个交易日内，公司将向本期债券持有人赎回全部未转股的可转债。具体赎回价格将由股东大会授权公司董事会在本次发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。在本期债券转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会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债：1、在本次发行的可转债转股期内，如果公司股票在任意连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%（含）；

2、当本次发行的可转债未转股余额不足人民币3,000万元时。

若在前述连续三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则在转股价格调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格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；

债券回售条款：在本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价格的70%时，本期债券持有人有权将其持有的可转债全部或部分按照债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。

若在前述连续三十个交易日内发生过转股价格调整的情形，则转股价格在调整日前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在转股价格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。如果出现转股价格向下修正的情况，则前述连续三十个交易日须从转股价格向下修正后的第一个交易日起重新计算。

本期债券最后两个计息年度，本期债券持有人在当年首次满足回售条件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时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，则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。

若公司本期发行的募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本期债券持有人享有一次回售其持有的全部或部分可转债的权利。本期债券持有人有权将其持有的可转债全部或部分按照债券面值加当期应计利息的价格回售给公司。持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告的附加回售申报期内进行回售，若本期债券持有人在当次附加回售申报期内不实施回售，则不应再行使附加回售权；

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，公司原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体比例由股东大会授权公司董事会根据发行时具体情况确定，并在本期债券的发行公告中予以披露。

原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后的部分采用通过上交所交易系统网上定价发行的方式进行，或者采用网下对机构投资者发售和通过上交所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销商包销。具体发行方式由公司董事会与保荐机构（主承销商）在发行前协商确定。

三、本期债券募集资金用途

本期债券拟募集资金总额不超过10亿元，资金投向明细如下：

表2 本期债券募集资金投向明细（单位：万元）

项目名称	项目总投资	募集资金使用规模	占项目总投资比例
------	-------	----------	----------

德昌巨星生猪繁育一体化项目	192,075.84	75,000.00	39.05%
补充流动资金	-	25,000.00	-
合计	-	100,000.00	-

资料来源：公司提供

根据公司自行编制的《德昌100万头智慧养猪一体化产业园建设项目可行性研究报告》，募投项目德昌巨星生猪繁育一体化项目的实施主体为子公司德昌巨星农牧科技有限公司。募投项目拟新建母猪饲养规模为3.6万头的种猪繁育一体化生猪养殖场，生产育肥猪，建设各类猪舍包括配怀舍，分娩舍，公猪舍，后备舍、隔离舍和育肥舍及待售舍，该项目采用全程自养的方式。该项目建成后将达到年出栏生猪97.2万头的规模。该项目建设期为1年，自2021年2月起开工。该项目总投资19.21亿元，截至2021年8月末已投资2.00亿元。

该项目已于2020年10月10日取得四川省固定资产投资项目备案表；已于2020年11月27日取得凉山州德昌生态环境局出具的《关于<德昌巨星100万头智慧养猪园区项目环境影响报告书（承诺制）>的批复》（凉德环承诺审批[2020]1号）。

该项目建成运营后，预计每年可实现生猪销售收入16.89亿元，利润总额3.12亿元，投资回收期（含建设期）为6.99年。募投项目受资金到位情况、气候等不可抗力因素影响，存在不能按时完工的可能性，同时预期收益能否实现尚待观察。

四、运营环境

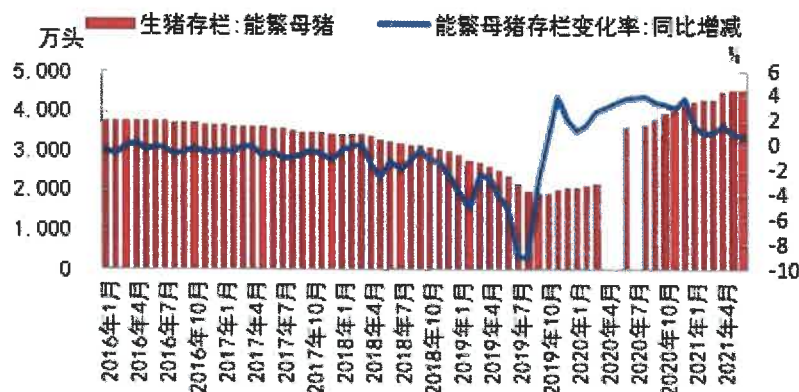
行业环境

2018 年四季度以来我国生猪供应量持续下降，在高养殖利润刺激下，业内补栏意愿强烈，能繁母猪存栏量在 2019 年 10 月触底回升，行业供给不足格局有所改善； 2021 年行业供过于求局面不断加剧，生猪价格逐步下降，对业内企业造成较大生产经营压力

我国是全球的生猪生产和消费大国，生猪存栏量、出栏量以及猪肉产量均居世界第一。供给方面，非洲猪瘟将大部分产能较落后的养殖企业淘汰出局，生猪供应缺口被明显放大。自 2018 年 10 月发生非洲猪瘟事件以来，生猪养猪行业加速产能去化，能繁母猪存栏量持续下降。在 2019 年 7 月之后国内一些疫情较轻微的地区如山西、陕西等加快复养进程、国家出台扶持养殖措施和高养殖利润驱使下，养殖行业补栏意愿强烈等因素的影响下，能繁母猪存栏量自 2019 年 10 月以来触底回升。截至 2020 年末，能繁母猪存栏量同比增长 35.10%至 4,161.00 万头。根据 Wind 数据，截至 2021 年 6 月末，全国能繁母猪存栏已连续 21 个月增长，生猪存栏已连续 17 个月增长，能繁母猪及生猪存栏已经恢复到正常水平，生猪产能的恢复导致供过于求，生猪价格自 2021 年以来逐步下降。



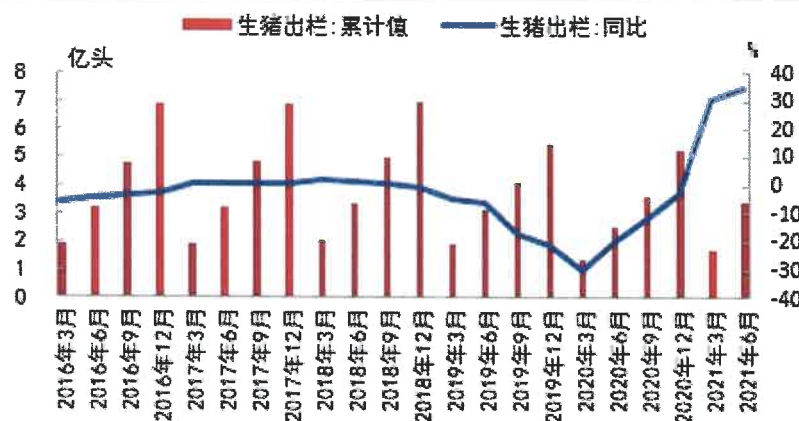
图 1 2019年10月我国能繁母猪触底回升，2021年6月末恢复到2017年末水平



资料来源：Wind，中证鹏元整理

受非洲猪瘟的影响，我国生猪出栏量自 2018 年四季度开始持续下降，2019 年出栏量为 5.44 亿头，下降幅度达 21.60%。2020 年 1-9 月受 COVID-19 疫情影响，出栏量同比下降 11.70%。2020 年 3 月以来全国生猪出栏量不断增长，11 月环比增长 16%、同比增长 66.1%，生猪出栏供应持续恢复。2021 年以来生猪出栏量继续保持增长，但尚未恢复到正常水平，需求较为疲软。

图 2 2018年四季度以来我国生猪出栏量持续减少，2020年3月触底回升



资料来源：Wind，中证鹏元整理

我国生猪价格受猪周期影响存在较大波动。2006 年以来，我国一共经历了 3 轮完整的猪周期，2018 年 8 月至今我国正处于第 4 轮的猪周期中。受 2018 年 8 月非洲猪瘟疫情导致活猪禁止跨区域运输影响，我国猪价逐渐出现下降。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，猪价呈现快速增长趋势，我国 22 个省市生猪均价从 2019 年 3 月 1 日的 12.15 元/千克大幅增至 2019 年 11 月 1 日的 40.98 元/千克，此后，进入 2020 年，我国猪价高位波动。2021 年以来，供大于求局面不断加剧，全国 22 省市生猪平均价逐步下降，对业内企业造成较大生产经营压力。

图 3 2020年我国生猪及猪肉价格高位运行，2021年生猪及猪肉价格逐步下降



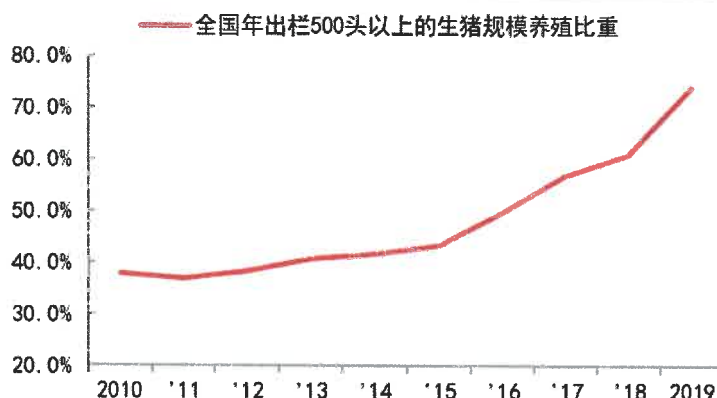
资料来源: Wind, 中证鹏元整理

我国生猪养殖政策助力产业健康发展，受动物疫病、环保管控趋严等因素影响，生猪产能逐步向龙头企业集中

我国生猪养殖政策助力产业健康发展。2020年中央一号文件强调，做好猪肉保供稳价工作加快恢复生猪生产。2020年3月17日，农业农村部办公厅、财政部办公厅、中国银保监会办公厅联合发布了《农业农村部办公厅、财政部办公厅、中国银保监会办公厅关于进一步加大对支持力度促进生猪稳产保供的通知》，加大生猪养殖信贷力度，增强政策性农业信贷担保作用，将享受临时贷款贴息补助政策的规模猪场条件由年出栏5,000头以上调整为年出栏500头以上，推动生猪生产加快恢复。2020年9月27日，国务院办公厅发布《关于促进畜牧业高质量发展的意见》，提出要加快构建现代养殖体系，加强良种培育与推广，实施生猪良种补贴和牧区畜牧良种补贴；要建立健全动物防疫体系，落实动物防疫主体责任；要加快构建现代加工流通体系，加快健全畜禽产品冷链加工配送体系；要持续推动畜牧业绿色循环发展。

受动物疫病、环保管控趋严等因素影响，生猪产能逐步向龙头企业集中。病疫是生猪养殖业发展的重要因素，目前国内对生猪养殖影响较大的疫病主要有非洲猪瘟、蓝耳病、猪乙型脑炎等，这些疫病防治难度较大，死亡率高，养殖企业面临较高的防疫成本。环保方面，生猪养殖活动中排出的污水、粪便、气体以及丢弃的死猪等可能对空气、水和土壤等各环境因素造成污染。随着国家及地方环保管控趋严，养殖行业企业面临较大的环境压力，以及由此产生的成本压力。动物疫情及环保管控压力对生猪养殖户的防疫及环保水平提出了更高的要求，倒逼中小散户退出养殖，产业链较为完整的大型生猪养殖企业逐步扩大市场份额。

图 4 我国生猪养殖趋于集团化养殖



资料来源：中证鹏元整理

目前我国生猪养殖行业以散户为主导，规模化养殖程度不高，市场集中度较低。近年来生猪价格持续走低，叠加非瘟对养殖户的防疫水平提出了更高的要求等因素的影响，倒逼中小散户退出养殖，产业链较为完整的大型生猪养殖企业逐步扩大市场份额，同时高养殖利润也吸引了较多的上游饲料企业产业链加速延伸至下游的养殖业。从养殖规模看，目前行业中大型生猪养殖企业有温氏股份、牧原股份和正邦科技等，其中温氏股份和牧原股份分别是“公司+农户”和自繁自养模式下的行业龙头企业。

近年来我国饲料主要原材料玉米价格有所上涨，豆粕价格波动较大，给生猪行业企业带来一定的成本管控压力；饲料行业竞争较为激烈，行业集中度较低

我国饲料行业的原材料主要为玉米和豆粕等，上述原材料的价格波动对饲料价格影响较大。2016年国家开始取消玉米临储收购，改为市场化收购定价，并由政府在成本端对农户进行补贴，国内玉米价格由此前的政策定价改为市场化定价。2017年以来，随着玉米供给侧改革去库存的持续推进，库销比逐年下降，玉米库销比由2017年的84.94%逐年下降至2019年的47.44%，高库存得以逐步去化，玉米市场价格重心上移，但受制于前期高库存，涨幅有限。2020年以来，随着下游的生猪存栏量快速恢复，玉米需求大幅回升，玉米现货平均价由2019年12月31日的1,918.56元/吨上涨至2021年8月16日的2,797.35元/吨，同比增长45.80%，考虑到需求端生猪存栏的恢复、玉米深加工企业补库的刚需和库销比的持续走低，预计2021年玉米需求有望继续好转，玉米价格将维持高位。

图 5 2017年以来玉米价格逐步上升，豆粕价格波动性较大



资料来源：Wind，中证鹏元整理

我国大豆主要来源于进口，受海外市场影响较大，巴西、美国 and 阿根廷是大豆的前三大进口国家，2019 年上述三个国家的进口占比分别为 65.16%、19.14% 和 9.93%。2018-2019 年受中美贸易摩擦出现反复影响，豆粕价格波动较大。2020 年以来 COVID-19 疫情导致豆粕生产延缓和运输受阻等，豆粕供应量下降使得豆粕价格上涨，我国豆粕价格整体呈上行趋势。

饲料行业呈现如下特点：进入壁垒低、行业集中度低、同质化情况较为严重、竞争较为激烈等。近年来随着在非洲猪瘟疫情的影响下，下游的中小养殖散户逐步退出，大型养殖企业市场份额在逐步扩大，行业集中度加速提升，未来行业竞争趋势将呈马太效应。在非瘟等因素的影响下，饲料行业加快调整产业结构和产业链延伸，部分产能转为生产自用、部分以商品饲料为主的企业加大向下游养殖业发展力度。目前猪饲料生产企业有新希望、正邦科技和唐人神等，水产料主要有海大集团和通威股份等。

近年来国内皮革行业产量下降趋势明显，行业内以小型企业为主；受政策影响，制革行业整合升级成为当前主流趋势，不断发展区域化产业集群

皮革行业为可再生资源产业，是畜牧业的延伸，是循环经济重要的一环。近年来，世界经济增速持续下滑，国际贸易与投资增长表现不佳，中国规模以上皮革产量保持下降趋势。从产业区域分布情况来看，中国皮革产量主要集中在福建、四川、河北、广东、山东、浙江等地区。近年我国制革企业 70% 的企业集中在沿海一带，如福建、浙江、广东等省份，但以小型企业为主体，形成规模的大型企业较少，生产集中度较低。目前该行业正在由生产集中度较低、企业规模较小、数量较多的状况，向区域化产业集群、大企业主导、中小企业专业化分工、上下游产业紧密链接的格局发展，已初步形成上中下游产品相互配套、专业化强、分工明确、特色突出、对拉动当地经济起着重要作用的产业集群地区。

图 6 2016年中国规模以上皮革产量整体保持下降趋势



资料来源：中国皮革协会，中证鹏元整理

根据《皮革行业发展规划（2016-2020 年）》、《关于制革行业结构调整的指导意见》等行业发展方针，以及国家环保政策的要求，制革行业整合升级成为当前主流趋势，随着诸多不合规企业的关闭和落后产能的淘汰，规模化、规范化的制革企业得以稳定发展。经过调整优化结构，我国皮革产业集群快速发展，已初步形成上中下游产品相互配套、专业化强、分工明确、特色突出、对拉动当地经济起着举足轻重作用的产业集群地区。空间布局上东部和中西部协调发展，推动产业有序专业和有效承接。四川、河北、山东等地凭借劳动力与皮源优势，承接产业梯度转移，在新技术、新平台上实现新跨越，走转移与转型结合、提升与扩张共进的新型产业化发展之路。

近年来皮革价格呈下降趋势，导致规上皮革企业销售收入减少，其中制鞋企业销售收入占比较大

从皮革价格指数情况来看，2015-2020 年 8 月，皮革价格总体呈下降趋势。2015 年初，价格指数在 114.96 点，2015 年 2 月底达到近年峰值 119.35，2018 年后价格指数下降至 100 以下，2019 年下半年小幅波动回升，但仍低于 100。截至 2020 年 8 月底，皮革价格指数为 75.43。

2016-2019 年，中国规上皮革企业销售收入缓慢减少。2019 年，规模以上皮革企业（制鞋、箱包、制革、皮革服装、毛皮及制品）实现销售收入 10,981.99 亿元，同比下降 0.87%，全年走势呈现高开低走的特点。

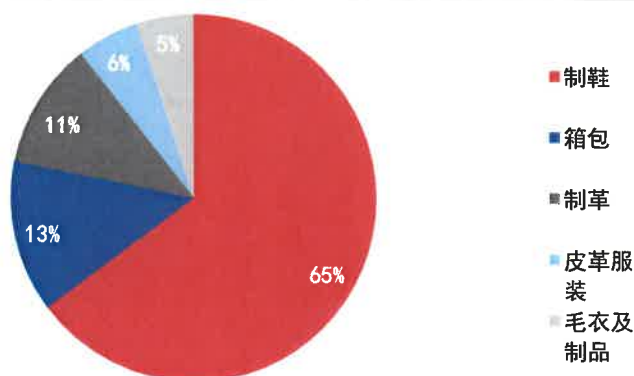
图 7 近年来中国规模以上皮革企业销售收入缓慢减少



资料来源：中国皮革协会，中证鹏元整理

2019 年，规模以上皮革主体行业中，规上鞋企销售收入 6,818.32 亿元，同比增长 2.05%；规上箱包企业销售收入 1,419.05 亿元，同比下降 1.66%；规上制革企业销售收入 1,182.63 亿元，同比下降 13.14%；规上皮革服装行业企业销售收入 585.11 亿元，同比增长 6.43%；规上毛皮及制品企业销售收入 536.01 亿元，同比增长 1.55%。规上皮革主体行业利润总额 658.37 亿元，同比下降 1.96%。

图 8 2019 年中国规模以上皮革主体行业销售收入中制鞋企业收入占大部分



资料来源：中国皮革协会，中证鹏元整理

五、公司治理与管理

公司根据《中华人民共和国公司法》、《中华人民共和国证券法》及其他有关规定，制定了公司法人治理结构，设立了股东大会、董事会及监事会。股东大会是公司的权力机构，决定公司的经营方针及投资计划，选举和更换非由职工代表担任的董事、监事，审议批准公司的董事会及监事会报告、年度财

务预算及利润分配方案等。

公司董事会执行股东大会决议，对股东大会负责，由9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，任期三年，任期届满可连选连任；董事会设董事长1名，经董事会决议决定产生。公司监事会由3名监事组成，其中公司职工代表监事1名，职工代表监事由公司职工代表大会民主选举产生；设监事会主席1名，由全体监事过半数选举产生。监事每届任期三年，任期届满，连选可以连任。

公司设总经理1名，并可根据需要设若干名副总经理，由董事会聘任或解聘；总经理主持公司的生产经营管理工作，并向董事会报告工作，每届任期三年，连聘可以连任；总经理、副总经理、财务总监、董事会秘书为公司高级管理人员。

公司董事会设置了战略委员会、审计委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会4个专门委员会及董事长，审计委员会下设审计部。内部管理方面，公司设销售部、工程管理部、财务部、供应部等部门以及养殖业务板块（下设猪业事业部、养殖服务事业部、供应链中心等）。截至2021年7月末，公司组织架构图见附录三。

员工构成方面，截至2020年末，公司员工总数超3,000人，专业构成方面，公司员工以生产人员为主；教育程度方面，公司员工以初中及以下学历为主。

表3 截至 2020 年末公司员工构成及教育程度

专业构成	人数	占员工总人数比重
生产人员	1,809	58.85%
销售人员	133	4.33%
技术人员	352	11.45%
财务人员	96	3.12%
行政人员	112	3.64%
采购人员	35	1.14%
管理人员	375	12.20%
其他人员	162	5.27%
合计	3,074	100.00%
教育程度	人数	占员工总人数比重
初中及以下	1,578	51.33%
中专/高中	557	18.12%
大专/本科	876	28.50%
研究生及以上	63	2.05%
合计	3,074	100.00%

资料来源：公司 2020 年年度报告，中证鹏元整理

六、经营与竞争

2018-2019年公司主要从事皮革销售业务，2020年7月公司收购巨星有限后，新增生猪、商品鸡养殖销售、饲料销售业务，养殖行业收入成为公司主要收入来源，其较高的毛利率也带动公司综合毛利率上

升。2021年1-6月，公司养殖行业收入相比2020年下半年收入有所增长。

表4 公司营业收入构成及毛利率情况（分行业）（单位：万元）

项目	2021年1-6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
皮革行业	24,318.32	13.20%	43,253.25	7.02%	54,714.27	16.17%	61,519.92	18.55%
养殖行业	120,595.55	35.65%	96,513.43	41.90%	0.00	-	0.00	-
其他	530.65	25.03%	4,152.38	15.49%	841.64	25.96%	369.29	19.68%
合计	145,444.52	31.86%	143,919.06	30.65%	55,555.90	16.32%	61,889.21	18.56%

注：公司将巨星有限 2020 年 7-12 月财务数据并入合并范围。

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

由于皮革产品需求整体有所减少以及低毛利产品收入占比逐步扩大，2020年公司皮革产品收入以及毛利率有所减少。随着2020年公司收购巨星有限，公司新增生猪、饲料、商品鸡销售收入，且收入规模较大。其中生猪销售毛利率较高，饲料销售毛利率其次，商品鸡销售毛利率为负。公司商品鸡销售毛利率为负的原因为原料成本的上涨，养殖成本上升，售价涨幅不能弥补成本的增长。2020年公司其他业务收入有所增长，主要系公司新增饲料原料销售收入所致。2021年1-6月，公司生猪销售收入较2020年下半年有所增长，但毛利率随行情有所下降。2021年1-6月，公司饲料销售毛利率较2020年下半年有所下降，主要系饲料成本上涨幅度较快所致。

表5 公司营业收入构成及毛利率情况（分产品）（单位：万元）

项目	2021年1-6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
皮革产品	24,318.32	13.20%	43,253.25	7.02%	54,714.27	16.17%	61,519.92	18.55%
生猪	86,786.65	48.64%	66,503.74	58.21%	0.00	-	0.00	-
饲料	24,605.34	7.83%	21,365.00	15.00%	0.00	-	0.00	-
商品鸡	9,203.56	-12.43%	8,644.69	-17.13%	0.00	-	0.00	-
其他	530.65	25.03%	4,152.38	15.49%	841.64	25.96%	369.29	19.68%
合计	145,444.52	31.86%	143,919.06	30.65%	55,555.90	16.32%	61,889.21	18.56%

注：公司将巨星有限 2020 年 7-12 月财务数据并入合并范围。

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

公司集种猪、饲料、商品猪生产为一体，且养殖技术较为先进，盈利能力较好；生猪养殖业务采用紧密型“公司+农户”模式，近年来生猪养殖业务规模扩张速度较快；在建猪场规模较大，存在较大的资金压力，且在建产能释放时猪价的不确定性给在建生猪项目的经营效益带来了不确定性

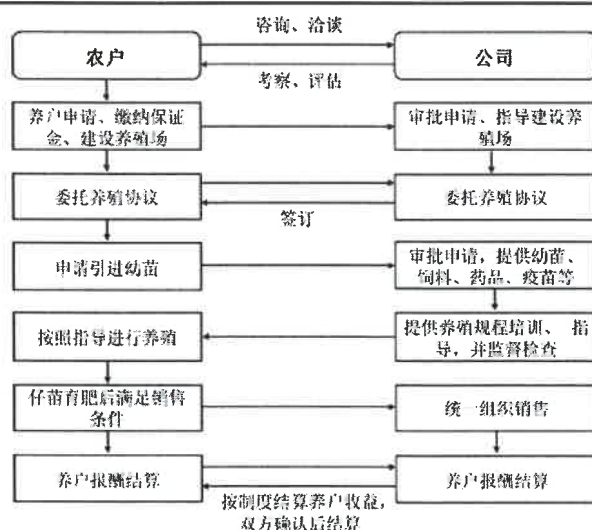
公司生猪养殖业务由公司设立的子公司以及巨星有限负责运营。以下表格数据中，2021年1-6月数据为公司合并数据，2020年相关数据为巨星有限1-6月数据加上巨星农牧7-12月合并数据，2018-2019年相关数据来源于收购前的巨星有限。

巨星有限是以生猪养殖为主的大型畜禽养殖企业，经过十余年规模化猪场管理的实践，积累了丰富的养殖管理经验，已形成生猪养殖行业较为完整的一体化产业链，是集种猪、饲料、商品猪生产于一体的农业产业化经营的企业，先后荣获“中国畜牧行业百强优秀企业”、“农业产业化省级龙头企业”、“四川省科学技术进步一等奖”等荣誉。

技术方面，公司主要与Pipestone、PIC等国外公司保持合作。Pipestone是一家养猪服务技术公司，该公司负责向公司提供生猪养殖咨询服务。公司从猪场的选址、设计、建设、设施设备的配置、猪场的生产操作流程等方面引入全套养殖理念和生产技术体系，遵循现代化、规模化、工业化的养殖理念。PIC是一家国外种猪改良公司，该公司负责向公司提供曾祖代公猪以及曾祖代和祖代小母猪。公司从PIC引进种猪，选取生产速度快、饲料转化率高、肉质性状好和适应性强的父系种猪以及繁殖性能好的母系种猪，充分利用杂交优势和性状互补原理，使其后代综合表现出优良性状。由于公司生猪养殖技术较为先进，公司该业务毛利率水平较高。

公司养殖业务采用紧密型“公司+农户”以及自主养殖两种生产模式，紧密型“公司+农户”模式指公司负责生猪育种和扩繁，农户负责育肥。公司首先通过派发资料、上门拜访、召开养户发展动员会等方式向广大农户宣传公司合作养殖政策，有养殖意向的农户会与公司产业部咨询、洽谈具体内容。同时，公司对这部分农户进行考察、评估，要求农户具备良好的养殖条件和履约能力，并为合作农户的养殖场建设提供指导，使之达到公司标准，审核通过后与农户签订正式的委托养殖合同。农户养殖过程中，公司负责向合作农户提供幼苗、饲料、药品、疫苗等物资供应，以及营养方案、养殖培训等技术指导。待畜禽产品满足出栏标准后，由公司负责最终的销售环节，并按照合同约定的结算方法与农户结算对应的报酬。公司紧密型“公司+农户”生产模式见下图。

图9 公司紧密型“公司+农户”生产模式流程图



资料来源：公司提供

自主养殖模式指公司从国外公司引进高质量、高健康种猪种群进行祖代和父母代扩繁，坚持基因育种，持续选育优秀的品种，种猪选育和扩繁、仔猪生产、商品猪育肥全程由公司负责。公司目前主要在西南布局种猪育种繁育基地，并根据基地的具体情况配套建设育肥场。

公司大部分生猪养殖均采用紧密型“公司+农户”模式，少部分采用自主养殖模式。目前在成都基地、广元基地、泸州基地、宜宾基地、眉山基地、乐山基地、雅安基地、攀西基地、平塘基地、平南基地、廊坊基地”十一个生猪养殖基地，已建成19个标准化种猪场。公司出栏生猪产品包括商品猪和种猪，品种较为多样，有利于分散市场风险。近三年公司产能不断提升，受非洲猪瘟等因素影响，产量波动增长。近年来公司生猪存栏量整体保持较快增长，2021年6月末总存栏量达到71.44万头，其中商品猪占比较大，为67.95%。随着2021年猪肉价格不断下降，公司生猪毛利率未来可能出现下滑趋势。

表6 公司生猪养殖产能及产量情况（单位：万头）

项目	2021年 1-6月	2020年	2019年	2018年
产能	71.94	59.42	27.41	21.43
产量	31.17	31.50	16.33	19.86
产能利用率	43.33%	53.01%	59.58%	92.67%

注：2021年 1-6 月公司产能为半年数据。

资料来源：公司提供

截至2021年6月末，公司在建生猪养殖项目均由公司本部根据项目需要设立的子公司负责建设以及后期运营，计划总投资规模较大。资金来源方面，公司将使用IPO募投资金1.00亿元用于平塘县优质生猪产业化建设项目，2021年上半年通过非公开发行股票方式筹资4.08亿元，拟通过本期债券融资7.50亿元，其余资金缺口拟通过自筹或其他融资方式补足。截至2021年6月末，公司在建生猪养殖项目尚需投资22.11亿元，存在较大的资金压力，且在建产能释放时猪价的不确定性给经营效益带来了不确定性。动物疫病因其传染性强、死亡率高特征，成为畜牧养殖行业发展中面临的主要风险，此外，随着国家及地方政府对环保要求的逐步提高，使得公司将支付更高的环保投入及运行费用，提高运营成本。中证鹏元将持续关注动物疫病、环保压力等对公司生产带来的影响。

表7 2021年6月末公司在建生猪养殖项目情况（单位：万头、万元）

项目名称	预计生猪存栏量	计划总投资	已投资
剑阁巨星龙源种猪场	1.00	9,627.00	5,622.60
屏山巨星龙溪育肥场	0.72	1,928.00	901.97
泸县巨星俞寺育肥场	0.44	794.00	247.79
古蔺巨星石宝种猪场项目	1.00	21,103.75	2,431.67
古蔺巨星皇华种猪场项目	0.90	14,008.37	2,949.79
德昌巨星生猪繁育一体化项目	3.60	192,075.84	13,919.30
平塘县优质生猪产业化建设项目	0.54	9,957.59	2,291.19

合计	4.60	249,494.55	28,364.31
----	------	------------	-----------

注：屏山巨星龙溪育肥场、泸县巨星俞寺育肥场预计生猪存栏量指的是育肥猪，其余项目均指种猪。

资料来源：公司提供

猪饲料成本中玉米、豆粕占比较大，2021年上述原材料价格有所上涨，给公司带来一定的成本控制压力

公司生猪养殖成本中，饲料成本占比较大，近年维持在47%以上，且主要为玉米、豆粕等原材料采购成本，该等原材料的价格波动对养殖成本的影响较大。公司饲料来源于自主生产，包括复合预混合饲料、配合饲料、浓缩饲料等。养殖所需疫苗、兽药等产品由供应链中心和养殖服务事业部统一制定采购计划、采购合同谈判及合格供应商的选择，养殖业务板块各公司在养殖事业部的统一管理下分别进行采购。

表8 公司生猪养殖成本构成情况（单位：万元）

项目	2021年1-6月		2020年		2019年		2018年	
	成本	占比	成本	占比	金额	成本	占比	成本
饲料原材料	26,446.56	59.33%	19,750.61	47.09%	19,684.49	57.80%	20,657.57	61.33%
职工薪酬/养户报酬	7,667.49	17.20%	7,831.72	18.67%	5,798.79	17.03%	4,832.02	14.34%
药品及疫苗成本	2,985.39	6.70%	2,676.85	6.38%	2,860.36	8.40%	3,107.74	9.23%
增值摊销	473.13	1.06%	5,048.17	12.04%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他费用（电力、天然气等）	7,004.80	15.71%	6,635.62	15.82%	5,710.84	16.77%	5,087.10	15.10%
合计	44,577.38	100.00%	41,942.97	100.00%	34,054.48	100.00%	33,684.43	100.00%

资料来源：公司提供

随着公司业务规模扩大，近年生猪销售收入以及盈利能力不断增长，但受生猪价格转跌影响，2021年上半年盈利能力有所下降，需关注猪价变动对公司后续业绩影响情况

公司生猪产品的主要销售对象为从事生猪贸易的生猪经纪人，货款结算方式主要为现款现货交易。生猪经纪人长期活跃于屠宰加工企业、批发市场和生猪养殖企业之间，具有较丰富的运输经验、市场供求信息 and 一定的客户资源，辐射的终端客户群体较为庞大，直接销售给生猪经纪人，符合生猪行业特征。

随着公司生猪销售规模增长，2018-2020年公司生猪销售收入保持增长。得益于生猪价格不断提高以及生猪销量波动增长，公司生猪销售收入以及毛利率不断提高。2021年上半年，生猪价格转为下降趋势，公司销售毛利率有所下降。

表9 公司生猪销售收入情况

项目	2021年1-6月	2020年	2019年	2018年
生猪销售收入（万元）	86,786.65	109,725.02	50,800.39	36,785.16
销售毛利率	48.64%	61.77%	32.96%	8.43%
销售量（万头）	31.17	31.50	22.19	23.99

注：2021年1-6月数据为公司合并数据，2020年相关数据为巨星有限1-6月数据加上巨星农牧7-12月合并数据，2018-2019年相关数据来源于收购前的巨星有限。

2018-2019年公司生猪销售收入以商品猪为主，2020年种猪销售收入有所提高。种猪主要销售对象为其他中大型猪企，例如新希望。需要关注的是，2021年猪价下降明显，公司下半年业绩存在下滑风险。近三年生猪养殖前五名客户销售金额占年度销售总额的比重整体有所下降。公司生猪销售集中在四川、重庆、云南等西南地区。

项目	2021 年 1-6 月	2020 年	2019 年	2018 年
种猪	32,743.82	37,222.17	7,412.93	805.96
商品猪	54,042.83	72,502.85	43,387.47	35,979.19
合计	86,786.65	109,725.02	50,800.39	36,785.16

公司饲料业务由巨星有限所属子公司乐山巨星生物科技有限公司、眉山市彭山永祥饲料有限责任公司、重庆巨星农牧有限公司、云南巨星农牧有限公司等负责运营。以下表格数据中，2020年相关数据为巨星有限1-6月数据加上巨星农牧7-12月合并数据，2018-2019年相关数据来源于收购前的巨星有限。目前饲料产品包括猪料、禽料、鱼料等，产品种类较为丰富。猪饲料产品方面，涵盖从乳猪料、保育料、育肥料、母猪料、公猪料等各阶段生猪饲喂产品。

产能方面，近三年公司产能保持恒定。产量方面，近三年饲料产量保持增长，受非洲猪瘟影响，猪料产量波动增长。产能利用率方面，近三年公司产能利用率处于较低水平，存在一定的产能消化风险。公司产能利用率较低主要系两大原因，一是由于饲料行业受下游养殖行业需求波动的影响较大，而养殖业具有较为明显的季节性，在行业淡季经常会出现饲料生产线未满负荷利用的情形。二是公司饲料生产线部分设施老旧，实际产能低于设计产能。

其中：猪料	16.67	15.08	16.35
其他	12.39	13.15	11.74
产能利用率	30.48%	29.62%	29.48%

资料来源：公司提供

公司饲料成本中原材料占比很大，原材料价格波动对公司业务盈利能力影响较大，需关注未来原材料价格波动情况

公司设立采购中心，各饲料业务子公司每月初根据原料库存、生产计划、市场行情制定采购计划。根据采购计划，各子公司从供应商名单选择供应商进行询价，结合价格和品质，确定供应商。各子公司与供应商达成采购意向，经采购中心审核通过后签订合同。近年来原材料在饲料板块的生产成本中的占比很高，其价格变动对公司成本控制影响较大，且与饲料产品的单位生产成本呈正相关。2021年以来玉米豆粕等主要原料价格大幅上涨，且公司未能有效地将成本传导给下游客户，对公司2021年上半年经营业绩产生不利影响。

表12 公司饲料成本构成情况（单位：万元）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	34,546.57	92.27%	49,206.04	93.90%	50,096.07	94.46%
包装物	451.36	1.21%	622.36	1.19%	639.78	1.21%
职工薪酬	593.62	1.59%	779.36	1.49%	681.91	1.29%
燃料及动力	543.17	1.45%	847.04	1.62%	823.99	1.55%
增值摊销	529.24	1.41%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
其他费用	778.60	2.08%	945.47	1.80%	793.77	1.50%
合计	37,442.55	100.00%	52,400.27	100.00%	53,035.52	100.00%

资料来源：公司提供

原材料采购方面，公司饲料业务采购的原材料主要有玉米、豆粕、鱼粉等。2018-2019年玉米采购价格保持相对稳定，但2020年价格有所提高。近三年豆粕采购价格整体来看有所下降，鱼粉采购价格波动上升。随着公司生猪、肉鸡养殖规模扩大，近三年玉米采购数量不断增长，豆粕采购数量缓慢增长，鱼粉采购数量略有增长。从采购金额来看，玉米采购金额较大，豆粕采购金额保持相对稳定，鱼粉缓慢增长。

表13 公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2020 年	2019 年	2018 年
玉米	采购数量（万吨）	16.40	14.76	14.18
	单价（元/吨）	2,485.36	2,154.47	2,121.66
	金额（万元）	40,751.13	31,809.44	30,090.58
豆粕	采购数量（万吨）	4.62	4.58	4.27

	单价（元/吨）	3,233.22	3,192.70	3,536.15
	金额（万元）	14,941.26	14,624.22	15,089.09
	采购数量（万吨）	0.52	0.47	0.39
鱼粉	单价（元/吨）	9,554.44	9,227.97	9,388.57
	金额（万元）	4,981.83	4,379.94	3,649.05

资料来源：公司提供

公司饲料销售采用经销和直销结合方式，经销收入占比略高；近三年公司饲料业务逐步以自用为主，与生猪养殖板块形成一定协同作用，销售毛利率保持相对稳定

公司饲料业务采用经销和直销相结合的销售模式。经销模式即公司销售团队在当地开发经销商客户，将饲料产品买断式销售给经销商，由经销商继续向当地养殖户进行销售的模式；直销模式即公司销售团队在当地开发养殖户客户，将饲料产品直接对养殖户销售的模式。2018-2020年，公司经销收入有所波动，但整体保持在55%以上。

表14 近年来公司饲料直销和经销收入以及占比情况（单位：万元）

产品	项目	2020 年	2019 年	2018 年
直销	收入	18,806.43	23,707.45	24,534.08
	占比	44.00%	40.25%	40.90%
经销	收入	23,933.61	35,197.37	35,456.10
	占比	56.00%	59.75%	59.10%
收入合计		42,740.04	58,904.82	59,990.18

资料来源：公司提供

公司的饲料销售分为自用自用和销售两部分，自用自用方面，随着公司生猪养殖规模扩大，猪料自用数量和占比逐年增加，生猪养殖与饲料板块形成了一定的协同作用。随着商品鸡养殖量增长，公司其他饲料（禽料、鱼料等）自用数量和占比不断增长。销售方面，2018-2019年猪料销售量保持稳定，但由于2020年公司生猪养殖规模增长较快，销售量有所减少。根据公司商品鸡养殖需要，近三年公司其他饲料销售量有所波动。

表15 公司饲料销量情况

产品	项目	2020 年	2019 年	2018 年
猪料	自用（万吨）	12.39	7.61	8.49
	销售（万吨）	4.36	7.23	7.63
	销量（万吨）	16.75	14.84	16.12
	自用占比	73.97%	51.28%	52.67%
其他饲料	自用（万吨）	5.79	3.50	2.72
	销售（万吨）	6.88	9.45	8.85
	销量（万吨）	12.67	12.95	11.57

	自用占比	45.70%	27.03%	23.51%
	自用（万吨）	18.18	11.11	11.21
合计	销售（万吨）	11.24	16.68	16.48
	销量（万吨）	29.42	27.79	27.69
	自用占比	61.79%	39.98%	40.48%

资料来源：公司提供

销售价格方面，2019年公司饲料销售价格保持相对稳定，主要受原材料上涨影响，2020年饲料销售价格有所提高。综合影响下，2018-2019年公司饲料收入和毛利率保持相对稳定，2020年饲料收入有所减少，但毛利率略有提高，主要系公司饲料销售价格增长较多所致。2021年上半年饲料收入2.46亿元，毛利率有所下降至4.62%，主要系原材料价格上涨幅度超过销售价格上涨幅度所致。

表16 公司饲料销售收入情况

产品	项目	2020年	2019年	2018年
猪料	销售均价（元/吨）	3,597.38	3,339.72	3,384.63
	收入（万元）	15,684.52	24,146.21	25,824.70
	销售毛利率	13.74%	15.26%	13.00%
其他饲料	销售均价（元/吨）	3,932.49	3,678.16	3,860.51
	收入（万元）	27,055.52	34,758.61	34,165.48
	销售毛利率	11.62%	8.11%	10.53%
合计	销售均价（元/吨）	3,802.50	3,531.46	3,640.18
	收入（万元）	42,740.04	58,904.82	59,990.18
	销售毛利率	12.39%	11.04%	11.59%

资料来源：公司提供

公司皮革业务涵盖家私革、汽车革、鞋面革三大产品线，由于近三年整体需求减少，公司产能利用率不断下降，导致收入和毛利率均有所减少

公司皮革业务包括中高档天然皮革的研发、制造与销售，产品广泛运用于制造中高档家私、汽车座椅及内饰和鞋面等，建立了家私革、汽车革、鞋面革三大产品线，产品链条完整，能够进行个性化定制、柔性化生产。家私革方面，公司与国内、外知名家私品牌制造商，如顾家家居、慕思家居、亚振家居等建立了长期良好合作关系；汽车革方面，公司与广汽集团、比亚迪供应链形成稳定合作关系；鞋面革方面，公司主要供应New Balance、红蜻蜓等品牌。

公司皮革业务收入主要来源于汽车革、家私革、鞋面革。2018-2020年国内自主品牌汽车产量不断减少，使得近三年公司汽车革收入不断减少，且受疫情影响，公司2020年鞋面革销售量大幅减少，综合导致近三年公司皮革业务收入不断减少。近三年家私革销量保持增长，尤其是2020年增加较为明显，主要系受疫情影响，下游客户出口需求较大。由于低毛利的家私革销售量保持增长但高毛利的汽车革销售

量不断减少，导致公司皮革业务毛利率不断降低。

生产方面，公司制革工艺流程以盐渍皮为基础，主要由水场、染色和整理三大工段构成。水场工段包括浸水、去肉、脱毛浸碱、片皮、脱灰、软化、浸酸、鞣制等；染色工段包括挤水、削匀、复鞣染色等；整理工段包括干燥、振软、磨革、熨烫、压花、摔软等。

由于皮革产品的下游行业众多，对皮革产品的规格、颜色、花纹、手感、表面效果等方面有各种要求，公司采用以销定产的生产模式，主要根据客户的订单来安排生产计划。随着公司生产线改造升级，近三年公司年产能有所增长，但产量缓慢下降，产能利用率不断下降。

表17 公司皮革生产情况（单位：万张）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
年产能	120	90	80
产量	74.80	82.75	83.80
产能利用率	62.33%	91.95%	104.75%

资料来源：公司提供

采购方面，公司皮革业务主要采购牛原皮和化学原料两类物资。原皮的采购根据生产情况、原皮国际价格、现有库存情况确定，由生产厂拟定需求计划，经总经理批准后，进出口部制订《采购合同》，向原皮供方进行采购。公司主要通过位于澳大利亚的二级全资子公司H.J.HIDES&SKINS AUSTRALIA PTY .LTD、二级控股子公司H.J.HIDES&SKINS AUSTRALIA (QLD) PTY .LTD.，向当地主要屠宰场、牧场采购牛皮，并经初加工制成盐渍皮后出售给公司作为制革原材料。化学原料采购与原皮采购程序较为类似。公司原材料占生产成本的比例较高，其次是人工成本、制造费用。

表18 公司生产成本构成情况（单位：万元、%）

项目	2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
原材料	27,563.76	68.54	34,114.84	74.38	39,696.18	79.22
人工成本	5,478.32	13.62	5,764.96	12.57	5,437.04	10.85
制造费用	7,176.16	17.84	5,985.34	13.05	4,972.91	9.93
合计	40,218.24	100.00	45,865.14	100.00	50,106.14	100.00

资料来源：公司提供

近三年公司前五大供应商采购额占皮革业务采购总额的比例分别为30.02%、20.50%、19.65%，呈现下降趋势，集中度较低。

表19 公司皮革业务前五大供应商情况（单位：万元）

年度	单位名称	采购金额	占当期皮革业务采购总额的占比
2020 年	供应商 1	2,688.57	6.68%

2019 年	供应商 2	1,650.98	4.11%
	供应商 3	1,265.58	3.15%
	供应商 4	1,155.04	2.87%
	供应商 5	1,141.33	2.84%
	合计	7,901.50	19.65%
	供应商 1	2,725.93	5.39%
	供应商 2	2,208.01	4.37%
	供应商 3	2,179.47	4.31%
	供应商 4	1,642.65	3.25%
	供应商 5	1,610.61	3.18%
	合计	10,366.67	20.50%

资料来源：公司提供

由于整体需求减少，近三年公司通过控制皮革产量提升产销率；近三年前五大客户销售额占比波动增长，集中度风险增大；2020年受汛情影响，公司皮革业务发生较大规模损失

销售方面，公司皮革业务面对的主要下游客户为各个细分市场的知名企业，因此，公司主要采取直销模式，积极搭建与客户之间一对一的交流平台，及时了解客户的需求和市场动态，不断提高自身产品品质及服务的专业化水平。公司产品定价主要参照当期市场价格，并结合公司的品牌、质量和服务优势，以及客户的付款周期、议价能力等因素综合制定、定期更新。对于合作时间短、中小型客户，采取现款现货的结算方式；对长期合作、资信优良的客户，一般给予1-6个月的信用期。近三年公司皮革销售量、销售单价不断下降，产销率波动增长。

表20 公司皮革销售情况（单位：平方英尺、元/平方英尺）

项目	2020 年	2019 年	2018 年
销售量	3,973.85	4,699.27	5,050.71
销售单价	10.88	11.64	12.18
产销率	102.45%	93.40%	94.92%

资料来源：公司提供

近三年公司前五大客户销售额占皮革业务销售总额的比例分别为43.62%、39.68%、57.69%，呈现波动增长趋势，集中度较高。

表21 公司皮革销售前五大客户情况（单位：万元）

年度	单位名称	销售金额	占当期皮革业务销售总额的占比
2020 年	客户 1	9,683.39	22.39%
	客户 2	7,717.16	17.84%
	客户 3	3,210.61	7.42%

2019 年	客户 4	2,472.09	5.72%
	客户 5	1,869.65	4.32%
	合计	24,952.90	57.69%
	客户 1	7,882.05	14.19%
	客户 2	4,971.86	8.95%
	客户 3	4,002.50	7.20%
	客户 4	3,042.16	5.48%
	客户 5	2,146.88	3.86%
	合计	22,045.45	39.68%

资料来源：公司提供

客户服务方面，公司根据下游客户分布进行合理市场布局，不断完善销售网络渠道，在广州、上海、江苏、北京、成都等地建立了覆盖华东、中南、西南等地区的销售网络，已覆盖全国主要汽车座椅及内饰、家具和皮鞋制造产业带。并且公司为重点客户派驻现场服务代表，精准了解客户需求、及时提供专业服务，从合作磋商、产品入库、售后回访各方面、多层次服务客户。

公司皮革生产所在地四川省乐山市于2020年8月发生汛情，汛情造成公司厂区进水，过水面积约15.71万平方米，水深约2米，淹没厂区厂房第一层，导致公司皮革业务基本全部停产。公司于当年10月全面复产，汛情导致公司部分存货毁损，毁损金额为1.40亿元，并产生抢险费以及人工工资等费用0.25亿元。

近三年公司商品鸡收入波动增长，毛利率波动较大，虽规模相对较小，但丰富了公司收入来源

公司商品鸡生产模式与生猪生产模式类似，采用紧密型“公司+农户”模式。农户养殖过程中，公司负责向合作农户提供幼苗、饲料、药品、疫苗等物资供应，以及营养方案、养殖培训等技术指导。待畜禽产品满足出栏标准后，由公司负责最终的销售环节，并按照合同约定的结算方法与农户结算对应的报酬。公司主要销售客户为鸡贩，结算方式主要为现款现货交易，定价方式按照市场价格。

近三年公司种鸡场总面积保持不变，未来无新建种鸡场计划，但全年肉鸡出栏数不断增长。由于公司肉鸡出栏量增长且销售单价有所提高，2019年公司商品鸡销售毛利率均保持增长。2020年销售收入有所减少，主要系销售单价有所下降且成本有所上升，业务毛利率转负。

表22 公司商品鸡销售情况

项目	2020 年	2019 年	2018 年
商品鸡销售收入（万元）	15,371.20	16,182.41	12,285.14
销售毛利率	-10.44%	21.83%	11.06%
种鸡场总面积（万平方米）	17.78	17.14	17.14
期末种鸡存栏数（万羽）	17.28	22.57	13.85
全年肉鸡出栏数（万羽）	462.98	373.62	336.82

25

销售单价（元/千克） 11.23 14.07 12.62

资料来源：公司提供

近年公司股权融资规模较大，资本实力大幅增强

公司上市以来非公开发行股票规模较大，筹资净额4.08亿元，资本实力大幅提升，具体如下表所示。

表23 公司上市以来主要股权融资情况（单位：万元）

类别	年度	筹资净额	最新资金用途
IPO	2017年	30,440.47	50万张/年汽车革自动化清洁生产线项目 0.14 亿元、支付收购巨星农牧有限公司 100%股权的现金对价 1.18 亿元、平塘县优质生猪产业化建设项目 1.00 亿元、补充流动资金 0.76 亿元
2021 年上半年非公开发行股票	2021 年	40,822.81	德昌巨星生猪繁育一体化项目等 3 个养猪场项目 4.08 亿元
合计	-	71,263.28	-

资料来源：公司资料

公司IPO募集资金原拟用于募投项目“50万张/年汽车革自动化清洁生产线项目”2.28亿元以及补充流动资金0.76亿元，截至2020年9月12日，补充流动资金项目的募集资金已使用完毕，“50万张/年汽车革自动化清洁生产线项目”受下游汽车整车制造行业低迷影响，公司出于对募集资金审慎使用的考虑，于2019年第二季度暂停了该项目建设，截至当时已投入募集资金0.14亿元。2020年9月，公司发布了《乐山巨星农牧股份有限公司关于变更部分募集资金投资项目的公告》，剩余募集资金为2.17亿元，拟用于支付收购巨星农牧有限公司100%股权的现金对价1.18亿元、平塘县优质生猪产业化建设项目1.00亿元。

平塘县优质生猪产业化建设项目总投资1.00亿元，该项目达产后可存栏种猪0.54万头，每年平均营业收入为2.35亿元，利润总额为0.26亿元。

公司2021年上半年非公开发行股票的募投项目为德昌巨星生猪繁育一体化项目等3个养猪场项目，计划总投资合计22.72亿元，预期效益实现情况有待观察。

公司收购巨星有限后，将重点发展生猪养殖业务；但收购形成了较大规模的商誉，若巨星有限业绩不达预期，则存在减值风险

公司以发行股份并支付现金的方式购买巨星有限100%的股权，巨星有限成为公司全资子公司，公司今后将重点发展生猪养殖业务。公司购买巨星有限100%股权的价格为18.20亿元，其中以发行股份的方式支付17.03元，以现金方式支付1.18亿元。2020年末，公司收购后形成的商誉金额为6.12亿元，无减值准备。根据公司与巨星集团、和邦集团签署的《业绩承诺补偿协议》及其补充协议，巨星集团承诺巨星有限2020、2021和2022年度的净利润总额不低于5.77亿元，和邦集团承诺巨星有限2020、2021和2022年度的净利润分别不低于1.58亿元、1.59亿元和2.60亿元。若未来巨星有限实际运营业绩不及交易评估时的预期状态，则公司将面临较大的商誉减值测试压力，进而带来资产减值风险。

七、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018-2020年审计报告及未经审计的2021年1-6月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2018年-2021年6月末公司合并报表范围无减少的子公司，新纳入公司合并范围的子公司情况见下表。截至2021年6月末，纳入公司合并报表范围的子公司情况见附录四。

表24 2018年-2021年6月末新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质	纳入合并报表年份	设立方式
四川振静皮革服饰有限公司	9,000.00	51.00%	皮革加工	2018年	投资设立
宜宾巨星农牧科技有限公司	500.00	100.00%	畜禽养殖、销售	2020年	投资设立
广元巨星农业有限公司	500.00	100.00%	畜禽养殖、销售	2020年	投资设立
乐山金口河巨星农牧有限公司	2,000.00	100.00%	畜禽养殖、销售	2020年	投资设立
泸州巨星农牧科技有限公司	500.00	100.00%	畜禽养殖、销售	2020年	投资设立
洪雅巨星农业科技有限公司	500.00	100.00%	畜禽养殖、销售	2020年	投资设立
雅安巨星农牧有限公司	500.00	100.00%	畜禽养殖、销售	2020年	投资设立
盐边巨星农牧科技有限公司	500.00	100.00%	畜禽养殖、销售	2020年	投资设立
崇州巨星农牧科技有限公司	2,000.00	100.00%	畜禽养殖、销售	2020年	投资设立
德昌巨星农牧科技有限公司	45,000.00	99.71%	畜禽养殖、销售	2020年	投资设立
平南巨星农牧有限公司	1,000.00	100.00%	畜禽养殖、销售	2020年	投资设立
巨星农牧有限公司及其附属子公司	25,310.00	100.00%	畜禽养殖销售、 饲料生产销售	2020年	收购
大城巨星农牧有限公司	1,000.00	100.00%	养殖、销售	2021年	投资设立

资料来源：公司提供

资产结构与质量

近年来公司资产规模保持增长，以货币资金、存货、固定资产、商誉为主，需关注存货跌价风险以及商誉减值风险

随着巨星有限报表的并入，及非公开发行股票、其他融资规模扩大等，2021年6月末公司资产规模大幅增长。2020年末和2021年6月末非流动资产占总资产的比重均较大，公司资产以非流动资产为主。

2020年末公司货币资金主要为银行存款，其中受限资金1.07亿元，主要为公司开具银行承兑汇票作质押的银行存款、用作担保及借款保证金的银行存款以及法院冻结的银行存款。因巨星有限业务主要采用现款现货结算方式，2020年末公司应收账款占比较小，其中按账龄分析法计提坏账准备的应收账款占

比很高，账龄以1年为主；从主要应收对象来看，公司应收账款前5名占应收账款总额比重为36.11%；综合来看，公司部分款项账龄较长，同时存在小额坏账情形，未来需关注公司应收账款坏账风险。随着公司收购巨星有限，2020年末公司存货有所增长，主要包括皮革、饲料、生猪业务的原材料1.33亿元、在产品2.00亿元、库存商品1.06亿元、消耗性生物资产2.73亿元、兰湿皮1.08亿元。2021年6月末，由于公司生猪养殖规模进一步扩大，公司存货继续增长；因鸡肉、猪肉价格下降明显，当期末公司商品鸡、生猪分别计提跌价准备0.18亿元、0.03亿元。公司生猪成本较低，所以半年度跌价准备金额较小。但商品鸡、生猪价格未来走势尚不明确，未来需关注公司存货跌价风险。

随着公司皮革生产线升级改造工程转固1.68亿元，2019年公司固定资产有所增长。主要由于公司收购巨星有限以及在建生猪养殖厂房项目转入固定资产，2020年末公司固定资产大幅增长，主要为皮革、饲料、生猪养殖厂房以及机器设备。2020年末公司在建项目主要为生猪养殖新建、改扩建工程。因公司增加对生猪养殖新建、改扩建工程的资金投入，2021年6月末公司在建项目有所增长。2020年末公司商誉来自于公司购买巨星农牧有限公司资产支付的对价与资产评估报告确认净资产公允价值之间的差额。公司商誉规模较大，若所收购企业未来运营业绩不及交易评估时的预期状态，公司商誉将面临减值风险。

整体来看，近年来公司资产保持增长，以货币资金、存货、固定资产、商誉为主，2021年6月末公司已计提存货跌价准备0.22亿元，商誉规模较大，未来需关注存货跌价风险以及商誉减值风险。

表25 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2021年6月		2020年		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.28	13.12%	4.85	11.30%	2.84	19.97%	3.09	22.03%
应收账款	1.66	2.99%	1.95	4.53%	1.55	10.88%	2.11	15.05%
存货	12.26	22.09%	8.27	19.25%	5.23	36.73%	4.36	31.07%
流动资产合计	22.28	40.13%	15.63	36.39%	9.85	69.17%	9.87	70.42%
固定资产	15.76	28.39%	14.23	33.12%	3.75	26.33%	2.05	14.65%
在建工程	4.91	8.85%	2.76	6.44%	0.17	1.21%	1.59	11.31%
商誉	6.12	11.02%	6.12	14.25%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动资产合计	33.23	59.87%	27.32	63.61%	4.39	30.83%	4.15	29.58%
资产总计	55.51	100.00%	42.95	100.00%	14.24	100.00%	14.02	100.00%

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年1-6月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

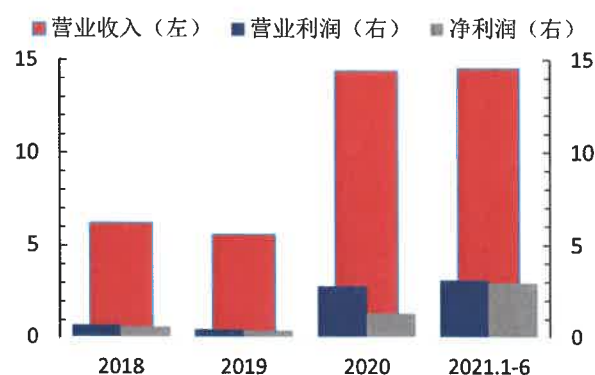
随着公司收购巨星有限，公司收入以及盈利能力大幅提高，主要来源于生猪销售业务；受洪灾影响公司出现较大规模损失，导致2020年公司净利润规模较小；未来生猪价格走势尚不明确，需关注猪价变动对公司后续业绩影响情况

2018-2019年公司收入保持相对稳定；2020年公司收购巨星有限，并将巨星有限2020年7-12月财务数据并入合并范围，同期公司营业收入大幅提高。由于巨星有限销售毛利率较高，2020年公司销售毛利率有所提高。2021年1-6月，公司实现营业收入14.54亿元，主要来自于生猪销售，销售毛利率为31.86%。未来生猪价格走势尚不明确，需关注猪价变动对公司后续业绩影响情况。

受益于公司收入、销售毛利率大幅增长，2020年公司营业利润出现明显增长。但公司皮革板块受洪灾影响出现较大规模损失，计入营业外支出，导致2020年公司净利润规模较小。

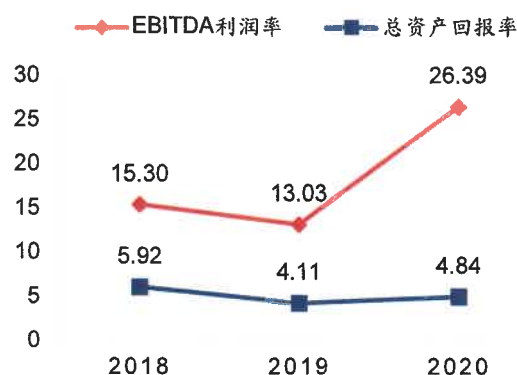
2019年公司皮革业务盈利能力有所下降，所以当年EBITDA利润率、总资产回报率有所下降。由于2020年新增生猪养殖业务盈利能力较强，2020年公司EBITDA利润率显著提升，盈利能力显著增强。近年来公司总资产回报率有所波动，主要系2019年公司盈利能力变弱以及2020年公司收购巨星有限所致。

图 10 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

图 11 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

随着公司收购巨星有限，2020年以来公司经营活动现金净流入规模较大，主营业务获现能力较强；同时生猪养殖扩产项目较多，投资活动现金流出规模较大，项目建设主要依赖于银行借款以及股权融资

2018-2019年，公司经营、投资、筹资活动产生的现金流规模均较小。由于公司收购巨星有限并将其并入公司报表，2020年公司经营活动现金净流入规模有所提高，增量主要来自于生猪、饲料等销售收入；公司投资活动现金净流出较大规模，主要用于公司生猪养殖项目；公司筹资活动净流入较大规模，主要来自于公司取得的银行借款。2021年1-6月公司投资活动现金净流出以及筹资活动净流入规模已超过2020年全年水平，投资活动现金主要用于公司新/改建的生猪养殖项目，筹资活动现金主要来自于银行借款以及公司非公开发行股票。2021年6月末，公司在建生猪养殖项目尚需投资规模较大，存在较大资金压力。

由于公司并入巨星有限，2020年EBITDA显著增长，FFO增长明显，现金生成能力显著提高。

图 12 公司现金流结构

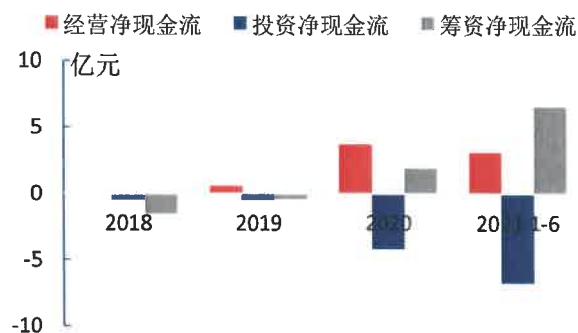
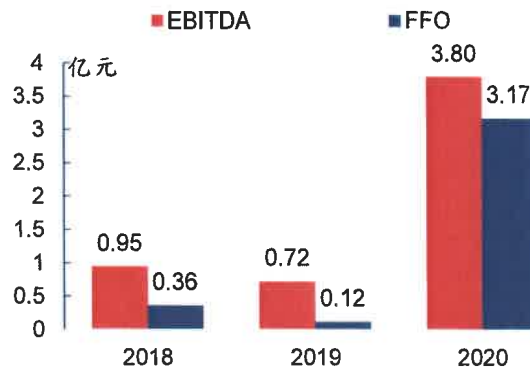


图 13 公司 EBITDA 和 FFO 情况



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务持续增长，债务结构消极但逐步改善，面临一定短期偿债压力；但本期债券发行将推动总债务继续增长

随着公司收购巨星有限，2020年末公司负债总额大幅增长；同时受公司融资力度加大影响，2021年6月末公司负债总额进一步增长。公司负债以流动负债为主，2020年末、2021年6月末流动负债占总负债的比重较大。同时公司收购巨星有限时发行新股增加公司股本2.28亿股、股本溢价增加14.75亿元，2020年末公司所有者权益大幅增长。受益于公司非公开发行股票，2021年6月末公司所有者权益继续增长，主要由资本公积、未分配利润、股本构成。近三年公司产权比率保持相对稳定，所有者权益对负债的覆盖程度一般。

图 14 公司资本结构

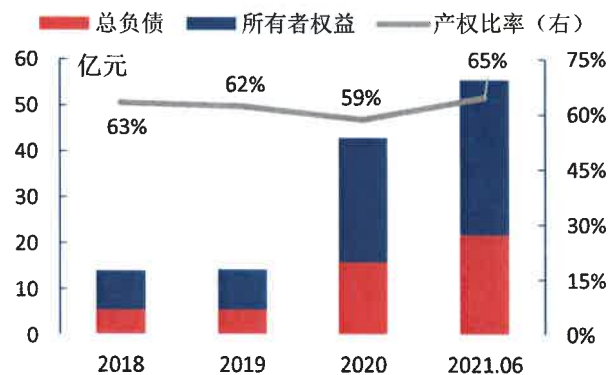
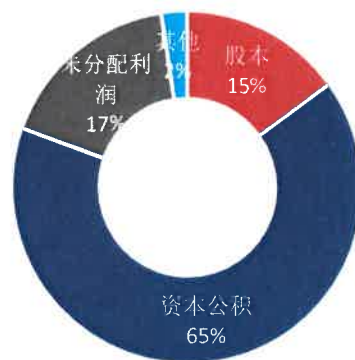


图 15 2021 年 6 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

2020年末公司短期借款有所增长，主要包括保证+信用借款、抵押借款等。近三年公司应付账款保持增长，2020年末主要为应付江门点点行贸易公司、汤普勒新材料嘉兴有限公司等的货款；2021年6月末公司应付账款随养殖业务规模扩大进一步增长。2020年末公司其他应付款主要包括应付养殖户、工程方的押金及保证金；2021年6月末公司其他应付款有所增长，主要系应付合作农户的费用增长所致。2020年末、2021年6月末公司1年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款、长期应付款。

表26 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2021 年 6 月		2020 年		2019 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	6.39	29.31%	6.86	43.21%	2.52	46.15%	2.52	46.41%
应付账款	4.04	18.55%	2.97	18.72%	2.02	36.91%	1.93	35.48%
其他应付款	2.76	12.65%	1.93	12.14%	0.20	3.70%	0.34	6.35%
一年内到期的非流动负债	0.94	4.30%	0.19	1.18%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
流动负债合计	15.72	72.11%	13.69	86.25%	5.44	99.58%	5.41	99.58%
长期借款	4.23	19.42%	1.79	11.28%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
长期应付款	0.59	2.70%	0.21	1.33%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
非流动负债合计	6.08	27.89%	2.18	13.75%	0.02	0.42%	0.02	0.42%
负债合计	21.79	100.00%	15.88	100.00%	5.46	100.00%	5.43	100.00%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

因公司并入巨星有限的债务，2020年末公司新增长期借款，均为保证借款；2021年6月末公司长期借款继续增长，借款类型主要为质押+保证借款以及保证借款。2020年末公司长期应付款均为公司融资租赁款。近年来公司总债务保持增长，且以短期债务为主，但短期债务占比逐步降低，故债务结构消极但逐步改善。本期债券发行将推动总债务继续增长。

图 16 公司债务占负债比重

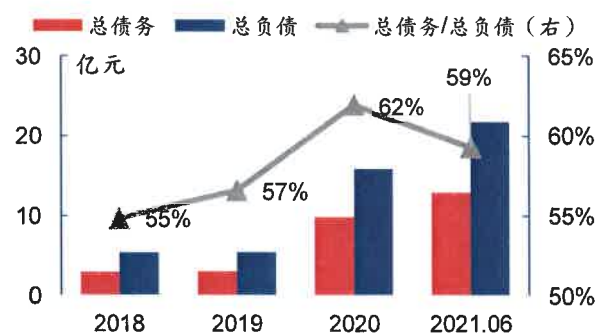
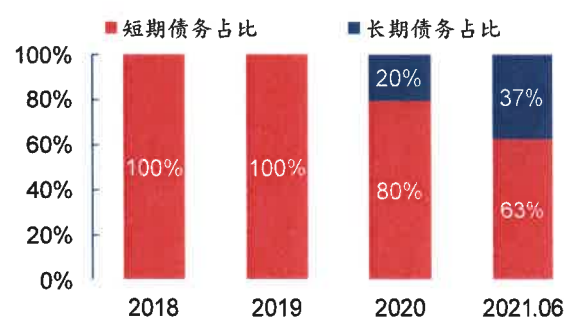


图 17 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

近三年公司资产负债率保持相对稳定。由于公司净债务增长较快，净债务/EBITDA 不断提高，但仍表现较好；同期公司 EBITDA 利息保障倍数均较大，处于较好水平；总债务/总资本保持在较好水平；FFO/净债务不断提高，总体表现较好。

表27 公司杠杆状况指标

指标名称	2021 年 6 月	2020 年	2019 年	2018 年
资产负债率	39.26%	36.96%	38.35%	38.74%
净债务/EBITDA	--	1.47	0.54	-0.10
EBITDA 利息保障倍数	--	14.28	6.05	8.92
总债务/总资本	28.04%	28.03%	26.03%	25.76%
FFO/净债务	--	57.01%	29.99%	-384.87%

资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

由于公司流动负债增长较快，近三年公司速动比率以及现金短期债务比均不断下降，表现一般。由于公司流动资产增长较快，2021年6月末公司现金短期债务比有所提高。

图 18 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

八、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年8月5日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

根据巨星有限提供的企业信用报告，从2018年1月1日至报告查询日（2021年7月28日），巨星有限

不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户。

或有事项分析

截至2021年6月末，公司为其客户、合作农户的借款提供的担保金额合计5,314.61万元，担保期间区间为1年至3年，均设置反担保措施，反担保物包括房屋、车辆。

九、结论

综上，中证鹏元评定公司主体信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券信用等级为AA-。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次，跟踪评级报告于每一会计年度结束之日起6个月内披露。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

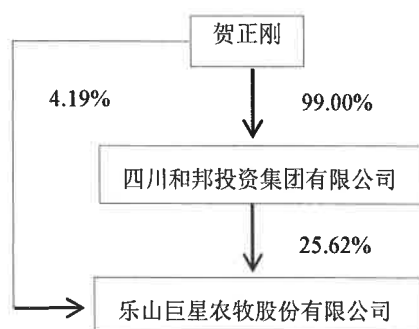
本评级机构将及时在本评级机构网站（www.cspengyuan.com）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2021 年 6 月	2020 年	2019 年	2018 年
货币资金	7.28	4.85	2.84	3.09
存货	12.26	8.27	5.23	4.36
固定资产	15.76	14.23	3.75	2.05
商誉	6.12	6.12	0.00	0.00
资产总计	55.51	42.95	14.24	14.02
短期借款	6.39	6.86	2.52	2.52
应付账款	4.04	2.97	2.02	1.93
其他应付款	2.76	1.93	0.20	0.34
一年内到期的非流动负债	0.94	0.19	0.00	0.00
长期借款	4.23	1.79	0.00	0.00
长期应付款	0.59	0.21	0.00	0.00
负债合计	21.79	15.88	5.46	5.43
总债务	12.33	9.62	3.09	2.98
归属于母公司的所有者权益	33.16	26.60	8.52	8.31
营业收入	14.54	14.39	5.56	6.19
净利润	2.97	1.33	0.40	0.60
经营活动产生的现金流量净额	3.10	3.73	0.55	0.03
投资活动产生的现金流量净额	-6.75	-4.17	-0.49	-0.47
筹资活动产生的现金流量净额	6.57	1.95	-0.42	-1.52
财务指标	2021 年 6 月	2020 年	2019 年	2018 年
销售毛利率	31.86%	30.65%	16.32%	18.56%
EBITDA 利润率	--	26.39%	13.03%	15.30%
总资产回报率	--	4.84%	4.11%	5.92%
产权比率	64.63%	58.64%	62.20%	63.23%
资产负债率	39.26%	36.96%	38.35%	38.74%
净债务/EBITDA	--	1.47	0.54	-0.10
EBITDA 利息保障倍数	--	14.28	6.05	8.92
总债务/总资本	28.04%	28.03%	26.03%	25.76%
FFO/净债务	--	57.01%	29.99%	-384.87%
速动比率	0.64	0.54	0.85	1.02
现金短期债务比	0.90	0.59	0.92	1.08

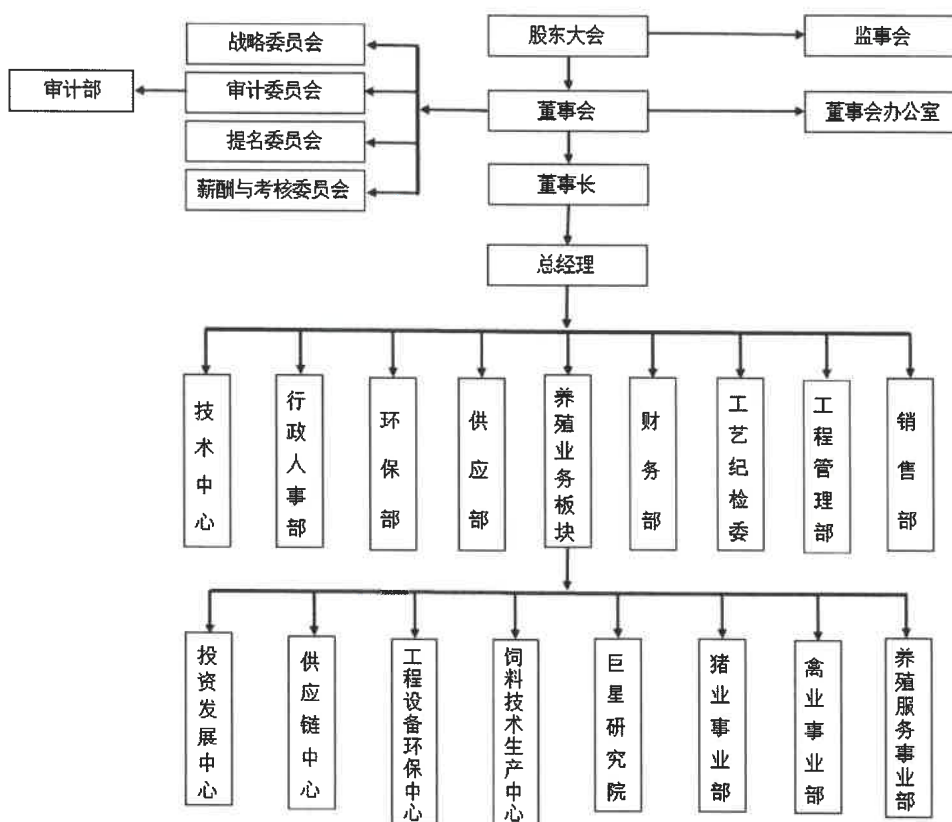
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-6 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 7 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2021 年 7 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2021年6月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：万元、%）

公司名称	注册资本	业务性质	持股比例
四川振静皮革服饰有限公司	9,000.00	皮革加工	51.00
ZHJ INDUSTRIES PTY.LTD.	600 万澳元	投资	100.00
H.J.HIDES&SKINS AUSTRALIA PTY .LTD	100 澳元	牛皮加工	100.00
H.J.HIDES&SKINS AUSTRALIA (QLD) PTY .LTD	500 万澳元	牛皮加工	55.00
宜宾巨星农牧科技有限公司	500.00	畜禽养殖、销售	100.00
广元巨星农业有限公司	500.00	畜禽养殖、销售	100.00
乐山金口河巨星农牧有限公司	2,000.00	畜禽养殖、销售	100.00
泸州巨星农牧科技有限公司	500.00	畜禽养殖、销售	100.00
洪雅巨星农业科技有限公司	500.00	畜禽养殖、销售	100.00
雅安巨星农牧有限公司	500.00	畜禽养殖、销售	100.00
盐边巨星农牧科技有限公司	500.00	畜禽养殖、销售	100.00
崇州巨星农牧科技有限公司	2,000.00	畜禽养殖、销售	100.00
古蔺巨星农牧有限公司	2,000.00	畜禽养殖、销售	100.00
平塘巨星农牧有限公司	3,000.00	畜禽养殖、销售	100.00
眉山巨星农牧有限公司	500.00	畜禽养殖、销售	100.00
夹江县巨星农牧有限公司	500.00	畜禽养殖、销售	100.00
德昌巨星农牧科技有限公司	45,000.00	畜禽养殖、销售	99.71
大城巨星农牧有限公司	1,000.00	畜禽养殖、销售	100.00
平南巨星农牧有限公司	1,000.00	畜禽养殖、销售	100.00
巨星农牧有限公司	25,310.00	畜禽养殖、销售	100.00
眉山市彭山永祥饲料有限责任公司	3,450.00	生产、销售	100.00
阆中巨星鸿宇种猪科技有限公司	510.00	养殖、销售	50.98
都江堰巨星猪业科技有限公司	850.00	养殖、销售	66.00
云南巨星农牧有限公司	3,000.00	生产、销售	100.00
成都巨星禽业有限公司	1,000.00	养殖、销售	100.00
丹棱巨星禽业有限责任公司	1,000.00	养殖、销售	100.00
犍为巨星农牧科技有限公司	2,000.00	养殖、销售	100.00
乐山巨星生物科技有限公司	5,217.80	生产、销售	100.00
泸县巨星兴旺农牧科技有限公司	500.00	养殖、销售	51.00
乐山市巨星科技有限公司	2,919.80	生产、销售	100.00
重庆巨星农牧有限公司	1,750.00	生产、销售	100.00
南充巨星通旺农牧有限公司	700.00	生产、销售	51.00
眉山市彭山巨星种猪有限公司	500.00	饲养、销售	100.00

资料来源：公司提供

附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	货币资金+交易性金融资产+应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本 ¹	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) - 资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) / 营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA / 营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) / 2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计×100%
资产负债率	总负债/总资产×100%
速动比率	(流动资产-存货) / 流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

¹ 总资本、总资产回报率等已扣除商誉占总资产 10%以上的部分。

附录六 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：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。

二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	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，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。

注：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。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。



营业执照 (副本)

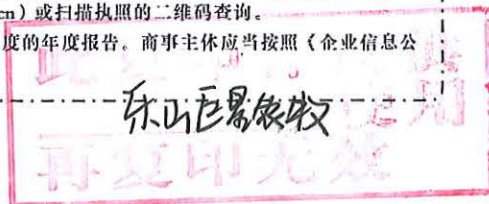
统一社会信用代码 914403001922170270

名称 中证鹏元资信评估股份有限公司
类型 其他股份有限公司（非上市）
住所 深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼
法定代表人 张剑文
成立日期 1993年03月17日



重要提示

- 1、商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
- 2、商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.org.cn>）或扫描执照的二维码查询。
- 3、商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告。商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。



登记机关

2018 年 11 月 08 日





中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



公司名称：中证鹏元资信评估股份有限公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：张剑文

注册地址：深圳市福田区深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦 3 楼

编号：ZPJ 002

中国证券监督管理委员会(公章)



2018 年 12 月 21 日

此复印件仅供
不以巨易农牧
再复印无效

SAC 中国证券业协会
Securities Association of China

自律 服务 传导
self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	杨培峰	性别	男	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030218080013	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2018-08-21			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030218080013	2018-08-21	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	





中国证券业协会
Securities Association of China

自律 服务 传导
self-regulation service communication

登记基本信息

姓名	陈俊松	性别	男	
执业机构	中证鹏元资信评估股份有限公司	登记编号	R0030220060001	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2020-06-09			

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0030220060001	2020-06-09	中证鹏元资信评估股份有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	

