

2021年福建傲农生物科技集团股份有限公司公开发行A股可转换公司债券2022年跟踪评级报告

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.

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：


2021年福建傲农生物科技集团股份有限公司公开发行A股可转换公司债券2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次评级	
主体信用等级	AA	AA
傲农转债	AA	AA



■ 中证鹏元维持福建傲农生物科技集团股份有限公司（以下简称“傲农生物”或“公司”，股票代码：603363.SH）主体信用等级为 AA，维持傲农转债信用等级为 AA，并将公司主体信用等级和“傲农转债”信用等级列入观察名单。

■ 该评级结果是考虑到：公司经营规模扩大、产业链逐步完善，资本实力提升；同时中证鹏元也关注到公司生猪养殖业务大幅亏损、盈利能力恶化，饲料业务成本端持续承压，面临较大的债务偿还压力和或有负债风险等风险因素。

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

评级日期

2022年6月27日

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	177.83	171.01	120.19	49.22
归母所有者权益	9.93	13.03	27.42	8.28
总债务	103.28	95.97	48.02	17.24
营业收入	41.55	180.38	115.17	57.88
EBITDA 利息保障倍数	--	0.69	8.62	4.20
净利润	-4.86	-18.51	9.94	1.00
经营活动现金流净额	1.34	5.24	4.06	3.94
销售毛利率	-1.94%	1.43%	17.26%	12.74%
EBITDA 利润率	--	1.68%	14.05%	6.73%
总资产回报率	--	-9.63%	13.55%	4.10%
资产负债率	89.92%	87.18%	67.52%	73.92%
净债务/EBITDA	--	31.72	2.81	4.18
总债务/总资本	85.21%	81.40%	55.16%	57.32%
FFO/净债务	--	-2.19%	30.78%	16.73%
速动比率	0.16	0.17	0.29	0.27
现金短期债务比	0.10	0.11	0.18	0.17

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

联系方式

项目负责人：林心平
linxp@cspengyuan.com

项目组成员：陈刚
cheng@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

优势

- **经营规模扩大，产业链逐步完善。**随着饲料及生猪产能释放，公司饲料产销量及生猪出栏量明显增加，具备一定规模优势，同时向下游拓展食品屠宰业务，促进产业链协同发展，有助于抵御市场波动风险。
- **资本实力提升。**2022年4月公司通过非公开发行股票募集资金净额14.33亿元，资本实力得到提升。

关注

- **生猪养殖业务大幅亏损，盈利能力恶化。**生猪养殖行业受猪周期影响显著，2021年以来生猪价格大幅回落，叠加淘汰种猪及跌价准备损失，公司营业利润及净利润大幅转亏。
- **猪饲料业务成本端承压。**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在90%以上，2020年以来饲料原料价格持续上涨、增幅较大，公司饲料业务毛利率持续下滑。
- **面临较大的流动性压力。**公司通过加杠杆的方式扩大生猪养殖规模，资产负债率及总债务规模快速上升，其中短期债务占比超60%，主要偿债能力指标均大幅下滑，偿债能力较弱。
- **面临较大的或有负债风险。**公司为下游的养殖户和经销商等提供担保支持，由于养殖行业经营压力上升，对外担保规模快速上升，部分存在逾期行为，公司面临较大的或有负债风险。

同业比较（单位：亿元）

指标	傲农生物	天邦股份	大北农	唐人神	海大集团
总资产	171.01	184.91	268.95	145.45	356.49
营业收入	180.38	105.07	313.28	217.42	859.99
净利润	-18.51	-44.73	-9.38	-11.72	18.11
经营活动现金流净额	5.24	-5.56	11.49	-3.79	31.38
销售毛利率	1.43%	-17.75%	10.45%	6.11%	8.49%
资产负债率	87.18%	79.93%	52.76%	57.88%	55.30%
养殖收入	37.34	63.50	46.97	34.74	86.29
养殖毛利率	-13.05%	-33.60%	-6.55%	-7.70%	0.80%
饲料收入	101.24	14.33	226.95	175.06	698.26
饲料毛利率	6.23%	12.74%	13.19%	7.47%	9.08%

注：以上各指标均为2021年数据。

资料来源：各上市公司2021年报，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

本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	很大
	经营状况	非常强		净债务/EBITDA	1

经营规模	7	EBITDA 利息保障倍数	5
产品、服务和技术	4	总债务/总资本	2
品牌形象和市场份额	5	FFO/净债务	3
经营效率	4	杠杆状况调整分	-1
业务多样性	4	盈利状况	弱
		盈利趋势与波动性	中等
		盈利水平	2
业务状况评估结果	非常强	财务状况评估结果	很大
指示性信用评分			a
调整因素	重大特殊事项	调整幅度	3
独立信用状况			aa
外部特殊支持调整			0
公司主体信用等级			AA

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成	适用评级方法和模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021-5-24	谢海琳、何佳欢	工商企业通用信用评级方法模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) ； 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA	2020-9-29	蒋申、钟继鑫	企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0) ； 公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)	阅读全文

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

本次跟踪债券状况

债券简称	发行规模 (亿元)	债券余额 (亿元)	上次评级日期	债券到期日期
傲农转债	10.00	8.46	2021-5-24	2027-3-10

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

二、“傲农转债”募集资金使用情况

公司于2021年3月发行6年期10亿元2021年福建傲农生物科技集团股份有限公司公开发行A股可转换公司债券，募集资金扣除发行费用后计划用于长春傲新农牧发展有限公司农安一万头母猪场项目等。截至2021年末，“傲农转债”募集资金专项账户余额合计733.58万元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东和实际控制人未发生变更。“傲农转债”自2021年9月16日进入转股期，至2021年12月31日，共有26.30万元转换为公司股票，合计转股数18,092股。

2022年4月，公司通过非公开发行股票募集资金净额14.33亿元。截至2022年5月6日，公司控股股东仍为第一大股东厦门傲农投资有限公司（以下简称“傲农投资”），持有公司股权39.07%，实际控制人吴有林直接持有公司12.78%股权、傲农投资55.64%股权，且实际控制人吴有林与傲农投资为一致行动人，具体股权结构见附录二。

截至2022年6月16日，傲农投资、吴有林先生及其一致行动人厦门裕泽投资合伙企业（有限合伙）（以下简称“裕泽投资”）、吴有材先生、傅心锋先生、张明浪先生、郭庆辉先生累计质押本公司股份278,606,733股，占控股股东、实际控制人及其一致行动人合计持股的59.76%，占公司总股本的34.32%。需持续关注股票市场波动对公司控制权变动的的影响。

表1 截至2022年5月6日公司前十大股东明细（单位：股）

股东名称	持股比例	持股数量
厦门傲农投资有限公司	39.07%	322,416,869
吴有林	12.78%	105,479,292
厦门裕泽投资合伙企业（有限合伙）	4.21%	34,719,710
中国工商银行股份有限公司—财通价值动量混合型证券投资基金	2.07%	17,092,356
黄祖尧	0.99%	8,180,223
中国工商银行股份有限公司—财通成长优选混合型证券投资基金	0.76%	6,245,403
中国建设银行股份有限公司—嘉实农业产业股票型证券投资基金	0.70%	5,742,925
中国工商银行股份有限公司—招商景气优选股票型证券投资基金	0.68%	5,628,717
中国农业银行股份有限公司—上投摩根新兴动力混合型证券投资基金	0.66%	5,445,489
中国工商银行股份有限公司—嘉实主题新动力混合型证券投资基金	0.56%	4,651,415

合计	62.48%	515,602,399
----	--------	-------------

资料来源：公司公告，中证鹏元整理

2021年公司并表范围内新增50家子公司，主要业务为生猪养殖饲料生产及销售，其中16家子公司通过收购或增资扩股获得，34家子公司通过新设取得，减少子公司8家，主要系注销。截至2021年末，公司并表范围内的子公司数量合计301家。整体而言，公司下属子公司地域分布较分散、数量较多且快速增加，随着公司饲料和养殖业务规模扩大，对其防疫、环保管控、财务管理、经营管理和相关制度执行力等经营管控能力提出了一定的挑战。

四、运营环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期，坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

积极的财政政策和稳健的货币政策是近年宏观调控政策主基调。2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年财政在落实减税降费的基础上实现了一定超收，全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是2022年经济工作核心。宏观政策方面，预计2022年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在3.0%左右。1.46万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业经济环境

2021年饲料原材料价格整体维持高位震荡，受疫情、俄乌冲突、南美洲旱情等外部因素影响，2022年初原材料价格强势上涨，后续变化存在较大不确定性，生猪养殖企业面临较大成本管控压力

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。2020年以来，随着生猪养殖产能的逐步恢复，玉米需求大幅回升，玉米现货平均价持续上涨，2021年3月，玉米现货平均价格突破3,000元/吨达到峰值。步入2021年二季度以来，随着小麦等替代产品供给量增加及玉米进口量的增长，市场供需情况走向宽松，全年价格呈小幅震荡下行趋势，截至2021年12月30日，玉米现货平均价2,735.06元/吨，较峰值下降8.95%，但仍处于高位区间。2022年一季度以来，玉米价格小幅波动上升，截至2022年4月25日，玉米现货平均价2,852.24元/吨，较上年末上涨4.28%。

图1 玉米及豆粕价格走势



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2022年3月起，全国部分地区疫情封控措施升级，吉林、辽宁为我国重要的玉米生产基地，受封控措施影响高速公路物流运输受阻面较大，少量玉米发运主要以铁路运输和海运为主，物流不畅导致短期

供给持续紧张。长期看，疫情封控措施对东北产区春耕产生一定影响，或将加大国内玉米产需供给缺口。进口方面，我国玉米进口量自 2016 年以来持续增长，2021 年玉米进口量 2,700 万吨，占当年国内玉米总消费量的 9.35%。2022 年 2 月底爆发的俄乌冲突扰动全球谷物市场，乌克兰是全球第四大玉米出口国，是我国第二大玉米进口国，战争造成的减产和出口运输受阻导致全球粮食大宗产品价格进一步推升。在国内供给不足和输入性通胀压力下，预计国内玉米价格整体易涨难跌。

我国大豆主要来源于进口，受海外市场影响较大，巴西、美国和阿根廷是我国大豆的前三大进口国家，2021 年我国豆粕价格整体呈高位震荡趋势，2022 年初，受拉尼娜现象影响，南美洲作物生长期持续高温干旱，大豆产量预期大幅下调。全球大豆供应紧张的背景下，叠加炒作因素，豆粕价格出现急速抬升，2022 年 3 月 23 日，豆粕现货价格达到峰值 5,222.00 元/吨，较 2021 年 12 月 31 日大幅上涨 46.30%。4 月，受北美新作面积增幅超预期影响，供需预期转松，豆粕价格有所回落，截至 2022 年 4 月 24 日为 4,488.57 元/吨。

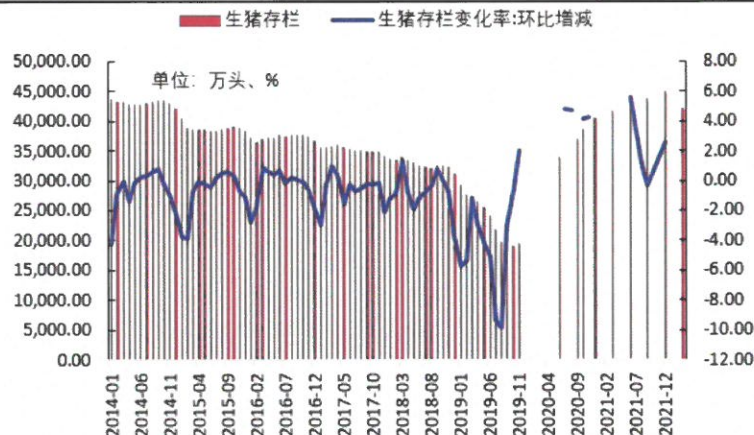
整体看，原材料价格后续变化仍存在较大不确定性，饲料成本存在进一步走高的可能，高昂的饲料成本将进一步压缩利润空间，对生猪养殖企业的成本管控压力形成较大挑战。

在非洲猪瘟疫情去产能基础上产生本轮“超级猪周期”，价格波动幅度远超从前；2021 年生猪及能繁母猪存栏量高企，供需错配下生猪价格大幅下跌，2022 年初跌势持续，4 月起有所回升，预计下半年供需情况有所改善，猪价将持续回升

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。2018 年 10 月发生的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，生猪养殖行业加速产能去化，生猪及能繁母猪存栏量持续下降。供给缺口引发高额猪价，在高养殖利润的驱使下，养殖户补栏力度意愿强烈，生猪及能繁母猪存栏量自 2019 年四季度开始触底回升，截至 2020 年末，能繁母猪存栏量同比增长 35.10%至 4,161 万头，生猪存栏量增至 40,650 万头。2021 年上半年，生猪及能繁母猪存栏量延续提升态势，至 6 月末能繁母猪存栏量达到峰值 4,564 万头，2021 年下半年起，受生猪价格下跌令养殖户出现亏损，能繁母猪屠宰量增加影响，能繁母猪存栏量开始缓慢下降，截至 2021 年末，能繁母猪环比下降 2.90%至 4,329 万头，相较于 2020 年末仍同比增长 4.04%。2021 年末生猪存栏量达 44,922 万头，同比增长 10.51%。2022 年一季度，生猪存栏量开始下降。预计短期内国内生猪及能繁母猪存栏量仍将保持高位。

图2 能繁母猪存栏量变化情况


资料来源：Wind，中证鹏元整理

图3 生猪存栏量变化情况


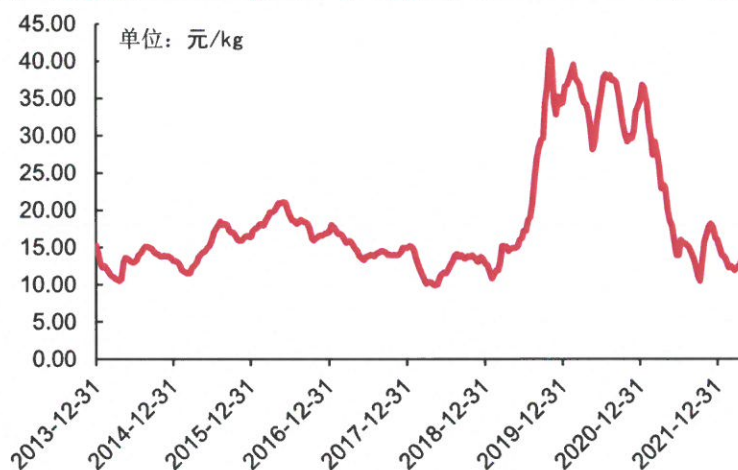
资料来源：Wind，中证鹏元整理

出栏量方面，由于2020年能繁母猪补栏力度较大，2021年我国生猪出栏量同比增长27.4%至67,128万头，由于2021年能繁母猪存栏量达到峰值，预计短期内生猪出栏量仍将持续增长。

2006年以来，我国一共经历了4轮完整的猪周期，目前正处于第五轮猪周期中，本轮猪周期自2018年5月开始，无论是价格之高、上涨时间之久、下跌幅度之大都远超此前的历次猪周期，被称为“超级猪周期”。生猪价格从2019年初开始急剧上升，2019年末至2020全年高位震荡，2021年初开始，生猪供需情况逆转，生猪价格开始大幅震荡下滑。截至2022年3月20日，生猪市场价为11.90元/kg，较2019年10月31日出现的最高峰值41.40元/kg大幅下降了71.26%。步入4月以来，生猪市场价开始回升，截至2022年5月20日为15.50元/kg。考虑到能繁母猪存栏量从2021年下半年开始下降，而能繁母猪孕育到肉猪出栏通常需要10个月左右的时间，若无突发因素影响，预计2022年下半年开始生猪市场

供需平衡情况有所改善，生猪价格将继续回升。

图4 2021年以来生猪市场价格走势大幅向下



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2019 年末以来国家出台的生猪养殖政策主要集中在非洲猪瘟疫情防控和促进行业产能恢复方面，2021 年上半年后，由于生猪价格大幅下跌，国家政策逐步转向稳定价格、促进生猪产业平稳有序发展的方向。2021 年 6 月 9 日，国家发展和改革委员会、农业农村部和商务部等多部门联合印发《完善政府猪肉储备调节机制做好猪肉市场保供稳价工作预案》，对 2015 年出台的《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》进行修改和完善。2021 年的生猪价格下跌已经触发了生猪价格调控一级预警，2021 年 7 月初至 2022 年 3 月末，中央政府共进行了 7 次收储，合计收储 16.1 万吨，政府的收储工作对生猪价格起到了一定支撑和稳定作用，但相对于整体市场体量，政府收储对价格影响程度不大。

大型养殖企业在疫病防治、投融资能力和产业链布局方面具有优势，行业集中度有望进一步提升，2021 年生猪价格的快速下跌令猪企普遍承受大幅亏损，猪价短期反弹有限的背景下，行业面临较大的短期偿债压力

我国传统生猪养殖呈小而散的特点，行业集中度不高，近年来行业集中度呈上升趋势，我国前四大生猪养殖上市公司为牧原股份（002714.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、温氏股份（300498.SZ）和新希望（000876.SZ），2021 年前四大猪企生猪出栏量合计 7,838.52 万头，占全国生猪出栏量的 17.45%，较上年提高 6.25 个百分点，对比美国等发达国家，行业集中度仍有提高空间。非洲猪瘟爆发后，大型养殖企业在猪舍规划、疫苗注射和疫病防控等环节体现出专业技术优势。同时大型养殖企业具有相对完善的产业链布局，可以在猪周期进入下行阶段时，通过产业链上下游业务平滑生猪养殖板块的冲击。相对于小规模养殖户，大型养殖企业应对外部冲击的抗风险能力更强，预计未来行业集中度有望进一步提升。

受益于生猪价格高位运行，2020 年猪企产能扩张较为激进，财务杠杆水平大幅上升。2021 年以来生猪价格大幅下跌并处于低位震荡，养殖企业盈利能力显著下滑，2021 年，前四大生猪养殖企业除牧原股份外，均出现了大额亏损，预计在猪价短期内反弹有限的背景下，行业短期内面临较大的债务压力。

表2 前四大猪企 2020-2021 年资产负债率及归母净利润变化情况（单位：亿元）

企业名称	资产负债率		归母净利润	
	2020 年	2021 年	2020 年	2021 年
牧原股份	46.09%	61.30%	274.51	69.04
温氏股份	40.88%	64.10%	74.26	-134.04
正邦科技	58.56%	92.60%	57.44	-188.19
新希望	53.06%	64.98%	49.44	-95.91

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

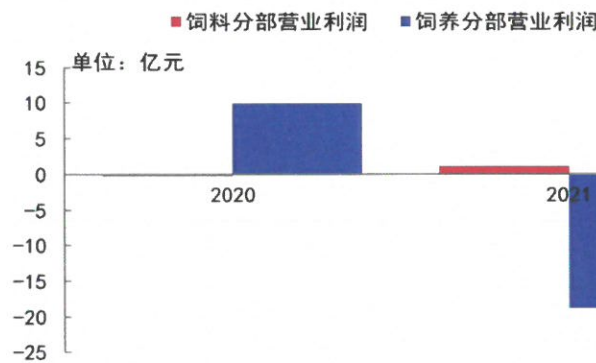
公司围绕以“猪”为核心布局产业链，逐步形成以“饲料、养猪及食品”的主业，营业收入相对多元化。2021年公司营业收入同比继续大幅增长：一是下游生猪存栏量增长和家禽存栏高位等因素带动饲料业务收入大幅增加；二是饲料原料采购量增长带动贸易业务扩大；三是生猪出栏量增加带来屠宰销售（食品）收入快速上升。因生猪价格大幅快速下降，公司饲养板块出现亏损，同时受饲料原材料价格波动影响，贸易业务转亏。综合影响下，2021年公司销售毛利率锐减至1.43%。2022年一季度，公司实现营业收入41.55亿元，销售毛利率为-1.94%。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年 1-3 月		2021 年		2020 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
饲料及动保行业	23.52	4.87%	101.64	6.23%	65.43	6.28%
饲养行业	8.03	-28.52%	37.34	-13.05%	31.39	47.75%
贸易	4.02	-0.30%	21.97	-0.93%	14.12	2.21%
食品	5.82	5.08%	19.12	6.45%	4.03	9.62%
其他	0.16	33.06%	0.31	29.07%	0.20	40.47%
合计	41.55	-1.94%	180.38	1.43%	115.17	17.26%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

分具体板块来看，2021年生猪价格大幅下跌、饲料原料价格上涨，同时公司生猪产业处于较快发展过程中，养殖产能未全部达产，固定费用分摊多，导致短期成本高，养殖板块大幅转亏。饲料板块受益于规模优势及部分产品结构调整实现扭亏。

图5 饲料及动保板块扭亏、饲养板块大额亏损


资料来源：2020-2021 年年度报告，中证鹏元整理

(一) 饲料板块

公司饲料产能保持增加，产品量价齐升，饲料板块销售业绩大幅增长，但饲料原材料价格持续上涨，该业务毛利率面临下行压力，回款风险因下游养殖企业经营困难增加亦有所上升；因生猪持续去产能，扩张较快的猪饲料产能面临市场消化风险

公司饲料产品包括猪料、禽料、水产料、反刍料等品类，产品种类较为丰富，其中猪饲料为主力产品。公司猪饲料产品涵盖从乳猪料、保育料、育肥料、母猪料、公猪料等各阶段生猪饲喂产品。公司饲料生产模式主要为按订单需求生产，根据销售部门提供的订单需求情况，按照区域、品种制定生产计划，提前安排原料采购和生产加工。根据饲料类型的不同，公司在安排生产时采取统一生产和属地生产相结合的模式。2021年公司新增投产饲料生产基地5个，饲料产能继续大幅增加。在生猪出栏规模、家禽存栏高位和水产料加大销售力度等因素推动下，2021年公司饲料产量同比大幅增长，产能利用率虽有所提升，但仍不足六成。随着生猪行业持续去产能，公司扩张较快的猪饲料产能面临市场消化风险。

表4 公司饲料产能及产量情况 (单位: 万吨)

产品	项目	2021 年	2020 年
猪料	年产能	372.42	301.59
	产量	240.40	131.72
	产能利用率	64.55%	43.68%
其他饲料	年产能	184.36	121.37
	产量	86.98	78.24
	产能利用率	47.18%	64.46%
合计	年产能	556.78	422.96
	产量	327.38	209.96
	产能利用率	58.80%	49.64%

资料来源：公司提供

饲料销售方面，公司饲料业务市场布局覆盖全国31个省、市、自治区，实行以“总部原则指导、各区域子公司根据市场情况掌握销售策略”的销售管理模式。下游客户包括规模较小的家庭养殖户和规模较大的养殖场，根据客户类型的不同，公司主要采取“经销+直销”的方式进行销售。对于规模较大的生猪养殖场，公司主要采取直销的方式进行销售；对于规模较小的家庭散养户，公司主要通过经销商采用经销模式进行销售。

公司采取以销定产模式，2021年猪料和禽料等各饲料产品的产销率接近100%，继续保持在较好水平。公司饲料销售分为内销和外销两部分。内销方面，随着公司生猪养殖规模扩大，2021年猪料内销规模继续增加。外销方面，2021年受生猪出栏规模及家禽存栏高位等影响因素，饲料外销量亦同步保持大幅上升。因原材料价格成本推动，2021年公司主要饲料产品价格均有所上涨。在生猪养殖和家禽等下游的支撑下，饲料产品量价齐升，带动营业收入大幅增长。其中，猪料价格涨幅不及原材料，其毛利率呈现下滑，同期低毛利率的禽料销量下降，饲料业务整体毛利率与上年基本持平。

公司饲料板块下游为养殖户，客户较为分散，2021年饲料板块前五大客户集中度为4.61%，较上年继续下降。在产品定价方面，针对代工客户，主要采取配方成本+固定加工费的定价方式，其他客户主要采取市场化定价。受猪周期低迷影响，2021年以来生猪养殖企业的经营压力加重，部分资质较弱的客户可能回款存在困难，需持续关注因猪周期变动导致的坏账损失风险。

表5 公司饲料产品产销、收入、毛利率情况

饲料产品	项目	2021年	2020年
猪料	产量（吨）	2,403,955	1,317,208
	外购（吨）	37,747	21,864
	内销（吨）	741,285	320,744
	外销（吨）	1,686,532	1,013,414
	产销率	99.42%	99.63%
	均价（元/吨）	3,678.64	3,405.83
	收入（万元）	620,414.06	345,151.27
	毛利率	7.60%	9.94%
其他饲料	产量（吨）	869,805	782,421
	外购（吨）	297,695	289,658
	内销（吨）	8,055	1,851
	外销（吨）	1,154,262	1,068,105
	产销率	99.40%	99.73%
	均价（元/吨）	3,401.73	2,869.02
	收入（万元）	392,648.61	306,441.57
	毛利率	3.75%	1.84%
合计	产量（吨）	3,273,760	2,099,629
	外购（吨）	335,443	311,522
	内销（吨）	749,341	322,595

外销 (吨)	2,840,794	2,081,519
产销率	99.42%	99.66%
均价 (元/吨)	3,566.13	3,130.37
收入 (万元)	1,013,062.67	651,592.84
毛利率	6.11%	6.13%

注：产销率=（外销+内销-外购）/产量×100%。

资料来源：公司提供

饲料原材料方面，公司采取“以总部采购中心集中采购为主、各区域子公司采购为辅”的采购模式。玉米主要采购自东北地区，豆粕主要是从生产基地附近豆油压榨厂就近采购；鱼粉的主要来源地为南美秘鲁，主要由国内贸易商代理进口。结算方式主要为先货后款，玉米与豆粕等主要原材料账期不等。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在90%以上，其价格变动对公司成本控制影响较大。2021年以来主要原材料价格大幅上涨，导致饲料产品毛利率有所下滑。2022年一季度以来，玉米及豆粕价格存在一定上涨压力，或将导致公司饲料成本端持续承压。

表6 公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2021年	2020年
玉米	采购数量 (吨)	876,982.32	978,952.83
	单价 (元/吨)	2,973.54	2,391.35
	金额 (万元)	260,774.54	234,102.18
豆粕	采购数量 (吨)	497,038.60	376,087.02
	单价 (元/吨)	3,688.57	3,139.56
	金额 (万元)	183,336.31	118,074.70
鱼粉	采购数量 (吨)	26,228.50	17,750.36
	单价 (元/吨)	10,062.03	10,867.52
	金额 (万元)	26,391.20	19,290.24

资料来源：公司提供

综上所述，公司饲料产能持续扩张，产销率持续保持较好水平，具备一定规模优势。饲料板块作为公司营业收入最主要来源，贡献超过50%的收入，但饲料市场竞争充分，盈利能力相对薄弱。目前生猪行业仍处于底部反弹阶段，市场整体表现较为低迷，对公司饲料业务扩张可能带来一定经营压力；一方面，公司饲料主要原材料价格持续走高，利润空间面临挤压，2022年1-3月业务毛利率下滑至4.87%；另一方面，生猪产能持续去化给公司带来猪料产能消化风险，同时生猪养殖行业低迷加重相关经营企业的压力，导致业务回款周期可能延长，给公司现金流管理带来一定负面影响。

（二）饲养板块

公司商品猪出栏量因前期扩张产能释放大幅增长，受猪周期低迷拖累，叠加淘汰种猪损失，饲养板块业务出现大额亏损；2021年下半年公司逐步减缓生猪产能扩张节奏，部分在建项目停工，需持续关注猪周期变动对公司饲养经营业务的影响

公司于2014年开始涉足养猪业务，目前公司生猪养殖业务中包含了曾祖代纯种猪、祖代纯种猪、父

母代二元种猪和商品代三元猪等产业链一体化业务。公司出栏的主要生猪品种为仔猪、育肥猪和种猪。由于生猪生长周期，一般从能繁母猪配种至对应的育肥猪出栏需要10-11个月的时间，当期生猪出栏量与前期能繁母猪数量与生产规划关系较大。得益于能繁母猪产能释放，2021年公司商品猪出栏量大幅增加；种猪主要用于自繁自养，对外销售数量和收入均逐年下降。

表7 公司生猪养殖出栏情况（单位：头）

项目	2021年	2020年
种猪	11,913	19,004
商品猪	3,233,963	1,327,273
其中：育肥猪	1,342,021	337,531
仔猪	1,891,942	946,148
合计	3,245,876	1,346,277

资料来源：公司提供

因生猪行业低迷，2021年公司生猪养殖板块出现明显亏损，一方面，淘汰种猪使用年限在1年以内，导致淘汰种猪成本大幅增长；其次，2021年生猪价格大幅下降，保育猪及育肥猪毛利明显下滑，导致总体养殖毛利亏损。

表8 公司生猪养殖销售表现（单位：亿元）

项目	2021年		2020年	
	收入	毛利总额	收入	毛利总额
保育猪	12.03	3.31	14.51	10.04
育肥猪	18.78	-5.33	13.85	3.98
淘汰种猪	4.60	-5.48	1.86	0.69
其他	1.94	0.88	1.18	0.27
合计	37.34	-6.62	31.39	14.99

注：2021年毛利总额与年度报告出现差异系表中还原了本期转销的消耗性生物资产跌价准备。

资料来源：公司提供

公司生猪养殖基地主要位于江西、福建、湖北、广东、浙江、江苏、广西、陕西、山东、贵州、四川、云南和河北等地，大部分集中于南方区域。2021年3月份以来，国内生猪价格快速下行，生猪养殖行业经营难度加大，为减少损失，公司逐步关闭部分性价比较低的商品养猪场及商品育肥场及后备培育场，合计数量15个，具体如下表所示。

在生猪养殖方面，公司采取“自繁自养”和“公司+农户”相结合的模式。在比较有优势的市场，公司采用自建、租赁育肥小区自主育肥，在其他市场选择“公司+农场（农户）”模式。近年来公司生猪养殖业务仍以自繁自养为主，通过自建、收购和租赁方式获取猪舍。其中，商品猪、哺乳小猪及仔猪（保育猪）数量较上年继续实现较大幅度增长。因淘汰低效母猪，2021年公司后备母猪数量呈现明显下滑。

表9 公司生猪存栏情况（单位：头）

项目	2021年	2020年
----	-------	-------

总存栏量	1,792,512	963,832
其中：经产母猪	249,382	173,930
后备母猪	55,340	128,435
商品猪	849,929	381,072
哺乳小猪	381,820	173,889
仔猪（保育猪）	252,367	103,520
种公猪	3,674	2,986

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

因行业低迷，2021年以来公司放缓了生猪养殖场及相关配套设施在建项目投入力度。截至2022年5月末，公司在建项目8个（含1个可转债募投项目），总投资9.93亿元，尚需投资7.13亿元，猪场类型包括扩繁场、商品母猪场、商品育肥场和公猪站等；部分在建项目处于停工状态，公司将视猪周期变动调整投资进度。

随着本轮生猪行业周期下行触底，预计生猪市场价格逐步企稳回升，未来公司经营业绩将逐步摆脱生猪市场价格带来的不利影响；但生猪价格的波动性，可能加大对猪周期的预判难度，从而影响公司生猪产能扩张计划，未来需持续加以关注。

（三）贸易及食品板块

公司贸易业务规模伴随饲料原料采购需求扩大增速较快，受原料价格波动毛利转亏；为促进产业链协同发展，公司向下游拓展生猪屠宰业务，收入规模快速增加，但盈利能力一般，猪肉价格的变动对食品业务经营的影响需加以关注

公司依托自身饲料生产对原料的采购的基础上，开展饲料原料贸易业务。公司在饲料业务板块深耕多年，具有较丰富的经营经验，与国内外主要原料供应商建立了较稳定的合作关系。随着公司饲料业务的扩张饲料原料的需求，公司贸易业务规模快速放大，但2021年以来饲料主要原料价格波动较大导致该业务毛利转亏。公司贸易业务一般为货到付款、分批结算的方式，根据客户信用资质，部分会给予一定的信用账期。因生猪价格低迷，养殖行业经营压力上升，开展贸易业务面临流动性风险亦有所增加，需持续关注回款风险。

公司食品业务主要包括生猪屠宰加工、肉制品加工以及猪肉贸易，销售白条肉、分割肉品及深加工肉制品等。公司于2020年收购控股厦门银祥肉业有限公司，拓展生猪屠宰加工领域，2021年末公司已在福建、江西各控股一家屠宰企业，生猪屠宰产能达150万头/年左右。公司屠宰业务包括自营屠宰业务和代宰业务，自营屠宰销售业务占比较高。自营屠宰生猪主要来自于公司自养的生猪以及向第三方生猪供应商采购的生猪，肉品销售模式以区域经销形式为主，其他销售模式（如门店零售、餐饮商超渠道）为辅；代宰业务根据客户要求要求进行屠宰加工，公司按照代屠宰的数量向客户收取代宰费等费用。在生猪出栏量快速增长的背景下，2021年公司生猪屠宰48.73万头，销售收入快速增长，毛利率为6.45%。猪肉价格主要通过影响猪肉消费需求量，从而间接影响屠宰加工量和盈利规模：当猪肉价格持续上升时，猪肉

消费需求会有一定降低，未来需持续关注猪周期变动进而导致猪肉价格变化对公司屠宰加工食品业务的影响。

六、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经容诚会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2019-2021年审计报告及未经审计的2022年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。

资产结构与质量

公司资产规模保持增长，需关注资产减值及回款风险

随着业务规模的扩大及债务规模增长，公司总资产规模保持大幅增长。公司资产结构仍以固定资产和在建工程等非流动资产为主，占比在70%左右。

2021年末公司货币资金主要为银行存款，其中受限资金为0.99亿元，主要为保证金存款。公司应收账款主要来自饲料与兽药业务，应收账款集中度不高，1年以上的应收账款余额占比为22.68%，年末计提坏账准备余额0.99亿元。当前生猪养殖行业低迷，饲料等业务板块客户经营压力增大，需继续关注应收账款回款风险。预付账款主要为预付原料。

公司存货主要为原材料、消耗性生物资产和库存商品等组成，2021年末存货账面价值继续快速上升，主要系公司生猪养殖规模扩大所致。从存货构成来看，原材料主要是玉米、豆粕和鱼粉等，因原材料保质期长于饲料产品保质期，公司会保持一定的原材料用于保障饲料生产的及时性，受业务规模扩大影响，原材料账面价值较年初明显增加；库存商品主要为饲料。消耗性生物资产为公司的仔猪、育成猪、育肥猪等，因公司生猪养殖规模扩张，账面规模较上年末继续增长。受生猪行业低迷影响，2021年末公司消耗性生物资产减值准备余额2.48亿元，跌价准备计提比例为15.54%。

公司固定资产主要为房屋建筑物、机器设备和融资租入固定资产。2021年末固定资产账面价值大幅增长，主要系在建工程转入及购置生产设备。其中，账面价值3.58亿元的固定资产已用于抵押借款和融资租赁抵押，4.18亿元的固定资产未办妥产权证。公司在建工程主要为猪场新建、改扩建项目和待安装设备等。生产性生物资产主要为种母猪和后备母猪，公司以“自行培育为主、合并增加为辅”的方式扩大能繁母猪和后备母猪规模。2021年公司淘汰部分低效后备母猪，期末生产性生物资产账面价值较上年末减少。公司无形资产仍主要为土地资产。公司商誉主要为收购猪场和生猪屠宰企业产生，2021年公司新增江西赣达禽业有限公司和福建傲科生物科技有限公司合计商誉计提减值0.12亿元。其他非流动资产主要为预付工程款和其他长期资产款；2021年末账面价值同比增加，系执行新租赁准则，将使用权资产保证金重分类至其他非流动资产所致。2021年末公司受限资产合计7.48亿元，占总资产的4.37%。

整体来看，公司总资产规模大幅增加，以固定资产、在建工程、生产性生物资产等生产相关资产和

存货、应收账款等经营资产为主，存货及生物性资产变现能力较好；当前生猪养殖行业仍较为低迷，需持续关注生猪价格变动导致的资产减值风险及客户回款风险。

表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

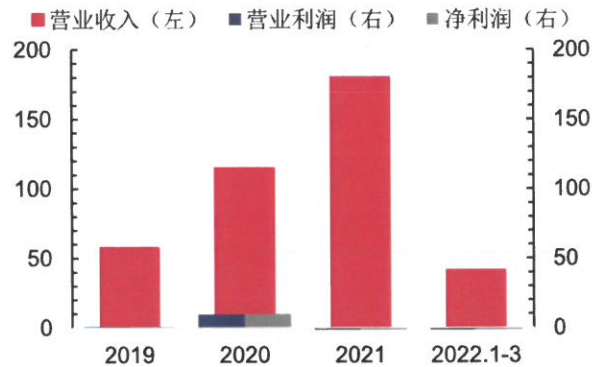
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	5.37	3.02%	5.43	3.18%	5.71	4.75%
应收账款	5.18	2.92%	5.27	3.08%	4.49	3.74%
预付款项	4.59	2.58%	3.11	1.82%	4.27	3.55%
存货	29.44	16.55%	25.89	15.14%	17.31	14.40%
流动资产合计	47.35	26.63%	42.63	24.93%	35.24	29.32%
固定资产	57.27	32.21%	57.41	33.57%	39.57	32.92%
在建工程	13.00	7.31%	12.88	7.53%	14.82	12.33%
无形资产	4.59	2.58%	4.63	2.71%	3.74	3.12%
生产性生物资产	10.88	6.12%	11.96	6.99%	12.23	10.18%
商誉	4.89	2.75%	4.89	2.86%	4.55	3.79%
其他非流动资产	5.66	3.18%	5.21	3.05%	2.17	1.80%
非流动资产合计	130.48	73.37%	128.37	75.07%	84.94	70.68%
资产总计	177.83	100.00%	171.01	100.00%	120.19	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

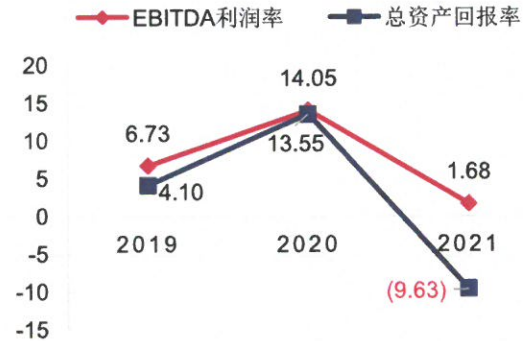
盈利能力

受猪周期低迷影响，公司利润大幅亏损，盈利能力恶化

公司逐步形成以“饲料、养猪及食品”为主业，随着饲料、生猪产能扩张及业务规模增长，2021年公司营业收入保持大幅增长，但由于生猪价格大幅回落、行业低迷，公司销售毛利率锐减，营业利润和净利润均大幅亏损，EBITDA利润率和总资产回报率亦明显下降。当前国内生猪养殖行业仍表现低迷，虽行业持续去产能，有望带动生猪价格从底部回升，但实际效果有待观察，需持续关注上述因素对公司经营业绩的影响。

图 6 公司收入及利润情况（单位：亿元）


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

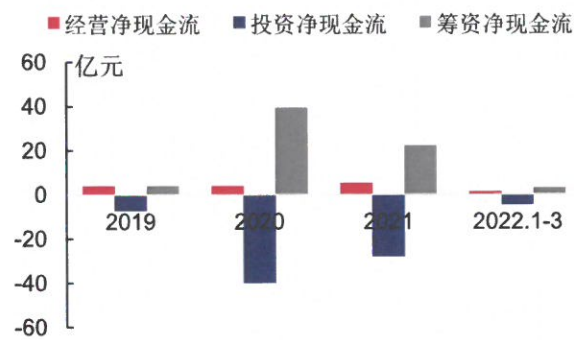
图 7 公司盈利能力指标情况（单位：%）


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

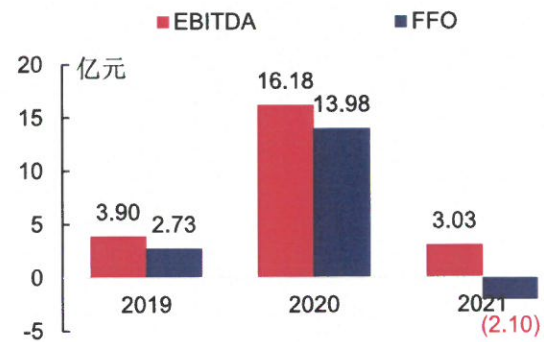
现金流

公司在建项目后续资金需求较大，面临较大的资金压力

2021 年公司经营活动现金继续呈现净流入，净利润亏损导致 FFO 转负。近年公司生猪产能扩张速度较快，新建和改扩建猪场持续投入，投资活动现金继续净流出。为满足扩大生猪养殖规模的资金需求，公司继续通过银行借款等方式筹资，但全年筹资活动现金净额较上年减少。公司生猪在建项目仍需继续投入，叠加较大规模的债务偿付，公司仍面临较大的资金压力。

图 8 公司现金流结构


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 9 公司 EBITDA 和 FFO 情况


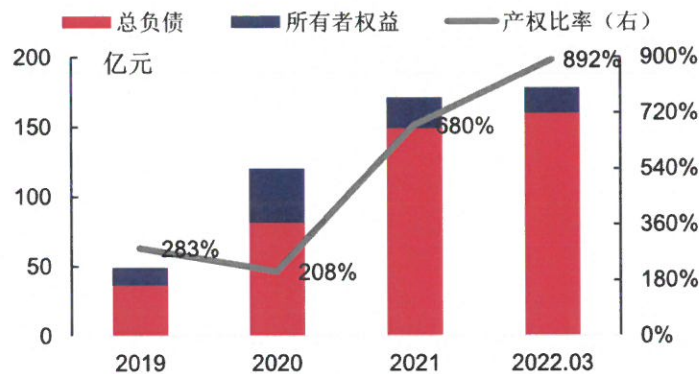
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

公司总债务规模持续上升，且短期债务占比较高，刚性债务偿付压力较大

2021年公司因利润亏损导致净资产大幅下滑，而业务扩张带来负债规模持续增长，2022年3月末公司产权比率大幅上升。由于公司业务扩张较快及合作养殖力度较大，少数股东权益占比相对较高。2022年4月公司非公开发行股票募集资金净额14.33亿元，有助于资本实力提升。

图 13 公司资本结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

因业务规模扩张，公司短期借款规模进一步增长，主要为保证借款及抵押借款。公司应付账款主要为应付玉米、豆粕等原材料货款、工程款和设备款等，随着公司业务规模扩大，2021年末账面价值继续大幅增加。其他应付款主要为应付收购股权款、限制性股票回购义务、往来款和应付股利。2021年末公司一年内到期的非流动负债主要为即将到期的银行借款、融资租赁款和租赁负债。公司长期借款主要为保证借款，利率区间为2%-8.4%。应付债券为“傲农转债”。租赁负债为执行新租赁准则，公司租赁猪场的租金确认为租赁负债。

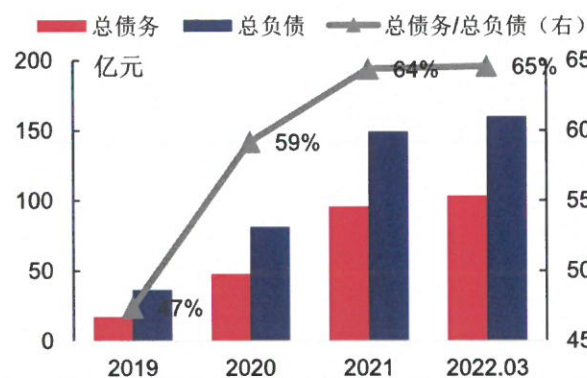
表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	37.87	23.68%	36.54	24.51%	26.80	33.02%
应付账款	37.04	23.16%	36.78	24.67%	21.21	26.13%
其他应付款	11.44	7.16%	9.64	6.47%	6.70	8.25%
一年内到期的非流动负债	12.75	7.97%	10.83	7.27%	3.75	4.62%
流动负债合计	108.85	68.07%	101.17	67.86%	62.48	76.99%
长期借款	22.12	13.83%	20.53	13.77%	14.45	17.80%
应付债券	8.22	5.14%	8.63	5.79%	0.00	0.00%
租赁负债	17.13	10.71%	15.58	10.45%	0.00	0.00%
非流动负债合计	51.07	31.93%	47.91	32.14%	18.67	23.01%
负债合计	159.91	100.00%	149.08	100.00%	81.15	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

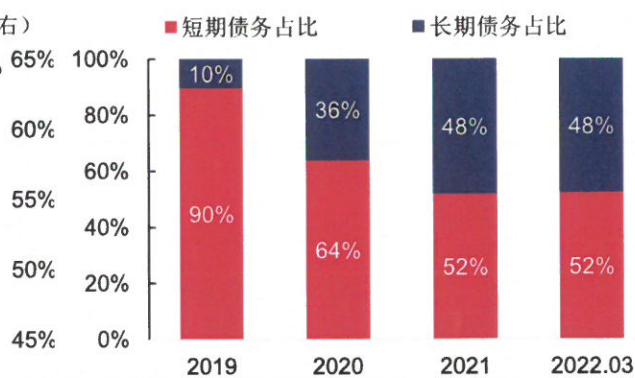
截至2022年3月末，公司总债务规模增至103.27亿元，其中短期债务占比为52%，占比较高。公司在养殖板块的投入属于长期资产构建，债务资金短借长投，存在期限错配。

图 11 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

图 12 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表

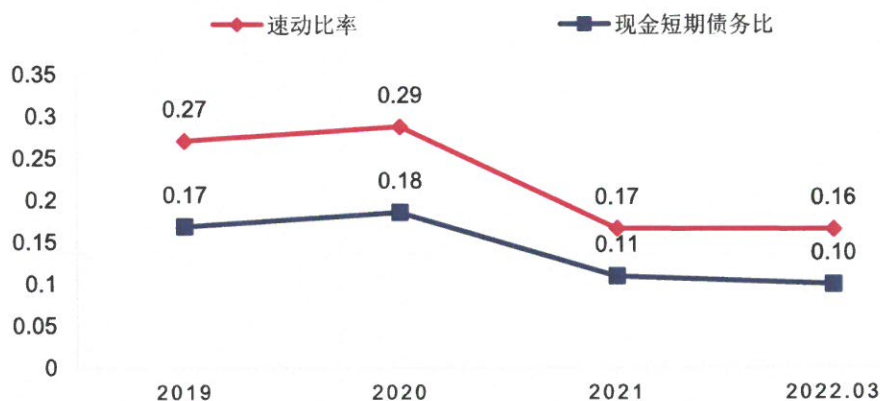
公司持续加杠杆扩大业务规模，资产负债率持续攀升，2022年3月末为89.92%，明显高于行业平均水平。由于养殖板块大额亏损，导致公司净债务/EBITDA及EBITDA利息保障倍数出现剧烈波动，偿债能力明显削弱，公司面临偿债压力加重。

表12 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	89.92%	87.18%	67.52%
净债务/EBITDA	--	31.72	2.81
EBITDA 利息保障倍数	--	0.69	8.62
总债务/总资本	85.21%	81.40%	55.16%
FFO/净债务	--	-2.19%	30.78%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季报，中证鹏元整理

流动性方面，2021年末公司现金短债比进一步下滑且处于低水平，流动性压力较大。公司作为上市公司，可通过资本市场增发股票等外部融资渠道筹集应急偿债资金，但需关注公司经营业绩及股票市场波动对实际融资可能产生的影响。

图 13 公司流动性比率情况


资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、抗风险能力分析

公司围绕以“猪”为核心布局产业链，逐步形成以“饲料、养猪及食品”为主业，营业收入多元化，饲料及生猪养殖产能逐步扩张，资产及营业收入规模快速增长，并逐步具备一定规模优势。但2021年以来生猪养殖行业低迷、生猪价格大幅下滑，导致公司经营利润大幅亏损，同时由于产能扩张速度较快，债务规模持续攀升，偿债及流动性压力均有所加重。随着生猪持续去产能有望带动价格回升，将有助于改善公司经营及现金流表现。

总体来看，公司抗风险能力尚可。

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2019年1月1日至报告查询日，公司本部（报告查询日为2022年5月5日）、子公司湖北三匹畜牧科技有限公司（报告查询日为2022年5月9日）和子公司佑康农业科技有限公司（报告查询日为2022年5月9日）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

一方面，公司依托“猪OK平台”积累的养殖数据和客户网积累的饲料交易数据为客户融资提供支持服务；另一方面，为加快推进养殖合作项目建设进度，公司为部分合作方就养殖场建设进行的融资提供担保。因生猪养殖行业低迷，部分养殖企业经营压力加重，为推动合作项目推进，公司对外担保余额快速增加，部分担保期限较长且存在逾期行为，面临较大的或有负债风险。

表13 截至 2021 年 12 月 31 日公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保余额	担保到期日	是否逾期	逾期金额	是否有反担保
养殖户及经销商	2,850.00	2022/4/6	否	0.00	有
养殖户及经销商	29,110.21	2022/12/27	否	0.00	有
养殖户及经销商	1,630.00	2022/11/15	是	30.00	有
养殖户及经销商	280.80	2022/11/28	否	0.00	有
养殖户及经销商	4.80	2022/6/26	否	0.00	无
养殖户及经销商	37.20	2022/8/26	否	0.00	无
养殖户及经销商	131.50	2022/5/15	否	0.00	有
养殖户及经销商	152.39	2024/5/21	否	0.00	无
养殖户及经销商	110.05	2020/1/31	是	110.05	无
养殖户及经销商	298.62	2020/9/11	是	298.62	有
养殖户及经销商	1,094.73	-	是	48.46	无
江苏加华种猪有限公司	1,564.36	2026/4/30	否	0.00	无
安福县禧鼎农牧有限公司	2,900.00	2023/11/15	否	0.00	有
湖北浈祥建筑工程有限公司	2,500.00	2022/2/10	否	0.00	有
吉安裕和丰农业发展有限公司	4,500.00	2024/10/27	否	0.00	有
江西聚宝盆农牧科技有限公司	2,616.00	2028/10/25	否	0.00	有
江西龙琴生态农业综合开发有限公司	1,500.00	2023/1/14	否	0.00	有
江西亿博生态农业发展有限公司	2,300.00	2028/12/20	否	0.00	有
曲阳县瑞达农业开发有限公司	6,500.00	2028/6/2	否	0.00	有
深圳市中北农商供应链管理有限公司	2,961.30	2022/8/29	否	0.00	无
泰和县茂源生态养殖有限公司	4,100.00	2025/4/28	否	0.00	有
新乐市蓬园农业开发有限公司	7,100.00	2025/5/26	否	0.00	有
永新县傲禧农牧有限公司	7,950.00	2028/12/30	否	0.00	有
永新县仓泰养殖有限公司	5,000.00	2024/12/30	否	0.00	有
江苏红膏大闸蟹有限公司	120.00	2022/12/22	否	0.00	无
厦门银祥饲料有限公司	630.00	2023/10/31	否	0.00	无
厦门海灵宝水产饲料有限公司	1,750.00	2023/10/19	否	0.00	无
合计	89,691.96	-	-	487.13	-

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

九、结论

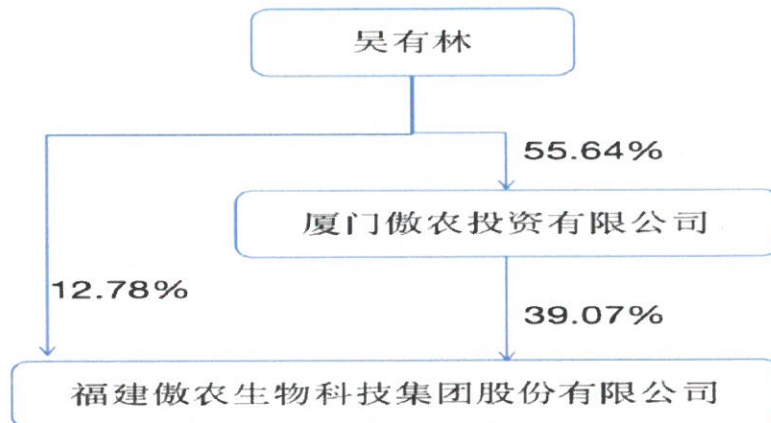
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持“傲农转债”信用等级为AA，并将公司主体信用等级和“傲农转债”信用等级列入观察名单。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	5.37	5.43	5.71	2.55
存货	29.44	25.89	17.31	5.99
流动资产合计	47.35	42.63	35.24	15.14
固定资产	57.27	57.41	39.57	16.69
非流动资产合计	130.48	128.37	84.94	34.07
资产总计	177.83	171.01	120.19	49.22
使用权资产	26.92	24.79	0.00	0.00
短期借款	37.87	36.54	26.80	12.02
应付账款	37.04	36.78	21.21	13.24
一年内到期的非流动负债	12.75	10.83	3.75	3.19
流动负债合计	108.85	101.17	62.48	33.82
长期借款	22.12	20.53	14.45	0.14
应付债券	8.22	8.63	0.00	0.00
长期应付款	1.92	1.51	2.96	1.66
非流动负债合计	51.07	47.91	18.67	2.56
负债合计	159.91	149.08	81.15	36.38
租赁负债	17.13	15.58	0.00	0.00
总债务	103.28	95.97	48.02	17.24
归属于母公司的所有者权益	9.93	13.03	27.42	8.28
营业收入	41.55	180.38	115.17	57.88
净利润	-4.86	-18.51	9.94	1.00
经营活动产生的现金流量净额	1.34	5.24	4.06	3.94
投资活动产生的现金流量净额	-4.73	-28.06	-40.02	-7.27
筹资活动产生的现金流量净额	3.06	22.00	39.25	4.04
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	-1.94%	1.43%	17.26%	12.74%
EBITDA 利润率	--	1.68%	14.05%	6.73%
总资产回报率	--	-9.63%	13.55%	4.10%
产权比率	892.38%	679.78%	207.92%	283.43%
资产负债率	89.92%	87.18%	67.52%	73.92%
净债务/EBITDA	--	31.72	2.81	4.18
EBITDA 利息保障倍数	--	0.69	8.62	4.20
总债务/总资本	85.21%	81.40%	55.16%	57.32%
FFO/净债务	--	-2.19%	30.78%	16.73%
速动比率	0.16	0.17	0.29	0.27
现金短期债务比	0.10	0.11	0.18	0.17

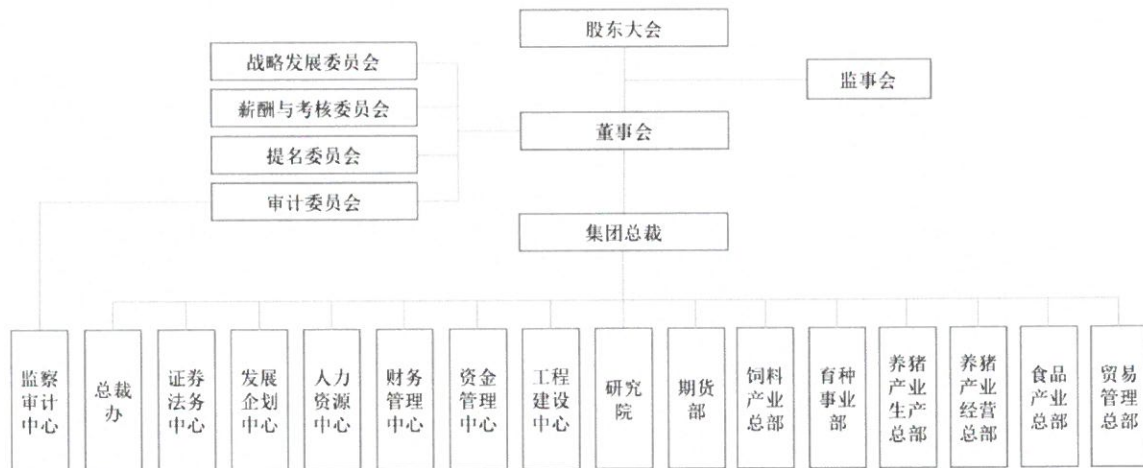
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 5 月 6 日）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 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	未受限的货币资金+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	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

附录五 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
XXA	债务安全性极高，违约风险极低。
XX	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 XXA 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
XXA	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。
XX	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 XXA 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。