

牧原食品股份有限公司公开发行可转换公司债券 2022 年度跟踪评级报告

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

2022 年 06 月 28 日

声 明

- 本次评级为评级对象委托评级。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 and 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。
- 本次信用评级结果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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1914 号

牧原食品股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为负面；

维持“牧原转债”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

二零二二年六月二十八日

评级观点：中诚信国际维持牧原食品股份有限公司（以下简称“牧原股份”或“公司”）的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为负面；维持“牧原转债”的债项信用等级为 **AA⁺**。评级展望为负面主要基于以下因素：评级展望为负面主要基于以下因素：猪周期因素影响公司 2021 年及 2022 年一季度经营业绩，债务规模及财务杠杆水平上升，面临短期偿债压力等；同时中诚信国际也肯定了牧原股份在自育自繁自养一体化产业链、技术和成本等方面保持了行业领先优势，产能和收入规模持续扩大以及畅通的融资渠道等因素对公司整体信用实力的支持，未来将持续关注生猪价格走势对公司盈利及获现水平的影响，短期偿债能力、关联交易、内控制度有待完善、疫病及环保管理等对其整体信用水平的影响。

概况数据

牧原股份（合并口径）	2019	2020	2021	2022.3
总资产（亿元）	528.87	1,226.27	1,772.66	1,840.34
所有者权益合计（亿元）	317.12	661.05	686.04	640.74
总负债（亿元）	211.75	565.22	1,086.62	1,199.59
总债务（亿元）	126.31	351.72	696.93	784.57
营业总收入（亿元）	202.21	562.77	788.90	182.78
净利润（亿元）	63.36	303.75	76.39	-57.59
EBIT（亿元）	68.78	312.95	98.29	--
EBITDA（亿元）	85.63	349.10	187.25	--
经营活动净现金流（亿元）	99.89	231.86	162.95	-0.58
营业毛利率(%)	35.95	60.68	16.74	-23.03
总资产收益率(%)	16.63	35.66	6.56	--
资产负债率(%)	40.04	46.09	61.30	65.18
总资本化比率(%)	28.49	34.73	50.39	55.05
总债务/EBITDA(X)	1.48	1.01	3.72	--
EBITDA 利息倍数(X)	15.26	37.16	8.32	--

注：中诚信国际根据 2019–2021 年审计报告及 2022 年一季度未经审计的财务报表整理。

正 面

■ **产业链日趋完善。**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。

■ **继续保持技术和成本优势。**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地保障饲料原料供应，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，大幅提高了生产效率。

■ **产能和收入规模持续扩大。**2021 年以来，公司继续扩大生猪产能，收入规模同比增长，未来随着新建产能的逐步释放，收入规模有望进一步增长。

■ **融资渠道畅通。**作为 A 股上市公司，近年来公司先后完成了非公开发行股票和可转换债券的发行，同时与多家银行建立了良好的合作关系，截至 2022 年 3 月末，共获得银行授信 642.30 亿元，其中未使用授信 193.74 亿元。

关 注

■ **内控制度有待完善。**2021 年 12 月 6 日，公司子公司出现商票逾期事件，反映出公司在票据业务管理和操作方面存在不足；公司通过完善《商业承兑汇票管理办法》等措施明晰商票业务管理流程、岗位职责、到期日管理及特殊问题处理机制，加强对子公司财务人员赋能培训，未来公司内控制度改善情况及其对公司融资环境的影响需持续观察。

■ **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，对其盈利能力稳定性造成一定的影响。2021 年商品猪价格大幅下跌并低位运行，公司盈利水平明显弱化，2022 年一季度出现经营亏损。

■ **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，偿债能力弱化。**随着原材料价格上涨及产能扩张计划的推进，2021 年以来公司债务规模快速攀升且处于高位，财务杠杆水平上升，相关偿债指标弱化。在生猪价格低迷且原材料价格上涨的背景下，以工程款为主的投资支出虽然大幅减少，但仍保持一定规模，需持续关注公司资金周转、债务增长、经营建设资金支出和外部融资环境的匹配情况及流动性风险。

■ **关联交易规模较大。**2021 年公司发生的关联交易金额为 197.10 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。

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 个月内可能下降。

■ **可能触发评级下调因素。**生猪价格超预期下行且持续低迷、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；债务规模和融资成本大幅上升导致偿债能力大幅恶化、出现流动性压力等。

■ **可能触发负面展望回调为稳定的因素。**市场回暖，生猪价格回升，公司盈利及获现水平改善且具有可持续性；新增产能有效释放；短期偿债能力提升，抗风险能力增强。

同行业比较

公司名称	2021 年部分生猪养殖企业主要指标对比表			2022.3	
	生猪出栏量（万头）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	总资产（亿元）	资产负债率(%)
新希望集团	998	1,343.39	-57.37	2,022.83	67.15
牧原股份	4,026.30	788.90	76.39	1,840.34	65.18

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

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级	上次评级时间	发行金额 （亿元）	债券余额 （亿元）	存续期	特殊条款
牧原转债	AA ⁺	AA ⁺	2021/12/15	95.50	95.48	2021/08/16~2027/08/15	回售、赎回

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

牧原食品股份有限公司公开发行可转换公司债券（债券简称为“牧原转债”或“本次债券”、债券代码为“127045”）发行总额 95.50，期限为 6 年，转股期为 2022 年 2 月 21 日至 2027 年 8 月 15 日，募集资金用途为生猪养殖和生猪屠宰项目的建设以及偿还银行贷款及补充流动资金，截至 2022 年 3 月末累计已使用金额均遵循募集说明书规定的用途，尚有 13.06 亿元未使用。截至 2022 年 3 月末，累计共有 0.02 亿元“牧原转债”已转换成公司股票，转股数为 34,681 股，尚有 95.48 亿元的“牧原转债”未转股。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2022 年一季度 GDP 同比增长 4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年 5.5% 的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，供需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数 3 月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所

回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI 总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下 PPI 同比延续回落。

宏观风险：2022 年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔 12 年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策：2022 年政府工作报告提出的 5.5% 增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4 月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专

营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022 年 GDP 增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022 年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，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，中国经济运行长期向好的基本面未改。

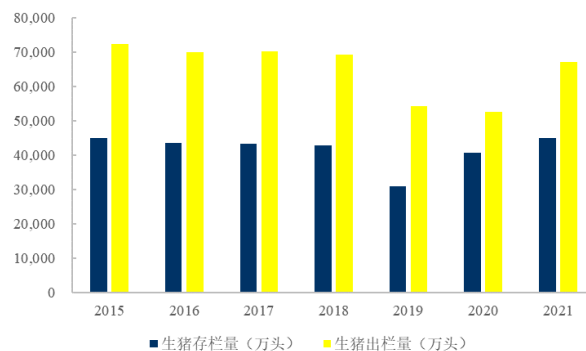
近期关注

随着产能的逐步恢复，2021 年以来生猪价格持续下滑并于 10 月降至 2020 年前期低位区间，生猪养殖业全面亏损，能繁母猪存栏量虽开始环比下降但规模仍较大，预计 2022 年下半年猪价或小幅回升但仍处于低位运行

近年来，我国年出栏量在 500 万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。受非洲猪瘟疫情扩散、病原猪扑杀以及猪价持续低位运行等因素的影响，2019 年国内生猪及能繁母猪存栏量快速下降，当年 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，虽然能繁母猪存栏量于 2021 年 6 月末达到最高值 4,564 万头后开始环比下降，但整体存栏及出栏量较上年仍有所增长，截至 2021 年末，生猪和能繁母猪存栏量分别为 4.49 亿头和 4,329 万头，分别同比增长 10.51% 和 4.04%；同期生猪出栏 6.71 亿头，同比增长 27.37%。2022 年 3 月末，生猪和能繁母猪存栏量分别降至 4.23 亿头和 4,185 万头，分别同比增长 1.6% 和下降 3.1%；一季度生猪出栏同比增长 14.10% 至 1.96 亿头，增幅大幅放缓。整体来看，我国能繁母猪存栏量开始下降，我国商品猪供应或将于 2022 年下半年出现下行拐点。

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

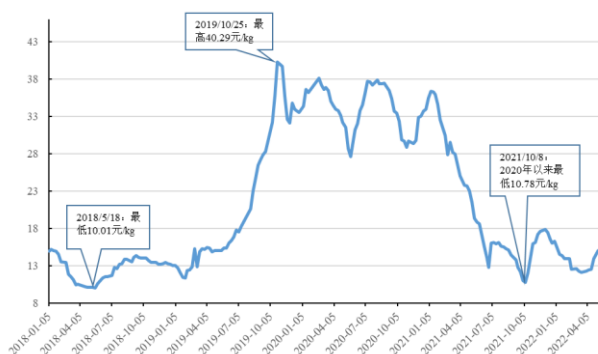


资料来源：Choice，中诚信国际整理

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一般为 3~4 年，形成所谓的“猪周期”。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，并于 10 月达到历年来价格最高点；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。受复工复产的持续推进以及餐饮需求逐步恢复等影响，2020 年 5 月起生猪价格大幅反弹，但产能的持续恢复及投放令 9 月起生猪价格陆续下跌，但年末生猪价格有一定节日效应支撑。2021 年以来，能繁母猪和生猪存栏量的持续上行或处于高位，生猪价格继续下滑，并于 2021 年 10 月降至 2020 年前期低位区间，令生猪养殖企业全面亏损，10 月中旬以来，虽然行业回调令价格小幅回升，但由于能繁母猪存栏规模仍较大，2022 年一季度猪价进一步回落。由于能繁母猪存栏量已出现下降态势，预计 2022 年下半年猪价或小幅回升，但仍处于低位运行，且反弹幅度或仍存在一定不确定性。

图 3：全国 22 个省市生猪平均价格（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养殖区域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。

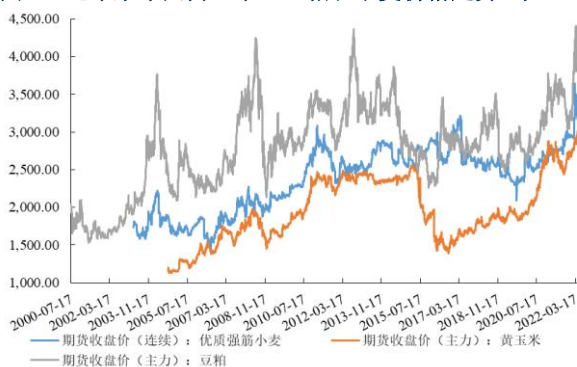
2021 年以来，豆粕、玉米等饲料原材料价格保持高位震荡，对养殖企业成本控制提出了更高要求

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，豆粕作为动物生长过程中蛋白质摄取的主要来源，玉米、小麦、豆粕等饲料原材料合计成本约占营业成本的 55%~60%，因此玉米、小麦和豆粕价格的变动对饲料成本影响较大。

玉米价格方面，由于 2020 年四季度以来市场供应仍然偏紧，叠加下游饲料需求旺盛，玉米现货价格大幅上行，于 2021 年 1 月升至高点，随着贸易粮方面可预见性的供应压力增加，期货价格开始下跌，4 月份由于现货玉米价格上涨，伴随外盘期价涨势明显，导致连盘期货价格持续走高；5 月份国家释放调控大宗商品价格信息，连盘期货价格再次回落；10 月下旬开始，受双控政策以及厂家库存整体偏低影响，提价补库意愿加强，加之猪价有所回升，养殖企业补库启动，下游刚需支撑令玉米市场价格再度上行，截至 2021 年末我国玉米期货价格已达 2,605 元/吨。豆粕价格方面，2021 年初豆粕现货价格延续上年 7 月以来震荡上行的态势，于 1 月中旬升至最高点 3,717 元/吨，后由于一季度国内猪瘟疫情复发，能繁母猪存栏下滑，导致豆粕需求减弱，3 月末价格下跌至 3,383 元/吨，二季度市场进入“美豆时间”，豆粕价格受恶劣天气预期有所回

升，并保持在高位震荡；下半年以来气候改善令全球豆粕单产高于预期，库存持续上调，供需紧张格局缓解，价格虽略有回落但仍然维持高位，截至2021年末为3,365元/吨。小麦价格方面，2020年以来玉米价格上行使得下游饲料厂商对于小麦的饲用消费大幅提升，加之2021年四季度临储小麦暂停投放，小麦价格延续大幅上涨态势。受近期俄乌战争影响，全球多种大宗农产品生产供应受到巨大影响，2022年一季度主要原材料价格快速攀升。中诚信国际关注到，未来地缘政治危机、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，原料价格或将进一步上涨，对饲料生产企业原材料采购及成本管控能力提出更高要求。

图4：近年来国内玉米、豆粕和小麦价格走势（元/吨）



资料来源：Wind，中诚信国际整理

公司法人治理结构完善，但2021年出现商票逾期，需关注内控制度改善情况

截至2022年3月末，公司总股本为53.22亿元¹，其中牧原集团持有公司12.87%的股权²，合计持有公司48.98%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53.28%的股权，其中直接持有公司40.41%的股权，通过牧原集团间接持有公司12.87%的股权，为公司实际控制人。

¹ 根据公司2020年度权益分派方案，以公司总股本37.59亿股为基数，以资本公积金向全体股东每10股转增4股，2021年6月3日实施完毕后，公司总股本增加至52.63亿股；同时，2021年度回购注销限制性股票激励对象已获授但尚未解锁的限制性股票共计703,821股，冲减资本公积0.16亿元，并已于2021年11月8日完成回购注销手续，截至2021年末，公司总股本由52.63亿股减至52.62亿股。2022年3月，公司向激励对象定向发行的本公司A股普通股股票5,968.5191万股，激励计划授予的激励对象为5,577人，截至2022年3月末，公司总股本增至

跟踪期内，公司保持了较为完善的法人治理结构，高管成员较为稳定。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。

资金管理方面，公司设立财务共享中心资金结算科，对实行下属子公司资金集中管理，子公司所有的收入都必须进入经公司审批过的银行账户进行监管，所有支出都必须根据规定程序审批后方可支付。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%。截至目前，拟设立的财务公司尚未取得任何有关牌照，发起人也未完成出资。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。

2021年12月6日，上海票据交易所公示了《持续逾期名单（截至2021年11月30日）》，2021年8月1日至11月30日，公司共有32家子公司出现付款逾期，涉及逾期商业承兑汇票金额6,947.15万元，截至2021年12月7日已全部兑付。由此反映出，公司在票据业务管理和操作方面存在不足。此后，公司完善《商业承兑汇票管理办法》，明晰商票业务管理流程、岗位职责、到期日管理及特殊问题处理机制，加强对子公司财务人员赋能培训。中诚信国际将持续关注公司内控制度改善情况及其对公司融资环境的影响。

2021年以来饲料产能持续增长，生猪存栏量增加等令产能利用率明显提升；饲料配方和地理位置优势可一定程度降低采购成本，但生猪养殖行业处于下

53.22亿元。

²2017年12月，秦英林通过表决权委托的方式，将其持有牧原股份合计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，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。

行周期叠加国内大宗饲料原料价格大幅上涨，对公司养殖成本控制和内部精细化管理要求不断提高

公司生产的饲料基本用于供应内部养殖。随着公司养殖规模的扩大，饲料需求持续上升，跟踪期内，饲料产能进一步扩张；同时随着新建饲料厂产能的释放以及生猪存栏规模的上升，饲料产量大幅增长，产能利用率亦明显提升。2021 年，公司生猪出栏量同比增长 122%，饲料产量同比增长 115%，变动趋势基本一致。

表 1：近年来公司饲料生产情况（万吨/年、万吨、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
产能	726	1,365	1,935	2,043*
产量	378	735	1,579	492
产能利用率	52.07	53.85	81.60	96.33*

注：加“*”数据已经年化处理。

资料来源：公司提供

饲料配方方面，跟踪期内，公司在现有“玉米+豆粕”型、“小麦+豆粕”型配方技术的基础上，积极研发大麦、高粱、原料副产品等应用技术，实现对原料的充分应用；同时应用净能、真可消化氨基酸体系设计日粮配方，充分利用发酵氨基酸降低豆粕用量，不仅减少传统日粮对玉米、豆粕的依赖，也降低了氮排放。采购量方面，受养殖规模扩大影

响，2021 年以来，公司饲料原材料采购量整体呈增长态势；公司利用自身饲料配方优势，通过原材料性价比及时调整，加大对价格相对较低的小麦和稻谷混合物的采购，有效降低饲料成本。

采购价格方面，2021 年以来，公司以玉米、豆粕和小麦等为主要饲料原材料的采购均价随市场行情变化大幅上涨。但由于公司子公司主要布局在东北、华北以及西北等粮食主产区，且其中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；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，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。结算以现金、银行转账及票据等方式支付。

中诚信国际认为，生猪养殖行业处于下行周期叠加国内大宗饲料原料价格大幅上涨，对公司养殖成本控制和内部精细化管理要求不断提高。未来公司将通过优化饲料配方、增加原粮收储等措施控制原材料采购成本，需持续关注未来降本增效效益情况及其对公司盈利水平的影响。

表 2：近年来公司原材料采购情况（万吨、元/吨）

	2019		2020		2021		2022.1~3	
	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	6.29	2,237	176.63	2,186	768.48	2,459	34.32	2,929
玉米	329.54	1,981	532.75	2,062	249.17	2,501	208.24	2,685
豆粕	39.31	2,967	76.43	2,992	134.15	3,420	25.45	4,107
稻谷混合物	1.28	1,691	8.66	1,609	332.45	2,420	33.60	2,463

资料来源：公司提供

公司保持了自繁自育自养一体化养殖优势，生猪产能规模迅速扩大，未来将持续关注产能释放及出栏目标完成情况；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更高要求

跟踪期内，公司保持了我国大型的自育自繁自养大规模一体化的生猪养殖企业的行业地位，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。

2021 年以来，公司通过设立子公司快速扩大生猪产能规模，截至 2022 年 3 月末，已在河南、山东、湖北以及山西等 24 个省共设立养殖板块控股子公司 230 家，拥有生猪产能 7,195 万头/年，其中河南地区产能占比约为 37%，随着新建养殖基地项目的推进，未来产能将持续增长。生猪出栏量方面，受益于养殖产能规模逐步释放，2021 年出栏量大幅

上升³，产能利用率亦明显提升；2021 年三季度以来，公司逐步放缓产能扩张速度，截至 2022 年 3 月末生猪产能为 7,195 万头/年，能繁母猪存栏量为 275.2 万头。根据规划，公司 2022 年生猪出栏量预计达 5,000~5,600 万头，中诚信国际将持续关注产能释放情况及出栏目标完成情况。

表 3：近年来公司生猪产能及出栏量情况（万头/年、万头）

	2019	2020	2021	2022.1~3
产能	2,594	5,662	7,117	7,195
出栏量	1,025.33	1,811.50	4,026.30	1,381.72

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；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智能化防疫体系，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。食品安全方面，公司在生猪养殖饲料和生猪饲养各个环节中均制定了相关的技术标准和质量标准⁴，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，针对猪场粪污、生产生活污水，公司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。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。

生猪养殖产业链较为完善，屠宰业务平稳运营；养殖规模扩大及持续出栏令公司商品猪销量持续增长，2021 年三季度起猪价大幅下跌且低于养殖成本，公司出现经营亏损；目前已通过调整饲料配方、加强内部管理等方式压降养殖成本，未来需持续关注生猪价格走势、管理效率提升及成本压降成效等因

素对业绩改善的影响

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，客户集中度较低。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，公司生猪销售主要集中在华东和华中地区。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，生猪中标价格较高，因此华东地区销售收入占比较大。2021 年华东和华中区域销售收入占比分别为 35.70%和 30.16%。

受养殖规模扩大以及持续出栏影响，2021 年以来公司商品猪销量实现大幅增长；除商品猪外，公司亦对外销售种猪及仔猪产品，受行业供给过剩且养殖户补栏意愿不足影响，2021 年以来种猪和仔猪销量大幅减少。销售价格方面，受猪市供需结构影响，行业进入下行周期，2021 年以来猪价大幅下跌⁵，且于 2021 年第三季度起低于养殖成本，加之公司内部存在管理精细度不足等问题，经营出现亏损。

表 4：近年来公司生猪销售情况（万头、元/公斤、元/头）

商品猪	2019	2020	2021	2022.1~3
销量（万头）	867.91	1,152.40	3,688.70	1,297.50
销售均价（元/公斤）	18.74	30.19	16.38	12.10
仔猪	2019	2020	2021	2022.1~3
销量（万头）	154.71	594.80	309.50	80.90
销售均价（元/头）	1,204.04	1,738.74	1,210.31	324.15
种猪	2019	2020	2021	2022.1~3
销量（万头）	2.71	64.30	28.10	3.30
销售均价（元/头）	5,439.73	5,873.24	4,442.68	1,705.86

资料来源：公司提供

面对经营亏损，2021 年以来，公司加强对饲料配方的研发，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，运用析因法设计动态营养

³ 公司规划 2021 年度生猪出栏量预计达 3,600~4,500 万头，实际出栏量与年度经营计划相符。

⁴ 公司生猪饲养活动 2021 年持续取得 FSSC22000 食品安全体系认证（有效期至 2023 年 3 月 26 日）、GLOBAL GAP 体系认证（有效期至 2022 年 11 月 2 日）、ISO14001 环境管理体系认证和 ISO9001 质量管理

体系认证（有效期均至 2024 年 8 月 1 日）。

⁵ 2022 年 4 月，公司销售生猪 632.1 万头，销售均价 12.56 元/公斤，实现销售收入 79.42 亿元；2022 年 5 月，公司销售生猪 586.3 万头，销售均价 14.87 元/公斤，实现销售收入 84.09 亿元。

模型，根据猪群生长性能动态调整营养供给，实现一日一配方、精准供给营养；同时，加强疫病防控和内部管理，提升猪群 PSY 和 MSY 指标，2021 年四季度商品猪完全成本降至 15.25 元/公斤；2022 年一季度，受饲料原材料价格普涨影响，养殖完全成本小幅增至 16 元/公斤左右。此外，公司还通过股权激励计划提升内部员工积极性和管理水平。

未来，公司将继续聚焦在保育、育肥等优化空间更大的养殖环节，持续梳理管理问题并强化一线生产的技术标准、措施的执行与落地；实施更加严格的管理考核，提升人员能力，优化人岗匹配程度，实现管理优化，解决快速发展带来的成本上升问题，2022 年末公司的目标成本为阶段性实现 14.5 元/公斤~15 元/公斤，同时，公司将继续减缓资本支出速度，以减少亏损面。

中诚信国际认为，目前生猪价格仍处于较低水平，2022 年下半年猪价反弹幅度仍具有一定不确定性；同时，公司采取的降本增效措施的进展以及取得的成效有待观察，中诚信国际将持续关注生猪价格走势、管理效率提升及成本压降成效等因素对公司未来业绩改善的影响。

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。跟踪期内，公司新建屠宰类子公司 4 家，截至 2022 年 3 月末，屠宰类子公司 22 家，其中位于内乡、正阳、商水、宁陵、颍上、曹县、铁岭、奈曼的合计 2,200 万头屠宰厂已投入使用，在建产能 1,700 万头/年。2021 年及 2022 年一季度，生猪屠宰量仅分别为 289.90 万头和 174.19 万头，产能利用率低，主要系正阳屠宰厂于 2021 年上半年投产运营，铁岭、奈曼等屠宰厂于 2021 年下半年陆续投产运营，仅内乡屠宰场（产能为 200 万头/年）保持全年运营。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超 5,000 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。

未来公司仍以发展生猪产业为主，相关项目的投建仍需一定资本支出

未来公司将稳步扩大生猪养殖规模，向下游产业链延伸，围绕养殖产能布局屠宰业务，向社会提供更多优质猪肉食品。从提升育种技术、升级智能化设备等方面，以创新驱动发展，推动养猪全面转型升级。

在建项目方面，截至 2022 年 3 月末，公司主要在建项目计划总投资额为 517.76 亿元，尚需投入 88.89 亿元，目前在建项目投资进度放缓，拟建项目处于暂缓阶段。资金来源方面，2021 年 8 月，公司发行可转换公司债券募集资金总额 95.50 亿元，其中 70 亿元用于生猪养殖与屠宰产能扩张项目。虽然公司放缓了对部分项目的投资进度，但由于总投资额较高的在建工程仍有一定的投资规模，叠加行业周期性波动明显，中诚信国际将对公司投融资进展以及相关生猪养殖项目投资回报情况保持关注。

表 5：截至 2022 年 3 月末公司部分在建工程情况（亿元）

项目名称	计划投资额	已投入金额	尚需投入金额
内乡综合体生猪养殖项目	35.00	31.39	3.61
滑县牧原生猪养殖项目	24.93	15.52	9.40
汝州综合体生猪养殖项目	23.92	12.75	11.17
上蔡牧原生猪养殖项目	23.75	18.76	4.99
唐河牧原生猪养殖项目	20.67	15.80	4.88
杞县牧原生猪养殖项目	20.18	19.26	0.93
卧龙牧原生猪养殖项目	19.64	18.19	1.45
曹县牧原生猪养殖项目	19.59	19.42	0.17
商水牧原生猪养殖项目	18.70	18.38	0.32
蒙城牧原生猪养殖项目	18.21	13.26	4.95
惠民牧原生猪养殖项目	18.09	10.94	7.15
雷州牧原生猪养殖项目	17.68	16.24	1.44
灌南牧原生猪养殖项目	16.87	16.20	0.67
内黄牧原生猪养殖项目	16.48	12.34	4.14
凤台牧原生猪养殖项目	16.43	13.65	2.78
泗县牧原生猪养殖项目	15.63	15.21	0.42
铜山牧原生猪养殖项目	15.61	12.11	3.50
濉溪牧原生猪养殖项目	14.98	14.34	0.64
社旗牧原生猪养殖项目	14.57	10.67	3.89
宁陵牧原生猪养殖项目	12.76	8.30	4.47
老河口牧原生猪养殖项目	12.35	12.02	0.32

石首牧原生猪养殖项目	12.29	10.35	1.94
阜新牧原生猪养殖项目	12.10	11.34	0.75
克东牧原生猪养殖项目	12.05	11.50	0.56
黑山牧原生猪养殖项目	11.23	10.53	0.69
兰西牧原生猪养殖项目	10.96	10.85	0.10
其他项目	63.10	49.54	13.56
合计	517.76	428.86	88.89

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，故上表仅列示投资额在 10 亿元以上的项目，剩余项目均包含在其他项目。
资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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 2019~2021 年审计报告以及未经审计的 2022 年一季度财务报表，各期财务数据均为财务报告当期数或期末数。中诚信国际在分析时，将公司计入“其他流动负债”、“其他应付款”中的短期应付债券和借款调至短期债务；将计入“长期应付款”中的融资租赁款调整长期债务。

公司收入规模实现增长，但猪价下行导致盈利能力大幅下滑，2022 年一季度经营亏损，后续业绩恢复情况有待关注

公司以生猪养殖为主业，2021 年，生猪产能陆续释放带动销售收入同比增长，猪价下跌令营业毛利率大幅下滑；由于饲料原料贸易规模扩大，当年以饲料原料贸易收入为主的其他业务对营业总收入形成一定补充。2022 年一季度，商品猪销售价格进一步下跌，当期营业毛利率由正转负。

表 6：近年来公司收入及毛利率构成（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
生猪	196.27	551.05	750.76	176.25
其他	5.94	11.72	38.14	6.52
营业总收入	202.21	562.77	788.90	182.78
	2019	2020	2021	2022.1~3
生猪	37.05	62.09	17.48	-24.21
营业毛利率	35.95	60.68	16.74	-23.03

注：公司其他业务为饲料贸易、屠宰、肉食业务及其他等。
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。随着生产经营规模扩大，保险费、折旧摊销费、办公费相应增加，2021 年管理费用同比增长。随着有息债务规模的增加，公司利息费用大幅增加。销

售费用主要包括员工工资薪酬及物料消耗等，2021 年亦同比增长。受上述因素共同影响，公司三费合计持续增加，期间费用率呈上升态势。

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；受生猪价格大幅下跌影响，2021 年公司经营性业务利润和利润总额大幅减少；其他收益主要为生产活动类政府补助，2021 年大幅增加，主要系保险补贴大幅增加所致。2022 年一季度，生猪价格持续低位运行，公司出现大额经营亏损，相关盈利指标大幅弱化。中诚信国际将对公司后续猪价走势、成本费用控制水平及业绩恢复情况等保持关注。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.1~3
管理费用	8.03	35.67	42.50	12.01
财务费用	5.28	6.88	21.78	7.09
销售费用	1.11	2.92	7.00	1.95
期间费用合计	14.41	45.47	71.28	21.06
期间费用率	7.13	8.08	9.04	11.52
经营性业务利润	62.62	303.75	76.84	-58.14
其他收益	4.60	8.24	16.94	5.37
利润总额	63.19	303.73	76.11	-57.84
EBITDA 利润率	42.34	62.03	23.74	--
总资产收益率	16.63	35.66	6.56	--

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

跟踪期内，公司资产规模持续扩大，但对外部融资依赖较高，总负债规模大幅增长，利润分配和经营亏损令所有者权益下降，财务杠杆水平明显上升；货币资金受限规模大幅上升

随着生产经营规模的扩大，2021 年以来公司总资产保持增长态势。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，2022 年 3 月末为 70.46%。跟踪期内，公司新开工项目暂缓，随着已完工项目转固，2021 年以来固定资产大幅增长，在建工程减少。同时，公司主动控制留种规模，受累计折旧影响，2021 年以来生产性生物资产有所下降。

公司流动资产主要由货币资金和存货构成，2021 年以来两者合计占流动资产的比重维持在

95%。随着原材料采购款以及工程款结算款等增加，2021 年末货币资金有所减少；2022 年一季度，公司资金需求上升，通过融资加大资金储备，3 月末货币资金增至 161.16 亿元，其中有 54.91 亿元使用受限，占货币资金总额的 34.07%，受限比例大幅提升且处于较高水平，主要用于银行承兑汇票、贷款及期货保证金。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，公司未计提存货跌价准备。2021 年以来，由于生猪出栏量持续增加，存货周转率有所提升。

表 8：近年来公司主要资产情况（亿元、次）

	2019	2020	2021	2022.3
固定资产	188.64	585.30	995.51	1,009.38
在建工程	85.99	148.35	111.03	112.73
生产性生物资产	38.35	74.42	73.51	70.79
非流动资产	332.94	836.81	1,285.13	1,296.61
货币资金	109.33	145.94	121.98	161.16
存货	71.66	211.79	344.76	357.95
流动资产	195.92	389.46	487.53	543.72
总资产	528.87	1,226.27	1,772.66	1,840.34
存货周转率	2.00	1.56	2.36	2.56 *
货币资金周转率	2.95	4.41	5.89	5.16 *
固定资产周转率	1.25	1.45	1.00	0.73*

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

负债方面，2021 年以来公司以流动负债为主的总负债规模大幅攀升，且流动负债主要由短期借款、应付账款、应付票据和其他应付款构成。受生产经营规模扩大、原材料价格上升、流动资金需求增强等因素的影响，2021 年以来公司短期借款呈增长态势；同时应付原材料采购款和工程设备款增加带动应付账款和应付票据规模均大幅上升，应付账款周转效率有所下降，截至 2022 年 3 月末，公司应付商业承兑汇票金额为 31.53 亿元；其他应付款主要为股东借款⁶和应付反向保理业务款，2021 年以来保持增长态势。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，跟踪期内长期借款持续增加；2021 年 8 月，公司成功发行 95.50 亿元的可转换债券，年末应付债券规模同比大幅增长。此外，2021 年公司执行新租赁准则⁷，2022 年 3 月末租赁负债为 67.66 亿元。

受益于以资本公积金向全体股东每 10 股转增 4 股的权益分配方案实施完成，2021 年末公司总股本同比增长，加之可转债的发行令其他权益工具增加，带动所有者权益规模同步提升。2022 年一季度，公司经营亏损以及进行利润分配，所有者权益规模亦明显缩减。2019~2021 年公司现金分红金额分别为 12.13 亿元、54.92 亿元和 13.20 亿元，分别占归属于上市公司普通股股东净利润的 19.83%、20.01% 和 19.12%。从资本结构来看，跟踪期内，权益规模呈波动下降态势，同时债务规模快速增加，资产负债率及总资本化比率大幅上升，中诚信国际将对公司杠杆水平变化和权益稳定性保持持续关注。此外，2021 年 10 月，公司披露非公开发行预案，拟向牧原集团定增募集资金 50 亿元~60 亿元，在扣除发行费用后将全部用于补充流动资金，若该定增事项成功，公司资本实力或将进一步提升，但目前该事项尚未经中国证监会审批通过，中诚信国际将持续关注定增事项进展情况。

表 9：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2019	2020	2021	2022.3
短期借款	42.56	165.33	222.92	319.74
应付账款	50.98	146.23	319.89	327.13
应付账款周转率（次）	3.66	3.67	3.39	2.94*
应付票据	33.59	19.43	46.80	62.29
其他应付款	26.33	41.66	93.14	99.49
流动负债	181.69	435.43	782.32	908.80
长期借款	11.17	103.38	139.23	123.17
应付债券	17.90	15.93	86.26	86.99
总负债	211.75	565.22	1,086.62	1,199.59
股本	22.05	37.59	52.62	53.22
资本公积	98.47	100.05	91.23	110.76
未分配利润	101.14	354.25	363.52	311.71

⁶ 2022 年 4 月 28 日，公司召开第四届董事会第九次会议审议通过了《关于调整向关联股东借款相关事项暨关联交易的议案》，同意公司及其控股子公司向关联方牧原集团申请借款额度由原来的 50 亿元调整为不超过 100 亿元人民币，公司可根据实际资金需求情况分批申请借款，利率参照银行贷款市场报价利率，并结合公司近期的融资利率水平，由双方协商确定，该额度有效期调整为自 2021 年度股东大会审议通过后

三年内有效。2021 年末，股东借款余额为 50 亿元，2022 年 3 月末股东借款为 41.58 亿元。

⁷ 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。

少数股东权益	86.04	156.98	142.52	135.73
所有者权益合计	317.12	661.05	686.04	640.74
资产负债率	40.04	46.09	61.30	65.18
总资本化比率	28.49	34.73	50.39	55.05

注：带“*”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

2021年以来公司经营获现能力及盈利能力下滑，相关偿债指标弱化；在建项目的建成转固以及支付工程款令投资活动净流出仍保持较大规模，公司仍需依赖大额外部融资，总债务快速攀升且高位运行，需关注短期偿债压力

公司继续采取现款现货的结算方式，销售规模扩大且回款良好，但受成本上升且毛利率下滑影响，2021年经营活动净现金流有所降低，2022年一季度呈净流出态势。随着在建项目的建成转固以及支付工程款，2021年以来投资活动现金流仍呈较大规模净流出态势，筹资活动净现金流亦保持较高规模。

随着产能扩张以及营运资金需求较大，公司总债务规模不断攀升，截至2022年3月末短期债务占比为63.69%；同时，受限货币资金规模较大，可动用货币资金对短期债务的覆盖能力较弱，面临一定短期偿债压力。2021年以来，受盈利能力及经营获现能力下滑影响，EBITDA及经营活动净现金流对债务本息的覆盖程度均大幅弱化。

中诚信国际认为，在生猪价格低迷且原材料价格上涨的背景下，公司资金需求急剧攀升，短期债务持续增长，债务规模处于高位，公司出现商票逾期，同时以工程款为主的投资支出保持一定规模，若外部融资环境恶化，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以及流动性风险保持关注。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021	2022.3
经营活动净现金流	99.89	231.86	162.95	-0.58
投资活动净现金流	-127.99	-453.53	-359.68	-59.13
筹资活动净现金流	103.66	261.24	141.71	81.88
短期债务	97.25	224.52	397.76	499.69

⁸ 公司向牧原建筑采购原因：一是由于国家“营改增”试点，成立牧原建筑并通过牧原建筑采购，有助于帮助建筑商规范管理，适应新的税收政策变化，进行成本管理；二是为发挥集中采购优势，通过大规模集中采购大宗建筑材料和设备，有效降低建筑成本；三是在公司发展过程中，

总债务	126.31	351.72	696.93	784.57
总债务/EBITDA	1.48	1.01	3.72	--
EBITDA 利息保障倍数	15.26	37.16	8.32	--
经营活动净现金流/短期债务	1.03	1.03	0.41	-
经营活动净现金流/利息支出	17.80	24.68	7.24	--
货币资金/短期债务	1.12	0.65	0.31	0.32

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

外部授信和股权融资渠道畅通能够对公司整体偿债能力提供支持，关联交易有所减少但规模仍较大

银行授信方面，公司与银行合作良好，截至2022年3月末，授信总额为642.30亿元，较2021年11月末增加约40亿元，其中未使用授信额度为193.74亿元，拥有一定备用流动性。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2022年3月末，公司合并口径无对外担保。

受限资产方面，截至2022年3月末，公司所有权或使用权受到限制的资产净值为86.10亿元，占期末净资产比例为13.44%；其中包括受限货币资金54.91亿元、用于贷款的固定资产27.61亿元、在建工程2.73亿元、无形资产0.68亿元以及储备存货0.17亿元。截至2022年3月末，公司无重大未决诉讼及仲裁事项。

截至2022年6月22日，秦英林和牧原集团分别累计质押其持有的股份26,276.00万股和15,775.94万股，分别占其持有公司股份的12.59%和23.04%。

关联交易方面，2021年公司发生的关联交易金额为197.10亿元，其中牧原建筑和牧原设备等关联公司的关联交易金额较大。

表 11：2019~2021年公司主要关联交易情况（亿元、%）

关联交易类型	2019	2020	2021
采购商品/接受劳务	50.19	203.91	177.59
其中：牧原建筑 ⁸	47.38	170.38	149.02
牧原设备	0.03	16.10	6.83
河南牧原物流有限公司	1.13	9.68	13.21
河南省聚爱数字科技有限公司	1.35	7.02	7.50

形成了一批长期合作的工程建筑商，关联方能够有效整合优质建设施工资源，统一建设标准，确保工程质量，提升供应速度，满足公司生产经营的需求。

销售商品/提供劳务	15.42	13.63	19.43
其中：河南龙大牧原肉食品有限公司	15.41	13.62	19.13

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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，2019~2022 年 4 月 8 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 12：截至 2022 年 3 月末公司公开市场存续债券情况
(亿元)

债券名称	起息时间	发行金额	存续金额	期限
20 牧原 MTN001	2020/04/22	5.00	1.20	2+1 年
20 牧原 MTN002	2020/05/28	3.00	1.40	2+1 年
牧原转债	2021/08/16	95.50	95.48	6 年
合计	--	103.50	98.08	--

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；控股股东对公司支持意愿极强，且能为公司提供一定支持

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，2019~2021 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 5.03 亿元、9.50 亿元和 18.86 亿元。

除牧原股份外，控股股东牧原集团⁹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，其信用恶化对股东信誉影响很大，因此控股股东对公司支持意愿极强。近年来，实际控制人及控股股东在公司定增及发行

可转换债券中均有认购¹⁰，且牧原集团为公司提供借款额度增至不超过 100 亿元，截至 2022 年 3 月末股东借款余额为 41.58 亿元，能够对公司提供一定资金支持，但由于实际控制人的资金主要来源于上市公司股权质押及分红等¹¹，且实际控制人对当地政府和金融机构等资源协调能力有限，对公司支持能力亦相对有限。

评级结论

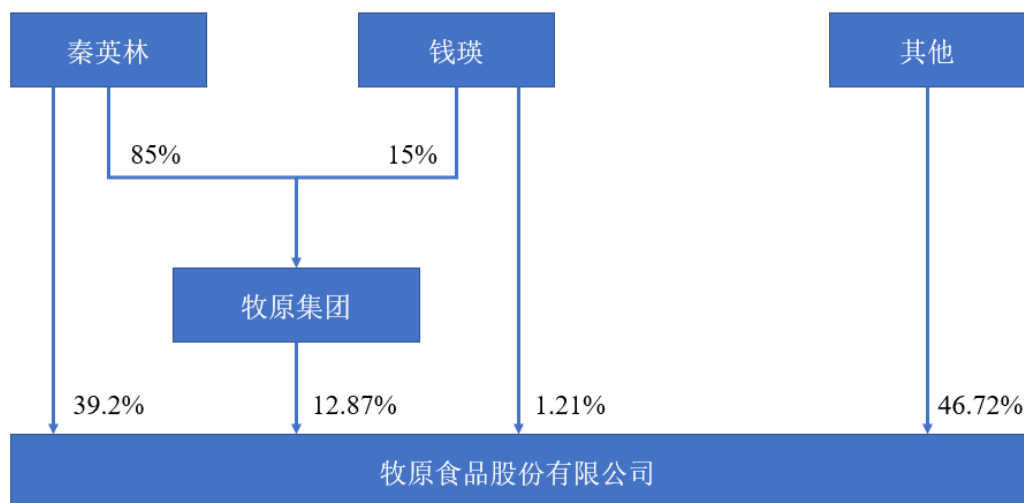
综上所述，中诚信国际维持牧原食品股份有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为负面；维持“牧原转债”的债项信用等级为 **AA⁺**。

⁹ 截至 2021 年末，牧原集团总资产为 1,915.17 亿元，净资产为 744.31 亿元；2021 年实现营业收入 832.76 亿元，净利润 70.93 亿元。

¹⁰ 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；2021 年 8 月，公司发行可转换债券募集资金总额 95.50 亿元，其中实控人秦英林、钱瑛夫妇及牧原集团合计认购 51.45 亿元。

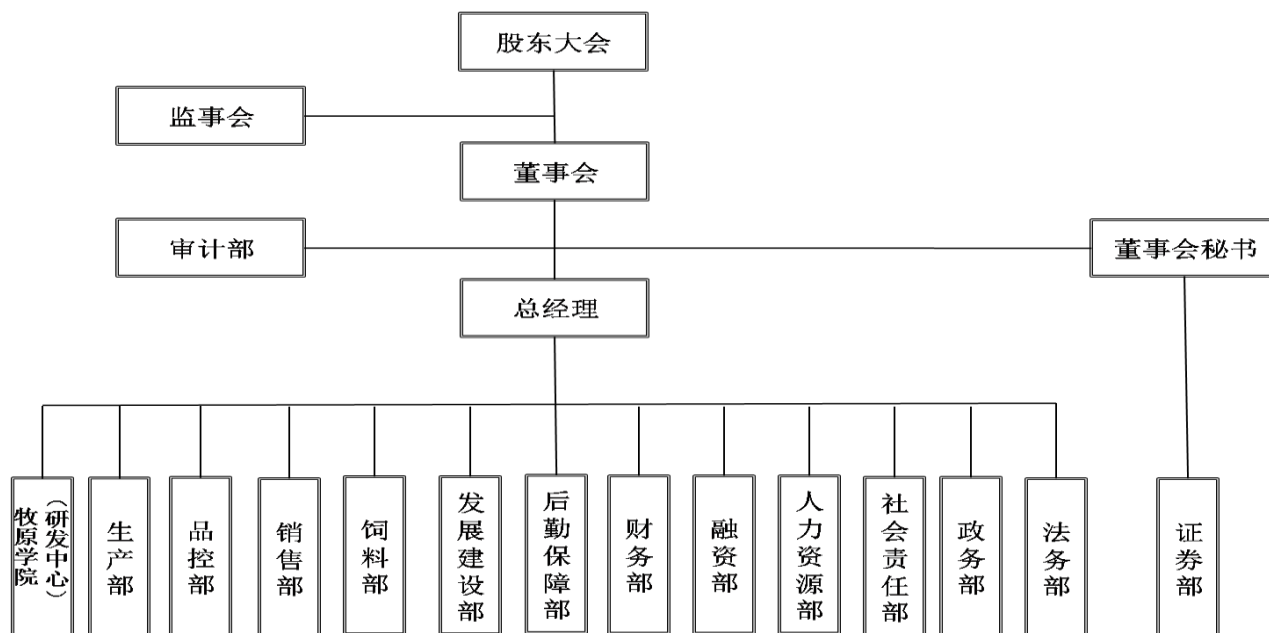
¹¹ 2019 年，牧原集团获得分红 3.14 亿元，秦英林、钱瑛夫妇获得分红 8.45 亿元；2020 年，牧原集团获得分红 10.01 亿元，秦英林、钱瑛夫妇获得分红 31.42 亿元；2021 年，牧原集团获得分红 1.70 亿元，秦英林、钱瑛夫妇获得分红 5.33 亿元。

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 2022 年 3 月末）



截至 2022 年 3 月末公司主要子公司情况

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 278 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）	2019	2020	2021	2022.3
货币资金	1,093,320.63	1,459,356.97	1,219,763.18	1,611,576.05
应收账款净额	1,571.97	1,939.16	13,555.13	11,698.34
其他应收款	795.53	5,647.47	26,439.47	15,997.17
存货净额	716,617.62	2,117,922.25	3,447,573.26	3,579,476.34
长期投资	29,631.79	32,674.67	45,014.55	47,163.84
固定资产	1,886,424.98	5,853,049.31	9,955,092.93	10,093,819.54
在建工程	859,885.81	1,483,485.24	1,110,340.58	1,127,290.41
无形资产	43,181.90	76,802.57	883,836.44	867,708.11
总资产	5,288,658.61	12,262,725.70	17,726,575.92	18,403,355.53
其他应付款	263,271.06	416,551.43	931,371.80	994,937.75
短期债务	972,482.68	2,245,244.48	3,977,597.27	4,996,895.95
长期债务	290,660.06	1,271,956.39	2,991,735.66	2,848,823.65
总债务	1,263,142.74	3,517,200.87	6,969,332.93	7,845,719.60
净债务	169,822.11	2,057,843.89	5,749,569.75	6,234,143.55
总负债	2,117,501.63	5,652,201.68	10,866,164.22	11,995,929.81
费用化利息支出	55,889.73	92,257.84	221,854.89	--
资本化利息支出	228.66	1,681.68	3,113.39	--
所有者权益合计	3,171,156.98	6,610,524.02	6,860,411.70	6,407,425.71
营业总收入	2,022,133.25	5,627,706.56	7,888,987.06	1,827,765.62
经营性业务利润	626,183.89	3,037,492.12	768,406.08	-581,394.38
投资收益	4,226.07	5,065.92	-1,266.93	659.14
净利润	633,645.81	3,037,476.99	763,858.31	-575,937.10
EBIT	687,824.96	3,129,509.16	982,915.07	--
EBITDA	856,259.55	3,491,038.12	1,872,479.33	--
经营活动产生现金净流量	998,889.54	2,318,575.12	1,629,502.68	-5,821.30
投资活动产生现金净流量	-1,279,894.42	-4,535,330.57	-3,596,771.46	-591,261.04
筹资活动产生现金净流量	1,036,555.76	2,612,406.59	1,417,099.74	818,829.69
资本支出	1,312,060.03	4,607,078.75	3,585,233.44	591,426.73
财务指标	2019	2020	2021	2022.3
营业毛利率(%)	35.95	60.68	16.74	-23.03
期间费用率(%)	7.13	8.08	9.04	11.52
EBITDA 利润率(%)	42.34	62.03	23.74	--
总资产收益率(%)	16.63	35.66	6.56	--
净资产收益率(%)	27.90	62.11	11.34	-34.73*
流动比率(X)	1.08	0.89	0.62	0.60
速动比率(X)	0.68	0.41	0.18	0.20
存货周转率(X)	2.00	1.56	2.36	2.56*
应收账款周转率(X)	2,572.73	3,205.64	1,018.31	579.01*
资产负债率(%)	40.04	46.09	61.30	65.18
总资本化比率(%)	28.49	34.73	50.39	55.05
短期债务/总债务(%)	76.99	63.84	57.07	63.69
经营活动净现金流/总债务(X)	0.79	0.66	0.23	-
经营活动净现金流/短期债务(X)	1.03	1.03	0.41	-
经营活动净现金流/利息支出(X)	17.80	24.68	7.24	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	72.08	56.21	10.51	--
总债务/EBITDA(X)	1.48	1.01	3.72	--
EBITDA/短期债务(X)	0.88	1.55	0.47	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	15.26	37.16	8.32	--
EBIT 利息保障倍数(X)	12.26	33.31	4.37	--

注：1、2022 年一季报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司计入其他流动负债、其他应付款中的短期应付债券和借款调至短期债务；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；将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将应收款项融资计入应收账款，将研发费用计入管理费用，将信用减值损失计入资产减值损失；将使用权资产计入无形资产；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）
	营业周期	=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
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
现金流	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
偿债能力	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：信用等级的符号及定义

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。