



牧原食品股份有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 1350 号

声 明

- 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
- 本次评级结果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发行人进行跟踪评级，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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 日

| | | |
|--------------|------------|---------------------|
| 本次跟踪发行人及评级结果 | 牧原食品股份有限公司 | AA ⁺ /稳定 |
|--------------|------------|---------------------|

| | | |
|-------------|--------|-----------------|
| 本次跟踪债项及评级结果 | “牧原转债” | AA ⁺ |
|-------------|--------|-----------------|

评级观点

本次跟踪维持主体级别为 **AA⁺**，评级展望由负面调整为稳定，维持“牧原转债”的债项级别为 **AA⁺**，主要基于牧原食品股份有限公司（以下简称“牧原股份”或“公司”）2022 年盈利及获现水平大幅改善，定增完成令资本实力提升，偿债指标改善，叠加跟踪期内生猪养殖行业龙头地位稳固，猪肉产业链完善，规模、成本和技术优势更为显著以及融资渠道畅通等因素对公司整体信用实力的支持。同时，中诚信国际关注到生猪行业周期性波动、成本管控等因素对经营稳定性产生一定影响，2023 年一季度猪价低位运行使得公司经营亏损，旺盛的资金需求令财务杠杆水平有所回升，需关注屠宰业务盈利改善情况以及关联交易、疫病和环保风险等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

评级展望

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

调级因素

可能触发评级上调因素：公司盈利具有可持续性；产品多元化程度大幅提升；新增产能释放良好，利用率大幅提升；偿债能力大幅提升，抗风险能力显著增强。

可能触发评级下调因素：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。

| 正面 |
|--|
| <ul style="list-style-type: none"> ■ 生猪养殖行业龙头地位稳固，猪肉产业链完善，规模、成本和技术优势更为显著 ■ 生猪价格回暖和精细化管理令公司2022年盈利及获现水平大幅改善，偿债指标改善 ■ 2022年定向增发及利润积累令资本实力提升 ■ 融资渠道畅通 |
| 关注 |
| <ul style="list-style-type: none"> ■ 生猪行业周期性波动、成本管控等因素对经营稳定性产生一定影响，2023年一季度猪价低位运行使得公司经营亏损 ■ 2023年一季度，旺盛的资金需求令财务杠杆水平有所回升且债务结构有待优化 ■ 屠宰业务盈利改善情况 ■ 关联交易、疫病和环保风险 |

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

财务概况

| 牧原股份（合并口径） | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3/2023.1~3 |
|------------------|----------|----------|----------|-----------------|
| 总资产（亿元） | 1,293.82 | 1,772.66 | 1,929.48 | 1,980.90 |
| 所有者权益合计（亿元） | 661.05 | 686.04 | 880.70 | 864.30 |
| 总负债（亿元） | 632.77 | 1,086.62 | 1,048.77 | 1,116.60 |
| 总债务（亿元） | 419.27 | 696.93 | 690.36 | 804.66 |
| 营业总收入（亿元） | 562.77 | 788.90 | 1,248.26 | 241.98 |
| 净利润（亿元） | 303.75 | 76.39 | 149.33 | -12.00 |
| EBIT（亿元） | 313.45 | 98.87 | 177.46 | -- |
| EBITDA（亿元） | 349.61 | 187.82 | 298.78 | -- |
| 经营活动净现金流（亿元） | 231.86 | 162.95 | 230.11 | -38.54 |
| 营业毛利率(%) | 60.68 | 16.74 | 17.50 | 1.88 |
| 总资产收益率(%) | -- | 6.45 | 9.59 | -- |
| EBIT 利润率(%) | 55.70 | 12.53 | 14.22 | -- |
| 资产负债率(%) | 48.91 | 61.30 | 54.36 | 56.37 |
| 总资本化比率(%) | 38.81 | 50.39 | 43.94 | 48.21 |
| 总债务/EBITDA(X) | 1.20 | 3.71 | 2.31 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数(X) | 37.22 | 8.35 | 10.27 | -- |
| FFO/总债务(X) | 0.84 | 0.26 | 0.42 | -- |

注：1、中诚信国际根据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 2020~2022 年度审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理。其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他应付款、其他流动负债和长期应付款中的带息债务。

同行业比较（2022 年数据）

| 公司名称 | 主营业务 | 饲料销量 (万吨) | 生猪出栏 量(万 头) | 生猪屠宰 量(万 头) | 总资产 (亿元) | 所有者权 益合计 (亿元) | 资产负债 率(%) | 营业总收 入(亿 元) | 净利润 (亿元) | 经营活动 净现金流 |
|-------|---|--------------|-------------------|-------------------|-------------|---------------------|--------------|-------------------|-------------|--------------|
| 新希望集团 | 主营业务以现代农业与食品产业为新希望主导，金融投资业务为补充，目前已形成了集饲料、养殖、屠宰、食品为一体的农业全产业链布局 | 2,842 | 1,461 | 291.00 | 2,072.60 | 726.69 | 64.94 | 1,611.73 | 1.21 | 93.18 |
| 牧原股份 | 作为生猪养殖龙头企业，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 | -- | 6,120 | 736.2 | 1,929.48 | 880.70 | 54.36 | 1,248.26 | 149.33 | 230.11 |

中诚信国际认为，牧原股份生猪产能及出栏量持续处于行业第一，且远高于同行业企业，垂直一体化模式使其在行业内具有较强的成本优势，生猪养殖行业龙头地位稳固，但业务主要围绕在生猪养殖业上下游环节，单一养殖业务周期性波动风险较高。财务方面，凭借显著的生猪养殖规模优势和成本优势，牧原股份盈利及获现能力高于新希望集团；同时，牧原股份为上市公司，股权融资渠道畅通，财务杠杆处于较低水平。

注：“新希望集团”为“新希望集团有限公司”简称。

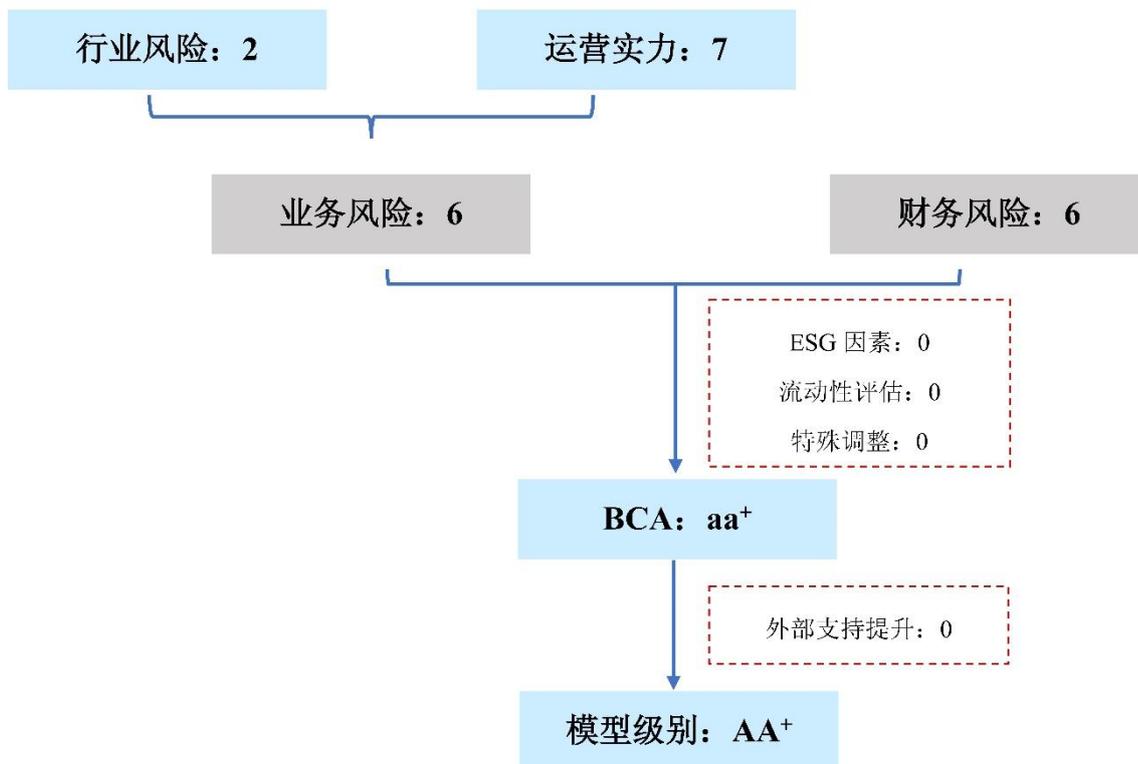
本次跟踪债项情况

| 债项简称 | 本次债项 评级结果 | 上次债项 评级结果 | 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+ | 2022/6/28 | 95.50 | 95.44 | 2021/08/16~2027/08/15 | 回售、赎回 |

注：债券余额为截至 2023 年 3 月末。

评级模型

牧原食品股份有限公司评级模型打分(2023_01)



方法论

中诚信国际农林牧渔行业评级方法与模型 C010000_2022_02

■ 业务风险:

牧原股份属于农林牧渔行业，因该行业受自然条件约束，存在周期性和季节性，并易受自然灾害及疫病等因素影响，加之部分产品价格波动性强，中国农林牧渔行业风险评估为较高；牧原股份在生猪养殖行业龙头地位稳固，猪肉产业链完善，规模、成本和技术优势更为显著，生猪价格回暖和精细化管理令养殖成绩大幅提高，养殖成本持续下降，业务风险评估为很低。

■ 财务风险:

牧原股份 2022 年收入规模大幅增长，盈利及获现能力明显增强，同时定向增发及利润积累令资本实力提升，但债务结构有待优化，财务风险评估为很低。

■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对牧原股份个体基础信用等级无影响，牧原股份具有aa+的个体基础信用等级，反映了其很低的业务风险和很低的财务风险。

■ 外部支持:

牧原股份系实际控制人持有资产中最核心企业，实际控制人对公司支持意愿很强，但实际控制人亦为自然人，对当地政府和金融机构等资源协调能力有限。

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

2021 年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”，债券代码为“127045”）发行总额 95.50 亿元，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 年末累计已使用金额均遵循募集说明书规定的用途，尚有 10.79 亿元未使用，截至 2023 年 3 月末，尚有 95.44 亿元的“牧原转债”未转股。

表 1：截至 2022 年末牧原转债募集资金使用情况

| 项目 | 金额（亿元） |
|-----------------------|--------|
| 实际收到募集资金金额 | 95.32 |
| 减：生猪养殖及屠宰项目 | 59.57 |
| 补充流动资金 | 20.58 |
| 偿还银行贷款 | 4.71 |
| 发行费用及银行手续费 | 0.02 |
| 加：利息收入 | 0.35 |
| 截至 2022 年末尚未使用的募集资金余额 | 10.79 |
| 其中：存放于银行募集资金专户 | 10.79 |

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政

策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，农林牧渔属于周期性行业，整体波动较大，需持续关注农产品价格变化情况对企业盈利能力及行业信用水平分化影响。

生猪养殖

2022 年一季度生猪价格低位震荡，养殖企业经营持续亏损，推动行业产能陆续出清，生猪价格 4 月起企稳回升并于一定区间内波动，养殖企业盈利能力有所好转，但上半年经营业绩仍处于亏损状态，营运资金压力使得整体流动性进一步弱化；目前能繁母猪存栏规模陆续恢复，加之国家出台调控政策等，预计未来猪价总体维持震荡偏强态势，但短期内企业经营业绩大幅恢复空间较为有限且仍将面临一定短期偿债压力。

详见《生猪养殖行业特别评论，2022 年 10 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9444?type=1>

中诚信国际认为，牧原股份在生猪养殖行业龙头地位稳固，具备集饲料加工、生猪育种、生猪养殖、屠宰肉食为一体的猪肉产业链，规模、成本和技术优势更为显著，资源控制力和竞争实力很强；跟踪期内，生猪产能增速放缓，但生猪出栏量大幅增加且远高于同行业企业，采购成本优势和内部管理效率提升令养殖成本持续下降，屠宰业务稳步发展但尚未盈利，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经营业绩的影响。

牧原股份生猪养殖行业龙头地位稳固，规模优势显著，具备集饲料加工、生猪育种、生猪养殖、屠宰肉食为一体的猪肉产业链令公司资源控制力和竞争实力较强。

作为生猪养殖行业龙头企业，牧原股份已形成了集饲料加工、生猪育种、生猪养殖、屠宰肉食为一体的猪肉产业链，布局较为完善。截至 2023 年 3 月末，公司已在河南、山东、湖北以及山西等 24 个省份共建养殖板块全资及控股子公司 232 家，屠宰肉食子公司共 25 家，拥有生猪养殖产能 7,601 万头/年，行业第一；饲料产能 2,310 万吨/年，位居全国前三，屠宰产能 2,900 万头/年，生猪养殖龙头地位稳固，规模优势更为显著。同时，公司进行自育自繁闭环养殖，不对外采购种猪、仔猪，加之建立了食品安全保障体系和可追溯体系，原材料自给率较高且供应安全稳定，资源控制力和竞争实力很强。

表 2：近年来公司饲料生产、原料采购、生猪养殖情况

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3/2023.1-3 |
|------------|--------|--------|----------|-----------------|
| 饲料产能（万吨/年） | 1,365 | 1,935 | 2,260 | 2,310 |
| 饲料产量（万吨） | 735 | 1,579 | 2,037 | 535 |
| 饲料产能利用率（%） | 53.85 | 81.60 | 90.12 | 92.65* |
| 小麦采购量（万吨） | 176.63 | 768.48 | 110.94 | 21.12 |
| 玉米采购量（万吨） | 532.75 | 249.17 | 1,337.65 | 396.20 |

| | | | | |
|----------------|-------|--------|--------|-------|
| 豆粕采购量（万吨） | 76.43 | 134.15 | 179.16 | 36.01 |
| 稻谷混合物采购量（万吨） | 8.66 | 332.45 | 289.59 | 41.61 |
| 小麦采购均价（元/吨） | 2,186 | 2,459 | 2,940 | 3,015 |
| 玉米采购均价（元/吨） | 2,062 | 2,501 | 2,711 | 2,870 |
| 豆粕采购均价（元/吨） | 2,992 | 3,420 | 4,147 | 4,313 |
| 稻谷混合物采购均价（元/吨） | 1,609 | 2,420 | 2,613 | 2,733 |
| 生猪产能（万头/年） | 5,662 | 7,117 | 7,430 | 7,601 |
| 生猪出栏量（万头） | 1,812 | 4,026 | 6,120 | 1,385 |
| 屠宰产能（万头/年） | 200 | 1,600 | 2,900 | 2,900 |

注：加“*”数据已经年化处理。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司饲料主要用于配套供应内部养殖需求，可灵活调整的饲料配方和地理位置优势令公司具备一定采购成本优势，但大宗原粮价格受国际地缘政治及供需关系影响较大，原料价格的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。

公司饲料生产基本用于配套供应内部养殖需求，随着养殖规模的扩大，饲料需求持续上升，跟踪期内，饲料产能进一步扩张，产能利用率亦明显提升。饲料配方方面，公司针对不同品种、不同类型以及不同生长阶段的生猪，依据猪群生产性能表现，动态调整营养供给，实现一日一配方、精准供给营养。2022 年，公司饲料原料采购量整体呈增长态势，通过原材料性价比加大对价格相对较低的玉米和稻谷混合物等原料的采购，减少对受俄乌战争影响的高价小麦的采购。2022 年，公司前五大供应商采购额占比为 16.34%，集中度不高。采购价格方面，跟踪期内，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。但得益于公司养殖产能大部分布局于原粮主产区，且饲料主要为集中生产并统一封闭运送，能够节省运输及包装成本；同时，可根据原粮价格灵活调整原料配比，在保证生猪营养需求的基础上，选择性性价比最高的原料，故牧原股份具有一定采购成本优势。由于大宗原粮价格受国际地缘政治及供需关系影响较大，原料价格的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，需持续关注未来降本增效情况及对公司盈利水平的影响。

生猪产能扩张速度明显放缓，公司 2022 年生猪出栏量大幅增加且远高于同行业公司，养殖效率大幅提升令养殖成本持续下降，屠宰业务稳步发展但尚未盈利，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。

跟踪期内，公司生猪养殖产能持续扩张，其中河南地区产能占比约为 36.53%；但受猪价和资金平衡关系的影响，产能扩张速度明显放缓，跟踪期内公司固定资产、生产性生物资产、以消耗性生物资产为主的存货增速均显著下降，在建工程同比减少。基于均衡销售策略，公司商品猪出栏均重整体较为稳定，2022 年下半年，公司发挥头部企业社会责任，积极落实“2022 年中央一号文件”，2022 年公司出栏生猪 6,120 万头¹，远高于同行业公司，为保供稳价做出贡献。根据规划，公司预计 2023 年生猪出栏量区间为 6,500 万头~7,100 万头，中诚信国际将持续关注公司产能释放情况及出栏目标完成情况。

¹ 公司于 2021 年度报告中披露预计 2022 年生猪出栏量区间为 5,000 万头~5,600 万头；2022 年 12 月，公司将 2022 年生猪预计出栏量区间上调为 6,100 万头~6,200 万头。

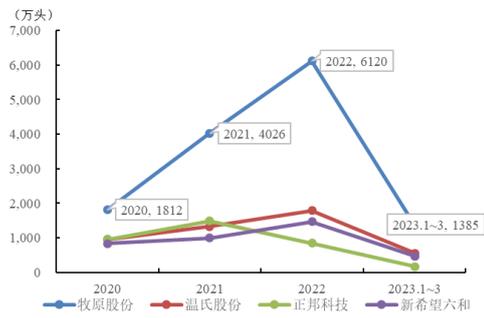
图 1: 公司受生猪板块影响较大的资产变动情况



注：2023 年一季度存货周转率数据已经年化。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 2: 生猪养殖行业企业生猪出栏量比较



资料来源：公开资料，中诚信国际整理

跟踪期内，公司更加注重对于养殖效率的提升，一方面通过加强对饲料配方的研发来降低上游原材料成本，另一方面通过加强疫病防控和内部管理，提升猪群健康水平以及提升猪群 PSY、MSY 和成活率等养殖指标的方式降低养殖成本。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；二季度以来，公司持续加大在养殖现场管理、技术研发创新等方面的强化，在生猪健康管理、疫病净化等方面取得了显著成效，2022 年全年平均商品猪完全成本在 15.7 元/公斤左右，2023 年 3 月成本进一步降至 15.5 元/公斤以下；养殖全程成活率由 2022 年初的 80% 增至现阶段的 86% 左右，PSY 由 25 增至现阶段的 28 左右，养殖效率大幅提升。此外，公司还通过股权激励计划²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，解决各场区间养殖成本离散度较大的问题³；同时将根据公司经营情况调整资本支出速度。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。

屠宰业务方面，公司于跟踪期内新建屠宰类子公司 3 家，截至 2023 年 3 月末已有 10 家屠宰厂投入使用，对应产能 2,900 万头/年；2022 年公司屠宰量 736 万头，销售鲜、冻品等猪肉产品 75.7 万吨，2023 年一季度屠宰量为 250 万头，所有屠宰的生猪均来源于自有养殖场。公司正逐步建立全国生鲜猪肉销售网络，目前拥有农批、商超等其他各类客户 13,000 余家，农贸市场销售占比为约 68%。但由于目前销售规模较小且仍处于投运前期，产能利用率较低，屠宰业务尚未实现盈利⁴，中诚信国际将对公司屠宰业务产能利用率的提升及销售渠道优化改善情况保持关注。

未来公司仍以发展生猪产业为主，相关项目的投建以及维护改造支出仍保持一定规模。

公司主要在建项目仍以生猪产业为主，2022 年上半年，公司资本开支主要用于支付前期已完工工程款，基本不涉及新增产能建设；三季度以来，随着猪价上涨，现金流情况持续改善，公司对部分养殖项目复工建设。截至 2023 年 3 月末在建项目计划总投资为 377.45 亿元，已完成投资

² 2022 年 3 月，公司发布 2022 年限制性股票激励计划，向符合授予条件的 5,577 名激励对象授予 5,968.5191 万股限制性股票，业绩考核目标为以 2021 年生猪销售量为基数，2022 年生猪销售量增长率不低于 25%，2023 年生猪销售量增长率不低于 40%。2022 年 12 月，公司进一步修订第二期员工持股计划，将第二期员工持股计划的存续期延长至 2027 年 4 月 23 日；同时，公司进一步修订限制性股票激励计划，充分体现了公司对于未来自身经营状况的信心，提振了核心骨干及员工的工作积极性。

³ 部分优秀区域养殖完全成本已达到 14.3 元/公斤，但个别区域仍在 18.5 元/公斤左右。

⁴ 2022 年，公司生猪屠宰板块亏损约 8 亿元，2023 年第一季度亏损约 1 亿元。如果屠宰肉食板块产能利用率为 50% 左右，可达到盈亏平衡点，公司将通过拓宽销售渠道、加强内部管理等措施，实现屠宰板块 2023 年全年的扭亏目标。

319.47 亿元。根据公开数据，2023 年公司预计资本开支约 100 亿元，其中屠宰厂建设支出预计约 10 亿元，固定资产维护、维修及升级改造费用预计 20 亿元~30 亿元，剩余部分用于养殖产能建设，实际资本开支会根据市场环境及经营情况的变化而调整。整体来看，虽然公司放缓了对部分项目的投资进度，但未来仍有一定投资规模，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。

财务风险⁵

中诚信国际认为，2022 年牧原股份生猪出栏量增加及猪价回升令当年收入规模大幅增长，第三季度实现扭亏为盈，全年盈利及获现能力增强，同时定向增发及利润积累令资本实力提升，充裕的货币资金用于偿还部分债务，整体偿债能力有所改善；2023 年一季度，猪价低位运行使得公司经营亏损，旺盛的资金需求令总负债规模增长，财务杠杆水平有所回升且债务结构有待优化，后续猪价走势、成本费用控制水平及业绩恢复情况需持续关注。

受益于生猪出栏量增加及猪价回升，2022 年公司收入规模同比增长，第三季度实现扭亏为盈，全年盈利指标提升，盈利能力大幅改善；2023 年一季度猪价低位运行使得公司经营亏损，后续猪价走势、成本费用控制水平及业绩恢复情况需持续关注。

公司专注于生猪养殖业务，生猪销售是其收入及利润的主要来源。2022 年，生猪出栏量增加及猪价回升带动营业总收入同比增长 58.23%，且为首次突破千亿元销售规模，毛利率小幅提升。具体来看，2022 年一季度，猪价延续上年跌势，公司亏损面进一步拉大，一季度亏损 57.59 亿元；自 4 月起，公司商品猪销售价格逐步企稳回升，但二季度销售均价仍低于养殖成本，单季度仍有 16.29 亿亏损，但亏损面有所缩小；6 月以来，猪价持续上涨并高于成本价，第三季度实现扭亏为盈，虽 12 月猪价回落，但全年仍实现净利润 149.33 亿元，盈利指标明显提升，盈利能力大幅改善。2023 年一季度，商品猪价格低位运行并低于养殖成本，公司出现经营亏损。从经营稳定性来看，受 2021 年以来营业利润较之前年度出现较大幅度下降影响，近五年来公司营业利润率⁶水平呈一定波动，经营稳定性指标有所弱化，但整体仍处于较好水平。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 3：近年来公司生猪销售及盈利情况

| | 生猪销量（万头） | | 销售收入（亿元） | | 商品猪价格 （元/kg） | 净利润（亿元） | |
|--------------|----------|---------|----------|----------|-----------------|---------|--------|
| | 当月 | 累计 | 当月 | 累计 | 当月 | 单季度 | 累计 |
| 2022 年 1~2 月 | 783.1 | 783.1 | 101.62 | 101.62 | 12.38 | -57.59 | -57.59 |
| 2022 年 3 月 | 598.6 | 1,381.7 | 74.32 | 175.95 | 11.67 | | |
| 2022 年 4 月 | 632.1 | 2,013.8 | 79.42 | 255.36 | 12.56 | | |
| 2022 年 5 月 | 586.3 | 2,600.1 | 84.09 | 339.46 | 14.87 | -16.29 | -73.88 |
| 2022 年 6 月 | 527.9 | 3,128.0 | 87.54 | 426.99 | 16.53 | | |
| 2022 年 7 月 | 459.4 | 3,587.4 | 104.91 | 531.90 | 21.33 | | |
| 2022 年 8 月 | 488.7 | 4,076.2 | 116.60 | 648.50 | 20.94 | 92.13 | 18.25 |
| 2022 年 9 月 | 446.2 | 4,522.4 | 119.59 | 768.09 | 23.06 | | |
| 2022 年 10 月 | 477.9 | 5,000.3 | 149.37 | 917.47 | 26.05 | | |
| 2022 年 11 月 | 517.1 | 5,517.4 | 148.42 | 1,065.89 | 23.33 | 131.08 | 149.33 |

⁵ 2023 年 4 月，公司披露公告称其拟聘任毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）担任公司 2023 年度审计机构，聘期为 1 年。

⁶ 2018~2022 年营业利润率分别为 3.91%、31.23%、54.06%、9.72%和 11.90%，营业利润率计算公式为营业利润/营业总收入*100%。

| | | | | | | | |
|--------------|-------|---------|--------|----------|-------|--------|--------|
| 2022 年 12 月 | 602.7 | 6,120.1 | 131.75 | 1,197.63 | 18.61 | | |
| 2023 年 1~2 月 | 884.4 | 884.4 | 146.65 | 146.65 | 14.49 | -12.00 | -12.00 |
| 2023 年 3 月 | 500.1 | 1,384.5 | 87.49 | 234.15 | 15.00 | | |
| 2023 年 4 月 | 534.2 | 1,918.7 | 91.06 | 325.21 | 14.20 | -- | -- |
| 2023 年 5 月 | 576.4 | 2,495.1 | 94.89 | 420.09 | 14.18 | -- | -- |

资料来源：公司定期公告，中诚信国际整理

表 4：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1-3 |
|--------------|---------------|---------------|-----------------|---------------|
| 营业总收入 | 562.77 | 788.90 | 1,248.26 | 241.98 |
| 其中：生猪 | 551.05 | 750.76 | 1,197.44 | 233.88 |
| 其他 | 11.72 | 38.14 | 50.82 | 8.10 |
| 营业毛利率 | 60.68 | 16.74 | 17.50 | 1.88 |
| 其中：生猪 | 62.09 | 17.48 | 18.42 | 0.46 |
| 期间费用合计 | 45.47 | 71.28 | 88.77 | 22.50 |
| 期间费用率(%) | 8.08 | 9.04 | 7.11 | 9.30 |
| 经营性业务利润 | 303.75 | 76.84 | 149.65 | -12.20 |
| 其他收益 | 8.24 | 16.94 | 21.89 | 6.16 |
| 利润总额 | 303.73 | 76.11 | 149.30 | -11.84 |
| 净利润 | 303.75 | 76.39 | 149.33 | -12.00 |
| EBIT 利润率(%) | 55.70 | 12.53 | 14.22 | -- |
| 总资产收益率(%) | -- | 6.45 | 9.59 | -- |

注：其他业务为饲料原粮贸易、屠宰、肉食业务等，由于饲料原料贸易规模扩大，近年来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。其他收益主要为生产活动类政府补助，近年来大幅增加，主要系保险补贴大幅增加所致。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年公司资产规模持续扩大，营收及回款情况良好令账面货币资金较为充裕，债务规模下降，定向增发及利润积累令资本实力提升；2023 年一季度，经营亏损使得所有者权益下降，资金需求旺盛令总负债规模增长，财务杠杆水平有所回升，债务结构有待优化。

跟踪期内，公司资产规模稳步扩张，截至 2023 年 3 月末以固定资产、在建工程、生产性生物资产和使用权资产为主的非流动资产占比为 65.71%。跟踪期内，公司新开工项目暂缓，随着已完工项目转固，在建工程减少，固定资产小幅增长。同时，公司主动控制能繁母猪存栏规模，2022 年以来生产性生物资产规模整体较为稳定，使用权资产呈下降态势。流动资产方面，受益于销售收入增加以及回款情况良好，2022 年以来货币资金大幅增加，截至 2023 年 3 月末有 30.33 亿元使用受限，占货币资金总额的 13.07%，主要用于银行承兑汇票保证金、贷款保证金、信用证保证金，受限比例明显下降。受养殖行业特性影响，公司短期资金需求旺盛，账面通常保有充裕的货币资金，资金周转效率较高且 2022 年末同比提升，未来需持续关注公司资金使用效率情况。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，随着生猪产能释放，商品猪存栏量同步增加；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。2022 年，由于生猪出栏量持续增加，存货周转率有所提升。

表 5：近年来公司资产、负债及权益情况（亿元）

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3 |
|------------|--------|--------|----------|----------|
| 货币资金 | 145.94 | 121.98 | 207.94 | 232.10 |
| 存货 | 211.79 | 344.76 | 382.52 | 418.58 |
| 货币资金周转率(X) | -- | 5.89 | 7.57 | 4.40* |
| 存货周转率(X) | -- | 2.36 | 2.83 | 2.37* |
| 固定资产 | 585.30 | 995.51 | 1,063.59 | 1,074.78 |
| 在建工程 | 148.35 | 111.03 | 74.41 | 63.66 |
| 生产性生物资产 | 74.42 | 73.51 | 73.35 | 73.94 |

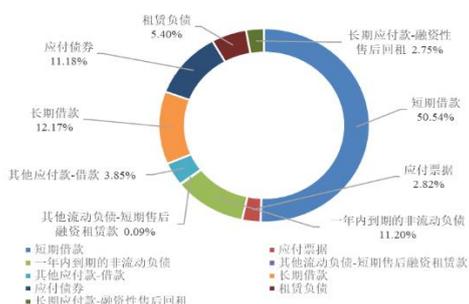
| | | | | |
|----------------|-----------------|-----------------|-----------------|-----------------|
| 使用权资产 | 72.25 | 79.75 | 66.83 | 64.64 |
| 资产总计 | 1,293.82 | 1,772.66 | 1,929.48 | 1,980.90 |
| 应付账款 | 146.23 | 319.89 | 251.86 | 221.24 |
| 应付账款周转率(X) | -- | 3.39 | 3.73 | 4.62* |
| 应付票据 | 19.43 | 46.80 | 31.57 | 22.68 |
| 其他应付款 | 41.66 | 93.14 | 83.11 | 91.50 |
| 长期应付款 | 7.89 | 5.53 | 19.97 | 22.09 |
| 总债务 | 419.27 | 696.93 | 690.36 | 804.66 |
| 短期债务 | 236.15 | 397.76 | 430.86 | 551.28 |
| 长期债务 | 183.12 | 299.17 | 259.50 | 253.38 |
| 短期债务/总债务(%) | 56.32 | 57.07 | 62.41 | 68.51 |
| 总负债 | 632.77 | 1,086.62 | 1,048.77 | 1,116.60 |
| 股本 | 37.59 | 52.62 | 54.72 | 54.70 |
| 资本公积 | 100.05 | 91.23 | 176.31 | 177.58 |
| 未分配利润 | 354.25 | 363.52 | 477.88 | 465.90 |
| 少数股东权益 | 156.98 | 142.52 | 162.87 | 161.23 |
| 所有者权益合计 | 661.05 | 686.04 | 880.70 | 864.30 |
| 资产负债率(%) | 48.91 | 61.30 | 54.36 | 56.37 |
| 总资本化比率(%) | 38.81 | 50.39 | 43.94 | 48.21 |

注：使用权资产主要为土地、房屋建筑和机器设备租赁资产；其他应付款主要为股东借款及利息（已调整至债务）、限制性股票回购业务和反向保理业务；长期应付款主要为应付售后回租融资租赁款；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

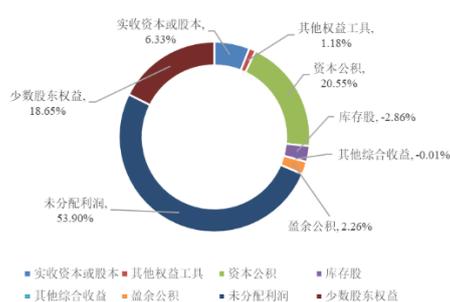
公司总负债主要由总债务、应付账款和其他应付款构成，结构上亦以流动负债为主，截至 2023 年 3 月末流动负债占比为 76.60%。受益于盈利水平提升以及资金储备充足，2022 年公司加大供应商货款、票据和债务偿付力度，年末总负债和总债务规模均同比下降，应付账款周转效率提升；2023 年一季度，受猪价下跌影响，公司短期资金需求上升，同时置换高成本长期资金，短期借款较上年末大幅增加，推升 2023 年 3 月末总债务至 804.66 亿元，短期债务占比升至 68.51%。受益于定向增发⁷、股权激励授予⁸以及利润积累等，2022 年末所有者权益规模快速增长，使得财务杠杆水平大幅下降；2023 年一季度，经营亏损使得未分配利润和少数股东权益减少，期末所有者权益较年初有所下降，财务杠杆水平小幅上升，短期债务占比较高，债务结构有待优化。

图 3：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

图 4：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司定期报告，中诚信国际整理

2022 年公司盈利获现能力增强，相关偿债指标有所改善；2023 年一季度，经营活动现金呈净流出态势，筹资活动净现金流入增加；2022 年公司关联交易规模大幅减少，但随着项目建设恢复，

⁷ 2022 年 11 月 22 日，公司向控股股东非公开发行股票 150,112,584 股，发行价格 39.97 元/股，募集资金总额为 60.00 亿元，扣除发行费用实际募集资金净额 59.87 亿元，其中新增股本 1.50 亿元，新增资本公积 58.37 亿元。此次非公开发行所募集资金在扣除相关发行费用后将全部用于补充流动资金。

⁸ 2022 年限制性股票激励计划向激励对象授予限制性股票 59,685,191 股，其中新增股本 0.60 亿元，新增资本公积 17.62 亿元。此外，限制性股票解锁其他资本公积结转至股本溢价 9.62 亿元。

关联交易规模或将回升，未来需持续关注。

公司继续采取现款现货的结算方式，销售规模扩大且盈利水平增强，2022 年经营获现能力大幅提升；投资活动资金呈净流出状态，主要为支付以前年度工程款，但净流出规模明显缩减，且较大规模的经营净现金流能够覆盖投资支出，并为债务偿付提供良好保障，2022 年筹资活动净现金流大幅减少，相关偿债指标明显优化，整体偿债能力提升。2023 年一季度，经营活动现金呈净流出态势，主要系公司持续偿还应付账款及应付票据，且生猪存栏有所增加使得资金需求上升，筹资活动现金净流入规模有所增加。随着季节变化、消费回暖，预计下半年猪价将企稳回升，公司现金流将进一步改善。

表 6：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元，X）

| | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.1~3/2023.3 |
|---------------|---------|---------|---------|-----------------|
| 经营活动净现金流 | 231.86 | 162.95 | 230.11 | -38.54 |
| 投资活动净现金流 | -453.53 | -359.68 | -159.29 | -40.47 |
| 筹资活动净现金流 | 261.24 | 141.71 | 24.21 | 101.74 |
| 总债务 | 419.27 | 696.93 | 690.36 | 804.66 |
| 经营活动净现金流/利息支出 | 24.68 | 7.24 | 7.91 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数 | 37.22 | 8.35 | 10.27 | -- |
| FFO/总债务 | 0.84 | 0.26 | 0.42 | -- |
| 总债务/EBITDA | 1.20 | 3.71 | 2.31 | -- |
| 货币等价物/短期债务 | 0.59 | 0.21 | 0.42 | 0.37 |

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2023 年 3 月末，公司受限资产合计为 88.73 亿元，占当期末总资产的 4.48%，其中受限货币资金为 30.33 亿元，因取得借款而抵押、开展融资性售后回租而使用受限的固定资产共 55.93 亿元、无形资产 1.99 亿元、存货 0.48 亿元。同期末，公司不存在涉诉金额 1 亿元及以上的重大未决诉讼、仲裁事项，无对外担保事项。关联交易方面，受项目建设进度放缓影响，2022 年公司关联交易规模大幅减少，未来随着项目陆续复工或将有所回升。

表 7：近年来公司关联交易情况（亿元）

| 关联交易类型 | 关联交易内容 | 2020 | 2021 | 2022 |
|----------------------|--------------------|---------------|---------------|--------------|
| 采购商品/接受劳务 | | 203.91 | 177.59 | 41.90 |
| 其中：牧原建筑 ⁹ | 接受建筑工程服务、购买设备及材料 | 170.38 | 149.02 | 28.49 |
| 牧原设备 | 采购工程、机械设备材料及安装、维修等 | 16.10 | 6.83 | 2.56 |
| 河南牧原物流有限公司 | 接受运输服务 | 9.68 | 13.21 | 5.65 |
| 河南省聚爱数字科技有限公司 | 采购商品、代发福利等 | 7.02 | 7.50 | 4.25 |
| 销售商品/提供劳务 | | 13.63 | 19.43 | 23.58 |
| 其中：河南龙大牧原肉食品有限公司 | 生猪、猪肉制品 | 13.62 | 19.13 | 22.24 |

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：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2020~2023 年 3 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测¹⁰

⁹ 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，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，满足生产经营的需求。

¹⁰ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了

假设

- 2023 年，牧原股份营业收入保持增长，毛利率略有下降。
- 2023 年，牧原股份资本支出为 100 亿元，无重大股权支出，资金需求令债务规模保持增长。
- 2023 年，牧原股份无权益性融资计划，分红支出保持一定规模。
- 2023 年，牧原股份经营获现能力保持在较好水平，收付现比保持稳定。

预测

表 8：预测情况表

| 重要指标 | 2021 年实际 | 2022 年实际 | 2023 年预测 |
|---------------|----------|----------|-------------|
| 总资本化比率(%) | 50.39 | 43.94 | 46.00~49.00 |
| 总债务/EBITDA(X) | 3.71 | 2.31 | 3.00~3.50 |

资料来源：中诚信国际

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，公司获现能力较好，货币资金充足，可获得股东有力支持，融资渠道畅通，银行授信亦为公司提供一定财务弹性，未来一年流动性来源能够对流动性支出形成覆盖。

公司资金流出主要用于生猪产业项目建设投资、债务本息偿付和股利分配等，资金平衡状况尚可。但随着在建项目建设推进，2023 年计划资本开支合计约 100 亿元¹¹。随着经营业绩逐年提升，现金分红金额有所增长，2023 年度预计派发上年度现金股利 40.03 亿元。但公司经营获现能力不断提升，2022 年经营活动产生的现金流量净额为 230.11 亿元，非受限货币资金存量水平较高；截至 2023 年 3 月末，公司共获得金融机构授信额度约 900 亿元，较年初增加约 115 亿元，尚未使用额度约 350 亿元，备用流动性充足。同时，公司为 A 股上市公司，且拟发行全球存托凭证（以下简称“GDR”）并在瑞士证券交易所上市¹²，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。此外，2022 年和 2023 年一季度，公司累计获得股东借款约 149 亿元和 21 亿元¹³，股东资金支持力度较大，同时亦通过股东增资等方式为公司提供一定流动性支持。整体来看，公司资金平衡状况尚可，未来一年流动性来源对流动性需求形成较好覆盖。

表 9：截至 2022 年末公司债务构成及期限分布（亿元）

| 项目 | 类型 | 金额 | 1 年以内到期 | 1 年以上到期 |
|-------|----------------------|--------|---------|---------|
| 银行贷款等 | 保证借款/信用借款/质押借款/承兑票据等 | 489.98 | 383.51 | 106.46 |
| 公募债券 | 公司债券 | 92.03 | 2.82 | 89.21 |

与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

¹¹ 其中屠宰厂建设支出预计在 10 亿元左右，固定资产维护、维修及升级改造费用预计 20 亿元~30 亿元，剩余部分用于支付以前年度的工程款。作为资本支出的集中支付时期，2023 年一季度已支出约 40 亿元，2023 年剩余三个季度的支付会相对均衡，每月保持 8~10 亿元。实际资本开支会根据市场环境及经营情况的变化而调整。

¹² 2022 年 12 月 12 日，公司发布公告称其拟发行全球存托凭证（Global Depositary Receipts）并申请在瑞士证券交易所挂牌上市，发行 GDR 所代表的新增基础证券 A 股股票不超 2.5 亿股，不超过公司此次发行完成后普通股总股本的 4.37%。目前发行议案已获得瑞士证券交易所监管局附条件批准，后续还需获得国内证券监管部门和交易所批准。

¹³ 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实业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，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。

| | | | | |
|-----------|--------------------|---------------|---------------|---------------|
| 其他 | 租赁负债/融资性售后回租款/股东借款 | 108.35 | 44.53 | 63.83 |
| 合计 | — | 690.36 | 430.86 | 259.50 |

注：因采用四舍五入的取数原则，合计数可能存在尾差。

资料来源：中诚信国际根据公开资料整理

ESG 分析¹⁴

中诚信国际认为，公司注重可持续发展和疫病、安全管理，但生猪养殖易受疫病影响，同时环保压力的不断增大对公司生产管理提出更高要求；目前公司 ESG 表现在行业内处于中上等水平，票据管理水平有所改善。

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”的场区布局，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¹⁵，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，2022 年公司新增了 21 项环保管理制度、标准及相关工作规范，并对 6 项环保制度进行了优化升级。在日常生产、经营中，根据制定的防治大气污染、水污染、土壤污染、固体废物（包括危险废物）污染等的相关制度，持续进行环保合规培训管理，2022 年公司共开展环保培训 899 次，累计培训时长达到 1,294 小时，参与培训人次 9 万余人次。2022 年未发生因重大环保问题而受到行政处罚事件¹⁶。但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。社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全，人员稳定性较高。

治理方面，公司根据相关法律法规设立了股东大会、董事会、监事会，聘任了经营层，并设置了相关职能部门，具有健全的法人治理结构，并在生产管理、财务管理、质量管理、安全管理、对外担保和信息披露等方面建立了比较健全的内控制度。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通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。2021 年 12 月，公司出现票据管理问题后，公司持续完善《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，跟踪期内公司未暴露出票据逾期等问题，截至 2022 年末应付票据同比降至 31.57 亿元，2023 年 3 月末应付票据进一步降至 22.68 亿元，其中应付商业票据为 13.60 亿元，票据管理水平改善。截至 2023 年 3 月末，公司董事会成员 7 人，其中独立董事 3 人，跟踪期内高管成员稳定。战略方面，未来公司将继续稳步扩大生猪养殖规模，延伸产业链，向社会提供更多优质猪肉食品；通过育种技术提升、智能化设备升级等措施创新驱动发展，推进养猪全面转型升级。

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

¹⁴ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

¹⁵ 公司生猪饲养活动 2022 年持续取得 FSSC22000 食品安全体系认证（有效期至 2025 年 3 月 27 日）、GLOBAL GAP 体系认证（有效期至 2023 年 12 月 5 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）。

¹⁶ 2022 年，南京市栖霞牧原农牧有限公司的项目东北侧场界出现一处渗漏点，对周边环境造成一定影响，处罚款人民币 57,500 元并责令改正，截至年末已整改完成；淮安金湖牧原农牧有限公司未能严格落实环评文件中：“项目开工建设前，卫生防护距离范围内的居民点均拆迁完成”的措施；养殖场的污水处理池也未能落实环评报告中要求的“污水处理池顶部密闭”的治理措施，处罚款人民币 240,000 元并责令改正，截至年末已整改完成。

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，2020~2022 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 9.50 亿元、18.86 亿元和 23.93 亿元。

牧原股份实际控制人系自然人秦英林、钱瑛夫妇，除牧原股份外，还系牧原实业集团有限公司¹⁷（以下简称“牧原实业”）的实际控制人。牧原实业是公司控股股东，除牧原股份外还经营有机肥加工建筑施工等多项业务，但牧原股份对控股股东的总体收入和利润贡献度极高；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¹⁸，且牧原实业为公司提供借款额度增至不超过 100 亿元，截至 2023 年 3 月末股东借款余额为 31 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¹⁹及分红等²⁰，且实际控制人为自然人，与国有企业相比对当地政府和金融机构等资源协调较为有限。

同行业比较

中诚信国际选取了新希望集团作为牧原股份的可比公司，两家公司均为生猪养殖行业头部企业，在业务和财务方面均具有一定的可比性。

中诚信国际认为，牧原股份生猪产能及出栏量持续处于行业第一，且远高于同行业公司，较为成熟的自垂直一体化模式使其在行业内具有较强的成本优势，生猪养殖行业龙头地位稳固；而新希望集团生猪养殖业务起步较晚，虽然目前已形成自繁体系，但出栏量及养殖成本管控仍与牧原股份有一定差距。牧原股份主业围绕生猪养殖业上下游环节，而新希望集团业务涵盖禽料及猪料等各类饲料、禽养殖及屠宰、生猪养殖及屠宰、食品等多个环节，在农牧全产业链布局及业务多元化程度较优，且金融投资业务作为业务补充，有助于其抵御单一养殖业务周期性波动风险。财务方面，凭借显著的生猪养殖规模优势和成本优势，牧原股份盈利及获现能力高于新希望集团；同时，牧原股份为上市公司，股权融资渠道畅通，财务杠杆处于较低水平。

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⁺**，评级展望由负面调整为稳定；维持“牧原转债”的信用等级为 **AA⁺**。

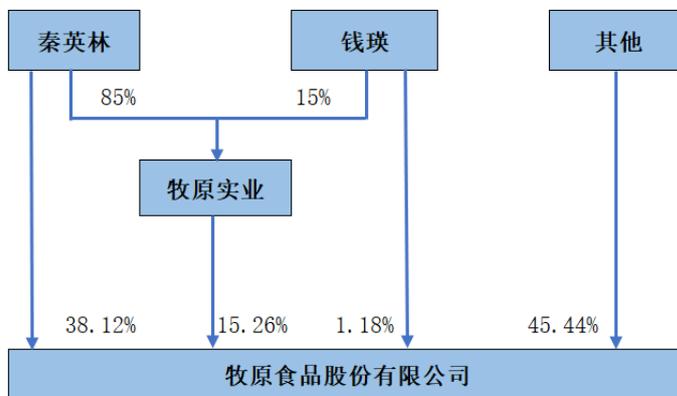
¹⁷ 截至 2023 年 3 月末，牧原实业总资产为 2,136.66 亿元，净资产为 869.57 亿元；2022 年实现营业总收入 1,263.68 亿元，净利润 149.75 亿元。

¹⁸ 2017 年 4 月，公司定向增发股票募集资金总额 30.77 亿元，其中牧原实业认购 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、钱瑛夫妇及牧原实业合计认购 51.45 亿元；2022 年 12 月，公司向牧原实业定向增发股票募集资金总额 60 亿元。

¹⁹ 截至 2023 年 5 月末，秦英林和牧原实业分别累计质押公司股份 29,514.80 万股和 29,146.74 万股，分别占其持有公司股份的 14.15% 和 34.91%，分别占总股份的 5.40% 和 5.33%。

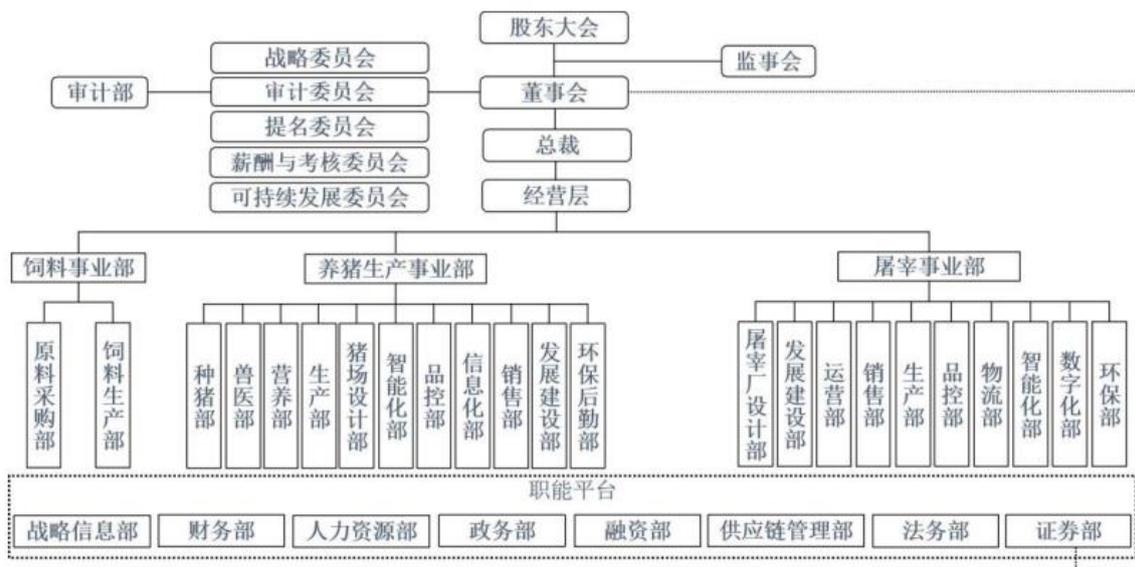
²⁰ 2022 年，牧原实业获得分红 1.70 亿元，秦英林、钱瑛夫妇获得分红 5.33 亿元。

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 2023 年 3 月末）



截至 2023 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 | 85.82% |
| 合计 294 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） | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3/2023.1-3 |
|-------------------------|---------------|---------------|---------------|-----------------|
| 货币资金 | 1,459,356.97 | 1,219,763.18 | 2,079,354.86 | 2,320,973.38 |
| 应收账款 | 1,939.16 | 13,555.13 | 17,659.10 | 12,219.04 |
| 其他应收款 | 5,647.47 | 26,439.47 | 49,277.50 | 33,342.23 |
| 存货 | 2,117,922.25 | 3,447,573.26 | 3,825,171.91 | 4,185,775.44 |
| 长期投资 | 32,674.67 | 45,014.55 | 72,484.79 | 73,373.23 |
| 固定资产 | 5,853,049.31 | 9,955,092.93 | 10,635,871.79 | 10,747,800.56 |
| 在建工程 | 1,483,485.24 | 1,110,340.58 | 744,127.09 | 636,605.36 |
| 无形资产 | 76,802.57 | 86,302.98 | 95,235.04 | 96,791.45 |
| 资产总计 | 12,938,181.33 | 17,726,575.92 | 19,294,761.18 | 19,808,964.38 |
| 其他应付款 | 416,551.43 | 931,371.80 | 831,116.51 | 915,003.23 |
| 短期债务 | 2,361,458.47 | 3,977,597.27 | 4,308,622.73 | 5,512,751.78 |
| 长期债务 | 1,831,198.03 | 2,991,735.66 | 2,594,979.66 | 2,533,832.75 |
| 总债务 | 4,192,656.49 | 6,969,332.93 | 6,903,602.39 | 8,046,584.52 |
| 净债务 | 2,801,761.97 | 6,128,607.36 | 5,112,573.42 | 6,028,911.14 |
| 负债合计 | 6,327,657.31 | 10,866,164.22 | 10,487,723.49 | 11,165,984.47 |
| 所有者权益合计 | 6,610,524.02 | 6,860,411.70 | 8,807,037.69 | 8,642,979.90 |
| 利息支出 | 93,939.51 | 224,968.28 | 291,017.76 | -- |
| 营业总收入 | 5,627,706.56 | 7,888,987.06 | 12,482,621.22 | 2,419,830.13 |
| 经营性业务利润 | 3,037,492.12 | 768,406.08 | 1,496,516.88 | -122,041.70 |
| 投资收益 | 5,065.92 | -1,266.93 | 4,689.19 | 1,132.39 |
| 净利润 | 3,037,476.99 | 763,858.31 | 1,493,340.06 | -120,049.54 |
| EBIT | 3,134,531.30 | 988,675.83 | 1,774,579.43 | -- |
| EBITDA | 3,496,060.26 | 1,878,240.09 | 2,987,752.97 | -- |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 2,318,575.12 | 1,629,502.68 | 2,301,055.08 | -385,379.36 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -4,535,330.57 | -3,596,771.46 | -1,592,872.05 | -404,734.69 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 2,612,406.59 | 1,417,099.74 | 242,057.44 | 1,017,410.80 |
| 财务指标 | 2020 | 2021 | 2022 | 2023.3/2023.1-3 |
| 营业毛利率(%) | 60.68 | 16.74 | 17.50 | 1.88 |
| 期间费用率(%) | 8.08 | 9.04 | 7.11 | 9.30 |
| EBIT 利润率(%) | 55.70 | 12.53 | 14.22 | -- |
| 总资产收益率(%) | -- | 6.45 | 9.59 | -- |
| 流动比率(X) | 0.87 | 0.62 | 0.80 | 0.79 |
| 速动比率(X) | 0.39 | 0.18 | 0.31 | 0.30 |
| 存货周转率(X) | -- | 2.36 | 2.83 | 2.37* |
| 应收账款周转率(X) | -- | 1,018.31 | 799.80 | 647.92* |
| 资产负债率(%) | 48.91 | 61.30 | 54.36 | 56.37 |
| 总资本化比率(%) | 38.81 | 50.39 | 43.94 | 48.21 |
| 短期债务/总债务(%) | 56.32 | 57.07 | 62.41 | 68.51 |
| 经调整的经营产生的现金流量净额/总债务(X) | 0.53 | 0.21 | 0.30 | -0.22* |
| 经调整的经营产生的现金流量净额/短期债务(X) | 0.94 | 0.36 | 0.48 | -0.32* |
| 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X) | 24.68 | 7.24 | 7.91 | -- |
| 总债务/EBITDA(X) | 1.20 | 3.71 | 2.31 | -- |
| EBITDA/短期债务(X) | 1.48 | 0.47 | 0.69 | -- |
| EBITDA 利息保障倍数(X) | 37.22 | 8.35 | 10.27 | -- |
| EBIT 利息保障倍数(X) | 33.37 | 4.39 | 6.10 | -- |
| FFO/总债务(X) | 0.84 | 0.26 | 0.42 | -- |

注：1、2023 年一季报未经审计且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效；2、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 | 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 |
| | 经调整的所有者权益 | 所有者权益合计-混合型证券调整 |
| | 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+经调整的所有者权益) |
| | 非受限货币资金 | 货币资金-受限货币资金 |
| | 利息支出 | 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出 |
| 经营效率 | 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 |
| | 应收账款周转率 | 营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额) |
| | 存货周转率 | 营业成本/存货平均净额 (应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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) |
| | 现金周转天数 | 360天/营业收入-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额) |
| 盈利能力 | 营业毛利率 | (营业收入-营业成本)/营业收入 |
| | 期间费用合计 | 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用 |
| | 期间费用率 | 期间费用合计/营业收入 |
| | 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-非经常性损益调整项 |
| | EBIT (息税前盈余) | 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项 |
| | 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 |
| | EBIT 利润率 | EBIT/营业收入 |
| 现金流 | 收现比 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入 |
| | 经调整的经营活动产生的现金流量净额 | 经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出 |
| | FFO | 经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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) |
| 偿债能力 | EBIT 利息保障倍数 | EBIT/利息支出 |
| | EBITDA 利息保障倍数 | EBITDA/利息支出 |
| | 经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数 | 经营活动产生的现金流量净额/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

| 个体信用评估 (BCA) 等级符号 | 含义 |
|-------------------|--|
| aaa | 在无外部特殊支持下, 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 | 在无外部特殊支持下, 受评对象偿还债务的能力很强, 受不利经济环境的影响很小, 违约风险很低。 |
| a | 在无外部特殊支持下, 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 | 在无外部特殊支持下, 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 | 在无外部特殊支持下, 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 | 在无外部特殊支持下, 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 | 在无外部特殊支持下, 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 | 在无外部特殊支持下, 受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。 |
| c | 在无外部特殊支持下, 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。

| 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 | 受评对象基本不能偿还债务, 违约很可能会发生。 |
| 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。

| 中长期债项等级符号 | 含义 |
|-----------|---------------------------------|
| AAA | 债券安全性极强, 基本不受不利经济环境的影响, 信用风险极低。 |
| AA | 债券安全性很强, 受不利经济环境的影响较小, 信用风险很低。 |
| A | 债券安全性较强, 较易受不利经济环境的影响, 信用风险较低。 |
| BBB | 债券安全性一般, 受不利经济环境影响较大, 信用风险一般。 |
| BB | 债券安全性较弱, 受不利经济环境影响很大, 有较高信用风险。 |
| B | 债券安全性较大地依赖于良好的经济环境, 信用风险很高。 |
| CCC | 债券安全性极度依赖于良好的经济环境, 信用风险极高。 |
| 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。

| 短期债项等级符号 | 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 | 还本付息能力较强, 安全性较高。 |
| A-3 | 还本付息能力一般, 安全性易受不利环境变化的影响。 |
| B | 还本付息能力较低, 有很高的违约风险。 |
| C | 还本付息能力极低, 违约风险极高。 |
| D | 不能按期还本付息。 |

注: 每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn