



# 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2021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.

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  
人员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员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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

# 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2021年跟踪评级报告

## 评级结果

|        | 本次        | 首次        |
|--------|-----------|-----------|
| 主体信用等级 | AA        | AA        |
| 评级展望   | 稳定        | 稳定        |
| 债券信用等级 | AA        | AA        |
| 评级日期   | 2021-5-24 | 2020-9-29 |

## 评级观点

- 中证鹏元对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）及其2021年3月发行的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（以下简称“本期债券”）的2021年跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为AA，发行主体信用等级维持为AA，评级展望维持为稳定。
- 该评级结果是考虑到：公司加快下游产业链布局，能在一定程度上抵御行业波动带来的风险；资本实力明显增强，且盈利能力大幅提升，现金生成能力较好；同时中证鹏元也关注到，公司经营规模扩张迅速，生猪养殖外部环境及饲料主要原材料价格波动大，给公司带来一定的成本控制压力和经营管控挑战，公司面临较大的资本性支出压力、债务偿还压力和对外担保风险等风险因素。

## 债券概况

债券简称：傲农转债

债券剩余规模：10亿元

债券到期日期：2027-3-10

偿还方式：每年付息一次，到期归还本金和最后一年利息

## 未来展望

- 公司饲料+养猪双主业发展，预计公司业务持续性较好，未来随着在建猪场的陆续投产，营业收入和经营现金流有望进一步扩大，经营风险和财务风险相对稳定。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            | 2021.3 | 2020   | 2019   | 2018   |
|---------------|--------|--------|--------|--------|
| 总资产           | 156.58 | 120.19 | 49.22  | 33.05  |
| 归母所有者权益       | 30.51  | 27.42  | 8.28   | 8.14   |
| 总债务           | 58.76  | 48.02  | 17.24  | 12.85  |
| 营业收入          | 38.94  | 115.17 | 57.88  | 57.62  |
| 净利润           | 3.05   | 9.94   | 1.00   | 0.10   |
| 经营活动现金流净额     | 0.49   | 4.06   | 3.94   | 0.27   |
| 销售毛利率         | 16.08% | 17.26% | 12.74% | 13.70% |
| EBITDA 利润率    | -      | 14.05% | 6.73%  | 4.11%  |
| 总资产回报率        | -      | 13.55% | 4.10%  | 3.03%  |
| 资产负债率         | 71.96% | 67.52% | 73.92% | 69.47% |
| 净债务/EBITDA    | -      | 2.81   | 4.18   | 5.36   |
| EBITDA 利息保障倍数 | -      | 8.62   | 4.20   | 3.41   |
| 总债务/总资本       | 57.23% | 55.16% | 57.32% | 56.01% |
| FFO/净债务       | -      | 30.78% | 16.73% | 9.75%  |
| 速动比率          | 0.34   | 0.29   | 0.27   | 0.40   |
| 现金短期债务比       | 0.26   | 0.18   | 0.17   | 0.18   |

资料来源：公司2018-2020年审计报告及未经审计的2021年一季报，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：何佳欢  
hejh@cspengyuan.com

项目组成员：谢海琳  
xiehl@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **公司加快下游产业链布局，生猪养殖业务规模快速扩大，能一定程度上抵御行业波动带来的经营风险。**2020 年公司生猪出栏量为 134.63 万头，同比增长 1.04 倍，年末生猪存栏量为 96.38 万头，较上年末增长 2.23 倍，其中含经产母猪 17.39 万头。2019-2020 年生猪养殖业务营业利润有效抵消了饲料板块的亏损，下游产业链的延伸一定程度上抵御了行业波动带来的经营性风险。
- **公司融资渠道较为畅通，受益于 2020 年上半年非公开发行股票等股权融资，资本实力明显增强。**受益于非公开发行股票和 IPO 募集资金、自身经营积累等，2021 年 3 月末公司净资产为 43.91 亿元，较 2019 年末大幅增长 2.42 倍，且公司 2021 年计划向实际控制人及其控制的单位非公开发行股票，拟募集资金不超过 15 亿元，该预案已获得股东大会通过，若该预案能有效落地，将进一步增强公司资本实力。
- **受益于生猪价格上涨带来的高红利，公司 2020 年盈利能力大幅提升，主营业务现金生成能力较好。**2020 年，生猪价格高位运行，使得饲养行业毛利率大幅增加 22.34 个百分点；净利润同比大幅增长 8.90 倍至 9.94 亿元；FFO 继续增长 4.13 倍至 13.98 亿元。

## 关注

- **生猪养殖业务面临的外部环境波动大。**一方面，生猪养殖行业属于明显周期性行业，随着公司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，给经营效益带来了不确定性；另一方面，疫病是生猪养殖行业经营过程中面临的主要风险，一旦发生严重疫情，养殖业将遭受重大损失，2018 年 8 月以来爆发的非洲猪瘟对生猪养殖行业造成重大冲击。
- **饲料业务主要原材料价格波动大，对公司带来一定的成本控制压力。**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 年以来原料价格大幅上涨，且公司不能有效地将成本传导给下游客户，对公司未来经营业绩产生不利影响。叠加低毛利率的禽料和水产料销量占比大幅提升，公司饲料业务毛利率由 2019 年的 10.50% 下降至 2020 年的 6.13%，饲料分部已连续两年亏损。
- **公司的经营管控能力面临一定的挑战。**公司下属子公司地域分布较分散、数量较多且快速增加，2020 年子公司数量净增加 97 家，且部分子公司受到环保、税务等处罚，2019-2020 年支付的罚款及滞纳金分别为 36.18 万元和 148.35 万元，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。
- **面临较大的资本性支出压力。**公司在建猪场数量较多，投资规模较大，截至 2020 年末，公司在建猪场计划总投资为 67.82 亿元，已投资 20.74 亿元，叠加猪场完工后的引种和流动资金需求，资本性支出压力较大。
- **面临较大的债务偿还压力。**近年来公司主要通过加杠杆的方式扩大生猪养殖规模，有息债务快速增加，2021 年 3 月末有息债务较 2019 年末大幅增长 2.41 倍至 58.76 亿元，资产负债率为 71.96%，仍处于较高水平；公司债务资金存在一定短借长投，短期债务集中度为 53.79%，短期现金债务比为 0.26，短期偿债压力较大。
- **面临较大的对外担保风险。**近年来公司为下游的养殖户和经销商等提供担保支持，截至 2020 年末，公司对外担保余额为 3.85 亿元，占同期末净资产的 9.86%，其中 501.68 万元已逾期，公司面临较大的对外担保风险。

## 同业比较（单位：亿元、万头、万吨）

| 指标      | 傲农生物   | 牧原股份     | 温氏股份   | 正邦科技   | 天邦股份   | 新希望      | 大北农    | 唐人神    | 海大集团   |
|---------|--------|----------|--------|--------|--------|----------|--------|--------|--------|
| 总资产     | 120.19 | 1,226.27 | 805.00 | 592.60 | 155.02 | 1,094.43 | 240.42 | 102.80 | 275.27 |
| 营业收入    | 115.17 | 562.77   | 749.24 | 491.66 | 107.64 | 1,098.25 | 228.14 | 185.14 | 603.24 |
| 净利润     | 9.94   | 303.75   | 74.84  | 59.64  | 32.46  | 58.48    | 25.73  | 10.69  | 28.50  |
| 经营活动现金流 | 4.06   | 231.86   | 84.65  | 45.53  | 44.53  | 56.58    | 18.56  | 10.46  | 4.85   |

|           |         |         |         |        |        |          |        |        |          |
|-----------|---------|---------|---------|--------|--------|----------|--------|--------|----------|
| 销售毛利率     | 17.26%  | 60.68%  | 19.61%  | 22.35% | 42.22% | 10.61%   | 22.03% | 13.33% | 11.66%   |
| 销售净利率     | 8.63%   | 53.97%  | 9.99%   | 12.13% | 30.15% | 5.32%    | 11.28% | 5.77%  | 4.72%    |
| 资产负债率     | 67.52%  | 46.09%  | 40.88%  | 58.56% | 43.25% | 53.06%   | 45.77% | 42.99% | 45.66%   |
| 养猪收入      | 31.39   | 551.05  | 463.43  | 348.34 | 80.26  | 247.77   | 38.01  | 24.53  | 37.94    |
| 养猪毛利率     | 47.75%  | 62.09%  | 30.58%  | 27.42% | 53.08% | 23.13%   | 52.34% | 51.23% | 30.00%   |
| 出栏量       | 134.63  | 1,811.5 | 954.55  | 955.97 | 307.78 | 829.25   | 109.65 | 102.44 | 100      |
| 生猪养殖市场占有率 | 0.26%   | 3.44%   | 1.81%   | 1.81%  | 0.58%  | 1.57%    | 0.21%  | 0.19%  | 0.19%    |
| 出栏量增速     | 104.17% | 76.67%  | -48.45% | 65.28% | 26.17% | 186.00%  | 16.04% | 22.06% | 22.40%   |
| 饲料收入      | 65.16   | -       | -       | 136.50 | 12.70  | 516.46   | 169.13 | 153.48 | 487.65   |
| 饲料毛利率     | 6.13%   | -       | -       | 9.80%  | 16.13% | 7.22%    | 16.45% | 7.18%  | 10.32%   |
| 饲料销量      | 208.15  | -       | -       | 453.23 | 61.94  | 2,391.90 | 466.2  | 490.50 | 1,466.07 |
| 饲料销量增速    | 33.43%  | -       | -       | 11.68% | 30.57% | 27.77%   | 22.94% | 4.89%  | 19.32%   |

注：以上各指标均为 2020 年数据。

资料来源：各上市公司 2020 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

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元关于本期债券的跟踪评级安排，在初次评级结束后，将在受评债券存续期间每年进行一次定期跟踪评级。

## 二、本期债券募集资金使用情况

公司于2021年3月10日发行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，募集资金原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3月31日，本期债券募集资金专项账户余额合计2.72亿元。

## 三、发行主体概况

2020年至2021年3月，公司注册资本发生两次变更，由4.36亿元增加至5.18亿元，公司名称、控股股东和实际控制人未发生变更，截至2021年3月末，公司注册资本5.18亿元、实收资本为6.74亿元，控股股东仍为第一大股东为厦门傲农投资有限公司（以下简称“傲农投资”），持有公司股权36.25%，实际控制人吴有林直接持有公司13.07%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，具体股权结构图见附录二。

截至2021年3月31日，公司一致行动人吴有林与傲农投资质押股份数量合计1.86亿股，占其所持股份总数的55.97%，占公司股份总数的27.60%。

**表1 截至2021年3月末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                            | 36.25%        | 244,297,520        |
| 吴有林                                   | 13.07%        | 88,119,437         |
| 南方资本-华能信托·悦盈15号单一资金信托-南方资本-傲农单一资产管理计划 | 3.15%         | 21,207,177         |
| 黄祖尧                                   | 1.21%         | 8,180,223          |
| 北京时代复兴投资管理有限公司-时代复兴安心1号私募证券投资基金       | 1.06%         | 7,150,307          |
| 申万宏源证券有限公司                            | 1.00%         | 6,722,000          |
| 中信证券股份有限公司                            | 0.92%         | 6,215,483          |
| 珠海阿巴马资产管理有限公司-阿巴马行稳致远1号私募证券投资基金       | 0.77%         | 5,180,000          |
| 香港中央结算有限公司(陆股通)                       | 0.70%         | 4,698,581          |
| 中国建设银行股份有限公司-银华同力精选混合型证券投资基金          | 0.68%         | 4,600,000          |
| <b>合计</b>                             | <b>58.81%</b> | <b>396,370,728</b> |

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

2020年，公司并表范围内新增103家子公司，主要业务为生猪养殖饲料生产及销售，其中21家子公

司通过收购获得，82家子公司通过新设取得，减少子公司6家，均为注销。截至2020年末，公司并表范围内的子公司数量合计258家，其中新设189家、非同一控制下企业合并69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，2019-2020年支付的罚款及滞纳金分别为36.18万元和148.35万元，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

**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控制压力**

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2020年12月31日的2,665.10元/吨，同比增长38.91%，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，甚至有望走高。

**图1 2020年以来玉米价格逐步上升**



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%。2020年初COVID-19疫情导致豆粕生产延缓和运输受阻等，短期内豆粕供应量下降使得豆粕价格上涨，随着豆粕供应紧张局面缓解，豆粕价格回落。受到中美贸易摩擦、COVID-19疫情、供需关系等多因素影响，2020年我国豆粕价格整体呈上行趋势。

**饲料行业竞争较为激烈，行业集中度较低，向下游养殖业延伸有利于拓展饲料企业收入来源**

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，

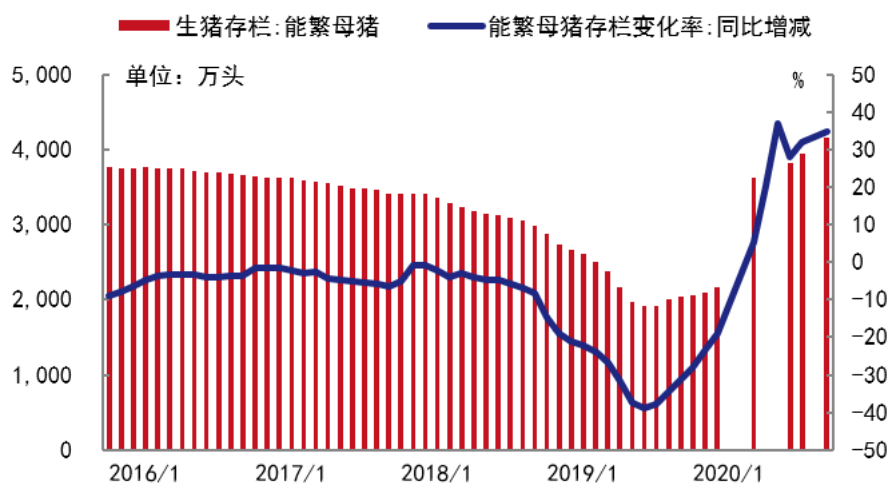
行业集中度加速提升，未来行业竞争趋势将呈马太效应。在非瘟等因素的影响下，饲料行业加快调整产业结构和产业链延伸，部分产能转为生产自用、部分以商品饲料为主的企业加大向下游养殖业发展力度。

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。2020年，年产百万吨以上规模饲料企业集团 33 家，较 2019 年增加两家，在全国饲料总产量中的占比为 54.6%，占比较 2019 年上升 3.9 个百分点，其中年产量超过 1,000 万吨为新希望和海大集团等 3 家集团公司。

**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 月以来触底回升，行业供给不足格局有所改善，未来生猪价格持续上涨动力或将不足**

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。农业农村部畜牧兽医局副局长魏宏阳在 2020 年 12 月 15 日举行的生猪生产形势新闻通气会上指出，截至 2020 年末，全国能繁母猪存栏已连续 14 个月增长，生猪存栏已连续 10 个月增长，能繁母猪及生猪存栏已经恢复到正常年份的 90% 以上，生猪产能的快速恢复有助于缓解行业供给不足的格局。

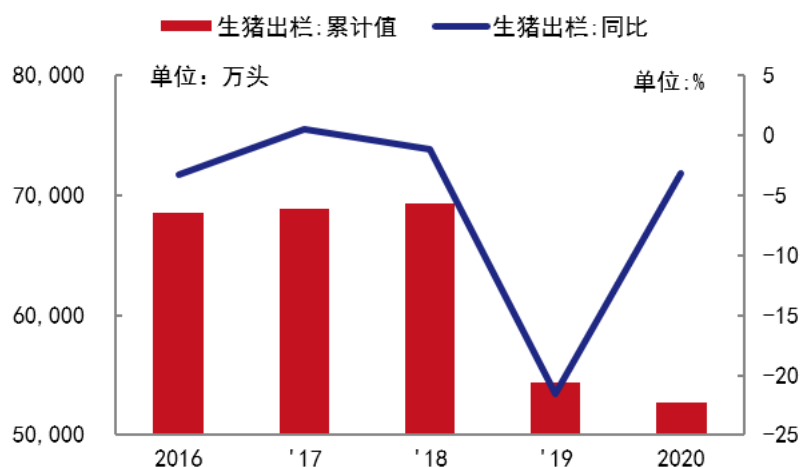
**图2 2018年四季度以来我国能繁母猪持续下降，2019年10月以来触底回升**



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

同样受非洲猪瘟的影响，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 年全国生猪出栏已连续 9 个月增长，11 月环比增长 16%、同比增长 66.1%，生猪出栏供应持续恢复。



**图3 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。截至2021年1月1日，全国22省市生猪平均价为35.41元/千克。从供给情况看，生猪价格高位运行，规模化养殖企业补栏意愿强烈，能繁母猪存栏量快速增长，行业供给不足的格局将有所改善，猪价持续上涨动力或将不足。

**图4 2020年以来我国生猪及猪肉价格高位运行**


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影响因素，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5 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。

## 五、经营与竞争

公司实行“饲料+养猪”双主业发展战略，营业收入来源主要为饲料和生猪养殖，2020年饲料和饲

养行业收入占比为84%，较上年下降12个百分点，主要原因是公司扩大了贸易业务规模。2020年收购厦

门银祥肉业有限公司（以下简称“银祥肉业”）70%股权，自三季度开始增加屠宰及食品业务，2020年全年暂未实现盈利。2020年公司营业收入同比大幅增长98.98%，主要原因有：一是2020年受非洲猪瘟疫情的持续影响，生猪供应紧张，价格持续高位运行，公司生猪产能不断释放；二是下游生猪存栏量回升和家禽存栏高位等因素带动饲料产能释放；三是贸易业务扩大。随着公司生猪养殖规模扩大和饲料销量增加，2020年一季度营业收入同比增长122.74%。

毛利率方面，2020年公司综合毛利率上升4.52个百分点，主要原因是生猪价格上涨带来的高红利，使得饲养行业毛利率大幅增加22.34个百分点。但同时也应关注到，饲料行业2020年毛利率下降4.22个百分点，主要原因有：一是低毛利率的禽料和水产料销量占比提升，二是上游玉米大豆等原材料价格明显上涨。2021年一季度，受大豆等原材料价格上涨和生猪价格下行等因素影响，饲料和饲养业务毛利率均下降。

**表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）**

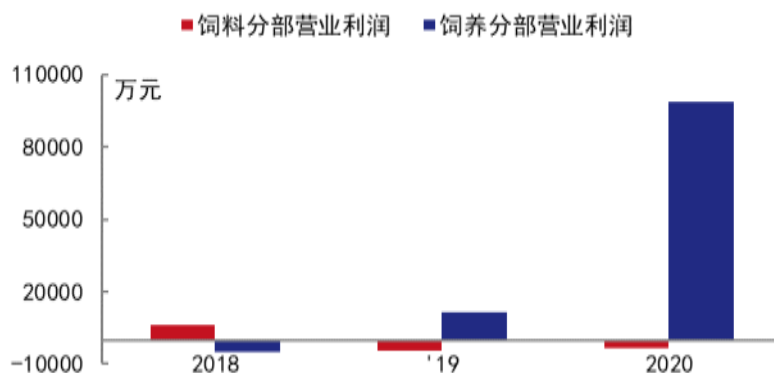
| 项目        | 2021年1-3月    |               | 2020年         |               | 2019年        |               |
|-----------|--------------|---------------|---------------|---------------|--------------|---------------|
|           | 金额           | 毛利率           | 金额            | 毛利率           | 金额           | 毛利率           |
| 饲料及动保行业   | 20.84        | 5.88%         | 65.43         | 6.28%         | 47.18        | 10.65%        |
| 饲养行业      | 11.65        | 39.00%        | 31.39         | 47.75%        | 8.82         | 25.41%        |
| 贸易        | 2.76         | 4.20%         | 14.12         | 2.21%         | 1.78         | 2.42%         |
| 食品        | 3.57         | 9.24%         | 4.03          | 9.62%         | 0.00         | 0.00%         |
| 其他        | 0.12         | 38.53%        | 0.20          | 40.47%        | 0.11         | 61.44%        |
| <b>合计</b> | <b>38.94</b> | <b>16.08%</b> | <b>115.17</b> | <b>17.26%</b> | <b>57.88</b> | <b>12.74%</b> |

注：上表中的其他包括了主营业务收入中的其他和其他业务收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

分具体分部来看，公司2020年利润贡献仍基本来自生猪养殖板块，饲料板块已连续两年亏损。从产业链看，受益于猪周期的上行阶段且养猪规模的快速扩大，2019年以来养殖板块营业利润大幅增加，且有效抵消了饲料板块的亏损，下游产业链的延伸一定程度上抵御了行业波动带来的经营性风险。

**图6 饲料板块2020年仍处于亏损状态**



资料来源：2018-2020年审计报告，中证鹏元整理

## （一）饲料板块

2020年饲料产品量价齐升使得营业收入大幅增长，但毛利率下降，同时部分客户资质较弱，存在一定坏账风险，随着公司生猪养殖规模扩大，饲料和生猪板块产生了一定的协同作用，此外下游生猪存栏量的增加将有望拉动饲料销量增长

公司于2011年以猪饲料起步创业，目前饲料产品包括猪料、禽料、水产料、反刍料等品类，产品种类较为丰富。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。

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。在结算方式，对于直销客户，公司通常给予实力强、信誉好、资金状况较好的直销客户一定赊销额度；对于经销商，根据不同的饲料产品提供不同的结算方式和账期。

公司采取以销定产模式，产销率处于较好水平，猪料和禽料等各饲料产品的产销率维持在100%上下。公司的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，2020年猪料内销数量继续增加，有利于产能利用率回升，生猪养殖与饲料板块形成了一定的协同作用。外销方面，2020年受下游生猪产能恢复及家禽存栏高位等影响因素，饲料外销量同比大幅增长33.43%。销售价格方面，在成本端的推动下，饲料销售均价有所上升，但一方面成本端更为强势，另一方面，低毛利率的禽料和水产料销量占比提升，导致毛利率下降4.37个百分点。在生猪养殖和家禽等下游的支撑下，饲料产品量价齐升，使得营业收入大幅增长 38.67%。此外，根据《2021年限制性股票激励计划实施考核管理办法》，2021-2023年公司饲料板块业绩考核目标为年销量分别不低于270/360/450万吨，预计短期内饲料业务规模将继续扩张。

**表3 公司饲料产品产销、收入、毛利率情况**

| 原材料  | 项目      | 2020年      | 2019年      |
|------|---------|------------|------------|
| 猪料   | 产量（吨）   | 1,317,208  | 1,037,892  |
|      | 外购（吨）   | 21,864     | 34,490     |
|      | 内销（吨）   | 320,744    | 120,151    |
|      | 外销（吨）   | 1,013,414  | 956,909    |
|      | 产销率     | 99.63%     | 100.45%    |
|      | 均价（元/吨） | 3,405.83   | 3,248.85   |
|      | 收入（万元）  | 345,151.27 | 310,885.45 |
|      | 毛利率     | 9.94%      | 14.61%     |
| 其他饲料 | 产量（吨）   | 782,421    | 397,216    |
|      | 外购（吨）   | 289,658    | 215,154    |

|    |         |                   |                   |
|----|---------|-------------------|-------------------|
|    | 内销（吨）   | 1,851             | 235               |
|    | 外销（吨）   | 1,068,105         | 603,091           |
|    | 产销率     | 99.73%            | 97.72%            |
|    | 均价（元/吨） | 2,869.02          | 2,636.67          |
|    | 收入（万元）  | 306,441.57        | 159,015.37        |
|    | 毛利率     | 1.84%             | 2.47%             |
| 合计 | 产量（吨）   | <b>2,099,629</b>  | <b>1,435,108</b>  |
|    | 外购（吨）   | <b>311,522</b>    | <b>249,644</b>    |
|    | 内销（吨）   | <b>322,595</b>    | <b>120,386</b>    |
|    | 外销（吨）   | <b>2,081,519</b>  | <b>1,560,000</b>  |
|    | 产销率     | <b>99.66%</b>     | <b>99.70%</b>     |
|    | 均价（元/吨） | <b>3,130.37</b>   | <b>3,012.18</b>   |
|    | 收入（万元）  | <b>651,592.84</b> | <b>469,900.82</b> |
|    | 毛利率     | <b>6.13%</b>      | <b>10.50%</b>     |

注：产销率=（外销+内销-外购）/产量×100%。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司饲料板块下游为养殖户，客户较为分散，2020年饲料板块前五大客户集中度为5.76%，较上年有所下降。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，毛利相对更高，但部分客户资质较弱，应收账款存在一定的坏账风险。

#### 2020年公司饲料产能继续增加，产量大幅回升，产能利用率有所回升但仍存在一定的产能消化风险

截至2020年末，公司共有52个饲料生产基地，主要分布在福建、江西、湖北、湖南、广东和江苏等地区，其中2020年新增10个生产基地。公司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。

2020年，随着公司在建饲料基地逐步投产，公司饲料产能继续大幅增加，在生猪生产持续恢复、家禽存栏高位和水产料加大销售力度等因素推动下，公司饲料产量同比大幅增长46.30%，远高于行业10.4%的平均水平，产能利用率回升5.93个百分点，但仍处于较低水平，仍存在一定的产能消化风险。

**表4 公司饲料产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨）**

| 产品   | 项目    | 2020年         | 2019年         |
|------|-------|---------------|---------------|
| 猪料   | 年产能   | 301.59        | 268.58        |
|      | 产量    | 131.72        | 103.79        |
|      | 产能利用率 | 43.68%        | 38.64%        |
| 其他饲料 | 年产能   | 121.37        | 59.77         |
|      | 产量    | 78.24         | 39.72         |
|      | 产能利用率 | 64.46%        | 66.46%        |
| 合计   | 年产能   | <b>422.96</b> | <b>328.35</b> |

|       |        |        |
|-------|--------|--------|
| 产量    | 209.96 | 143.51 |
| 产能利用率 | 49.64% | 43.71% |

资料来源：公司提供

**2020年以来玉米豆粕等原材料上涨，拖累了饲料板块盈利能力，且将继续导致饲料板块成本端承压**

目前，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。饲料上游主要为种植业，行业集中度低，上游供应商较为分散，且玉米豆粕等主要为大宗商品，公司的生产持续性较有保障。

成本控制方面，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在90%以上，其价格变动对公司成本控制影响较大。如果玉米豆粕等主要原料价格大幅上涨，且公司不能有效地将成本传导给下游客户，将可能对公司未来经营业绩产生不利影响。2020年受上游玉米、豆粕等原材料上涨影响，单位原材料成本及原材料占比均有所上升。

从具体采购品种看，主要原材料玉米和豆粕的采购金额在原材料采购总额中的占比仍在40%和20%左右。主要原材料采购价随行就市，而2020年主要原材料价格大幅上涨，导致饲料产品毛利率有所下降。展望2021年，玉米需求有望继续好转，玉米价格均价存在一定上涨压力，或将继续导致饲料成本端承压。

**表5 近年来公司主要原材料采购情况**

| 原材料 | 项目      | 2020年      | 2019年      |
|-----|---------|------------|------------|
| 玉米  | 采购数量（吨） | 978,952.83 | 700,466.70 |
|     | 单价（元/吨） | 2,391.35   | 2,062.76   |
|     | 金额（万元）  | 234,102.18 | 144,489.44 |
| 豆粕  | 采购数量（吨） | 376,087.02 | 265,887.95 |
|     | 单价（元/吨） | 3,139.56   | 3,015.15   |
|     | 金额（万元）  | 118,074.70 | 80,169.32  |
| 鱼粉  | 采购数量（吨） | 17,750.36  | 12,526.55  |
|     | 单价（元/吨） | 10,867.52  | 10,294.40  |
|     | 金额（万元）  | 19,290.24  | 12,895.33  |

资料来源：公司提供

## （二）饲养板块

受益于猪周期景气高峰，公司2020年饲养业务收入和利润大幅增长，考虑到在建猪场规模较大，未来出栏量将继续增加，预计短期内业绩将继续向好，但同时存在较大的资本性支出压力，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

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。自2019年以来公司持续加快养殖业务发展，饲养板块规模大幅扩张，营业收入大幅增长。从出栏端看，2020年仍处于猪周期景气高峰，公司生猪出栏量大幅增加，同期饲养行业营业收入同比大涨255.97%至31.39亿元，受益于猪价大幅上涨带来的高红利，毛利率亦大幅上升22.34个百分点。预计短期内生猪养殖收入将继续向好，随着能繁母猪存栏量的大幅增加，叠加较大规模的在建猪场建设，未来公司生猪出栏量将继续增加，且可通过以量补价“熨平”价格波动。

公司出栏的主要生猪品种为仔猪、育肥猪和种猪，2020年公司出栏的第一大生猪品种仍为仔猪，出栏量占比较上年大幅提升8.79个百分点；种猪主要用于自繁自养，近年来对外销售数量和收入均逐年下降，出栏量占比由2019年的3.42%下降至2020年的1.41%。从销售对象看，公司养殖业务的客户分为生猪经销商和终端养殖户两大类，其中仔猪主要销售给规模较大的养殖场（企业）或家庭养殖户，育肥猪主要销售给生猪经销商，种猪则主要销售给规模较大的养殖场。在结算方式上，根据行业惯例，绝大部分为现款现货。

**表6 公司生猪养殖出栏情况（单位：头、万元）**

| 项目        | 2020年            |                   | 2019年          |                  |
|-----------|------------------|-------------------|----------------|------------------|
|           | 出栏量              | 收入                | 出栏量            | 收入               |
| 种猪        | 19,004           | 11,747.69         | 22,578         | 6,247.78         |
| 商品猪       | 1,327,273        | 302,129.24        | 636,804        | 81,937.58        |
| 其中：育肥猪    | 337,531          | 138,481.93        | 213,359        | 44,510.35        |
| 仔猪        | 946,148          | 145,051.68        | 405,452        | 33,115.67        |
| <b>合计</b> | <b>1,346,277</b> | <b>313,876.93</b> | <b>659,382</b> | <b>88,185.37</b> |

资料来源：公司提供

为支持公司生猪产能扩张，公司在江西、福建和湖北等地自建或收购大型养殖基地，截至2020年末，公司产能主要位于江西、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，主要分布在南方消费区域，截至2021年3月31日，公司自有和租赁的已建成猪场合计118个，自建猪场增速很快，具体如下表所示。

**表7 公司自有和租赁猪场数量（单位：个）**

| 项目          | 2021年3月31日 | 2020年8月28日 |
|-------------|------------|------------|
| 核心育种场       | 4          | 2          |
| 扩繁育种场       | 6          | 5          |
| 商品母猪场       | 82         | 49         |
| 商品育肥场及后备培育场 | 24         | 12         |
| 公猪站         | 2          | 1          |
| <b>合计</b>   | <b>118</b> | <b>69</b>  |

注：上表不包括“公司+农户”模式下的猪场数据。

资料来源：公司提供

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。2020年，公司生猪存栏量继续大幅增长至96.38万头，其中经产母猪存栏量增速最快，较2019年末增长3.32倍。

**表8 公司生猪存栏情况（单位：头）**

| 项目      | 2020年   | 2019年   |
|---------|---------|---------|
| 总存栏量    | 963,832 | 298,768 |
| 其中：经产母猪 | 173,930 | 40,267  |
| 后备母猪    | 128,435 | 58,490  |
| 商品猪     | 381,072 | 116,473 |
| 哺乳小猪    | 173,889 | 46,688  |
| 仔猪（保育猪） | 103,520 | 35,681  |
| 种公猪     | 2,986   | 1,169   |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

成本端方面，公司原材料采购成本仍在60%以上，饲料主要由养殖场周边的饲料子公司提供，兽药疫苗由公司总部采购中心集中采购，其中兽药疫苗占比有所回升，主要原因是防治非瘟投入增加。

**表9 公司生猪养殖业务成本构成（单位：亿元、%）**

| 项目            | 2020年        |               | 2019年       |               |
|---------------|--------------|---------------|-------------|---------------|
|               | 金额           | 占比            | 金额          | 占比            |
| 饲料            | 10.24        | 51.95         | 3.30        | 55.62         |
| 疫苗及兽药         | 1.62         | 8.22          | 0.40        | 6.73          |
| 人工成本          | 2.31         | 11.73         | 0.57        | 9.54          |
| 折旧            | 2.12         | 10.73         | 0.52        | 8.73          |
| 委托养殖费用        | 1.03         | 5.23          | 0.31        | 5.18          |
| 能源            | 0.50         | 2.52          | 0.14        | 2.41          |
| 其它制造费用        | 1.90         | 9.62          | 0.70        | 11.78         |
| <b>生产成本合计</b> | <b>19.72</b> | <b>100.00</b> | <b>5.94</b> | <b>100.00</b> |

资料来源：公司2019-2020年度报告，中证鹏元整理

近年来公司养猪规模逐年扩大，截至2020年末，公司在建猪场共有51个（含本期债券6个募投项目和2020年非公开发行股票5个募投项目），其中总投资在1亿元以上有31个，猪场类型包括扩繁场、商品母猪场、后备母猪场、商品育肥场和公猪站等。在建猪场计划总投资为67.82亿元，已投资20.74亿元，叠加猪场完工后的引种和流动资金需求，公司面临较大的资本性支出压力。此外，公司通过收购子公司和自建猪舍属于长期资产投入，而资金主要来源于短期有息债务，债务资金的短借长投给公司带来了流动性风险。考虑到从在建猪场到生猪产能释放存在一定时间间隔，生猪产能释放时，猪周期红利是否仍能持续给公司经营效益带来了不确定性。同时，随着养殖规模扩大，公司在防疫、环保等方面的管控能力将面临更大挑战。



## 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致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2018年审计报告、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2019-2020年审计报告及未经审计的2021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

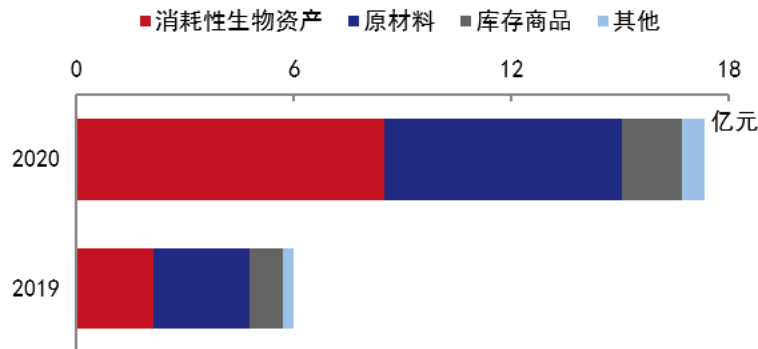
#### 2020年公司资产规模大幅增加，资产质量尚可

2020年公司总资产大幅增加，主要原因是2020年非公开发行股票募集资金到位和债务融资规模大幅增加。公司仍以固定资产和在建工程等非流动资产为主，占比保持在70%左右，符合公司生产经营特点。

流动资产方面，公司货币资金主要为银行存款，受益于2020年股权和债权融资资金到位，年末货币资金大幅增长，其中受限资金为0.44亿元，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，2020年末账面价值较为稳定。公司应收账款集中度不高，但应收账款账龄继续延长，2年以上的应收账款余额占比由2019年末的8.29%上升至2020年19.27%，此外，坏账风险也有所上升，预计无法收回的应收账款余额由2019年末的0.25亿元增加至2020年末的0.79亿元，坏账计提比例由2019年末的13.16%增加至2020年末的22.42%，主要原因是非瘟导致部分下游客户损失重大，需继续关注应收账款坏账风险。公司预付账款主要为预付原料款和租赁款，2020年继续大幅增加，主要原因是公司加大猪舍的租赁规模，预付的租赁款增加。

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，2020年存货账面价值飙升，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，2020年末原材料账面价值为6.56亿元，较年初大幅增长，但在存货中的占比下降至37.89%；消耗性生物资产为公司的仔猪、育成猪、育肥猪等，得益于公司生猪养殖规模扩张，2020年末账面价值继续大幅增加至8.49亿元，在同期末存货的比重由2019年末的35.19%上升至49.02%；库存商品主要为饲料，随着饲料产能产量增加，2020年末账面价值也同比增长78.62%至1.66亿元。

**图7 公司存货构成情况**


资料来源：2019-2020 年审计报告，中证鹏元整理

非流动资产方面，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，2020年公司自建猪场转固较大，导致年末账面价值大幅增加。其中，账面价值5.58亿元的固定资产通过融资租赁形成、1.95亿元的固定资产已用于抵押借款和融资租赁抵押，1.99亿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，同样受公司加大生猪养殖投入力度影响，账面价值大幅增加。生产性生物资产主要为种猪，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，受益于种母猪和后备母猪存栏量大幅增加，2020年账面价值大幅增加。

公司无形资产仍主要为土地资产，受益于合并范围内的子公司增加，2020年末账面价值大幅增加，其中0.32亿元的土地资产产权证书正在办理中，1.01亿元无形资产已用于抵押借款。公司商誉主要为收购猪场和生猪屠宰企业产生，2020年末账面价值大幅增加，主要系购买厦门银祥集团有限公司持有的银祥肉业70%股权导致。截至2020年末，除青州傲华生物科技有限公司的430.59万元商誉已全额计提减值外，其他并购标的未确认商誉减值。长期待摊费用主要为猪场的租赁费、装修及改良支出，其他非流动资产主要为预付投资款和工程款，2020年账面价值均大幅增加，均主要受益于猪场规模扩大。

整体来看，2020年末公司资产大幅增加，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、应收账款等经营相关资产为主，符合公司经营特点，2020年末受限资产合计4.96亿元，占总资产的4.13%，整体资产质量尚可。

**表10 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

| 项目            | 2021年3月      |               | 2020年        |               | 2019年        |               |
|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
|               | 金额           | 占比            | 金额           | 占比            | 金额           | 占比            |
| 货币资金          | 8.10         | 5.17%         | 5.71         | 4.75%         | 2.55         | 5.18%         |
| 应收账款          | 5.28         | 3.37%         | 4.50         | 3.74%         | 4.27         | 8.68%         |
| 预付款项          | 5.48         | 3.50%         | 4.27         | 3.55%         | 0.81         | 1.65%         |
| 存货            | 23.61        | 15.08%        | 17.31        | 14.40%        | 5.99         | 12.18%        |
| <b>流动资产合计</b> | <b>46.75</b> | <b>29.86%</b> | <b>35.24</b> | <b>29.32%</b> | <b>15.14</b> | <b>30.77%</b> |
| 固定资产          | 35.46        | 22.65%        | 39.57        | 32.92%        | 16.69        | 33.90%        |
| 在建工程          | 19.57        | 12.50%        | 14.82        | 12.33%        | 7.18         | 14.59%        |

|                |               |                |               |                |              |                |
|----------------|---------------|----------------|---------------|----------------|--------------|----------------|
| 生产性生物资产        | 13.70         | 8.75%          | 12.23         | 10.18%         | 2.53         | 5.15%          |
| 商誉             | 4.91          | 3.13%          | 4.55          | 3.79%          | 1.36         | 2.76%          |
| 长期待摊费用         | 4.08          | 2.61%          | 4.14          | 3.45%          | 1.51         | 3.08%          |
| 其他非流动资产        | 4.53          | 2.89%          | 2.17          | 1.80%          | 0.86         | 1.74%          |
| <b>非流动资产合计</b> | <b>109.84</b> | <b>70.14%</b>  | <b>84.94</b>  | <b>70.68%</b>  | <b>34.07</b> | <b>69.23%</b>  |
| <b>资产总计</b>    | <b>156.58</b> | <b>100.00%</b> | <b>120.19</b> | <b>100.00%</b> | <b>49.22</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

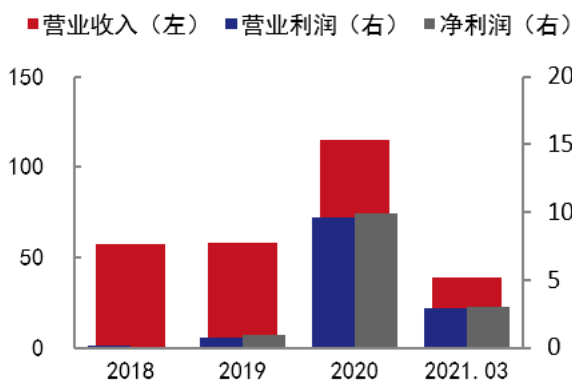
## 盈利能力

公司形成饲料+养猪双主业发展，受益于2020年生猪行业高红利，盈利大幅提升，但须关注未来猪周期变化以及猪疫情等外部因素对公司盈利的影响

随着公司大幅扩张养猪板块，目前“饲料+养猪”双产业已形成产业链发展，是营业收入的主要来源，2020年，受益于生猪产能释放、饲料下游需求旺盛和贸易业务规模扩大等因素，营业收入同比大幅增长98.98%；受益于猪价上涨带来的高红利，综合毛利率大幅提升，营业利润和净利润同比分别大幅增长11.37倍和8.90倍。考虑到当前国内生猪存栏量缓慢恢复，猪价处于有所下行，且生猪的周期性、猪价的波动性及非洲猪瘟等影响因素给公司的经营业绩带来一定的不确定。

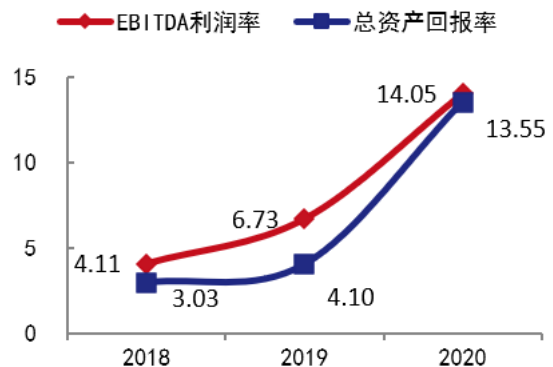
受饲料板块部分客户资质较弱的影响，2020年应收款项确认了0.85亿元的坏账减值损失，较2019年增长1.18倍，较大的减值损失一定程度上吞噬了公司利润。2020年公司净利润和归属于母公司所有者的净利润之间的差额缩小，主要原因是公司更多的自建猪场进入业绩释放周期。2020年，受益于利润规模扩大，公司EBITDA利润率和总资产回报率也在大幅提升。

图8 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 年一季报，中证鹏元整理

图9 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

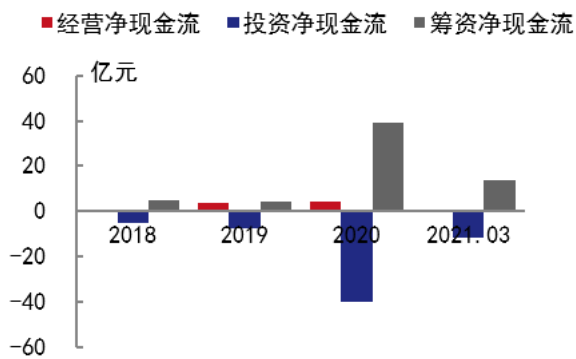
公司主营业务现金生成能力较好，在建项目后续资金需求较大，面临较大的资本性支出压力

2020年公司收现比仍维持在1.0左右，FFO大幅增长，主营业务现金生成能力较好，同时经营活动现金净流入规模有所增长。但值得注意的是，公司生猪放养规模增加，大幅增加的仔猪采购支出占用了较多的营运资金，使得净现比较上年大幅下降。

2020年公司仍处于生猪产能扩张周期，新建和改扩建猪场开支较大，导致投资活动现金净流出，考虑到公司仍有较大规模的在建猪场，预计2021年仍将为净流出。

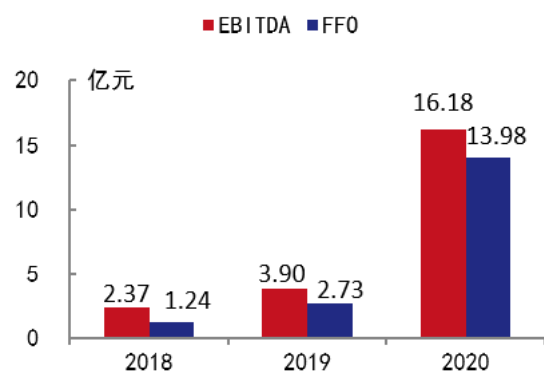
为支持扩大生猪养殖规模的资金需求，2020年公司股权和债权融资方式并举，筹资活动力度较大，2020年公司通过非公开发行股票成功募集资金13.90亿元，同时大规模举债，使得全年筹资活动现金净流入39.25亿元。考虑到截至2020年末，公司在建猪场及饲料基地项目后续资金需求合计56.17亿元，在建猪场完工后还有引种和流动资金需求，未来面临较大的资本性支出压力。

**图10 公司现金流结构**



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

**图11 公司EBITDA和FFO情况**

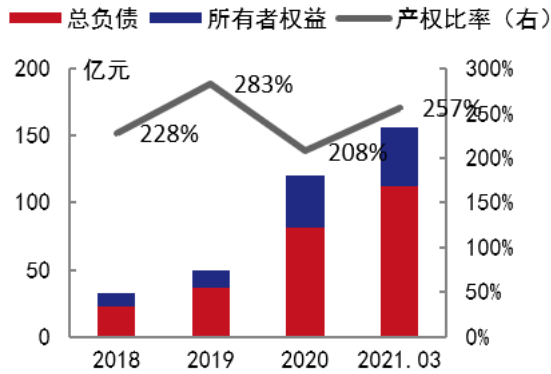


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告，中证鹏元整理

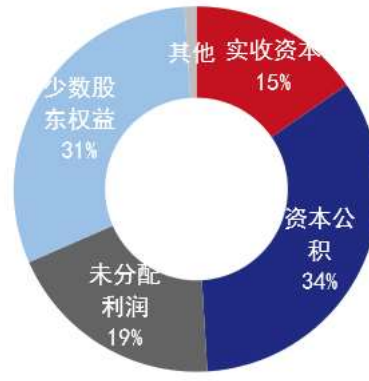
## 资本结构与偿债能力

**2020年以来公司资本实力大幅提升，但同时有息债务规模亦大幅增加，且主要为短期有息债务，面临较大的短期偿债压力**

公司净资产主要由股东投入和经营积累构成，截至2020年末公司净资产大幅增加，主要受益于2020年非公开发行股票和经营积累等。受债务融资规模和往来款负债增加的影响，2020年末公司总负债大幅增长1.23倍。综合影响下，2020年公司产权比率有所下降，但随着本期债券于2021年一季度成功发行，3月末产权比率大幅回升，且整体而言，净资产对总负债的保障程度较低。此外，公司2021年计划向实际控制人及其控制的单位非公开发行股票，拟募集资金不超过15亿元，该预案已获得股东大会通过，若该预案能有效落地，将进一步增强公司资本实力。

**图12 公司资本结构**


资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

**图13 2021年3月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

2020年末公司流动负债占比下降，但债务结构仍有待继续优化。流动负债方面，2020年末公司短期借款继续大幅增加，主要系养殖业务资金需求增加所致，截至2020年末，短期借款由保证借款21.81亿元、抵押借款2.68亿元、质押借款1.60亿元和信用借款0.70亿元构成。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，2020年末账面价值继续大幅增加，截至2020年末，公司应付账款中货款13.41亿元、工程款5.61亿元和设备款1.74亿元。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，2020年末账面价值继续大幅增加，主要原因是应付收购股权款和限制性股票回购义务规模增加。截至2020年末，公司一年内到期的非流动负债为即将到期的银行借款和融资租赁款。

非流动负债方面，截至2020年末，公司长期借款为14.45亿元，较2019年末大幅增长，主要是新增了较大规模的保证借款，利率区间为2%-8.4%。应付债券为本期债券，2021年3月末账面价值为8.35亿元。租赁负债为执行新租赁准则，公司租赁猪场的费用确认为租赁负债。长期应付款主要为融资租赁款，2020年末账面价值有所增加。

**表11 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

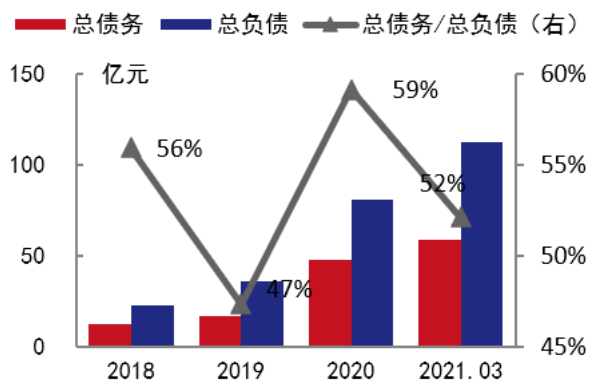
| 项目            | 2021年3月      |               | 2020年        |               | 2019年        |               |
|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|--------------|---------------|
|               | 金额           | 占比            | 金额           | 占比            | 金额           | 占比            |
| 短期借款          | 26.79        | 23.78%        | 26.80        | 33.02%        | 12.02        | 33.04%        |
| 应付账款          | 24.13        | 21.42%        | 21.21        | 26.13%        | 13.24        | 36.38%        |
| 其他应付款         | 7.79         | 6.91%         | 6.30         | 7.76%         | 3.61         | 9.92%         |
| 一年内到期的非流动负债   | 4.74         | 4.21%         | 3.75         | 4.62%         | 3.19         | 8.77%         |
| <b>流动负债合计</b> | <b>68.63</b> | <b>60.91%</b> | <b>62.48</b> | <b>76.99%</b> | <b>33.82</b> | <b>92.97%</b> |
| 长期借款          | 17.96        | 15.94%        | 14.45        | 17.80%        | 0.14         | 0.39%         |
| 应付债券          | 8.35         | 7.41%         | 0.00         | 0.00%         | 0.00         | 0.00%         |
| 租赁负债          | 15.45        | 13.71%        | 0.00         | 0.00%         | 0.00         | 0.00%         |

|                |               |                |              |                |              |                |
|----------------|---------------|----------------|--------------|----------------|--------------|----------------|
| 长期应付款          | 0.84          | 0.74%          | 2.96         | 3.65%          | 1.66         | 4.55%          |
| <b>非流动负债合计</b> | <b>44.05</b>  | <b>39.09%</b>  | <b>18.67</b> | <b>23.01%</b>  | <b>2.56</b>  | <b>7.03%</b>   |
| <b>负债合计</b>    | <b>112.67</b> | <b>100.00%</b> | <b>81.15</b> | <b>100.00%</b> | <b>36.38</b> | <b>100.00%</b> |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

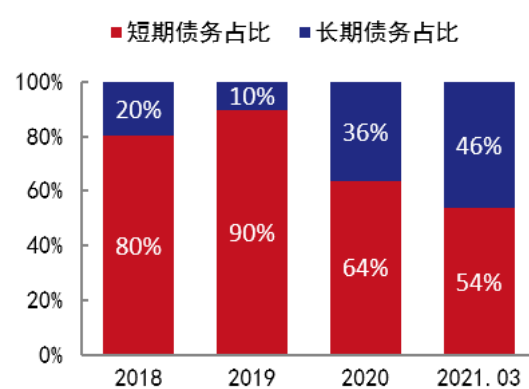
公司总债务由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款和长期应付款构成，2021 年 3 月末有息债务较 2019 年末大幅增长 2.41 倍至 58.76 亿元，主要是用于支持生猪产能扩张；短期债务集中度为 53.79%，较 2019 年末明显下降，但短期偿债压力仍较大。公司在养殖板块的投入属于长期资产构建，债务资金短借长投，存在一定的期限错配。

图14 公司债务占负债比重



资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

图15 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 年一季报，中证鹏元整理

2020 年，受益于公司非公开发行股票募集资金和自身经营积累，在债务规模大幅上升的同时，年末资产负债率有所下降，但仍处于高位。随着一季度本期债券成功发行，资产负债率有所回升。

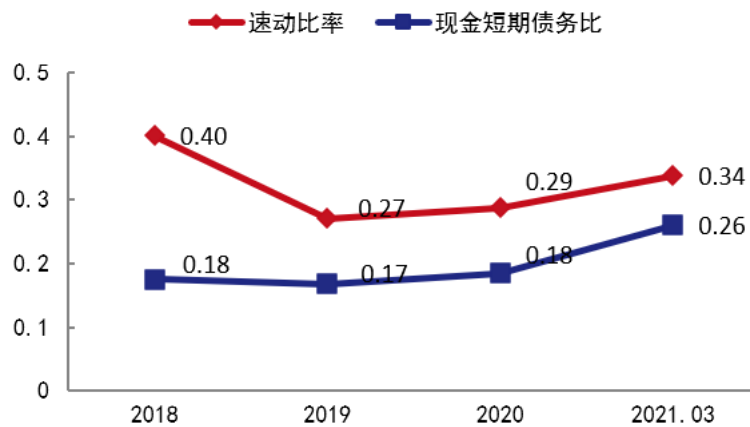
同时，在公司营业收入大幅增长的推动下，EBITDA 亦同步增长，利息保障程度继续提升。受益于主营业务现金生成能力较好，FFO 持续为正且不断增长，对净债务的覆盖能力继续增强。

表12 公司杠杆状况指标

| 指标名称          | 2021 年 3 月 | 2020 年 | 2019 年 |
|---------------|------------|--------|--------|
| 资产负债率         | 71.96%     | 67.52% | 73.92% |
| 净债务/EBITDA    | -          | 2.81   | 4.18   |
| EBITDA 利息保障倍数 | -          | 8.62   | 4.20   |
| 总债务/总资本       | 57.23%     | 55.16% | 57.32% |
| FFO/净债务       | --         | 30.78% | 16.73% |

资料来源：公司 2019-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年一季报，中证鹏元整理

2020 年末公司速动比率和现金短期债务比较为稳定，但仍处于较低水平，短期偿债压力较大，可能会造成流动性压力。此外，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。

**图16 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 年一季报，中证鹏元整理

## 七、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，公司本部（报告查询日为2021年4月8日）、子公司井冈山市傲新华富育种有限公司（报告查询日为2021年4月8日）、子公司湖北三匹畜牧科技有限公司（报告查询日为2021年4月6日）和子公司佑康农业科技有限公司（报告查询日为2021年3月26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；各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

### 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。截至2020年末，公司对外担保余额为3.85亿元，占同期末净资产的9.86%，虽公司按照担保金额的1.5%计提预计负债，但仍面临较大的对外担保风险，其中501.68万元已逾期，面临较大的代偿风险。

**表13 截至 2020 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 | 1,476.55 | 2020/1/31  | 是    | 160.81 | 否      |
| 养殖户及经销商 | 8,021.56 | 2022/11/21 | 是    | 321.84 | 是      |
| 养殖户及经销商 | 190.00   | 2021/8/26  | 否    | -      | 否      |
| 养殖户及经销商 | 1,080.00 | 2021/12/29 | 否    | -      | 是      |
| 养殖户及经销商 | 130.90   | 2021/6/27  | 否    | -      | 是      |
| 养殖户及经销商 | 54.75    | 2021/10/30 | 是    | 19.03  | 否      |
| 养殖户及经销商 | 160.00   | 2021/12/20 | 否    | -      | 是      |

|                  |                  |            |   |               |           |
|------------------|------------------|------------|---|---------------|-----------|
| 江苏加华种猪有限公司       | 1,960.99         | 2026/4/30  | 否 | -             | 否         |
| 曲阳县瑞达农业开发有限公司    | 7,500.00         | 2028/6/2   | 否 | -             | 是         |
| 江西龙琴生态农业综合开发有限公司 | 2,500.00         | 2023/1/14  | 否 | -             | 是         |
| 泰和县茂源生态养殖有限公司    | 5,000.00         | 2025/4/28  | 否 | -             | 是         |
| 江西聚宝盆农牧科技有限公司    | 2,000.00         | 2028/10/25 | 否 | -             | 是         |
| 吉安裕和丰农业发展有限公司    | 1,000.00         | 2024/10/27 | 否 | -             | 是         |
| 新乐市蓬园农业开发有限公司    | 1,000.00         | 2025/5/26  | 否 | -             | 是         |
| 永新县傲禧农牧有限公司      | 2,500.00         | 2028/12/30 | 否 | -             | 是         |
| 厦门海灵宝水产饲料有限公司    | 3,000.00         | 2023/10/19 | 否 | -             | 否         |
| 厦门银祥饲料有限公司       | 900.00           | 2023/10/31 | 否 | -             | 否         |
| <b>合计</b>        | <b>38,474.74</b> | <b>-</b>   |   | <b>501.68</b> | <b>--</b> |

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 八、结论

综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持本期债券信用等级为AA。

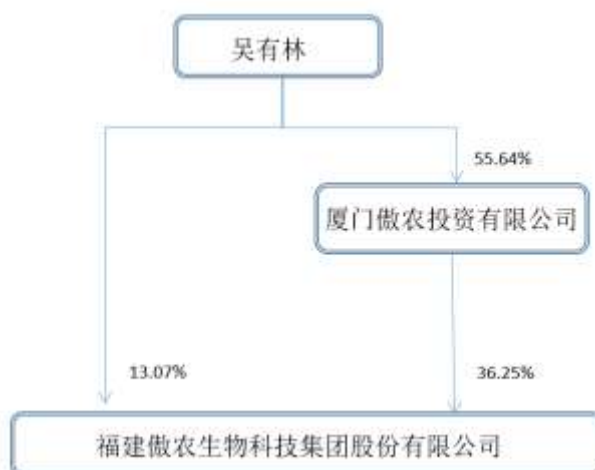


## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

| 财务数据（单位：亿元）   | 2021年3月   | 2020年   | 2019年   | 2018年   |
|---------------|-----------|---------|---------|---------|
| 货币资金          | 8.10      | 5.71    | 2.55    | 1.71    |
| 存货            | 23.61     | 17.31   | 5.99    | 4.33    |
| 流动资产合计        | 46.75     | 35.24   | 15.14   | 12.26   |
| 固定资产          | 35.46     | 39.57   | 16.69   | 12.10   |
| 在建工程          | 19.57     | 14.82   | 7.18    | 2.96    |
| 非流动资产合计       | 109.84    | 84.94   | 34.07   | 20.79   |
| 资产总计          | 156.58    | 120.19  | 49.22   | 33.05   |
| 短期借款          | 26.79     | 26.80   | 12.02   | 9.25    |
| 应付账款          | 24.13     | 21.21   | 13.24   | 7.26    |
| 一年内到期的非流动负债   | 4.74      | 3.75    | 3.19    | 1.04    |
| 流动负债合计        | 68.63     | 62.48   | 33.82   | 19.82   |
| 长期借款          | 17.96     | 14.45   | 0.14    | 2.12    |
| 应付债券          | 8.35      | 0.00    | 0.00    | 0.00    |
| 长期应付款         | 0.84      | 2.96    | 1.66    | 0.44    |
| 非流动负债合计       | 44.05     | 18.67   | 2.56    | 3.15    |
| 负债合计          | 112.67    | 81.15   | 36.38   | 22.96   |
| 总债务           | 58.76     | 48.02   | 17.24   | 12.85   |
| 归属于母公司的所有者权益  | 30.51     | 27.42   | 8.28    | 8.14    |
| 营业收入          | 38.94     | 115.17  | 57.88   | 57.62   |
| 净利润           | 3.05      | 9.94    | 1.00    | 0.10    |
| 经营活动产生的现金流量净额 | 0.49      | 4.06    | 3.94    | 0.27    |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -11.72    | -40.02  | -7.27   | -5.47   |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | 13.54     | 39.25   | 4.04    | 4.61    |
| 财务指标          | 2021年1-3月 | 2020年   | 2019年   | 2018年   |
| 销售毛利率         | 16.08%    | 17.26%  | 12.74%  | 13.70%  |
| EBITDA 利润率    | -         | 14.05%  | 6.73%   | 4.11%   |
| 总资产回报率        | -         | 13.55%  | 4.10%   | 3.03%   |
| 产权比率          | 256.60%   | 207.92% | 283.43% | 227.58% |
| 资产负债率         | 71.96%    | 67.52%  | 73.92%  | 69.47%  |
| 净债务/EBITDA    | -         | 2.81    | 4.18    | 5.36    |
| EBITDA 利息保障倍数 | -         | 8.62    | 4.20    | 3.41    |
| 总债务/总资本       | 57.23%    | 55.16%  | 57.32%  | 56.01%  |
| FFO/净债务       | -         | 30.78%  | 16.73%  | 9.75%   |
| 速动比率          | 0.34      | 0.29    | 0.27    | 0.40    |
| 现金短期债务比       | 0.26      | 0.18    | 0.17    | 0.18    |

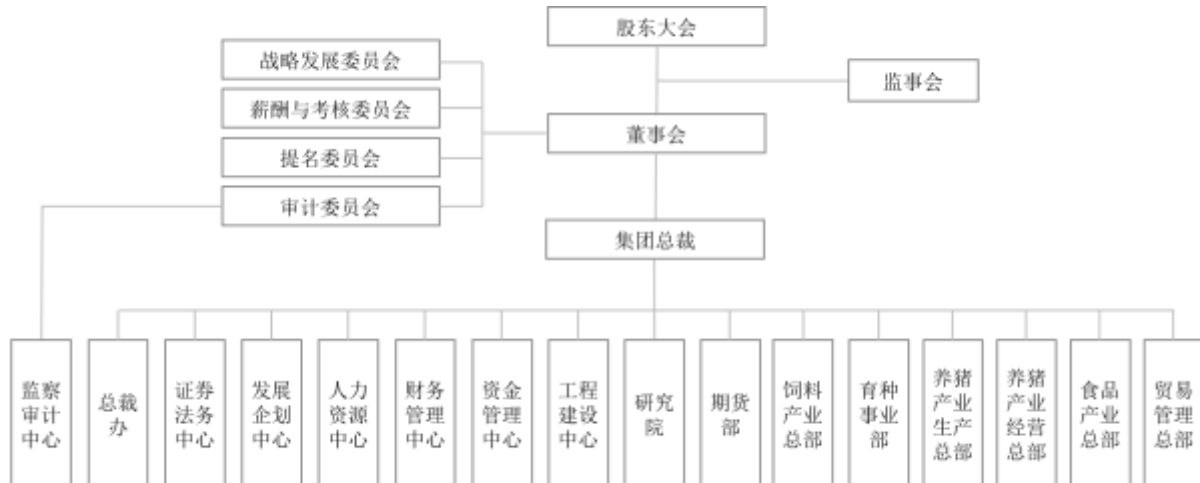
资料来源：公司 2018-2020 年审计报告及未经审计的 2021 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2021 年 3 月末）



资料来源：公司提供

### 附录三 公司组织结构图（截至 2021 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              |
|-----|-----------------|
| 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、债务人主体长期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。 |