



# 2022年乐山巨星农牧股份有限公司公开发行 行可转换公司债券2023年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report



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

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业  
人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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

# 2022年乐山巨星农牧股份有限公司公开发行可转换公司债券 2023年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
巨星转债	AA-	AA-

## 评级观点

- 该评级结果是考虑到：2022年乐山巨星农牧股份有限公司（以下简称“巨星农牧”或“公司”）肥猪产量大幅上升，带动收入水平快速增长，同时公司调整销售节奏，在肥猪价格处于高位的下半年加大销售量，全年肥猪业务毛利率得以小幅上升；公司产业链整合度较高，成本管控能力继续保持在较强水平；公司重点推进募投项目的建设，完工后生猪产能将得到有力提升。同时中证鹏元也关注到了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较大的影响，需关注猪价变动对公司后续业绩影响情况以及存货、生产性生物资产的资产减值风险；公司生猪及饲料板块仍面临较大的成本管控压力；2022年公司皮革业务收入萎缩并出现亏损，商品鸡业务表现仍不佳；公司部分生猪养殖项目建设进度不及预期，且未来收益存在不确定性；2022年末公司总债务快速上升，短期债务占比较大，偿债能力有所弱化，短期偿债压力较大。

## 评级日期

2023年5月24日

## 联系方式

**项目负责人：**王钰  
wangyu@cspengyuan.com

**项目组成员：**陈俊松  
chenjs@cspengyuan.com

**联系电话：**0755-82872897

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

合并口径	2023.3	2022	2021	2020
总资产	76.34	72.54	60.16	42.95
归母所有者权益	34.65	36.71	32.89	26.60
总债务	28.69	24.25	16.11	9.83
营业收入	8.94	39.68	29.83	14.39
净利润	-2.07	1.61	2.67	1.33
经营活动现金流净额	0.77	4.82	1.55	3.73
净债务/EBITDA	--	2.87	1.86	1.47
EBITDA 利息保障倍数	--	4.56	10.14	14.28
总债务/总资本	45.03%	39.53%	32.68%	28.03%
FFO/净债务	--	25.17%	43.92%	58.08%
EBITDA 利润率	--	14.54%	20.62%	26.39%
总资产回报率	--	3.62%	6.30%	4.84%
速动比率	0.52	0.50	0.46	0.54
现金短期债务比	--	0.66	0.60	0.59
销售毛利率	-3.37%	14.60%	18.99%	30.65%
资产负债率	54.13%	48.85%	44.68%	36.96%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及公司 2023 年第一季度报告，中证鹏元整理

## 优势

- 随着公司新增产能释放，2022 年公司肥猪产量大幅上升，带动收入水平快速增长，同时公司调整销售节奏，在肥猪价格处于高位的下半年加大销售量，2022 年公司肥猪业务毛利率得以小幅上升。由于公司新增产能较多并不断释放，2022 年公司肥猪产量明显提升，使得全年肥猪销售量同比提高 93.99%，生猪业务板块销售收入同比增长 66.86%；2022 年 4 月我国开启新一轮猪周期，公司根据肥猪市场价格主动调整销售节奏，在肥猪价格处于高位的下半年抓紧时机加大出栏量，肥猪业务毛利率较上年提升 4.89 个百分点，整体生猪业务毛利率在行业中表现相对较好。
- 公司生猪产业链整合度较高，成本管控能力继续保持在较强水平。公司集种猪、商品猪、饲料生产于一体，产业链整合度较强，业务协同效应得到有效发挥；公司从 PIC<sup>1</sup>引进优质种猪，使得自产的各品类生猪具有一定的技术优势；饲料厂根据养殖过程中的原料供应情况及时调整配方，克服原材料上涨的压力。综合来看，公司生猪成本管控能力较强，使得商品猪完全成本在行业中处于较低水平。
- 公司重点推进本期债券募投项目的建设，完工后生猪产能将得到有力提升。募投项目德昌巨星生猪繁育一体化项目为公司重点推进的项目，该项目为公司首个种猪繁育一体化生猪养殖场，生产技术和设备较为先进，预计完工日期为 2023 年 6 月，项目建成后，可容纳 3.6 万头母猪，生猪年出栏量可达到 97.2 万头，公司生猪产能将得到有力提升。

## 关注

- 生猪价格波动对公司盈利稳定性造成较大影响，2023 年一季度公司生猪业务经营亏损，需关注猪价变动对公司后续业绩影响情况。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较大的影响。2022 年生猪市场价格波动较大，公司全年平均生猪销售单价较上年略有下降，加之公司销售结构变化（毛利率较高的种猪和仔猪销售收入比重下降），公司综合毛利率有所下滑；2022 年底以来生猪市场价格大幅回落，2023 年一季度公司生猪业务经营亏损，未来需关注猪价变动对公司后续业绩影响情况。
- 公司仍面临较大的成本管控压力。由于 2022 年玉米、豆粕等原材料价格有所上涨，公司主动调整饲料配方，缓解成本端压力，使得当年饲料毛利率保持相对稳定；但考虑到 2023 年以来玉米、豆粕等饲料原料成本仍高位运行，公司生猪及饲料业务的成本压力仍较大。
- 2022 年公司皮革业务收入萎缩并出现亏损，商品鸡业务表现仍不佳。由于皮革产品下游客户需求不振，公司皮革产品订单减少，2022 年皮革业务收入明显收缩，同时销售毛利率下降 17.71 个百分点至-1.15%；公司商品鸡收入随着养猪规模主动收缩而有所下降，毛利率虽有所提高但仍为负。
- 需关注存货及生产性生物资产的资产减值风险。公司资产中生猪养殖业务所形成的存货、生产性生物资产规模较大，而生猪价值随市场价格波动较大，2023 年 3 月末公司存货中生猪资产计提 0.71 亿元资产减值损失，存货及生产性生物资产面临的资产减值风险值得关注。
- 公司部分生猪养殖项目建设进度不及预期，且未来收益存在不确定性。公司原计划投资建设的生猪养殖项目投资较大，但生猪价格行情波动较大，公司延缓了部分生猪养殖项目的建设。截至 2022 年末，公司主要在建项目总投资较大，而未来生猪价格无法确定，新增产能未来收益可能不及预期。
- 债务规模继续快速上升，偿债能力有所弱化，短期偿债压力较大。随着生猪产能的持续扩张以及成功发行本期债券，2022 年公司债务规模同比增长 50.54%，其中短期债务占比较高。EBITDA 利息保障倍数等偿债能力指标弱化，现金类资产无法有效覆盖短期债务，短期偿债压力较大。

<sup>1</sup> PIC 全称为 PIC IMPROVEMENT COMPANY OVERSEAS LTD，为国外一家较为知名的种猪改良公司。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为随着公司募投项目的建成投产，该业务将持续增长；生猪产业链整合度较高，成本管控能力较强，有助于提升公司业绩的稳定性。

## 同业比较（单位：亿元、%）

指标名称	巨星农牧	牧原股份	新希望	温氏股份	天邦食品	傲农生物
资产总计	<b>72.54</b>	1,929.48	1,366.79	980.85	195.52	186.61
营业收入	<b>39.68</b>	1,248.26	1,415.08	837.08	95.71	216.13
净利润	<b>1.61</b>	149.33	-18.99	56.41	4.77	-12.27
销售毛利率	<b>14.60</b>	17.50	6.64	15.54	14.28	4.39
资产负债率	<b>48.85</b>	54.36	68.02	56.25	79.61	81.61
总资产收益率	<b>2.43</b>	8.07	-1.41	5.79	2.51	-6.86
生猪业务毛利率	<b>18.08</b>	18.42	13.60	17.45	20.26	5.23

注：以上各指标均为 2022 年数据。

资料来源：各公司公告，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
农林牧渔企业评级方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0
外部特殊支持评价方法和模型	cspy_ffmx_2022V1.0

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

## 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	8/9
	行业&运营风险状况	4/7		杠杆状况	7/9
	行业风险状况	3/5		盈利状况	强
	经营状况	4/7		流动性状况	4/7
业务状况评估结果		4/7	财务状况评估结果		8/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				0
个体信用状况					<b>aa-</b>
外部特殊支持					0
主体信用等级					<b>AA-</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

## 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 aa-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

## 历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2022-6-21	杨培峰、陈俊松	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AA-	2021-9-27	杨培峰、陈俊松	<a href="#">工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
巨星转债	10.00	10.00	2022-6-21	2028-4-25

注：截至 2023 年 5 月 17 日月未转股余额为 99,978.30 万元。

## 一、跟踪评级原因

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

## 二、债券募集资金使用情况

公司于2022年4月发行6年期10亿元可转换公司债券，募集资金计划用于德昌巨星生猪繁育一体化项目和补充流动资金。截至2023年3月31日，“巨星转债”募集资金专项账户余额为3.08亿元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。截至2023年3月末，累计面值11.30万元“巨星转债”已转为公司股票，累计转股数为4,465股，占巨星转债发行总额的0.0009%，公司股本增加至506,097,908元。2023年3月末公司控股股东仍为四川和邦投资集团有限公司（以下简称“和邦集团”，其股权质押比例为37.11%），实际控制人仍为贺正刚，股权结构图详见附录二。

2022年公司合并报表范围变化情况见下表，2023年1-3月公司合并范围内子公司无变化。2022年3月末公司合并范围内子公司数量共40家，详见附录四。

**表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

1、2022年新纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	合并方式
安徽巨星农牧有限公司	100.00%	500.00	畜禽养殖	投资设立
2、2022年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	持股比例	注册资本	业务性质	不再纳入的原因
乐山金口河巨星农牧有限公司	0.00%	2,000.00	畜禽养殖	注销
大城巨星农牧有限公司	0.00%	1,000.00	畜禽养殖	注销

资料来源：公司提供

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2023年我国经济增长动能由外需转为内需，宏观经济政策以稳为主，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，经济增长有望企稳回升**

2022年以来，我国经济发展的内外部环境更趋复杂严峻，需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力持续显现，地缘政治冲突等超预期因素冲击影响陡然增加，经济下行压力较大，4月和11月主要经济指标下探。随着稳经济一揽子政策和接续措施逐步推出，宏观经济大盘止住下滑趋势，总体维持较强韧性。

具体来看，制造业投资在减税降费政策加持下保持较强韧性，基建投资增速在政策支持下大幅上升，对于稳定经济增长发挥重要作用；房地产投资趋势下行，拖累固定资产投资；消费在二季度和四季度单月同比出现负增长；出口数据先高后低，四季度同比开始下降。2022年，我国GDP总量达到121.02万亿元，不变价格计算下同比增长3.0%，国内经济整体呈现外需放缓、内需偏弱的特点。

政策方面，2023年全球经济将整体放缓，我国经济增长动能由外需转为内需，内生动能的恢复是政策主线逻辑。宏观经济政策将以稳为主，从改善社会心理预期、提振发展信心入手，重点在于扩大内需，尤其是要恢复和扩大消费，并通过政府投资和政策激励有效带动全社会投资。财政政策加力提效，总基调保持积极，专项债靠前发力，适量扩大资金投向领域和用作项目资本金范围，有效支持高质量发展。货币政策精准有力，稳健偏中性，更多依靠结构化货币政策工具来定向投放流动性，市场利率回归政策利率附近。宏观政策难以具备收紧的条件，将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，并加强政策间的协调联动，提升宏观调控的精准性和有效性。

在房地产支持政策加码和稳经济一揽子政策落地见效等因素下，2023年国内经济正在逐步修复，经济增长有望企稳回升。国内经济修复的同时还面临着复杂的内外部环境，海外大幅加息下出现全球经济衰退和金融市场动荡的风险快速攀升，地缘政治冲突延续和大国博弈升级带来的外部不确定性继续加大，财政收支矛盾加剧下地方政府化解债务压力处在高位，内需偏弱和信心不足仍然是国内经济存在的难点问题。目前我国经济运行还存在诸多不确定性因素，但是综合来看，我国经济发展潜力大、韧性强，宏观政策灵活有空间，经济工作稳中求进，经济增长将长期稳中向好。

## 行业环境

**2022年4月起新猪周期开启，国内生猪产能不断提高，但价格波动幅度较大而周期较短，对生猪养殖企业稳定运营带来较大挑战；2022年饲料原材料价格波动增长并达到新高点，养猪企业的饲养成本持续承压；2022年规模化企业市占率有所提高，且相比散户更能抵御价格波动带来的经营风险**

### 行业概况

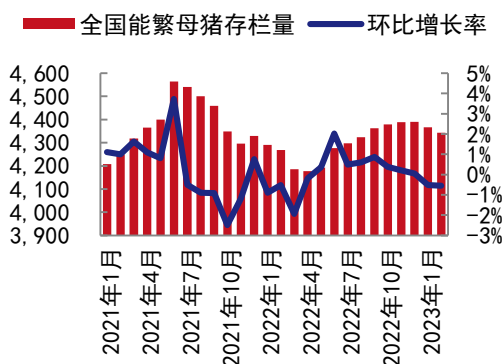
中国的养殖结构以及生猪的生长周期决定了我国猪价将呈周期性波动：肉价高-母猪存栏量大增-生猪供应增加-肉价下跌-大量淘汰母猪-生猪供应减少-肉价上涨。由于能繁母猪存栏直接影响10-12个月后生猪供给变化，能繁母猪存栏数据对猪价具有明显的领先指向作用。根据农业农村部印发的调控方案，“十四五”期间能繁母猪正常保有量稳定在4,100万头左右，2021-2022年的能繁母猪存栏量均高于正常保有量，存在一定的产能过剩风险。2021年5-7月能繁母猪为年内较高水平，对于2022年二三季度的生猪出栏量有一定的保障作用。2022年5月起全国能繁母猪存栏量不断回升，主要系随着养殖户普遍看好后市行情，市场补栏积极性增加所致，预计2023年二季度起生猪供给将较为充足。

2022年全国生猪存栏量整体呈现不断增长趋势，具体来看，受非洲猪瘟导致病猪死亡影响，2022年一季度末生猪存栏量环比明显下降。5月之后猪价逐步回升至盈利线附近，养殖场亏损局面得以缓解，市场二次育肥及主动压栏缩量现象增多使得2022年二至四季度末生猪存栏量均环比提高，2022年末达



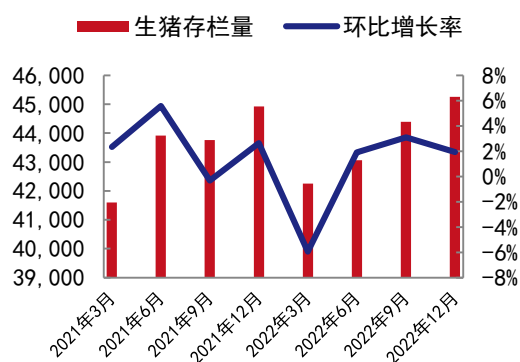
到 45,256.00 万头，较 2021 年末略有增长。

**图 1 2021-2022 年全国能繁母猪存栏量情况（单位：万头）**



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

**图 2 2021-2022 年全国生猪存栏量情况（单位：万头）**



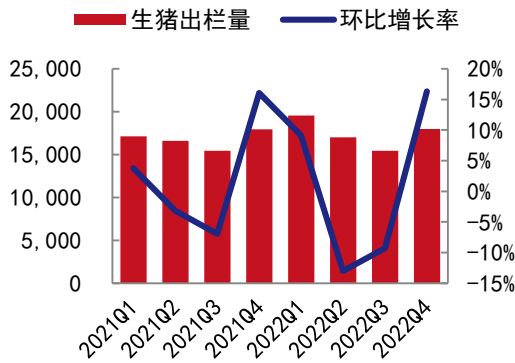
资料来源：iFinD，中证鹏元整理

2022 年生猪出栏量波动较大，呈“V”字型。因年节及年后低价的恐慌性抛售，2022 年一季度生猪出栏量环比增长；对应期限的能繁母猪存在去化情况，使得二季度生猪出栏量环比减少；市场主动压栏及散户惜售现象增多，导致三季度生猪出栏量继续环比减少；第四季度生猪价格到达高位，养殖户加大生猪出栏量，环比增速转正。

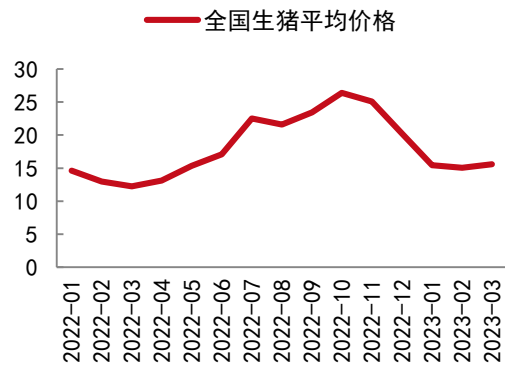
2006 年以来，我国一共经历了 4 轮完整的猪周期，平均持续 4 年左右，目前正处于 2022 年 4 月以来的第五轮猪周期，本轮猪周期的盈利区间时间较短，仅限于 2022 年 6-12 月。2022 年 1-4 月生猪销售价格基本都在盈利线以下，但随着规模场控量以及部分城市出台屠宰用猪禁调政策导致猪源紧缺，4 月起生猪价格开始回升，新的猪周期开启；受供给下降叠加消费短期提振的影响，三季度销售价格不断走高，在 10 月中旬达到峰值 28.15 元/公斤。因前期压栏大猪陆续出栏、居民消费信心降低，11 月起生猪价格震荡下行。2023 年以来已下跌至 15 元左右，低于盈利线，主要系市场供应较为充足、猪肉消费阶段性偏弱所致。随着后期猪肉消费稳步恢复，生猪价格有望逐步回升至合理区间。整体来看，生猪价格波动较大，对生猪养殖企业稳定运营带来较大挑战。

**图 3 2021-2022 年生猪出栏量情况（单位：万头）**

**图 4 2022 年以来全国生猪平均价格情况（单位：元/公斤）**



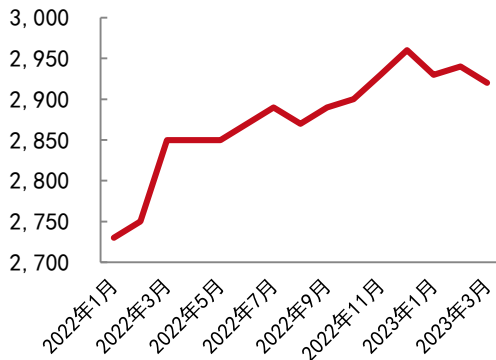
资料来源：iFinD，中证鹏元整理



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

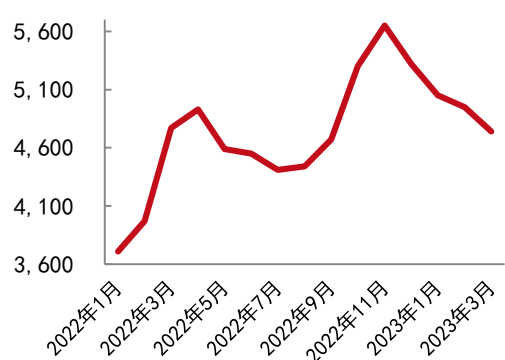
国内生猪行业的主要成本为饲料，饲料构成以玉米和豆粕为主，上述两种原材料的价格波动对生猪销售成本影响较大。在俄乌冲突和国内外粮食供应链不稳定的持续扰动下，2022年玉米和豆粕价格均呈现波动增长的态势，上半年玉米和豆粕价格分别最高上涨至 2,908 元/吨、5,185 元/吨，下半年玉米和豆粕价格高点更高，分别为 3,008 元/吨、5,699 元/吨。由于供需两端较为平衡，2023 年 1-3 月玉米价格在高位小幅震荡，预估 2023 年 4-6 月玉米价格将延续高位振荡态势，而随着进口玉米数量和国内玉米产量增加，下半年玉米价格或面临回落。受巴西大豆丰产且集中上市的影响，2023 年一季度豆粕价格有所下降，预估未来豆粕价格将继续下探，但受制于美国大豆减产及出口下滑的缘故，预计下方空间不大。

图 5 2022 年以来全国玉米均价情况（单位：元/吨）



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

图 6 2022 年以来全国豆粕均价情况（单位：元/吨）



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

### 竞争格局

我国传统生猪养殖呈小而散的特点，行业集中度不高，近年来行业集中度呈上升趋势，2022 年前 10 大上市猪企出栏量为 12,165.35 万头，占全国出栏量的 17.38%，相比 2021 年提高 3.24 个百分点。规模化的提升反映在中大型养殖场扩充产能及散养户加速退出市场，背后的原因主要是：我国环保政策趋严，导致大量散养户不能满足新的环保要求，被迫退出市场；中大型养殖场近年借势扩张产能，实现了出栏量的快速增长，同时通过成本端的优势进一步挤压散户的生存空间，且更能够抵御价格波动带来的经营风险。

## 行业政策

从政策面来看，2021年上半年后，由于生猪价格大幅下跌，国家政策逐步转向稳定价格、促进生猪产业平稳有序发展的方向。2021年6月，国家发展和改革委员会、农业农村部和商务部等多部门联合印发《完善政府猪肉储备调节机制做好猪肉市场保供稳价工作预案》。在生猪价格低迷 2022 年上半年，中央政府共进行 16 次冻猪肉收储工作，收储量 10.14 万吨，而在下半年又迅速全面投放储备冻猪肉，对生猪价格起到了一定稳定作用，也起到了抚平和缩短市场周期的作用。

## 五、经营与竞争

随着公司新增产能释放，2022年公司肥猪产量大幅上升，带动收入水平快速增长；公司灵活调整销售节奏，在肥猪价格处于高位时加大销售量，肥猪业务毛利率得以小幅上升；公司生猪产业链整合度较高，养殖成本控制能力高于行业平均水平，但仍需关注高位运行的饲料价格带来的成本压力。主要受销售结构变化影响，2022年生猪业务盈利表现有所下降，2023年一季度业绩出现亏损，需关注后续猪价走势情况；此外，2022年及2023年一季度皮革产品及商品鸡业务持续亏损

公司是以生猪养殖为主的大型畜禽养殖企业，已形成生猪养殖行业较为完整的一体化产业链，是西南地区集种猪、商品猪、饲料生产于一体的农业产业化经营企业之一；除生猪及饲料销售外，公司业务还涉及皮革产品、商品鸡销售，2022年上述两个业务规模有所萎缩。由于养殖规模扩大、生猪出栏量增加，2022年生猪销售收入同比增长66.86%至29.90亿元。因生猪价格下探至成本线以下，2023年一季度公司生猪销售业务出现小幅亏损。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2022 年			2021 年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
生猪	29.90	75.36%	18.08%	17.92	60.08%	26.21%
饲料	5.52	13.91%	8.23%	5.19	17.40%	7.92%
皮革产品	3.03	7.63%	-1.15%	4.95	16.61%	16.56%
商品鸡	1.15	2.91%	-4.55%	1.67	5.59%	-17.74%
其他	0.08	0.20%	24.55%	0.09	0.32%	33.66%
合计	<b>39.68</b>	<b>100.00%</b>	<b>14.60%</b>	<b>29.83</b>	<b>100.00%</b>	<b>18.99%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年年度报告，中证鹏元整理

### 1. 生猪养殖业务

随着新增产能释放，2022年肥猪产量大幅扩张，2023年3月末产能利用率提升较多；公司重点推进募投项目的建设，完工后公司生猪产能将得到有力提升，但同时需注意公司部分生猪养殖项目建设进度不及预期，且未来收益存在不确定性；公司生猪产业链整合度较高，养殖成本控制能力较为优秀，但仍需关注高位运行的饲料原材料价格带来的成本压力

公司大部分生猪养殖均采用紧密型“公司+农户”模式，少部分采用自主养殖模式；从年末生猪存栏量来看，自主养殖模式的占比有所提高。2022年末公司自主经营着50家育肥场，当年新增14个育肥场（包括牛滚凼育肥场、普安育肥场、长龙育肥场等）；签约合作农户达到413个，当年新增89个；已形成29个标准化种猪场，当年新增10个（包括阜阳种场、巨牧源种猪场、三台盛达种猪场等）。结合上述情况，2022年公司生猪产能及产量得以明显提升。由于新建种猪养殖基地需要一定周期来产出新猪，故2022年公司产能利用率提升不多，但随着新增产能得到释放，2023年1-3月产能利用率提升较多。

**表3 公司生猪养殖产能及产量情况（单位：万头）**

项目	2022年	2021年
自主运营育猪场生猪存栏量	37.19	21.57
合作农户生猪存栏量	60.81	54.35
产能（万头/年）	260.00	155.98
产量	153.01	87.10
产能利用率	58.85%	55.84%

资料来源：公司提供

公司原计划投资建设的生猪养殖项目投资较大，但生猪价格行情波动较大，公司延缓了部分生猪养殖项目的建设。2022年建设资金主要投向德昌巨星生猪繁育一体化项目、古蔺巨星石宝种猪场项目。德昌巨星生猪繁育一体化项目为公司重点推进的项目，该项目为公司首个种猪繁育一体化生猪养殖场，生产技术和设备较为先进，目前预计完工日期为2023年6月，项目建成后，可容纳3.6万头母猪，生猪年出栏量可达到97.2万头，公司生猪产能将得到有力提升。公司主要在建生猪养殖项目2023年计划投资规模为7.70亿元，主要投向于德昌巨星生猪繁育一体化项目，其余项目建设进度放慢，中证鹏元将持续关注公司在建项目的推进情况以及收益实现情况。

**表4 2022年末公司主要在建生猪养殖项目情况（单位：亿元）**

项目名称	计划总投资	已投资	2023年计划投资规模
德昌巨星生猪繁育一体化项目	19.21	6.54	7.00
盐边巨星新民智慧养殖园区项目	3.50	0.51	0.05
石桥自建场项目	3.00	0.20	0.05
平舟种猪场项目	2.20	0.14	0.05
古蔺巨星石宝种猪场项目	2.11	1.33	0.10
崇州巨星林秀商品猪养殖基地项目	1.10	0.13	0.30
巨星甘江30万头智慧养猪综合体建设项目	6.50	0.20	0.05
屏边种猪场项目	5.10	0.12	0.10
<b>合计</b>	<b>42.72</b>	<b>9.17</b>	<b>7.70</b>

资料来源：公司提供

公司建立了集饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养等多个环节于一体的完整生猪产业链，公司从PIC引进种猪，选取生产速度快、饲料转化率高、肉质性状好和适应性强的父系种猪以及繁殖性能好的母系种猪；种猪后代生产速度快、饲料转化率高、肉质性状好和繁殖性能强。综合来看，公司自

产的仔猪、种猪具有一定的技术优势，且完全可以满足公司扩张需求。公司成本控制方式主要有三个方面，包括自产饲料降低养殖成本、自繁降低仔猪成本、PIC配套系优良性能有效降低肥猪养殖成本。在生猪成本中，随着饲料主要原材料价格波动上涨，2022年饲料成本占比提升至70.94%，但公司各饲料厂根据养殖过程中的原料供应情况及时调整配方，促使养殖场实现增产增效并克服成本上涨压力，当年公司商品猪完全成本在同行业中处于较低水平。公司饲料基本上都向内部的饲料厂采购，未来饲料价格有望小幅回落，但预计仍将处于高位，故公司生猪养殖业务在成本端的压力预计仍较大。

**表5 公司生猪养殖成本构成情况（单位：万元）**

项目	2022年		2021年	
	成本	占比	成本	占比
饲料	173,768.76	70.94%	86,678.67	65.54%
职工薪酬/养户报酬	30,543.74	12.47%	18,992.41	14.36%
药品及疫苗成本	12,858.89	5.25%	8,533.23	6.45%
增值摊销	630.24	0.26%	1,017.39	0.77%
其他费用（电力、天然气等）	27,166.53	11.09%	17,029.54	12.88%
<b>合计</b>	<b>244,968.16</b>	<b>100.00%</b>	<b>132,251.23</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

2022年公司根据市场行情灵活调整销售节奏，在肥猪价格处于高位时加大销售量，肥猪毛利率得以小幅上升，但由于销售结构发生变化，生猪业务销售毛利率有所下降，但在行业中表现仍相对较好；一季度该业务出现轻微亏损，需关注后续猪价走势情况

2022年上半年，由于前期生猪产能有一定的恢复，国内生猪出栏量持续增长，导致生猪价格处于低位，而公司的出栏量亦明显增长，公司业绩出现亏损；下半年度，随着前期产能去化的深入，猪价上涨的预期对养殖端压栏惜售和二次育肥等因素影响，生猪价格从三季度开始反弹并于10月下旬达到年内价格高点，公司加紧销售时机加大供应量。公司销售量同比增长75.67%，生猪销售单价减少5.01%至1,954.39元/头。综合影响下，2022年生猪销售收入同比增长66.86%。受公司毛利率高的种猪和仔猪收入占比快速下降影响，生猪销售毛利率较2021年下降8.13个百分点至18.08%，但高于行业平均值13.44%。2023年1季度生猪销售价格持续下降，公司生猪销售业务出现轻微亏损，公司生猪养殖业务盈利情况跟生猪价格的相关性较强，需关注后续猪价走势对公司生猪业务的影响情况。

**表6 公司生猪销售收入情况**

项目	2022年	2021年
生猪销售收入（亿元）	29.90	17.92
销售毛利率	18.08%	26.21%
销售量（万头）	153.01	87.10
销售单价（元/头）	1,954.39	2,057.41

资料来源：公司2022年年度报告以及公司提供，中证鹏元整理

从公司收入结构来看，2022年公司肥猪收入占生猪收入的占比为90.67%，是公司生猪销售的重要组成部分。2022年公司肥猪收入实现翻倍，为收入增长奠定坚实基础；毛利率同比提高4.89个百分点，主要系公司第三、四季度抓住价格高位加大供应量所致。

公司根据市场需求出售种猪、仔猪，实现一定规模的销售收入。由于公司引进的种猪较为优质使得公司对外销售的种猪及其所产的仔猪具备有一定的市场竞争力，其种猪、仔猪的毛利率明显高于育肥猪。由于当年肥猪销售目标较高、公司种猪更多用于生产仔猪，2022年公司种猪销售收入大幅减少，而仔猪的销售收入实现增长；行业内养殖户产能逐渐恢复，种猪与仔猪供应充足导致其价格下降，公司种猪、仔猪的销售毛利率也出现不同程度的下降。

**表7 2022年公司生猪销售收入情况（单位：万头、万元）**

项目	销量	收入	收入占比	毛利率	销量同比增速	收入同比增速	毛利率变动
种猪	2.43	8,324.39	2.78%	53.23%	-64.45%	-77.52%	-12.18%
仔猪	32.07	19,589.12	6.55%	39.42%	67.28%	25.67%	-20.61%
肥猪	118.51	271,127.66	90.67%	15.46%	93.99%	114.16%	4.89%
<b>合计</b>	<b>153.01</b>	<b>299,041.18</b>	<b>100.00%</b>	<b>18.08%</b>	<b>75.67%</b>	<b>66.86%</b>	<b>-8.13%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 2. 饲料销售业务

因生猪养殖业务扩张，公司饲料产量随之增长，且自用数量和占比有所增加，但产能利用率仍不高；在饲料原材料价格继续上涨的情况下，公司主动调整饲料配方，缓解成本端压力，使得当年饲料毛利率保持相对稳定；考虑到2023年以来玉米、豆粕等饲料原料成本高位运行，公司饲料业务盈利能力未来仍承压

饲料业务产品主要包括猪饲料、禽饲料和水产饲料。公司的饲料产品大部分用于供应公司各养殖基地，剩余部分以经销和直销相结合的方式对外进行销售。随着公司新建剑阁巨星饲料生产线，2022年公司饲料产能有所提高，饲料产量随公司生猪业务需要而有所增长，其中猪料生产量提升明显，产能利用率有所提高，但受制于鱼料业务收缩、专用于鱼料的生产设备使用率较低，整体产能利用水平仍不高。

**表8 公司饲料产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨）**

项目	2022年	2021年
产能	113.30	95.30
产量	64.63	50.02
其中：猪料	56.51	40.06
其他	8.12	9.96
产能利用率	57.04%	52.48%

资料来源：公司提供

生猪饲料主要原材料包括玉米、豆粕。在俄乌冲突和国内外粮食供应链不稳定的持续扰动下，2022年玉米和豆粕价格均呈现波动增长的态势，年末价格均站上新高点，预计2023年玉米和豆粕价格将面临

回落，但预计仍将保持在较高水平。虽然玉米市场价格有所提高，但是公司通过预测并把握阶段性价格低位，在玉米采购量显著增长的情况下，其采购单价并未明显上涨。豆粕为猪料的辅料，2022年采购数量和单价均有所增长。

由于糙米便于公司采购且价格上具有一定优势，2022年公司在饲料配方中加大了糙米的比例，采购数量较去年同期大幅上升。

**表9 公司主要原材料采购情况**

原材料	项目	2022年	2021年
玉米	采购数量（万吨）	27.39	14.97
	单价（元/吨）	3,088.72	3,062.87
	金额（万元）	84,585.45	45,849.60
豆粕	采购数量（万吨）	8.99	6.45
	单价（元/吨）	4,676.89	3,888.58
	金额（万元）	42,038.85	25,067.41
糙米	采购数量（万吨）	7.50	0.11
	单价（元/吨）	2,991.30	2,785.27
	金额（万元）	22,446.84	306.38

资料来源：公司提供

公司的饲料销售分为自用和销售两部分，随着公司生猪养殖规模扩大，2022年公司猪料对内销售量继续增长，对内销售量的占比保持在高位，生猪养殖与饲料板块的协同作用较强。受饲料原材料价格高位运行且波动较大，公司对外销售其他饲料时保持谨慎态度，其他饲料对外销售规模有所收缩。

**表10 公司饲料销量情况**

产品	项目	2022年	2021年
猪料	对内销售量（万吨）	42.02	33.04
	对外销售量（万吨）	6.78	5.54
	销售总量（万吨）	48.80	38.58
	对内销售量的占比	86.11%	85.64%
其他饲料	对内销售量（万吨）	2.47	5.27
	对外销售量（万吨）	5.00	6.12
	销售总量（万吨）	7.48	11.39
	对内销售量的占比	33.08%	46.29%
合计	对内销售量（万吨）	44.49	38.31
	对外销售量（万吨）	11.78	11.66
	销售总量（万吨）	56.27	49.97
	对内销售量的占比	79.07%	76.67%

资料来源：公司提供

玉米、豆粕等原材料价格有所上涨，但公司加强端到端的精细化管理，使得2022年公司猪料毛利率

下降幅度不大。虽其他饲料的均价实现上涨但销量减少的影响更大，使得公司其他饲料销售收入有所减少，且毛利率水平不高。考虑到2023年以来玉米、豆粕等饲料原料成本高位运行，公司饲料业务盈利能力未来仍承压，且给公司生猪养殖带来较大成本管控压力。

**表11 公司饲料销售收入情况**

产品	项目	2022年	2021年
猪料	销售均价（元/吨）	4,298.46	4,247.02
	收入（万元）	29,125.18	23,527.27
	销售毛利率	10.76%	12.10%
其他饲料	销售均价（元/吨）	5,205.09	4,641.46
	收入（万元）	26,049.17	28,388.41
	销售毛利率	5.40%	4.47%
合计	销售均价（元/吨）	4,683.62	4,453.99
	收入（万元）	55,174.35	51,915.68
	销售毛利率	8.23%	7.92%

资料来源：公司提供

### 3.其他业务

受市场需求减弱影响，2022年公司皮革销售业务规模有所下滑，并出现亏损；公司主动收缩商品鸡养殖规模，销售收入有所下降，但受益于市场价格回升，业务亏损程度减轻

2022年受国内外经济形势、居民消费信心趋弱的影响，公司主要下游客户的行业受冲击较大，当年皮革销售收入出现一定程度的下滑，并出现亏损情况。订单同比有所减少，使得公司产量减少52.50%至0.20亿平方英尺。由于产能利用效率下降，公司生产成本构成中原材料的占比下降，而人工成本和制造费用的占比有所提高。

**表12 公司生产成本构成情况（单位：万元、%）**

项目	2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比
原材料	17,997.43	58.79	27,634.52	66.85
人工成本	5,812.98	18.99	5,942.05	14.37
制造费用	6,802.45	22.22	7,762.46	18.78
<b>合计</b>	<b>30,612.86</b>	<b>100.00</b>	<b>41,339.04</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

在下游客户需求不振的情况下，2022年公司皮革销售量减少近一半。公司主动调整销售重点，倾向于生产较高溢价的皮革产品，使得当年销售单价有所提高。

**表13 公司皮革销售情况（单位：万平方英尺、元/平方英尺）**

项目	2022年	2021年
销售量	2,280.12	4,477.75



销售单价	13.27	11.06
产销率	111.85%	104.35%

资料来源：公司提供

2022年公司主动缩小商品鸡的养殖规模，使得全年出栏数减少较多。2022年公司种鸡场总面积保持不变，未来无新建种鸡场计划，但年末种鸡存栏数略有减少。主要受公司肉鸡出栏量减少影响，2022年公司商品鸡销售收入有所减少，但因商品鸡市场价格有所上升，业务亏损情况得到缓解。

**表14 公司商品鸡销售情况**

项目	2022年	2021年
商品鸡销售收入（万元）	11,535.63	16,667.64
销售毛利率	-4.55%	-17.74%
种鸡场总面积（万平方米）	17.78	17.78
期末种鸡存栏数（万羽）	8.37	8.71
全年肉鸡出栏数（万羽）	301.81	482.74
销售单价（元/千克）	14.30	12.14

资料来源：公司提供

## 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四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2022年新纳入公司合并范围的子公司有1家，不再纳入合并范围的子公司有2家，详见表1。

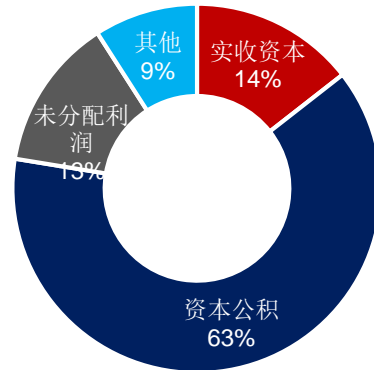
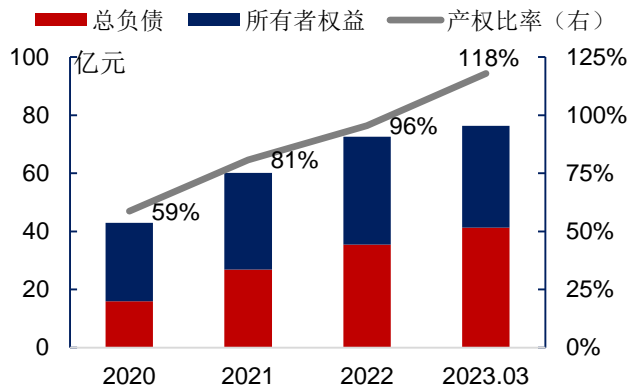
### 资本实力与资产质量

由于公司经营规模扩张以及成功发行本期债券，公司总资产和总负债均有所增长，财务杠杆有所提升；资产主要以生猪养殖业务所需的生物资产、生产设备及厂房为主，生猪价值随市场价格波动较大，需关注存货及生产性生物资产的资产减值风险

由于公司经营规模扩张以及发行本期债券解决募投项目资金问题，导致2022年末负债规模保持增长，净资产增量部分主要来自于计入权益部分的本期债券以及累积的利润；综合上述情况来看，2022年末公司资产总额保持增长，财务杠杆水平继续提升，且处于较高水平。

**图 7 公司资本结构**

**图 8 2023年3月末公司所有者权益构成**



资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及公司 2023 年第一季度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2023 年第一季度报告，中证鹏元整理

公司资产主要以生猪养殖业务所形成的存货、固定资产、在建工程、生产性生物资产为主，上述科目占资产总额的比例为67.76%。

在公司业务规模上升的带动下，2022末公司存货同比增长8.55%，存货主要包括消耗性生物资产7.23亿元、原材料3.01亿元、在产品2.36亿元，消耗性生物资产主要为育肥猪、保育猪，原材料主要为饲料生产所需的玉米、豆粕以及皮革生产所需的原皮，在产品主要为正在加工的兰湿皮。2023年3月末，随着生猪市场价格下降至成本线以下，公司存货中生猪资产计提0.71亿元资产减值损失。随着部分生猪养殖基地项目转固，2022年末公司固定资产有所增长，主要包括生猪养殖以及饲料生产等业务经营所需的厂房、机器设备。公司在建项目主要为种猪场、育肥场以及一体化繁育基地等，因公司增加对德昌巨星生猪繁育一体化项目等工程的资金投入，2022年末在建项目有所增长。公司生产性生物资产主要包括用于生产育肥猪的种猪，由于公司生猪出栏目标量较高，2022年末公司种猪规模增长近一倍。

其他资产方面，公司货币资金规模较大，主要包括巨星转债未使用的募集资金4.11亿元以及银行存款4.44亿元。受益于生猪业务的现款结算模式，2022年末应收账款保持在很低水平，但当年实际核销的应收账款规模为998.34万元，同比显著增长，主要系部分客户无力支付货款所致。

受限资产方面，2022年末公司受限资产3.81亿元，包括为开具银行承兑汇票作质押的货币资金0.26亿元、用于借款抵押的固定资产3.45亿元、用于借款抵押的无形资产0.11亿元。

**表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2023年3月		2022年		2021年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	10.86	14.22%	8.81	12.14%	5.44	9.04%
应收账款	1.01	1.33%	1.13	1.56%	1.06	1.77%
存货	14.85	19.45%	14.40	19.85%	13.26	22.05%
<b>流动资产合计</b>	<b>27.68</b>	<b>36.25%</b>	<b>25.33</b>	<b>34.91%</b>	<b>21.17</b>	<b>35.19%</b>
固定资产	19.07	24.98%	19.26	26.56%	17.54	29.16%

在建工程	12.28	16.08%	11.10	15.30%	8.47	14.08%
生产性生物资产	4.55	5.96%	4.39	6.05%	2.31	3.85%
商誉	6.10	7.99%	6.10	8.41%	6.11	10.16%
<b>非流动资产合计</b>	<b>48.67</b>	<b>63.75%</b>	<b>47.21</b>	<b>65.09%</b>	<b>38.99</b>	<b>64.81%</b>
<b>资产总计</b>	<b>76.34</b>	<b>100.00%</b>	<b>72.54</b>	<b>100.00%</b>	<b>60.16</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及公司 2023 年第一季度报告，中证鹏元整理

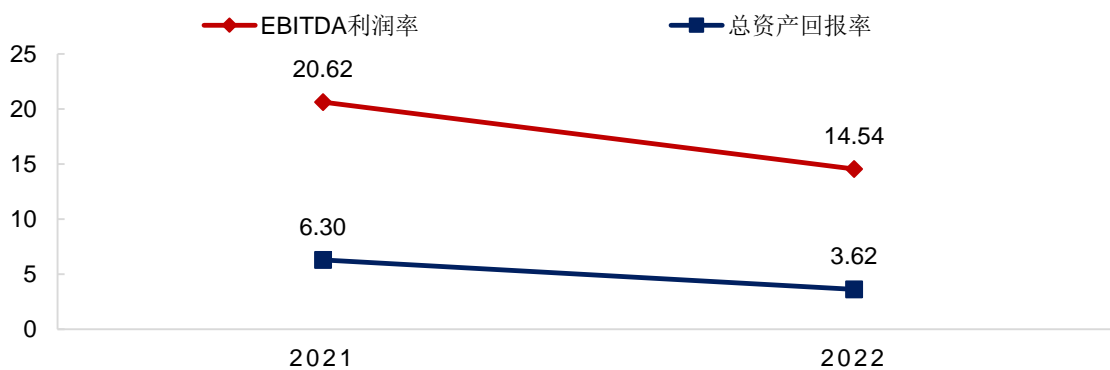
## 盈利能力

2022年公司营业收入继续大幅增长，其中生猪收入占比进一步提高，受生猪均价同比下降影响，叠加管理费用快速增长的影响，公司利润水平有所下降；2023年一季度，公司生猪销售业务出现亏损但亏损程度小于同期水平，需持续关注生猪价格波动对公司业绩的影响

随着公司生猪养殖规模扩大，2022年公司生猪销售收入继续大幅增长，其在营业收入中的占比进一步提高，但由于当年生猪市场均价同比下降影响，生猪板块毛利率有所下降。其他收入方面，饲料收入和毛利率保持相对稳定，皮革产品和商品鸡收入均有所减少，皮革业务出现亏损而商品鸡业务亏损程度减轻。综合上述因素，2022年公司营业收入保持较快增长，毛利率有所回落，而毛利润保持相对稳定。2022年新增计提超额业绩奖励0.85亿元，公司管理费用同比增长84.03%，最终导致营业利润、净利润较上年均有所下降。财务指标方面，2022年公司EBITDA利润率、总资产回报率出现不同程度的下降。公司储备生猪养殖项目较多，目前重点推进募投项目的建设，该项目投产后有助公司业务规模进一步扩大。

2023年一季度，产能扩充助力公司生猪业务收入同比实现增长，带动营业收入增长。毛利率方面，同期生猪市场价格进一步下降，导致生猪业务毛利率以及整体业务毛利率均转负。综合来看，一季度公司整体业绩出现亏损但亏损程度小于2022年同期，由于公司经营业绩与生猪市场价格关系密切，未来仍需关注生猪价格波动对公司业绩的影响。

图 9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

本期债券发行使得公司总债务增长较快，债务以银行借款、债券为主，债务期限短期化；公司财务杠杆水平有所上升，偿债能力指标有所弱化；公司融资渠道较为畅通，尚有一定的再融资空间，流动性尚可

公司2022年通过发行本期债券方式解决德昌巨星生猪繁育一体化项目的资金需求问题，使得2022年末总债务同比增长50.54%至24.25亿元，其占总负债的比重同比提高8.51个百分点至68.44%。从构成来看，公司债务以银行借款、债券为主，长短期债务比例为45.23: 54.77，债务仍呈现短期化。2022年末公司银行借款包括保证借款、质押+保证借款、抵押+保证借款等，贷款银行较为分散，主要银行包括四川银行、乐山市商业银行、成都银行。公司应付债券为本期可转换债券，发行规模为10亿元，账务处理时对负债成分及权益成分进行拆分，2022年末计入应付债券的部分为7.70亿元。公司非标融资主要为融资租赁产品，融资租赁的利率主要集中在6.8-8.7%之间，期限最长不过3年，主要融资方为浙江浙银金融租赁股份有限公司、君创国际融资租赁有限公司、中远海运租赁有限公司等。

经营性债务方面，2022年末公司应付账款主要为通威集团有限公司、四川省佑策农业技术咨询有限公司、乐山海融商贸有限公司等的原材料款项。2022年末公司其他应付款规模保持相对稳定，主要包括应付中铁一局集团有限公司、四川省乐山世园建筑有限公司等的工程款以及华西证券股份有限公司上海证券承销保荐分公司的承销费。公司租赁负债包括土地租赁款1.04亿元和育肥场租赁款1.64亿元，增长部分主要来自于新增育肥场的租赁款项。

**表16 截至 2022 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）**

债务类型	利率区间	融资余额	1 年以内	1 年以上
银行借款	3.9%-7.0%	13.70	11.46	6.31
债券融资	0.4%-3.0%	7.73	0.03	7.70
非标融资	6.8-8.7%	1.97	0.95	1.02
<b>合计</b>	-	<b>23.40</b>	<b>12.43</b>	<b>15.04</b>

注：上表债务未包括应付票据。

资料来源：公司 2022 年审计报告，公司提供，中证鹏元整理

**表17 公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2023 年 3 月		2022 年		2021 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	8.55	20.68%	5.13	14.47%	7.14	26.56%
应付账款	4.70	11.38%	3.14	8.86%	3.75	13.93%
其他应付款（合计）	3.04	7.35%	3.66	10.34%	3.76	13.97%
一年内到期的非流动负债	5.74	13.90%	7.76	21.89%	1.08	4.03%
<b>流动负债合计</b>	<b>24.79</b>	<b>59.98%</b>	<b>21.99</b>	<b>62.04%</b>	<b>17.18</b>	<b>63.93%</b>
长期借款	5.76	13.94%	2.25	6.34%	6.89	25.64%
应付债券	7.81	18.91%	7.70	21.73%	0.00	0.00%
租赁负债	2.15	5.21%	2.23	6.30%	1.38	5.14%

长期应付款（合计）	0.54	1.31%	1.02	2.88%	1.19	4.41%
<b>非流动负债合计</b>	<b>16.54</b>	<b>40.02%</b>	<b>13.45</b>	<b>37.96%</b>	<b>9.70</b>	<b>36.07%</b>
<b>负债合计</b>	<b>41.32</b>	<b>100.00%</b>	<b>35.44</b>	<b>100.00%</b>	<b>26.88</b>	<b>100.00%</b>
总债务合计	28.69	69.42%	24.25	68.44%	16.11	59.93%
其中：短期债务	14.90	36.06%	13.28	37.49%	9.01	33.50%
长期债务	13.79	33.36%	10.97	30.95%	7.10	26.43%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及公司 2023 年第一季度报告，中证鹏元整理

2022年下半年公司在生猪价格处于高位时加大生猪出栏量，使得2022年末存栏量较2021年末减少，存货占用现金流程度减轻，公司经营活动现金流净额得以显著增长至4.82亿元。随着公司债务融资规模的增长，2022年净债务/EBITDA及总债务占总资本的比重均有所提高。公司利息支出规模的增长导致公司EBITDA对利息支出的保障表现有所弱化。2022年公司持续对在建项目投入资金，经营活动现金流无法对相关资本开支形成有效覆盖，导致自由活动现金流为负，自由活动现金流/净债务指标表现仍不佳。整体来看，2022年公司杠杆水平有所提高，偿债能力指标有所弱化。

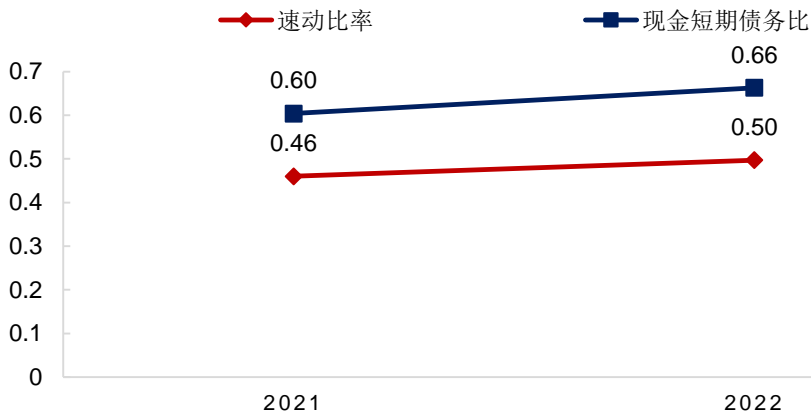
**表18 公司现金流及杠杆状况指标**

指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动现金流	0.77	4.82	1.55
FFO	--	4.16	5.03
资产负债率	54.13%	48.85%	44.68%
净债务/EBITDA	--	2.87	1.86
EBITDA 利息保障倍数	--	4.56	10.14
总债务/总资本	45.03%	39.53%	32.68%
FFO/净债务	--	25.17%	43.92%
经营活动净现金流/净债务	--	29.16%	13.56%
自由活动现金流/净债务	--	-38.34%	-89.01%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告财务报表及公司 2023 年第一季度报告，中证鹏元整理

流动性方面，2022年公司速动比率和现金短期债务比表现均呈现上升趋势，但仍保持偏低水平，流动性指标表现欠佳。公司控股股东持有的公司股份中质押比例较高，2023年3月末达到37.11%，考虑到公司作为上市公司，融资渠道较为畅通，截至2022年末，公司授信总额和未使用额度分别为26.79亿元、7.66亿元，整体而言，公司再融资空间尚可。

**图 10 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告财务报表，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

中证鹏元认为，公司ESG表现对公司持续经营和信用水平基本无负面影响；公司部分董事、高管变动属于正常情况

#### 环境因素

环境方面，根据《公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》及公开资料查询，过去一年公司不存在因空气污染或温室气体排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废水排放而受到政府部门处罚情形，不存在因废弃物排放而受到政府部门处罚情形。

#### 社会因素

根据《公司关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》及公开资料查询，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门处罚的情形，不存在拖欠员工工资、社保或发生员工安全事故的情形。

#### 公司治理

公司作为上市公司，根据有关法律法规及监管要求，确立了以股东大会为最高权力机构、董事会为决策机构、监事会为监督机构的议事规则和决策程序，制定了较为规范的公司治理体系。根据《关于是否存在诉讼、仲裁或行政处罚等情况的说明》及公开资料查询，近三年公司高管不存在因违法违规而受到行政、刑事处罚或其他处罚的情形，且公司过去一年未因信息披露不合规受处罚。

2022 年公司召开董事会 8 次，股东大会 2 次，监事会对 2022 年监督事项无异议。2022 年公司对于公司的管理控制充分、有效，具体来看，公司将子公司纳入统一的审核监督体系，子公司开展重要的业

务及财务活动均须上报公司进行评审；公司对子公司经营情况进行考核，根据子公司的具体情况提出要求、提供建议、落实人员责任，保证子公司的稳健发展。

跟踪期内公司主要董事和总经理未发生变化，主要受换届选举影响，公司部分董事、高管有所变动，董事变化集中在独立董事，由于公司更加聚焦于生猪养殖业务，3名负责皮革销售业务的副总经理不再任职。综合来看，公司董事和高管变动情况属于正常情况。

**表19 跟踪期内公司董事、监事和高级管理人员变动情况**

**1、跟踪期内公司新任董事、监事和高级管理人员情况**

姓名	职务	任期起始日期
蒋思颖	董事会秘书	2022/11/15
肖丽容	董事	2022/11/15
章模英	独立董事	2022/11/15
刘亚西	独立董事	2022/11/15
邹雪梅	独立董事	2023/3/29

**2、跟踪期内公司离任董事、监事和高级管理人员情况**

姓名	职务	任期终止日期
周密	董事会秘书	2022/11/15
张东贤	董事、副总经理	2022/11/15
曹光	独立董事	2022/11/15
史文涛	独立董事	2022/11/15
刘滔	独立董事	2023/3/29
袁小松	副总经理	2022/11/15
杨雁	副总经理	2022/11/15

资料来源：公司 2022 年年度报告，中证鹏元整理

**（二）过往债务履约情况**

根据公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月25日），公司本部不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据子公司巨星农牧有限公司提供的企业信用报告，从2020年1月1日至报告查询日（2023年4月21日），巨星农牧有限公司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。

**（三）或有事项分析**

截至2022年末，公司为其客户的借款提供的担保余额为0.27亿元，担保期间为1-3年，担保责任比例区间为30%-100%，合计责任金额为1,806.71万元。

子公司眉山巨星农牧有限公司因经济合同纠纷被青神县民友生猪养殖专业合作社起诉，公司基于谨

慎性原则，按一审判决结果计提了123.26万元的预计负债。截至2022年末，眉山巨星农牧有限公司已就该案件提起上诉，二审法院尚未开庭审理。

## 八、结论

虽然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，需关注猪价变动对公司后续业绩影响情况以及存货、生产性生物资产的资产减值风险；公司生猪及饲料板块仍面临较大的成本管控压力；2022年公司皮革业务收入萎缩并出现亏损，商品鸡业务表现仍不佳；公司部分生猪养殖项目建设进度不及预期，且未来收益存在不确定性；2022年末公司总债务快速上升，短期债务占比较大，偿债能力有所弱化，短期偿债压力较大。但是2022年公司肥猪产量大幅上升，带动收入水平快速增长，同时公司调整销售节奏，在肥猪价格处于高位的下半年加大销售量，全年肥猪业务毛利率得以小幅上升；公司产业链整合度较高，成本管控能力保持在较强水平；公司重点推进募投项目的建设，完工后生猪产能将得到有力提升。整体来看公司抗风险能力尚可。

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“巨星转债”的信用等级为AA-。



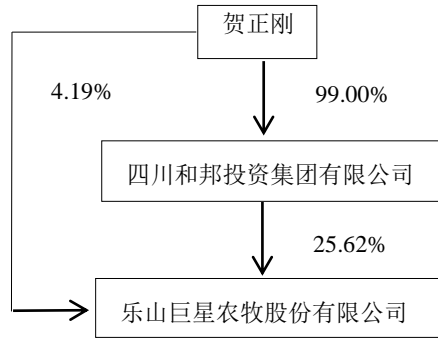
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2023年3月	2022年	2021年	2020年
货币资金	10.86	8.81	5.44	4.85
存货	14.85	14.40	13.26	8.27
流动资产合计	27.68	25.33	21.17	15.63
固定资产	19.07	19.26	17.54	14.23
在建工程	12.28	11.10	8.47	2.76
非流动资产合计	48.67	47.21	38.99	27.32
资产总计	76.34	72.54	60.16	42.95
短期借款	8.55	5.13	7.14	6.86
应付账款	4.70	3.14	3.75	2.97
一年内到期的非流动负债	5.74	7.76	1.08	0.19
流动负债合计	24.79	21.99	17.18	13.69
长期借款	5.76	2.25	6.89	1.79
应付债券	7.81	7.70	0.00	0.00
非流动负债合计	16.54	13.45	9.70	2.18
负债合计	41.32	35.44	26.88	15.88
总债务	28.69	24.25	16.11	9.83
归母所有者权益	34.65	36.71	32.89	26.60
营业收入	8.94	39.68	29.83	14.39
营业利润	-2.04	1.60	2.96	2.78
净利润	-2.07	1.61	2.67	1.33
经营活动产生的现金流量净额	0.77	4.82	1.55	3.73
投资活动产生的现金流量净额	-2.97	-9.92	-10.35	-4.17
筹资活动产生的现金流量净额	4.15	8.55	10.10	1.95
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA(亿元)	--	5.77	6.15	3.80
FFO(亿元)	--	4.16	5.03	3.23
净债务(亿元)	18.12	16.54	11.45	5.57
销售毛利率	-3.37%	14.60%	18.99%	30.65%
EBITDA 利润率	--	14.54%	20.62%	26.39%
总资产回报率	--	3.62%	6.30%	4.84%
资产负债率	54.13%	48.85%	44.68%	36.96%
净债务/EBITDA	--	2.87	1.86	1.47
EBITDA 利息保障倍数	--	4.56	10.14	14.28
总债务/总资本	45.03%	39.53%	32.68%	28.03%
FFO/净债务	--	25.17%	43.92%	58.08%
速动比率	0.52	0.50	0.46	0.54

现金短期债务比	--	0.66	0.60	0.59
---------	----	------	------	------

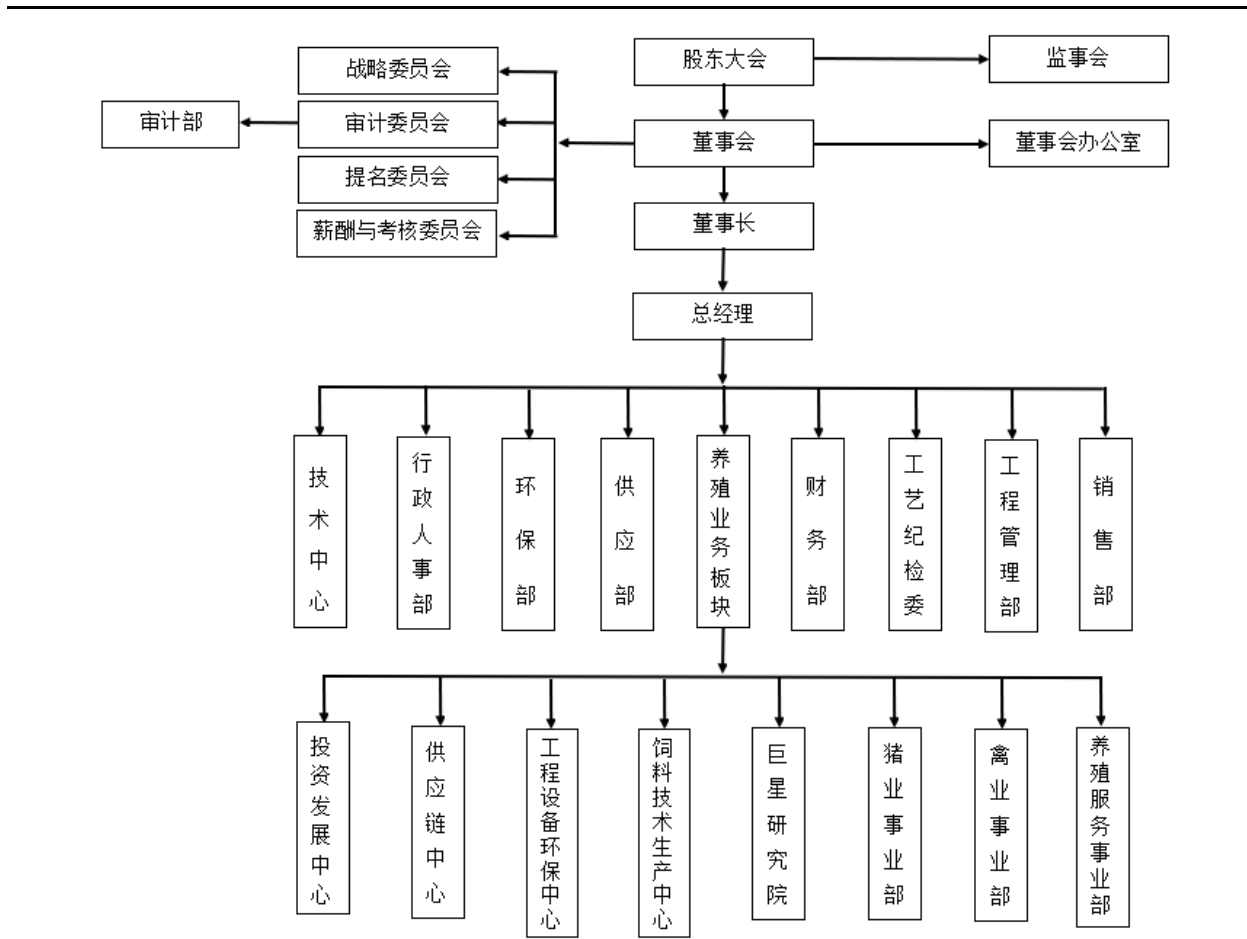
资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及公司 2023 年第一季度报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2023 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	持股比例 (%)	注册资本	主营业务
四川振静皮革服饰有限公司	100.00	9,000.00 万元	皮革加工
ZHJ INDUSTRIES PTY.LTD.	100.00	600.00 万澳元	投资
H.J.HIDES&SKINS AUSTRALIA PTY .LTD	100.00	100.00 澳元	牛皮加工
H.J.HIDES&SKINS AUSTRALIA (QLD)PTY .LTD	55.00	500.00 万澳元	牛皮加工
宜宾巨星农牧科技有限公司	100.00	500.00 万元	畜禽养殖
广元巨星农业有限公司	100.00	500.00 万元	畜禽养殖
泸州巨星农牧科技有限公司	100.00	500.00 万元	畜禽养殖
洪雅巨星农业科技有限公司	100.00	500.00 万元	畜禽养殖
雅安巨星农牧有限公司	100.00	500.00 万元	畜禽养殖
盐边巨星农牧科技有限公司	100.00	500.00 万元	畜禽养殖
崇州巨星农牧科技有限公司	100.00	2,000.00 万元	畜禽养殖
古蔺巨星农牧有限公司	100.00	18,000.00 万元	畜禽养殖
平塘巨星农牧有限公司	100.00	20,000.00 万元	畜禽养殖
眉山巨星农牧有限公司	100.00	500.00 万元	畜禽养殖
夹江县巨星农牧有限公司	100.00	500.00 万元	畜禽养殖
德昌巨星农牧科技有限公司	99.88	107,000.00 万元	畜禽养殖
平南巨星农牧有限公司	100.00	1,000.00 万元	畜禽养殖
安徽巨星农牧有限公司	100.00	500.00 万元	畜禽养殖
巨星农牧有限公司	100.00	25,310.00 万元	畜禽养殖
眉山市彭山永祥饲料有限责任公司	100.00	3,450.00 万元	饲料加工
阆中巨星鸿宇种猪科技有限公司	50.98	510.00 万元	畜禽养殖
都江堰巨星猪业科技有限公司	66.00	850.00 万元	畜禽养殖
云南巨星农牧有限公司	100.00	3,000.00 万元	饲料加工
成都巨星禽业有限公司	100.00	1,000.00 万元	畜禽养殖
丹棱巨星禽业有限责任公司	100.00	1,000.00 万元	畜禽养殖
犍为巨星农牧科技有限公司	100.00	2,000.00 万元	畜禽养殖
乐山巨星生物科技有限公司	100.00	5,217.80 万元	饲料加工
泸县巨星兴旺农牧科技有限公司	51.00	500.00 万元	畜禽养殖
乐山市巨星科技有限公司	100.00	2,919.80 万元	饲料加工
重庆巨星农牧有限公司	100.00	1,750.00 万元	饲料加工
南充巨星通旺农牧有限公司	51.00	700.00 万元	饲料加工
眉山市彭山巨星种猪有限公司	100.00	500.00 万元	畜禽养殖
剑阁巨星农牧有限公司	100.00	15,500.00 万元	畜禽养殖、饲料加工
成都籍田巨星猪业有限责任公司	100.00	200.00 万元	畜禽养殖
泸县巨星农牧科技有限公司	100.00	2,400.00 万元	畜禽养殖
屏山巨星农牧有限公司	100.00	3,000.00 万元	畜禽养殖

叙永巨星农牧有限公司	100.00	3,000.00 万元	畜禽养殖
马边巨星农牧有限公司	100.00	2,000.00 万元	畜禽养殖
乐山巨星农业发展有限公司	100.00	2,000.00 万元	畜禽养殖
邛崃巨星农牧有限公司	100.00	500.00 万元	畜禽养殖

资料来源：公司提供

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+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	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+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+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+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
总资产收益率	净利润*2/ (本年资产总额+上年资产总额) ×100%

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
<b>AAA</b>	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。
<b>AA</b>	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。
<b>A</b>	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。
<b>BBB</b>	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。
<b>BB</b>	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>B</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。
<b>CCC</b>	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。
<b>CC</b>	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>C</b>	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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
<b>aaa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>aa</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>a</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bbb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>bb</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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>b</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>ccc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。
<b>cc</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
<b>c</b>	在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 四、展望符号及定义

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