



# 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2024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，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

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，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。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。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 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2024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

- 本次评级结果是考虑到：乐山巨星农牧股份有限公司（以下简称“巨星农牧”或“公司”，股票代码：603477.SH）2023年出栏量持续大增，公司产业链较为完善，养殖成本进一步下降，在成本管控方面继续保持较强的竞争优势；同时中证鹏元也关注到了生猪价格波动对公司盈利稳定性造成很大影响，2023年以来猪价持续低迷，公司出现大额亏损，减值损失影响利润且经营活动现金流净流出，公司杠杆水平和整体偿债压力加大，需关注猪价变动对公司后续业绩的影响。

## 评级日期

2024年5月22日

## 联系方式

**项目负责人：**陈俊松  
 chenjs@cspengyuan.com

**项目组成员：**许露  
 xulu@cspengyuan.com

**评级总监：**

**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	2024.3	2023	2022	2021
总资产	78.63	77.21	72.54	60.16
归母所有者权益	29.41	30.68	36.71	32.89
总债务	38.01	35.32	24.25	16.11
营业收入	9.49	40.41	39.68	29.83
净利润	-1.38	-6.46	1.61	2.67
经营活动现金流净额	0.09	-1.05	4.82	1.55
净债务/EBITDA	--	52.16	2.87	1.86
EBITDA 利息保障倍数	--	0.34	4.56	10.14
总债务/总资本	56.11%	53.26%	39.53%	32.68%
FFO/净债务	--	-4.47%	25.17%	43.92%
EBITDA 利润率	--	1.53%	14.54%	20.62%
总资产回报率	--	-7.07%	3.62%	6.30%
速动比率	0.20	0.21	0.50	0.46
现金短期债务比	--	0.26	0.66	0.60
销售毛利率	2.34%	-0.37%	14.60%	18.99%
资产负债率	62.19%	59.85%	48.85%	44.68%

注：2023年公司FFO为负，导致FFO/净债务指标为负。

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 优势

- **公司生猪产业链较为完善，保持较强的成本优势。**公司拥有集种猪、商品猪、饲料生产于一体的产业链，整合度较强，有利于保障饲料原料供应，同时公司可根据原料市场行情灵活调整饲料配方，缓解成本端压力，发挥业务协同效应，PSY、料肉比等生产指标较优。2023年饲料原料价格整体下行及生猪生产管理效率提升使得养殖成本进一步下降，综合来看，公司生猪成本管控能力较强，使得养殖成本在行业中处于较低水平。
- **生猪出栏量和收入规模持续扩大。**随着公司前期新增产能不断释放，2023年生猪出栏量同比增长74.74%至267.73万头，带动生猪业务销售收入同比增长15.81%。
- **公司积极推进定增，控股股东参与彰显对公司中长期发展的信心，若成功发行将充实资本实力，缓解资金压力。**2024年4月公司发布定增预案（修订稿），拟向控股股东四川巨星企业集团有限公司（以下简称“巨星集团”）在内的不超过35名（含）特定对象发行股票募集资金总额不超过12.00亿元，募集资金用于生猪养殖建设项目及补充流动资金，若定增方案顺利落地，有利于提升公司资本实力，缓解营运资金压力。
- **能繁母猪存栏持续去化，已接近“新修订”正常保有量，猪价回暖市场预期偏强。**2024年3月，农业农村部将全国能繁母猪正常保有量目标从4,100万头下调至3,900万头，能繁母猪存栏量已持续去化9个月，截至2024年3月末为3,992万头，已接近农业农村部规定的正常保有量目标，2024年以来猪价低位窄幅上涨，预计下半年回暖可能性进一步加大。

## 关注

- **2023年以来生猪价格持续低迷，公司经营业绩亏损较大，经营造血能力大幅下滑。**生猪行业周期性波动特征明显，对公司经营及盈利水平稳定性造成很大影响。2023年猪价持续低迷，公司生猪业务深度亏损，毛利率下滑至-1.06%，当期净利润大幅亏损6.46亿元，经营活动现金净流出1.05亿元；2024年一季度猪价仍保持低位震荡态势，净利润亏损1.38亿元，未来需持续关注猪价变动对公司经营业绩的影响。
- **需关注存货等资产的减值风险。**公司资产中生猪养殖形成的存货规模较大，2023年猪价低位运行使得年末公司存货中生猪资产计提0.45亿元资产减值损失，同时叠加商誉、固定资产等各类减值损失合计1.11亿元，严重侵蚀公司利润，后续需关注生猪价格变动对公司资产减值的影响。
- **公司部分生猪养殖项目建设延缓，资金平衡压力较大，需关注新增产能消化和收益实现情况。**公司原计划投资建设的生猪养殖项目投资较大，2023年公司根据生猪市场行情减少部分在建生猪养殖项目投资规模并调整了建设计划；本期债券募投项目采用繁育一体化模式，对营运资金的需求较大，随着陆续引种投产，经营性现金短期内也将持续流出，同时由于目前生猪价格仍在底部运行，公司新增产能预期收益的实现可能会有所延迟。
- **债务规模继续扩张，偿债能力显著弱化，债务压力较大。**由于生猪价格低位运行，公司出现大额亏损，营运资金压力较大，叠加项目建设资金需求，推动公司债务规模继续快速攀升，2023年末总债务同比增长明显，EBITDA利息保障倍数、现金短期债务比等偿债能力指标大幅下滑至较低水平。
- **控股股东变更后，公司高管随之变动，需关注公司未来经营战略的变化。**2023年8月，公司控股股东由四川和邦投资集团有限公司（以下简称“和邦集团”）变更为巨星集团，同月公司董事长、总经理、监事等重要职位人员均发生重大变动，需关注公司未来经营战略的变化。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司是西南地区生猪养殖一体化企业，产业链整合度较高，具备成本管控优势，随着猪价回暖可能性加大，未来生猪出栏量和营业收入有望保持增长。

### 同业比较（单位：亿元）

指标	巨星农牧	牧原股份	新希望	温氏股份	天邦食品	傲农生物
总资产	77.21	1,954.05	1,296.11	928.95	171.94	136.25
营业收入	40.41	1,108.61	1,417.03	899.21	102.32	194.58
净利润	-6.46	-41.68	-9.55	-63.89	-28.89	-37.69
销售毛利率	-0.37%	3.11%	2.75%	0.84%	-8.93%	-4.74%
资产负债率	59.85%	62.11%	72.28%	61.41%	86.73%	103.69%
总资产收益率	-8.63%	-2.15%	-0.72%	-6.69%	-15.73%	-23.35%
生猪业务毛利率	-1.06%	2.92%	-7.25%	-3.74%	-10.97%	-27.17%

注：以上各指标均为 2023 年度/末数据。

资料来源：Wind，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_2023V1.0
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	评分要素	评分	
业务状况	宏观环境	4/5	初步财务状况	3/9
	行业&经营风险状况	5/7	杠杆状况	3/9
	行业风险状况	3/5	盈利状况	弱
	经营状况	5/7	流动性状况	4/7
业务状况评估结果	5/7	财务状况评估结果	3/9	
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			a-	
外部特殊支持			3	
主体信用等级			AA-	

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 a-，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，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。

### 外部特殊支持

- 公司是巨星集团的核心子公司，中证鹏元认为在公司面临债务困难时，巨星集团提供支持的意愿几乎肯定，主要体现在：巨星集团主要业务板块包括生猪养殖及大宗商品贸易，公司所从事的生猪养殖业务是巨星集团战略规划的两大大核心业务之一，巨星集团对公司实现控股后，公司资产、收入占巨星集团的比重均在 50% 以上，公司战略定位重要且业绩贡献突出，公司违约会对巨星集团的声誉或品牌形象、融资渠道或成本产生较大的影响。同时，中证鹏元

认为巨星集团提供支持的能力较强，主要体现为：巨星集团业务呈多元化发展，其中生猪养殖业务产业链完善，具有成本优势，财务杠杆水平较低，股权及金融资产投资收益提升利润水平，其业务和财务实力较强。

### 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-/巨星转债	2023-5-24	王钰、陈俊松	<a href="#">农林牧渔企业评级方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)</a> 、 <a href="#">外部特殊支持评价方法和模型 (cspy_ffmx_2022V1.0)</a>	<a href="#">阅读全文</a>
AA-/稳定	AA-/巨星转债	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	9.00	2023-5-24	2028-4-25

## 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2024年3月31日，“巨星转债”募集资金专项账户余额为0.61亿元。

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称未发生变化。2023年公司转股数为335.32万股，转股金额为8,453.70万元；2024年1-3月，公司转股数为58.14万股，转股金额为1,465.80万元。截至2024年3月末，累计面值0.99亿元“巨星转债”已转为公司股票，累计转股数为393.55万股，占巨星转债发行总额的9.92%，公司股本增加至5.10亿元。根据公司于2023年8月7日发布的《乐山巨星农牧股份有限公司控股股东签署股份转让协议暨控制权拟变更的提示性公告》（以下简称“股权转让公告”）以及于2023年8月9日发布的《乐山巨星农牧股份有限公司关于控股股东签署股份转让协议暨控制权拟变更的提示性公告的补充更正公告》，公司原控股股东和邦集团与巨星集团签署了《股份转让协议》，约定和邦集团将其持有的2,600万股（占公司总股本比例的5.14%）公司股份以27.67元/股的价格转让给巨星集团，股份转让价款合计7.19亿元。本次权益变动完成后，公司控股股东由和邦集团变更为巨星集团，巨星集团及其一致行动人廖岚女士、宋维全先生<sup>1</sup>合计持有公司股份1.50亿股，占公司总股本比例的29.55%，公司实际控制人由贺正刚先生变更为唐光跃先生，已办理完成协议转让过户登记手续，截至2024年3月末公司股权结构图详见附录二。

2023年公司合并报表范围变化情况见下表，2024年1-3月公司合并范围内子公司无变化。2024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 2023年公司合并报表范围内子公司变化情况（单位：万元）**

1、2023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
巨星牧康（成都）创新科技有限公司	100.00%	200.00	畜禽饲养技术研发	投资设立
广东悦诚畜牧发展有限公司	88.00%	3,670.00	畜禽养殖	收购
2、2023年不再纳入公司合并范围的子公司情况				
子公司名称	原持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因

<sup>1</sup> 根据公司于2023年8月9日公告的《乐山巨星农牧股份有限公司详式权益变动报告书》，巨星集团、廖岚、宋维全系一致行动人。

都江堰巨星猪业科技有限公司	66.00%	850.00	畜禽养殖	注销
---------------	--------	--------	------	----

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

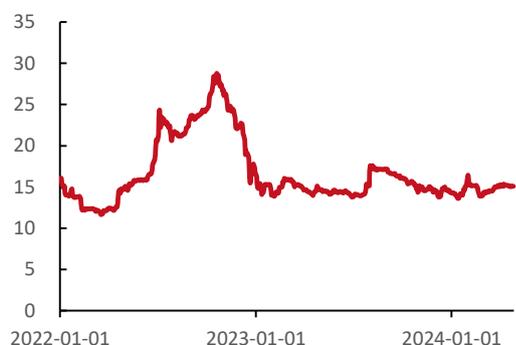
当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足、部分行业产能过剩和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

## 行业环境

**生猪高位存栏令 2023 年全年猪价保持低位震荡，生猪养殖行业承受深度亏损；能繁母猪存栏量已持续去化 9 个月，预计 2024 年下半年猪价将有一定回暖，但年内能否出现周期实质性反转并不明朗；生猪养殖行业规模化程度持续提高，成本控制能力较强的企业具备更强的竞争优势和风险抵抗能力**

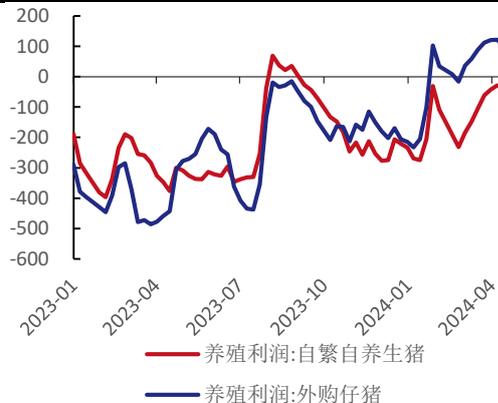
我国生猪养殖行业属于强周期性行业，由于生猪成长本身具有周期性，市场供需错配导致的生猪价格涨跌致使行业进入猪周期循环。在 2019 年的非洲猪瘟爆发之前，猪周期运行相对稳定，2019 年爆发的非洲猪瘟造成母猪产能损失严重，生猪价格出现了历史性的涨幅，市场批发价一度超过 40 元/kg，2020-2021 年行业丰厚的利润吸引大量资金涌入，待猪瘟疫情平稳后，母猪产能快速扩张，猪价在 2021 年下半年开始快速回落。从 2022 年 4 月猪价开始新一轮反弹，但相较于以往的周期，本轮周期中产能去化幅度、去化持续时间明显缩短，且随着猪价反弹，母猪产能快速恢复，“非瘟”后这一轮猪周期中行业产能整体处于高位区间，始终在农业部设定的正常保有量目标之上。因此本轮猪周期价格上行周期明显缩短，2022 年 10 月后猪价再次回落，2023 年至今，在生猪高位存栏的压力下，猪价保持低位震荡态势，生猪养殖行业承受了深度亏损。

**图 1 2023 年以来生猪批发价持续低位震荡（单位：元/公斤）**



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

**图 2 2023 年全年绝大部分时间养猪头均利润为负数（单位：元/头）**



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

能繁母猪存栏数据对猪价具有明显的领先指向作用。由于行业整体生产效率的提升，2024 年 3 月，农业农村部将全国能繁母猪正常保有量目标从 4,100 万头下调至 3,900 万头。我国能繁母猪存栏量自 2023 年下半年开始持续下降，截至 2024 年 3 月末已持续下降 9 个月至 3,992 万头，已接近农业农村部设定的正常保有量目标。生猪出栏方面，2023 年全年我国生猪出栏量同比增长 3.81% 至 72,662 万头，出栏量处于历史高位。2024 年一季度生猪出栏量仍维持环比 2.72% 的增速，短期内后市供给仍保持高位。由于能繁母猪存栏直接影响 10-12 个月后生猪供给变化，预计能繁母猪存栏量下降对于供给端的影响将在 2024 年下半年逐步显现，叠加猪肉消费的季节性效应，预计 2024 年猪价将呈现先低后高趋势，整体有一定回暖。但另一方面，目前行业产能过剩情况延续，由于市场对猪周期拐点出现存在普遍期待，企业主动缩

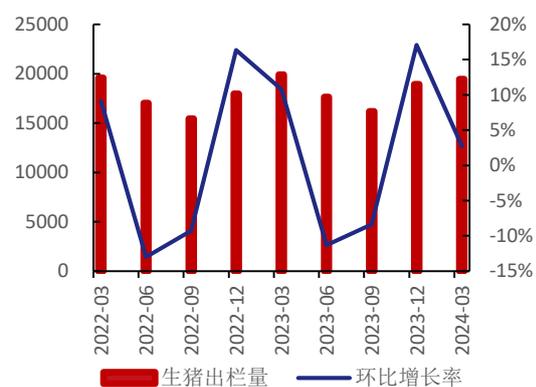
减产能的动力不足，猪价一旦展露复苏态势，猪企产能去化进度就会相应趋缓，若无外力介入（如疫病爆发、政策介入严控产能、巨头倒下而产能未能顺利转移等），仅凭企业主动去产能达到扭转供过于求的局面所需时间或许较长，在 2024 年出现周期实质性反转的可能性并不明朗。

图 3 全国能繁母猪存栏量（单位：万头）



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

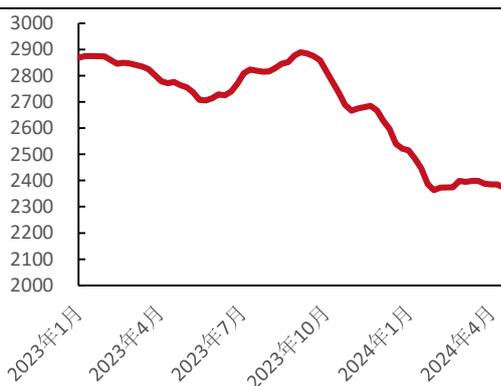
图 4 全国生猪出栏量（单位：万头）



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

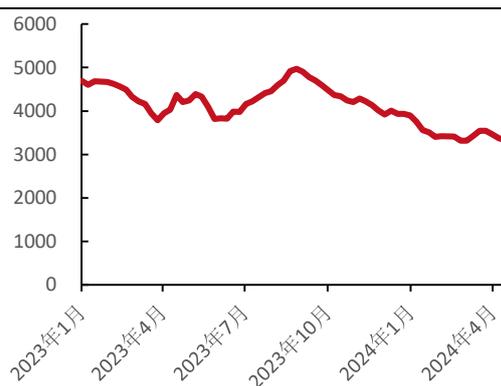
国内生猪行业的主要成本为饲料，饲料构成以玉米和豆粕为主，上述两种原材料的价格波动对生猪销售成本影响较大。受国际局势等因素影响，2022 年全年粮食及饲料价格攀升，在 2022 年 11 月达到峰值后一路下行，2023 年，受进口玉米、豆粕大量到港，国内产量提升、下游深加工及养殖行业需求疲软等因素影响，除 2023 年 4 月豆粕价格短暂回升外，玉米、豆粕价格整体呈波动下行态势，一定程度上缓解生猪养殖企业成本控制压力。

图 5 2023 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 2023 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

受我国环保政策趋严，大型养殖场通过成本端优势挤压散户的生存空间等因素影响，我国生猪养殖行业规模化程度持续提升，2023 年前 10 大上市猪企出栏量合计 14,109.94 万头，占全国出栏量的 19.42%，较 2022 年提高 2.04 个百分点。随着行业集中度的不断提升，散户追涨杀跌行为对猪价的影响程度降低，大型养殖企业在不盲目扩张的前提下，产能稳定性更强，有助于平滑周期性波动。目前我国生猪供给仍

处于相对饱和状态，大型企业面对亏损的抵抗心态更加顽强，造成行业产能更具韧性，下降周期相对更长。未来随着小规模养殖产能持续出清，行业集中度有望进一步提升，具备成本控制优势的规模化养殖企业具备更强的竞争优势和抗风险能力。

从政策面来看，我国根据2021年发布的《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》，以猪粮比价为条件，设置三级预警及收储机制，2023年全年我国共进行3次中央猪肉收储工作，累计收储10.18万吨，对猪价起到一定支撑作用。2024年2月中央一号文件中指出“优化生猪产能调控机制”，3月1日农业农村部印发《生猪产能调控实施方案（2024年修订）》，将能繁母猪保有量目标由4,100万头下调至3,900万头，将能繁母猪存栏量正常波动（绿色区域）下限从正常保有量的95%调整为92%，此次修订为生猪养殖产能进一步去化提供了政策基础。

## 五、经营与竞争

公司是西南地区生猪养殖一体化企业，产业链整合度较高，养殖成本控制能力较强；跟踪期内，随着前期新增产能释放，公司出栏量大幅增加，饲料采购优势及管理效率提升使得养殖成本进一步下降；2023年由于生猪价格持续低于成本线，公司经营呈大幅亏损状态，需持续关注后续猪价走势对公司业绩的影响；此外，公司关停商品鸡业务，皮革产品经营亏损

作为以生猪养殖为主的大型畜禽养殖企业，公司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；此外公司业务还涉及皮革产品和商品鸡业务，其中皮革业务积极开拓客户、优化产品结构，保持稳健经营，商品鸡业务于2023年关停。2023年公司前期新增养殖产能释放，生猪出栏量大幅增长，带动生猪销售收入同比增长15.81%；皮革业务规模有所萎缩，同时关停商品鸡业务，收入规模相应减少。毛利率方面，生猪业务由盈转亏，饲料业务毛利率微降，皮革、商品鸡业务亦延续亏损状态，综合影响下毛利率同比下降14.97个百分点至-0.37%。2024年一季度，生猪价格继续低位震荡，受益于养殖成本下降，生猪业务毛利率由负转正，公司净利润亏损1.38亿元，较上年同期有所收窄。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
生猪	8.74	92.18%	2.63%	34.63	85.71%	-1.06%	29.90	75.36%	18.08%
饲料	0.59	6.24%	7.64%	4.57	11.32%	7.86%	5.52	13.91%	8.23%
皮革	0.14	1.48%	-34.81%	0.86	2.12%	-1.48%	3.03	7.63%	-1.15%
商品鸡	0.00	0.00	-	0.26	0.64%	-53.26%	1.15	2.91%	-4.55%
其他	0.01	0.09%	-56.87%	0.08	0.20%	11.26%	0.08	0.20%	24.55%
<b>合计</b>	<b>9.49</b>	<b>100.00%</b>	<b>2.34%</b>	<b>40.41</b>	<b>100.00%</b>	<b>-0.37%</b>	<b>39.68</b>	<b>100.00%</b>	<b>14.60%</b>

资料来源：公司2022-2023年审计报告、公司提供，中证鹏元整理

### （一）生猪养殖业务

2023年生猪出栏量持续扩大拉动收入增长，但由于猪价持续低迷，公司肥猪、仔猪均由盈转亏，种猪虽毛利率大幅下滑，但保持盈利，因规模占比小，难以弥补公司生猪业务整体亏损，亏损幅度在行业中处于较低水平；2024年一季度生猪价格仍低位运行，需持续关注后续猪价走势对公司业绩改善影响

得益于养殖规模扩大及持续出栏，2023年公司生猪销售量保持高速增长，拉动生猪销售收入同比增长15.81%。但由于2023年以来猪价持续低迷，自年初起持续低于公司养殖成本，公司业绩全年亏损，生猪毛利率下跌至-1.06%，但优于行业平均值-9.33%<sup>2</sup>。具体来看，2023年公司生猪销售量同比增长74.74%，销售单价下降33.72%，其中肥猪销售均价为14.41元/kg，同比下降21.47%。2024年一季度猪价仍处于低位，受益于养殖成本进一步下降，公司生猪业务毛利率由负转正，未来猪价反弹仍具有不确定性，需持续关注生猪价格走势对公司未来业绩的影响。

**表3 公司生猪销售收入情况**

项目	2023年	2022年	同比增速
生猪销售收入（亿元）	34.63	29.90	15.81%
销售毛利率	-1.06%	18.08%	下滑 19.14 个百分点
销售量（万头）	267.37	153.01	74.74%
销售单价（元/头）	1,295.33	1,954.39	-33.72%

资料来源：公司 2023 年年度报告以及公司提供，中证鹏元整理

从收入品种结构来看，2023年公司生猪销售品种结构较为稳定，肥猪仍系生猪销售的重要组成部分，同比增加50.21%。仔猪收入占比较上年略有增长，但均处于亏损状态。2023年肥猪销量同比实现较大幅度增长，但由于生猪价格低迷，公司肥猪收入增长幅度相对不大，毛利率同比下滑19.14个百分点。

公司根据市场情况择机出售种猪、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，具备有一定的市场竞争力，种猪毛利率明显高于育肥猪，由于部分散户仍有购置需求，2023年种猪销量有所增加，但行业产能过剩导致种猪价格下降，公司种猪销售收入和毛利率均同比下滑。2023年上半年仔猪销售价格较高，仍有盈利空间，为弥补亏损，公司加强对外仔猪销售力度，销售量同比大幅增长，但由于行业内养殖户纷纷加大对外抛售导致仔猪供应充足，但市场需求较弱，2023年下半年销售价格大幅下跌至成本线以下，公司仔猪销售业绩由盈转亏，毛利率同比大幅下滑。

**表4 2023 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	2.90	7,688.53	2.22%	37.37%	19.26%	-7.64%	-15.86%
仔猪	86.45	30,024.49	8.67%	-2.72%	169.60%	53.27%	-42.14%
肥猪	178.01	308,616.87	89.11%	-1.85%	50.21%	13.83%	-17.31%

<sup>2</sup> 行业平均值采用 21 家生猪养殖上市公司生猪业务毛利率计算。

合计	267.37	346,329.90	100.00%	-1.06%	74.74%	15.81%	-19.14%
----	--------	------------	---------	--------	--------	--------	---------

注：毛利率变动为变化百分点。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**2023年公司出栏量保持高速增长，随着募投项目完工，并于4月开始引种投产，预计2024年生猪产能将进一步扩大；2023年以来公司在建产能主要聚焦募投项目，需关注公司产能消化情况**

跟踪期内，公司生猪养殖主要采取紧密型“公司+农户”模式，少部分采用自主养殖模式。2023年末公司存量和新增的自主经营共50个；签约合作农户达到491个，当年新增78个；已形成30个标准化种猪场，当年新增德昌巨星生猪繁育一体化种猪场。2022年公司新增了14个育肥场（包括牛滚凼育肥场、普安育肥场、长龙育肥场等），随着上述养殖场产能陆续释放及合作农户增加，2023年生猪出栏量持续扩大，同比提升74.74%。德昌巨星生猪繁育一体化项目于2023年末完工转固，目前正在按计划开展引种工作，引种工作预计将于2024年5月末完成，预计2024年内可以达到满产状态，达到满产状态后可容纳3.6万头母猪，生猪年出栏量可新增80万头以上，但该项目采用自繁自养的生猪养殖模式，对营运资金的需求量较大，随着公司养殖规模的扩大，经营性活动现金流出规模预计短期内将持续扩大。另一方面，由于未来生猪的销售价格何时回暖尚有待观察，公司新增产能实现预期效益也存在不确定性，公司将在一段时间内持续面临着较大的资金平衡压力。

**表5 公司生猪养殖产能及产量情况（单位：万头）**

项目	2023年	2022年
自主运营育猪场生猪存栏量	40.66	37.19
合作农户生猪存栏量	75.24	60.81
产能（万头/年）	309.40	260.00
产量	267.37	153.01

资料来源：公司提供

2023年公司重点推进德昌巨星生猪繁育一体化项目，年末已完工转固，并于2024年4月开始陆续引种投产，未来公司生猪产能有望持续提升。此外，公司在建生猪养殖项目还包括盐边巨星新民智慧养殖园区项目、夹江巨星甘江种猪场建设项目等，原计划投资建设的生猪养殖项目投资较大，但由于生猪价格持续低迷及资金压力等，公司根据工程实际情况调整投资规模和建设计划。2024年公司计划资本性支出为4.05亿元，主要为德昌巨星生猪繁育一体化项目工程余款，其余项目建设进度放慢，需持续关注公司募投项目产能释放、在建项目的推进及收益实现情况。

**表6 2023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	累计已投资
盐边巨星新民智慧养殖园区	3.44	0.54
广东韶关曲江悦诚 12PS 繁殖场项目	2.88	0.94
夹江巨星甘江种猪场建设项目	2.70	0.25
屏山县屏边乡塘湾村种猪繁育场及配套环保设施建设项目	1.44	0.14

石桥猪场建设项目	0.85	0.22
巨星平舟智慧养猪园区	0.73	0.16
崇州林秀公猪站建设项目	0.42	0.14
<b>合计</b>	<b>12.46</b>	<b>2.39</b>

注：上述在建项目建设进度均已放缓；部分在建生猪养殖项目计划总投资有所变动，主要系根据工程实际情况调整。

资料来源：公司提供

此外，2024年4月4日，公司公告《乐山巨星农牧股份有限公司2023年度向特定对象发行股票预案（修订稿）》，拟向控股股东巨星集团在内的不超过35名（含）特定对象发行股票募集资金总额不超过12.00亿元，募集资金用于生猪养殖产能新建项目7.16亿元、养殖技术研究基地建设项目0.29亿元、巨星农牧数字智能化建设项目2.05亿元和补充实体建设募投项目所需流动资金2.50亿元。根据公司2024年4月3日公告的《关于与特定对象签署〈附生效条件的股份认购协议（修订稿）〉暨关联交易的公告》，巨星集团拟认购股票数量不低于本次实际发行数量的5%，且发行完成后巨星集团及其一致行动人持有的股份数量不超过公司总股本的30%。目前定增方案已经董事会、监事会、独立董事专门会议审议通过，并已获得公司股东大会审议批准，尚需上交所审核通过并经中国证监会同意注册后方可实施，若定增方案能顺利落地实施，预期将一定程度上缓解公司资金压力，需持续关注进展情况。

**公司保持生猪产业链整合优势，养殖成本控制能力较强，2023年继续加强成本管控并取得一定成效，料肉比、PSY等生产效率指标进一步改善，表现较优，但仍需关注未来饲料原料价格走势及公司成本压降效果**

2023年在生猪价格持续低迷的情况下，为缩小亏损规模，公司更加注重对成本的管控。公司成本控制方式主要有三个方面，包括自产饲料并优化配方降低养殖成本、自繁降低仔猪成本、提升养殖效率有效降低肥猪养殖成本。2023年公司通过优化原料采购战略和提高养殖效率等方式进一步控制成本，通过灵活调整饲料配方降低上游原材料成本，构建“种+料+管理+生物安全+环保”五星养殖体系，同时加强生物安全及流程管理、提高三元杂交猪占比，降低育肥猪料肉比及提升猪群PSY（每头母猪每年所能提供的断奶仔猪头数）、育肥猪出栏率等养殖指标。具体来看，2023年饲料原材料价格波动下行，公司根据各原料价差灵活调整饲料配方，降低原料采购成本，叠加育肥猪料比下降使得生猪养殖成本中饲料成本占比同比下降2.43%。养殖生产指标方面，2023年公司PSY保持在27，高于行业平均值22.67，料肉比下降至2.60，肥猪养殖成本下降至7.34元/斤，头均营业成本同比下降18.24%，2024年一季度生猪养殖成本进一步下降至6.91元/斤，在同业中处于较优秀水平。虽然公司成本控制取得一定成效，在一定程度上帮助控制亏损幅度，但生猪价格仍是决定整体经营业绩的最主要因素，难以扭转2023年生猪价格全年低迷令公司持续亏损的局面。公司饲料以内部的饲料厂采购为主，2023年饲料原料价格整体震荡下行，2024年以来仍呈下行态势，一定程度上缓解公司成本控制压力，但在生猪价格持续低迷的情况下，养殖成本控制和内部精细化管理要求不断提高，且未来饲料原料价格走势仍存在波动，需持续关注公司未来降本增效情况及对公司业绩的影响。

**表7 公司生猪养殖成本构成情况（单位：万元）**

项目	2023年		2022年	
	成本	占比	成本	占比
饲料	239,754.41	68.51%	173,768.76	70.94%
职工薪酬/养户报酬	46,789.09	13.37%	30,543.74	12.47%
药品及疫苗成本	20,175.16	5.76%	12,858.89	5.25%
其他费用（电力、天然气等）	43,265.64	12.36%	27,796.77	11.35%
<b>合计</b>	<b>349,984.30</b>	<b>100.00%</b>	<b>244,968.16</b>	<b>100.00%</b>
<b>头均营业成本</b>	<b>1,309.00</b>		<b>1,600.99</b>	

资料来源：公司提供

## （二）饲料销售业务

公司饲料主要用于供应内部生猪养殖需求，随着养殖规模扩大，猪料需求有所上升，自用数量和占比进一步增加；2023年主要原料价格整体波动下行，公司根据市场行情动态及时调整原料品种，使得2023年饲料毛利率保持相对稳定，但未来主要饲料原料价格走势存在不确定性，公司饲料业务盈利能力仍承压

饲料业务产品包括猪饲料、禽饲料和水产饲料等，以猪料为主。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。随着公司饲料生产线效能提升，2023年公司饲料产能进一步扩张，随着养殖规模扩大，饲料产量保持增长，由于当年更多用于配套供应内部养殖需求，猪料产量占比同比提升7.24个百分点至94.67%。

**表8 公司饲料产能及产量情况（单位：万吨/年）**

项目	2023年	2022年
产能	125.00	113.30
产量	68.00	64.63
其中：猪料	64.38	56.51
其他	3.62	8.12

资料来源：公司提供

生猪饲料主要原材料主要包括玉米、豆粕等。2023年国内玉米、豆粕价格整体呈高位震荡下行态势。相较于玉米、豆粕，2023年小麦价格持续走弱，降幅明显，8月以来玉麦价差持续走扩至12月的352元/吨，公司根据各原料价差及时调整饲料配方及原料用量，增加小麦比例，加大小麦采购量，在满足同等能量补充的情况下降低成本，玉米、豆粕和糙米等采购数量均有不同程度下滑。

**表9 公司主要原材料采购情况**

原材料	项目	2023年	2022年
玉米	采购数量（万吨）	25.67	27.39
	单价（元/吨）	3,084.34	3,088.72
	金额（万元）	79,186.86	84,585.45

豆粕	采购数量（万吨）	6.95	8.99
	单价（元/吨）	4,591.38	4,676.89
	金额（万元）	31,901.30	42,038.85
糙米	采购数量（万吨）	1.03	7.50
	单价（元/吨）	3,029.69	2,991.30
	金额（万元）	3,107.34	22,446.84
小麦	采购数量（万吨）	13.35	0.91
	单价（元/吨）	2,930.50	2,983.13
	金额（万元）	39,119.52	2,721.37

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，2023年公司猪料更多用于供应内部养殖，对内销售量同比提升37.58%，占比超过90%，生猪养殖与饲料板块的协同作用进一步加强。由于饲料价格市场波动较大，公司对外销售饲料时保持谨慎态度，2023年饲料对外销售规模有所收缩，同比下滑17.83%。

**表10 公司饲料销量情况**

产品	项目	2023年	2022年
猪料	对内销售量（万吨）	57.81	42.02
	对外销售量（万吨）	5.85	6.78
	销售总量（万吨）	63.66	48.80
	对内销售量的占比	90.81%	86.11%
其他饲料	对内销售量（万吨）	1.10	2.47
	对外销售量（万吨）	3.82	5.00
	销售总量（万吨）	4.92	7.48
	对内销售量的占比	22.36%	33.08%
合计	对内销售量（万吨）	58.91	44.49
	对外销售量（万吨）	9.68	11.78
	销售总量（万吨）	68.58	56.27
	对内销售量的占比	85.90%	79.07%

资料来源：公司提供

2023年猪料销售均价同比有所下滑，同时公司猪料更多用于供应内部养殖基地，对外销售量同比亦有所下降，导致猪料销售收入同比下滑15.90%，猪料毛利率同上年变化不大。其他饲料均价有所上涨，但销量同比下滑更多，使得公司其他饲料销售收入有所减少，且毛利率保持在较低水平。2024年以来玉米、豆粕等饲料原料价格持续下行，有利于缓解公司成本控制压力，但价格受国际局势、下游养殖行业景气度等影响较大，未来走势仍具有不确定性，同时其成本在生猪养殖成本中占比较高，成本压降空间较为有限，公司生猪养殖成本管控压力依然较大。

**表11 公司饲料销售收入情况**

产品	项目	2023年	2022年
猪料	销售均价（元/吨）	4,185.09	4,298.46
	收入（万元）	24,492.94	29,125.18
	销售毛利率	10.04%	10.76%
其他饲料	销售均价（元/吨）	5,558.26	5,205.09
	收入（万元）	21,253.92	26,049.17
	销售毛利率	5.35%	5.40%
合计	销售均价（元/吨）	4,727.74	4,683.62
	收入（万元）	45,746.86	55,174.35
	销售毛利率	7.86%	8.23%

资料来源：公司提供

### （三）其他业务

受市场需求持续偏弱影响，2023年公司皮革销售业务规模进一步下滑，并延续亏损；公司全面关停商品鸡业务，清理剩余存栏导致亏损

受国内外经济形势及下游消费市场需求不振等影响，2023年皮革销售收入同比下滑71.70%，并延续亏损。皮革订单同比有所减少，使得公司产量和销售量分别同比下滑73.94%、76.34%。公司对皮革产品结构加强内部优化，调整销售重点，倾向于生产较高溢价的皮革产品，使得2023年销售单价有所提高。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 公司皮革销售情况（单位：万平方英尺、元/平方英尺）

项目	2023年	2022年
销售量	539.59	2,280.12
销售单价	15.87	13.27
产销率	101.58%	111.85%

资料来源：公司提供

表13 公司生产成本构成情况（单位：万元）

项目	2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比
原材料	4,330.09	49.82%	17,997.43	58.79%
人工成本	2,210.85	25.44%	5,812.98	18.99%
制造费用	2,150.06	24.74%	6,802.45	22.22%
合计	<b>8,691.00</b>	<b>100.00%</b>	<b>30,612.86</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供

2023年公司关停商品鸡业务，导致销量减少，同时提前清理剩余存栏，销量和销售单价分别同比下滑73.89%、17.90%，整体业务亏损幅度增大。

表14 公司商品鸡销售情况

项目	2023年	2022年
商品鸡销售收入（万元）	2,605.35	11,535.63
销售毛利率	-53.26%	-4.55%
种鸡场总面积（万平方米）	0.00	17.78
期末种鸡存栏数（万羽）	0.00	8.37
全年肉鸡出栏数（万羽）	78.80	301.81
销售单价（元/千克）	11.74	14.30

资料来源：公司提供

## 六、财务分析

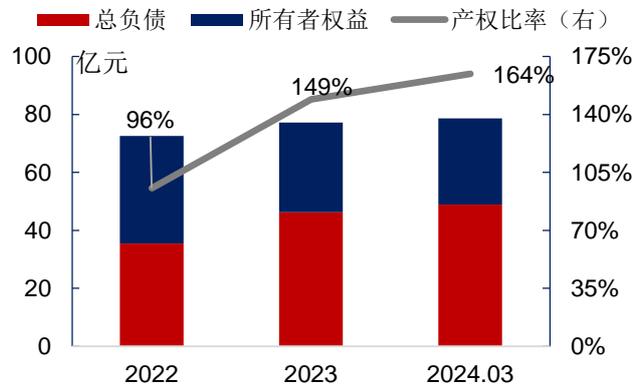
### 财务分析基础说明

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2022-2023年审计报告及未经审计的2024年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2023年新纳入公司合并范围的子公司有2家，不再纳入合并范围的子公司有1家，详见表1。

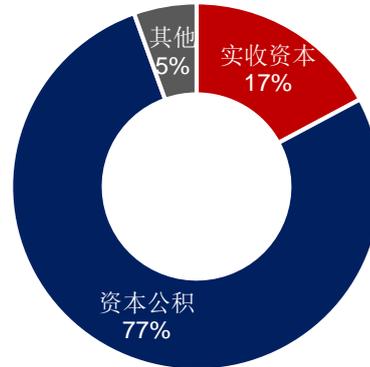
### 资本实力与资产质量

2023年公司经营亏损导致资本实力下滑，旺盛的资金需求令总负债规模增长，财务杠杆水平上升，同时公司在周期底部蓄力，计划定增12亿元以扩充产能，若方案顺利落地资本实力有望提升，有效缓解资金压力，但后续猪价能否出现实质性反转尚不明朗，需持续关注公司业绩恢复及可能面临的资产减值风险

2023年以来猪价低位运行令公司经营持续亏损，导致所有者权益规模下降，2024年3月末较2022年末减少19.86%，资本实力下滑。受生猪养殖行业特性影响，公司短期资金需求旺盛，叠加募投项目投资支出，使得总负债宽幅增长，受此影响，公司财务杠杆水平快速上升，净资产对负债覆盖力度较弱。同时，公司在周期底部保持扩张态势，2024年4月募投项目开始引种投产，并有序推进12亿元定向增发扩充产能，若定增方案顺利落地实施，公司资本实力有望增强，资金压力得到有效缓解，优化债务结构。

**图7 公司资本结构**


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表，中证鹏元整理

**图8 2024年3月末公司所有者权益构成**


资料来源：公司未经审计的 2024 年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司资产主要以生猪养殖业务形成的存货、固定资产、在建工程及生产性生物资产为主，2023年公司通过债务融资增加募投项目投资支出，年末公司资产规模同比增长6.44%。

随着产能释放及业务推进，2023年末公司存货规模同比增长6.39%，主要包括消耗性生物资产8.50亿元、原材料2.58亿元、在产品2.70亿元和半成品（蓝湿皮）1.36亿元，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，在产品和半成品主要为正在加工的蓝湿皮。由于生猪价格低于成本线，2023年末公司存货中生猪资产计提0.45亿元减值损失；此外饲料原材料、皮革在产品和半成品分别计提0.07亿元、0.21亿元减值损失；2023年末存货中资产减值损失共0.75亿元。2023年公司建设资金主要投入德昌巨星生猪繁育一体化项目，随着其完工转固，2023年末公司在建工程减少，固定资产显著增长，主要为生猪养殖以及饲料生产等业务经营所需的厂房、机器设备，2023年公司固定资产处置损失111.60万元。公司生产性生物资产主要包括用于生产育肥猪的种猪，2023年由于公司淘汰种猪及头均种猪成本下降等，年末种猪账面价值同比下降11.98%，种猪淘汰导致2023年公司生产性生物资产处置损失0.96亿元。

其他资产方面，公司货币资金规模同比减少一半，主要系巨星转债募集资金投入项目。受益于生猪业务的现款结算模式，应收账款规模较小，2023年末进一步下降，当年核销应收账款规模0.22亿元。2023年公司商誉减值损失0.29亿元，主要系本期关停商品鸡养殖业务，故除禽业资产组不再运营而全额计提核心商誉减值损失。2023年末公司计提存货、商誉、固定资产等各类资产减值损失1.11亿元，若未来生猪价格、皮革产品需求表现等持续低迷，公司仍面临资产减值风险。

受限资产方面，2023年末公司受限资产8.03亿元，包括为开具银行承兑汇票作质押的货币资金0.44亿元、用于借款抵押的固定资产7.47亿元、用于借款抵押的无形资产0.12亿元，占总资产的比重为10.40%。

**表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

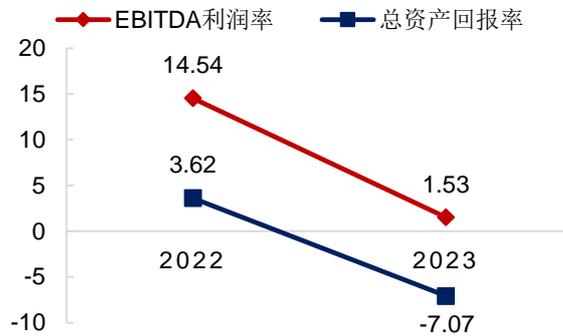
项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	3.90	4.97%	4.46	5.77%	8.81	12.14%
应收账款	0.42	0.54%	0.43	0.56%	1.13	1.56%
存货	17.10	21.75%	15.32	19.84%	14.40	19.85%
<b>流动资产合计</b>	<b>22.64</b>	<b>28.79%</b>	<b>21.11</b>	<b>27.35%</b>	<b>25.33</b>	<b>34.91%</b>
固定资产	36.94	46.97%	37.53	48.61%	19.26	26.56%
在建工程	4.00	5.09%	3.53	4.57%	11.10	15.30%
生产性生物资产	3.77	4.80%	3.86	5.00%	4.39	6.05%
商誉	5.81	7.39%	5.81	7.53%	6.10	8.41%
<b>非流动资产合计</b>	<b>55.99</b>	<b>71.21%</b>	<b>56.10</b>	<b>72.65%</b>	<b>47.21</b>	<b>65.09%</b>
<b>资产总计</b>	<b>78.63</b>	<b>100.00%</b>	<b>77.21</b>	<b>100.00%</b>	<b>72.54</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表，中证鹏元整理

## 盈利能力

2023年公司出栏量持续扩张使得营业收入保持增长，但生猪价格全年低迷使得公司出现大额亏损，盈利能力大幅下滑，同时计提资产减值损失规模较大，侵蚀了公司利润；2024年一季度猪价仍持续低位运行，公司延续亏损状态，未来猪价能否出现实质性反转态势尚有待观察

随着前期新增产能释放，公司生猪出栏量进一步扩大，带动公司生猪销售收入规模增长，但由于2023年以来生猪价格持续低于成本线，业务出现亏损，毛利率下降至-1.06%。此外，公司饲料、皮革和商品鸡业务收入均出现不同程度萎缩，皮革和商品鸡仍持续亏损。整体来看，2023年公司营业收入微增，但业务由盈利转为亏损，毛利率同比下滑至-0.37%。2023年公司通过降低销售及管理费用来降低成本，但债务规模增加使得财务费用同比增长30.49%，整体期间费用规模变动不大。由于生猪价格低迷、皮革产品销售下滑、关停禽业等因素，公司计提资产减值损失1.11亿元。此外，公司生产性生物资产、固定资产等产生资产处置损失0.97亿元。业绩亏损、叠加资产减值处置等，最终导致公司营业利润、净利润均呈大额亏损状态，经营业绩承压。财务指标方面，2023年公司EBITDA利润率大幅下滑至低水平，总资产回报率为负。2024年一季度，公司营业收入同比增长6.16%，但由于生猪价格仍处于低位，亏损延续，在市场供应整体仍较为充足的情况下，年内生猪价格能否出现周期实质性反转并不明朗，公司仍将面临较大的业绩压力。

**图9 公司盈利能力指标情况（单位：%）**


资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

### 现金流与偿债能力

2023年公司经营现金流呈现净流出，持续的投资支出和营运资金需求提升了公司的外部融资依赖度，债务负担继续增加，短期债务占比高，偿债指标明显弱化，整体债务压力较大

2023年较大的营运资金压力和建设资金需求使得公司通过银行借款等方式融资，年末总债务同比增长45.65%至35.32亿元，占总负债的比重亦有所提高。债务结构方面，仍以银行借款和债券融资为主，长短期占比相当，分别为52%、48%。2023年末银行借款包括保证+信用借款、质押+保证借款、抵押+保证借款等，贷款银行主要包括部分国有银行、股份制银行、地方性商业银行。应付债券为本期债券，发行规模为10亿元，期限为6年，截至2024年3月末余额为7.48亿元。非标融资主要为融资租赁产品和租赁负债，期限不超过3年，主要融资方为光大金融租赁股份有限公司、平安国际融资租赁（天津）有限公司等；租赁负债为土地、育肥场租赁款。

经营性债务方面，2023年末公司应付账款主要为相关供应商的原材料款项，规模略有下降。2023年末公司其他应付款规模同比增长较多，主要系募投项目预估转固，部分款项尚未结算，公司进行暂估形成。

**表16 截至 2023 年末公司债务到期分布情况（单位：亿元）**

债务类型	融资余额	1 年以内	1 年以上
银行借款	19.96	13.80	6.15
债券融资	7.52	0.04	7.48
非标融资	6.51	1.94	4.57
<b>合计</b>	<b>33.99</b>	<b>15.78</b>	<b>18.21</b>

注：上表债务未包括应付票据。

资料来源：公司 2023 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	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	11.94	24.41%	11.53	24.96%	5.13	14.47%
应付账款	3.63	7.42%	2.72	5.88%	3.14	8.86%
其他应付款	6.05	12.37%	6.97	15.09%	3.66	10.34%
一年内到期的非流动负债	4.31	8.81%	4.05	8.76%	7.76	21.89%
<b>流动负债合计</b>	<b>28.38</b>	<b>58.04%</b>	<b>27.75</b>	<b>60.06%</b>	<b>21.99</b>	<b>62.04%</b>
长期借款	8.21	16.78%	6.15	13.32%	2.25	6.34%
应付债券	7.48	15.29%	7.48	16.19%	7.70	21.73%
租赁负债	1.87	3.82%	2.20	4.77%	2.23	6.30%
长期应付款	2.71	5.55%	2.37	5.12%	1.02	2.88%
<b>非流动负债合计</b>	<b>20.52</b>	<b>41.96%</b>	<b>18.46</b>	<b>39.94%</b>	<b>13.45</b>	<b>37.96%</b>
<b>负债合计</b>	<b>48.90</b>	<b>100.00%</b>	<b>46.21</b>	<b>100.00%</b>	<b>35.44</b>	<b>100.00%</b>
<b>总债务合计</b>	<b>38.01</b>	<b>77.72%</b>	<b>35.32</b>	<b>76.42%</b>	<b>24.25</b>	<b>68.44%</b>
其中：短期债务	17.74	36.27%	17.11	37.03%	13.28	37.49%
长期债务	20.27	41.45%	18.21	39.40%	10.97	30.95%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表，中证鹏元整理

2023年公司业绩出现大幅亏损，经营活动现金生成能力下降，使得当年经营活动现金流净流出1.05亿元。同时公司持续进行较大规模资本支出，投资活动现金流仍大额流出，公司通过银行借款等融资方式满足资金需求。财务杠杆方面，随着债务规模持续增长，公司资产负债率有所上升，叠加盈利能力大幅下滑，经营业绩亏损，公司净债务/EBITDA大幅上升、EBITDA利息保障倍数下降至较低水平。现金流指标方面，FFO/净债务、经营活动现金流/净债务均由正转负，表现不佳。总体来看，公司偿债指标均明显弱化，偿债压力加大。

**表18 公司现金流及杠杆状况指标**

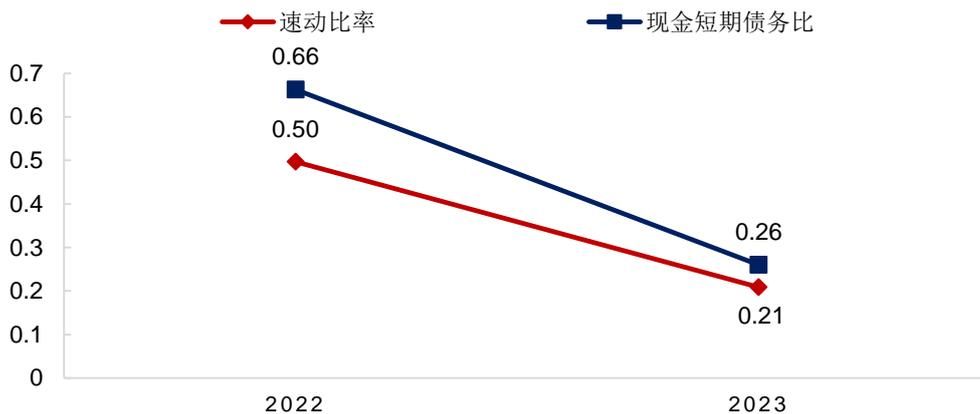
指标名称	2024年3月	2023年	2022年
经营活动现金流	0.09	-1.05	4.82
FFO	--	-1.44	4.16
资产负债率	62.19%	59.85%	48.85%
净债务/EBITDA	--	52.16	2.87
EBITDA 利息保障倍数	--	0.34	4.56
总债务/总资本	56.11%	53.26%	39.53%
FFO/净债务	--	-4.47%	25.17%
经营活动现金流/净债务	--	-3.27%	29.16%
自由活动现金流/净债务	--	-34.48%	-38.34%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表，中证鹏元整理

由于部分货币资金用于项目建设，2023年末公司流动资产规模明显减少，同时存货规模占比较高，

叠加短期债务增长，公司速动比率和现金短期债务比均大幅下滑，流动性指标表现不佳。公司控股股东持有的公司股份中质押比例较高，2023年末达到53.75%，占总股本比例为15.77%。截至2023年末，巨星集团为巨星农牧各类债务提供的担保金额为2.37亿元，考虑到公司作为上市公司，融资渠道较为畅通，截至2024年3月末，公司尚未使用的授信额度为8.50亿元，可为公司提供一定的流动性支持。

**图10 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，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；公司董监高变动较大，需持续关注对公司未来经营战略稳定性的影响

#### 环境因素

环境方面，根据《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》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《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》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《诚信、独立性、财务制度运行、组织机构设置说明》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。

2023年公司召开董事会11次，股东大会4次，监事会对2023年监督事项无异议。2023年公司对子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。

由于控股股东变更，2023年8月以来公司董事、监事及高级管理人员发生较大变动，新任董事、高管多来自于巨星集团或巨星农牧体系内公司，未来需持续关注公司未来发展战略与经营计划连续性以及对经营财务情况的影响。

**表19 2023年及2024年1-4月公司董事、监事和高级管理人员变动情况**

职务	变动前	变动后	变动日期
独立董事	刘滔	邹雪梅	2023-03-29
董事长	贺正刚	段利锋	2023-08-24
总经理	段利锋	唐春祥	2023-08-24
董事会秘书	蒋思颖	张耕	2023-08-24
财务总监	赵志刚	徐成聪	2023-08-24
董事	贺正刚、赵志刚、蒋思颖	段利锋、唐春祥、张耕	2023-08-24
董事	曾小平、肖丽容、周密	苏宁、唐光平、任建明	2023-10-11
监事会主席	谢勤	岳良泉	2023-10-11
非职工代表监事	龚亚梅	向竟源	2023-10-11
职工代表监事	徐红	陈丽青	2023-10-11
职工代表监事	陈丽青	余慧昌	2024-03-22
财务总监	徐成聪	陈丽青	2024-03-22

资料来源：公司2023年年度报告、公司公告，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2022年1月1日至报告查询日（2024年4月28日），公司本部及巨星有限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；公司公开发行的可转换债券按时偿付利息，无逾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2022年1月1日至报告查询日（2024年4月24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2024年3月末，公司为其客户的借款提供的担保余额为0.12亿元，担保期间为3年，担保责任比例区间为30%，合计责任金额为2,686.20万元。

子公司眉山巨星农牧有限公司因房屋租赁合同纠纷被青神县名盈生态农牧科技有限公司起诉，截至2024年3月31日，该案件已经四川省青神县人民法院民事调解生效，公司2023年12月基于谨慎性原则，计提了100.00万元的预计负债。2024年3月31日，根据四川省青神县人民法院民事调解“由被告眉山巨星农牧有限公司在本调解协议发生法律效力之日起十五日内支付原告青神县名盈生态农牧科技有限公司违约金 665,000 元，后双方债权债务关系结清”，将预计负债差额冲回。

## 八、外部特殊支持分析

公司是巨星集团的核心子公司，巨星集团及其一致行动人持有公司29.31%股权。巨星集团主要包括生猪养殖和大宗商品贸易两大核心业务板块，公司主营的生猪养殖业务是巨星集团战略规划的业务重点之一，2023年末巨星集团总资产、所有者权益分别为143.34亿元、72.53亿元，2023年实现营业收入24.45亿元，其中公司资产、收入占巨星集团的比重均在50%以上，整体来看巨星集团综合实力尚可，公司战略定位及业绩贡献突出。中证鹏元认为公司对巨星集团极其重要，在公司面临债务困难时，巨星集团提供特殊支持的意愿几乎肯定，主要体现在以下方面：

(1) 公司所从事的生猪养殖业务，是巨星集团战略规划的核心业务之一。巨星集团主要业务包括生猪养殖及大宗商品贸易，巨星农牧承担的生猪养殖业务是控股股东两大核心业务之一，对股东有很大贡献。

(2) 公司在资产、收入、利润和现金流方面对巨星集团的贡献较大。巨星集团对公司实现控股后，公司资产、收入占巨星集团的比重均在50%以上，对巨星集团有较大贡献。

(3) 公司违约会对巨星集团的声誉或品牌形象、融资渠道或融资成本产生较大的影响。巨星农牧作为巨星集团下属上市公司，其对巨星集团声誉非常重要，如出现违约事件，将对巨星集团融资产生很大影响。

## 九、结论

公司系西南地区生猪养殖一体化企业，产业链整合度较高，生猪及饲料业务协同效应较好，饲料采购优势及养殖效率提升使得成本管控能力保持在较强水平，2023年公司饲料成本有所下行，生猪出栏量保持大幅增长，募投项目已完工并陆续引种投产使得生猪产能得到进一步提升。但中证鹏元也关注到，公司所处生猪养殖行业周期性波动明显，对公司盈利水平稳定性造成很大影响，2023年生猪价格持续低迷，公司经营业绩显著亏损，2024年一季度猪价仍保持低位震荡态势，经营亏损叠加项目投资支出令公司资金平衡压力加大，旺盛的资金需求推动债务规模持续扩张，财务杠杆水平上升，偿债压力加大，需

关注猪价变动对公司后续业绩影响情况以及新增产能预期效益实现情况。

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-。

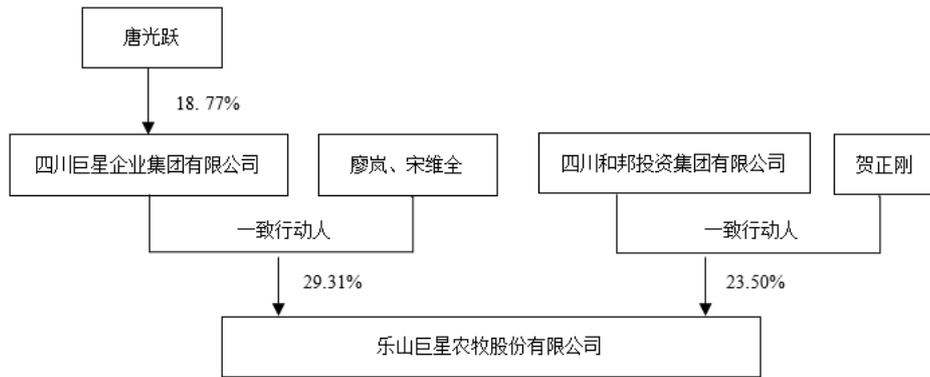
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	3.90	4.46	8.81	5.44
应收账款	0.42	0.43	1.13	1.06
存货	17.10	15.32	14.40	13.26
流动资产合计	22.64	21.11	25.33	21.17
固定资产	36.94	37.53	19.26	17.54
在建工程	4.00	3.53	11.10	8.47
生产性生物资产	3.77	3.86	4.39	2.31
商誉	5.81	5.81	6.10	6.11
非流动资产合计	55.99	56.10	47.21	38.99
资产总计	78.63	77.21	72.54	60.16
短期借款	11.94	11.53	5.13	7.14
应付账款	3.63	2.72	3.14	3.75
其他应付款	6.05	6.97	3.66	3.76
一年内到期的非流动负债	4.31	4.05	7.76	1.08
流动负债合计	28.38	27.75	21.99	17.18
长期借款	8.21	6.15	2.25	6.89
应付债券	7.48	7.48	7.70	0.00
租赁负债	1.87	2.20	2.23	1.38
长期应付款	2.71	2.37	1.02	1.19
非流动负债合计	20.52	18.46	13.45	9.70
负债合计	48.90	46.21	35.44	26.88
总债务	38.01	35.32	24.25	16.11
所有者权益	29.73	31.00	37.10	33.28
营业收入	9.49	40.41	39.68	29.83
营业利润	-1.41	-6.30	1.60	2.96
净利润	-1.38	-6.46	1.61	2.67
经营活动产生的现金流量净额	0.09	-1.05	4.82	1.55
投资活动产生的现金流量净额	-2.40	-8.95	-9.92	-10.35
筹资活动产生的现金流量净额	1.75	5.47	8.55	10.10
<b>财务指标</b>	<b>2024年3月</b>	<b>2023年</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>
EBITDA	-0.81	0.62	5.77	6.15
FFO	--	-1.44	4.16	5.03
净债务	34.38	32.16	16.54	11.45
销售毛利率	2.34%	-0.37%	14.60%	18.99%
EBITDA 利润率	--	1.53%	14.54%	20.62%
总资产回报率	--	-7.07%	3.62%	6.30%

资产负债率	62.19%	59.85%	48.85%	44.68%
净债务/EBITDA	--	52.16	2.87	1.86
EBITDA 利息保障倍数	--	0.34	4.56	10.14
总债务/总资本	56.11%	53.26%	39.53%	32.68%
FFO/净债务	--	-4.47%	25.17%	43.92%
经营活动现金流/净债务	--	-3.27%	29.16%	13.56%
自由活动现金流/净债务	--	-34.48%	-38.34%	-89.01%
速动比率	0.20	0.21	0.50	0.46
现金短期债务比	--	0.26	0.66	0.60

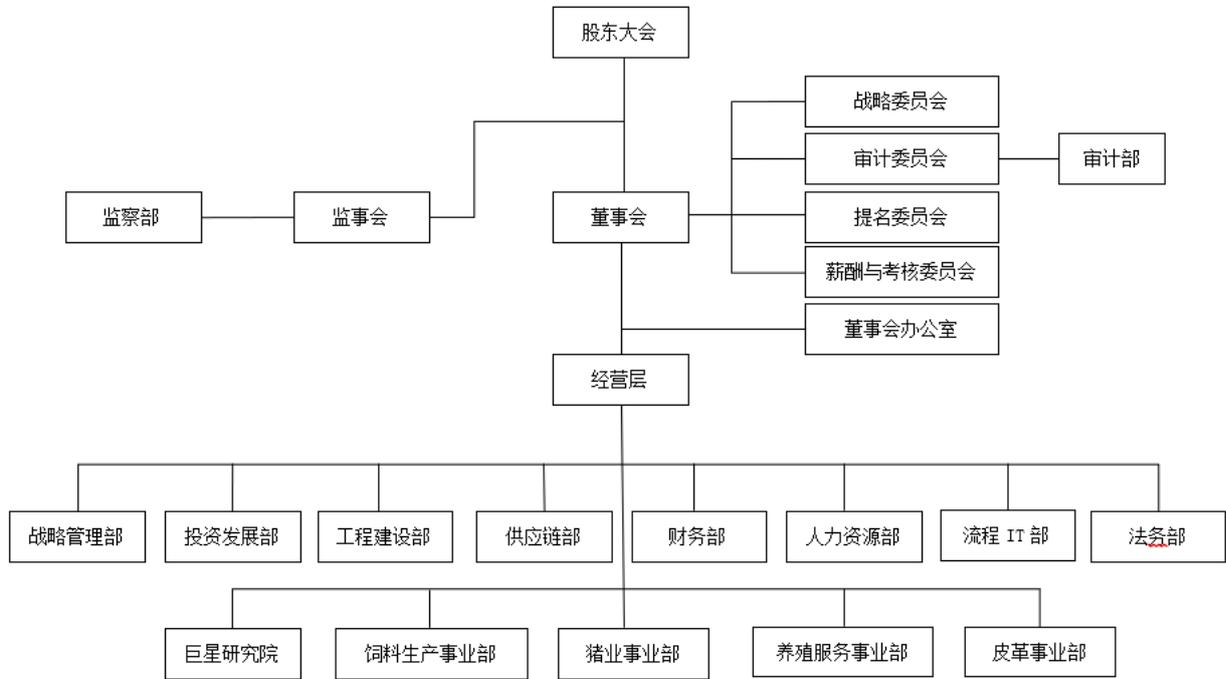
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公开资料，中证鹏元整理

### 附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2024年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况（单位：亿元）

公司名称	持股比例 (%)	注册资本	主营业务
巨星农牧有限公司	100.00	2.53	畜禽养殖
剑阁巨星农牧有限公司	100.00	1.55	畜禽养殖
泸县巨星农牧科技有限公司	100.00	0.24	畜禽养殖
叙永巨星农牧有限公司	100.00	0.30	畜禽养殖
屏山巨星农牧有限公司	100.00	0.30	畜禽养殖
乐山巨星农业发展有限公司	100.00	0.20	畜禽养殖
眉山市彭山永祥饲料有限责任公司	100.00	0.35	饲料加工
乐山巨星生物科技有限公司	100.00	0.52	饲料加工
邛崃巨星农牧有限公司	100.00	0.05	畜禽养殖
重庆巨星农牧有限公司	100.00	0.18	饲料加工
乐山市巨星科技有限公司	100.00	0.29	饲料加工
云南巨星农牧有限公司	100.00	0.30	饲料加工
泸县巨星兴旺农牧科技有限公司	51.00	0.05	畜禽养殖
犍为巨星农牧科技有限公司	100.00	0.20	畜禽养殖
成都巨星禽业有限公司	100.00	0.10	畜禽养殖
丹棱巨星禽业有限责任公司	100.00	0.10	畜禽养殖
南充巨星通旺农牧有限公司	51.00	0.07	饲料加工
马边巨星农牧有限公司	100.00	0.20	畜禽养殖
成都籍田巨星猪业有限责任公司	100.00	0.02	畜禽养殖
眉山市彭山巨星种猪有限公司	100.00	0.05	畜禽养殖
阆中巨星鸿宇种猪科技有限公司	50.98	0.05	畜禽养殖
德昌巨星农牧科技有限公司	99.88	10.70	畜禽养殖
古蔺巨星农牧有限公司	100.00	1.80	畜禽养殖
广元巨星农业有限公司	100.00	0.05	畜禽养殖
眉山巨星农牧有限公司	100.00	0.05	畜禽养殖
平塘巨星农牧有限公司	100.00	2.00	畜禽养殖
广东悦诚畜牧发展有限公司	88.00	0.37	畜禽养殖
雅安巨星农牧有限公司	100.00	0.05	畜禽养殖
盐边巨星农牧科技有限公司	100.00	0.05	畜禽养殖
安徽巨星农牧有限公司	100.00	0.05	畜禽养殖
夹江县巨星农牧有限公司	100.00	0.05	畜禽养殖
宜宾巨星农牧科技有限公司	100.00	0.05	畜禽养殖
泸州巨星农牧科技有限公司	100.00	0.05	畜禽养殖
崇州巨星农牧科技有限公司	100.00	0.20	畜禽养殖
平南巨星农牧有限公司	100.00	0.10	畜禽养殖
巨星牧康（成都）创新科技有限公司	100.00	0.02	畜禽饲养技术研发

四川振静皮革服饰有限公司	100.00	0.90	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	100.00	500.00 万澳元	牛皮加工

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

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

## 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
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、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	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。
aa	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。
a	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。
bbb	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。
bb	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	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。
ccc	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。
cc	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。
c	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
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。