



2020年浙江华统肉制品股份有限公司可转换公司债券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：

2020年浙江华统肉制品股份有限公司可转换公司债券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
华统转债	AA	AA

评级观点

- 本次评级结果是考虑到：浙江华统肉制品股份有限公司（以下简称“华统股份”或“公司”，股票代码：002840.SZ）生猪屠宰业务现金流生成能力稳定，2022年屠宰产能利用率有所提高，随着公司自建的生猪养殖场陆续投产，公司生猪出栏量迅速提高，生猪自供比例持续提升，上下游产业链布局持续完善，2022年公司完成非公开定增，资本实力得到提升，有效缓解了资金压力。但同时中证鹏元也关注到，生猪价格波动对公司盈利稳定性造成较大影响，2023年一季度公司经营亏损，跟踪期内公司总债务继续大幅增长，面临较大的偿债压力，存货及生产性生物资产存在减值风险，公司持续面对疫病防治、环境保护方面的经营压力，以及公司在建项目仍需投入较大规模资金，且项目未来收益存在一定不确定性等风险因素。

评级日期

2023年06月26日

联系方式

项目负责人：何馨逸
hexy@cspengyuan.com

项目组成员：吕凤鸣
lvfm@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2023.3	2022	2021	2020
总资产	88.13	88.72	71.36	49.96
归母所有者权益	25.50	26.74	15.42	17.06
总债务	48.60	45.02	39.70	21.65
营业收入	19.86	94.52	83.42	88.36
净利润	-1.43	1.25	-2.47	1.61
经营活动现金流净额	2.10	3.74	2.52	3.61
净债务/EBITDA	--	4.84	11.89	6.06
EBITDA 利息保障倍数	--	3.76	1.96	4.69
总债务/总资本	63.85%	57.37%	65.25%	49.28%
FFO/净债务	--	14.57%	3.52%	12.55%
EBITDA 利润率	--	8.26%	3.83%	3.46%
总资产回报率	--	3.98%	-1.97%	5.09%
速动比率	0.40	0.47	0.33	0.70
现金短期债务比	--	0.48	0.29	0.73
销售毛利率	0.72%	6.26%	2.73%	3.37%
资产负债率	68.78%	62.29%	70.37%	55.41%

资料来源：公司 2020-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

优势

- **公司生猪屠宰业务平稳发展，现金流生成能力稳定。**公司在浙江省内仍有一定品牌影响力，生猪屠宰业务具有一定竞争优势，2022年屠宰业务稳定发展，产量小幅增加，产能利用率同比有所提升。公司屠宰业务主要采用生鲜肉品区域经销模式，主要结算方式为款到发货，回款效率较高，为公司创造了较为稳定的现金流。
- **随着生猪养殖场的陆续投产，公司生猪养殖产能快速释放，出栏量大幅增长。**公司在浙江省内建设的18个现代化楼房生猪养殖场均已开始陆续引猪投产，采用自繁自养的生产模式，生猪出栏量迅速增长，2022年累计出栏生猪（含种猪、仔猪、商品猪）120.48万头，其中超过70%用于自供屠宰，2022年公司屠宰所用生猪自供比例已达到25%左右。公司打造的“饲料-养殖-屠宰-肉制品深加工”全产业链布局持续完善。
- **2022年公司完成非公开定增，资本实力得到提升，有效缓解了资金压力。**2022年，公司非公开发行A股1.32亿股，发行对象为公司控股股东华统集团有限公司（以下简称“华统集团”）的全资子公司上海华俭食品科技有限公司（以下简称“上海华俭”），募集资金净额为9.17亿元，募集资金拟全部用于新建年产4万吨肉制品加工项目和补充流动资金。本次发行完成后，公司总股本增至60,609.71万股，资本实力有所提升。

关注

- **生猪价格波动对公司盈利稳定性造成较大影响，2023年一季度公司经营亏损，需关注猪价变动对公司业务影响情况。**生猪养殖为强周期行业，本轮猪周期价格波动幅度大而盈利期间较短，对生猪养殖企业的稳定运营带来较大挑战，2022年第四季度开始生猪市场价格大幅回落，2023年一季度公司净利润亏损1.43亿元，需持续关注后续猪价变动对公司业绩的影响情况。
- **公司继续保持较高的杠杆水平，仍面临较大的偿债压力。**近年公司处于生猪养殖产能的高速扩张期，项目建设资金的需求推动公司债务规模持续攀升，截至2023年一季度末总债务已达48.60亿元。财务费用对公司利润形成较大侵蚀，现金短期债务比处于较低水平。
- **需关注存货及生产性生物资产的减值风险。**公司资产中生猪养殖形成的存货、生产性生物资产的规模较大，而生猪的价值随市场价格而波动，2023年一季度，公司计提存货跌价准备4,528.91万元，需持续关注生物资产的减值风险。
- **公司持续面临较大的资金平衡压力，且新增产能的收益存在一定不确定性。**截至2022年末，公司在建、拟建项目未来资本支出仍较大，且公司采用自繁自养的养猪模式，对营运资金的需求较大，随着现有养殖场持续引猪投产，经营性现金流出也将持续增长。同时由于未来生猪价格无法确定，公司新增的产能能否实现预期收益具有不确定性。
- **需持续关注疫病防治、环境保护等方面的经营风险。**由于生猪产业特殊的行业性质，疫病防治、食品安全构成重要的风险因素，同时，近年不断趋严的环保要求也对公司生产管理提出了更高的要求。2022年公司有数家子公司因环境保护问题受到地方政府的行政处罚，产生罚款支出700余万元。

未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司屠宰业务现金流较为稳定，生猪养殖产能加速释放，随着公司上下游产业链逐渐布局完善，有望提升业绩的稳定性。

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
食品饮料企业信用评级方法和模型	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	4/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	4/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	中
	经营状况	5/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		5/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				2
个体信用状况					aa
外部特殊支持					0
主体信用等级					AA

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	2022-6-20	何馨逸、张旻熿	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)	阅读全文
AA/稳定	AA	2019-9-17	刘书芸、秦风明	企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0) ， 公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)	阅读全文

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
华统转债	5.50	2.869	2022-6-20	2026-04-10

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2020年4月发行6年期5.50亿元公司债券，募集资金用于衢州华统现代化生态养殖场建设项目、衢州华统现代化华垅生猪养殖建设项目和衢州华统现代化东方生猪养殖建设项目。根据公司于2022年11月10日发布的公告，“华统转债”募集资金已使用完毕，募集资金专项账户已注销。

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。

2022年，公司向上海华俭定向增发A股股票13,220万股，每股发行价格为6.98元，募集资金总额9.23亿元，扣除发行费用后的净额为9.17亿元，其中1.32亿元计入实收资本，7.84亿元计入资本公积，定向增发完成后，公司总股本增至60,609.71万股，资本实力有所提升。定增完成后，“华统转债”转股价格由9.37元/股下调至8.85元/股。2022年“华统转债”转股累计增加股本1,789.42万元，2023年一季度“华统转债”转股累计增加股本1.05万元。2023年3月，公司2022年限制性股票激励计划授予的656.40万股上市。截至2023年3月末，公司总股本为61,290.95万元，控股股东仍为华统集团，直接持股比例为30.52%，控股股东所持股份质押比例为62.44%，质押比例较高。公司实际控制人仍为朱俭勇、朱俭军兄弟（两人的一致行动人）。

公司围绕生猪产业链一体化布局，主营业务涵盖生猪养殖、生猪屠宰、肉制品深加工三大主要板块，此外还拥有饲料加工、家禽养殖及屠宰等业务，跟踪期内，公司生猪养殖产能快速释放，出栏量大幅增长。

2022年公司合并范围内新增3家子公司，减少2家子公司，如下表所示。截至2022年末，公司合并范围内主要子公司详见附录四。

表1 2022年公司合并报表范围变化情况（单位：亿元）

1、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	主营业务	合并方式
浙江禾壮肥料有限公司	100.00%	0.10	肥料生产研发及销售	新设
缙云县华昇食品有限责任公司	80.00%	0.03	牲畜屠宰	新设
浙江华旺育种有限公司	100.00%	1.00	农业科学研究和试验发展	新设

2、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	主营业务	不再纳入的原因
河南华统固佳食品有限公司	100.00%	0.50	畜禽屠宰及加工	转让

固始县华统牧业有限公司	100.00%	0.30	牲畜饲养	注销
-------------	---------	------	------	----

资料来源：公司 2022 年年度报告及公开资料，中证鹏元整理

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

生猪养殖行业

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

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）

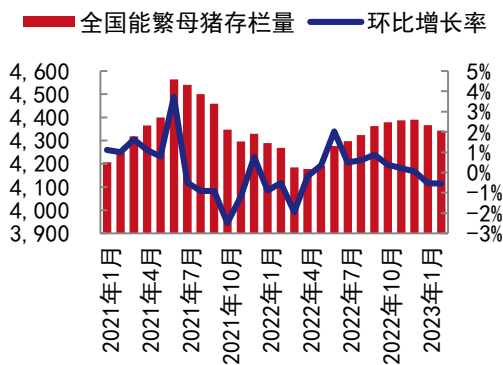
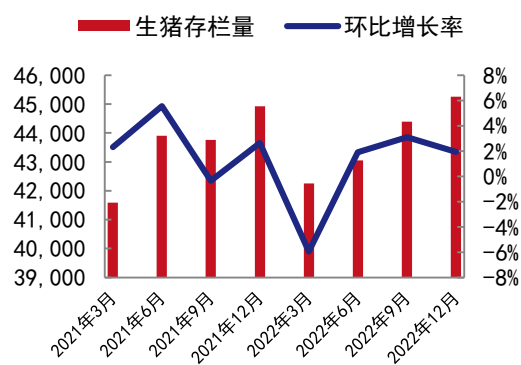


图 2 2021-2022 年全国生猪存栏量情况（单位：万头）



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

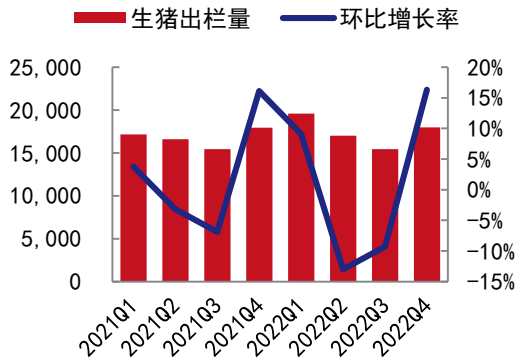
资料来源：iFinD，中证鹏元整理

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

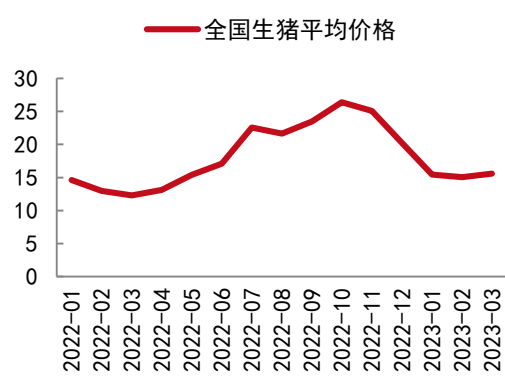
波动较大，对生猪养殖企业稳定运营带来较大挑战。

图 3 2021-2022 年生猪出栏量情况（单位：万头）



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

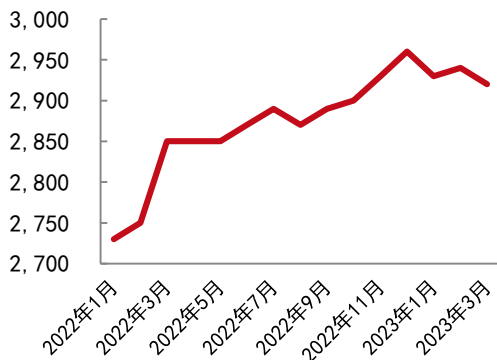
图 4 2022 年以来全国生猪平均价格情况（单位：元/公斤）



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

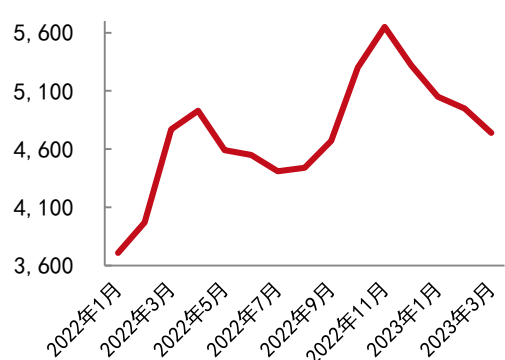
国内生猪行业的主要成本为饲料，饲料构成以玉米和豆粕为主，上述两种原材料的价格波动对生猪销售成本影响较大。在俄乌冲突和国内外粮食供应链不稳定的持续扰动下，2022 年玉米和豆粕价格均呈现波动增长的态势，上半年玉米和豆粕价格分别最高上涨至 2,908 元/吨、5,185 元/吨，下半年玉米和豆粕价格高点更高，分别为 3,008 元/吨、5,699 元/吨。由于供需两端较为平衡，2023 年 1-3 月玉米价格在高位小幅震荡，预估 2023 年 4-6 月玉米价格将延续高位振荡态势，而随着进口玉米数量和国内玉米产量增加，下半年玉米价格或存在回落风险。受巴西大豆丰产且集中上市的影响，2023 年一季度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

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。

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。

生猪屠宰行业

我国生猪屠宰行业产能利用率未饱和，整体市场集中度较低，未来有望向规模化和集约化方向发展

生猪屠宰行业是生猪养殖的下游行业，屠宰企业收购商品毛猪，屠宰后向下游出售白条猪或冻品，赚取差价。我国生猪屠宰行业实行定点屠宰、集中检疫。受非洲猪瘟和环保政策的影响，以及在国家农业产业政策的大力支持及引导下，生猪定点屠宰占比明显提升，行业规范化、现代化发展进程不断加快。

受生猪养殖行业的周期性波动影响，下游屠宰行业的产能利用不稳定，根据华经情报网数据，我国生猪屠宰行业产能利用率在35%以下，相比之下美国生猪屠宰行业产能利用率在90%以上，目前我国规模企业的屠宰实际产能利用率未饱和。

行业格局方面，根据中国产业信息网数据，目前我国生猪屠宰行业CR5在7%上下波动，而欧美发达国家普遍在50%以上。近年来，我国大型屠宰加工企业的生产设备和工艺日趋现代化，极大提高了屠宰效率，部分手工、半机械式的小型屠宰企业逐渐被市场所淘汰，行业集中度得以提高。同时，我国政府不断提高防疫、环保和食品安全等方面的要求，从政策上推动屠宰企业的规模化、规范化发展。

五、经营与竞争

公司生猪屠宰业务稳步发展，保持省内竞争优势；随着公司建设的生猪养殖场逐渐引猪投产，2022年生猪出栏量大幅提升，屠宰所用生猪中自供比例进一步提升，公司生猪全产业链布局逐步完善；受猪肉市场价格下跌影响，2023年一季度公司毛利率大幅下滑，需持续关注后续猪价走势情况；公司在建、拟建项目尚需投入较大规模资金，仍面临较大的资金支出压力

公司以禽畜养殖及屠宰业务为核心，打造产业链一体化经营模式，主营业务涵盖禽畜养殖、禽畜屠宰、肉制品深加工、饲料加工等环节，对外销售产品主要包括生鲜猪肉、生猪、生鲜禽肉、金华火腿等。其中生鲜猪肉为公司最主要的产品，收入占比保持在90%左右。2022年，公司生猪养殖规模及生猪出栏量快速增长，生猪屠宰业务稳步发展，带动营业收入规模同比增长13.30%。

毛利率方面，受益于2022年二、三季度猪肉市场价格回暖，公司2022年生鲜猪肉销售毛利率同比增长3.52个百分点。公司养殖的生猪主要用于自供屠宰，生猪收入主要为择机对外销售种猪、仔猪或用于

二次育肥的商品猪，其中种猪销售价格波动较大，因此生猪销售毛利率波动较大。受下游需求下降影响，2022年生鲜禽肉毛利率同比下跌2.48个百分点。2023年一季度，因生猪价格下探至成本线以下，公司销售毛利率大幅下滑。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2023年1-3月			2022年			2021年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
生鲜猪肉	174,925.85	88.07%	0.56%	834,762.46	88.31%	5.82%	766,284.88	91.86%	2.30%
生猪	8,446.19	4.25%	-5.39%	43,910.90	4.65%	18.98%	6,027.22	0.72%	30.30%
生鲜禽肉	5,637.24	2.84%	6.36%	23,571.21	2.49%	0.58%	22,138.00	2.65%	3.06%
火腿	903.75	0.46%	13.95%	4,344.97	0.46%	-0.18%	4,225.62	0.51%	8.42%
饲料	1,287.60	0.65%	4.70%	3,790.56	0.40%	2.10%	6,133.07	0.74%	1.74%
其他	7,413.27	3.73%	4.82%	34,836.36	3.69%	5.69%	29,416.07	3.53%	7.18%
合计	198,613.90	100.00%	0.72%	945,216.46	100.00%	6.26%	834,224.86	100.00%	2.73%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

（一）生猪屠宰业务

公司系浙江省规模化禽畜屠宰龙头企业，保持省内竞争优势，生猪屠宰业务平稳发展，2022年屠宰产量小幅增长，产能利用率有所提高，2023年一季度受猪价下跌影响，生鲜猪肉业务毛利率大幅下降，若猪价持续低迷，将使公司盈利持续承压

公司在生鲜猪肉领域具备一定市场竞争力和品牌知名度，市场占有率在浙江省内保持在30%左右。受国内生猪产能恢复影响，2022年公司生猪屠宰产量同比实现一定增长，全年累计屠宰生猪346.4万头。生猪屠宰产量增长6.93%，销量小幅增长。由于公司出售主营鲜品屠宰的子公司河南华统固佳食品有限公司¹，2022年公司生猪屠宰产能同比下降2.52%，整体影响下产能利用率有所提升。公司仍采用以销定产的生产模式，产销率维持在高水平。

2022年4月起，我国生猪市场进入新一轮猪周期，猪价逐步回升至盈利区间，并于10月下旬达到年内价格高点，受益于销售价格的回暖，公司2022年生鲜猪肉销售收入同比增长8.94%，毛利率同比增长3.52个百分点。但本轮猪周期的盈利区间时间较短，仅限于2022年6-12月，2022年11月起生猪价格震荡下行，2023年以来已下跌至15元/公斤左右，低于盈利线，故公司2023年一季度生鲜猪肉业务毛利率大幅下跌。生猪市场价格波动受多方面因素干扰，存在较大不确定性，若持续低于盈利线，或将使公司盈利承压，需持续关注后续猪价的走势情况及对公司业绩的影响。

表3 公司生鲜猪肉屠宰业务产销情况（单位：吨）

类型	2022年	2021年
产能	896,070.00	919,200.00

¹ 公司于 2022 年 10 月出售子公司河南华统固佳食品有限公司全部股权，为折价出售，处置价款与合并报表层面该子公司净资产份额的差额为-443.86 万元

产量	392,484.97	367,040.65
销量	399,798.97	398,396.26
产能利用率	43.80%	39.93%
产销率	101.86%	108.54%

注：销量大于产量系公司直接采购少量白条猪对外销售所致；公司屠宰产能利用率较低，主要系因为浙江省内消费习惯以热鲜肉为主，晚上屠宰，凌晨运送至摊位，屠宰时间较短

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

从销售模式来看，2022年公司仍以区域经销模式为主，占比69.92%，与上年基本持平。区域经销主要采用款到发货的销售模式，回款情况较好，为公司产生持续稳定的现金流。此外，2022年公司拓展了部分团膳客户，对团膳客户公司给予45天左右的信用期。

从销售区域来看，2022年公司仍以浙江省内销售为主，省内销售增幅大于省外。

表4 公司营业收入按销售模式及销售区域分布情况（单位：万元）

销售模式	2022年	2021年
区域经销	660,933.03	581,751.34
其他销售模式	284,283.43	252,473.53
按销售区域划分		
浙江省内	750,925.10	640,858.33
浙江省外	194,291.36	193,366.54

资料来源：公司2022年年度报告，中证鹏元整理

浙江省内的消费习惯以热鲜肉为主，屠宰场所在的县区的农批市场为最主要的销售终端，销售对象较为分散。由于新拓展的团膳客户订单相对集中，公司2022年第一大销售客户变更为台州华篮食品销售有限公司，销售收入占比2.36%，其余几位前五大销售客户仍均为个人经销商，前五大客户销售收入合计占比7.89%，客户集中度仍较低。

采购方面，公司仍采取以销定采的采购模式，2022年公司养殖的生猪出栏量大幅提升，屠宰所用生猪的自供比例提高，因而外部采购数量及金额均同比下滑，生猪采购均价较上年基本持平。由于浙江省内消费习惯以热鲜肉为主，随着非洲猪瘟得到控制，活猪调运政策限制放宽，白条猪的市场采购需求下降，故公司白条猪采购均价有所下跌。2022年公司前五大供应商为牧原食品股份有限公司、个人供应商和正大饲料（义乌）有限公司，其中正大饲料（义乌）有限公司主要采购产品为生猪养殖所需的饲料，前五大供应商采购金额合计占比为13.03%。

表5 公司生猪采购情况（单位：吨；万元；元/kg）

销售模式	2022年	2021年
生猪采购量	307,449.32	390,903.66
生猪采购金额	568,001.90	726,448.44
生猪采购均价	18.47	18.58
白条猪采购量	9,650.64	12,842.63
白条猪采购金额	17,187.10	30,264.18

白条猪采购均价	17.81	23.57
---------	-------	-------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（二）生猪养殖业务

2022年公司浙江省内的生猪养殖场均开始陆续引猪投产，生猪出栏量大幅增长；公司育成商品猪自供比例进一步提升；公司采用自繁自养的养殖模式，对资金需求较大，在建项目仍需一定资金投入，公司持续面临较大的资金平衡压力

公司近年持续大规模投入生猪养殖项目建设，2022年，公司在浙江省内建设的18个楼房养殖场均已陆续引猪投产。公司生猪养殖采取自繁自养的经营模式，公司自建猪场，通过引种、配种达到母猪分娩仔猪，将出生仔猪从哺乳、保育、生长、育肥饲养到肥猪出栏全程阶段饲养，并对各个环节建立标准化的生产管理模式。公司根据市场情况有选择地对外销售种猪、仔猪或用于二次育肥的商品猪，育成商品猪主要销售给公司内部用于自营屠宰，内销价格参照市场价格执行。

2022年公司生猪（含商品猪、种猪、仔猪）累计出栏量120.48万头，同比大幅增长，是行业里出栏增速较快的公司之一，2023年一季度公司累计出栏量53.5万头，预计2023年全年出栏量达到250万头左右。2022年公司屠宰所用生猪的自供比例²已达到约25%，未来该比例可能进一步提高。

表6 公司生猪出栏情况（单位：万头、元/头）

年份	项目	种猪	商品猪	仔猪	合计
2022年	出栏数量	2.17	98.41	19.90	120.48
	其中：内销数量	1.72	86.09	0	87.81
	外销数量	0.46	12.32	19.90	32.68
	销售均价	2,719.35	2,239.68	653.76	--
2021年	出栏数量	1.42	12.26	0.07	13.75
	其中：内销数量	0.80	11.15	0	11.95
	外销数量	0.62	1.12	0.07	1.80
	销售均价	4,607.80	2,324.25	115.45	--

注：表中销售均价为含内、外销，内销价格参照市场价格执行

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司直接外销的生猪主要系根据市场情况择机出售，近两年受生猪产能去化节奏、养殖端压栏惜售及二次育肥等因素影响，生猪市场价格波动较大。公司2022年确认生猪直接销售收入4.39亿元，毛利率为18.98%，同比大幅下降，主要系外销种猪的销售单价大幅下跌所致。

随着公司生猪养殖场的陆续引猪投产，公司生猪养殖产能、产量大幅提升。从养殖成本来看，公司通过加强采购管理、优化饲料配方、提高生产效率和养殖技术、持续完善生物安全体系建设等措施，努力降低生猪养殖成本。

表7 公司生猪养殖相关指标

² 2022年公司内销商品猪86.09万头，屠宰生猪346.4万头，自供比例=86.09/346.4=24.85%

类型	2022年	2021年
产能（吨）	213,960.00	81,000.00
出栏量（吨）	126,288.45	16,188.94
产能利用率	59.02%	19.99%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在建项目方面，公司在浙江省内的生猪养殖场均已进入建设尾声。公司对于已建成的楼栋逐栋转固，以引猪投产作为转固的时点，因此有部分仍处于在建状态的项目实际已经开始投产，公司在建生猪养殖场尚需一定规模的资金投入。此外，公司2023年2月发布公告，公司与抚州市人民政府就生猪全产业链项目达成战略合作意向，公司拟与抚州市农垦发展集团有限公司及抚州市绿缘实业有限公司合作投资，总投资规模76亿元，具体合作方式及各方出资比例尚未确定。同时，由于公司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将持续扩大。另一方面，由于未来生猪的销售价格难以预知，公司在建产能未来能否实现预期效益存在不确定性，公司持续面临着较大的资金平衡压力。

此外，近年国内非洲猪瘟等疫病频发，对生猪养殖行业产生较大的影响，同时，不断趋严的环保政策也对公司的经营管理产生一定挑战。需持续关注疫病防治及环保等方面的经营风险。

表8 截至2022年末公司主要在建生猪养殖项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	工程进度
华昇牧业现代化生猪养殖场建设项目	76,983.50	87,520.96	90.00%
兰溪牧业生猪养殖项目	46,410.87	64,908.46	85.00%
东阳现代化生态养殖场建设项目	30,065.81	28,297.34	95.00%
乐清市华统现代化生猪养殖建设项目	28,000.00	27,138.80	95.00%
天台华统现代化生猪养殖建设项目	19,123.71	37,087.49	95.00%
浦江现代化生态养殖场建设项目	38,675.29	31,439.43	80.00%
正康猪业现代化生猪养殖场改扩建项目	27,399.16	32,271.33	95.00%
衢州华统现代化生态养殖场建设项目（“华统转债”募投项目）	50,039.84	51,759.52	95.00%
丽水农牧生猪养殖项目	55,746.84	32,582.61	60.00%
仙居绿发生猪养殖项目	44,394.44	41,902.61	95.00%
同壮现代化生猪养殖场建设项目	38,633.17	27,446.53	70.00%
合计	455,472.63	462,355.09	--

注：表中部分项目已投资额超过预计总投资额，对应项目处于建设尾声，已开始引猪投产，后续尚需投资金额不大

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

（三）禽类、火腿、饲料业务

公司禽类、火腿业务规模较小且盈利能力较弱；随着仙居、华昇饲料厂的投产，公司饲料产能大幅提升，由于公司生猪养殖产能扩张，内部饲料需求量大幅增加，外销比例减少；公司饲料原材料玉米、豆粕等价格高位运行，面临一定成本控制压力，同时饲料新增产能是否能够及时消化存在一定不确定性

公司家禽养殖采取自繁自养的模式，公司自建养殖场，父母代肉种雏鸡直接对外采购，并在公司种鸡场进行育雏、育成、产蛋、孵化出商品代雏鸡，除少量对外出售外，主要供给公司内部肉鸡养殖场，公司自行负责肉鸡养殖全过程，育成肉鸡大部分销售给公司用于屠宰后出售，少量通过公司全国肉鸡报价信息平台，将育成活鸡外售给报价较高地区的客户。截至2022年末，公司拥有禽类屠宰场10个，禽类养殖场2个，均分布在浙江金华和台州，未来暂无扩建产能计划。

2022年公司禽类养殖产能小幅提高，产量增幅略低于产能增幅，因此产能利用率小幅下降。禽类屠宰产能、产量和销量较上年基本持平。由于禽肉和猪肉消费存在替代效应，随着2022年猪肉消费市场有所回暖，禽肉市场价格有所下降，因此公司生鲜禽肉销售毛利率同比下跌2.48个百分点，盈利能力较弱。

表9 公司禽类养殖及屠宰产销情况（单位：吨、万元）

项目	类型	2022年	2021年
禽类养殖	产能	25,233.00	23,275.00
	产量	19,071.67	18,802.11
	产能利用率	75.58%	80.78%
生鲜禽类屠宰	产能	73,250.00	73,250.00
	产量	17,743.40	17,249.65
	产能利用率	24.22%	23.55%
	销量	18,125.56	18,674.48
	产销率	102.15%	108.26%
	收入	23,571.21	22,138.00

注：生鲜禽肉销量大于产量系公司直接采购少量白条鸡对外销售所致

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2022年公司火腿产能未发生变化，产量、销量及收入均小幅提升，亏损幅度降低，但占公司整体收入的比重较小。2022年公司非公开发行A股股票，募投项目为年产4万吨肉制品加工项目，建成后将新增公司火腿、腌腊类、调理类、酱卤类深加工肉制品产能4万吨，扩充公司在产业链下游的产能。截至2023年5月末，该项目尚在办理前期手续，未开始建设。

表10 公司火腿产销情况（单位：吨、万元）

项目	类型	2022年	2021年
火腿	产能	4,320.00	4,320.00
	产量	1,053.55	795.20
	产能利用率	24.39%	18.41%
	销量	1,010.00	963.80
	产销率	95.87%	121.20%
	收入	4,344.97	4,225.62

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

饲料业务方面，随着公司生猪养殖项目陆续投产，对饲料产能需求日益加大。2022年，公司所建设的华昇饲料年产45万吨高档动物饲料建设项目、仙居绿发饲料项目成套工程项目开始投产，饲料产能、

产量大幅提升。在建项目方面，截至2022年末，公司主要在建饲料项目为兰溪年产18万吨动物饲料建设项目，预计总投资为1.00亿元，已投资0.15亿元，建成后将进一步提高公司饲料产能。由于公司饲料产能是按照生猪养殖场全部满产来规划布局，因此目前产能利用率较低，未来随着公司生猪养殖量的持续扩大，饲料产能利用率将有所提升，但新增产能能否及时消化仍存在一定不确定性。

目前公司禽畜养殖所用饲料可以做到完全自给自足，因饲料主要用于自供，外销比例大幅降低，2022年公司饲料销售收入同比有所下滑。

表11 公司饲料产销情况（单位：吨、万元）

项目	类型	2022年	2021年
饲料	产能	592,500.00	120,000.00
	产量	262,803.72	90,856.48
	产能利用率	44.36%	75.71%
	销量	259,827.39	90,886.44
	收入	3,790.56	6,133.07

注：销量为未内部抵消数据，收入为抵消后数据

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

饲料成本为生猪养殖成本中占比最大的部分，饲料自供不但可以降低禽畜养殖成本，还有利于从源头上控制生物安全，保证食品安全。公司生产的饲料原材料主要包括玉米、豆粕、糙米等，受国内外粮食供应链不稳定等因素的持续干扰，2022年主要原材料价格均呈现波动增长的态势，年末价格站上新高点。公司根据饲料的市场价格情况，适时调整饲料配方，以达到控制成本的目的。随着国内外玉米、大豆等农产品供需进展情况的缓解，预计2023年饲料原材料将有所回落，但仍将保持较高水平，公司将持续面临一定成本控制压力。

表12 公司饲料原材料采购情况（单位：吨、元/kg）

类型	2022年		2021年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价
小麦	4,974.58	2.93	7,743.02	2.60
玉米	137,510.55	3.03	42,120.82	2.97
豆粕	40,893.33	4.63	13,134.92	3.55
糙米	13,228.18	3.00	0.00	0.00
麸皮	14,333.64	2.42	2,625.15	2.25
大麦	10,329.42	2.68	0.00	0.00
膨化玉米	2,805.00	3.51	1,667.65	3.49
其他	69,417.98	5.54	24,968.17	5.09

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

六、财务分析

财务分析基础说明

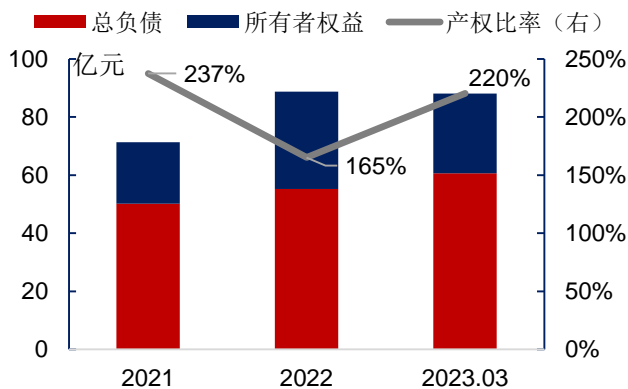
以下分析基于经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2021-2022年审计报告及未经审计的2023年一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2022年，公司合并范围内新增3家子公司，减少2家子公司，详见表1。

资本实力与资产质量

2022年受益于非公开发行A股股票，公司资本实力得到提升；公司资产主要以屠宰及养殖业务所需的生产设备、厂房和生物资产为主，其中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减值风险

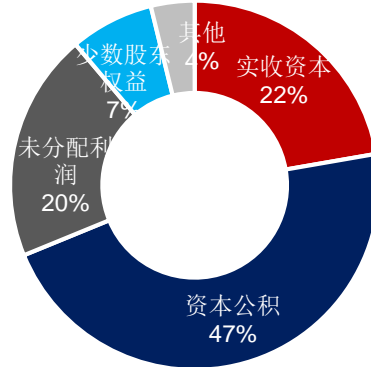
2022年公司向上海华俭定向增发A股股票，募集资金总额9.23亿元，扣除发行费用后的净额为9.17亿元，定向增发完成后，公司股本增加1.32亿元，资本公积（股本溢价）增加7.84亿元，公司资本实力有所增强，产权比率同比大幅下降。2023年一季度，公司按照浙江省乡村振兴投资基金有限公司实缴出资额的原价，分别以自有资金1.15亿元和3.39亿元收购其持有的子公司仙居绿发生态农业有限公司（以下简称“仙居绿发”）46.94%股权和兰溪华统牧业有限公司（以下简称“兰溪牧业”）47.02%股权，减少少数股东权益4.54亿元，造成一季度末公司净资产规模小幅下降，产权比率回升至220.27%，公司财务杠杆水平仍处于较高区间。

图7 公司资本结构



资料来源：公司2021-2022年审计报告及未经审计的2023年一季度报告，中证鹏元整理

图8 2023年3月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的2023年一季度报告，中证鹏元整理

公司资产主要以生猪屠宰及养殖业务形成的存货、固定资产、在建工程、生产性生物资产为主，2022年末上述科目合计占总资产的76.63%。年末存货主要包括消耗性生物资产6.96亿元、库存商品1.64亿元和原材料1.45亿元，消耗性生物资产主要为处在养育过程的育肥猪、保育猪，库存商品主要为待销售的新鲜肉品和火腿等，原材料主要为饲料生产所需的玉米、豆粕等。在公司养殖规模扩张的带动下，2022年存货账面价值同比增长94.63%。2023年一季度，由于生猪市场价格下跌至成本线以下，公司对存货计提跌价准备0.45亿元。公司固定资产主要包括生猪屠宰及养殖所需的厂房和机器设备，在建工程主要为在建的生猪养殖场和饲料厂项目。随着项目建设的持续投入和陆续转固，2022年公司在建工程和固

定资产分别同比增长4.65%和16.44%。公司生产性生物资产主要为能繁母猪和后备种猪，2022年账面价值与上年基本持平。

其他资产方面，受益于非公开发行股票收到资金，公司2022年末货币资金同比增幅较大，其中0.96亿元因定期存单质押或用于各类保证金而使用受限，受限比例较低。公司2022年应收账款余额有一定增长，主要系发展团膳客户，增加授信额度所致。使用权资产主要为公司租赁的房产，无形资产主要为土地使用权。

受限资产方面，2022年末，公司受限资产账面价值合计6.28亿元，除受限货币资金外，主要为用于借款抵押的固定资产、无形资产、投资性房地产和使用权资产。

表13 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	8.04	9.12%	9.98	11.25%	4.24	5.94%
应收账款	0.56	0.63%	0.46	0.52%	0.26	0.37%
存货	9.55	10.84%	10.22	11.52%	5.25	7.36%
流动资产合计	21.18	24.03%	23.36	26.33%	12.75	17.87%
固定资产	37.48	42.52%	37.39	42.15%	32.11	45.00%
在建工程	19.13	21.71%	17.11	19.29%	16.35	22.92%
生产性生物资产	2.87	3.25%	3.25	3.67%	3.24	4.53%
使用权资产	2.01	2.28%	2.09	2.36%	1.68	2.35%
无形资产	2.84	3.22%	2.81	3.17%	2.66	3.72%
非流动资产合计	66.95	75.97%	65.36	73.67%	58.61	82.13%
资产总计	88.13	100.00%	88.72	100.00%	71.36	100.00%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

盈利能力

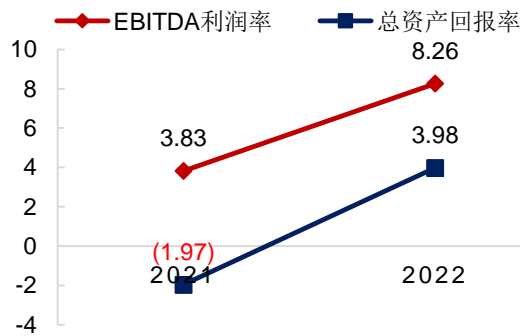
2022年公司营业收入同比增长，实现扭亏为盈，盈利能力显著提升；但随着2023年一季度猪价下跌，公司销售毛利率下降叠加计提资产减值损失，导致净利润再次出现较大亏损，需持续关注生猪价格波动对公司经营业绩的影响

2022年，公司生猪养殖规模及生猪出栏量快速增长，生猪屠宰业务稳步发展，带动营业收入规模同比增长13.30%；2023年一季度，公司生猪出栏仍保持较高增速，营业收入同比增长15.56%。毛利率方面，受益于2022年二、三季度猪肉市场价格回暖，公司2022年生鲜猪肉销售毛利率同比增长3.52个百分点，整体毛利率有所提升；2023年一季度，由于生猪市场价格下跌至成本线以下，导致公司销售毛利率大幅下降。

利润方面，2022年公司净利润实现扭亏，EBITDA利润率及总资产回报率均有较大改善，盈利能力显著提升，但期间费用方面，2022年公司管理费用同比增长48.69%，主要系本期投产的养殖场增加，对

应人工和折旧费用增加所致；财务费用同比增长71.13%，主要系银行贷款增加所致，期间费用仍对公司利润形成较大的侵蚀。2023年一季度，由于生猪价格下滑以及公司计提资产减值准备，确认资产减值损失0.45亿元，公司净利润亏损1.43亿元，由于生猪价格波动较大，盈利水平仍面临较大波动可能。

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

公司生猪屠宰业务保持较好的现金生成能力，但近年持续大额的资本支出仍依靠外部筹资平衡，未来仍面临较大的资金投入压力；公司总债务规模持续增长，杠杆水平较高，短期债务占比提高，整体偿债压力较大，但融资弹性尚可

2022年公司总债务同比增长13.40%，短期债务占比提高至45.89%，长短期债务结构有待改善。从构成来看，公司总债务主要包括银行借款、债券融资、资金拆借款及应付浙江省乡村振兴投资基金有限公司的股权回购款。其中，银行借款包括保证借款、抵押借款、信用借款等，授信银行主要为四大国有银行及兴业银行、浦发银行等全国性股份制商业银行。债券融资主要为“华统转债”，因可转债转股，账面价值有所下降。公司长期应付款主要为资金拆借款，系子公司义乌华昇牧业有限公司分别向义乌市赤岸镇集体资产经营有限公司、义乌市双江湖开发集团有限公司和义乌市五亭现代农业开发有限公司等的借款，资金拆借款合计2.00亿元，期限5年，年利率10%。2022年公司新增其他非流动负债，主要系公司收到的浙江省产业基金有限公司对子公司东阳华统牧业有限公司、义乌华昇牧业有限公司的增资款，由于根据股权投资协议，公司不能无条件地避免交付现金的合同义务，因此将公司应付的股权回购款确认为债务，2023年一季度其他非流动负债增至3.63亿元。租赁负债主要为应付的租金。

其他负债科目方面，应付账款主要为应付的原材料和工程设备款；递延收益主要为公司收到的与资产相关的政府补助款。

表14 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	14.91	24.59%	14.30	25.87%	13.19	26.27%
应付账款	5.16	8.52%	4.87	8.81%	5.69	11.33%
一年内到期的非流动负债	5.84	9.64%	6.36	11.51%	1.45	2.88%
流动负债合计	29.05	47.93%	27.92	50.52%	22.83	45.46%
长期借款	17.65	29.12%	15.92	28.80%	17.17	34.20%
应付债券	2.86	4.71%	2.83	5.12%	4.35	8.66%
租赁负债	1.69	2.78%	1.72	3.11%	1.35	2.68%
长期应付款	2.04	3.36%	2.09	3.78%	2.20	4.37%
递延收益	3.63	5.99%	2.90	5.25%	2.30	4.57%
其他非流动负债	3.63	5.99%	1.82	3.29%	0.00	0.00%
非流动负债合计	31.57	52.07%	27.34	49.48%	27.39	54.54%
负债合计	60.62	100.00%	55.26	100.00%	50.22	100.00%
总债务合计	48.60	80.17%	45.02	81.46%	39.70	79.06%
其中：短期债务	20.75	34.23%	20.66	37.38%	14.64	29.16%
长期债务	27.85	45.94%	24.36	44.08%	25.06	49.90%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

公司生猪屠宰业务主要采用区域经销模式，在该模式下，经销商每日汇总个体肉摊需求信息给公司，公司根据需求信息安排生产及配送，经销商通常需要预先支付货款，因此公司经营现金流情况良好。受益于公司业绩情况的改善，2022年公司EBITDA利息保障倍数有较大增幅。但公司近年处于生猪养殖产能的扩张期，资本支出规模较大，自由现金流/净债务指标能够更准确地衡量公司杠杆状况，而近年公司自由现金流持续为负，无法对净债务形成覆盖整体来看，公司仍面临着较大的偿债压力。

表15 公司现金流及杠杆状况指标

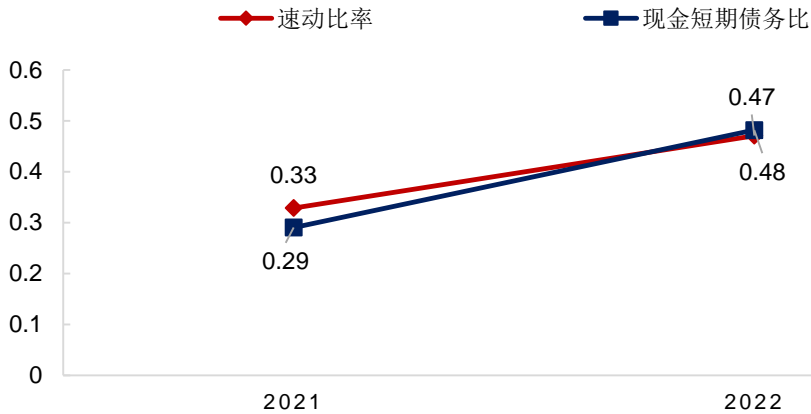
指标名称	2023年3月	2022年	2021年
经营活动净现金流(亿元)	2.10	3.74	2.52
FFO(亿元)	--	5.51	1.33
资产负债率	68.78%	62.29%	70.37%
净债务/EBITDA	--	4.84	11.89
EBITDA 利息保障倍数	--	3.76	1.96
总债务/总资本	63.85%	57.37%	65.25%
FFO/净债务	--	14.57%	3.52%
经营活动现金流/净债务	5.10%	9.91%	6.63%
自由现金流/净债务	-2.54%	-20.03%	-52.12%

资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度报告，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均有所提高，但仍在较低水平，流动性指标欠佳。公司控股股东持有的公司股份质押比例较高，截至2023年3月末已达62.44%。截至2022年末，公司授信总额和未使用额度分别为45.12亿元和3.83亿元，备用流动性一般。考虑到公司为上市公司，融资渠

道较为通畅，同时，公司的固定资产尚有较大比例未抵押，有一定融资弹性，整体看，公司融资空间尚可。

图 10 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）ESG 风险因素

公司2022年因环境保护问题受到多起行政处罚，但处罚事项性质较轻微，罚款金额不大，对公司整体信用水平无显著负面影响；2022年公司及主要高级管理人员因信息披露不准确收到监管部门的警示函，已完成相应整改

环境因素

因生猪养殖行业的特殊性质，公司生产经营过程中涉及到废气、废水等污染物排放，属于环境保护部门关注的重点排污单位，近年不断趋严的环保要求对公司的经营管理能力产生一定挑战。2022年，多个子公司因环境问题受到行政处罚，累计产生罚款 700 余万元，其中最高的单次罚款金额为 40 万元，公司已缴纳相关罚款并完成相应整改。整体看，公司因环保问题所受的行政处罚次数较多，但性质较轻微，罚款金额不大，对公司经营业绩无显著影响。

社会因素

根据公司提供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况，不存在拖欠员工工资、社保的情况。

公司治理

2022年6月，公司收到中国证券监督管理委员会浙江监管局（以下简称“浙江证监局”）下发的《关于对浙江华统肉制品股份有限公司及相关人员采取出具警示函措施的决定》（（2022）55号）（以下简称“警示函”），警示函指出，因公司于2022年1月披露的《2021年度业绩预告》与2022年2月披露的《2021年度业绩预告修正公告》差异较大，且2022年2月披露的会计差错更正公告中对政府补助相关会计处理进行差错更正，相关信息披露不准确，违反上市公司信息披露相关法律法规，浙江证监局对公司、董事长兼总经理朱俭军、财务总监张开俊、董事会秘书朱婉珍分别采取出具警示函的监督管理措施，并计入证券期货市场诚信档案。2022年7月，公司董事会因前述事项收到深圳证券交易所出具的监管函。中证鹏元于2022年7月就此事项出具关注公告。针对此事项反映出的公司在财务会计管理制度和内部控制制度上存在的问题，公司进行了相应整改，整改措施主要包括组织相关人员认真学习相关法律法规及规范性文件、加强对财务人员的培训、加强公司跨部门业务的沟通以及加强公司与外部审计机构的沟通联系等。

2022年5月，公司原董事林振发因个人原因辞职，公司补选一名董事。2023年5月，公司原董事赵亮因个人原因辞职。此外，公司主要高级管理人员未发生变动，核心管理团队较稳定。

（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5月17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。

根据中国执行信息公开网，从2020年1月1日至报告查询日（2023年6月6日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

八、债券偿还保障分析

华统集团对“华统转债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

华统集团对“华统转债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围为“华统转债”100%本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的合理费用。保证期间为公司按照约定支付“华统转债”的利息及兑付“华统转债”的本金期限届满之日起两年。

截至2022年末，华统集团注册资本为5.01亿元，其中朱俭勇持股比例为60%，朱俭军持股比例为22.50%，朱凯持股比例为17.50%，实际控制人为朱俭勇。华统集团除公司之外，还有房地产开发、酒店经营等业务板块。2022年，华统集团收购高乐股份（002348.SZ），高乐股份主营业务为玩具生产和互联网教育。根据公司提供的数据，截至2022年末，华统集团总资产为129.57亿元，净资产为29.78亿元，资产负债率为77.02%。2022年华统集团实现营业收入97.82亿元，净利润为0.28亿元。

因中证鹏元未对华统集团进行评级，无法判断其为“华统转债”提供的担保的增信效果。

九、结论

公司所处的生猪行业价格周期性波动明显，对公司的盈利能力稳定性产生一定影响。跟踪期内，公司生猪屠宰业务平稳发展，保持了较好的现金流，随着生猪养殖场的陆续投产，公司生猪养殖产能快速释放，出栏量大幅增长，生猪自供比例持续提升，上下游产业链布局持续完善。2022年公司完成非公开发行A股股票，资本实力得到提升，有效缓解了资金压力。但同时需关注，受猪价波动影响，2023年一季度公司经营亏损，公司近年处于产能高速扩张时期，资金支出规模较大，推动总债务规模持续攀升，财务杠杆处于较高水平，面临较大的资金平衡压力和债务偿还压力。

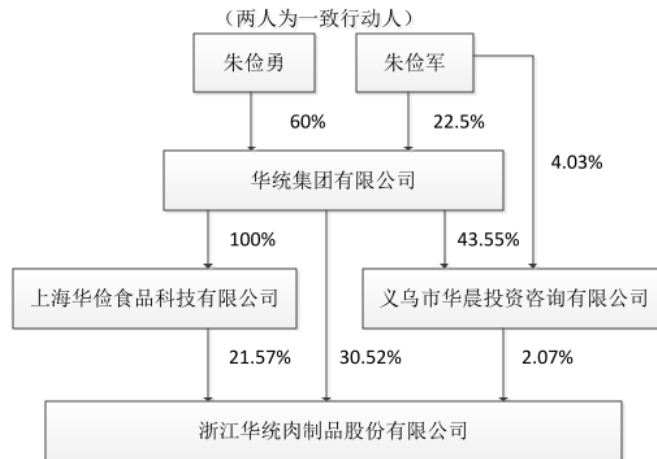
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA，维持评级展望为稳定，维持“华统转债”的信用等级为AA。

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
存货	9.55	10.22	5.25	3.67
流动资产合计	21.18	23.36	12.75	12.65
固定资产	37.48	37.39	32.11	15.84
在建工程	19.13	17.11	16.35	11.40
非流动资产合计	66.95	65.36	58.61	37.31
资产总计	88.13	88.72	71.36	49.96
短期借款	14.91	14.30	13.19	7.16
流动负债合计	29.05	27.92	22.83	12.85
长期借款	17.65	15.92	17.17	6.48
非流动负债合计	31.57	27.34	27.39	14.84
负债合计	60.62	55.26	50.22	27.68
总债务	48.60	45.02	39.70	21.65
所有者权益	27.52	33.46	21.15	22.28
营业收入	19.86	94.52	83.42	88.36
营业利润	-1.55	1.33	-2.05	1.77
净利润	-1.43	1.25	-2.47	1.61
经营活动产生的现金流量净额	2.10	3.74	2.52	3.61
投资活动产生的现金流量净额	-3.22	-11.39	-20.20	-16.27
筹资活动产生的现金流量净额	-0.65	12.43	16.17	14.94
财务指标	2023年3月	2022年	2021年	2020年
EBITDA	--	7.81	3.19	3.05
FFO	--	5.51	1.33	2.32
净债务	41.17	37.80	37.94	18.49
销售毛利率	0.72%	6.26%	2.73%	3.37%
EBITDA 利润率	--	8.26%	3.83%	3.46%
总资产回报率	--	3.98%	-1.97%	5.09%
资产负债率	68.78%	62.29%	70.37%	55.41%
净债务/EBITDA	--	4.84	11.89	6.06
EBITDA 利息保障倍数	--	3.76	1.96	4.69
总债务/总资本	63.85%	57.37%	65.25%	49.28%
FFO/净债务	--	14.57%	3.52%	12.55%
速动比率	0.40	0.47	0.33	0.70
现金短期债务比	--	0.48	0.29	0.73

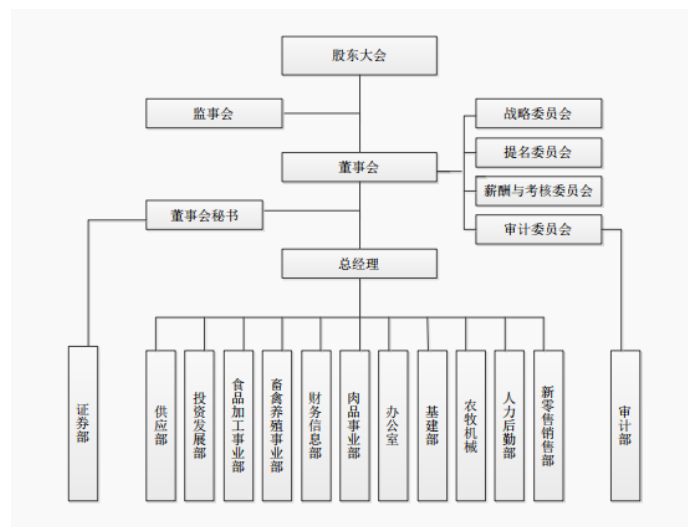
资料来源：公司 2021-2022 年审计报告及未经审计的 2023 年一季度报告，中证鹏元整理

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 2022 年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况（单位：亿元）

公司名称	注册资本	持股比例	业务性质	取得方式
苏州市华统食品有限公司	0.50	60.00%	加工业	设立
台州华统食品有限公司	1.00	67.00%	加工业	设立
衢州华统牧业有限公司	5.73	100.00%	养殖业	设立
天台华统牧业有限公司	2.00	100.00%	养殖业	设立
丽水市丽农生态农牧有限公司	3.00	100.00%	养殖业	设立
仙居绿发生态农业有限公司	2.45	53.06%	养殖业	设立
仙居华统种猪有限公司	0.50	85.00%	养殖业	设立
义乌华昇牧业有限公司	8.00	68.13%	养殖业	设立
兰溪华统牧业有限公司	7.21	52.98%	养殖业	设立
衢州市民心食品有限公司	0.10	51.00%	加工业	收购
正康（义乌）猪业有限公司	1.11	70.00%	养殖业	收购
杭州同壮农业发展有限公司	0.60	51.00%	养殖业	收购
东阳华统牧业有限公司	4.00	100.00%	养殖业	设立

资料来源：公司 2022 年年度报告及公开资料，中证鹏元整理

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。