

牧原食品股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发 行扶贫专项公司债券（第一期）跟踪评级报告（2021）

项目负责人：王梦莹 mywang01@ccxi.com.cn

项目组成员：程方誉 fycheng@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021 年 06 月 29 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

■ 本跟踪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。

信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 2128 号

牧原食品股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；

维持“19 牧原 01”的信用等级为 **AA⁺**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十九日

评级观点：中诚信国际维持牧原食品股份有限公司（以下简称“牧原股份”或“公司”）的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“19 牧原 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。中诚信国际肯定了牧原股份在自育自繁自养一体化产业链、技术和成本等方面保持行业领先优势，持续增长的产能和收入规模以及畅通的融资渠道等因素对公司信用水平起到良好的支撑作用。但同时，中诚信国际也关注到生猪价格波动、疫病和环保风险以及债务规模快速上升、未来存在较大规模的资本支出、股票质押及平仓风险、关联交易规模较大以及实际控制人被监管约谈等因素对公司经营和整体信用状况的影响。

概况数据

牧原股份（合并口径）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	298.42	528.87	1,226.27	1,437.19
所有者权益合计（亿元）	137.08	317.12	661.05	746.35
总负债（亿元）	161.34	211.75	565.22	690.84
总债务（亿元）	125.02	126.31	351.72	461.44
营业总收入（亿元）	133.88	202.21	562.77	201.52
净利润（亿元）	5.28	63.36	303.75	80.49
EBIT（亿元）	11.16	68.78	312.95	--
EBITDA（亿元）	24.01	85.63	349.10	--
经营活动净现金流（亿元）	13.58	99.89	231.86	47.56
营业毛利率(%)	9.82	35.95	60.68	45.88
总资产收益率(%)	4.14	16.63	35.66	--
资产负债率(%)	54.07	40.04	46.09	48.07
总资本化比率(%)	47.70	28.49	34.73	38.21
总债务/EBITDA(X)	5.21	1.48	1.01	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.02	15.26	37.16	--

注：中诚信国际根据 2018~2020 年审计报告以及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

- **产业链日趋完善。**公司作为自育自繁自养一体化养殖的龙头企业，拥有集饲料加工、种猪选育、种猪扩繁、商品猪饲养以及屠宰肉食于一体的完整产业链，减少了中间环节的交易成本，有助于增强整体抗风险能力。
- **继续保持技术和成本优势。**公司拥有先进的饲料配方技术、生猪育种以及生猪养殖技术，并具备完整的扩繁体系；地处粮食大省的地理优势有利于公司更好地保障饲料原料供应，降低采购成本；另外，公司研发并使用智能化水平较高的猪舍和饲喂系统，大幅提高了生产效率。
- **产能和收入规模持续扩大。**2020 年以来，公司继续扩大生猪产能，收入规模同比大幅提升，未来随着新建产能的逐步释放，收入规模有望进一步增长。
- **融资渠道畅通。**作为 A 股上市公司，近年来公司多次完成非公开发行股票和优先股发行，同时公司与多家银行建立了良好的合作关系，截至 2021 年 3 月末，共获得银行授信 527.93 亿元，其中 178.85 亿元未使用，拥有较好备用流动性。

同行业比较

2020 年部分生猪养殖企业主要指标对比表

公司名称	2020			2021.3	
	生猪出栏量（万头）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	资产总额（亿元）	资产负债率(%)
新希望集团	829.25	1,144.04	81.82	1,960.08	61.82
牧原股份	1,811.50	562.77	303.75	1,437.19	48.07

注：“新希望集团”为“新希望集团有限公司”简称；表中生猪出栏量为新希望六和股份有限公司年报披露数。

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
19 牧原 01	AA ⁺	AA ⁺	2020/04/24	8.00	8.00	2019/01/22~2022/01/22	--

¹ 以上在建工程统计以公司下属的单个子公司为单位计算，计划投资额含各子公司的已转固投产部分、在建部分。

关注

- **生猪价格波动对公司盈利稳定性造成一定影响。**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。2020 年商品猪价格高位运行，公司盈利水平大幅提高，但随着行业产能的恢复，2021 年一季度生猪价格开始进入下行周期，公司业绩面临较大压力。
- **疫病和环保风险。**非洲猪瘟疫情的出现和蔓延导致部分生猪养殖企业经营效益不佳；同时，环保压力的不断增大也对公司生产管理提出了更高的要求。虽然公司在疫病防治和环境保护方面建立了相对完善的机制，但仍面临一定的风险。
- **债务规模快速上升，未来仍存在较大规模的资本支出。**随着产能扩张计划的推进，2020 年以来公司债务规模持续上升，在生猪行业下行周期下，流动性压力或将显现。截至 2021 年 3 月末，公司主要在建项目计划总投资为 697.13 亿元¹，尚需投入 195.28 亿元，未来资本支出规模较大，或将进一步推升债务规模。
- **关联交易规模较大，实际控制人被监管约谈。**2020 年公司发生的关联交易金额为 217.55 亿元，其中河南牧原建筑工程有限公司（以下简称“牧原建筑”）和河南牧原农牧设备有限公司（以下简称“牧原设备”）等关联公司的关联交易金额较大。预计 2021 年，公司对牧原建筑和牧原设备的关联交易额分别为 200 亿元和 20 亿元，仍保持较大规模。此外，2021 年 5 月 11 日，公司实际控制人被中国证监会采取监管谈话措施，中诚信国际将持续关注相关舆情对其融资环境的影响。
- **股票质押及平仓风险。**截至 2021 年 6 月 5 日，秦英林和牧原集团分别累计质押股票占其持有公司股份的 13.67% 和 19.81%；近期公司股票价格较前期高点下降较多，需关注未来股票质押及平仓风险。
- **评级展望**
中诚信国际认为，牧原食品股份有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。
- **可能触发评级上调因素。**公司盈利具有可持续性；产品多元化程度大幅提升；新增产能释放良好，利用率大幅提升；偿债能力大幅提升，抗风险能力显著增强。
- **可能触发评级下调因素。**受行业影响，生猪价格超预期下行、饲料价格超预期上涨，大幅侵蚀利润水平；食品安全问题导致经营获现大幅恶化；公司债务规模和融资成本大幅上升导致偿债能力下滑等。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

根据公司提供的资料，本次跟踪的债券的募集资金使用（用于偿还公司债务、优化公司债务结构、补充流动资金）与募集说明书承诺的用途和使用计划一致，且已全部使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021年一季度，受上年同期低基数影响，GDP同比增速高达18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的GDP环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度GDP同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至50%以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心CPI略有上涨，大宗商品价格上涨影响下PPI出现上扬态势，但CPI上行基础总体较弱、PPI上行压

力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在2020年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3月15日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在2018年4月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

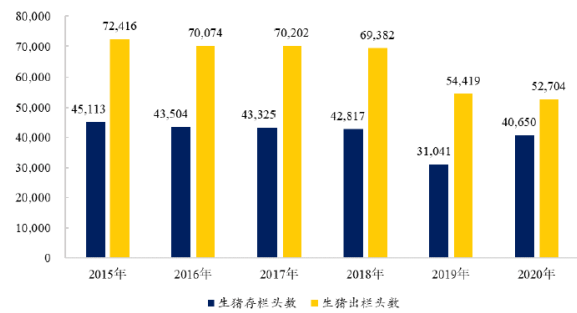
中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

近期关注

受“猪周期”和非洲猪瘟疫情等影响，2018 年我国生猪价格呈波动态势；2019 年 3 月开始，受供需关系影响，生猪价格高位运行；随着产能的逐步恢复，2021 年以来生猪价格持续下行，未来或将面临一定下行压力

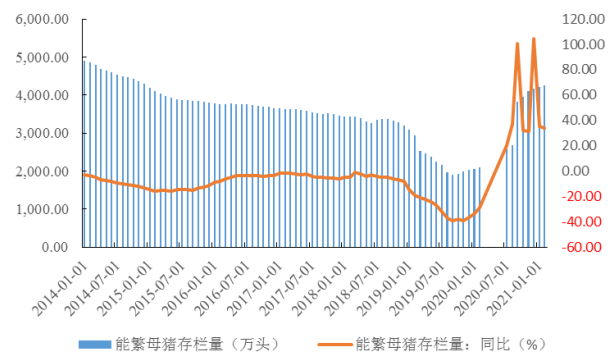
近年来，我国年出栏量在 500 头以上的大型养殖场生猪出栏量占比不断提升，但仍处于较低水平，以养殖散户为主体的供给结构决定了我国生猪饲养体系产业化程度低、市场集中度不高的格局。同时，受到技术、资金、信息不对称等条件的制约，养殖散户通常在猪价高涨时高价补充产能，猪价低迷时恐慌性提前出栏，从而造成生猪市场短时间内产生供需失衡，猪肉价格剧烈波动。2018 年 8 月以来，非洲猪瘟疫情突然爆发，生猪产能加速去化，生猪及能繁母猪存栏量大幅下降，其中截至 2019 年 9 月末，能繁母猪存栏量达到历史低点，相比于 2012 年 10 月末的历史高位下降约 3,000 万头；2020 年以来，随着养殖户补栏增加，国内生猪和能繁母猪存栏量逐步回升，截至 2020 年末存栏量分别为 4.07 亿头和 4,161 万头，分别同比增长 31.29% 和 103.47%；国内生猪出栏量为 5.27 亿头，同比下降 3.13%。2021 年一季度，生猪存栏 4.16 亿头，同比增长 29.5%；生猪出栏 1.71 亿头，同比增长 30.6%。

图 1：我国生猪存栏量和出栏量变化



资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

图 2：我国能繁母猪存栏量变化

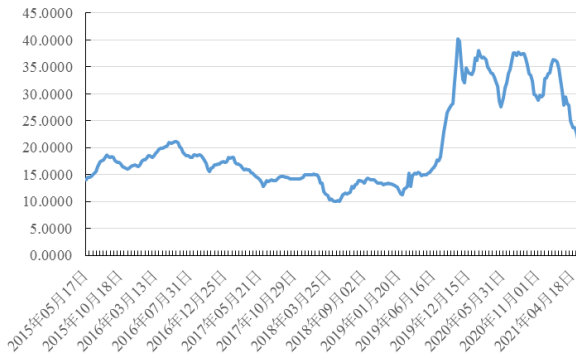


资料来源：Choice，中诚信国际整理

由于能繁母猪补栏到商品猪供应增加一般需要 10~13 个月左右，这使得供给的缺口无法随着价格涨跌迅速弥补，因而猪价波动的周期长度一般为 3~4 年，形成所谓的“猪周期”。由于非洲猪瘟疫情扩散，生猪跨省调运受到较大限制，区域间供需出现不平衡现象，随着部分跨省生猪产品的调运限制取消，生猪调出区压栏的生猪集中出栏，流向调入区，导致 2019 年初各区域生猪价格同步下跌。2019 年 3 月以来，随着生猪产能大幅去化，供给日趋紧缺，生猪价格在全国范围内快速上升，截至 10 月 25 日生猪平均价格达到 40.29 元/公斤，处于历年来价格最高点；但随后由于国家保供稳产政策取得一定成效等，生猪价格有所回落。2020 年 5 月以来，受复工复产的推进、餐饮需求逐步恢复等因素的影响，生猪价格有所反弹；9 月以来，随着生猪养殖产能的持续恢复，生猪价格逐步下行，10 月出现猪肉价格年内首次环比、同比“双降”，到 10 月末为 28.86 元/公斤；受传统腌腊制品等需求旺季影响，年末生猪价格有所回升；2021 年 1 月以来，能繁母

猪和生猪存栏量的持续上行，生猪价格持续下滑，截至 2021 年 6 月 27 日，全国 22 个省市生猪平均价格降至 12.73 元/公斤，面临较大下行压力。

图 3：全国 22 个省市生猪平均价格走势（元/公斤）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

2021 年 1 月 8 日，生猪期货在大连商品交易所挂牌上市，是我国首个活体交割期货品种。生猪养殖企业可通过套期保值、基差贸易、仓单服务、“保险+期货”等方式参与期货市场，利用期货价格合理安排生产计划，在期货市场对冲风险，有利于优化养殖企业利润的稳定性。但同时，中诚信国际也注意到，期货行情波动较大，交易采取保证金和逐日盯市制度，对参与者的专业性要求较高，对参与企业相关投资管控的要求将进一步提升。

2019 年 9 月 10 日，国务院办公厅发布的《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》提出，生猪屠宰加工需向养殖集中区域转移，鼓励生猪就近屠宰，实现养殖屠宰匹配、产销顺畅衔接。2020 年中央一号文件强调传统生猪调运方式的变革，要实现“运猪”向“运肉”转变，除种猪和仔猪外，原则上活猪不跨大区域调运。中诚信国际认为，随着活猪跨区调运逐步受限，不同区域猪价之间的分化或将更加明显，为了减少生猪利润被猪价较低区域所侵蚀，全国布局的大型养猪企业将会在各自养殖区域加快对猪屠宰产能的整合，有助于生猪养殖行业全产业链布局，而没有规模优势的小型养殖户或因不具成本优势而被淘汰，未来行业集中度或将进一步提升。

2020 年以来，玉米、豆粕等饲料原材料价格整体有所上涨，对养殖企业成本控制提出了更高要求

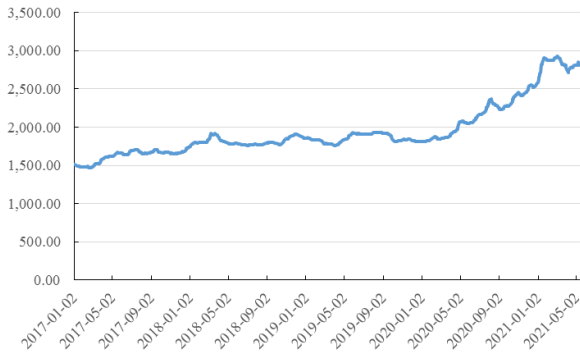
生猪养殖的成本主要由仔猪成本和玉米、小麦、豆粕等饲料成本构成。饲料成本中，玉米和小麦主要提供能量需求，占比约在 65% 左右，豆粕作为动物生长过程中蛋白质摄取的主要来源，约占 10%，因此饲料成本主要受玉米、小麦和豆粕价格的影响。

2018 年受阿根廷天气干旱、大豆减产以及中国对美国进口大豆采取反制措施加征关税等因素影响，10 月 11 日豆粕现货价格上涨至 3,649.58 元/吨，达到近年来高位。10 月以后由于国内非洲猪瘟疫情扩散和饲料新配方推广等减弱豆粕需求，以及从巴西等地区大豆进口量增加，2019 年 3 月末豆粕现货价格回落至 2,523.23 元/吨，随后受大豆主产区天气影响，豆粕供应量下降，加之下游需求有所恢复，10 月 24 日豆粕现货价格升至全年最高水平，为 3,171.85 元/吨；但受新作大豆上市及中美贸易关系有所缓和影响，当年末豆粕现货价格回落至 2,815.60 元/吨。2020 年初，受新型冠状病毒疫情在国内外蔓延等因素的影响，物流运输以及南美大豆进口受阻，加之 3 月下游饲料企业逐步复工，当月末豆粕现货价格回升至 3,251.33 元/吨；此后，随着疫情的逐步缓和及进口大豆到港，豆粕价格有所回落，至 6 月末为 2,770.00 元/吨；受美国农业部大豆种植面积数据下调等因素的影响，7 月以来豆粕现货价格震荡上行，至 2021 年 3 月末为 3,325.00 元/吨。未来中美经贸关系变化和全球新型冠状病毒疫情走势仍将为饲料原料的进口带来较大的不确定性，价格波动的风险依然存在。

玉米价格方面，我国多年来一直通过补贴、提高收购价格以及政府大量临时收储来支持玉米的生产，导致国内过去十年玉米播种面积快速增长，国储玉米库存已经超过 1 亿吨。为解决该问题，2016 年以来政府将工作重点放在加快农业结构调整方面，引导农民适应市场需求调整种养结构，适当调整减少玉米种植面积，加快去库存。2020 年以来，供应偏紧使得玉米价格整体呈上升态势，7 月末现

货价格升至 2,337 元/吨；8~9 月，由于早收玉米陆续上市等，价格有所回落，至 9 月末为 2,276 元/吨；四季度以来，由于市场供应仍然偏紧，叠加下游饲料需求旺盛，玉米现货价格大幅上行，到 2021 年 1 月 20 日升至 2,779 元/吨。

图 4：近年来国内玉米现货价格走势（元/吨）



资料来源：Choice，中诚信国际整理

小麦价格方面，我国小麦市场 2006 年开始实行最低收购价政策，2018 年，由于小麦最低收购价格和拍卖底价有所下调，国储去库存使得小麦供应增加，以及下游加工企业需求不振等因素综合影响，小麦价格出现下降，但下半年受新麦歉收、市场惜售等影响，小麦价格逐步回升。2019 年小麦供应充足且需求偏弱，价格呈震荡下行态势。2020 年以来，玉米价格上行使得下游饲料厂商加大小麦采购量，加之部分农户和贸易商惜售，小麦价格同比上涨。

中诚信国际认为，大宗农产品等原材料在饲料成本中占比较高，进而影响生猪养殖企业的生产成本。2019 年以来，豆粕、玉米等农产品价格受供需、政策等影响整体呈波动态势，2020 年以来整体价格有所上涨，对养殖企业成本控制能力提出更高要求。

受生猪存栏量增加影响，公司饲料原材料采购量大幅增长；在生猪养殖行业下行周期，原材料价格上涨对公司成本控制和精细化管理提出更高要求，需持续关注原材料价格波动对公司成本构成的影响

公司生产的饲料基本用于供应内部养殖，剩余部分对外出售。在传统“玉米+豆粕”型饲料配方的基础上，公司结合南阳市小麦主产区特点，研制了“小麦+豆粕”型饲料配方。对于玉米和小麦，粮食经销商为主要供应商，公司主要通过挂牌收购方式在当地采购；对于豆粕，则主要通过和粮油加工企业签订合同进行采购。公司子公司主要布局在东北、华北以及西北等粮食主产区，其中河南省是我国粮食生产大省，粮食产量占全国粮食总产量的比例在 10% 左右；东北地区作为我国重要的商品粮生产基地，年玉米产量占全国玉米产量的 40% 左右，地理优势有利于公司更好地保障饲料原料供应，降低采购成本。

采购数量方面，受养殖规模扩大影响，2020 年以来公司小麦、玉米和豆粕等主要原材料采购量均大幅增长。采购价格方面，2020 年以来，受疫情以及美国农业部大豆种植面积数据下调影响，豆粕采购价格上升；供应偏紧使得玉米价格整体呈上升态势；下游饲料厂商加大对价格相对较低的玉米替代原料的采购，小麦价格随之上涨。在生猪养殖行业下行周期，原材料价格上涨对公司成本控制和精细化管理提出更高要求，中诚信国际将对原材料价格波动情况及其对公司业务经营产生的影响保持关注。结算方面，玉米和小麦主要为现款现货，豆粕则以先货后款方式进行结算，账期较短，结算工具主要为现金和银行转账。

表 1：近年来公司原材料采购情况（万吨、元/吨）

	2018		2019		2020		2021.1~3	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
小麦	24.22	1,913	6.29	2,237	176.63	2,186	162.40	2,345
玉米	275.09	1,888	329.54	1,981	532.75	2,062	69.33	2,420
豆粕	37.93	3,278	39.31	2,967	76.43	2,992	26.61	3,430

资料来源：公司提供

随着公司养殖规模的扩大，饲料需求持续上升，2020 年以来，公司饲料产能进一步扩张；同时随着

新建饲料厂产能的释放，饲料产量亦大幅增长。产能利用率方面，公司饲料厂的产能利用程度主要受猪舍存栏量影响，随着生猪存栏规模的上升，2021年一季度饲料产能利用率大幅提升。预计未来随着养殖规模的扩大，公司饲料业务产能利用率仍有一定上升空间。

表 2：近年来公司饲料生产情况（万吨/年、万吨）

	2018	2019	2020	2021.1~3
产能	555	726	1,365	1,593
产量	384	378	735	328
产能利用率	69.19%	52.07%	53.85%	82.36%*

注：加“*”数据已经年化处理。

资料来源：公司提供

2020 年以来，公司保持了自繁自育自养一体化养殖优势，生猪产能规模迅速扩大，但产能利用率较低，未来将持续关注产能释放及出栏目标完成情况，同时养殖规模的快速扩张亦对精细化管理提出更高要求；此外生猪养殖易受各种疫病影响，同时环保压力的不断增大对公司生产管理提出了更高要求

2020 年以来，公司保持了我国较大的自繁自养自养大规模一体化的生猪养殖企业地位，拥有集饲料加工、种猪选育、种猪扩繁、商品猪饲养以及屠宰肉食等多个环节于一体的完整产业链，建立了食品安全保障体系和可追溯体系，减少了中间环节的交易成本，有助于增强整体抗风险能力。

跟踪期内，公司通过设立子公司快速扩大生猪产能规模，截至 2021 年 3 月末，已在河南、山东、湖北以及山西等 24 个省份共设立养殖板块控股子公司 226 家，拥有生猪产能 6,156 万头/年，其中河南地区产能占比约为 36%，随着新建养殖基地项目的推进，未来产能有望保持增长态势。生猪出栏量方面，受益于养殖产能规模逐步释放，2020 年出栏量大幅上升，2021 年一季度出栏量同比增长 201.09%。产能利用率方面，由于公司持续布局养殖基地，同时生猪养殖具有一定的生长周期，产能释放存在一定滞后性，目前处于较低水平。根据规划，公司 2021 年生猪出栏量预计达 3,600~4,500 万头。**中诚信国际关注到**，公司生猪产能利用率较低，未

来将持续关注产能释放情况及 2021 年出栏目标完成情况。同时，中诚信国际认为，在猪产业快速发展过程中，需关注企业发展规模、模式、节奏、团队能力、管理体系、运转机制之间的匹配问题，疫情催化和行情变化等因素将对企业的生产管理把控能力和应对能力提出更高要求。

表 3：近年来公司生猪产能及出栏量情况（万头/年、万头）

	2018	2019	2020	2021.1~3
产能	2,096	2,594	5,662	6,156
出栏量	1,101.11	1,025.33	1,811.50	772.00

资料来源：公司提供

疫病防治方面，公司设有兽医及防疫队伍，建立了较完整的疫病防控管理体系。具体防治措施上，公司采取了猪场多级隔离、舍内小环境控制等多方面的疫病防控措施，并建立了外部内部双预警的防疫体系，同时实行“大区域、小单元”的厂区布局，以防止疫病的交叉感染和外界病原的侵入。猪舍在通风、供料、供水以及污水处理方面均已实现自动化，并在养殖过程中采取“分胎次饲养”、“一对一转栏”、“全进全出”等生物安全措施。针对非洲猪瘟疫情，公司启动相应应急预案，并成立疫情防控领导小组，通过新增猪舍新风系统、销售区改造、新增饲料中转站、饲料多次高温消毒、严格的人员和车辆隔离消毒等措施对疫情进行防控。

食品安全方面，公司获得了 FSSC22000 食品安全管理体系认证。公司生猪养殖饲料均自主生产，其原料采购、生产加工和运输等环节均有质量标准、品质检验和控制程序。在生猪饲养各个环节中，公司制定了相关的技术标准和质量标准，实行食品安全控制点记录，建立了从猪肉追溯至断奶仔猪的生猪批次质量追踪体系，以确保食品安全。

环境保护方面，公司生产过程中主要污染物包括粪便、废水、生活污水以及病死猪等废弃物，针对猪场粪污、生产生活污水，主要通过厌氧发酵进行无害化处理，产生的沼气进行发电，沼液、沼渣进行资源化利用，实现化污为肥，零污染排放；针对病死猪，公司建成了高标准的高温化制生产线，解决在养殖过程中的死猪和所有废弃物的无害化

处理。此外，公司生猪饲养活动已通过 ISO14001:2015 环境管理体系认证，获得了中国质量认证中心颁发的《环境管理体系认证证书》²。但近年来政府及相关部门环保要求的不断提高，或将对公司生产经营产生一定影响，中诚信国际将对此保持关注。

得益于屠宰场建成投产，公司形成较为完善的生猪产业链；受养殖规模扩大、“猪周期”及非洲猪瘟疫情影响，2020 年公司商品猪销量及售价大幅增长，2021 年一季度供需结构缓和，猪价回落，后续价格走势及其对公司盈利状况的影响仍有待关注

公司商品猪主要通过竞价模式进行对外销售，报价高者优先成交；销售渠道以猪贩为主，屠宰加工企业为辅，客户集中度较低。结算方面，猪贩或下游屠宰企业一般上门收购，公司主要采取“现款现货”的结算模式，因此公司商品猪销售不存在应收账款。

从销售区域来看，公司商品猪销售主要集中在华东和华中地区。近年来，由于华东地区生猪养殖环保要求日益严格，大量养殖场因环保不达标退出养殖市场，造成供给减少、供需缺口增大的市场格局，同时该区域人口众多，消费水平较高，商品猪中标价格较高，因此华东地区销售收入占比较大。2020 年华东和华中区域销售收入占比分别为 43.62% 和 25.26%。

销量方面，受益于养殖规模扩大以及“猪周期”以及非洲猪瘟带来的猪价上涨，2020 年公司商品猪销量实现大幅增长；2021 年一季度，商品猪销量进一步增加，但受猪市供需结构影响，销售均价有所回落³。中诚信国际认为，商品猪价格较为明显的周期性波动对公司经营的稳定性造成一定影响，中诚信国际将对此保持关注。

表 4：近年来公司生猪销售情况（万头、元/公斤、元/头）

商品猪	2018	2019	2020	2021.1~3
销量	1,010.91	867.91	1,152.40	611.90

² 有效期至 2022 年 5 月 7 日止。

³ 2021 年 1~2 月，公司商品猪销售均价 26.95 元/公斤，3 月商品猪销售

销售均价	11.62	18.74	30.19	25.49
仔猪	2018	2019	2020	2021.1~3
销量	86.35	154.71	594.80	148.10
销售均价	442.00	1,204.04	1,738.74	1,631.17
种猪	2018	2019	2020	2021.1~3
销量	3.85	2.71	64.30	12.00
销售均价	1,759.00	5,439.73	5,873.24	5,423.57

注：商品猪销售均价单位为元/公斤，仔猪、种猪销售均价单位为元/头。
资料来源：公司提供

除商品猪外，公司亦对外销售种猪及仔猪产品。销售模式方面，仔猪和种猪均通过竞价模式对外销售，同时公司也会给出指导价格。销售渠道方面，种猪和仔猪主要是通过集团企业直采和养殖户直采的方式进行销售。销售区域主要集中在河南、山东和湖北等省份。2020 年随着行业产能的恢复，补栏需求大幅增长，加之市场销售价格处于较高水平，公司仔猪和种猪销量同比大幅提升；2021 年一季度，受行业周期下行影响，供给增加且下游需求不足，仔猪和种猪销量及价格均有所回落。

产业链延伸方面，2019 年以来公司开始投资建设生猪屠宰项目，形成以饲料加工、种猪选育、种猪扩繁、商品猪饲养以及屠宰肉食为一体的较为完善的生猪产业链，减少了中间环节的交易成本，整体抗风险能力得以提升。公司依据养殖产能密集区域配套建设屠宰场，减少生猪长距离运输，降低动物疫病传播风险，截至 2021 年 3 月末，公司已成立屠宰类子公司 18 家，规划产能约 4,600 万头，其中位于内乡和正阳的合计 400 万头屠宰厂已投入使用。公司所有屠宰的生猪均来源于自有养殖场，目前正逐步建立全国生鲜猪肉销售网络，拥有农批、商超等其他各类客户 1,500 余家，其中销售渠道以农贸市场为主，目前销售规模较小，对公司利润贡献有限。中诚信国际将对公司屠宰项目推进及经营销售情况保持关注。

未来公司仍以发展生猪产业为主，但在建及拟建项目的推进或将令其面临较大的资本支出压力

公司未来将进一步加强防疫技术和营养技术，

均价 23.21 元/公斤，4 月商品猪销售均价 21.11 元/公斤，5 月份商品猪销售均价 17.65 元/公斤。

提高生猪品质，同时坚持以鲜肉消费的终端市场需求为育种方向，以持续改善生猪的肉质、瘦肉率、生产速度、饲料报酬率、屠宰率、适应性和产仔数等性能为主要育种目标，采用开放式核心群选育方法，持续提高种猪的遗传性能。另外，公司将进一步扩大生产规模，积极扩张产能。

在建项目方面，截至 2021 年 3 月末，公司主要在建项目计划总投资额为 697.13 亿元，尚需投入 195.28 亿元。2021 年 2 月，公司计划发行规模不超过 95.50 亿元可转换公司债券，募集资金拟用于生猪产能与屠宰产能扩张项目，但该债券尚处于材料申报阶段，发行是否成功具有一定不确定性。同时，公司采取“自繁自养”业务模式，目前仍处于养殖产业扩张期，故在建项目总投资规模较大，未来面临较大资本支出压力，中诚信国际将对新建养殖场的进展和融资情况保持关注。此外，随着行业产能的恢复，未来生猪价格或进入下行周期，项目投后效益亦值得持续关注。

表 5：截至 2021 年 3 月末公司部分在建工程情况（万元）

项目名称	计划投资额	已投入金额	计划投入
内乡综合体生猪养殖项目	300,000.00	201,036.44	98,963.56
滑县牧原生猪养殖项目	249,250.17	136,635.93	112,614.24
正阳牧原生猪养殖项目	244,738.04	123,462.88	121,275.16
上蔡牧原生猪养殖项目	237,472.65	138,346.91	99,125.74
唐河牧原生猪养殖项目	206,724.92	126,086.81	80,638.11
杞县牧原生猪养殖项目	201,826.17	154,206.95	47,619.22
卧龙牧原生猪养殖项目	196,404.17	187,435.48	8,968.69
商水牧原生猪养殖项目	186,994.17	158,620.45	28,373.72
惠民牧原生猪养殖项目	180,912.00	94,139.49	86,772.51
邓州牧原生猪养殖项目	180,842.23	152,464.18	28,378.05
雷州牧原生猪养殖项目	176,832.00	64,921.98	111,910.02
曹县牧原生猪养殖项目	175,738.17	169,320.78	6,417.39
泗县牧原生猪养殖项目	156,264.00	109,795.27	46,468.73
濉溪牧原生猪养殖项目	149,810.23	114,783.34	35,026.89
颍上牧原生猪养殖项目	148,738.17	73,068.12	75,670.05
其他项目	3,978,796.48	3,014,262.16	964,543.32
合计	6,971,343.57	5,018,587.17	1,952,756.40

注：公司在建工程包含养殖场和饲料厂；由于公司在建项目较多，故上表未完全列示。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于经中兴华会计师事务所（特殊普

通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018~2020 年审计报告以及未经审计的 2021 年一季度财务报表，各期财务数据均为财务报告期末数。中诚信国际在分析时，将公司计入“其他流动负债”中的短期应付债券调至短期债务；将公司计入“长期应付款”中的融资租赁款以及“租赁负债”调整长期债务。

2020 年公司盈利水平大幅提升，同时自育自繁自养的一体化优势有助于成本和费用的控制，毛利率在行业中处于较好水平；2021 年以来生猪价格持续下跌，公司业绩将面临较大压力

公司以生猪养殖为主业，2020 年受益于猪价的高位运行，当年营业收入和营业毛利率均同比大幅增长；2021 年一季度，生猪产能陆续释放带动销售收入同比增长，猪价回落令营业毛利率大幅下滑。但整体来看，受益于种猪、仔猪均为自产，公司成本优势较为显著，营业毛利率保持在行业较好水平。

表 6：近年来公司收入及毛利率构成（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1~3
生猪	132.62	196.27	551.05	193.38
其他	1.26	5.94	11.72	8.14
营业总收入	133.88	202.21	562.77	201.52
	2018	2019	2020	2021.1~3
生猪	9.83	37.05	62.09	47.78
营业毛利率	9.82	35.95	60.68	45.88

注：公司其他业务为贸易、屠宰、肉食业务及其他等，收入占比较小，对营业毛利率影响不大。

资料来源：公司提供

公司期间费用主要由管理费用和财务费用构成。随着产能规模的快速扩张，公司人员亦大幅增加，2020 年管理费用同比显著增长。随着有息债务规模的提升，公司利息费用有所增加。公司销售费用主要包括员工工资薪酬及物料消耗等，整体规模较小。受上述因素共同影响，公司三费合计持续增加，但受收入规模快速扩大影响，期间费用率仍处于较好水平。

公司专注于生猪的生产及销售，经营性业务利润是利润总额的主要来源；受益于生猪价格的高位运行，2020 年公司利润总额大幅提升；其他收益主

要为生产活动类政府补助，2020 年大幅增加，主要系保险补贴大幅增加所致；同期，公司营业外支出有所增加，主要为公司进行新冠疫情防控专项捐赠所致。受益于销量增长，2021 年一季度经营性业务利润和利润总额仍同比增加。盈利指标方面，利润总额的大幅提升使得 2020 年 EBITDA 利润率及总资产收益率明显上涨并处于高位。但中诚信国际认为，未来猪价或进入下行周期，同时在建产能如不及如期，届时公司业绩将面临较大压力。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.1~3
管理费用	5.92	8.03	35.67	9.00
财务费用	5.38	5.28	6.88	4.32
销售费用	0.54	1.11	2.92	1.56
期间费用合计	11.84	14.41	45.47	14.88
期间费用率	8.84	7.13	8.08	7.39
经营性业务利润	4.83	62.62	303.75	80.60
其他收益	3.75	4.60	8.24	3.20
利润总额	5.26	63.19	303.73	80.38
EBITDA 利润率	17.94	42.34	62.03	--
总资产收益率	4.14	16.63	35.66	--

注：管理费用包含研发费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

产能快速扩张使得总资产规模大幅提升，良好的利润积累等令所有者权益规模增长；但未来随着业务规模的扩大以及养殖场建设的推进，债务规模或将持续上升

随着生产经营规模的扩大，2020 年以来公司总资产呈快速增长态势。其中，以固定资产、在建工程和生产性生物资产为主的非流动资产占总资产的比重较高，2021 年 3 月末为 72.44%。受持续扩张养殖规模以及前期为扩大产能而兴建的养殖项目逐步完工转固影响，2020 年以来在建工程及固定资产大幅增长且预计未来仍将保持快速增长态势。同时公司扩大生产经营规模，种猪存栏增加，生产性生物资产亦有较大幅度上升。

公司流动资产主要由货币资金和存货构成，2020 年以来两者合计占流动资产的比重维持在 90% 左右。受经营现金流入、新增银行贷款及发行债务融资工具等影响，2020 年末货币资金较同比大幅增

长；随着原材料采购款以及工程款结算款等增加，2021 年 3 月末货币资金有所减少，其中有 9.59 亿元使用受限，主要用于银行承兑汇票、贷款及期货保证金。公司存货主要由原材料和以仔猪、保育猪及育肥猪等为主的消耗性生物资产组成，随着生产规模的大幅扩大，生猪存栏及饲料原料库存同步增加；因为存货的可变现净值高于账面价值，公司未计提存货跌价准备。由于生猪自仔猪培育至出栏需要较长时间，加之产能持续扩张，2020 年公司存货周转率呈下行态势，随着出栏量增加，2021 年一季度存货周转率有所回升。

表 8：近年来公司主要资产情况（亿元、次）

	2018	2019	2020	2021.3
固定资产	135.45	188.64	585.30	702.03
在建工程	36.80	85.99	148.35	160.11
生产性生物资产	14.61	38.35	74.42	80.69
非流动资产	200.61	332.94	836.81	1,041.09
货币资金	27.78	109.33	145.94	88.24
存货	58.13	71.66	211.79	274.41
流动资产	97.81	195.92	389.46	396.10
总资产	298.42	528.87	1,226.27	1,437.19
存货周转率	2.41	2.00	1.56	1.79 *
货币资金周转率	3.84	2.95	4.41	6.88 *
固定资产周转率	1.11	1.25	1.45	1.25*

注：加“*”数据已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，随着经营规模的扩大以及项目建设的推进，2020 年以来公司以流动负债为主的总负债规模持续增长。公司流动负债主要由短期借款、应付账款和其他应付款构成。受生产经营规模扩大、原材料价格上升、流动资金需求增强等因素的影响，2020 年末公司短期借款大幅增加，2021 年 3 月末亦保持在较大规模；同时应付货款和工程设备款增加带动应付账款进一步增长；其他应付款主要为应付限制性股票回购款和应付反向保理业务款，2020 年以来保持增长态势。非流动负债主要由长期借款和应付债券构成，随着在建项目的推动，2020 年以来长期借款持续提升；随着“18 牧原 MTN001”临近到期并调整至一年内到期的非流动负债，2020 年以来应付债券规模有所下降。此外，2021 年公司执

行新租赁准则⁴，3月末新增租赁负债 54.89 亿元。

受益于利润积累、少数股东增资以及限制性股票激励计划实施等，2020 年以来所有者权益大幅增长。其中，2020 年末实收资本大幅增加，主要系 2019 年以资本公积转增股份的利润分配方案⁵实施完成以及授予员工限制性股票 11,840,900 股⁶所致；同期末少数股东权益⁷大幅增加主要系下属生猪养殖子公司吸收股权融资增加所致。2018~2020 年公司现金分红金额分别为 1.04 亿元、12.13 亿元和 54.92 亿元，分别占归属于上市公司普通股股东净利润的 20.04%、19.83% 和 20.01%。从资本结构来看，2020 年以来公司权益规模大幅提升，但由于债务规模亦快速增长，资产负债率及总资本化比率有所回升，中诚信国际将对公司杠杆水平变化和权益稳定性保持关注。

表 9：近年来公司主要负债及资本结构情况（亿元、%）

	2018	2019	2020	2021.3
短期借款	47.15	42.56	165.33	158.12
应付账款	27.13	50.98	146.23	155.17
其他应付款	5.89	26.33	41.66	47.79
流动负债	135.88	181.69	435.43	470.89
总负债	161.34	211.75	565.22	690.84
股本	20.85	22.05	37.59	37.59
资本公积	29.38	98.47	100.05	101.76
未分配利润	43.43	101.14	354.25	423.88
少数股东权益	14.18	86.04	156.98	160.79
所有者权益合计	137.08	317.12	661.05	746.35
资产负债率	54.07	40.04	46.09	48.07
总资本化比率	47.70	28.49	34.73	38.21

注：2019 年，公司非公开发行新增股份 7,666.36 万股，募集资金净额 49.77 亿元，其中 49.01 亿元计入资本公积；同年，公司授予员工限制性股票 4,271.05 万股，出资金额合计 20.51 亿元，其中 20.09 亿元计入资本公积。2020 年，因权益结算的股份支付确认费用 12.31 亿元，因授予的股份尚未达到解除限售条件，故同步增加资本公积。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2020 年以来公司经营获现能力大幅提升，相关偿债指标显著优化；受不断扩建养殖场影响，投资活动

⁴ 根据新租赁准则，承租人不再将租赁区分为经营租赁或融资租赁，而是采用统一的会计处理模型，对短期租赁和低价值资产租赁以外的其他所有租赁均确认使用权资产和租赁负债，并分别计提折旧和利息费用。

⁵ 根据公司 2019 年度权益分派方案，以公司总股本 2,204,608,322 股为基数，以资本公积金向全体股东每 10 股转增 7 股，2020 年 6 月 4 日实施完毕后，公司股本增加 1,543,225,825 股。

⁶ 公司 2019 年第五次临时股东大会批准，根据第三届董事会第三十一次会议审议通过《关于向激励对象授予预留限制性股票的议案》，公司授

净流出规模较大；根据规划，公司未来在建及拟建项目较多，或将继续保持较大筹资规模；在生猪行业下行周期，总债务规模高位运行，未来或将面临一定流动性压力

2020 年以来公司继续采取现款现货的结算方式，销售规模扩大且回款良好，经营活动净现金流大幅增加，但净现比降至 1 倍以下，主要系消耗性生物资产以及原材料增加所致。同时，由于公司开展全国范围的产能扩建布局，2020 年以来购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金大幅增长，导致投资活动现金流呈大幅净流出态势。未来随在建项目的进一步投入，公司筹资活动现金流将保持在较高规模。

随着产能扩张计划的推进，公司总债务规模不断攀升；同时，其货币资金波动较大，资金平衡状况值得关注。债务期限结构方面，短期债务在总债务中的占比逐步优化，截至 2021 年 3 月末短期债务占比为 52.97%。2020 年以来，受益于盈利能力及经营获现能力的大幅提升，EBITDA 及经营活动净现金流对债务本息的覆盖程度均有所提升，但随着未来投资规模较大，债务规模或将继续上升，在生猪行业下行周期下，流动性压力或将显现，中诚信国际将对公司资金周转、债务增长及其与经营建设资金支出的匹配情况保持关注。

表 10：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2018	2019	2020	2021.3
经营活动净现金流	13.58	99.89	231.86	47.56
投资活动净现金流	-57.81	-127.99	-453.53	-145.50
筹资活动净现金流	26.47	103.66	261.24	37.64
短期债务	100.03	97.25	224.52	244.41
总债务	125.02	126.31	351.72	461.44
总债务/EBITDA	5.21	1.48	1.01	--
EBITDA 利息保障倍数	4.02	15.26	37.16	--
经营活动净现金流/短期债务	0.14	1.03	1.03	0.78*
经营活动净现金流/利息支出	2.28	17.80	24.68	--

予员工限制性股票 11,840,900 股，出资金额合计 4.92 亿元，其中 0.12 亿元计入股本，4.80 亿元计入资本公积。

⁷ 主要为华能贵诚信托有限公司、中央企业贫困地区产业投资基金股份有限公司、贫困地区产业发展基金有限公司、央企贫困地区黑龙江产业投资基金合伙企业（有限合伙）、安徽交控招商产业投资基金（有限合伙）、嘉兴兴家股权投资合伙企业（有限合伙）和湖南麦信股权投资基金合伙企业（有限合伙）等，经与企业沟通均为股权投资。

货币资金/短期债务	0.28	1.12	0.65	0.36
-----------	------	------	------	------

注：加“*”数据已经年化处理。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

充足的外部授信和畅通的股权融资渠道能够对公司整体偿债能力提供支持，受限资产规模较小，但关联交易规模较大，未来需持续关注关联交易风险以及实际控制人被监管约谈等事项对公司融资环境的影响

银行授信方面，公司与银行合作良好，截至2021年3月末，授信总额为527.93亿元，其中未使用授信额度为178.85亿元，拥有较好备用流动性。此外，公司为A股上市公司，股权融资渠道畅通。

对外担保方面，截至2021年3月末，公司合并口径无对外担保。

受限资产方面，截至2021年3月末，公司所有权或使用权受到限制的资产为37.83亿元，占期末净资产比例为5.07%；其中包括受限货币资金9.59亿元、受限固定资产26.22亿元、用于抵押贷款的无形资产和生物资产2.02亿元。截至2021年3月末，公司无重大未决诉讼及仲裁事项。

截至2021年6月5日，秦英林和牧原集团分别累计质押其持有的股份28,511.00万股和9,691.17万股，分别占其持有公司股份的13.67%和19.81%。

中诚信国际关注到，近期公司股票价格较前期高点下降较多，根据公司提供资料，股东股权质押平仓线大多位于40元/股以下，需关注未来股票质押及平仓风险。

关联交易方面，2020年公司发生的关联交易金额为217.55亿元，其中牧原建筑和牧原设备等关联公司的关联交易金额较大。预计2021年，公司对牧原建筑和牧原设备的关联交易额分别为200亿元和20亿元，仍保持较大规模。

表 11：2019~2020 年公司主要关联交易情况（亿元、%）

关联交易类型	2019	2020
采购商品/接受劳务	50.19	203.91
其中：牧原建筑	47.38	170.38
牧原设备	0.03	16.10
河南牧原物流有限公司	1.13	9.68

河南省聚爱数字科技有限公司	1.35	7.02
销售商品/提供劳务	15.42	13.63
其中：河南正大牧原肉食品有限公司	15.41	13.62

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

此外，中诚信国际关注到，2021年5月11日，公司披露公告称实际控制人秦英林被中国证监会采取监管谈话措施，主要原因为公司在有媒体对其部分财务指标和关联交易等事项提出质疑，被深交所问询并要求核查说明的情况下，向中国证监会提交了启动发行可转债相关材料，并出具书面意见，表示公司不存在影响发行上市和投资者判断的重大事项，上述行为违反了《上市公司证券发行管理办法》（证监会令第163号）第四十八条的规定。同时中诚信国际关注到近期针对公司的相关舆情，未来将持续关注公司可转债发行进展情况以及相关舆情对公司融资环境的影响。

过往债务履约情况：根据公开资料及公司提供的企业信用报告和相关资料，截至2021年4月12日，公司在公开市场无信用违约记录，借款均能够到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

表 12：截至报告出具日公司本部公开市场存续债券情况

债券名称	起息时间	发行金额	期限
18 牧原 MTN001	2018.8.17	10 亿元	3 年
19 牧原 01	2019.1.22	8 亿元	3 年
20 牧原 MTN001	2020.4.22	5 亿元	2+1 年
20 牧原 MTN002	2020.5.28	3 亿元	2+1 年
合计	--	26 亿元	--

资料来源：公开市场资料，中诚信国际整理

外部支持

国家对农业扶植力度不断加大，公司能够获得一定政策扶持；但控股股东对公司支持能力较为有限

近年来，随着国家支持力度的加大，生猪养殖业相关的各类行业政策、法律法规陆续出台和完善，为规模养殖企业的发展营造了有利的外部环境。公司作为中国农业产业化龙头企业之一，符合国家支持农业、扶持农业产业的政策和方针，能享受国家政策规定的对民营及农牧企业在税收减免、融资等方面的一系列优惠政策，2018~2020年公司获得的

计入营业外收入和其他收益的政府补助合计金额分别为 4.21 亿元、5.03 亿元和 9.50 亿元。

除牧原股份外，控股股东牧原集团⁸还拥有果饮制造、有机肥及建筑等多项资产，但牧原股份对控股股东的总体收入和利润贡献度较高；同时，公司与控股股东保持较高关联程度，其信用恶化对股东信誉影响很大，因此控股股东对公司支持意愿极强。2017 年 4 月，公司定向增发股票募集资金总额 30.77 亿元，其中牧原集团认购 20.77 亿元，同时实际控制人近年来对牧原集团进行多次增资，但由于实际控制人对当地政府和金融机构等资源协调能力有限，对公司支持能力较弱。

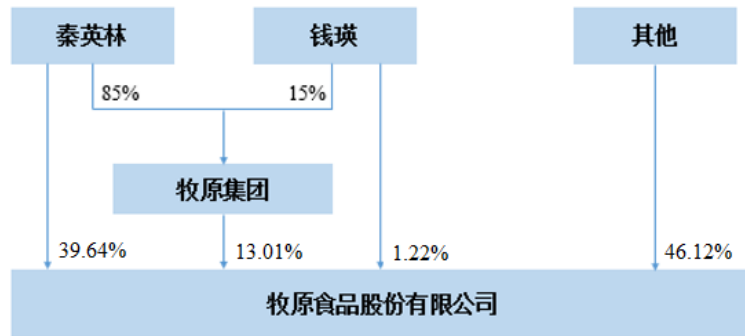
评级结论

综上所述，中诚信国际维持牧原食品股份有限公司的主体信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定；维持“19 牧原 01”的债项信用等级为 **AA⁺**。

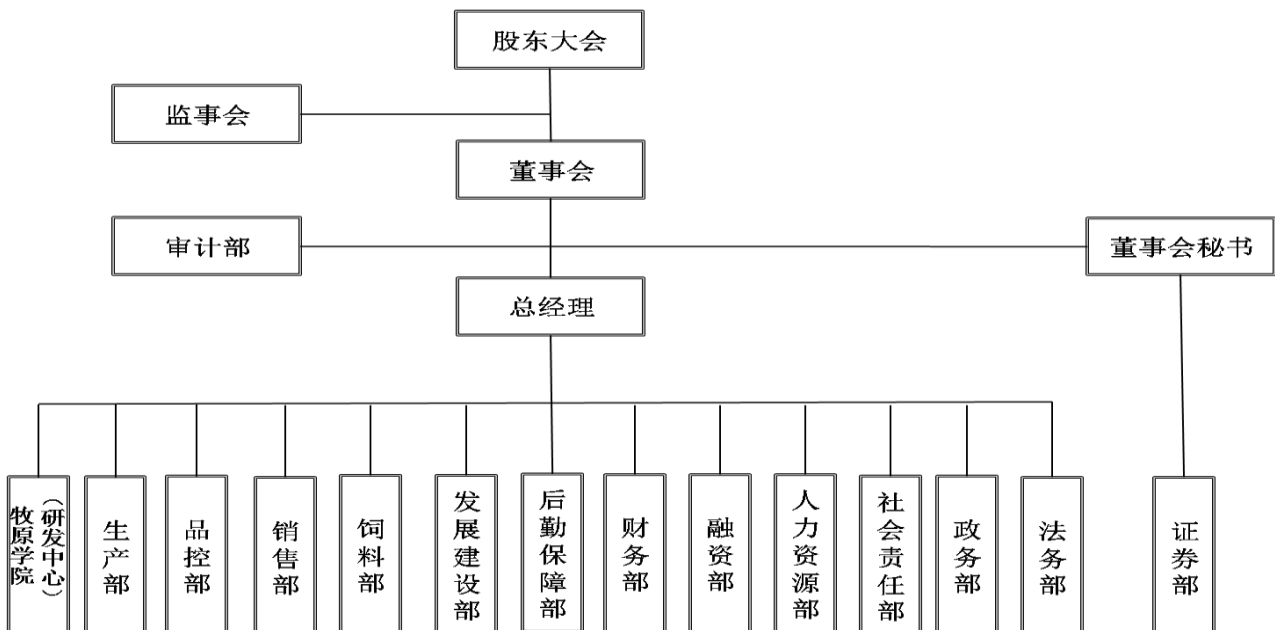
⁸ 截至 2020 年末牧原集团总资产为 1,536.81 亿元，净资产为 729.60 亿

元；2020 年实现营业总收入 594.28 亿元，净利润 300.77 亿元。

附一：牧原食品股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年 3 月末）



子公司名称	注册资本（万元）	持股比例
扶沟牧原农牧有限公司	46,000	100.00%
太康牧原农牧有限公司	40,000	100.00%
湖北钟祥牧原养殖有限公司	25,000	100.00%
正阳牧原农牧有限公司	25,000	100.00%
老河口牧原农牧有限公司	20,000	100.00%
邓州市牧原养殖有限公司	26,800	93.09%
合计 256 家子公司	--	--



资料来源：公司提供

附二：牧原食品股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	277,829.80	1,093,320.63	1,459,356.97	882,389.53
应收账款净额	0.00	1,571.97	1,939.16	3,197.11
其他应收款	993.86	795.53	5,647.47	23,547.40
存货净额	581,272.82	716,617.62	2,117,922.25	2,744,118.94
长期投资	27,647.94	29,631.79	32,674.67	39,875.01
固定资产	1,354,460.54	1,886,424.98	5,853,049.31	7,020,271.44
在建工程	368,029.90	859,885.81	1,483,485.24	1,601,083.76
无形资产	35,054.41	43,181.90	76,802.57	76,557.25
总资产	2,984,186.29	5,288,658.61	12,262,725.70	14,371,872.59
其他应付款	58,869.29	263,271.06	416,551.43	477,918.67
短期债务	1,000,285.07	972,482.68	2,245,244.48	2,444,073.83
长期债务	249,952.65	290,660.06	1,271,956.39	2,170,279.98
总债务	1,250,237.72	1,263,142.74	3,517,200.87	4,614,353.81
净债务	972,407.92	169,822.11	2,057,843.89	3,731,964.28
总负债	1,613,422.77	2,117,501.63	5,652,201.68	6,908,370.16
费用化利息支出	58,974.45	55,889.73	92,257.84	--
资本化利息支出	695.47	228.66	1,681.68	--
所有者权益合计	1,370,763.52	3,171,156.98	6,610,524.02	7,463,502.44
营业总收入	1,338,815.77	2,022,133.25	5,627,706.56	2,015,209.60
经营性业务利润	48,287.41	626,183.89	3,037,492.12	806,037.47
投资收益	7,048.97	4,226.07	5,065.92	997.80
净利润	52,807.90	633,645.81	3,037,476.99	804,936.01
EBIT	111,585.84	687,824.96	3,129,509.16	--
EBITDA	240,120.27	856,259.55	3,491,038.12	--
经营活动产生现金净流量	135,765.93	998,889.54	2,318,575.12	475,582.82
投资活动产生现金净流量	-578,099.67	-1,279,894.42	-4,535,330.57	-1,455,028.80
筹资活动产生现金净流量	264,744.24	1,036,555.76	2,612,406.59	376,417.96
资本支出	504,729.91	1,312,060.03	4,607,078.75	1,449,151.39
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	9.82	35.95	60.68	45.88
期间费用率(%)	8.84	7.13	8.08	7.39
EBITDA 利润率(%)	17.94	42.34	62.03	--
总资产收益率(%)	4.14	16.63	35.66	--
净资产收益率(%)	3.99	27.90	62.11	45.75*
流动比率(X)	0.72	1.08	0.89	0.84
速动比率(X)	0.29	0.68	0.41	0.26
存货周转率(X)	2.41	2.00	1.56	1.79*
应收账款周转率(X)	--	2,572.73	3,205.64	3,138.79*
资产负债率(%)	54.07	40.04	46.09	48.07
总资本化比率(%)	47.70	28.49	34.73	38.21
短期债务/总债务(%)	80.01	76.99	63.84	52.97
经营活动净现金流/总债务(X)	0.11	0.79	0.66	0.41*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.14	1.03	1.03	0.78*
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.28	17.80	24.68	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-0.93	72.08	56.21	--
总债务/EBITDA(X)	5.21	1.48	1.01	--
EBITDA/短期债务(X)	0.24	0.88	1.55	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.02	15.26	37.16	--
EBIT 利息保障倍数(X)	1.87	12.26	33.31	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、中诚信国际在分析时将公司计入“其他流动负债”中的短期应付债券调整至短期债务；将公司计入“长期应付款”中的融资租赁款以及“租赁负债”调整至长期债务；将合同负债计入预收账款；将研发费用计入管理费用；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT利润率	=EBIT/当年营业总收入
EBITDA利润率	=EBITDA/当年营业总收入	
现金流	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	受评对象偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

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

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

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

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。