

信用等级通知书

东方金诚债跟踪评字【2022】0629号

江西正邦科技股份有限公司：

东方金诚国际信用评估有限公司根据跟踪评级安排对贵公司及“正邦转债”的信用状况进行了跟踪评级，经信用评级委员会评定，此次跟踪评级下调贵公司主体信用等级为AA-，展望调整为负面，同时下调“正邦转债”信用等级为AA-。

东方金诚国际信用评估有限公司

信评委主任

二〇二二年六月二十九日



信用评级报告声明

为正确理解和使用东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）出具的信用评级报告（以下简称“本报告”），声明如下：

1.本次评级为委托评级，东方金诚与评级对象不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系，本次项目评级人员与评级对象之间亦不存在任何影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

2.本次评级中，东方金诚及其评级人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

3.本评级报告的结论，是按照东方金诚的评级流程及评级标准做出的独立判断，未受评级对象和第三方组织或个人的干预和影响。

4.本次评级依据委托方提供的资料和/或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、准确性、完整性均由资料提供方和/或发布方负责，东方金诚按照相关性、可靠性、及时性的原则对评级信息进行合理审慎的核查分析，但不资料提供方和/或发布方提供的信息合法性、真实性、准确性及完整性作任何形式的保证。

5.本报告仅为受评对象信用状况的第三方参考意见，并非是对某种决策的结论或建议。东方金诚不对发行人使用/引用本报告产生的任何后果承担责任，也不对任何投资者的投资行为和投资损失承担责任。

6.本报告自出具日起生效，在受评债项的存续期内有效；在评级结果有效期内，东方金诚有权作出跟踪评级、变更等级、撤销等级、中止评级、终止评级等决定，必要时予以公布。

7.本报告的著作权等相关知识产权均归东方金诚所有。除委托评级合同约定外，委托方、受评对象等任何使用者未经东方金诚书面授权，不得用于发行债务融资工具等证券业务活动或其他用途。使用者必须按照东方金诚授权确定的方式使用并注明评级结果有效期限。东方金诚对本报告的未授权使用、超越授权使用和不当使用行为所造成的一切后果均不承担任何责任。

8.本声明为本报告不可分割的内容，委托方、受评对象等任何使用者使用/引用本报告，应转载本声明。



东方金诚国际信用评估有限公司

2022年6月29日

江西正邦科技股份有限公司 主体及“正邦转债”2022年度跟踪评级报告

主体信用跟踪评级结果	跟踪评级日期	上次评级结果	评级组长	小组成员
AA-/负面	2022/6/29	AA/稳定	高君子	熊 璁

债项信用

债项简称	跟踪评级结果	上次评级结果
正邦转债	AA-	AA

注：相关债项详细信息及其历史评级信息请见后文“本次跟踪相关债项情况”

主体概况

江西正邦科技股份有限公司（以下简称“正邦科技”或“公司”）主要从事饲料加工与生猪养殖业务，控股股东仍为正邦集团有限公司（以下简称“正邦集团”），实际控制人仍为自然人林印孙。

评级模型

1.基础评分模型

一级指标	二级指标	权重 (%)	得分
企业规模	资产总额	20.00	20.00
	营业总收入	15.00	15.00
多元化及市场地位	业务/产品多样性	15.00	7.50
盈利能力	市场份额	15.00	15.00
	利润总额	5.00	0.00
债务负担和保障程度	净资产收益率	5.00	0.00
	全部债务资本化比率	8.00	4.48
	EBITDA 利息倍数	7.00	0.00
	经营现金流动负债比	10.00	3.24

2.基础模型参考等级

AA

3.评级调整因素

-1

4.主体信用等级

AA-

注：最终评级结果由信评委参考评级模型输出结果通过投票评定，可能与评级模型输出结果存在差异

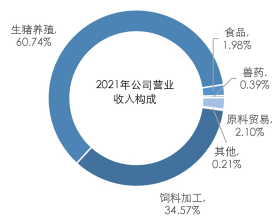
评级观点

公司是江西省规模最大的农业企业之一，生猪养殖规模居行业前列，“种猪育种-饲料加工-兽药-商品猪养殖”产业链较为完整，具备较强的竞争实力；跟踪期内，公司生猪养殖规模较大，2021年生猪出栏量1492.67万头，市场份额2.22%，销售区域分布较为广泛；公司饲料产品仍以猪饲料为主，受益于饲料量价齐升，2021年饲料业务收入同比增长。同时，东方金诚也关注到，2021年，玉米、豆粕等原材料价格上涨，公司饲料加工业务获利能力下降；2021年以来，生猪价格持续回落，叠加死淘能繁母猪及后备母猪，产能利用率较低造成空置栏舍折旧、清退低效及不经济的租赁场形成损失，以及长江以北疫情导致猪只死亡等因素影响，公司利润大幅亏损；公司债务规模较大，债务结构仍以短期有息债务为主，受制于经营亏损，所有者权益大幅下降，资产负债率达97%；控股股东及一致行动人持有公司股份质押比例高，且存在被司法冻结及司法再冻结、被动减持的情况，未来若股价进一步下跌，或存在平仓风险。

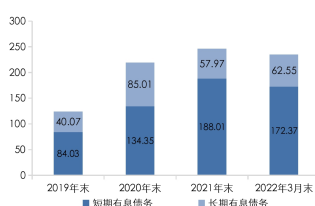
综合分析，东方金诚下调正邦科技主体信用等级为AA-，评级展望为负面，下调“正邦转债”的信用等级为AA-。

主要指标及依据

2021年收入构成



公司债务结构 (亿元)



主要数据和指标

项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	308.32	592.60	465.67	419.32
所有者权益(亿元)	99.75	245.58	34.46	12.45
全部债务(亿元)	124.09	219.36	245.98	234.92
营业总收入(亿元)	245.18	491.66	476.70	64.90
利润总额(亿元)	17.04	59.91	-190.79	-26.61
经营性净现金流(亿元)	39.24	45.53	-22.04	-13.61
营业利润率 (%)	15.58	22.28	-25.28	-9.36
资产负债率 (%)	67.65	58.56	92.60	97.03
流动比率 (%)	66.17	122.29	47.84	39.52
全部债务/EBITDA (倍)	3.92	2.23	-1.74	-
EBITDA 利息倍数 (倍)	6.15	10.31	-11.24	-

注：表中数据来源于公司2019年~2021年的审计报告及2022年1~3月未经审计的合并财务报表

优势

- 公司是江西省规模最大的农业企业之一，生猪养殖规模居行业前列，“种猪育种-饲料加工-兽药-商品猪养殖”产业链较为完整，具备较强的竞争实力；
- 跟踪期内，公司生猪养殖规模较大，2021年生猪出栏量1492.67万头，市场份额2.22%，销售区域分布较为广泛；
- 公司饲料产品仍以猪饲料为主，受下游生猪养殖规模增加，饲料销量增加，叠加销售均价上涨影响，2021年饲料业务收入有所增长。

关注

- 2020年4月以来，受多国禁止粮食出口影响，玉米、豆粕等原材料价格上涨，2021年，大宗农产品价格整体高位运行，公司饲料加工业务毛利润和毛利率同比下降；
- 2021年以来，生猪价格持续回落，叠加死淘能繁及后备母猪，产能利用率较低造成空置栏舍折旧、清退低效及不经济的租赁场形成损失，以及长江以北疫情导致猪只死亡等因素影响，公司利润大幅亏损；
- 养殖行业环保压力大，易受疫情影响，在“公司+农户”的生猪养殖模式下，公司与农户采用按约定价格回收生猪或使其面临一定的猪价倒挂风险以及疫情控制压力；
- 公司债务规模较大，债务结构仍以短期有息债务为主，受制于经营亏损，所有者权益大幅下降，资产负债率达97%，公司已发生票据逾期，短期流动性紧张；
- 公司控股股东及一致行动人持有公司股份质押比例高，且存在被司法冻结及司法再冻结、被动减持的情况，未来若股价进一步下跌，或存在平仓风险。

评级展望

评级展望为负面。受制于经营大幅亏损，所有者权益降幅较大，且预计短期内难以扭亏为盈，净资产预计为负；同时，公司已发生票据逾期，短期流动性紧张。

评级方法及模型

《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法及模型》(RTFC022201907)

历史评级信息

主体信用等级	债项信用等级	评级时间	项目组	评级方法及模型	评级报告
AA/稳定	AA	2021/12/3	高君子、熊璘	《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法及模型》(RTFC022201907)	阅读原文
AA+/稳定	AA+	2020/8/17	高君子、罗修	《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法及模型》(RTFC022201907)	阅读原文
AA/稳定	AA	2019/7/2	高君子、刘琦	《东方金诚农林牧渔企业信用评级方法》(2015年5月)	阅读原文

注：2020年8月27日，正邦科技主体级别上调至AA+，稳定；2021年12月3日，正邦科技主体级别下调至AA，稳定。

本次跟踪相关债项情况

债项简称	上次评级日期	发行金额(亿元)	存续期	增信措施	增信方
正邦转债	2021/12/3	16.00	2020/6/17~2026/1/6/17	-	-

跟踪评级原因

根据相关监管要求及 2020 年江西正邦科技股份有限公司可转换公司债券（以下简称“正邦转债”）的跟踪评级安排，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）进行本次定期跟踪评级。

主体概况

江西正邦科技股份有限公司（以下简称“正邦科技”或“公司”）主要从事饲料加工与生猪养殖业务，控股股东为正邦集团有限公司（以下简称“正邦集团”）。截至 2022 年 3 月末，公司总股本 31.46 亿元。¹跟踪期内，正邦集团对公司的持股比例略有下降，为公司第一大股东，截至 2022 年 3 月末，正邦集团持有公司 23.83% 的股权，江西永联农业控股有限公司（以下简称“江西永联”）持有公司 22.02% 的股权，正邦集团与江西永联受同一实际控制人林印孙先生控制，实际控制人仍为自然人林印孙。

正邦科技是国家农业产业化重点龙头企业之一，是江西省重要的农业企业之一，形成了“种猪育种-饲料加工-兽药-商品猪养殖”的一体化产业链。公司饲料加工产品仍以猪饲料为主，2021 年，公司饲料对外销量 481.94 万吨，同比增加 6.33%，在饲料加工行业上市公司中位居第六；2022 年 3 月，公司向北京大北农科技集团股份有限公司（以下简称“大北农”）出售部分饲料控股子公司的股权，出售完成后，公司饲料加工产能、产量和销量将有所下降。2021 年，公司生猪出栏量 1492.67 万头，同比增加 56.14%，出栏量位列同行业上市公司第二位。

截至 2022 年 3 月末，公司资产总额为 419.32 亿元，所有者权益 12.45 亿元，资产负债率 97.03%。2021 年和 2022 年 1~3 月，公司营业收入分别为 476.70 亿元和 64.90 亿元，利润总额分别为-190.79 亿元和-26.61 亿元。

债券本息兑付及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2020]1017 号”文件核准，公司于 2020 年 6 月 17 日发行 6 年期 16.00 亿元的可转换公司债券，债券简称“正邦转债”，票面利率第一年为 0.4%、第二年为 0.6%、第三年为 1.0%、第四年为 1.5%、第五年为 1.8%、第六年为 2.0%。“正邦转债”起息日为 2020 年 6 月 17 日，到期日为 2026 年 6 月 17 日。每年付息一次，到期归还所有未转股的本金和最后一年利息。“正邦转债”转股期为 2020 年 12 月 23 日至 2026 年 6 月 16 日，初始转股价格为 16.09 元/股，2022 年 5 月 23 日，转股价格调整至 6.08 元/股。截至 2022 年 3 月 31 日，“正邦转债”未转股余额 15.96 亿元。公司已按时支付利息。

“正邦转债”募集资金扣除不含税发行费用实际募集资金净额为 15.81 亿元，根据《江西正邦科技股份有限公司关于部分募集资金投资项目终止并将结余募集资金永久补充流动资金的

¹ 因统计口径原因，与 2022 年 3 月末报表中股本数据有差异。

公告》披露，截至 2022 年 5 月 20 日，公司实际投入“正邦转债”募投项目金额 4.57 亿元，剩余募集资金金额 11.24 亿元，其中 11.02 亿元用于补充流动资金，0.22 亿元存放于募集资金账户。

公司于 2022 年 5 月 20 日召开的第六届董事会第三十八次会议及第六届监事会第三十次会议、2022 年 6 月 6 日召开的公司 2022 年第一次债券持有人会议及 2022 年第三次临时股东大会，均审议通过了《关于部分募集资金投资项目终止并将结余募集资金永久补充流动资金的议案》。根据上述议案，“正邦转债”募集资金用途变更为永久补充流动资金，根据《公司公开发行可转换公司债券募集说明书》的约定，“正邦转债”附加回售条款生效，此次回售金额 4000 元，公司已完成回售工作。

宏观经济和政策环境

疫情再度扰动宏观经济运行，基建投资发力稳定经济大盘，一季度通胀形势整体温和

3 月上海、吉林疫情再起，并波及全国。一季度宏观数据大幅波动，其中 3 月消费受到严重冲击，社会消费品零售总额同比负增长，而基建投资则延续年初强势，出口也继续保持两位数高增长。2022 年一季度 GDP 同比增速为 4.8%，低于今年“5.5%左右”的增长目标，显示当前经济下行压力进一步加大。一季度 GDP 增速较 2021 年四季度回升 0.8 个百分点，主要原因是上年同期基数走低（以两年平均增速衡量）。当前经济增长动能继续呈现“供强需弱”特征。在强出口、基建投资发力和上游工业原材料“保供稳价”作用下，一季度工业增加值累计同比增长 6.5%，明显高于同期 GDP 增速。而受疫情扰动、居民收入增速下滑影响，一季度国内消费增速明显偏低，特别是在 3 月疫情发酵后，商品和服务消费大幅转弱。值得一提的是，一季度楼市延续下滑，头部房企风险仍在暴露，正在成为去年下半年以来经济下行压力的一条主线。

展望未来，疫情冲击在 4 月会有进一步体现，居民消费以及汽车等重要产业链将受到较大影响，经济下行压力还将加大。但与此同时，政策面对冲力度也在相应增强，其中基建投资有望保持高增。以上因素相互抵消叠加上年基数走高，预计二季度 GDP 同比增速将小幅回落至 4.6%。在疫情得到有效控制、楼市回稳预期下，下半年经济增长动能有望转强。2022 年经济运行将呈现明显的“前低后高”走势。

值得注意的是，受俄乌战争推高国际油价等因素影响，3 月 PPI 同比涨幅达到 8.3%，回落幅度不及预期，仍处明显偏高水平。这意味着下游企业经营压力依然很大。不过，受当前消费平缓，国内产能修复充分，猪周期处于价格下行的后半场，以及前期财政货币未搞“大水漫灌”等因素影响，消费品价格走势保持温和，3 月 CPI 同比涨幅仅为 1.5%。这为央行灵活实施逆周期调控提供了较大空间。

逆周期调控正在加力，二季度宏观政策将延续财政、货币“双宽”过程

1 月政策性降息落地，一季度财政基建支出力度明显扩大，显示宏观政策正在向稳增长方向适时加力。展望二季度，财政稳增长将在收支两端持续加力，主要体现在基建支出力度会继续加大，高达 1.5 万亿元的增值税留抵退税政策在 4 月 1 日启动。货币政策方面，除了支小再

贷款等结构性货币政策工具将向小微企业扩大定向支持外，总量型政策工具中的降息降准都有可能继续推出。这在降低实体经济融资成本的同时，也是扭转房地产市场下滑势头的关键所在。我们判断，在强出口对人民币汇率形成有效支撑背景下，5月美联储加息提速、启动缩表不会对国内央行边际宽松形成严重掣肘。

2022年两会政府工作报告中确定的目标财政赤字率为2.8%，较上年小幅下调0.4个百分点，新增地方政府专项债规模则与上年持平，显示财政政策在逐步回归常态化。但结合上年资金结转及上年专项债已发未用等因素，2022年实际财政支出力度将明显加大。同时，伴随货币政策边际宽松，今年信贷总量增速将由降转升，其中，房企融资环境正在回暖。在监管层高度关注金融稳定的背景下，2022年房地产行业违约风险可控，稳增长过程中城投公募债出现首单违约的可能性不大。

行业及区域经济环境

公司主要从事饲料加工和生猪养殖业务，分别属于饲料加工行业和养殖行业。

饲料加工行业

饲料需求受养殖行业影响较大，2021年以来，受益于生猪养殖规模增加影响，饲料需求有所回升

饲料加工行业是畜牧业和水产养殖业发展的物质基础，是农业产业链中重要环节，受畜牧业景气度影响较大。2021年，受下游生猪养殖规模回升影响，我国猪牛羊禽肉产量8887.00万吨，同比增加16.34%；2022年1~3月，猪牛羊禽肉产量2395.00万吨，同比增长8.86%，增幅有所下降。2021年以来受生猪养殖规模增加影响，饲料下游需求增加，全国工业饲料产量实现较快增长。2021年，全国饲料工业总产值12234.1亿元，比上年增长29.3%；总营业收入11687.3亿元，增长28.8%。

根据国家统计局数据，2021年和2022年1~3月，全国生猪出栏量分别同比增加27.37%和14.13%。根据农业农村部公布数据，2022年3月末，生猪存栏42253.00万头，同比增加1.58%，能繁母猪存栏量为4185.00万头，同比下降3.08%，整体来看生猪存栏和能繁母猪存栏量合计同比增加1.14%，预计未来养殖规模的扩大，饲料需求将进一步增加。

图表 1：我国猪牛羊禽肉产量情况(单位:万吨,%) 图表 2：我国饲料产量情况(单位:万吨,%)



资料来源：同花顺，东方金诚整理

2020年4月以来，受新冠肺炎疫情影响，多国禁止粮食出口，叠加生猪养殖规模增加需求增加，玉米、豆粕等原材料价格震荡上行，饲料加工企业成本压力增加

饲料价格受大宗原材料影响较大，饲料价格与大宗原材料价格整体保持同步走势。2019年5月以来，因中美贸易摩擦加大，中国对从美国进口的大豆加征关税，由于大豆是中美贸易中最大宗的商品，中国每年从美国进口的大豆在3000万吨左右，加征关税后，中国从美国进口的大豆数量大幅下降，导致国内大豆供应趋紧，中国饲用豆粕价格将面临上涨压力。2020年4月以来，受新冠肺炎疫情全球蔓延加剧的负面影响，多国开始禁止粮食出口，短期间内玉米、豆粕等价格开始上涨，2020年7月以来受下游养殖规模增加，下游需求增加影响，豆粕、玉米等价格震荡上行，2021年以来，价格整体处于高位，饲料加工企业成本控制压力加大。

图表 3：生猪饲料平均价格（单位：元/公斤） 图表 4：饲料原料价格走势（单位：元/吨）



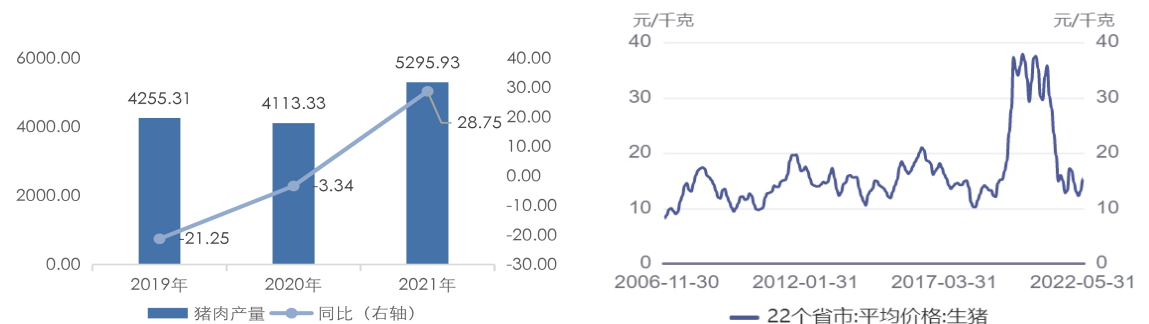
资料来源：同花顺，东方金诚整理

生猪养殖行业

2021年以来，生猪存栏量和能繁母猪存栏同比增加，预计2022年行业仍将供过于求

我国肉类消费中，以猪肉消费为主。随着我国居民可支配收入逐年增长，居民的生活水平不断提高，居民对肉类的消费结构也在发生变化，对猪肉的需求量有所减弱。2015年，猪肉需求开始出现下滑，2019年受非洲猪瘟疫情影响需求量大幅下降，2020年猪肉产量同比下降3.34%，降幅有所收窄，2021年，猪肉产量5295.93万吨，同比增长28.95%，增幅较大。

图表 5：我国猪肉产量情况（单位：万吨，%） 图表 6：生猪价格情况（元/千克）

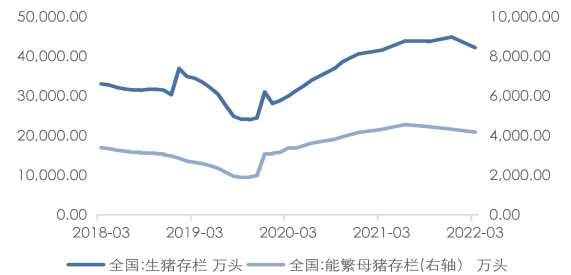
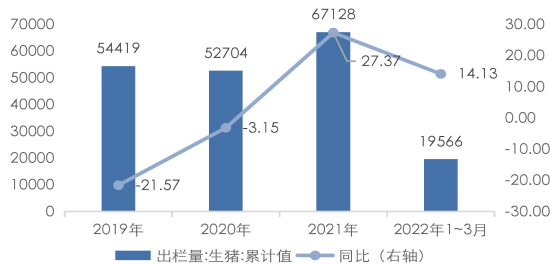


资料来源：国家统计局，同花顺，东方金诚整理

资料来源：同花顺，东方金诚整理

2021年，生猪出栏67128万头，同比增加27.376%。能繁母猪存栏量作为生猪存栏量的先行指标，能繁母猪存栏水平决定10~12个月后的生猪供应量，因2021年1月以来生猪价格大幅下降，能繁母猪存栏数量自2021年6月开始逐渐下降。根据农业农村部公布数据，2022年3月末，全国能繁母猪存栏4185万头，较2021年6月末下降8.30%。从生猪存栏量来看，截至2022年3月末，生猪存栏量同比增加，能繁母猪存栏量虽有所下降，但降幅不大，预计2022年下半年生猪出栏量仍将进一步增加，预计生猪供给继续过剩。

图 表 7：我国生猪出栏情况（单位：万头，%） 图 表 8：生猪及能繁母猪存栏情况



资料来源：同花顺，东方金诚整理

资料来源：同花顺，东方金诚整理

生猪价格受周期性影响，波动较大，2021年1月以来，生猪价格大幅回落，生猪养殖企业大幅亏损

生猪价格受周期性影响，波动较大。2018年8月受非洲猪瘟疫情，活猪禁止跨区域运输影响，猪价开始下降；2019年3月以来，受非洲猪瘟疫情造成的产能出清严重，供给不足影响，猪价开始上涨；2020年，生猪价格整体高位震荡，随着规模化养殖企业补栏意愿逐步恢复，能繁母猪存栏量和生猪存栏量开始增加，2021年1月开始，生猪价格大幅下降，截至2022年4月30日，22省市生猪平均价格回落至13.13元/千克，2022年5月以来生猪价格有所回升。

实践中常用生猪出厂价格与玉米批发价格的比率，即“猪粮比”来衡量养殖业的盈利情况。“猪粮比”比越高，说明养殖利润越好，反之则越差。按照相关规定，当“猪粮比”达到6时，生猪养殖基本处于盈亏平衡点。按照2021年发布的猪肉储备预案要求，从“猪粮比”这个预警指标变化来看，当“猪粮比”分别低于5、处于5和低于6时，由国家发展改革委分别发布生猪价格过度下跌一级、二级和三级预警。“猪粮比”的走势基本与生猪价格走势一致，自2021年9月开始，“猪粮比”低于6，2021年，受生猪价格降幅较大影响，养殖企业大幅亏损。

养殖行业易受疫情影响，环保压力大，受非洲猪瘟疫情影响，大型养殖企业不断扩大产能，产能逐步向龙头养殖企业集中

养殖行业进入门槛较低，从事养殖的企业和个体数量较多，市场集中度低，以农户和小型养殖企业为主。环保方面，养殖活动中排出的污水、粪便、气体等可能对空气、水和土壤等各环境因素造成污染。近年来，国家和各地政府陆续提出了严格的畜禽养殖环保要求，要求从事畜禽养殖的单位对畜禽粪便、尸体和污水等废弃物进行科学处置，养殖行业面临较大的环保压力，使得小型养殖厂产能逐步退出。

疫情方面，病疫是畜牧业发展的重要影响因素，近几年，疫情多发，不但令许多养殖企业

和养殖户损失惨重，也极大改变了猪价周期与价格走势。2018年8月以来，非洲猪瘟疫情扩散使得养殖企业防疫成本上升，产能去化加剧，但具有规模优势、市场优势及多元化生产布局的大型养殖企业补栏意愿较强，进一步扩大产能，有望在竞争中进一步做大做强，未来行业产能将进一步向龙头企业集中。2021年上市公司中生猪出栏量居前的五家企业牧原股份、正邦科技、温氏股份、新希望 and 天邦股份合计出栏8266.52万头，占全国生猪出栏量的份额为12.31%，同比增加3.09个百分点。

业务运营

经营概况

2021年，公司收入仍主要来自饲料加工和生猪养殖业务，受生猪价格大幅下降影响，收入大幅下降，毛利润大幅亏损

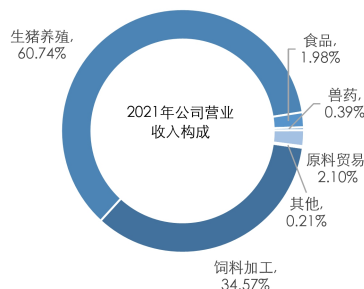
公司营业收入仍主要来源于饲料加工和生猪养殖业务，兽药、食品、原料贸易和其他业务²收入和占比仍较小，饲料加工业务收入占比提高至34.57%，生猪养殖业务收入占比下降至60.74%。2021年，受生猪价格大幅下降影响，公司收入同比下降3.04%；毛利润大幅亏损为-120.02亿元，综合毛利率-25.18%，主要系国内生猪市场价格持续下降，公司处置前期高价外购的低效母猪、产能利用率较低造成空置栏舍折旧，以及长江以北疫情导致猪只死亡等因素综合影响。

2022年一季度，公司营业收入64.90亿元，同比下降48.92%，毛利润为-6.00亿元，同比下降31.39亿元，综合毛利率为-9.25%，同比下降29.23个百分点。

图表9：公司营业收入构成及毛利润、毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	2019年		2020年		2021年		2022年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
饲料加工	117.64	47.98	136.50	27.76	164.80	34.57	35.07	54.03
生猪养殖	113.82	46.42	348.34	70.85	289.55	60.74	27.82	42.86
食品	1.98	0.81	4.66	0.95	9.45	1.98	-	-
兽药	1.05	0.43	0.94	0.19	1.86	0.39	0.32	0.49
农药	7.99	3.26	-	-	-	-	-	-
原料贸易	1.93	0.79	-	-	10.01	2.10	-	-
其他	0.75	0.31	1.22	0.25	1.02	0.21	1.70	2.62
合计	245.18	100.00	491.66	100.00	476.70	100.00	64.90	100.00
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
饲料加工	11.44	9.73	13.38	9.80	10.48	6.36	2.28	6.49
生猪养殖	23.51	20.65	95.51	27.42	-132.85	-45.88	-8.44	-30.34
食品	0.07	3.57	-0.08	-1.71	0.21	2.27	-	-
兽药	0.36	34.40	0.30	31.87	0.95	50.95	0.16	51.95
农药	2.63	32.89	-	-	-	-	-	-
原料贸易	0.10	5.32	-	-	0.79	7.90	-	-
其他	0.48	63.66	0.77	63.14	0.39	38.49	-0.01	-0.35
合计	38.60	15.74	109.88	22.35	-120.02	-25.18	-6.00	-9.25

数据来源：公司提供，东方金诚整理



² 其他为精液及编织袋销售以及公司种植的小麦，对外销售形成。

公司是江西省规模最大的农业企业之一，饲料加工和生猪养殖产业链较为完整，生产规模仍位居国内前列，具有较强的竞争实力

正邦科技是国家农业产业化重点龙头企业，是江西省规模最大的农业企业之一，饲料加工和生猪养殖规模均位居国内前列，竞争实力较强。2021年正邦科技饲料销量481.94万吨，在饲料加工行业上市公司中位列第六；正邦科技以1492.67万头的出栏量位居生猪养殖行业上市公司第二位。

图表 10 2021 年国内饲料加工行业部分上市公司经营数据（单位：万吨、亿元）

公司简称	饲料销量	饲料收入	营业收入	利润总额	饲料类型
新希望六和	2132.00	708.17	1262.62	-90.91	禽料和猪料为主
海大集团	1877.00	698.26	859.99	24.62	水产饲料与畜禽
通威股份	551.59	245.90 ³	634.92	103.90	水产料为主
唐人神	510.00	175.07	217.42	-11.47	猪料和禽料为主
大北农	589.59	226.95	313.28	-7.36	猪料、禽料反刍料
正邦科技	481.94	164.80	476.70	-190.79	猪料和禽料为主

资料来源：公开资料，东方金诚整理

图表 11 2021 年国内生猪养殖行业部分上市公司经营数据（单位：万头、亿元）

公司简称	出栏量	生猪养殖收入	营业收入	利润总额
牧原股份	4026.30	750.76	788.90	76.11
正邦科技	1492.67	289.55	476.70	-190.79
温氏股份	1321.74	294.94	649.55	-131.44
新希望六和	997.81	172.03	1139.73	-90.91
天邦股份	428.00	63.50	105.07	-43.99

资料来源：公开资料，东方金诚整理

公司已形成“种猪育种-饲料加工-兽药-商品猪养殖”的一体化产业链，产业链较为完整，公司通过规模化养殖和科学统筹管理降低养殖成本。公司引进“优质纯种核心种猪”，自己培育种猪，对养殖用药和护理进行统一采购，公司生猪养殖所需部分仔猪和饲料主要为内部供给，有效地降低了养殖成本。

1. 饲料加工业务

随着生产线投产，2021年，饲料产能增加，受益于生猪养殖规模扩大，饲料产量有所增加，2022年3月，公司出售主营饲料业务的子公司，对饲料业务规模及获利能力形成一定不利影响

公司饲料加工业务的运营主体仍为公司本部及下属子公司，从产品结构来看，以全价料⁴为主，预混料和浓缩料为辅，公司拥有“正邦牌”和“广联牌”等5个饲料品牌，在行业内具有一定的知名度。随着饲料加工生产线的完工投产，2021年，饲料加工产能增加约100万吨/年，受益于生猪养殖规模扩大，产量同比增长11%，产能利用率约为70%。

公司饲料产品主要包括猪饲料、禽饲料、水产料和反刍料等，饲料产品仍以猪饲料为主，2021年猪饲料销售收入占比62.54%；毛利润占比78.78%。

³ 为饲料、食品及相关业务收入。

⁴ 从产品技术含量和附加值来看，预混料高于浓缩料，浓缩料高于全价料。

图表 12 公司饲料加工业务收入利润构成情况（单位：亿元、%）

项目	2019年		2020年		2021年		2022年1~3月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
猪饲料	69.35	58.95	83.07	60.86	103.06	62.54	20.10	57.33
禽饲料	41.35	35.15	41.85	30.66	48.61	29.50	12.67	36.13
其他饲料	6.94	5.90	11.58	8.48	13.12	7.96	2.29	6.54
合计	117.64	100.00	136.50	100.00	164.80	100.00	35.07	100.00

项目	2019年		2020年		2021年		2022年1~3月	
	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率	毛利润	毛利率
猪饲料	8.74	12.60	10.36	12.48	8.26	8.01	1.75	8.68
禽饲料	2.14	5.17	2.00	4.78	1.47	3.02	0.40	3.17
其他饲料	0.57	8.18	1.02	8.80	0.75	5.75	0.13	5.65
合计	11.44	9.73	13.38	9.80	10.48	6.36	2.28	6.49

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2022年3月1日，正邦科技发布《江西正邦科技股份有限公司关于向大北农出售部分饲料控股子公司股权的公告》，该公告披露，公司出售直接或间接持有的控股子公司德阳正邦农牧科技有限公司、丹棱正邦饲料有限公司、重庆广联农牧科技有限公司全部股权及云南广联畜禽有限公司、昆明新好农科技有限公司、云南大鲸科技有限公司、贵阳正邦畜牧有限公司、云南广德饲料有限公司以上5家公司51%的股权。股权转让完成后，以上8个标的公司将不再纳入公司合并报表范围内。在协议生效之日起十年内，正邦科技、正邦集团有限公司承诺，其及与其相关的公司不会直接或间接或通过协议控制的方式，在整个西南地区（包括四川、云南、贵州、重庆）内开展饲料对外销售业务，对公司饲料业务规模和获利能力构成一定不利影响。

公司饲料产品仍以猪饲料为主，受益于下游生猪养殖规模增加，饲料销量同比增加，叠加销售均价上涨影响，2021年，公司饲料加工业务收入有所增加

跟踪期内，公司饲料加工业务销售模式仍以经销模式为主。截至2022年3月末，公司已在全国近20多个省建立了105家饲料子公司，9家饲料分公司。终端客户主要是广大养殖户，比较分散，结算方式以款到发货为主，少部分大客户会有一定账期。

受生猪出栏量和存栏量的增加影响，2021年，公司饲料销量481.94万吨，同比增长6.33%，其中猪料销量263.16万吨，同比增长11.91%，禽料销量184.44万吨，与2020年持平，饲料产品仍以猪饲料为主。2021年以来，受原材料价格上涨影响，饲料销售均价持续上涨。受益于饲料销量增加，销售均价上涨，2021年饲料加工业务收入164.80亿元，同比增加20.73%。

图表 13 公司饲料销售情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2019年		2020年		2021年		2022年1~3月	
	销量	销售均价	销量	销售均价	销量	销售均价	销量	销售均价
猪饲料	211.05	3285.93	235.15	3532.63	263.16	3916.38	48.85	4114.72
禽饲料	171.50	2411.18	184.49	2268.40	184.44	2635.44	42.92	2952.58
其他饲料	23.26	2981.95	33.59	3447.06	34.33	3822.30	4.93	4649.97

资料来源：公司提供，东方金诚整理

2020年4月以来受多国禁止粮食出口，玉米、豆粕等原材料价格上涨，跟踪期内，受大宗农产品价格整体高位运行，公司饲料加工业务毛利润和毛利率同比下降，成本控制压力加大

公司饲料生产所需原材料包括玉米、豆粕、小麦、鱼粉、菜粕、麦麸、酶制剂、氨基酸、乳清粉等，其中玉米、豆粕占比较高。2020年4月以来，受新冠肺炎疫情全球蔓延加剧的影响，多国开始禁止粮食出口，玉米、豆粕等农产品价格开始上涨，2021年以来，大宗农产品价格整体高位运行，受原材料价格上涨影响，2021年，公司饲料加工业务毛利润10.48亿元，同比下降21.70%；毛利率6.36%，同比下降3.45个百分点。

图表 14 公司饲料加工业务原材料采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目	2019年		2020年		2021年		2022年1~3月	
	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
玉米	373.53	2091.20	480.81	2371.55	245.36	2899.79	56.72	2957.29
豆粕	157.56	3016.26	151.28	3131.38	108.46	3674.42	15.90	4047.59
棉粕	31.32	2864.73	6.01	3212.93	0.75	3574.10	0.12	3947.37

资料来源：公司提供，东方金诚整理

公司原材料采购仍主要采用“集中采购”模式，供应商多为贸易公司及粮油公司等，公司与供应商保持长期合作关系。由于公司饲料生产区域较为分散，为了降低运输和人力等费用，公司原材料供应商较分散。结算方式上，公司原材料采购到货后先支付80%货款，收到发票后结算剩余20%货款。

2. 生猪养殖业务

跟踪期内，公司生猪养殖规模较大，2021年生猪出栏1492.67万头，市场份额2.22%，销售区域分布较为广泛，但同期公司淘汰母猪约200万头，预计2022年，养殖规模将有所下降

公司生猪养殖业务仍主要由子公司江西正邦养殖有限公司（以下简称“正邦养殖”）、黑龙江正邦农牧有限公司（以下简称“黑龙江正邦”）和加美（北京）育种科技有限公司（以下简称“加美育种”）等子公司经营，产品包括种猪、仔猪、商品肥猪等，以商品肥猪为主。2021年生猪出栏量1492.67万头，同比增加56.14%，出栏量位列生猪养殖行业上市公司第二位。根据公司生猪出栏量及国家统计局发布的全国生猪出栏量计算，2021年公司生猪出栏量的市场占有率为2.22%，同比提高0.41个百分点，公司生猪养殖行业市场地位进一步提升。2021年，国内生猪价格持续下降，公司对于前期高价外购的低效母猪进行处置，淘汰母猪约200万头。截至2021年末，公司能繁母猪38万头，预计2022年，公司生猪出栏量将有所下降。⁵

公司销售区域分为南方片区、北方片区和西南片区，2021年占比分别为54.40%、21.38%和24.01%，主要分布省份包括江西、湖南、湖北、广西和四川等，销售区域分布较为广泛。

受制于生猪价格大幅下降，叠加淘汰母猪、产能利用率较低造成空置栏舍折旧，以及长江以北疫情导致猪只死亡等因素综合影响，2021年生猪养殖业务大幅亏损

公司生猪养殖业务包括商品猪、仔猪和种猪的养殖和销售，以商品猪为主。公司对下属子公司的生猪进行统一销售，以散户为主，其中商品猪主要出售给猪经纪，少部分种猪和仔猪直

⁵ 数据来源于公司公告的《江西正邦科技股份有限公司关于对深圳证券交易所年报问询函回复的公告》。

接销售给养殖户，生猪销售大多现款现货。

2021年1月以来，国内生猪价格持续下降，叠加淘汰母猪、养殖产能利用率较低造成空置栏舍折旧，以及长江以北疫情导致猪只死亡等因素综合影响，2021年，生猪养殖业务收入、毛利润和毛利率均同比大幅下降，毛利润大幅亏损。2021年，生猪养殖业务收入289.55亿元，同比下降16.88%；毛利润-132.85亿元；大幅亏损；毛利率-45.88%。2021年，由于国内生猪价格持续下降，公司清退前期高价外购的低效母猪，淘汰母猪201.06万头，实现收入51.33亿元，相应结转成本87.93亿元，亏损36.60亿元。⁶此外，公司整体产能利用率较低，造成空置栏舍折旧、摊销等损失，同时清退低效及不经济的租赁场，造成租赁场预付租金、清退补偿、物料等损失合计15.73亿元。

2022年5月以来生猪价格有所回升，考虑到当前养殖成本较高，以及此次猪周期导致部分产能退出，预计下半年生猪价格或会有所回升，但大幅上涨的可能性不大。2022年1~5月，公司生猪出栏量409.44万头，同比下降24.34%，考虑到公司能繁母猪数量同比下降，预计2022年生猪出栏量将有所下降。

图表 15 公司生猪养殖业务销售情况（单位：万头、元/头、元/斤）

项目	2019年		2020年		2021年		2022年1~3月	
	出栏量	采购均价	出栏量	采购均价	出栏量	采购均价	出栏量	采购均价
仔猪	48.41	1045.00	231.37	1446.00	135.68	1013.00	26.73	201.00
商品猪	529.83	9.10	724.60	16.39	1356.99	8.34	215.89	6.02
合计	578.24	-	955.97	-	1492.67	-	242.62	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

养殖行业环保压力大，易受疫情影响，在“公司+农户”的生猪养殖模式下，公司与农户采用约定价格回收生猪的模式或使其面临一定的猪价倒挂风险以及疫情控制压力

近年养殖行业环保政策趋严，对公司环保工艺技术、排放标准及管理水平提出更高的要求，公司环保成本加大。养殖行业易受疫情影响，公司从猪场选址、防疫距离到猪场内隔离措施安排等方面均建立了严格的流程管控体系，每个猪场均配备有专业兽医团队。养殖场的建设远离人口密集区，采用全封闭式管理。公司通过饲料和种猪的部分自供，减少外部生产物资的流入，一定程度上降低了病菌流入的风险。为应对非洲猪瘟疫情，公司加强自建饲料厂、自建猪场、合作养户猪场在生物安全防控的软硬件投入、全面提升防控等级，防疫成本有所增加。虽然公司采取了严格的防控措施，但若公司周边地区的养殖场或自身场区发生疫情，或者公司疫情防控体系实施不力，公司仍可能面临生猪感染疫情带来的出栏量下降、盈利下降甚至亏损等风险。2021年，长江以北疫情导致猪只死亡。同期，能繁及后备母猪死亡损失约10亿元。

公司生猪养殖业务的主要经营模式有自繁自养模式和“公司+农户”合作养殖模式。自繁自养模式是指以自营方式，管理和经营猪场，该模式主要有自建繁殖场或全程自繁自养场两种，繁殖场的主要产品是仔猪，全程自繁自养场的主要产品是商品肥猪。“公司+农户”模式是一种轻资产扩张模式，即在公司的繁殖场周围一定区域内，发展合作养殖农户，公司为农户提供仔

⁶ 数据来源于公司公告的《江西正邦科技股份有限公司关于对深圳证券交易所年报问询函回复的公告》。

猪、饲料、兽药、全程养殖技术指导 and 管控，负责生猪销售，承担肥猪销售的市场风险，合作农户负责育肥阶段猪场的建设投资、生猪育肥饲养工作。该模式核心是公司对外委托加工生产，有助于公司生猪养殖业务以轻资产模式快速扩张，但公司与农户采用按约定价格回收生猪的方式，也使公司面临一定的猪价倒挂风险以及疫情防控压力。

关联关系

跟踪期内，公司关联交易规模不大

经营性往来款方面：跟踪期内，公司与关联方经营性往来规模不大。2021年公司向关联方采购金额0.72亿元，主要为向关联方江西增鑫科技股份有限责任公司采购专有养殖设备。同期，公司向关联方销售金额1.65亿元，主要为向吉安正邦食品有限公司销售猪只。

非经营性往来款方面：截至2021年末，公司与关联方往来款余额为其他应收款9517.28万元；长期应付款396.22万元，对手方为正瓴融资租赁（上海）有限公司；其他应付款期末账面余额0.45亿元，对手方为山东和康源生物育种股份有限公司，整体规模不大。

关联方资金拆借方面：公司自2021年2月开始与正邦集团拆入拆出资金，2021年累计20.75亿元，截至2021年末，已归还。

其他关联交易方面：2021年，公司与关联方江西裕民银行股份有限公司资金结算7.76亿元，与山东和康源生物育种股份有限公司资金借款0.20亿元；与正邦集团股权转让款2.33亿元，与江西永联股权转让款700.00万元；与江西科鼎资产管理有限公司购买土地989.31万元。2021年末，公司对子公司或子公司对子公司担保余额合计为104.22亿元。

重大事项

跟踪期内，公司出售部分子公司股权，获得投资收益，但预计对饲料业务获利能力形成一定不利影响，此外，公司因流动性紧张，已发生票据逾期，东方金诚将持续关注该事项的后续进展

2022年3月1日，正邦科技发布《江西正邦科技股份有限公司关于向大北农出售部分饲料控股子公司股权的公告》，该公告披露，公司拟出售直接或间接持有的控股子公司德阳正邦农牧科技有限公司、丹棱正邦饲料有限公司、重庆广联农牧科技有限公司全部股权及云南广联畜禽有限公司、昆明新好农科技有限公司、云南大鲸科技有限公司、贵阳正邦畜牧有限公司、云南广德饲料有限公司以上5家公司51%的股权。股权转让完成后，以上8个标的公司将不再纳入公司合并报表范围内。本次合作的资产交易总额约为20~25亿元，具体成交金额以审计为基准，双方协商确定。在协议生效之日起十年内，正邦科技、正邦集团有限公司承诺，其及与其相关的公司不会直接或间接或通过协议控制的方式，在整个西南地区（包括四川、云南、贵州、重庆）内开展饲料对外销售业务。若该交易完成，公司预计获得11~19亿元的投资收益，但对公司饲料业务获利能力构成一定不利影响。

公司于2022年5月20日召开的第六届董事会第三十八次会议及第六届监事会第三十次会

议、2022年6月6日召开的公司2022年第一次债券持有人会议及2022年第三次临时股东大会，均审议通过了《关于部分募集资金投资项目终止并将结余募集资金永久补充流动资金的议案》。根据上述议案，“正邦转债”募集资金用途变更为永久补充流动资金，根据《公司公开发行可转换公司债券募集说明书》的约定，“正邦转债”附加回售条款生效，此次回售金额4000元。

受猪周期影响，公司及子公司江西正邦养殖有限公司等近期因流动资金紧张出现部分商票逾期未兑付的情形，截至2022年6月9日，逾期未兑付余额合计54200.50万元。

公司治理与战略

跟踪期内，控股股东及一致行动人持有公司股份对外质押比例高，且存在被司法冻结及司法再冻结、被动减持的情况，未来若股价进一步下跌，或存在平仓风险

截至2022年3月末，公司总股本31.46亿元。跟踪期内，正邦集团对公司的持股比例略有下降，为公司第一大股东，截至2022年3月末，正邦集团持有公司23.83%的股份，江西永联持有公司22.02%，因正邦集团与江西永联实际控制人均为林印孙，并签订了一致行动人协议，江西永联按照正邦集团的指示行使其作为股东对正邦科技享有的表决权，确保正邦集团对上市公司正邦科技直接控制，公司控股股东仍为正邦集团，实际控制人仍为林印孙。

截至2022年6月1日，正邦集团及其一致行动人江西永联、共青城邦鼎投资有限公司、四川海子投资管理有限公司-海子盈祥2号私募证券投资基金、林印孙先生及林峰先生等合计持有公司股份15.19亿股，占公司总股本的48.27%，累计质押13.21亿股，占其所持股份比例的87.01%，占公司总股本的42.00%。

2022年4月16日，根据公司发布的《江西正邦科技股份有限公司关于控股股东部分股权被司法冻结的公告》显示，控股股东正邦集团持有的公司部分股份存在被司法冻结及司法再冻结的情况，截至2022年4月16日，正邦集团持有公司股份被司法冻结及司法再冻结11752448股，合计占其持股比例的1.57%，占公司总股本的0.37%。本次冻结自2022年4月12日起，至2025年4月11日截止。

跟踪期内，公司控股股东及一致行动持有公司股份存在被动减持情况，该事项深圳证券交易所已出具监管函〔2022〕第142号。控股股东及其一致行动人持有公司股份对外质押比例高，且存在被司法松江及司法再冻结、被动减持的情况，未来若股价进一步下跌，或存在平仓风险。

跟踪期内，公司董事会和监事完成提前换届选举。除此以外，公司在治理结构、内部管理和发展战略方面无重大变化。

财务分析

财务概况

公司提供了2021年合并财务报告和2022年1~3月合并财务报表。大华会计师事务所(特

殊普通合伙) 对公司 2021 年合并财务报告进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。2022 年 1~3 月财务报表未经审计。

2021 年, 公司纳入合并报表范围的主要子公司较 2020 年增加 9 家, 减少 5 家, 合并报表范围变动较为频繁, 存在一定的合并范围变动的风险。

资产构成与资产质量

跟踪期内, 受生猪价格下降, 公司存货和生产性生物资产等下降影响, 公司资产规模持续下降, 资产构成以非流动资产为主

跟踪期内, 公司资产规模持续下降, 主要系货币资金、存货和生产性生物资产等大幅下降所致; 流动资产占比持续下降, 2022 年 3 月末为 27.03%, 资产构成以非流动资产为主。

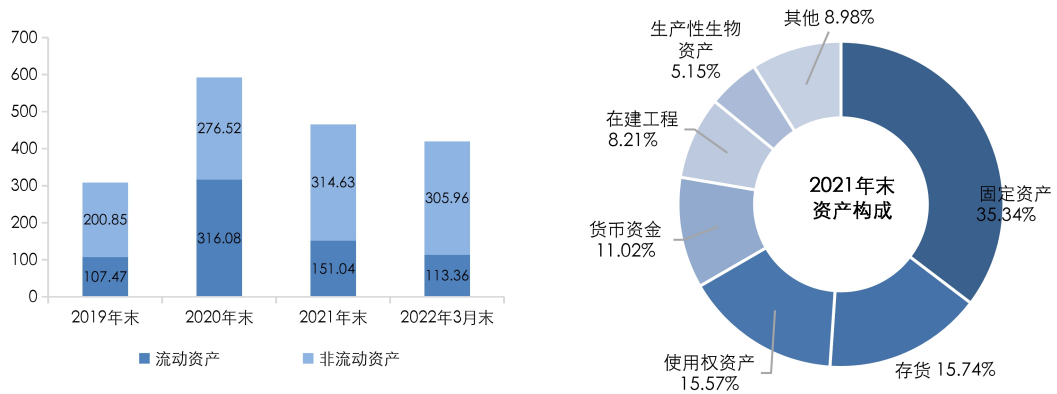
跟踪期内, 公司流动资产持续下降, 2021 年末同比下降 52.21%, 主要系货币资金、预付款项、存货等下降所致, 2022 年 3 月末较 2021 年末下降 24.94%, 主要系货币资金和存货减少所致。截至 2021 年末, 公司流动资产主要由存货和货币资金等构成, 占比分别为 48.53% 和 33.93%, 合计占流动资产比重为 82.51%。公司存货主要为消耗性生物资产、原材料和库存商品等, 跟踪期内, 受生猪价格大幅下降, 公司缩减产能影响, 消耗性生物资产减少, 存货账面价值大幅下降。公司货币资金主要为银行存款和其他货币资金, 跟踪期内, 受经营资金需求增加影响, 货币资金持续下降, 截至 2021 年末, 受限的货币资金 32.98 亿元, 占比 64.26%, 主要用于担保的定期存款或通知存款、票保证金和履约保证金; 被冻结的银行存款 2.06 亿元。

跟踪期内, 公司非流动资产整体增加, 2021 年末同比增长 13.78%, 主要系固定资产、在建工程和使用权资产增加所致, 2022 年 3 月末较 2021 年末下降 2.76%。⁷截至 2021 年末, 公司非流动资产主要由固定资产、使用权资产、在建工程和生产性生物资产等构成, 占比分别为 52.31%、23.04%、12.15% 和 7.62%, 合计占非流动资产比重为 95.11%。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备等, 随着在建工程完工转固和新购置固定资产, 2021 年末, 公司固定资产规模同比增加 10.59%。公司在建工程主要为猪场建设和饲料加工生产线建设, 跟踪期内, 随着猪场投入增加, 在建工程账面价值持续增加。2021 年末, 公司使用权资产账面价值 72.48 亿元, 主要由房屋建筑物和土地使用权构成, 分别为 59.94 亿元和 12.54 亿元。公司生产性生物资产主要为种猪, 2021 年, 公司死淘母猪约 220 万头, 减少 112.35 亿元, 外购种猪 11.23 亿元、自行培育种猪 33.88 亿元, 受死淘种猪影响, 生产性生物资产账面价值持续减少。

截至 2021 年末, 公司受限资产规模为 34.87 亿元, 占当期末资产总额的比重为 7.49%, 占净资产总额的比重为 101.21%。

⁷ 使用权资产是指承租人可在租赁期内使用租赁资产的权利, 发生时计入“使用权资产”科目。按照新租赁准则要求, 取消了承租人融资租赁以及经营租赁的分类, 要求对所有租赁确认使用权资产和租赁负债。过去对于经营租赁, 使用权是不量化为表内资产进行核算的; 对于融资租赁资产则是基于实质重于形式原则, 将租赁资产直接作为固定资产进行表内核算。新准则下, 使用权资产虽然纳入财务报表内, 但是使用权资产并不等同于租赁资产本身。使用权资产租赁的是固定资产的权利, 而不是租赁固定资产本身。

图表 16：公司资产构成情况（单位：亿元）



项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
存货	51.38	134.48	73.29	60.17
货币资金	29.55	130.43	51.33	30.73
流动资产合计	107.47	316.08	151.04	113.36
固定资产	98.95	148.81	164.57	161.51
使用权资产	-	-	72.48	70.32
在建工程	36.98	11.93	38.23	40.54
生产性生物资产	50.95	91.06	23.97	20.32
非流动资产合计	200.85	276.52	314.63	305.96
资产总计	308.32	592.60	465.67	419.32

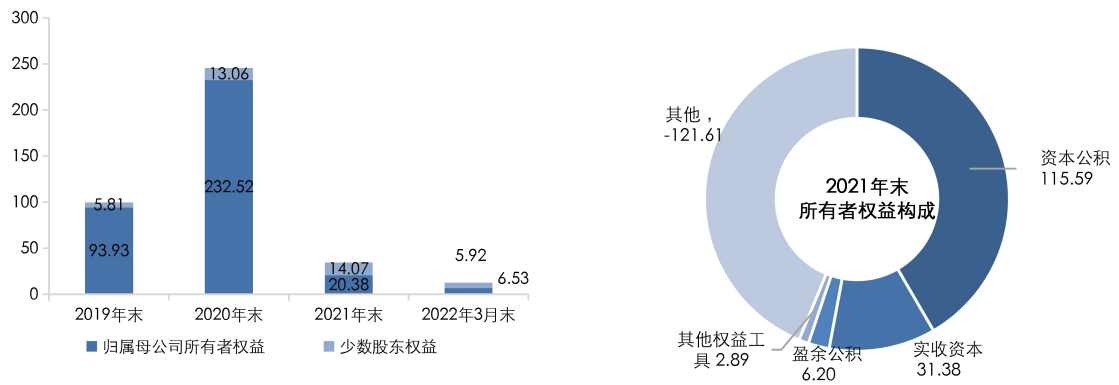
资本结构

受经营亏损影响，跟踪期内所有者权益大幅下降，2022年3月末，资产负债率已达97%。短期内公司难为扭亏为盈，预计2022年末净资产为负。

受经营亏损影响，跟踪期内，公司所有者权益大幅下降，2021年末同比下降85.97%，2022年3月末较2021年末下降63.86%。2021年末，所有者权益主要由资本公积、实收资本、盈余公积和其他权益工具等构成，占比分别为335.49%、91.07%、118.00%和8.38%，合计占所有者权益比重超过100%，主要系经营亏损，未分配利润为负所致。

2021年末和2022年3月末，公司股本分别为31.38亿元和31.30亿元，资本公积分别为115.59亿元和123.60亿元。受经营大幅亏损影响，公司未分配利润为负，2021年末和2022年3月分别为-124.86亿元和-149.20亿元，少数股东权益分别为14.07亿元和5.92亿元。

图表 17：公司权益构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供，东方金诚整理

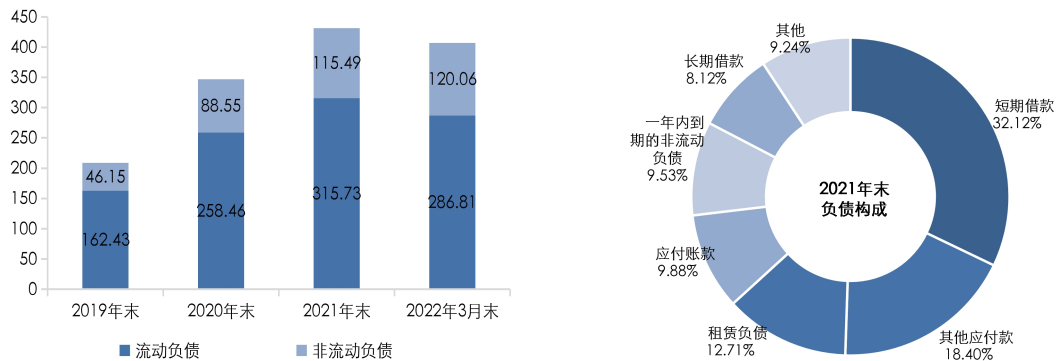
跟踪期内，公司债务规模增加且规模较大，债务结构仍以短期有息债务为主，短期存在集中偿付压力

跟踪期内，公司负债规模整体增加，2021年末同比增长24.26%，2022年3月末较2021年末下降5.65%；负债构成仍以流动负债为主，2021年末和2021年3月末流动负债占比分别为73.22%和70.49%。

2021年末，公司流动负债同比增长22.16%，主要系短期借款、应付账款和一年内到期的非流动负债大幅增长所致，2022年3月末较2021年末下降9.16%，主要系短期借款、其他应付类款等减少所致。2021年末公司流动负债主要由短期借款、其他应付款、应付账款和一年内到期的非流动负债等构成，占比分别为43.87%、25.13%、13.49%和13.02%，合计占流动负债比重为95.50%。随着公司业务规模扩大，营运资金需求增加，跟踪期内，公司短期借款增幅较大，2021年末，公司短期借款主要由保证借款、未终止确认的票据贴现、信用借款、抵押借款和未到期的应付利息构成，分别为78.21亿元、40.63亿元、17.80亿元、1.64亿元和0.22亿元。公司其他应付款主要为押金及保证金、往来款和限制性股票回购义务等，跟踪期内持续下降。公司一年内到期的非流动负债整体有所增加，2021年末由一年内到期的长期借款、应付债券、长期应付款和租赁负债构成，分别为28.13亿元、0.69亿元、9.00亿元和3.28亿元。

跟踪期内，公司非流动负债持续增加。2021年末主要由租赁负债、长期借款、应付债券和长期应付款等构成。随着长期借款和融资租赁款转入一年内到期的非流动负债，跟踪期内，公司长期借款和长期应付款整体有所下降。2021年末，公司应付债券余额同比增长，主要系发行3.88亿美元的美元债所致。

图表 18 公司负债构成情况 (单位: 亿元)



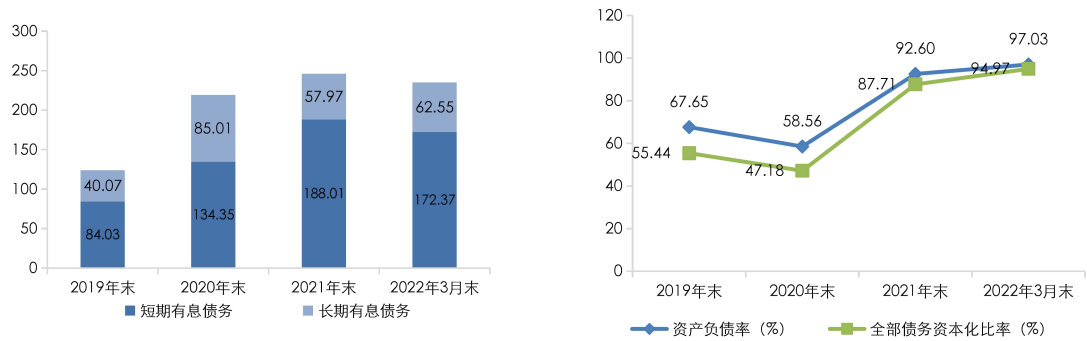
项目	2019 年末	2020 年末	2021 年末	2022 年 3 月末
短期借款	44.98	115.29	138.51	121.48
其他应付款	56.78	80.89	79.33	70.72
应付账款	16.57	34.39	42.59	31.47
一年内到期的非流动负债	22.87	6.25	41.10	40.11
流动负债合计	162.43	258.46	315.73	286.81
租赁负债	-	-	54.81	54.79
长期借款	23.24	52.34	35.03	36.86
应付债券	5.28	13.92	17.84	18.68
非流动负债合计	46.15	88.55	115.49	120.06
负债总额	208.58	347.01	431.21	406.87

资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

有息债务方面, 跟踪期内, 公司全部债务规模整体有所增加, 主要系业务规模的扩大推升了资金需求, 债务结构仍以短期有息债务为主。而其资产结构以无形资产及固定资产等非流动资产为主, 反映了公司长短期资本匹配度欠佳。公司短期借款主要用于补充日常营运资金, 随着公司生猪养殖规模的扩大, 对营运资金需求增加, 跟踪期内短期借款增加。截至 2021 年末, 公司全部债务 245.98 亿元, 短期有息债务占比为 76.43%。2021 年末, 公司资产负债率为 92.60%, 长期债务资本化比率为 62.72%, 全部债务资本化比率为 87.71%; 均大幅上升。

从债务期限结构来看, 以公司 2022 年 3 月末债务为基础, 公司将于一到年内到期的有息债务为 172.37 亿元, 公司短期内债务集中偿还压力较大。

图表 19 公司债务构成情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

对外担保方面, 截至 2021 年末, 公司无对外担保。

截至 2022 年 4 月 30 日, 公司及控股子公司连续十二个月内累计涉及诉讼、仲裁事项的相关金额合计人民币 105396.04 万元, 占公司 2021 年经审计归属于上市公司股东净资产的 51.71%。其中, 公司及控股子公司作为原告涉及的诉讼金额为人民币 32960.23 万元; 公司及控股子公司作为被告或共同被告涉及的诉讼、仲裁事项合计金额为人民币 72435.81 万元。公司及控股子公司连续十二个月内不存在单项涉案金额占公司最近一期经审计净资产 10%以上, 且绝对金额超过 1000.00 万元的重大诉讼、仲裁事项。

盈利能力

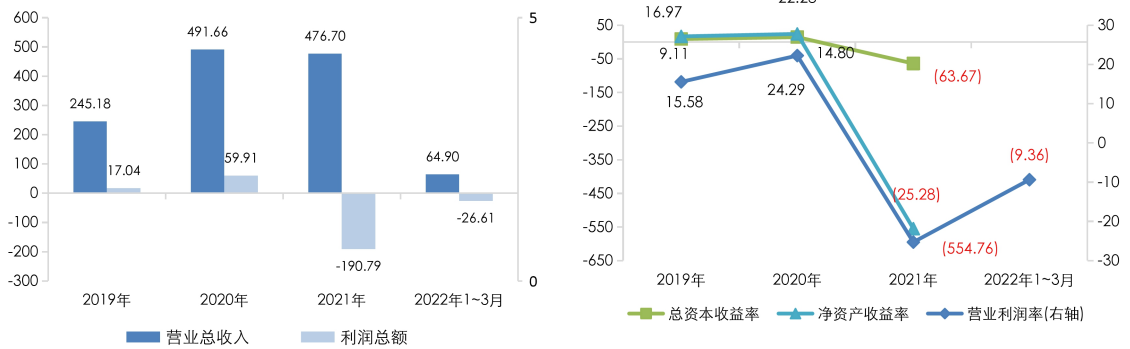
2021 年以来, 生猪价格持续回落, 叠加死淘能繁及后备母猪, 产能利用率较低导致空置栏舍折旧损失、清退低效及不经济的租赁场形成损失, 以及长江以北疫情导致猪只死亡等因素综合影响, 2021 年利润大幅亏损

2021 年 1 月以来, 生猪价格持续回落, 受生猪价格大幅下降影响, 2021 年公司营业收入 476.70 亿元, 同比下降 3.04%; 营业利润率为-25.28%, 经营亏损, 主要受国内生猪市场价格持续下降, 公司处置前期高价外购的低效母猪、产能利用率较低造成空置栏舍折旧, 以及长江以北疫情导致猪只死亡等因素综合影响。

2021 年, 公司期间费用 57.35 亿元, 同比增加主要系管理费用和财务费用增加所致; 财务费用 11.78 亿元。同期, 管理费用为 36.36 亿元, 主要由 15.89 亿元的职工薪酬、6.04 亿元的租赁费和 5.05 亿元固定资产折旧等构成; 其中租赁费用同比增加主要系公司当期清退低效及不经济的租赁场形成损失。期间费用占营业收入比重为 12.03%, 同比上升; 利润总额-190.79 亿元, 经营大幅亏损; 资产减值损失-3.80 亿元, 其中存货跌价损失及合同履约成本减值损失-3.42 亿元, 商誉减值损失-0.38 亿元; 营业外收入为 2.25 亿元, 同比有所增加, 主要为违约金、保险赔偿和罚款、赔偿收入; 营业外支出 12.17 亿元, 同比大幅增加, 主要为公司死淘能繁及后备母猪产生的损失。

2021 年, 公司总资本收益率为-63.67%; 净资产收益率为-554.76%, 跟踪期内公司经营亏损。

图表 20 公司收入和盈利能力情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

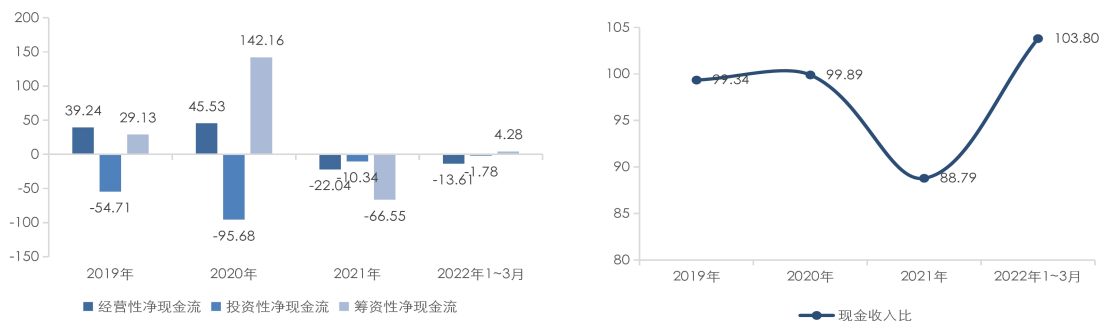
2022年1~3月, 公司营业收入为64.90亿元, 同比下降48.92%; 营业利润率为-9.36%, 同比下降29.26个百分点, 利润总额为-26.61亿元, 2022年5月以来, 生猪价格有所回升, 考虑到非瘟疫情带来养殖成本的增加, 以及猪周期亏损导致的产能退出, 预计2022年下半年生猪价格有所回升, 但大幅上涨的支撑依据不足, 预计2022年公司经营仍亏损。

现金流

受经营亏损影响, 2021年公司经营性净现金流转为净流出, 投资性净现金流仍为净流出, 筹资活动现金流转为净流出

受生猪价格下降影响, 2021年经营活动现金流入和流出规模均下降; 经营活动产生的现金流量净额为负, 且净流出规模较大。同期, 投资活动现金流入为55.96亿元, 同比大幅增加, 主要系当期公司处置固定资产、无形资产和其他长期资产收到现金所致, 投资活动现金流出为66.30亿元, 同比降幅较大, 主要系用于购建固定资产、无形资产等长期资产的金额减少所致, 投资活动产生的现金流量净额为-10.34亿元, 净流出规模大幅减少。2021年, 公司筹资活动现金流入为174.87亿元, 同比下降, 但偿还到期债务规模增加, 导致筹资性净现金流转为净流出。

图表 21 公司现金流及现金收入比情况 (单位: 亿元、%)



资料来源: 公司提供, 东方金诚整理

2022年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为-13.61亿元、-1.78亿元和4.28亿元。2022年一季度受生猪价格大幅回落，生猪存栏量规模大导致购买原材料支付的资金规模增加影响，经营性净现金流持续净流出。

偿债能力

从短期偿债能力指标来看，跟踪期内，公司流动比率和速动比率大幅下降，经营现金流动负债比为负。截至2021年末，公司未受限的货币资金18.35亿元，短期有息债务188.01亿元，货币资金不能覆盖短期有息债务。

从长期偿债能力指标来看，2021年公司EBITDA为-141.56亿元，大幅下降，EBITDA对利息的保障程度大幅下降，全部债务/EBITDA为负。

截至2022年3月末，公司共获得金融机构授信额度254亿元，其中未使用额度71亿元，可提供一定的流动性支持。

图表 22 公司偿债能力主要指标（单位：%、倍）

项目	2019年末	2020年末	2021年末	2022年3月末
流动比率	66.17	122.29	47.84	39.52
速动比率	34.54	70.26	24.62	18.55
经营现金流动负债比	24.16	17.62	-6.98	-
EBITDA 利息倍数	6.15	10.31	-11.24	-
全部债务/EBITDA	3.92	2.23	-1.74	-

资料来源：公司提供，东方金诚整理

过往债务履约情况

根据公司提供的授信机构版本的《企业信用报告》，截至2022年5月25日，公司本部已结清信贷存在9笔垫款，金额12044.87万元，为票据、信用证和保理本金逾期；未结清信贷存在9笔垫款，金额8662.94万元，为票据、信用证本金逾期；存在1笔强制执行记录，为劳动争议，金额1.67万元。

根据2022年6月9日，公司发布的《正邦转债江西正邦科技股份有限公司关于部分商业承兑汇票逾期未兑付的公告》显示，截至2022年6月9日，公司票据逾期金额5.42亿元。

截至本报出具日，“12正邦债”和“20正邦科技（疫情防控债）SCP002”已到期兑付，“17正邦01”已部分回售，剩余本金尚未到偿付日，到期利息已按时兑付，“正邦转债”已按时付息，尚未到本金兑付日。

抗风险能力及结论

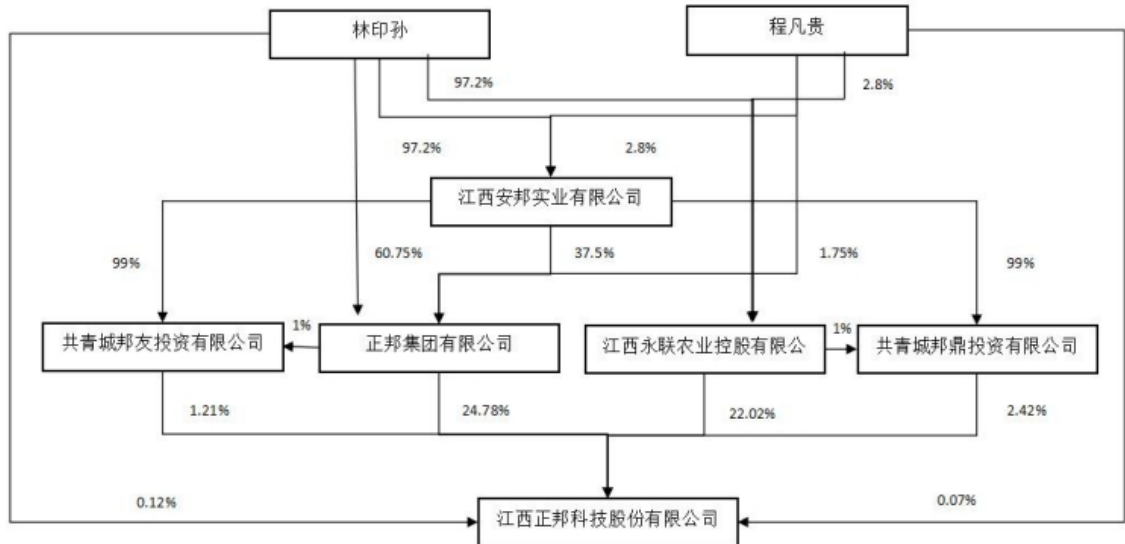
公司是江西省规模最大的农业企业之一，生猪养殖规模居行业前列，“种猪育种-饲料加工-兽药-商品猪养殖”产业链较为完整，具备较强的竞争实力；跟踪期内，公司生猪养殖规模较大，2021年生猪出栏量1492.67万头，市场份额2.22%，销售区域分布较为广泛；公司饲料产品仍

以猪饲料为主，受下游生猪养殖规模增加，2021年饲料业务获利收入同比增长。

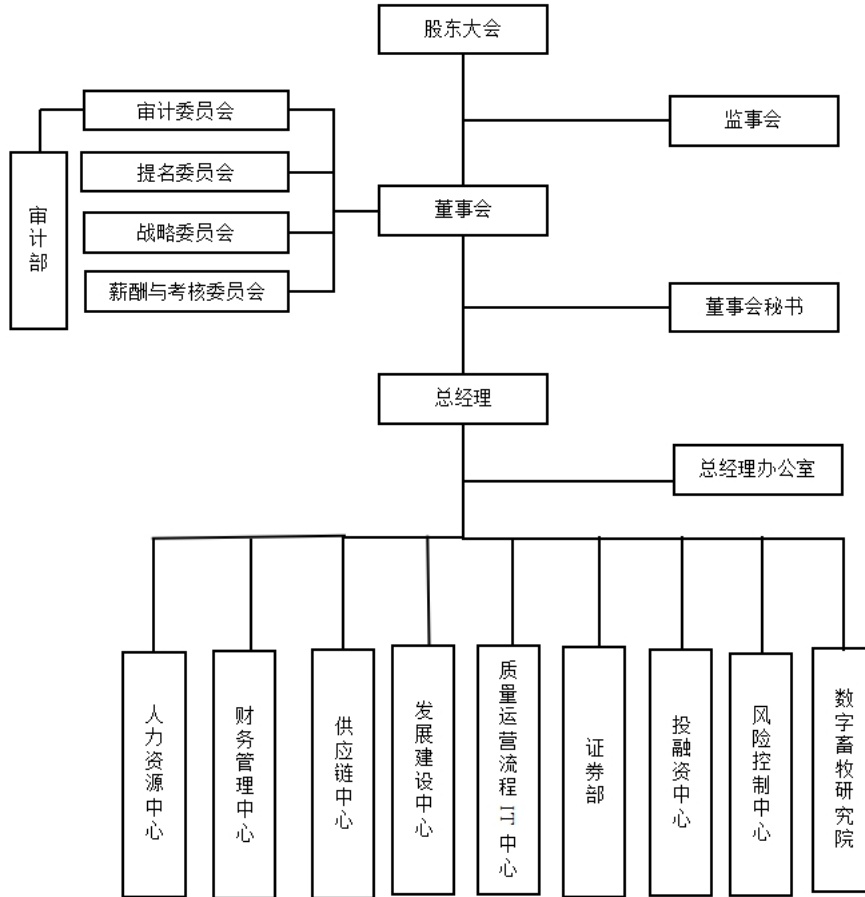
同时，东方金诚也关注到，2020年4月以来，受多国禁止粮食出口影响，玉米、豆粕等原材料价格上涨，2021年，大宗农产品价格整体高位运行，公司饲料加工业务毛利润和毛利率同比下降；2021年1月以来，生猪价格持续回落，叠加死淘能繁母猪及后备母猪、产能利用率较低造成空置栏舍折旧、清退低效及不经济的租赁场形成损失，以及长江以北疫情导致猪只死亡等因素影响，利润大幅亏损；养殖行业环保压力大，易受疫情影响，在“公司+农户”的生猪养殖模式下，公司与农户采用按约定价格回收生猪或使其面临一定的猪价倒挂风险以及疫情控制压力；公司债务规模较大，债务结构仍以短期有息债务为主，受制于经营亏损，所有者权益大幅下降，资产负债率达97%，公司已发生票据逾期，短期流动性紧张；公司控股股东及一致行动人持有公司股份质押比例高，且存在被司法冻结及司法再冻结、被动减持的情况，未来若股价进一步下跌，或存在平仓风险。

综合考虑，东方金诚下调正邦科技主体信用等级为AA-，展望调整为负面，并下调“正邦转债”的信用等级为AA-。

附件一：截至 2021 年末公司股权结构图



附件二：截至 2022 年 3 月末公司组织结构图



附件三：正邦科技主要财务数据及指标

项目名称	2019年	2020年	2021年	2022年3月
主要财务数据及指标				
资产总额（亿元）	308.32	592.60	465.67	419.32
所有者权益（亿元）	99.75	245.58	34.46	12.45
负债总额（亿元）	208.58	347.01	431.21	406.87
短期债务（亿元）	84.03	134.35	188.01	172.37
长期债务（亿元）	40.07	85.01	57.97	62.55
全部债务（亿元）	124.09	219.36	245.98	234.92
营业收入（亿元）	245.18	491.66	476.70	64.90
利润总额（亿元）	17.04	59.91	-190.79	-26.61
净利润（亿元）	16.93	59.64	-191.15	-26.64
EBITDA（亿元）	31.63	98.35	-141.56	-
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	39.24	45.53	-22.04	-13.61
投资活动产生的现金流量净额（亿元）	-54.71	-95.68	-10.34	-1.78
筹资活动产生的现金流量净额（亿元）	29.13	142.16	-66.55	4.28
毛利率（%）	15.74	22.35	-25.18	-9.25
营业利润率（%）	15.58	22.28	-25.28	-9.36
销售净利率（%）	6.91	12.13	-40.10	-41.05
总资本收益率（%）	9.11	14.80	-63.67	-
净资产收益率（%）	16.97	24.29	-554.76	-
总资产收益率（%）	5.49	10.06	-41.05	-
资产负债率（%）	67.65	58.56	92.60	97.03
长期债务资本化比率（%）	28.66	25.71	62.72	83.40
全部债务资本化比率（%）	55.44	47.18	87.71	94.97
货币资金/短期债务（%）	35.17	97.08	27.30	17.83
非筹资性现金净流量债务比率（%）	-12.47	-22.86	-13.16	-
流动比率（%）	66.17	122.29	47.84	39.52
速动比率（%）	34.54	70.26	24.62	18.55
经营现金流动负债比（%）	24.16	17.62	-6.98	-
EBITDA 利息倍数（倍）	6.15	10.31	-11.24	-
全部债务/EBITDA（倍）	3.92	2.23	-1.74	-
应收账款周转率（次）	232.64	197.63	147.03	-
销售债权周转率（次）	231.93	197.17	140.41	-
存货周转率（次）	6.17	4.11	5.74	-
总资产周转率（次）	0.47	1.09	0.90	-
现金收入比（%）	99.34	99.89	88.79	103.80

附件四：主要财务指标计算公式

指标	计算公式
毛利率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率 (%)	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
销售净利率 (%)	$\text{净利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
总资本收益率 (%)	$(\text{净利润} + \text{利息费用}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
总资产收益率 (%)	$\text{净利润} / \text{资产总额} \times 100\%$
资产负债率 (%)	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
长期债务资本化比率 (%)	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
全部债务资本化比率 (%)	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率 (%)	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
EBITDA 利息倍数 (倍)	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA (倍)	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
货币资金/短期债务 (倍)	$\text{货币资金} / \text{短期债务}$
非筹资性现金净流量债务比率 (%)	$(\text{经营活动产生的现金流量净额} + \text{投资活动产生的现金流量净额}) / \text{全部债务} \times 100\%$
流动比率 (%)	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率 (%)	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比率 (%)	$\text{经营活动产生的现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
应收账款周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均应收账款净额}$
销售债权周转率 (次)	$\text{营业收入} / (\text{平均应收账款净额} + \text{平均应收票据})$
存货周转率 (次)	$\text{营业成本} / \text{平均存货净额}$
总资产周转率 (次)	$\text{营业收入} / \text{平均资产总额}$
现金收入比率 (%)	$\text{销售商品、提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$

注：EBITDA=利润总额+利息费用+固定资产折旧+生产性生物资产折旧+摊销
 长期债务=长期借款+应付债券+其他长期债务
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务
 全部债务=长期债务+短期债务
 利息支出=利息费用+资本化利息支出

附件五：企业主体及长期债券信用等级符号及定义

等级	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，有较高违约风险
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 级和 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。