



CREDIT RATING REPORT

报告名称

江西正邦科技股份有限公司 主体与相关债项2022年度 跟踪评级报告

目录

评定等级及主要观点
跟踪债券及募资使用情况
主体概况
偿债环境
财富创造能力
偿债来源与负债平衡
担保分析
评级结论





信用等级公告

DGZX-R【2022】00743

大公国际资信评估有限公司通过对江西正邦科技股份有限公司及“17 正邦 01”的信用状况进行跟踪评级，确定江西正邦科技股份有限公司的主体长期信用等级调整为 A，评级展望维持负面，“17 正邦 01”的信用等级维持 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司
评审委员会主任：席宁

二〇二二年六月二十九日



评定等级

主体信用					
跟踪评级结果	A	评级展望	负面		
上次评级结果	AA-	评级展望	负面		
债项信用					
债券简称	发行额(亿元)	年限(年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
17 正邦 01	5.30	5(3+2)	AAA	AAA	2022.03

主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	419.32	465.67	618.75	308.32
所有者权益	12.45	34.46	245.58	99.75
总有息债务	234.92	245.98	219.36	124.09
营业收入	64.90	476.70	491.66	245.18
净利润	-26.64	-191.15	59.64	16.93
经营性净现金流	-13.61	-22.04	45.53	39.24
毛利率	-9.25	-25.18	22.35	15.74
总资产报酬率	-5.61	-38.27	11.17	6.65
资产负债率	97.03	92.60	60.31	67.65
债务资本比率	94.97	87.71	47.18	55.44
EBITDA 利息覆盖倍数 (倍)	-	-10.43	10.31	6.15
经营性净现金流/总负债	-3.25	-5.48	15.65	22.19

注: 公司提供了 2021 年及 2022 年 1~3 月财务报表, 大华会计师事务所(特殊普通合伙)对公司 2021 年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。由于执行新租赁准则, 本报告中 2020 年期末数据为经追溯后的 2021 年期初数据。2022 年 1~3 月财务报表未经审计。

评级小组负责人: 肖 尧
 评级小组成员: 徐 越
 电话: 010-67413300
 传真: 010-67413555
 客服: 4008-84-4008
 Email: dagongratings@dagongcredit.com

主要观点

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、生猪及兽药的生产与销售业务;跟踪期内公司已构建“饲料—兽药—生猪养殖”一体化产业链,有利于形成协同效应;2021年以来,公司股权结构经历多次复杂变动,或将对公司经营管理的稳定性产生一定影响;我国生猪产能恢复超预期,价格大幅下跌,养殖企业盈利能力较弱,玉米、豆粕等饲料原料价格持续高位运行给饲料生产企业带来较大的成本控制压力;2021年以来,公司养殖业务的盈利能力大幅下降,利润水平出现大幅亏损;公司流动资金紧张;短期有息债务规模及占比增长较快,处于较高水平,面临较大短期偿付压力;公司及子公司涉诉金额规模较大,存在一定或有风险;此外,深圳市高新投集团有限公司(以下简称“深圳高新投”)对“17 正邦 01”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保,仍具有很强的增信作用。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 公司已构建“饲料—兽药—生猪养殖”一体化产业链,有利于形成协同效应;
- 深圳高新投对“17 正邦 01”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保,仍具有很强的增信作用。

主要风险/挑战:

- 2021年以来,公司股权结构经历多次复杂变动,控股股东及其一致行动人被动减持,或将对公司经营管理的稳定性产生一定影响;
- 2021年,我国生猪产能恢复超预期,价格大幅下跌,饲料原料成本上升,行业亏损面扩大,养殖企业盈利能力较弱,资金面承压,玉米、豆粕等饲料原料价格持续高位运行给饲料生产企业带来较大的成本控制压力;
- 2021年,由于公司利润贡献主要来自生猪养殖业务,受猪周期影响较大,2021



年以来，生猪产能的快速释放导致生猪市场大幅波动，生猪价格大幅下跌，公司养殖业务的盈利能力大幅下降，资产减值损失增加，叠加处置生产性生物资产损失等，公司利润水平出现大幅亏损；

- 2021 年，公司经营性现金流由净流入转为净流出，流动资金紧张，在建项目进度可能存在一定不确定性；
- 2021 年末，公司资产负债率大幅增长，处于极高水平，总有息债务规模同比有所增长，短期有息债务规模及占比增长较快，面临较大短期偿付压力，此外，因流动资金紧张，2022 年公司出现银行债务逾期、商票逾期未兑付的情形；
- 截至 2022 年 4 月末，公司及子公司涉诉金额规模较大，存在一定或有风险。





评级模型打分表结果

本评级报告所依据的评级方法为《农产品企业信用评级方法》，版本号为 PF-NCP-2021-V.3，该方法已在大公官网公开披露。本次主体信用等级评级模型及结果如下表所示：

评级要素（权重）	分数
要素一：财富创造能力（61%）	4.38
（一）产品与服务竞争力	5.68
（二）盈利能力	1.00
要素二：偿债来源与负债平衡（39%）	1.90
（一）债务状况	1.78
（二）偿债来源对债务的保障程度	1.96
调整项	-0.80
模型结果	BBB-

调整项说明：公司治理及管理水平下调 0.10，理由为公司股权结构经历多次复杂变动，控股股东及其一致行动人被动减持，或将对公司经营管理的稳定性产生一定影响；流动性下调 0.60，理由为截至 2022 年 6 月 9 日，公司及子公司存在商票逾期未兑付的情形，下调 0.10，另外根据公司提供的企业信用报告，截至 2022 年 5 月 9 日，公司有一笔被迫偿债务，余额 8,662.94 万元，未结清信用证关注类余额 2,288.57 万元，为银行债务逾期，下调 0.50；重大诉讼下调 0.10，理由为截至 2022 年 4 月末，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规模较大。

注：大公对上述每个指标都设置了 1~7 分，其中 1 分代表最差情形，7 分代表最佳情形

评级模型所用的数据根据公司提供资料整理

最终评级结果由评审委员会确定，可能与上述模型结果存在差异。

评级历史关键信息

主体评级	债项名称	债项评级	评级时间	项目组成员	评级方法和模型	评级报告
AA-/负面	17 正邦 01	AAA	2022/03/16	肖尧、徐越	农产品企业信用评级方法 (V.3)	点击阅读全文
AA/稳定	17 正邦 01	AAA	2017/11/08	王晶晶、周雪莲、刘臻臻	大公农产品企业信用评级方法	点击阅读全文



评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、除因本次评级事项构成的委托关系外，评级对象或其发行人与大公、大公子公司、大公控股股东及其控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性、审慎性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。

大公评级人员与评级委托方、评级对象或其发行人之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观性、独立性、公正性、审慎性的关联关系。

二、大公及评级项目组履行了尽职调查以及诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正、审慎的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因评级对象或其发行人和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的资料主要由评级对象或其发行人提供或为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、完整性均由评级对象或其发行人/信息公布方负责。大公对该部分资料的合法性、真实性、准确性、完整性和有效性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

由于评级对象或其发行人/信息公布方提供/公布的信息或资料存在瑕疵（如不合法、不真实、不准确、不完整及无效）而导致大公的评级结果或评级报告不准确或发生任何其他问题，大公对此不承担任何责任（无论是对评级对象或其发行人或任何第三方）。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。



六、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，有效期至被跟踪债券到期日，在有效期限内，大公将根据《跟踪评级安排》对评级对象或其发行人进行定期或不定期跟踪评级，且有权根据后续跟踪评级的结论，对评级对象或其发行人做出维持、变更或终止信用等级的决定并及时对外公布。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

八、未经大公书面同意，本次评级报告及评级观点和评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。





跟踪评级说明

根据大公承做的正邦科技存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对评级对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

跟踪债券及募资使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

债券简称	发行额度	债券余额	发行期限	募集资金用途	进展情况
17 正邦 01	5.30	0.6050	2017.11.17~ 2022.11.17	补充流动资金、偿还银行贷款	已按照募集要求使用

数据来源：根据公司提供资料整理

主体概况

公司前身为成立于 1996 年 9 月的江西大和实业有限公司，发起人为江西省樟树市大桥四特酒基二厂、江西省临川市华泰饲料厂和自然人刘道君（加拿大国籍）。2001 年 1 月，正邦集团有限公司（以下简称“正邦集团”）出资 650 万元购买公司 65% 的股权，成为公司控股股东。2007 年 8 月 17 日，公司在深圳证券交易所挂牌上市（股票简称“正邦科技”，代码 002157.SZ）。2014 年，公司采取非公开发行股票的方式向江西永联农业控股有限公司（以下简称“江西永联”）发行 16,529 万股。截至 2021 年末，公司实收资本为 31.38 亿元。

公司股权结构经历多次复杂变动，控股股东及其一致行动人被动减持，或将对公司经营管理的稳定性产生一定影响；2022 年，公司出现银行债务逾期的情形。

2022 年 1 月 7 日，公司公告《关于控股股东增加一致行动人及持有股份在一致行动人之间内部转让的公告》，正邦集团通过大宗交易方式合计转让 29,945,000 股无限售流通股给海子盈祥 2 号私募证券投资基金（以下简称“海子基金”），转让股份占公司总股本的 0.95%。海子基金交易资金来源为向投资人募集等合法取得的资金。正邦集团一致行动人江西永联的全资子公司江西丰嘉农业有限公司（以下简称“丰嘉农业”）作为海子基金的基金投资者，签署了《海子盈祥 2 号私募证券投资基金基金合同》等系列协议，将持有约海子基金份额总数的 51.17%。同时，正邦集团与海子基金签署了《一致行动人协议》，双方形成一致行动关系。



2022 年 4 月 8 日，公司公告《关于控股股东及其一致行动人权益变动达到 1%的补充公告》，公司实际控制人林印孙对其持有的公司控股股东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（以下简称“邦鼎投资”）等的股权进行了调整，其中江西安邦实业有限公司（以下简称“安邦实业”）将其持有正邦集团 37.5%的股权转让给林峰¹，程凡贵将其持有正邦集团 1.75%的股权转让给林峰，林印孙持有正邦集团 60.75%股权不变。转让后林峰持有正邦集团 39.25%的股权，林印孙持有正邦集团 60.75%的股权，安邦实业不再持有正邦集团的股权。程凡贵将其持有江西永联 2.8%的股权转让给林峰，林印孙持有江西永联 97.2%的股权不变。转让后林峰持有江西永联 2.8%的股权，林印孙持有江西永联 97.2%的股权。安邦实业将其持有邦鼎投资 98%的股权转让给江西永联，安邦实业将其持有的邦鼎投资 1%的股权转让给正邦集团，转让后安邦实业不再持有邦鼎投资的股权。转让后，江西永联持有邦鼎投资的股权由 1%增加至 99%，正邦集团持有邦鼎投资 1%的股权。公司实际控制人林印孙将其持有的安邦实业 57.2%的股权转让给程凡贵先生，40%的股权转让给程凡贵先生之子程伶俐先生，转让后程凡贵先生持有安邦实业 60%的股权，程伶俐先生持有安邦实业 40%的股权。因安邦实业持有共青城邦友投资有限公司（以下简称“邦友投资”）99%的股权，故转让后邦友投资不再是控股股东正邦集团的一致行动人，邦友投资仍持有公司股份 3,799.392 万股，占公司总股本的 1.21%。本次转让后，控股股东及其一致行动人持股数量由 159,185.4691 万股降至 155,386.0771 万股，占公司总股本比例由 50.59%降至 49.38%。

2022 年 4 月 27 日，公司公告《关于控股股东及其一致行动人被动减持公司股份达到 1%的公告》，公司控股股东正邦集团及其一致行动人江西永联因部分账户维持担保比例低于平仓线，于 2022 年 4 月 18 日至 2022 年 4 月 26 日通过集中竞价的方式合计被动减持公司股份 35,107,265 股，占公司总股本的 1.11%。

截至 2022 年 4 月 26 日，正邦集团及其一致行动人江西永联、邦鼎投资和海子基金分别持有公司 22.99%、21.75%、2.42%和 0.95%的股份，正邦集团仍为公司控股股东。林印孙直接持有江西永联和正邦集团 97.20%及 60.75%的股权，仍为公司实际控制人。截至 2022 年 5 月 11 日，正邦集团及江西永联累计质押公司股份 132,149.76 万股，占正邦集团及江西永联持股总数的 87.01%，占公司总股份的 42.00%。

2021 年，公司章程和组织架构较上年未发生重大变化。2021 年 12 月 20 日，公司与控股股东正邦集团在南昌签署了《股权转让协议》，公司将所持有的江西正邦食品有限公司（以下简称“正邦食品”）100%的股权转让给正邦集团，股

¹ 林印孙先生与林峰先生系父子关系。



股权转让总价款为 23,293.20 万元人民币。本次股权转让完成后,公司将不再持有正邦食品的股权。截至 2020 年 12 月 31 日,经审计,正邦食品总资产为 20,362.27 万元,负债总额 10,080.95 万元,净资产为 10,281.32 万元;2020 年实现营业收入 46,640.97 万元,净利润为-2,086.93 万元,经营活动产生的现金流量净额为 2,319.96 万元。

2022 年 6 月,深圳证券交易所针对公司披露的《关于延期归还闲置募集资金并继续用于暂时补充流动资金的公告》向公司发布监管函;针对公司先后披露的《关于股东被动减持公司股份暨可能存在被动减持的预披露公告》、《关于控股股东部分股份被动减持计划完成的公告》向公司控股股东正邦集团及其一致行动人江西永联发布监管函。

根据公司提供的企业信用报告,截至 2022 年 5 月 9 日,公司有一笔被追偿债务,余额 8,662.94 万元,其中未结清信用证关注类余额 2,288.57 万元,为银行债务逾期,偿还进度正在沟通中;公司存在关注类保证事项,担保余额 722,293.70 万元,关注类余额 1,757 万元;公司已结清垫款 12,044.87 万元,最近一次还款日期为 2022 年 3 月 30 日。截至本报告出具日,公司在债券市场发行的债务融资工具均正常兑付。

偿债环境

2021 年,我国经济持续恢复,增长结构进一步优化,未来经济发展质量有望进一步提升;养殖业持续面临动物疫病风险,非洲猪瘟等主要疫病防控形势总体平稳,但防控压力仍然较大,生猪产能恢复超预期,价格大幅下跌,饲料原料成本上升,行业亏损面扩大,养殖企业盈利能力较弱,资金面承压;玉米、豆粕等饲料原料价格持续高位运行给饲料生产企业带来较大的成本控制压力。

(一) 宏观环境

2021 年我国经济持续恢复,增长结构进一步优化;2022 年我国经济稳增长压力增大,经济增速或将有所放缓,但我国经济韧性较强,政策联动、前置发力将巩固经济修复成果,经济发展质量有望进一步提升。

2021 年我国统筹推进疫情防控和经济社会发展,国民经济持续恢复,国内生产总值(GDP)达到 1,143,670 亿元,按不变价格计算,同比增长 8.1%,两年平均增速 5.1%。三次产业保持恢复态势,稳中向好,产业结构得到进一步优化;社会消费品零售总额、固定资产投资、货物进出口同比分别增长 12.5%、4.9%和 21.4%,消费支出、资本支出和货物及服务贸易进出口分别对经济拉动 5.3、1.1 和 1.7 个百分点,内需对经济增长的贡献率达 79.1%,同比提升了 4.4 个百分点,经济增长结构得到持续改善。宏观政策方面,2021 年我国宏观经济政策保持稳定性、连续性。财政政策坚持“提质增效、更可持续”,有力支持疫情防控和经



济社会发展，全年新增减税降费 1.1 万亿元，继续减轻实体经济税收负担，加大对实体经济支持力度；债券发行规模同比有所扩大，平均发行利率略有下降，债券发行节奏呈现“前慢后快”的态势，在下半年经济下行压力增大时，带动扩大了有效投资。货币政策保持“稳”字当头，突出“稳增长”服务实体经济的总体理念，加强跨周期设计，自 7 月以后先后全面降准两次，释放长期资金 2.2 万亿元、新增 3,000 亿元支小再贷款额度、推出 2,000 亿元碳减排支持工具，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点，1 年期 LPR 0.05 个百分点，一系列密集调控措施出台充分保证了银行体系的流动性合理充裕。

2021 年在基数效应和新的“三重压力”叠加影响下，我国经济增速出现逐季放缓的态势。2022 年，我国面临的内外部环境依然复杂，疫情局部扰动对消费需求形成抑制，部分投资领域尚在探底，稳增长压力有所加大，经济增速或将有所放缓。面临新的宏观经济形势，宏观政策将协调联动，前置发力，加强跨周期和逆周期调控的有机结合，实施好扩大内需战略，增强发展内生动力。基建将发挥“稳增长”功能，教育、社会保障与就业、医疗卫生等民生相关支出有望继续保持较高增速，财政政策与货币政策协调联动，将加大对水利、城市管网建设等重大项目的支持力度，维护好人民群众的切身利益，扎实推进共同富裕。预计在政策统筹协调，前置发力之下，经济修复成果将得到巩固，经济增长结构将持续优化，经济发展质量有望进一步提升。

（二）行业环境

1、养殖业

养殖业持续面临动物疫病风险，非洲猪瘟等主要疫病防控形势总体平稳，但防控压力仍然较大；生猪产能恢复超预期，价格大幅下跌，饲料原料成本上升，行业亏损面扩大，养殖企业盈利能力较弱，资金面承压。

2021 年全国发生多起家猪疫情，大多与生猪调运有关，猪繁殖与呼吸综合征和猪流行性腹泻在部分地区流行面较广，是影响养猪生产效益的主要疫病。尽管通过实施分区防控、“点对点”调运等措施，非洲猪瘟防控取得一定成果，但农贸市场及屠宰场等区域的环境污染面仍较大，生猪养殖场因防疫设置防线及消毒等措施间接导致了每头生猪养殖成本的增加，疫病对生猪养殖的效益影响较严重。

除非洲猪瘟的负面影响外，根据国家统计局数据，2021 年 2 季度末全国生猪存栏 43,911 万头，比上年同期增加 9,915 万头，同比增长 29.2%。其中，能繁母猪存栏 4,564 万头，同比增加 935 万头，增长 25.7%。生猪存栏恢复到 2017 年末的 99.4%，能繁母猪存栏恢复到 2017 年末的 102.1%，生猪产能恢复目标提前半年完成。价格方面，2021 年 1 月 6 日全国活猪平均价格为 36.94 元/kg，



2021 年 10 月 6 日跌至 10.63 元/kg，每千克下跌 26.31 元，跌幅达到 71.2%，创 2019 年 4 月以来新低，虽然 10 月中旬以来猪价有所反弹，但截至 12 月末，猪价再度跌回至 16.0 元/kg 成本线附近。根据农业农村部监测数据显示，2021 年 6 月份开始生猪价格跌破成本线，行业进入亏损期，6~10 月生猪养殖行业出现五个月的连续亏损，同时，以玉米、豆粕和育肥猪配合饲料的平均价格同比分别上涨 12.8%、8.9%和 8.3%，进一步提升了养殖成本，养殖企业面临资金链压力，大型企业尤为明显，多家上市生猪养殖企业亏损严重。

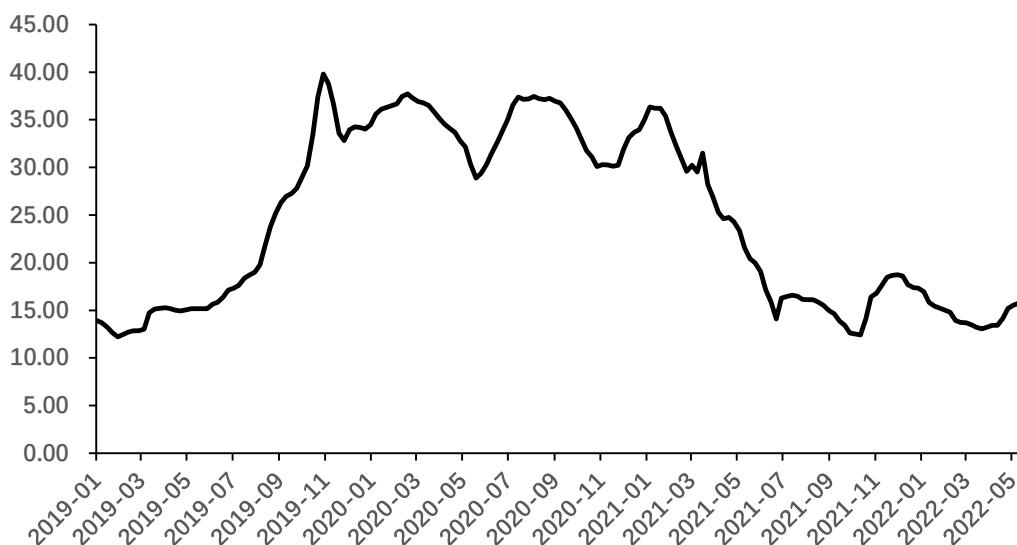


图 1 2019 年 1 月至 2022 年 5 月全国大中城市生猪出厂价格（单位：元/公斤）

数据来源：Wind

根据中国海关总署数据表明，2021 年猪肉进口总量有所下降，但与非洲猪瘟疫情前正常年份 120 万吨左右的进口水平相比，增长仍在 2 倍以上，总体保持在较高水平。从 2022 年 1 月 1 日起，我国猪肉进口税率将从 8%上调至 12%，预计 2022 年的猪肉进口量为 200~250 万吨。

总体来看，受非洲猪瘟以及产能恢复超预期的影响，生猪价格下降，供给侧产能的快速释放对养殖企业的利润空间影响严重，养殖企业盈利能力较弱，资金面承压。

2、饲料

我国饲料行业向着规模化、标准化、集约化方向发展，2021 年饲料行业集中度进一步提升；2021 年以来，玉米、豆粕等饲料原料价格持续高位运行给饲料生产企业带来较大的成本控制压力；生猪存栏量上涨，导致饲料下游需求增加。

我国饲料行业已处于成熟阶段，整体进入了稳定发展和产业结构调整的阶段，



行业逐渐向规模化、标准化和集约化转变。随着行业整合提升、优胜劣汰速度加快，饲料行业的集中度不断提升。根据中国饲料工业协会数据，2021 年全国年产百万吨以上规模饲料企业集团 39 家，同比增加 6 家；合计饲料产量占全国饲料总产量的 59.7%，同比提高 5.1 个百分点，饲料行业集中度进一步提升。

玉米和豆粕是饲料最主要的原料，2021 年以来玉米、豆粕等饲料原料价格持续高位运行给饲料生产企业带来较大的成本控制压力。2021 年，玉米价格在 2020 年持续上涨至高位水平的基础上进一步上涨；豆粕价格较年初上涨至历史相对高位，全年居历史相对高位震荡。根据农业农村部统计数据，2021 年末，玉米平均价格达到 2,930 元/吨，较上年均价上涨 26.3%，创历史新高；豆粕平均价格达到 3,790 元/吨，较上年均价上涨 14.2%。玉米、豆粕价格上涨也带动了其他农产品价格的上涨，小麦、高粱、稻谷、棉籽粕等均出现不同程度的上涨。

下游养殖业的景气程度直接影响着饲料行业的需求。受动物疫情、食品安全等突发事件的影响，生猪与禽类养殖企业经营面临市场行情波动风险，饲料行业经营也面临不确定性。以生猪养殖为例，生猪存栏数直接决定了猪饲料产量增速，国内生猪产量及销量呈现出波动变化规律，猪饲料产量和消费量也将受到影响。2021 年，全国工业饲料总产量 2.93 亿吨，同比增长 16.1%，随着生猪产能逐步恢复，2021 年猪饲料产量 1.31 亿吨，同比增长 46.6%。

财富创造能力

公司已构建了从“饲料—兽药—生猪养殖”的一体化农牧产业链，有利于形成协同效应；2021 年以来，养殖和饲料业务仍是公司收入的主要来源，但受到生猪市场价格大幅下降影响，养殖业务大幅亏损；2022 年 1~3 月，公司营业收入同比有所下降，毛利润同比由盈转亏。

公司主要从事饲料、生猪、兽药的生产与销售，并为养殖户提供产品、养殖技术服务等综合服务，其他业务主要包含原料贸易等。目前公司已构建了从“饲料—兽药—生猪养殖”的一体化农牧产业链，有利于降低中间环节交易成本，减少中间产品价格波动造成的成本波动，形成产业协同效应。2021 年以来，养殖和饲料业务仍是公司收入的主要来源，但受到生猪市场价格大幅下降影响，养殖业务大幅亏损，公司利润同比由盈利转为大幅亏损。

2021 年，公司营业收入同比有所下降，毛利润同比由盈利转为大幅亏损，毛利率同比由正转负。分板块来看，受国内市场生猪销售价格大幅下滑的影响，养殖业务收入同比大幅下降，并形成大幅亏损；饲料业务收入同比有所增长，主要是饲料销售价格上涨所致，但由于原材料成本上涨，饲料业务毛利率同比有所下降；兽药业务收入同比大幅增长，毛利率同比大幅增长，主要是产品结构调整，毛利率较高的保健药业务规模增长所致；其他业务收入同比大幅增长，主要是原





料销售收入增加所致，毛利率同比下降 4.89 个百分点，主要是其他业务中原料贸易业务占比提高所致。

表 2 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司营业收入及毛利润情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年 1~3 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	64.90	100.00	476.70	100.00	491.66	100.00	245.18	100.00
养殖	27.82	42.86	289.55	60.74	348.34	70.85	113.82	46.42
饲料	35.07	54.03	164.80	34.57	136.50	27.76	117.64	47.98
兽药	0.32	0.49	1.86	0.39	0.94	0.19	1.05	0.43
农药	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	7.99	3.26
其他	1.70	2.62	20.49	4.30	5.88	1.20	4.67	1.91
毛利润	-6.00	100.00	-120.02	100.00	109.88	100.00	38.60	100.00
养殖	-8.44	-	-132.85	-	95.51	86.92	23.51	60.91
饲料	2.28	-	10.48	-	13.38	12.18	11.44	29.65
兽药	0.16	-	0.95	-	0.30	0.27	0.36	0.94
农药	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	2.63	6.81
其他	-0.01	-	1.40	-	0.69	0.63	0.65	1.69
毛利率	-9.25	-25.18	22.35	15.74	27.42	20.65	9.73	34.40
养殖	-30.34	-45.88	27.42	20.65	9.80	9.73	31.87	34.40
饲料	6.49	6.36	9.80	9.73	0.00	0.00	32.89	32.89
兽药	51.95	50.95	31.87	34.40	11.71	13.99		
农药	0.00	0.00	0.00	0.00				
其他	-0.35	6.82	11.71	13.99				

数据来源：根据公司提供资料整理

2022 年 1~3 月，公司营业收入同比下降 48.92%，毛利润同比减少 31.39 亿元并由盈转亏。具体来看，公司养殖业务收入同比下降 65.24%，主要是商品猪出栏数及销售单价降低所致，毛利润由盈利转为亏损，主要是生猪价格持续低迷所致；饲料业务收入同比下降 21.49%，主要是销量同比减少所致，毛利率同比有所下降；兽药业务收入同比下降 58.97%，毛利率同比增长 10.40 个百分点，主要是兽药业务中毛利率较高的保健药业务规模增长带动整体兽药业务毛利率增长；其他业务收入同比略有增长，毛利率由正转负，主要是原料贸易业务亏损所致。

受饲料及生猪产品的销售半径限制，公司业务区域分布仍较广，覆盖了我国多数省市，其中生猪养殖业务的分布减少北方片区规模，将重点转移至南方片区和西南片区；饲料业务分布北方片区、南方片区、西南片区，业务北方片区占比较高。2021 年以来，各片区收入规模除西南片区外均有明显下降，其中西南片区收入规模和占比均有所提升，主要受区域管理水平提高影响。总体来看，公司饲料和养殖业务区域分布较广，能有效分散局部市场需求波动引起的风险。

**表 3 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司收入区域分布情况² (单位: 亿元、%)**

销售区域 ³	2022 年 1~3 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
南方片区	31.21	48.10	259.31	54.40	274.42	55.80	97.83	39.90
北方片区	16.76	25.83	101.91	21.38	116.47	23.70	93.55	38.15
西南片区	16.82	25.92	114.46	24.01	99.56	20.20	53.05	21.64
其他	0.10	0.15	1.02	0.21	1.22	0.20	0.75	0.31
合计	64.90	100.00	476.70	100.00	491.66	100.00	245.18	100.00

数据来源: 根据公司提供资料整理

(一) 养殖业务

由于公司利润贡献主要来自生猪养殖业务, 受猪周期影响较大; 2021 年以来, 生猪产能的快速释放导致生猪市场大幅波动, 生猪价格大幅下跌, 公司养殖业务的盈利能力大幅下降。

养殖业务主要是生猪的养殖, 主要产品有仔猪和商品猪。2021 年公司生猪产量⁴1,492.67 万头, 同比增长 56.14%, 主要是生猪产能释放所致, 产能利用率与去年持平。公司养殖业务主要经营模式有自繁自养模式和“公司+农户”合作养殖模式。自繁自养模式指以自营方式管理和经营猪场, 主要产品是肥猪。“公司+农户”合作模式即在公司繁殖场周围一定区域内, 发展若干合作养殖农户, 公司为农户提供仔猪、饲料、兽药、全程养殖技术指导 and 管控, 公司负责生猪销售, 并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, 不承担生猪养殖的市场风险。公司 2021 年末自繁自养与公司+农户比例为 5:5, 2022 年 3 月末自繁自养与公司+农户比例 6:4, 公司正逐步扩大自繁自养模式养殖规模, 计划未来实现全自繁自养模式。

2021 年公司共引进 6,720 头国外优质原种猪, 后续暂无引进计划。2021 年, 由于国内生猪价格持续下降, 公司进行战略转型, 清退前期高价外购的低效母猪, 合计死淘能繁母猪及后备母猪约 220 万头, 亏损 62~68 亿元; 受到国内市场生猪价格持续下降及疫情的影响, 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。

由于公司利润贡献主要来自生猪养殖业务, 受猪周期影响较大; 2021 年以来, 生猪产能的快速释放导致生猪市场大幅波动, 生猪价格大幅下跌, 公司养殖业务的盈利能力大幅下降。

² 包含公司所有业务板块。³ 南方片区主要包括江西省、湖南省、广东省、江苏省、浙江省、安徽省和湖北省; 北方片区主要包括北京市、河南省、黑龙江省、山东省、吉林省、辽宁省、陕西省和新疆维吾尔自治区; 西南片区主要包括广西省、贵州省、四川省和云南省。⁴ 2021 年产量为实际出栏量。



公司建立了标准化、流程化的生物安全防控体系，2021 年来，公司逐步减少“公司+农户”的合作养殖方式，整体的防疫风险有所降低。

非洲猪瘟疫情发生之后，公司建立了一套标准化、流程化的生物安全防控体系，未来公司将持续加强生物安全防控体系的建设，不断优化防疫流程及细节操作，通过统一的检测体系、统一的“五区五流”规划、统一的“五流”监控、统一的硬件配置、统一的生物防控理念、统一的补贴政策，落实生物安全防控措施，实现净化养殖环境、降低疫病威胁、提高生产成绩，确保猪只健康生产。同时公司从农业化生产转向做精益化生产，开发了邦繁宝、邦养宝、邦才宝、邦建宝四个 APP，构建管理生态系统，实现养殖过程标准化、管理精细化。

2021 年来，公司逐步减少“公司+农户”的合作养殖方式，公司整体的防疫风险有所降低。

2021 年以来，公司养殖业务的饲料和兽药自给率仍处于较高水平，随着原材料价格上涨，公司养殖业务饲料采购金额同比有所增长。

在采购方面，公司养殖业务主要原材料有饲料、疫苗和规定的兽药等。其中，公司自有饲料产能能够满足养殖业务饲料需求，自给率约为 100%；自有兽药产品仍能够满足养殖业务约 60%的需求，而疫苗产品部分为内部调拨，大部分需要对外采购。2021 年，公司饲料和兽药的自给率仍维持在较高水平，较高的自给率确保了原材料的品质安全，同时有利于产品成本控制。2021 年以来，随着原材料价格上涨，公司养殖业务饲料采购金额同比有所增长；疫苗和兽药采购金额同比略有下降。

表 4 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司养殖业原材料采购金额情况（单位：亿元）

原料	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
饲料 ⁵	19.17	173.28	115.80	51.94
疫苗	0.30	3.72	5.85	2.84
兽药	0.55	5.72	6.87	3.93

数据来源：根据公司提供资料整理

2021 年，公司生猪出栏量同比大幅增长，主要是育肥猪产能释放所致；2021 年以来，商品猪均价下跌后持续较低水平，对公司养殖业务的盈利持续造成冲击。

2021 年以来，公司养殖业务销售模式变化不大。2021 年，生猪出栏量为 1,492.67 万头，同比大幅增长 56.14%。其中，育肥猪出栏量同比增长 87.27%，仔猪出栏量同比减少 41.36%，主要是育肥猪产能释放，而仔猪全年价格较低所致。销售价格方面，育肥猪销售均价同比下降 49.12%，仔猪销售均价同比下降 29.94%，均主要是国内生猪出栏量大幅增长，市场供应增加，市场价格大幅下

⁵ 饲料原材料采购金额全部为内部采购的金额，疫苗和兽药包含对内及对外采购的金额。



跌所致。

表 5 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司生猪养殖业务存栏及出栏情况

品种	项目	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
仔猪	出栏量 (万头)	26.73	135.68	231.37	48.41
	销售均价 (元/头)	201	1,013	1,446	1,045
育肥猪	出栏量 (万头)	215.89	1,356.99	724.60	529.83
	销售均价 (元/斤)	6.02	8.34	16.39	9.10

数据来源：根据公司提供资料整理

2022 年 1~3 月，公司生猪出栏量为 242.61 万头，同比下降 5.91%，主要是公司调整产能所致。销售价格方面，公司销售均价持续走低，公司仔猪销售均价同比减少 1,301 元/头，育肥猪销售均价同比减少 7.90 元/斤。公司仍面临猪周期价格波动的风险，2022 年 5 月，公司商品猪（扣除仔猪后）销售均价 14.67 元/公斤，价格较上月有所回升，但总体价格水平持续低迷，对公司养殖业务的盈利持续造成冲击。

（二）饲料业务

饲料业务是公司的传统业务，产品仍以猪饲料为主；饲料生产仍采用以销定产的方式；2021 年，公司饲料产能利用率基本与 2020 年持平。

2021 年，公司饲料业务产品构成及注册商标情况变化不大，其中“正邦牌”猪饲料被认定为“中国名牌产品”，“正邦”牌商标被认定为“江西省著名商标”，在行业内具有较高的知名度。2021 年以来，猪饲料在饲料业务收入和毛利润中的占比仍分别维持在约 60%和约 80%，为饲料业务收入和毛利润的主要来源。

表 6 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司饲料业务收入及毛利润情况 (单位: 亿元、%)

项目	2022 年 1~3 月		2021 年		2020 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	35.07	100.00	164.80	100.00	136.50	100.00	117.64	100.00
猪饲料	20.10	57.33	103.06	62.54	83.07	60.86	69.35	58.95
禽饲料	12.67	36.13	48.61	29.50	41.85	30.66	41.35	35.15
其他饲料	2.29	6.54	13.12	7.96	11.58	8.48	6.94	5.90
毛利润	2.28	100.00	10.48	100.00	13.38	100.00	11.44	100.00
猪饲料	1.75	76.67	8.26	78.78	10.36	77.44	8.74	76.35
禽饲料	0.40	17.64	1.47	14.02	2.00	14.95	2.14	18.69
其他饲料	0.13	5.69	0.75	7.20	1.02	7.61	0.57	4.96
毛利率	6.49		6.36		9.80		9.73	
猪饲料	8.68		8.01		12.48		12.60	
禽饲料	3.17		3.02		4.78		5.17	
其他饲料	5.65		5.75		8.80		8.18	

数据来源：根据公司提供的资料整理



2021 年以来,公司饲料生产运作及管理模式变化不大。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。公司在饲料生产计划安排上仍主要采取“以销定产”的方式,以降低库存和资金占用。2021 年,公司饲料产能增加约 100 万吨/年,产量同比增长 11%,产能利用率为约为 70%,基本与 2020 年保持一致。

饲料产品中原材料成本占比较高,主要原材料价格增长使公司产品成本控制面临一定挑战。

饲料产品主要原材料为玉米、小麦、大麦、豆粕、膨化大豆、棉粕、菜粕、米糠、麸皮等。其中,小麦、玉米和豆粕占公司饲料生产成本超过 50%,因此小麦、玉米和豆粕的价格决定了公司饲料产品成本的高低。2021 年,公司玉米和豆粕采购量同比分别下降 48.97%和 28.31%,棉粕采购量同比大幅下降 87.52%,主要是采用小麦、大麦等替代品所致;其中,小麦采购量 273.58 万吨,采购均价 2,762.51 元/吨,采购金额 75.58 亿。采购价格方面,主要原材料同比均大幅增长,使产品成本控制面临一定挑战。

饲料业务中,运输费用对采购成本影响较大,因此采购一般在各生产基地附近开展;而在下游客户分布广泛及运输费用等因素影响下,公司饲料产品生产基地设立比较分散,使得供应商也比较分散。2021 年以来,公司前五大供应商合计采购额占总采购额的比例微增至 15.9%。为降低采购成本,公司仍采用集中采购模式,由公司采购中心及采购决策委员会统一进行采购管理,2021 年,集中采购量仍占总采购量的 90%以上。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。

表 7 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司主要原料采购情况

原料	项目	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
玉米	采购量(万吨)	56.72	245.36	480.81	373.53
	采购均价(元/吨)	2,957.29	2,899.79	2,371.55	2,091.20
	采购金额(亿元)	16.77	71.15	114.03	78.11
豆粕	采购量(万吨)	15.90	108.46	151.28	157.56
	采购均价(元/吨)	4,047.59	3,674.42	3,131.38	3,016.26
	采购金额(亿元)	6.44	39.85	47.37	47.52
棉粕	采购量(万吨)	0.12	0.75	6.01	31.32
	采购均价(元/吨)	3,947.37	3,574.10	3,212.93	2,864.73
	采购金额(亿元)	0.05	0.27	1.93	8.97

数据来源:根据公司提供资料整理

公司饲料业务下游客户分散,销售方式仍以经销为主;2021 年以来,受生猪产能释放影响,公司猪饲料销量有所增长。

2021 年,公司饲料业务销售模式采用经销商模式、直销模式和猪场协管模



式相结合的经营模式，其中，猪场协管模式是指公司与规模猪场签订协管协议，依托公司猪场经营管理体系，协助客户对猪场进行管理，持续优化客户猪场的猪场结构设计、生物安全防控、生产经营各项指标，进而导入公司饲料和疫苗、兽药产品，提高客户的养殖效率和粘性，提升产品附加值；新成立服务站经营模式，配套饲料、动保、技术服务、医疗器械，打造一站式养殖服务模式。2021 年，公司经销方式的销售额在总销售额中占比与去年基本持平。销售结算方式一般先款后货，以现金为主；对具备良好信誉的客户会给予部分的垫底资金和赊销额度，但账期一般在 1 个月以内，饲料业务整体赊销量保持较低水平。

表 8 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司主要饲料产品销售情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
猪饲料	销售量	48.85	263.16	235.15	211.05
	销售均价	4,114.72	3,916.38	3,532.63	3,285.93
禽饲料	销售量	42.92	184.44	184.49	171.50
	销售均价	2,952.58	2,635.44	2,268.40	2,411.18
其他饲料	销售量	4.93	34.33	33.59	23.26
	销售均价	4,649.97	3,822.30	3,447.06	2,981.95

数据来源：根据公司提供资料整理

从产品的销售情况来看，2021 年，受生猪产能的有效释放影响，同时伴随着非洲猪瘟疫情日趋常态化，“防非复养”趋势逐步进行，公司利用自身防控非洲猪瘟的技术优势，为规模化养殖户提供了良好的技术支持，因此带动猪料销量的增长，同时叠加禽业养殖的稳健发展，公司销售饲料合计 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%。销售价格方面，公司主要饲料产品销售均价同比均有所提升，主要是 2021 年原材料价格上涨推动饲料产品价格提升所致。

（三）兽药业务

公司兽药业务发展加强了养殖产业链一体化布局，对收入及盈利形成一定补充。

公司兽药业务经营主体为江西新世纪民星动物保健品有限公司（以下简称“新世纪民星”），产品种类相对稳定。公司兽药业务发展加强了养殖产业链一体化布局，也对公司收入及盈利形成一定补充。公司兽药业务主要通过两种业务形式：一是持续传统的代理商渠道分销模式，二是建立直销业务团队，面向规模猪场开展招投标业务及直营销售。同时，公司利用自身在动物疾病服务方面优势，组建技术服务营销团队，为高端客户提供养殖场疾病防控服务及个性化的产品定制。2021 年，由于公司产业链一体化的经营优势，公司兽药销售收入 1.86 亿元，同比增长 97.56%；由于外销收入增加及产品结构调整，新世纪民星兽药营业收





入及净利润均同比有所增长。2022 年 1~3 月，新世纪民星经营和盈利水平有所下降，营业收入同比大幅减少 68.48%，净利润同比减少 0.06 亿元。

表 9 2021 年及 2022 年 1~3 月公司兽药主要子公司基本情况（单位：亿元、%）

子公司	期间	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	净利润	经营性净现金流
新世纪民星	2022 年 1~3 月	4.68	68.72	0.81	0.00	-1.07
	2021 年	3.33	55.91	5.67	0.24	0.24

数据来源：根据公司提供资料整理

偿债来源与负债平衡

2021 年，受生猪市场价格大幅下降影响，公司利润水平出现大幅亏损，盈利能力大幅下降；经营性现金流由净流入转为净流出，流动资金紧张，在建项目进度可能存在一定不确定性；融资渠道以银行借款为主，资金需求较大，面临较大的偿债压力；流动资产及总资产同比减少，资产结构发生变化，以非流动资产为主；公司资产负债率大幅增长，处于极高水平；总有息债务规模同比有所增长；短期有息债务规模及占比增长较快，处于较高水平，面临较大短期偿付压力；2022 年，因流动资金紧张，公司及子公司出现商票逾期未兑付的情形。

（一）偿债来源

1、盈利

2021 年，受生猪市场价格大幅下降影响，公司毛利润由盈利转为亏损，资产减值损失增加，叠加处置生产性生物资产损失等，公司利润水平出现大幅亏损，盈利能力大幅下降；2022 年 1~3 月，公司营业利润、利润总额和净利润仍亏损。

2021 年，受生猪市场价格大幅下降影响，公司生猪销量上升叠加销售价格下降，导致公司营业收入同比有所下降，营业成本同比大幅提升，毛利率由盈利转为亏损；同时公司大量处置前期高价外购的低效母猪，叠加因生猪产能利用率水平较低造成的空置栏舍折旧、清退低效不经济的租赁场、因长江以北疫情严重导致的猪只死亡等损失，导致公司利润水平大幅降低。

2021 年，公司期间费用率同比增加 2.63 个百分点，处于较高水平。期间费用以管理费用和财务费用为主，其中管理费用同比增加 30.74%，主要是公司整体产能利用率较低，造成空置栏舍折旧、摊销等损失，同时对低效及不经济的租赁场进行清退，产生了预付租金、清退补偿、物料等损失；财务费用同比增加 39.82%，为有息负债增加导致利息支出增加；公司研发投入变化不大，研发费用同比略有增加；销售费用同比有所下降，主要是业绩下滑，销售人员奖金下降所致。

2021 年，公司新增资产减值损失 3.80 亿元，包含存货跌价损失 3.42 亿元



及商誉跌价损失 0.38 亿元；其中存货跌价损失包括生猪、下游生猪饲养环节用成品饲料及原料，主要是生猪市价受市场行情影响下跌，公司养殖环节成本高于市价，相关不利因素传导至饲料生产端所致。同期，信用减值损失为 1.32 亿元，包含计提的其他应收款坏账 1.11 亿元及应收账款坏账 0.21 亿元；其他收益同比增加 0.75 亿元，主要为政府补助款；投资收益同比增加 0.68 亿元，主要是处置长期股权投资产生的投资收益增加；公司营业外收入同比增长 87.51%，主要是违约金、保险赔偿收入增加所致，营业外支出同比增加 7.86 亿元，主要是非流动资产毁损报废损失同比大幅增加所致。营业利润和利润总额由盈利转为亏损，净利润为-191.15 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为-188.19 亿元，同比大幅亏损。公司总资产报酬率-38.27%，净资产收益率为-554.76%，盈利能力大幅下降。

表 10 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司收入及盈利概况（单位：亿元、%）

项目	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
营业收入	64.90	476.70	491.66	245.18
营业成本	70.90	596.72	381.78	206.58
毛利率	-9.25	-25.18	22.35	15.74
期间费用	14.89	57.35	46.24	26.33
销售费用	0.80	3.75	4.72	6.47
管理费用	10.52	36.36	27.81	12.15
财务费用	2.99	11.78	8.43	3.77
研发费用	0.57	5.46	5.28	3.94
期间费用率	22.94	12.03	9.40	10.74
资产减值损失	3.98	3.80	0.00	0.10
信用减值损失	0.00	1.32	0.94	0.45
其他收益	0.16	1.24	0.49	0.52
投资收益	-0.62	0.85	0.17	6.49
营业利润	-25.41	-180.88	63.01	18.30
营业外收入	0.32	2.25	1.20	0.90
营业外支出	1.51	12.17	4.30	2.16
利润总额	-26.61	-190.79	59.91	17.04
净利润	-26.64	-191.15	59.64	16.93
总资产报酬率	-5.61	-38.27	11.17	6.65

数据来源：根据公司提供资料整理

2022 年 1~3 月，由于生猪市场行情持续低迷，营业收入同比减少 48.92%，毛利率同比由 19.98% 转为 -9.25%。同期，期间费用同比减少 21.83%，期间费用率同比增加 7.95 个百分点，其中，管理费用同比减少 22.71%，销售费用同比减少 61.80%。同期，营业外收支净额为 -1.19 亿元，主要为处置非流动资产损失所致，对利润影响较大，营业利润、利润总额和净利润均由盈利转为亏损。



2、现金流

2021 年，公司经营性现金流由净流入转为净流出，流动资金紧张，在建项目进度可能存在一定不确定性。

2021 年，公司经营性现金流由净流入转为净流出，主要是公司经营亏损所致；经营性净现金流无法对利息及流动负债形成稳定保障；现金回笼率为 88.79%，同比有所下降。2021 年，受市场行情影响，公司缩减产能、减少投入，导致投资性现金流净流出规模同比大幅缩小，同比减少 89.19%。

2022 年 1~3 月，公司经营性现金流净流出规模同比缩小 62.80%，主要是公司采购原材料付款减少所致；现金回笼率为 103.80%，处于较高水平。公司投资性现金净流出规模同比大幅减少 87.76%，主要是公司工程投入减少所致。

表 11 2019~2021 年及 2022 年 1~3 月公司现金流及偿债指标情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年 1~3 月	2021 年	2020 年	2019 年
经营性净现金流	-13.61	-22.04	45.53	39.24
投资性净现金流	-1.78	-10.34	-95.68	-54.71
经营性净现金流利息保障倍数（倍）	-4.36	-1.62	4.77	7.63
经营性净现金流/流动负债	-4.52	-7.67	21.59	30.16

数据来源：根据公司提供资料整理

2022 年 5 月 21 日，公司发布《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公告》称，根据当前行业以及公司经营实际情况，拟终止部分区域新建产能，以保证经营现金流安全。在此背景下，鉴于 2019 年公开发行可转换公司债券 8 个募集资金投资项目、2020 年非公开发行股票 14 个募集资金投资项目建设已处于停滞状态，公司拟终止上述项目，并将该募投项目结余资金 361,802.58 万元（含利息收入扣除手续费后的净额，具体金额以实际结转时专户资金余额为准）永久补充流动资金。划转完成后，公司将对募集资金专户进行销户，相关的募集资金三方监管协议亦相应终止。截至 2021 年末，公司在建工程仍以猪场为主，在建工程主要项目金额为 8.52 亿元。整体来看，公司流动资金紧张，在建项目进度可能存在一定不确定性。

3、债务收入

2021 年，由于偿还借款增加，公司筹资性现金流由净流入转为净流出；公司融资渠道以银行借款为主，持续受到猪周期影响，资金需求较大，面临较大的偿债压力。

2021 年，公司筹资性现金流由净流入转为净流出，主要是公司偿还借款增加所致。2022 年 1~3 月，筹资性现金流由净流出转为净流入，主要是公司收到融资租赁款增加所致。

**表12 2019~2021年及2022年1~3月公司债务融资情况分析（单位：亿元）**

财务指标	2022年1~3月	2021年	2020年	2019年
筹资性现金流入	48.96	174.87	271.93	107.51
借款所收到的现金	41.91	158.26	169.63	78.04
筹资性现金流出	44.68	241.42	129.77	78.38
偿还债务所支付的现金	39.05	150.66	96.55	63.92
筹资性净现金流	4.28	-66.55	142.16	29.13

数据来源：根据公司提供资料整理

公司融资渠道以银行借款为主，还包括发行债券、融资租赁等。银行授信方面，截至2022年3月末，公司共获得金融机构授信额度254亿元，未使用授信额度为71亿元，银行授信额度和未使用授信额度同比分别增长8.67%和49.51%。直接融资渠道方面，公司为上市公司，2021年末公司存续债券3只，分别为“17正邦01”、“正邦转债”和2021年9月28日发行的3.88亿元美元债券，债券余额3.80亿元。总体来看，2021年以来，公司持续受到猪周期影响，偿还借款增加，资金需求较大，但业务回款不力，面临较大的偿债压力。

4、外部支持

2021年，公司股东对公司获取债务收入提供了较大支持；外部支持主要为政府补助，对偿债来源贡献有限。

股东支持方面，截至2021年末，公司短期借款中保证借款为78.21亿元，其中公司控股股东正邦集团和实际控制人林印孙共对短期借款担保49.86亿元；长期借款中保证借款为58.43亿元，其中控股股东正邦集团担保金额为3.50亿元，控股股东和实际控制人对公司获取债务收入提供了较大支持。此外，政府对生猪养殖行业较为支持，公司可获得一定的补助，2021年及2022年1~3月，公司计入其他收益的政府补助分别为1.24亿元和0.16亿元，对公司偿债来源贡献比例很小。

5、可变现资产

2021年以来，公司流动资产及总资产同比减少，资产结构发生变化，以非流动资产为主，固定资产、使用权资产及存货占比较高，变现能力一般。

2021年末，公司资产总额同比大幅下降，资产结构发生变化，以非流动资产为主。2022年3月末，公司资产总额较2021年末下降9.95%，非流动资产占比较2021年末有所上升。

**表 13 2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司资产构成（单位：亿元、%）**

项目	2022 年 3 月末		2021 年末		2020 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产合计	113.36	27.03	151.04	32.43	315.98	51.07	107.47	34.86
存货	60.17	14.35	73.29	15.74	134.48	21.73	51.38	16.66
货币资金	30.73	7.33	51.33	11.02	130.43	21.08	29.55	9.59
非流动资产合计	305.96	72.97	314.63	67.57	302.78	48.93	200.85	65.14
固定资产	161.51	38.52	164.57	35.34	148.81	24.05	98.95	32.09
使用权资产	70.32	16.77	72.48	15.57	33.06	5.34	-	-
在建工程	40.54	9.67	38.23	8.21	11.93	1.93	36.98	12.00
生产性生物资产	20.32	4.85	23.97	5.15	91.06	14.72	50.95	16.53
其他非流动资产	3.45	0.82	4.37	0.94	1.48	0.24	0.86	0.28
长期股权投资	0.96	0.23	1.66	0.36	1.46	0.24	1.22	0.40
资产总计	419.32	100.00	465.67	100.00	618.75	100.00	308.32	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产主要由存货和货币资金构成。2021 年末，公司流动资产同比大幅下降。其中，存货同比大幅下降，主要是 2021 年生猪价格持续低位，为降低亏损规模，公司减少存栏，以生猪为主的消耗性生物资产同比大幅减少至 60.88 亿元；截至 2021 年末，公司计提存货跌价准备 3.30 亿元，主要计提存货中以生猪为主的消耗性生物资产 2.80 亿元及原材料 0.41 亿元，2022 年生猪市场价格仍未有明显增长，公司存货或将面临一定减值风险。同期，货币资金同比大幅下降，主要是受生猪市场行情影响，公司营业成本增加，资金净流出所致；受限制的货币资金主要包括银行承兑汇票保证金 15.88 亿元和用于担保的定期存款或通知存款 12.24 亿元等，受限货币资金占货币资金 64.26%，受限比例较高。此外，公司预付款项同比下降 64.96%，主要是公司统一资金管理，饲料业务板块期末预付小麦大宗原料采购款减少；养殖业务板块按照新租赁准则，期末将预付租赁费调整至使用权资产所致。

2022 年 3 月末，公司流动资产较 2021 年末减少 24.94%。其中，存货较 2021 年末有所下降，主要是公司产能缩减所致；货币资金较 2021 年末大幅下降，主要是公司经营亏损所致；流动资产其他各主要科目均较 2021 年末变化不大。

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，2021 年末非流动资产同比有所增长。其中，固定资产同比小幅增长，主要是在建工程项目转固所致；使用权资产同比大幅增长，主要是 2021 年增加房屋及建筑物租赁 55.04 亿元及土地使用权租赁 8.56 亿元所致；生产性生物资产同比大幅下降，主要是处置种猪所致，其中，种猪为 23.86 亿元、种鸭为 0.11 亿元；在建工程同比大幅增长，主要是公司通过自建方式大幅快速增加生猪产能，



2020 年四季度新开工项目主要在 2021 年上半年投入所致。此外，截至 2021 年末，长期待摊费用同比减少 70.79%，主要是执行新租赁准则，公司自建猪场租赁的土地以及租赁猪场的租赁费调整至使用权资产核算，租赁费减少所致；其他非流动资产同比增加 2.89 亿元，主要是猪场建设投入的工程款增加所致。

2022 年 3 月末，公司非流动资产较 2021 年末减少 2.76%。其中，生产性生物资产较 2021 年末减少 15.24%，主要淘汰低效母猪提升效能，而自有母猪成本低于淘汰的母猪，导致生物性生物资产有所下降；其他非流动资产较 2021 年末减少 20.92%，主要是猪场建设投入的工程款减少所致；长期股权投资较 2021 年末减少 42.40%，主要是投资的联营企业亏损所致；非流动资产其他各主要科目均较 2021 年末变化不大。

2021 年，公司存货周转天数为 62.67 天，同比减少 24.95 天，主要是存货大幅减少所致，存货周转效率有所提升；应收账款周转天数为 2.45 天，同比增加 0.63 天。2022 年 1~3 月，存货周转天数和应收账款周转天数分别为 84.70 天和 4.62 天。

截至 2022 年 3 月末，公司受限资产为 25.37 亿元，占总资产的比重为 6.05%，为净资产的 2.04 倍，其中包括受限货币资金 23.66 亿元、固定资产 0.72 亿元、无形资产 0.20 亿元和受限生物性生物资产 0.79 亿元，主要用于承兑保证金及抵押借款。

（二）债务及资本结构

2021 年以来，公司负债规模有所增长，结构仍以流动负债为主，资产负债率大幅增长，处于极高水平；2022 年，因流动资金紧张，公司及子公司出现商票逾期未兑付的情形。

2021 年末，公司负债规模同比大幅增长，仍以流动负债为主。截至 2022 年 3 月末，公司负债总额较 2021 年末略有下降，资产负债率大幅增长，处于极高水平。



**表 14 2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司负债情况（单位：亿元、%）**

项目	2022 年 3 月末		2021 年末		2020 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	121.48	29.86	138.51	32.12	115.29	30.89	44.98	21.57
其他应付款	70.72	17.38	79.33	18.40	80.89	21.68	56.78	27.22
应付账款	31.47	7.73	42.59	9.88	34.39	9.21	16.57	7.94
一年内到期的非流动负债	40.11	9.86	41.10	9.53	7.07	1.90	22.87	10.96
流动负债合计	286.81	70.49	315.73	73.22	259.29	69.48	162.43	77.87
租赁负债	54.79	13.47	54.81	12.71	25.33	6.79	0.00	0.00
长期借款	36.86	9.06	35.03	8.12	52.34	14.02	23.24	11.14
非流动负债合计	120.06	29.51	115.49	26.78	113.88	30.52	46.15	22.13
负债总额	406.87	100.00	431.21	100.00	373.17	100.00	208.58	100.00
有息负债合计	234.92	57.74	245.98	57.04	219.36	58.78	124.09	59.50
资产负债率	97.03		92.60		60.31		67.65	

数据来源：根据公司提供资料整理

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。2021 年末，公司流动负债同比有所增长。同期，公司短期借款同比小幅增长，主要是银行借款增加所致；其他应付款同比微降，主要是保证金减少所致；应付账款同比有所增长，主要是货款增加所致；一年内到期的非流动负债同比大幅增长，主要是一年内到期的长期借款、长期应付款等增加所致。此外，2021 年末，公司应付票据同比减少 19.52%，主要是商业承兑汇票及信用证减少所致。

2022 年 3 月末，公司流动负债较 2021 年末下降 9.16%。其中，短期借款较 2021 年末下降 12.29%；其他应付款较 2021 年末下降 10.86%，主要是保证金减少所致；应付账款较 2021 年末下降 26.11%，主要是采购量减少及欠款及时兑付所致。同期，应付票据较 2021 年末增长 28.38%，主要是商业汇票增加所致。2022 年 6 月 9 日，公司发布《关于部分商业承兑汇票逾期未兑付的公告》，受猪周期影响，公司及子公司江西正邦养殖有限公司等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 54,200.50 万元。此外，2022 年 3 月末，公司合同负债为 9.10 亿元，较 2021 年末增加 6.89 亿元，主要是收到处置子公司股权转让的预付款所致；流动负债其他科目均较 2021 年末变化不大。

公司非流动负债主要由租赁负债、长期借款、应付债券和长期应付款等构成。2021 年末，公司租赁负债同比大幅增长，主要是新增的交付租赁项目增加所致；长期借款同比大幅下降，主要是一年内到期的长期借款同比增加 22.68 亿元所致。此外，2021 年末，公司应付债券同比增长 28.17%，主要是发行“美元转债”



增加 3.80 亿元所致，“美元转债”发行期限 3 年，发行利率 1.85%。同期，公司长期应付款同比下降 69.67%，主要是应付售后回租融资租赁款同比减少 5.41 亿元和一年内到期的长期应付款增加 8.25 亿元所致。

2022 年 3 月末，公司非流动负债较 2021 年末增长 3.95%。其中，长期应付款较 2021 年末增长 32.80%，主要是融资租赁款增加所致；非流动负债的其他各主要科目均较 2021 年末变化不大。

2021 年末，受资金需求增加影响，公司总有息债务规模同比有所增长；短期有息债务规模及占比增长较快，处于较高水平，面临较大短期偿付压力。

2021 年末，受资金需求增加影响，公司总有息债务同比增长 12.13%；短期有息债务同比增长 39.94%，短期有息债务占比同比增长 15.18 个百分点，增长较快，处于较高水平。截至 2022 年 3 月末，公司总有息债务规模为 234.92 亿元，其中短期有息债务为 172.37 亿元，在总有息债务的占比为 73.37%。

表 15 2019~2021 年末及 2022 年 3 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2022 年 3 月末	2021 年末	2020 年末	2019 年末
短期有息债务	172.37	188.01	134.35	84.03
长期有息债务	62.55	57.97	85.01	40.07
总有息债务	234.92	245.98	219.36	124.09
短期有息债务占比	73.37	76.43	61.25	67.71
总有息债务在总负债中占比	57.74	57.04	58.78	59.50

数据来源：根据公司提供资料整理

从债务期限结构来看，截至 2022 年 3 月末，公司有息债务主要集中在 1 年以内，占比为 73.37%，主要由短期借款、一年内到期的非流动负债和应付票据构成，截至 2022 年 3 月末，公司非受限货币资金为 7.06 亿元，无法对短期有息债务实现覆盖，整体看，公司短期偿付压力较大。

表 16 截至 2022 年 3 月末公司有息负债期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	(4, 5]年	>5 年	合计
金额	172.37	32.02	5.73	3.83	17.54	3.42	234.92
占比	73.37	13.63	2.44	1.63	7.47	1.46	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

从公司短期有息债务的期限结构看，公司短期有息债务较为平均分布在未来的四个季度，短期债务期限分布较为均衡。

**表 17 截至 2022 年 3 月末公司短期有息债务期限结构（单位：亿元、%）**

项目	短期借款	一年内到期的非流动负债	应付票据	合计	占比
2022 年第二季度	32.84	8.06	7.61	48.51	28.14
2022 年第三季度	37.00	8.69	1.94	47.62	27.63
2022 年第四季度	26.33	16.27	0.62	43.22	25.07
2023 年第一季度	25.32	7.09	0.61	33.02	19.16
合计	121.48	40.11	10.78	172.37	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2022 年 4 月末，公司及子公司涉诉金额规模较大，存在一定或有风险。

截至 2022 年 3 月末，公司无对外担保情况；截至 2022 年 4 月末，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 72,435.81 万元。

2021 年以来，公司所有者权益有所下降，主要是净利润大幅亏损及应付普通股股利，未分配利润由盈转亏所致。

2021 年末，公司所有者权益为 34.46 亿元，同比大幅减少 85.97%。其中，股本为 31.38 亿元，同比增长 1.43%，主要是 2020 年公司非公开发行股票 75.00 亿元，于 2021 年 2 月上市；资本公积为 115.59 亿元，同比增加 3.79%，主要是收到限制性股票激励对象缴纳的股权激励投资款，增加资本公积 3.80 亿元所致；盈余公积为 6.20 亿元，同比未发生变化；未分配利润为-124.86 亿元，由盈转亏，主要是归母净利润-188.19 亿元以及应付普通股股利 21.88 亿元；根据公司 2021 年利润分配方案，公司在 2021 年度以集中竞价方式回购股份支付金额 495,412,501.20 元（不含交易费用）。根据《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 9 号——回购股份》文件，公司 2021 年度视同现金分红 495,412,501.20 元。根据《公司法》、《上市公司监管指引第 3 号——上市公司现金分红》《深圳证券交易所上市公司自律监管指引第 9 号——回购股份》及《公司章程》等相关规定，鉴于上述原因及公司 2021 年度实际业绩情况，2021 年度合并报表实现归属于上市公司股东净利润-188.19 亿元；截至 2021 年 12 月 31 日，母公司可供股东分配的利润为 23.97 亿元，2021 年度公司拟不派发现金红利，不送红股，不以资本公积金转增股本。少数股东权益为 14.07 亿元，同比增加 7.76%，主要为子公司参与设立产业基金、合资公司盈利所致。此外，公司有库存股 10.50 亿元，为实施事业合伙人计划自二级市场回购股票、直接从二级市场回购股票以及实施股权激励所形成。2022 年 3 月末，公司所有者权益为 12.45 亿元，较 2021 年末减少 63.86%。其中，未分配利润较 2021 年末亏损增加 19.49%。



2021 年，公司盈利无法对利息形成保障；经营性净现金流无法对负债及利息形成保障，流动资产及速动资产对流动负债的覆盖程度均较低；公司负债水平和有息债务规模同比增长，债务负担加重。

2021 年，公司盈利水平大幅下降，EBITDA 对利息的保障倍数为-10.43 倍，盈利无法对利息形成保障。

2021 年，公司经营性净现金流比流动负债为-7.67%，经营现金流利息保障倍数为-1.62 倍，经营性净现金流无法对负债及利息形成保障。公司银行授信稳定，但持续受到猪周期影响，资金需求较大，面临较大的偿债压力。2021 年末及 2022 年 3 月末，公司流动比率分别为 0.48 倍和 0.40 倍，速动比率分别为 0.25 倍和 0.19 倍，流动资产及速动资产对流动负债的覆盖程度均较低。

2021 年末，公司资产负债率为 92.60%，债务资本比率为 87.71%，同比分别提高 32.29 个百分点和 40.53 个百分点，公司负债水平和有息债务规模同比增长，债务负担加重。

担保分析

深圳高新投为“17 正邦 01”提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

深圳高新投成立于 1994 年 12 月，初始注册资本为 1.00 亿元。2015 年，深圳高新投引进深圳远致富海三号投资企业（有限合伙）、恒大企业集团有限公司（后更名为恒大集团有限公司）和深圳市海能达投资有限公司 3 家战略投资者以落实国有企业公司混合所有制改革。2017 年，深圳高新投股东合计增资 24.25 亿元。2018 年 10 月，深圳高新投以资本公积 15.75 亿元转增注册资本。2019 年，深圳高新投引入新股东深圳市平稳发展投资有限公司（以下简称“深圳平稳发展”），深圳平稳发展出资的 50 亿元中 32.59 亿元计入实收资本，17.41 亿元计入资本公积。经过多次增资，截至 2021 年末，深圳高新投实收资本为 138.52 亿元。根据深圳高新投公开信息⁶，深圳高新投前五大股东分别为深圳市投资控股有限公司、深圳市平稳发展、深圳市资本运营集团有限公司、深圳市财政金融服务中心和深圳市盈达投资基金管理有限公司，持股比例分别为 34.20%、25.56%、16.94%、11.12%和 7.08%，其余股东的持股比例均未超过 7.00%。深圳高新投的实际控制人为深圳市人民政府国有资产监督管理委员会。截至 2021 年末，深圳高新投纳入合并报表的子公司共 15 家，其中直接持股的全资子公司有 6 家。

截至 2021 年末，深圳高新投总资产为 388.48 亿元，其中流动性资产占比始终处于较高水平，流动性风险抵御能力较强；此外，得益于较大力度的股东增资

⁶ 数据来源：深圳高新投官方网站



支持，深圳高新投实收资本和净资产规模持续增长，资本实力持续增强，担保责任放大比例有所改善。2021 年，深圳高新投净利润有所下降，总资产收益率和净资产收益率同比分别下降 0.66 和 0.37 个百分点，盈利能力有所弱化。

表 18 2019~2021 年深圳高新投主要财务数据（单位：亿元、%）

项目	2021 年	2020 年	2019 年
期末总资产	388.48	336.07	319.36
期末所有者权益	230.55	221.06	215.58
期末实收资本	138.52	138.52	121.12
营业收入	28.14	27.82	27.87
净利润	11.82	12.01	11.53
期末担保责任余额	-	1,412.68	1,909.24
期末担保风险准备金	-	7.01	6.07
准备金拨备率	-	0.51	0.42
担保责任放大比例（倍）	-	6.39	8.86
当期担保代偿率	-	-	0.14
期末流动资产占比	92.07	93.13	95.49
总资产收益率	3.04	3.70	4.40
净资产收益率	5.13	5.50	6.92

数据来源：2021 年财务数据根据公开资料整理，其他数据根据深圳高新投提供资料整理，“-”表示深圳高新投未提供该数据

蚂蚁金服发行的信托计划担保业务规模增长，带动深圳高新投担保业务规模快速增长，同时深圳高新投积极响应深圳市政府“提高直接融资比例”的号召，积极拓展债券担保业务。根据本报告出具前的公开资料显示，截至 2020 年末，深圳高新投担保责任余额为 1,412.68 亿元，同比下降 26.01%；担保风险准备金持续增加，准备金拨备率整体上升，有利于抵御担保代偿风险。从担保业务品种分布来看，深圳高新投的担保业务包括融资性担保和非融资担保，其中融资性担保业务主要包括间接融资担保和金融产品担保等，非融资性贷款主要是以工程担保为主。深圳高新投设有 8 家分公司以及 34 个办事处，在全国范围内开展担保业务，具有一定市场竞争力。但另一方面，深圳高新投业务集中度较高，金融科技网络贷款业务相关监管政策日益趋严，融资方式受到限制。未来相关业务拓展具有一定不确定性。

**表 19 2017~2019 年末及 2020 年 9 月末深圳高新投担保业务构成情况（单位：亿元、%）**

项目	2020 年 9 月末		2019 年末		2018 年末		2017 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
金融产品担保业务	1,257.38	69.59	1,440.86	75.47	675.85	61.03	565.52	58.05
其中：保本基金担保业务	-	-	-	-	150.38	13.58	394.77	40.52
债券担保业务	261.38	14.47	255.85	13.40	245.47	22.17	170.75	17.53
蚂蚁金服信托计划担保业务	996.00	55.12	1,185.01	62.07	280.00	25.28	-	-
非融资担保业务	479.50	26.54	415.08	21.74	376.74	34.02	352.90	36.22
间接融资担保业务	70.05	3.87	53.29	2.79	54.80	4.95	55.80	5.73
担保责任余额	1,806.90	100.00	1,909.24	100.00	1,107.39	100.00	974.22	100.00

数据来源：根据深圳高新投提供资料整理，“-”表示深圳高新投未提供该数据，2021 年相关数据并未公开

非融资担保业务方面，深圳高新投主要拓展方向为具备特级资质、一级资质和二级资质工程企业的工程担保业务，业务品种较为丰富，市场竞争力较强。近年来，深圳市政府、住房和城乡建设部、国家发展和改革委员会等出台了多项政策和法律法规，有效促进了深圳市工程担保市场健康发展，同时也为深圳高新投非融资担保业务的持续拓展提供了较好保障。间接融资担保业务方面，深圳高新投主要拓展方向为战略新兴产业和高新技术企业，以分散传统制造业等带来的代偿风险。同时，深圳高新投积极发展与深圳地区各商业银行的业务联系，为业务发展提供保障。此外，深圳高新投保本基金担保业务主要为公募基金公司提供保本基金担保，受 2017 年 1 月中国证券监督管理委员会（以下简称“证监会”）发布的《关于避险策略基金的指导意见》中有关取消保本基金连带责任担保机制的影响，目前该项业务已经清零。

总的来看，深圳高新投拥有良好的股东资源，得到了股东在增资等方面的支持，近年来资本实力持续增强且处于较高水平。同时，深圳高新投在担保业务上具有较强的市场竞争优势。但另一方面，深圳高新投业务集中度较高，考虑到金融科技网络贷款业务相关监管政策趋严，深圳高新投对蚂蚁金服发行的信托计划担保业务未来拓展具有不确定性；随着宏观经济下行压力加大以及疫情影响持续，部分发债企业信用风险上升，对深圳高新投担保业务组合质量提出了更高要求。

综合而言，深圳高新投为“17 正邦 01”提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

评级结论

综合来看，公司的抗风险能力较强，偿债能力较强。2021 年，公司已构建了





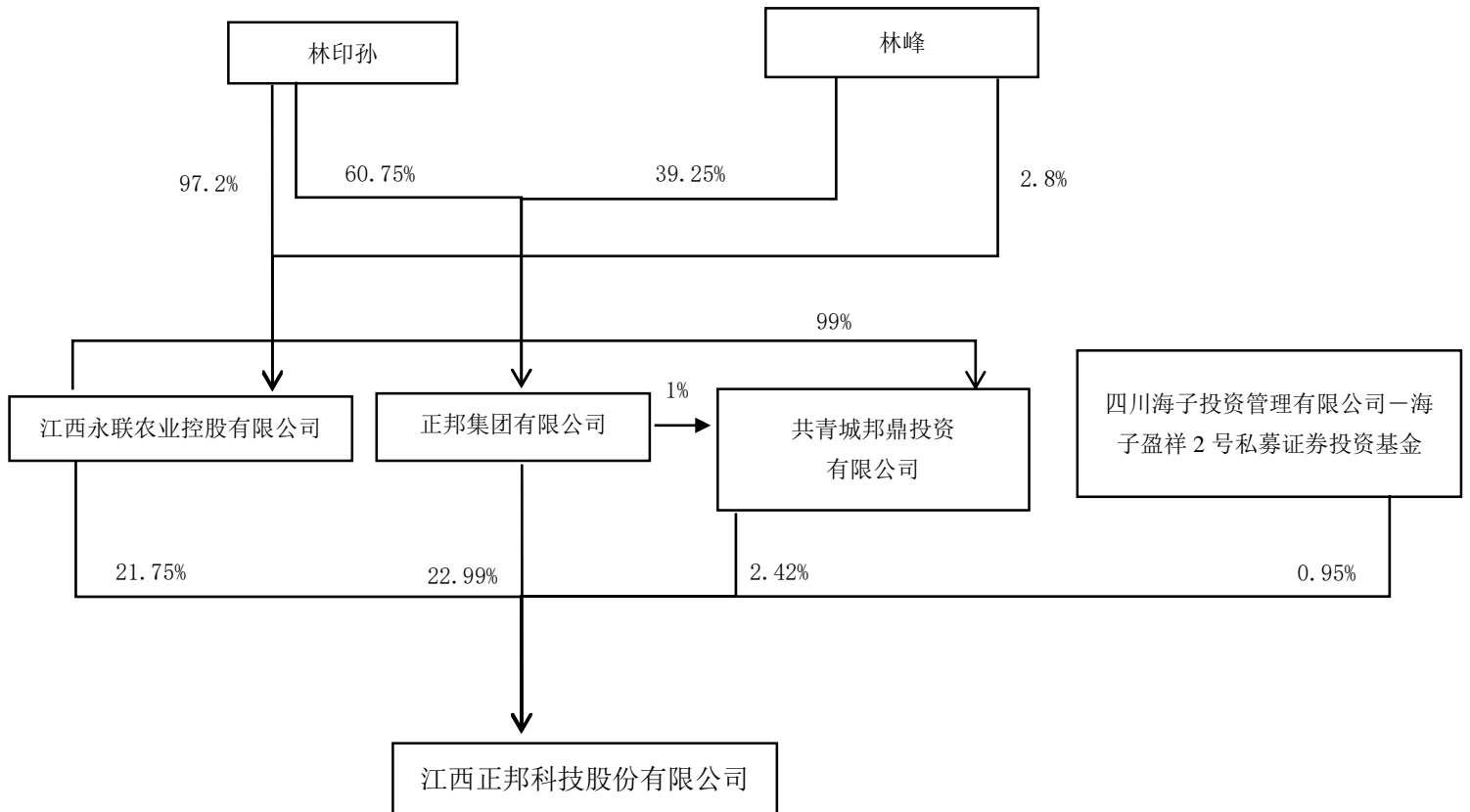
从“饲料—兽药—生猪养殖”的一体化农牧产业链，有利于形成协同效应。2021 年以来，公司股权结构经历多次复杂变动，控股股东及其一致行动人被动减持，或将对公司经营管理的稳定性产生一定影响；我国生猪产能恢复超预期，价格大幅下跌，饲料原料成本上升，行业亏损面扩大，养殖企业盈利能力较弱，资金面承压；玉米、豆粕等饲料原料价格持续高位运行给饲料生产企业带来较大的成本控制压力；由于公司利润贡献主要来自生猪养殖业务，受猪周期影响较大；2021 年以来，生猪产能的快速释放导致生猪市场大幅波动，生猪价格大幅下跌，公司养殖业务的盈利能力大幅下降，资产减值损失增加，叠加处置生产性生物资产损失等，公司利润水平出现大幅亏损；公司经营性现金流由净流入转为净流出，流动资金紧张，在建项目进度可能存在一定不确定性；公司资产负债率大幅增长，处于极高水平；总有息债务规模同比有所增长，短期有息债务规模及占比增长较快，处于较高水平，面临较大短期偿付压力；2022 年，因流动资金紧张，公司出现银行债务逾期、商票逾期未兑付的情形；截至 2022 年 4 月末，公司及子公司涉诉金额规模较大，存在一定或有风险。此外，深圳高新投对“17 正邦 01”提供了全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍具有很强的增信作用。

综合分析，大公对公司“17 正邦 01”信用等级维持 AAA，主体信用等级调整为 A，评级展望维持负面。



附件 1 公司治理

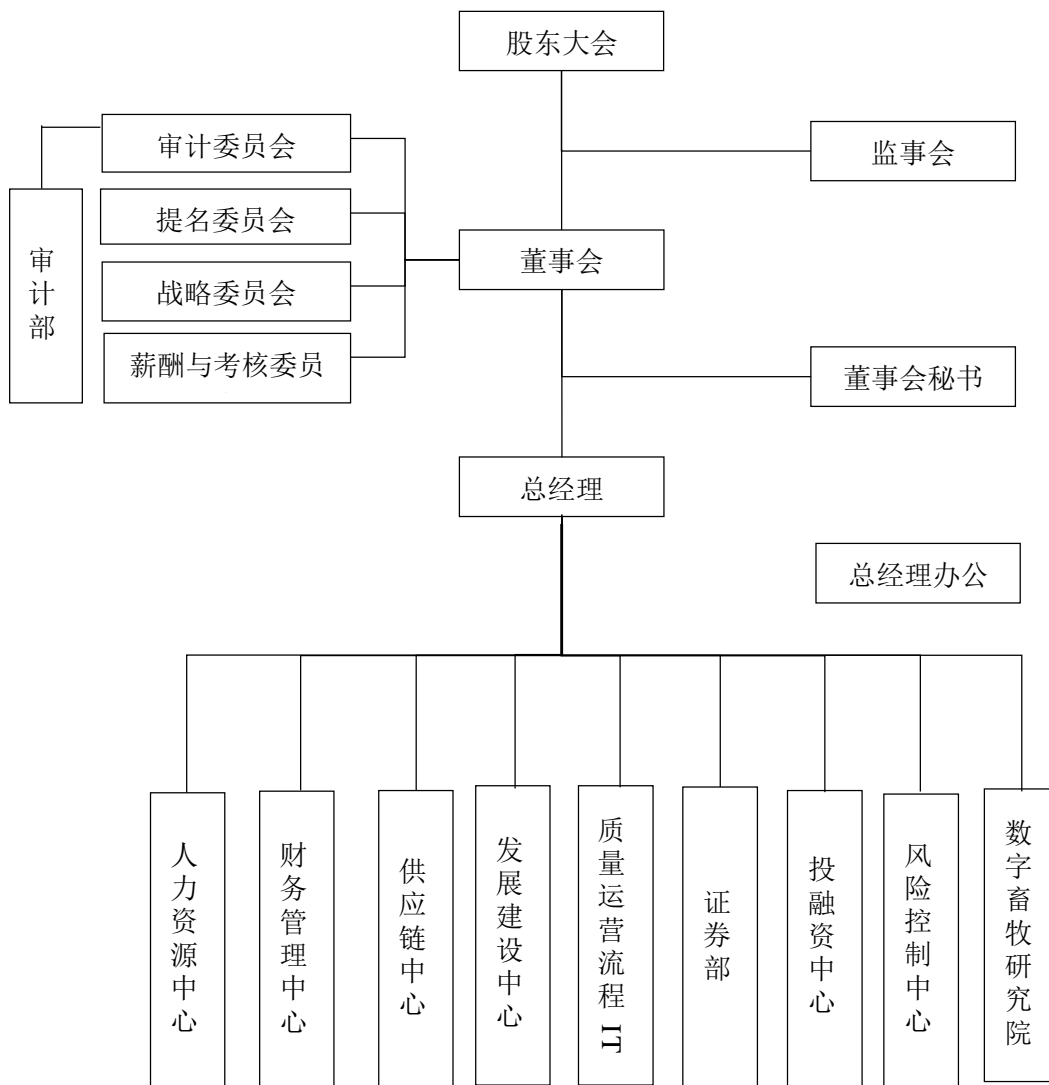
1-1 截至 2022 年 4 月末江西正邦科技股份有限公司股权结构图



资料来源：根据公司提供资料整理。



1-2 截至 2022 年 3 月末江西正邦科技股份有限公司组织架构图



资料来源：根据公司提供资料整理。



附件 2 主要财务指标

2-1 江西正邦科技股份有限公司主要财务指标

(单位: 亿元)

项目	2022年1~3月 (未经审计)	2021年	2020年 (追溯调整)	2019年
货币资金	30.73	51.33	130.43	29.55
存货	60.17	73.29	134.48	51.38
固定资产	161.51	164.57	148.81	98.95
在建工程	40.54	38.23	11.93	36.98
生产性生物资产	20.32	23.97	91.06	50.95
使用权资产	70.32	72.48	33.06	-
总资产	419.32	465.67	618.75	308.32
短期有息债务	172.37	188.01	134.35	84.03
长期有息债务	62.55	57.97	85.01	40.07
总有息债务	234.92	245.98	219.36	124.09
负债合计	406.87	431.21	373.17	208.58
所有者权益合计	12.45	34.46	245.58	99.75
营业收入	64.90	476.70	491.66	245.18
资产减值损失	3.98	3.80	0.00	0.10
净利润	-26.64	-191.15	59.64	16.93
经营活动产生的现金流量净额	-13.61	-22.04	45.53	39.24
投资活动产生的现金流量净额	-1.78	-10.34	-95.68	-54.71
筹资活动产生的现金流量净额	4.28	-66.55	142.16	29.13
毛利率(%)	-9.25	-25.18	22.35	15.74
营业利润率(%)	-39.16	-37.94	12.81	7.47
总资产报酬率(%)	-5.61	-38.27	11.17	6.65
净资产收益率(%)	-213.93	-554.76	24.29	16.97
资产负债率(%)	97.03	92.60	60.31	67.65
债务资本比率(%)	94.97	87.71	47.18	55.44
流动比率(倍)	0.40	0.48	1.22	0.66
速动比率(倍)	0.19	0.25	0.70	0.35
存货周转天数(天)	84.70	62.67	87.63	81.65
应收账款周转天数(天)	4.62	2.45	1.82	5.22
经营性净现金流/流动负债(%)	-4.52	-7.67	21.59	30.16
经营性净现金流/总负债(%)	-3.25	-5.48	15.65	22.19
经营性净现金流利息保障倍数(倍)	-4.36	-1.62	4.77	7.63
EBIT 利息保障倍数(倍)	-7.53	-13.13	7.24	3.99
EBITDA 利息保障倍数(倍)	-	-10.43	10.31	6.15
现金回笼率(%)	103.80	88.79	99.89	99.34
担保比率(%)	-	-	-	-



2-2 深圳市高新投集团有限公司主要财务指标

(单位: 亿元)

项目	2021年前三季度(末) (未经审计)	2020年(末)	2019年(末)	2018年(末)
货币资金	41.87	33.66	23.46	22.03
应收账款	0.54	6.89	0.18	0.26
应收代偿款	3.84	3.90	3.06	2.26
预付账款	0.03	0.07	0.02	0.01
发放的委托贷款及垫款		161.1	180.14	139.46
可供出售金融资产	-	-	10.77	6.44
其他流动资产	-	1.35	95.90	29.30
资产总计	358.44	336.07	319.36	205.27
短期借款	46.68	32.27	29.38	20.70
存入担保保证金	6.46	6.76	2.97	0.28
担保赔偿准备金	6.19	5.67	4.73	3.72
长期借款	56.28	56.77	56.72	50.34
负债合计	127.80	115.01	103.77	87.40
实收资本	138.52	138.52	121.12	88.52
盈余公积	4.53	4.53	3.79	3.37
未分配利润	43.33	34.90	31.19	24.93
所有者权益	230.64	221.06	215.58	117.87
营业收入	22.48	27.82	27.87	20.85
营业成本	1.50	7.25	6.13	4.49
净利润	11.91	12.01	11.53	11.33
经营活动产生的现金流量净额	25.49	32.45	-91.13	-66.19
投资活动产生的现金流量净额	-27.87	4.58	-2.28	-1.16
筹资活动产生的现金流量净额	10.58	-0.26	94.92	59.24
担保责任余额	-	1412.68	1909.24	1107.39
担保责任放大比例(倍)	-	6.39	8.86	9.27
担保风险准备金	6.88	7.01	6.07	4.97
准备金拨备率(%)	-	0.51	0.42	0.68
当期担保代偿率(%)	-	-	0.14	0.09
累计担保代偿率(%)	-	-	0.14	0.09
累计代偿回收率(%)	-	-	0.13	0.13
总资产收益率(%)	0.15	3.70	4.40	6.67
净资产收益率(%)	0.24	5.50	6.92	9.86

注: 2021年1~9月总资产收益率和净资产收益率未经年化;“-”表示深圳高新投未提供该数据。



附件 3 主要指标的计算公式

指标名称	计算公式
毛利率 (%)	$(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
EBITDA	EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
EBITDA 利润率 (%)	EBITDA / 营业收入 $\times 100\%$
总资产报酬率 (%)	EBIT / 年末资产总额 $\times 100\%$
净资产收益率 (%)	净利润 / 年末净资产 $\times 100\%$
现金回笼率 (%)	销售商品及提供劳务收到的现金 / 营业收入 $\times 100\%$
资产负债率 (%)	负债总额 / 资产总额 $\times 100\%$
债务资本比率 (%)	总有息债务 / (总有息债务 + 所有者权益) $\times 100\%$
总有息债务	短期有息债务 + 长期有息债务
短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
担保比率 (%)	担保余额 / 所有者权益 $\times 100\%$
经营性净现金流 / 流动负债 (%)	经营性现金流量净额 / [(期初流动负债 + 期末流动负债) / 2] $\times 100\%$
经营性净现金流 / 总负债 (%)	经营性现金流量净额 / [(期初负债总额 + 期末负债总额) / 2] $\times 100\%$
存货周转天数 ⁷	360 / (营业成本 / 年初末平均存货)
应收账款周转天数 ⁸	360 / (营业收入 / 年初末平均应收账款)
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
现金比率 (%)	(货币资金 + 交易性金融资产) / 流动负债 $\times 100\%$
扣非净利润	净利润 - 公允价值变动收益 - 投资收益 - 汇兑收益 - 资产处置收益 - 其他收益 - (营业外收入 - 营业外支出)
可变现资产	总资产 - 在建工程 - 开发支出 - 商誉 - 长期待摊费用 - 递延所得税资产
EBIT 利息保障倍数 (倍)	EBIT / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	经营性现金流量净额 / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息)

⁷ 一季度取 90 天。

⁸ 一季度取 90 天。





附件 4 担保公司主要指标计算公式

指标名称	计算公式
担保风险准备金	担保赔偿准备金+未到期责任准备金+一般风险准备
准备金拨备率	担保风险准备金/担保责任余额×100%
担保责任放大比例	担保责任余额/净资产
当期担保代偿率	当期代偿总额/当期已解除担保额×100%
累计担保代偿率	累计担保代偿额/累计已解除担保额×100%
累计代偿回收率	累计代偿回收额/累计代偿额
总资产收益率	当期净利润×2/（期初总资产+期末总资产）×100%
净资产收益率	当期净利润×2/（期初净资产+期末净资产）×100%



附件 5 信用等级符号和定义

5-1 一般主体评级信用等级符号及定义

信用等级	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。	
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，信用等级下调的可能性较大。

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。

5-2 中长期债项信用等级符号及定义

信用等级	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、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。





5-3 担保能力信用等级符号及定义

信用等级	定义
AAA	代偿能力最强，绩效管理和风险管理能力极强，风险最小。
AA	代偿能力很强，绩效管理和风险管理能力很强，风险很小。
A	代偿能力较强，绩效管理和风险管理能力较强，尽管有时会受经营环境和其他内外部条件变化的影响，但是风险小。
BBB	有一定的代偿能力，绩效管理和风险管理能力一般，易受经营环境和其他内外部条件变化的影响，风险较小。
BB	代偿能力较弱，绩效管理和风险管理能力较弱，有一定风险。
B	代偿能力较差，绩效管理和风险管理能力弱，有较大风险。
CCC	代偿能力很差，在经营、管理、抵御风险等方面存在问题，有很大风险。
CC	代偿能力极差，在经营、管理、抵御风险等方面有严重问题，风险极大。
C	濒临破产，没有代偿债务能力。

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。