



牧原食品股份有限公司

2024 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2024]跟踪 1532 号

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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。
- 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 本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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级结果而出现的任何损失负责，亦不对评级委托方、评级对象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。
- 本次评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，本评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2024 年 6 月 26 日

本次跟踪发行人及评级结果	牧原食品股份有限公司	AA ⁺ /稳定
--------------	------------	---------------------

本次跟踪债项及评级结果	“牧原转债”	AA ⁺
-------------	--------	-----------------

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。

评级观点 本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于牧原食品股份有限公司（以下简称“牧原股份”或“公司”）生猪养殖行业龙头地位稳固，猪肉产业链完善，规模优势明显，采购成本优势和内部管理效率提升令养殖成本持续下降且在行业中处于领先水平以及融资渠道畅通等因素对公司整体信用实力的支持。同时，中诚信国际关注到 2023 年和 2024 年一季度生猪价格下跌且低位运行使得公司经营亏损，盈利及获现能力下滑，权益规模下降，旺盛的资金需求令财务杠杆上升且债务结构有待优化，需关注生猪和屠宰业务盈利改善措施成效、全年盈利实现情况以及疫病和环保风险等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

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。

调级因素

可能触发评级上调因素：公司新增产能释放良好；盈利具有可持续性且产品多元化程度大幅提升；债务规模持续压降，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：生猪价格超预期下行且持续低迷、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；债务规模和融资成本大幅上升导致偿债能力大幅恶化、出现流动性压力等。

正面
<ul style="list-style-type: none"> ■ 生猪养殖行业龙头地位稳固，猪肉产业链完善，规模优势明显 ■ 采购成本优势和内部管理效率提升令养殖成本持续下降且在行业中处于领先水平 ■ 融资渠道畅通
关注
<ul style="list-style-type: none"> ■ 2023年和2024年一季度生猪价格下跌且低位运行使得公司经营亏损，盈利及获现能力下滑 ■ 权益规模下降，旺盛的资金需求令财务杠杆上升，且债务结构有待优化 ■ 生猪和屠宰业务盈利改善措施成效、全年盈利实现情况以及疫病和环保风险

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

财务概况

牧原股份（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
总资产（亿元）	1,772.66	1,929.48	1,954.05	1,966.64
所有者权益合计（亿元）	686.04	880.70	740.37	716.06
总负债（亿元）	1,086.62	1,048.77	1,213.68	1,250.58
总债务（亿元）	696.93	690.36	857.92	912.85
营业总收入（亿元）	788.90	1,248.26	1,108.61	262.72
净利润（亿元）	76.39	149.33	-41.68	-24.59
EBIT（亿元）	98.87	177.46	-4.82	--
EBITDA（亿元）	187.82	298.78	130.52	--
经营活动净现金流（亿元）	162.95	230.11	98.93	50.67
营业毛利率(%)	16.74	17.50	3.11	-2.50
总资产收益率(%)	6.45	9.59	-0.25	--
EBIT 利润率(%)	12.53	14.22	-0.44	--
资产负债率(%)	61.30	54.36	62.11	63.59
总资本化比率(%)	50.39	43.94	53.68	56.04
总债务/EBITDA(X)	3.71	2.31	6.57	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.35	10.27	4.02	--
FFO/总债务(X)	0.26	0.42	0.13	--

注：1、中诚信国际根据牧原股份提供的其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 2021~2022 年度审计报告、经毕马威华振会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2023 年度审计报告以及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司其他应付款、其他流动负债和长期应付款中的带息债务。

同行业比较（2023 年数据）

公司名称	主营业务	总资产（亿元）	所有者权益合计（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
新希望集团	主营业务以现代农业为主导，金融投资业务为补充，目前已形成了集饲料、养殖、屠宰、食品为一体的农业全产业链布局	2,029.99	650.87	67.94	1,671.15	1.39	150.27
牧原股份	作为生猪养殖龙头企业，拥有集饲料加工、种猪育种、商品猪饲养以及屠宰肉食于一体的完整产业链	1,954.05	740.37	62.11	1,108.61	-41.68	98.93

中诚信国际认为，牧原股份生猪产能及出栏量持续处于行业第一，且远高于同行业企业，垂直一体化模式使其在行业内具有较强的成本优势，生猪养殖行业龙头地位稳固，但业务主要围绕在生猪养殖业上下游环节，单一养殖业务周期性波动风险较高，因此在生猪价格低迷的情况下，生猪养殖行业企业盈利均较低；但牧原股份为上市公司，股权融资渠道畅通，财务杠杆低于可比企业。

注：“新希望集团”为“新希望集团有限公司”简称，2023 年处置资产形成的投资收益令其保持盈利。

本次跟踪情况

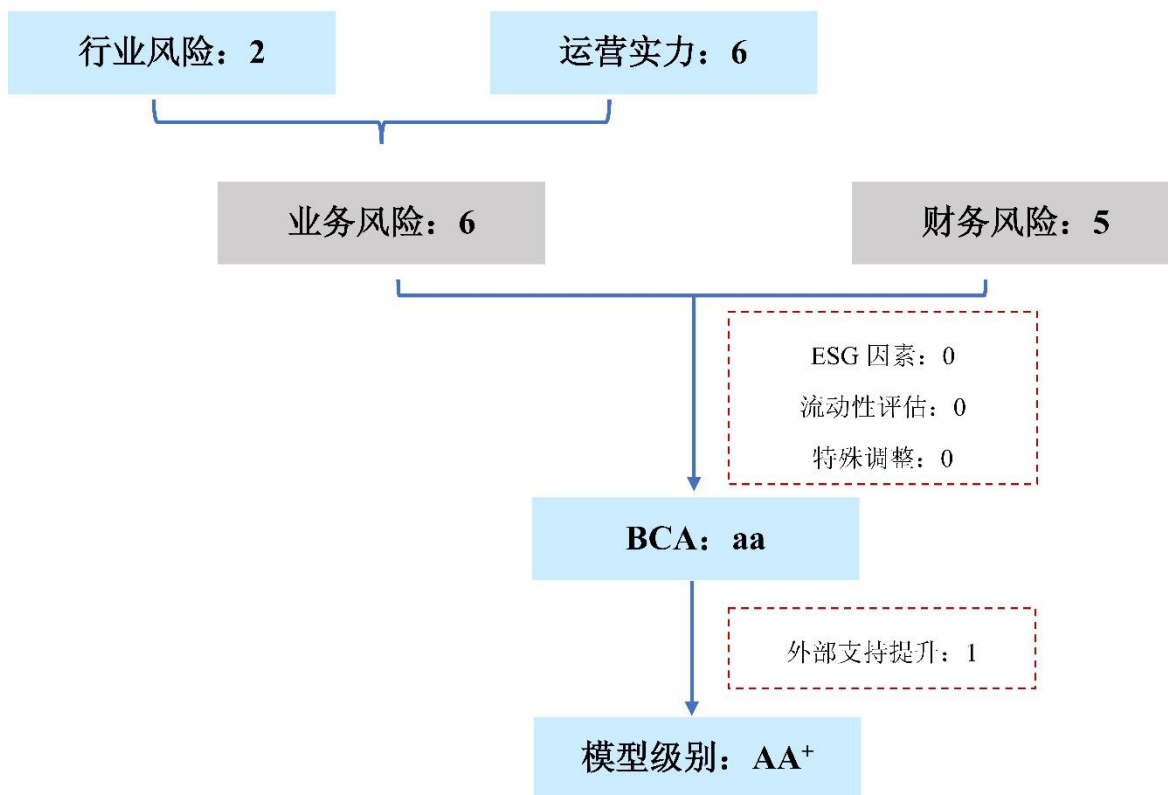
债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级有效期	发行金额/债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
牧原转债	AA+	AA+	2023/06/27 至本报告出具日	95.50/95.44	2021/08/16~2027/08/15	回售、赎回

注：债券余额为截至 2024 年 3 月末。

主体简称	本次评级结果	上次评级结果	上次评级有效期
牧原股份	AA+/稳定	AA+/稳定	2023/06/27 至本报告出具日

● 评级模型

牧原食品股份有限公司评级模型打分(C010000_2024_03_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对公司基础信用等级无显著影响。

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; 控股股东和实际控制人对公司支持意愿极强, 且能为公司提供一定支持, 外部支持调升 1 个子级。

方法论: 中诚信国际农林牧渔行业评级方法与模型 C210200_2024_03

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

近期关注

中诚信国际认为，农林牧渔属于周期性行业，整体波动较大，需持续关注农产品价格变化情况对企业盈利能力及行业信用水平分化影响。

生猪养殖

2023 年，生猪高位存栏令我国猪价整体呈低位震荡态势，养殖企业经营深度亏损，营运资金压力使得整体流动性处于较弱水平，短期内仍将面临一定短期偿债压力。2024 年以来，由于全国能繁母猪存栏量已降至历史较低水平，生猪供应偏紧令销售价格逐步回升，截至 5 月末全国生猪现货价格已达到 17 元/kg 以上，未来生猪价格有望进一步企稳回升，养殖企业盈利能力或将有所恢复。

详见《生猪养殖行业特别评论, 2023 年 12 月》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/10849?type=1>

中诚信国际认为，牧原股份在生猪养殖行业龙头地位稳固，具备集饲料加工、生猪育种、生猪养殖、屠宰肉食为一体的猪肉产业链，规模、成本和技术优势更为显著，资源控制力和竞争实力很强；2023 年以来，生猪产能增速延续上年较低态势，出栏量同比增加且远高于同行业公司，采购成本优势和内部管理效率提升令养殖成本持续下降，屠宰业务稳步发展但尚未盈利，未来需持续关注生猪价格走势、管理效率提升及成本压降成效等因素对经营业绩的影响。

跟踪期内，公司产权结构无较大变化，董监事及高管层变动较小，战略方向较为明确。

截至 2024 年 4 月末，公司股本增至 54.65 亿元，其中牧原实业集团有限公司（以下简称“牧原集团”）及其委托设立的信托计划合计持有公司 15.53% 的股权¹，合计持有公司超过 50% 的股权对应的表决权²，为公司的控股股东；秦英林和钱瑛合计持有公司 54.88% 的股权，其中直接持有公司 39.35% 的股权，通过牧原集团间接持有公司 15.53% 的股权，为公司实际控制人，股权结构无较大变化。股权质押方面，截至 2024 年 5 月末，秦英林和牧原集团分别累计质押公司股份占其持有公司股份的 14.14% 和 31.42%，分别占总股本的 5.50% 和 4.88%。跟踪期内，公司人事变动涉及 1 位独立董事，但整体治理架构较好，上述人员变动对公司正常生产经营无重大影响。

¹ 2023 年 10 月，公司控股股东牧原集团及实际控制人秦英林、钱瑛之子秦牧原，计划增持公司股份合计金额不低于 5 亿元且不超过 10 亿元，部分董事、监事、高级管理人员及核心管理、技术、业务人员，计划增持公司股份合计金额不低于 10 亿元且不超过 12 亿元，截至 2024 年 1 月 19 日，公司部分董监高及核心人员增持股份计划实施完成，合计增持 11.99 亿元；截至 2024 年 4 月 20 日，公司控股股东牧原集团、实际控制人之子秦牧原增持股份计划实施完成，合计增持 8.45 亿元。

² 2017 年 12 月，秦英林通过表决权委托的方式，将其持有牧原股份总股本 38.73%、合计 448,667,502 股（除权前）股份对应的全部股东表决权、董事提名权等股东权利（不包括分红权等股东财产性权利）委托给牧原集团行使，牧原集团可行使公司共计 60% 的股份所对应的提案权、表决权等相关权利，委托授权期限为自委托协议生效之日起至秦英林先生不再直接持有牧原股份股份之日或双方一致同意终止《表决权委托协议》委托事项之日（以较早发生的为准）止。公司控股股东由秦英林、钱瑛变更为牧原集团。

公司战略方向明确，较上年无较大变化。

牧原股份生猪养殖行业龙头地位稳固，规模优势显著，集饲料加工、种猪育种、商品猪饲养、屠宰肉食为一体的猪肉产业链令公司资源控制力和竞争实力很强。

作为生猪养殖行业龙头企业，牧原股份集饲料加工、种猪育种、商品猪饲养、屠宰肉食为一体的猪肉产业链布局较为完善。截至 2024 年 3 月末，公司拥有生猪养殖产能 8,031 万头/年，位居行业第一；饲料产能 2,592 万吨/年，位居全国前三；屠宰产能 2,900 万头/年，龙头地位稳固，规模优势显著。同时，公司进行自育自繁闭环养殖，加之建立了食品安全保障体系和可追溯体系，原材料自给率较高且供应安全稳定，资源控制力和竞争实力很强。

表 1：近年来公司饲料生产、原料采购、生猪养殖和屠宰情况

	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
饲料产能（万吨/年）	1,935	2,260	2,526	2,592
饲料产量（万吨）	1,579	2,037	2,317	560
饲料产能利用率(%)	81.60	90.12	91.72	86.35*
生猪产能（万头/年）	7,117	7,430	7,999	8,031
生猪出栏量（万头）	4,026	6,120	6,382	1,601
屠宰产能（万头/年）	1,600	2,900	2,900	2,900
屠宰量（万头）	290	736	1,326	294
鲜、冻猪肉产品（万吨）	29.22	75.70	140.47	33.43

注：加“*”数据已经年化处理。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

生猪产能增速延续上年较低态势，2023 年公司生猪出栏量持续增加且远高于同行业企业，养殖效率大幅提升令养殖成本持续下降，屠宰业务稳步发展但尚未盈利，未来需持续关注生猪价格走势、管理效率提升及成本压降成效等因素对业绩改善的影响。

2023 年以来，公司生猪养殖产能持续扩张，但产能扩张速度延续上年放缓态势，河南地区产能占比约为 36%。2023 年，公司出栏生猪 6,382 万头，与年度经营计划相符且远高于同行业企业；基于市场行情、客户需求等因素，公司调整生猪销售结构，仔猪销售量占比下降，商品猪销售量占比上升，导致 2023 年生猪销售均重有所上升。根据规划，公司预计 2024 年生猪出栏量区间为 6,600 万头~7,200 万头，中诚信国际将持续关注公司产能释放情况及出栏目标完成情况。

跟踪期内，公司持续加强生猪的健康管理与生产管理，受益于采购成本优势和内部管理效率提升，各项主要生产指标同比均有改善，2023 年全年平均商品猪完全成本为 14.94 元/公斤，较上年下降 0.78 元/公斤；受冬季疫病及春节期间有效销售天数少影响，2024 年一季度平均生猪养殖完全成本阶段性上升至 15.39 元/公斤，5 月成本已降至 14.3 元/公斤。未来，公司将继续聚焦疫病防控³，加强智能化覆盖和创新⁴，通过加大一线员工和管理干部的培训和赋能提升人员能力⁵，将不断提高的技术水平转化到生产成绩上，解决各场区间养殖成本离散度较大的问题⁶，降低

³ 公司当前已对常见疾病实现全面、常态化的防控，一是通过空气过滤猪舍、精准通风系统等硬件装备进行防控，不断优化系统设计；二是对于人员和物资进行全面管理，优化员工洗澡、物资消毒等业务流程；三是保证一线人员对各项生物安全措施的有效执行。公司正在围绕疫病净化搭建“天网工程”，开展多种疫病的研究与防控，将研究成果落地生产管理，支撑养殖成绩的持续改善。

⁴ 公司不断加大研发投入，智能化猪舍、智能环控、智能饲喂等智能装备正在逐步覆盖，保障猪群生长环境，提高生产效率。

⁵ 公司通过各种渠道吸引人才，做好人才储备，不断完善绩效管理和激励措施，让一线员工明确利润结算方案，激发优秀员工内驱力及主人翁精神，提升猪群利润。同时，公司会开展对于一线员工的标准化培训，帮助员工把猪养好，支撑技术落地与成本领先战略的达成。

⁶ 公司区域间养殖成本存在一定差距，2024 年 5 月份成本在 14 元/公斤以下的场线出栏量占比达到 45%左右，成本在 15 元/公斤以上的场线出栏量占比达到 25%左右，部分优秀场线完全成本可达 13 元/公斤以内。

生产成本，提升盈利水平。公司计划将于 2024 年完成 14 元/公斤的全年平均生猪养殖完全成本目标，中诚信国际将持续关注生猪价格走势、管理效率提升及成本压降等对公司未来业绩改善的影响。

屠宰业务方面，2023 年以来，公司未新增屠宰产能，但产能利用率明显提升，所有屠宰的生猪均来源于自有养殖场。同时，公司持续完善和开拓全国生鲜猪肉销售网络和渠道，优化客户结构⁷，但由于目前销售规模较小且东北区域市场未充分拓展，产能利用率仍较低，屠宰业务尚未实现盈利⁸。未来，公司将持续开拓市场和渠道，加强对销售人员的培养和队伍的建设，进一步提升产能利用率，同时不断优化内部管理，完善各项流程标准设计，提升整体运营效率，中诚信国际将对上述业绩改善措施的成效保持关注。

未来公司仍以发展生猪产业为主，相关项目的投建以及维护改造支出仍保持一定规模。

公司主要在建项目仍以生猪产业为主，截至 2024 年 3 月末在建项目计划总投资为 334.80 亿元，已完成投资 303.85 亿元。根据公开数据，2024 年计划资本开支合计约 100 亿元，其中 30 亿元用于维修改造，剩余部分用于已完工项目的结算。作为资本支出的集中支付时期，2024 年一季度已支出约 48 亿元，主要用于支付已完工结算部分，剩余三个季度的实际资本开支会根据市场环境及经营情况的变化而调整。未来随着公司产能建设逐步完成，每年资本开支将以当年固定资产的维修改造为主，整体将控制在一定规模，中诚信国际将对公司投融资进展以及相关生猪养殖项目投资回报情况保持关注。

财务风险

中诚信国际认为，跟踪期内，生猪价格下跌且低于养殖成本，牧原股份收入和毛利率水平下滑，经营业绩亏损，盈利及获现能力弱化；所有者权益规模下降，旺盛的资金需求令总负债规模增长，财务杠杆水平和短期债务占比上升，相关偿债指标弱化；2024 年 4 月以来生猪价格回升令业绩改善，后续猪价走势、成本费用控制水平及业绩改善情况需持续关注。

盈利能力

受生猪价格下跌且低于养殖成本影响，2023 年公司营业总收入和营业毛利率均同比下滑，经营性业务出现亏损，以消耗性生物资产为主的减值和营业外支出增加对利润形成进一步侵蚀，当年净利润亏损 41.68 亿元，相关盈利指标明显下滑。2024 年一季度，生猪出栏量增加令营收规模同比增长，但商品猪价格仍低位运行，当期毛利率转负，仍呈现亏损状态。从经营稳定性来看，近五年来公司营业利润率⁹水平呈一定波动，经营稳定性指标有所弱化。但中诚信国际关注到，2024 年 4 月以来，生猪价格企稳回升且高于公司养殖成本，4 月和 5 月单月公司业绩改善，需对后续猪价走势、成本费用控制水平及业绩改善情况等保持关注。

资产质量

⁷ 2023 年，公司加大对大客户渠道的拓展，当年农贸市场销售量占比 68.57%，大客户销售量占比 18.04%，商超及新零售销售量占比 13.39%。

⁸ 2023 年及 2024 年一季度，公司生猪屠宰板块亏损分别为 9.6 亿元和 2.5 亿元。

⁹ 2019~2023 年营业利润率分别为 31.23%、54.06%、9.72%、11.90%和-3.37%，营业利润率计算公式为营业利润/营业总收入*100%。

公司资产规模稳步扩张，以非流动资产为主的资产结构仍较为稳定。跟踪期内，公司无新开工项目，随着已完工项目转固，在建工程减少，固定资产小幅增长；后备母猪数量增加令生产性生物资产规模有所上升。受养殖行业特性影响，公司短期资金需求旺盛，账面通常保有充裕的货币资金，2023 年末受经营亏损影响而同比减少，资金周转效率有所下滑，2024 年以来公司对流动资金使用需求上升，融资规模扩大令 3 月末货币资金规模增加较多，其中有 76.24 亿元使用受限，未来需持续关注公司资金使用效率情况。公司总负债主要由总债务、应付账款和其他应付款构成，结构上亦以流动负债为主，2023 年以来总债务和总负债呈持续增长态势且保持较高水平；受经营亏损令未分配利润和少数股东权益减少影响，2023 年以来所有者权益规模下降，财务杠杆和短期债务占比均明显上升，债务结构有待优化。

现金流及偿债情况

销售收入规模下降及盈利水平下滑令 2023 年经营活动净现金流同比减少，但公司保持现款现货的结算方式，经营获现能力仍处于较好水平；投资活动资金呈净流出状态，主要为支付以前年度工程款，经营活动净现金流对投资支出的敞口令 2023 年筹资活动现金净流入规模增加，当年相关偿债指标明显弱化。随着 2024 年 4 月份以来生猪行业景气度回暖，预计未来公司现金流将有所改善。截至 2024 年 3 月末，公司合并口径共获得银行授信额度超 960 亿元，同比增加约 60 亿元，其中尚未使用额度超 300 亿元。资金管理方面，公司设立财务共享中心资金结算科，对下属子公司资金进行集中管理。

表 2：近年来公司主要财务指标（亿元）

	2021	2022	2023	2024.1~3/2024.3
营业总收入	788.90	1,248.26	1,108.61	262.72
其中：生猪	750.76	1,197.44	1,082.24	257.11
其他	38.14	50.82	26.37	5.61
营业毛利率	16.74	17.50	3.11	-2.50
其中：生猪	17.48	18.42	2.92	-2.49
期间费用率(%)	9.04	7.11	8.63	9.57
经营性业务利润	76.84	149.65	-35.09	-24.53
净利润	76.39	149.33	-41.68 ¹⁰	-24.59
总资产收益率(%)	6.45	9.59	-0.25	--
货币资金	121.98	207.94	194.29	230.24
存货	344.76	382.52	419.31	393.31
货币资金周转率(X)	5.89	7.57	5.51	4.95*
存货周转率(X)	2.36	2.83	2.68	2.65*
固定资产	995.51	1,063.59	1,121.50	1,107.86
在建工程	111.03	74.41	23.08	22.96
生产性生物资产	73.51	73.35	93.15	106.37
资产总计	1,772.66	1,929.48	1,954.05	1,966.64
总负债	1,086.62	1,048.77	1,213.68	1,250.58
短期债务/总债务(%)	57.07	62.41	69.93	71.27
总债务	696.93	690.36	857.92	912.85
所有者权益合计	686.04	880.70¹¹	740.37	716.06
资产负债率(%)	61.30	54.36	62.11	63.59

¹⁰ 2023 年第一季度、第二季度、第三季度和第四季度的净利润分别为-12.00 亿元、-15.89 亿元、11.10 亿元和-24.89 亿元。

¹¹ 2022 年 11 月 22 日，公司向控股股东非公开发行股票 150,112,584 股，发行价格 39.97 元/股，募集资金总额为 60.00 亿元，扣除发行费用实际募集资金净额 59.87 亿元，其中新增股本 1.50 亿元，新增资本公积 58.37 亿元。此次非公开发行所募集资金在扣除相关发行费用后将全部用于补充流动资金。2022 年限制性股票激励计划向激励对象授予限制性股票 59,685,191 股，其中新增股本 0.60 亿元，新增资本公积 17.62 亿元。此外，限制性股票解锁其他资本公积结转至股本溢价 9.62 亿元。

总资本化比率(%)	50.39	43.94	53.68	56.04
经营活动净现金流	162.95	230.11	98.93	50.67
投资活动净现金流	-359.68	-159.29	-172.19	-54.22
筹资活动净现金流	141.71	24.21	31.99	19.79
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.35	10.27	4.02	--
FFO/总债务(X)	0.26	0.42	0.13	--
总债务/EBITDA(X)	3.71	2.31	6.57	--
货币等价物/短期债务(X)	0.21	0.42	0.23	0.24

注：其他业务为饲料原粮贸易、屠宰、肉食业务等。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，随着生猪产能提升和释放，商品猪存栏量同步增加。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

或有事项

截至 2024 年 3 月末，公司受限资产合计为 144.65 亿元，占当期末总资产的 7.36%，其中受限货币资金为 76.24 亿元，主要为银行承兑汇票保证金、贷款保证金、期货保证金、信用证保证金等；因取得借款而抵押、开展融资性售后回租而使用受限的固定资产 66.51 亿元、无形资产 1.57 亿元；因储备肉协定而受限的存货 0.34 亿元。同期末，公司不存在涉诉金额 1 亿元及以上的重大未决诉讼、仲裁事项，无对外担保事项。关联交易方面，受项目建设进度放缓影响，2023 年公司关联交易规模进一步下降，未来随着项目陆续复工或将有所回升。

表 3：近年来公司关联交易情况（亿元）

关联交易类型	关联交易内容	2021	2022	2023
采购商品/接受劳务	--	177.59	41.90	34.92
其中：牧原建筑 ¹²	接受建筑工程服务、购买设备及材料	149.02	28.49	23.29
牧原设备	采购工程、机械设备材料及安装、维修等	6.83	2.56	3.69
河南牧原物流有限公司	接受运输服务	13.21	5.65	3.42
河南省聚爱数字科技有限公司	采购商品、代发福利等	7.50	4.25	2.38
销售商品/提供劳务	--	19.43	23.58	19.58
其中：河南正大牧原肉食品有限公司	生猪、猪肉制品	19.13	22.24	17.65

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，2021~2024 年 3 月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

假设与预测¹³

假设

- 2024 年，牧原股份生猪出栏量同比增加，生猪销售均价回升。
- 2024 年，牧原股份资金需求增加，资本支出为 100 亿元，无重大股权支出。
- 2024 年，牧原股份无权益性融资计划，收付现比保持稳定。

¹² 公司向牧原建筑采购原因：一是由于国家“营改增”试点，成立牧原建筑并通过牧原建筑采购，有助于帮助建筑商规范管理，适应新的税收政策变化，进行成本管理；二是为发挥集中采购优势，通过大规模集中采购大宗建筑材料和设备，有效降低建筑成本；三是在公司发展过程中，形成了一批长期合作的工程建筑商，关联方能够有效整合优质建设施工资源，统一建设标准，确保工程质量，提升供应速度，满足生产经营的需求。

¹³ 中诚信国际对发行主体的预测性信息是中诚信国际对发行主体信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行主体相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行主体的未来实际经营情况可能存在差异。

预测

表 4: 预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率(%)	43.94	53.68	54~55
总债务/EBITDA(X)	2.31	6.57	4~5

资料来源：中诚信国际

调整项

ESG¹⁴表现方面，牧原股份注重可持续发展和疫病、安全管理，并积极履行作为行业头部企业的社会责任，但生猪养殖易受疫病影响，同时环保压力的不断增大对公司生产管理提出更高要求；公司治理结构较优，内控制度完善，目前 ESG 表现良好，与前次 ESG 评估无重大变化。**流动性评估方面**，牧原股份经营获现能力保持在一定水平，非受限货币资金存量水平较高，具备一定未使用授信额度。同时，公司为 A 股上市公司，资本市场融资渠道较为通畅，财务弹性较好。此外，2023 年和 2024 年一季度，公司分别获得控股股东借款约 59 亿元和 26 亿元¹⁵，控股股东资金支持力度较大。公司资金流出主要用于生猪产业项目建设投资、债务本息偿付等，2024 年剩余三季度计划资本开支合计约 52 亿元，未来随着公司产能建设逐步完成，每年资本开支将以当年固定资产的维修改造为主，整体将控制在一定水平。整体来看，公司资金平衡状况尚可，未来一年流动性来源对流动性需求形成较好覆盖。

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；股东对公司支持意愿极强，且能为公司提供一定支持。

除牧原股份外，控股股东牧原集团还经营建筑施工、有机肥加工等多项业务，但牧原股份对控股股东的总体收入和利润贡献度极高；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。近年来，实际控制人及控股股东在公司定增及发行可转换公司债券中均有认购¹⁶，且牧原集团为公司提供借款额度增至不超过 100 亿元，截至 2024 年 3 月末控股股东借款余额为 13 亿元，能够对公司提供一定资金支持。

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。2016 年 9 月，牧原股份在农业部办公厅发布农经办[2016]13 号文件公布的 20 家农业产业化国家重点龙头企业名单中被核定为主动联动型农村产业融合典型龙头企业，能够获得各地政府的政策支持与指导服务。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¹⁷。

¹⁴ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技（北京）有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

¹⁵ 2022 年 4 月 28 日，公司召开第四届董事会第九次会议审议通过了《关于调整向关联股东借款相关事项暨关联交易的议案》，同意公司及其控股子公司向关联方牧原集团申请借款额度由原来的 50 亿元调整为不超过 100 亿元人民币，公司可根据实际资金需求情况分批申请借款，利率参照银行贷款市场报价利率，并结合公司近期的融资利率水平，由双方协商确定，额度有效期调整为自 2021 年度股东大会审议通过后三年内有效。

¹⁶ 2021 年 8 月，公司发行可转换债券募集资金总额 95.50 亿元，其中实控人秦英林、钱瑛夫妇及牧原集团合计认购 51.45 亿元；2022 年 12 月，公司向牧原集团定向增发股票募集资金总额 60 亿元；2023 年 10 月，公司控股股东牧原集团及实际控制人之子秦牧原先生计划增持公司股份合计金额不低于 5 亿元且不超过 10 亿元，并于 2024 年 4 月合计完成增持金额 8.45 亿元。

¹⁷ 2021~2023 年公司计入营业外收入和其他收益的政府补助合计金额分别为 18.86 亿元、23.93 亿元和 27.76 亿元。

跟踪债券信用分析

“牧原转债”募集资金 95.50 亿元，计划用于生猪养殖和生猪屠宰项目的建设以及偿还银行贷款及补充流动资金，截至 2023 年末累计已使用金额均遵循募集说明书规定的用途，尚有 7.52 亿元未使用。“牧原转债”转股期为 2022 年 2 月 21 日至 2027 年 8 月 15 日，截至 2024 年 3 月末，尚有 95.44 亿元“牧原转债”未转股，未转股余额较高。

“牧原转债”设置赎回、回售及转股价格向下修正条款，跟踪期内，牧原股份 A 股股票价格未触发有条件赎回条款¹⁸，未到有条件回售条款¹⁹的可执行时间；牧原股份于 2023 年 4 月和 6 月分别回购注销限制性股票²⁰以及 7 月实施权益分配方案²¹，转股价格调整至 46.55 元/股。2023 年 10 月 28 日，公司发布公告称，截至 2023 年 10 月 27 日，公司股票在任意连续三十个交易日中有十五个交易日的收盘价低于当期转股价格的 80%，已触发“牧原转债”转股价格向下修正条件，公司董事会决定本次不行使“牧原转债”的转股价格向下修正的权利，同时未来十二个月内（即 2023 年 10 月 28 日至 2024 年 10 月 27 日）如再次触发转股价格向下修正条款，亦不提出向下修正方案。中诚信国际将持续关注公司股价变动及转股价格调整对“牧原转债”兑付和转股的影响。

“牧原转债”未设置担保增信措施，债券信用水平与公司信用实力高度相关。公司生猪养殖业务仍保持行业龙头地位，规模、成本和技术优势更为显著，虽然业绩指标出现周期性下滑，但考虑到公司再融资渠道通畅，债券接续情况整体表现良好，跟踪期内信用质量无显著恶化趋势。

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“牧原转债”的信用等级为 **AA⁺**。

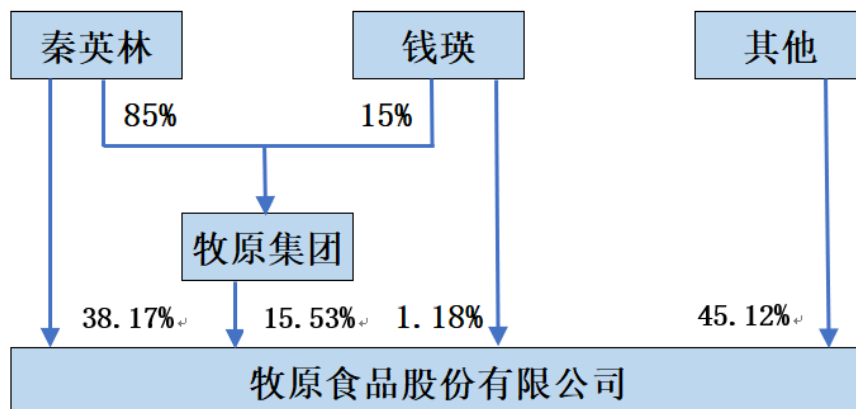
¹⁸ 在可转债转股期内，如果公司股票连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含），或是可转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司董事会有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券。

¹⁹ 在本次可转债最后两个计息年度内，如果公司股票收盘价在任何连续 30 个交易日低于当期转股价格的 70%时，本次可转债持有人有权将其持有的本次可转债全部或部分以面值加上当期应计利息回售给公司。

²⁰ 2023 年 4 月 14 日，公司回购注销限制性股票 2,510,661 股，转股价格由 47.26 元/股调整为 47.27 元/股，调整后转股价格自 2023 年 4 月 18 日生效。2023 年 6 月 30 日，公司回购注销限制性股票 4,430,118 股，转股价格调整为 47.28 元/股，调整后转股价格自 2023 年 7 月 4 日生效。

²¹ 2023 年 7 月 13 日实施 2022 年度权益分配方案，以实施分配方案时股权登记日的总股本为基数，每 10 股派送现金股利 7.381783 元，转股价格调整为 46.55 元/股，调整后的转股价格自 2023 年 7 月 13 日起生效。

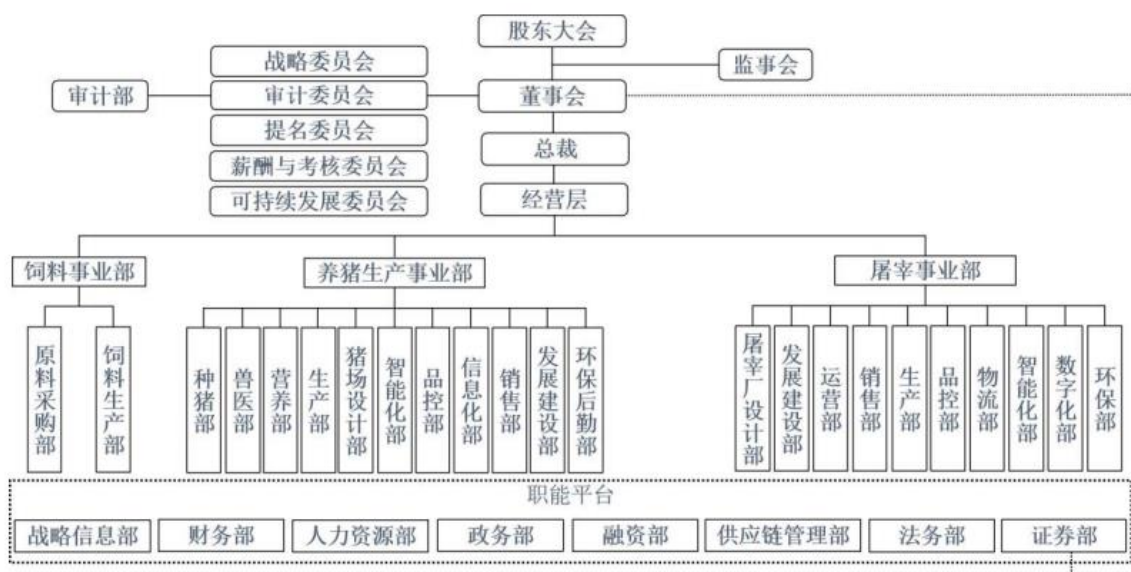
附一：牧原食品股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 4 月末）



注：牧原集团对公司持有的 15.53% 的股权比例中包含其委托设立的信托计划。

截至 2024 年 3 月末公司主要子公司情况

子公司名称	注册资本（亿元）	持股比例
扶沟牧华畜牧产业发展有限公司	33.00	100.00%
吉林通榆牧原农牧有限公司	9.00	100.00%
合计 313 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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
货币资金	1,219,763.18	2,079,354.86	1,942,910.63	2,302,418.50
应收账款	13,555.13	17,659.10	16,783.70	9,633.35
其他应收款	26,439.47	49,277.50	17,458.74	9,131.73
存货	3,447,573.26	3,825,171.91	4,193,081.29	3,933,071.79
长期投资	45,014.55	72,484.79	82,527.27	89,160.75
固定资产	9,955,092.93	10,635,871.79	11,215,049.34	11,078,560.74
在建工程	1,110,340.58	744,127.09	230,834.34	229,622.95
无形资产	86,302.98	95,235.04	115,518.78	114,370.87
资产总计	17,726,575.92	19,294,761.18	19,540,455.39	19,666,442.86
其他应付款	931,371.80	831,116.51	1,109,238.37	1,071,787.29
短期债务	3,977,597.27	4,308,622.73	5,999,411.51	6,505,899.13
长期债务	2,991,735.66	2,594,979.66	2,579,756.71	2,622,592.76
总债务	6,969,332.93	6,903,602.39	8,579,168.22	9,128,491.89
净债务	6,128,607.36	5,112,573.42	7,201,528.93	7,588,461.08
负债合计	10,866,164.22	10,487,723.49	12,136,789.83	12,505,808.16
所有者权益合计	6,860,411.70	8,807,037.69	7,403,665.56	7,160,634.70
利息支出	224,968.28	291,017.76	324,553.72	--
营业总收入	7,888,987.06	12,482,621.22	11,086,072.77	2,627,204.98
经营性业务利润	768,406.08	1,496,516.88	-350,875.60	-245,265.70
投资收益	-1,266.93	4,689.19	-638.88	-185.40
净利润	763,858.31	1,493,340.06	-416,786.90	-245,878.75
EBIT	988,675.83	1,774,579.43	-48,242.91	--
EBITDA	1,878,240.09	2,987,752.97	1,305,233.71	--
经营活动产生的现金流量净额	1,629,502.68	2,301,055.08	989,281.69	506,677.93
投资活动产生的现金流量净额	-3,596,771.46	-1,592,872.05	-1,721,881.44	-542,172.38
筹资活动产生的现金流量净额	1,417,099.74	242,057.44	319,896.83	197,886.03
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1-3
营业毛利率(%)	16.74	17.50	3.11	-2.50
期间费用率(%)	9.04	7.11	8.63	9.57
EBIT 利润率(%)	12.53	14.22	-0.44	--
总资产收益率(%)	6.45	9.59	-0.25	--
流动比率(X)	0.62	0.80	0.67	0.66
速动比率(X)	0.18	0.31	0.23	0.26
存货周转率(X)	2.36	2.83	2.68	2.65*
应收账款周转率(X)	1,018.31	799.80	643.74	795.61*
资产负债率(%)	61.30	54.36	62.11	63.59
总资本化比率(%)	50.39	43.94	53.68	56.04
短期债务/总债务(%)	57.07	62.41	69.93	71.27
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务(X)	0.21	0.30	0.09	0.22*
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务(X)	0.36	0.48	0.12	0.31*
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数(X)	7.24	7.91	3.05	--
总债务/EBITDA(X)	3.71	2.31	6.57	--
EBITDA/短期债务(X)	0.47	0.69	0.22	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.35	10.27	4.02	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.39	6.10	-0.15	--
FFO/总债务(X)	0.26	0.42	0.13	--

注：1、2024 年一季报未经审计且未提供现金流量表补充资料，故相关指标失效；2、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	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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	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
	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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)
	营业毛利率	(营业收入-营业成本)/营业收入
盈利能力	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
偿债能力	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/利息支出

注：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第1号——非经常性损益》证监会公告[2008]43号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用者对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附四：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn