



# 2020年浙江华统肉制品股份有限公司可转换公司债券2024年跟踪评级报告

CSCI Pengyuan Credit Rating Report

 中证鹏元资信评估股份有限公司  
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

让评级彰显价值



## 信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则，但不评级对象及其相关方提供或已正式对外公布信息的合法性、真实性、准确性和完整性作任何保证。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，不作为购买、出售、持有任何证券的建议。本评级机构不对任何机构或个人因使用本评级报告及评级结果而导致的任何损失负责。

本次评级结果自本评级报告所注明日期起生效，有效期为被评证券的存续期。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

本评级报告版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载和出售。除委托评级合同约定外，未经本评级机构书面同意，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或其他用途。

中证鹏元资信评估股份有限公司

# 2020年浙江华统肉制品股份有限公司可转换公司债券2024年跟踪评级报告

## 评级结果

	本次评级	上次评级
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
华统转债	AA	AA

## 评级观点

- 本次评级结果是考虑到：浙江华统肉制品股份有限公司（以下简称“华统股份”或“公司”，股票代码：002840.SZ）生猪屠宰业务现金流生成能力稳定，2023年屠宰产能利用率继续提高，随着公司自建的生猪养殖场陆续投产，公司生猪出栏量继续大幅提高，上下游产业链布局持续完善，公司积极推进定增，若成功发行将充实资本实力，缓解资金压力，随着生猪养殖行业产能持续去化，近期猪价回暖预期偏强；同时中证鹏元也关注到，生猪价格波动对公司盈利稳定性造成很大影响，2023年以来猪价持续低迷，公司出现大额亏损，公司债务规模继续扩张，偿债压力加大，持续面对较大资金平衡压力，存货及生产性生物资产存在减值风险，需持续关注猪价变动对公司后续业绩的影响。

## 评级日期

2024年06月27日

## 公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2024.3	2023	2022	2021
总资产	91.78	89.08	88.72	71.36
归母所有者权益	19.51	20.73	26.74	15.42
总债务	58.02	53.39	45.02	39.70
营业收入	19.96	85.78	94.52	83.42
净利润	-1.65	-6.50	1.25	-2.47
经营活动现金流净额	0.20	5.26	3.74	2.52
净债务/EBITDA	--	30.50	4.84	11.89
EBITDA利息保障倍数	--	0.79	3.76	1.96
总债务/总资本	73.13%	70.30%	57.37%	65.25%
FFO/净债务	--	-1.37%	14.57%	3.52%
EBITDA利润率	--	1.91%	8.26%	3.83%
总资产回报率	--	-5.19%	3.98%	-1.97%
速动比率	0.34	0.28	0.47	0.33
现金短期债务比	0.26	0.23	0.48	0.29
销售毛利率	-0.02%	-0.38%	6.26%	2.73%
资产负债率	76.77%	74.68%	62.29%	70.37%

注：2023年FFO/净债务指标为负，系FFO为负导致

资料来源：公司2021-2023年审计报告及未经审计的2024年一季度报告，中证鹏元整理

## 联系方式

项目负责人：徐宁怡  
xuny@cspengyuan.com

项目组成员：吕凤鸣  
lvfm@cspengyuan.com

评级总监：

联系电话：0755-82872897

## 优势

- **能繁母猪存栏持续去化，已接近“新修订”正常保有量，猪价回暖预期偏强。**生猪养殖行业是周期性行业，本轮猪周期磨底时间较长。2024年3月，农业农村部将全国能繁母猪正常保有量目标从4,100万头下调至3,900万头，能繁母猪存栏量已持续去化10个月，截至2024年4月末为3,986万头，已接近农业农村部规定的正常保有量目标，2024年以来猪价低位窄幅上涨，预计下半年回暖的可能性进一步加大。
- **公司生猪屠宰业务平稳发展，现金流生成能力稳定。**公司在浙江省内仍有一定品牌影响力，生猪屠宰业务具有一定竞争优势，2023年屠宰业务产、销量均有所增长，产能利用率进一步提升。公司屠宰业务主要采用生鲜肉品区域经销模式，主要结算方式为款到发货，回款效率较高，为公司创造了较为稳定的现金流。
- **随着生猪养殖场的陆续投产，公司生猪养殖产能快速释放，出栏量大幅增长。**公司在浙江省内建设的18个现代化楼房生猪养殖场均已开始陆续引猪投产，采用自繁自养的生产模式，生猪出栏量迅速增长，2023年累计出栏生猪（含种猪、仔猪、商品猪）230.27万头，同比增长91.13%，2023年公司屠宰所用生猪自供比例已超过40%。公司打造的“饲料-养殖-屠宰-肉制品深加工”全产业链布局持续完善，随着猪价的回升，未来全产业链的规模效益将逐渐显现。
- **公司积极推进定增，若成功发行将充实资本实力，缓解资金压力。**公司自2023年7月起开始推进股票定增，根据2024年5月发布的募集说明书（修订稿），本次定增拟向包括公司控股股东华统集团有限公司（以下简称“华统集团”）在内的不超过35名（含）特定对象发行股票募集资金不超过16.00亿元（含），募集资金用于生猪养殖建设项目、饲料加工建设项目及偿还银行贷款，若定增方案顺利落地，将有利于提升公司资本实力，缓解资金压力。

## 关注

- **2023年以来生猪价格持续低迷，造成公司经营业务大额亏损。**生猪行业周期性波动特征明显，对公司经营及盈利水平稳定性造成很大影响，2023年猪价持续低迷，整个生猪养殖行业普遍承受严重亏损，2023年公司净利润大幅亏损6.50亿元，2024年一季度猪价仍保持低位震荡态势，公司净利润亏损1.65亿元，需持续关注猪价变动对公司经营业绩的影响。
- **公司债务规模继续扩张，偿债压力加大。**由于生猪价格低位运行，公司出现大额亏损，叠加公司近年持续大规模投入以扩大生猪养殖产能，项目建设资金需求推动总债务规模快速攀升，截至2024年一季度末公司资产负债率已达76.77%，处于相对高位，EBITDA利息保障倍数、现金短期债务比等偿债能力指标显著下滑至较低水平。
- **公司持续面临较大的资金平衡压力，且新增产能的收益存在一定不确定性。**截至2024年3月末，公司肉制品深加工等项目尚需投资规模仍较大，且公司生猪养殖采用自繁自养模式，对营运资金的需求较大，公司持续面临较大的资金平衡压力，由于目前生猪价格仍在底部运行，公司新增产能预期收益的实现仍面临一定不确定性。
- **需关注存货及生产性生物资产的减值风险。**公司资产中生猪养殖形成的存货、生产性生物资产的规模较大，而生猪的价值随市场价格而波动，2023年及2024年一季度，公司分别确认资产减值损失1.65亿元和0.15亿元，需持续关注存货及生产性生物资产的减值风险。
- **需持续关注疫病防治、环境保护等方面的经营风险。**由于生猪产业特殊的行业性质，疫病防治、食品安全构成重要的风险因素，同时，近年不断趋严的环保要求也对公司生产管理能力的提出了更高的要求。2023年公司有数家子公司因环境保护问题受到地方政府的行政处罚，产生罚款支出180余万元。

## 未来展望

- 中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。我们认为公司屠宰业务现金流较为稳定，产业链上下游布局逐渐完善。随着猪价回暖可能性加大，未来业绩表现有望好转。

## 本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
食品饮料企业信用评级方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2023V1.0</a>
外部特殊支持评价方法和模型	<a href="#">cspy_ffmx_2022V1.0</a>

注：上述评级方法和模型已披露于中证鹏元官方网站

### 本次评级模型打分表及结果

评分要素	评分指标	指标评分	评分要素	评分指标	指标评分
业务状况	宏观环境	4/5	财务状况	初步财务状况	3/9
	行业&运营风险状况	5/7		杠杆状况	3/9
	行业风险状况	4/5		盈利状况	弱
	经营状况	5/7		流动性状况	6/7
业务状况评估结果		5/7	财务状况评估结果		5/9
调整因素	ESG 因素				0
	重大特殊事项				0
	补充调整				2
<b>个体信用状况</b>					<b>aa</b>
<b>外部特殊支持</b>					<b>0</b>
<b>主体信用等级</b>					<b>AA</b>

注：各指标得分越高，表示表现越好。

### 个体信用状况

- 根据中证鹏元的评级模型，公司个体信用状况为 **aa**，反映了在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。

### 本次跟踪债券概况

债券简称	发行规模（亿元）	债券余额（亿元）	上次评级日期	债券到期日期
华统转债	5.50	2.42	2023-06-26	2026-04-10

## 一、跟踪评级原因

根据监管部门规定及中证鹏元对本次跟踪债券的跟踪评级安排，进行本次定期跟踪评级。

## 二、债券募集资金使用情况

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

## 三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、控股股东及实际控制人均未发生变化。2023年，公司实施2022年限制性股票激励计划，并完成了首次及预留授予限制性股票登记，共计增加768.3万股股权激励限售股。2023年及2024年一季度，“华统转债”转股分别增加股本62.53万元和425.82万元。截至2024年3月末，公司总股本为6.19亿元。华统集团直接持有公司股权的比例为30.22%，通过全资子公司上海华俭食品科技有限公司（以下简称“上海华俭”）、浙江精智企业管理有限公司（以下简称“浙江精智”）分别间接持有公司股权21.36%和2.05%，合计控制公司股权53.64%，为公司的控股股东。朱俭勇、朱俭军兄弟（二人为一致行动人）通过华统集团控股公司股权53.64%，为公司实际控制人。截至2024年3月末，华统集团、上海华俭所持有的公司股权质押比例分别为58.70%和60.00%。

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

2023年公司合并范围内新增子公司5家，减少子公司2家，如下表所示。截至2023年末，公司合并范围内主要子公司详见附录四。

**表1 2023年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）**

### 1、新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
绩溪县华统食品有限公司	100.00%	800.00	加工业	收购
丽水市莲都区荆山牧业有限公司	100.00%	1,500.00	养殖业	收购
九江浔成肉类联合加工有限公司	47.00%	1,500.00	加工业	收购
抚州市华统抚垦食品有限公司	70.00%	5,000.00	加工业	新设
浙江华穗农业开发有限公司	70.00%	2,000.00	种植业	新设

### 2、不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入的原因
-------	------	------	------	---------

浙江绿发饲料科技有限公司	100.00%	2,000.00	饲料加工	吸收合并
兰溪市华统食品贸易有限公司	100.00%	50.00	食品贸易	注销

资料来源：公司 2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 四、运营环境

### 宏观经济和政策环境

**2024 年我国经济取得良好开局，内部结构分化，强化宏观政策逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策**

2024 年以来，在宏观政策持续发力下，政策效应不断显现，一季度我国经济延续回升向好态势，为全年增长目标的实现打下良好基础。一季度实际 GDP 同比增长 5.3%，增速超预期，名义 GDP 同比增长 4.2%，内部结构分化；城镇调查失业率同比下降，价格水平处在低位；社融和信贷合理增长，加大逆周期调节；财政收支压力仍大，发力偏慢；工业生产和服务业平稳增长，消费持续修复，出口景气度回升，制造业投资表现亮眼，基建投资保持韧性，地产投资仍处谷底。

宏观政策要强化逆周期和跨周期调节，继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加强政策工具创新和协调配合。货币政策要保持流动性合理充裕，通过降息和降准等方式推动实体经济融资成本稳中有降；在结构上继续发力，加大对重大战略、重点领域和薄弱环节的支持力度；防止资金空转沉淀，畅通货币政策传导机制，提高资金使用效率；央行在二级市场开展国债买卖，可以作为一种流动性管理方式和货币政策工具储备。积极的财政政策要适度加力、提质增效，将增发国债早日形成实物工作量，加快发行地方政府专项债券，持续推动结构性减税降费。另外，今年开始连续几年发行超长期特别国债，今年发行 1 万亿元，用于国家重大战略实施和重点领域安全能力建设，关注后续发行方式和时间。基础设施投资类企业融资监管延续偏紧，分类推进市场化转型，建立同高质量发展相适应的政府债务管理机制，持续落地“一揽子化债方案”。房地产领域加大因城施策力度，激发刚性和改善性住房需求；进一步推动城市房地产融资协调机制落地见效，一视同仁支持房地产企业合理融资需求；重点做好保障性住房、城中村改造、“平急两用”公共基础设施“三大工程”的建设，完善“市场+保障”的住房供应体系，逐步建立房地产行业新发展模式。

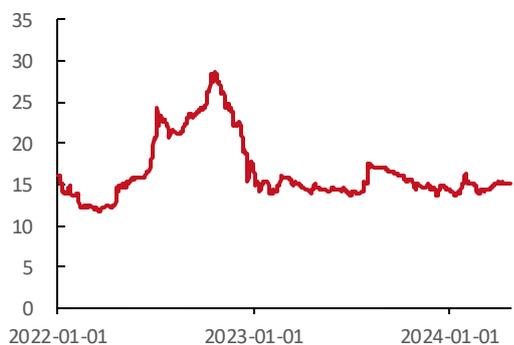
当前国内正处在产业转型升级的关键期，要大力发展新质生产力，牢牢把握高质量发展这个首要任务。内外部环境依然复杂严峻，欧美经济出现分化，欧洲经济和通胀放缓，美国通胀粘性依然较强，降息推迟，叠加大国博弈和地缘政治冲突等，不确定性和难预料性增加。国内房地产行业依旧处在调整中，有效需求不足和信心偏弱，要进一步激发经营主体活力，增强发展内生动力。综合来看，尽管当前面临不少困难挑战，但许多有利条件和积极因素不断累积，我国发展具有坚实基础、诸多优势和巨大潜能，长期向好的趋势不会改变，完全有条件推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

### 行业环境

**生猪高位存栏令 2023 年全年猪价保持低位震荡，生猪养殖行业承受深度亏损；能繁母猪存栏量已持续去化 9 个月，2024 年下半年猪价回暖预期偏强；生猪养殖行业规模化程度持续提高，成本控制能力较强的企业具备更强的竞争优势和风险抵抗能力**

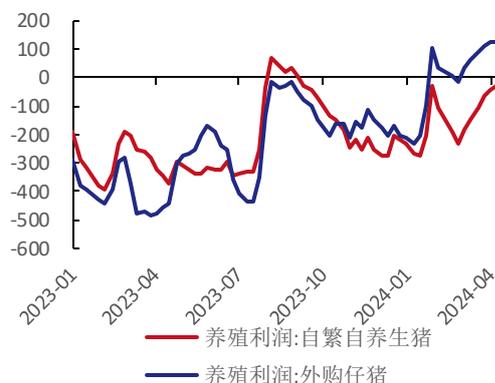
我国生猪养殖行业属于强周期性行业，由于生猪成长本身具有周期性，市场供需错配导致的生猪价格涨跌致使行业进入猪周期循环。在 2019 年的非洲猪瘟爆发之前，猪周期运行相对稳定，2019 年爆发的非洲猪瘟造成母猪产能损失严重，生猪价格出现了历史性的涨幅，市场批发价一度超过 40 元/kg，2020-2021 年行业丰厚的利润吸引大量资金涌入，待非洲猪瘟平稳后，母猪产能快速扩张，猪价在 2021 年下半年开始快速回落。从 2022 年 4 月猪价开始新一轮反弹，但相较于以往的周期，本轮周期中产能去化幅度、去化持续时间明显缩短，且随着猪价反弹，母猪产能快速恢复，“非瘟”后这一轮猪周期中行业产能整体处于高位区间，始终在农业部设定的正常保有量目标之上。因此本轮猪周期价格上行周期明显缩短，2022 年 10 月后猪价再次回落，2023 年至今，在生猪高位存栏的压力下，猪价保持低位震荡态势，生猪养殖行业承受了深度亏损。据农业农村部数据，2023 年全行业生猪养殖头均亏损 76 元，这是自 2014 年以来首个算总账全年亏损的年份。

**图 1 2023 年以来生猪批发价持续低位震荡（单位：元/公斤）**



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

**图 2 2023 年全年绝大部分时间养猪头均利润为负数（单位：元/头）**

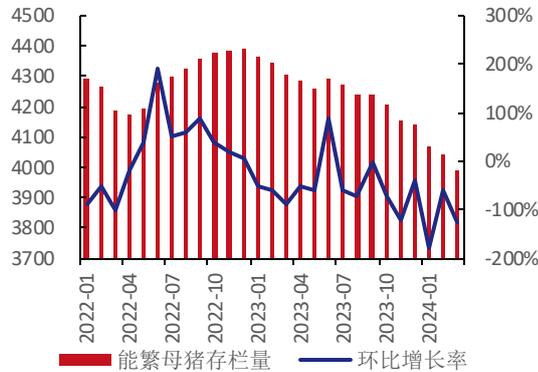


资料来源：iFinD，中证鹏元整理

能繁母猪存栏数据对猪价具有明显的领先指向作用。由于行业整体生产效率的提升，2024 年 3 月，农业农村部将全国能繁母猪正常保有量目标从 4,100 万头下调至 3,900 万头。我国能繁母猪存栏量自 2023 年下半年开始持续下降，截至 2024 年 4 月末已持续下降 10 个月至 3,986 万头，已接近农业农村部设定的正常保有量目标。生猪出栏方面，2023 年全年我国生猪出栏量同比增长 3.81% 至 72,662 万头，出栏量处于历史高位。2024 年一季度生猪出栏量仍维持环比 2.72% 的增速，短期内后市供给仍保持高位。由于能繁母猪存栏直接影响 10-12 个月后生猪供给变化，预计能繁母猪存栏量下降对于供给端的影响将在 2024 年下半年逐步显现，叠加猪肉消费的季节性效应，预计 2024 年猪价将呈现先低后高趋势，整体有一定回暖。但另一方面，目前行业供需不平衡情况延续，由于市场对猪周期拐点出现存在普遍期待，企业主动缩减产能的动力不足，猪价一旦展露复苏态势，猪企产能去化进度就会相应趋缓，若无外力介入

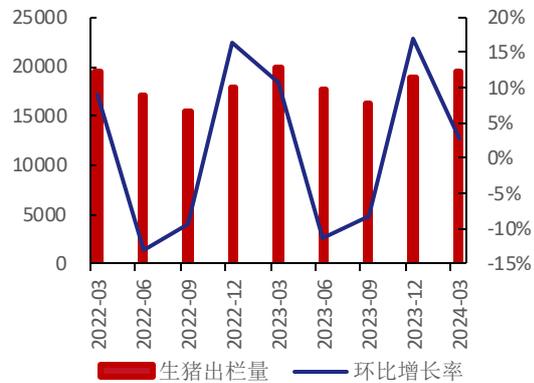
（如疫病爆发、政策介入严控产能、巨头倒下而产能未能顺利转移等），仅凭企业主动去产能达到扭转供过于求的局面所需时间或许较长，周期实质性反转的时点仍存在一定不确定性。

**图 3 全国能繁母猪存栏量（单位：万头）**



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

**图 4 全国生猪出栏量（单位：万头）**



资料来源：iFinD，中证鹏元整理

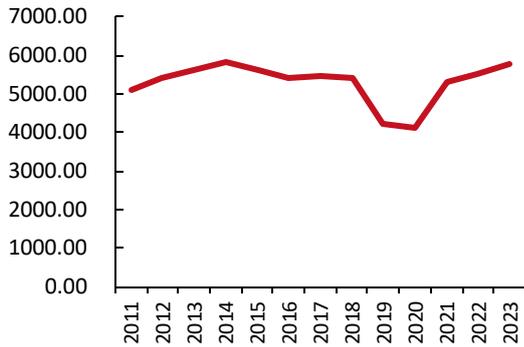
国内生猪行业的主要成本为饲料，饲料构成以玉米和豆粕为主，上述两种原材料的价格波动对生猪销售成本影响较大。受国际局势等因素影响，2022 年全年粮食及饲料价格攀升，在 2022 年 11 月达到峰值后一路下行，2023 年，受进口玉米、豆粕大量到港，国内产量提升、下游深加工及养殖行业需求疲软等因素影响，除 2023 年 4 月豆粕价格短暂回升外，玉米、豆粕价格整体呈波动下行态势，一定程度上缓解生猪养殖企业成本控制压力。

**在防疫、环保及食品安全等政策推动下，近年我国生猪定点屠宰占比持续提升，规模化进程加快；规模化屠宰企业实际产能利用率未饱和，市场集中度较低；屠宰利润和养殖利润通常呈负相关关系，生猪产业链上下游互相渗透，趋于一体化发展**

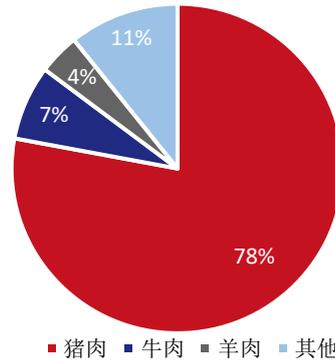
生猪屠宰处于生猪产业链中游，在产业链中，屠宰环节向上游养殖企业收购商品毛猪，屠宰后向下游出售白条猪或冻品，赚取差价。中国是最大的猪肉消费和生产国，猪肉产量、消费量均居世界之首。受健康、多元饮食理念等因素影响，国内猪肉产量自 2014 年达到峰值后开始波动下跌，2019-2020 年受非洲猪瘟影响，猪肉产量跌至历史较低水平，2021 年起猪肉产量企稳回升，2023 年达到 5,794.32 万吨，接近历史峰值。从居民肉类消费结构来看，2022 年我国居民肉类消费中，猪肉占比为 77.94%，远超其他种类，预计后续国内猪肉消费仍较为刚性。

**图 5 国内猪肉产量（单位：万吨）**

**图 6 2022 年我国居民肉类消费结构**



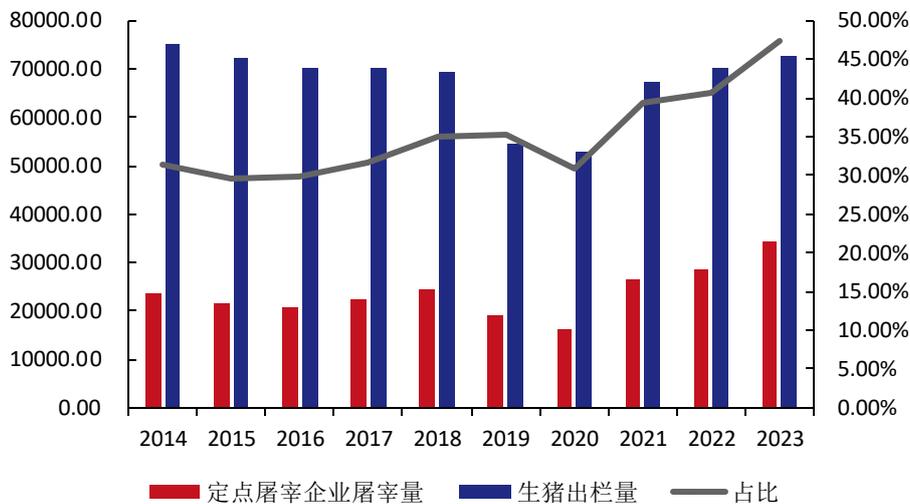
资料来源: iFinD, 中证鹏元整理



资料来源: iFinD, 中证鹏元整理

屠宰行业进入壁垒较低, 产品同质化明显, 行业呈高度分散的格局。近年国家陆续出台多项政策打击私屠滥宰, 推动定点屠宰、集中检疫, 根据农业农村部数据, 我国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量占比持续波动提升, 截至 2023 年已达到 47.30%, 行业持续向规模化、定点化方向发展。不过到目前为止, 大型头部屠宰加工企业屠宰产能占比仍偏小, 分布于各市区或县乡的国营及定点屠宰场仍为行业主导者。

图 7 规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量占比显著提高 (单位: 万头)



资料来源: iFinD, 中证鹏元整理

受生猪养殖的周期性波动影响, 下游屠宰行业的产能利用率不稳定。根据华经情报网数据, 2022 年我国生猪屠宰行业产能利用率在 35% 以下, 相比之下美国生猪屠宰行业产能利用率在 90% 以上, 我国规模企业的屠宰实际产能利用率未饱和。2023 年 4 月, 农业农村部印发《畜禽屠宰“严规范、促提升、保安全”三年行动方案》, 计划通过实施三年行动, 进一步完善标准化体系建设, 有序压减落后产能, 促进屠宰产能利用率和行业集中度稳步提高, 到 2025 年全国畜禽屠宰布局结构有望进一步优化。在政策

推动下，国内猪肉产业链将加快向“集中屠宰、冷链运输、冰鲜上市”方向发展，长期来看，规范化及标准化水平较高的规模屠宰企业面临更大的发展机遇。

一般来说，屠宰利润与养殖利润呈负相关关系，屠宰行业利润主要表现为猪肉和生猪的价差，当猪周期上行时，养殖户往往采取压栏等行为抢占话语权，屠宰企业需高价收猪，生猪价格先于猪肉上涨，猪肉和生猪的价差缩小，从屠宰量角度说，上行期市场生猪供不应求，收猪难度增大，屠宰量下降，头均固定成本增加，因此猪周期上行将一定程度上挤占屠宰环节的利润。反之，猪周期下行将一定程度上增厚屠宰环节利润。鉴于此，生猪养殖企业有动力向屠宰环节扩张，从而降低生猪价格波动带来的部分风险，产业链一体化发展成为趋势。2018年后，随着屠宰行业标准化程度持续提高、冷链物流运输体系成熟促进“调猪”向“调肉”转变的大趋势初步形成，大型生猪养殖企业纷纷布局屠宰产业，包括牧原股份、温氏股份、新希望在内的头部生猪养殖企业相继通过自建屠宰业务或与屠宰企业建立战略合作等方式向下游渗透，养殖企业纵向发展布局屠宰业务已经成为推动当前屠宰行业集中度快速提升的主要推动力。

## 五、经营与竞争

公司生猪屠宰业务保持省内竞争优势，2023年产、销量均有所增长，产能利用率提升；公司建设的生猪养殖场均已引猪投产，2023年生猪出栏量继续大幅提升，公司生猪全产业链布局逐步完善；在建肉制品深加工等项目尚需投资规模仍较大，叠加自繁自养模式下养殖营运资金需求较大，公司面临持续的资金平衡压力；2023年及2024年一季度猪价持续低迷，导致公司承受大额亏损，需持续关注后续猪价走势对公司业绩的影响

公司以禽畜养殖及屠宰业务为核心，打造产业链一体化经营模式，主营业务涵盖禽畜养殖、禽畜屠宰、肉制品深加工、饲料加工等环节，对外销售产品主要包括生鲜猪肉、生猪、生鲜禽肉、金华火腿等。其中生鲜猪肉为公司最主要的产品，收入占比保持在90%左右。公司养殖的生猪主要供应给公司内部屠宰场，少部分对外销售，公司生产的饲料产品主要供应给生猪和家禽养殖板块，少量对外销售。2023年，受猪肉市场价格下跌影响，公司整体营业收入同比下降9.24%，毛利率由盈转亏，2024年一季度延续亏损状态，但亏损幅度有所缩小。

表2 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元）

项目	2024年 1-3月			2023年			2022年		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
生鲜猪肉	18.37	92.03%	-0.30%	77.70	90.58%	-0.64%	83.48	88.31%	5.82%
生猪	0.34	1.73%	-4.25%	2.43	2.83%	-6.26%	4.39	4.65%	18.98%
生鲜禽肉	0.44	2.18%	-4.59%	2.39	2.78%	1.04%	2.36	2.49%	0.58%
火腿	0.14	0.72%	12.30%	0.37	0.44%	10.84%	0.43	0.46%	-0.18%
饲料	0.00	--	-131.76%	0.09	0.11%	22.11%	0.38	0.40%	2.10%

其他	0.67	3.33%	10.40%	2.80	3.26%	8.36%	3.48	3.69%	5.69%
<b>合计</b>	<b>19.96</b>	<b>100.00%</b>	<b>-0.02%</b>	<b>85.78</b>	<b>100.00%</b>	<b>-0.38%</b>	<b>94.52</b>	<b>100.00%</b>	<b>6.26%</b>

注：2024年1-3月饲料收入为8.54万元

资料来源：公司2022-2023年年度报告及公司提供，中证鹏元整理

### （一）生猪屠宰业务

公司系浙江省规模化禽畜屠宰龙头企业，跟踪期内生猪屠宰业务平稳发展，保持省内竞争优势并向相邻省份扩张，2023年屠宰产、销量有所增长，产能利用率小幅提高，受猪价下跌影响，2023年至2024年一季度生鲜猪肉业务持续亏损，需关注后续猪价走势对公司业绩改善的影响

公司在生鲜猪肉领域具备一定市场竞争力和品牌知名度，市场占有率在浙江省内保持在30%左右。2023年公司全年累计屠宰生猪448.17万头，同比增长29.38%，生鲜猪肉产、销量分别同比增长24.32%和24.35%，公司仍采用以销定产的生产模式，产销率维持在高水平。

公司2023年收购九江浔成肉类联合加工有限公司、绩溪县华统食品有限公司<sup>1</sup>，设立抚州市华统抚垦食品有限公司<sup>2</sup>，扩展省外屠宰场，因此屠宰产能有所增长，三家子公司分别位于江西九江、安徽绩溪及江西抚州，公司未来仍计划在长江以南地区通过收购、合作等方式扩张屠宰产能，拓展销售网络。2023年公司屠宰产能利用率同比增长9.19个百分点。

在生猪高位存栏的压力下，2023年全年猪价保持低位震荡态势，并延续至2024年一季度末，虽销量有所增长，但生鲜猪肉产品价格下跌，导致2023年公司生鲜猪肉销售收入同比下降6.91%。虽然全国能繁母猪存栏量持续下降，猪价回暖预期偏强，但未来猪价反弹时间和幅度仍具有不确定性，需持续关注猪价走势对公司未来业绩的影响。

**表3 公司生鲜猪肉屠宰业务产销情况（单位：吨）**

类型	2023年	2022年
产能	920,805.00	896,070.00
产量	487,921.89	392,484.97
销量	497,151.04	399,798.97
产能利用率	52.99%	43.80%
产销率	101.89%	101.86%

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

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销售模式来看，2023年公司生鲜猪肉产品销售仍以区域经销模式为主，占比68.29%。区域经销主要采用款到发货的销售模式，回款情况较好，为公司产生持续稳定的现金流。

<sup>1</sup> 根据公司2023年年度报告，公司收购九江浔成肉类联合加工有限公司、绩溪县华统食品有限公司支付的成本与取得的可辨认净资产公允价值份额相等，未产生商誉。

<sup>2</sup> 根据公司于2023年6月发布的公告，公司与抚州市农垦发展集团有限责任公司合资成立抚州市华统抚垦食品有限公司，公司出资比例为70%，合资公司总投入预算2.6亿元，其中注册资本为0.5亿元，剩余2.1亿元由双方股东根据认缴出资比例为合资公司提供融资担保及融资支持。

从销售区域来看，2023年公司仍以浙江省内销售为主，省外收入占比由2022年的20.56%提升至26.93%，主要系公司浙江省外屠宰场数量增加所致。

**表4 公司营业收入按销售模式及销售区域分布情况（单位：万元）**

销售模式	2023年	2022年
经销模式	585,786.37	660,933.03
其他销售模式	272,062.83	284,283.43
<b>按销售区域划分</b>		
浙江省内	626,802.56	750,925.10
浙江省外	231,046.64	194,291.36

资料来源：公司2023年年度报告，中证鹏元整理

浙江省内的消费习惯以热鲜肉为主，屠宰场所在的县区的农批市场为最主要的销售终端，销售对象较为分散。同时，公司有少量团膳客户，订单相对集中，2023年公司前五大客户分别为台州华篮食品销售有限公司（销售产品为生鲜猪肉）、山西锦绣大象农牧股份有限公司（销售产品为生猪）和三名个人经销商，前五大客户销售额合计占营业收入的比重为6.24%，客户集中度仍较低。

2023年公司养殖的生猪出栏量大幅提升，屠宰所用生猪的自供比例超过40%，因此外部生猪、白条猪的采购量及采购金额均有所下降，采购均价受生猪市场价格波动影响有所下跌。白条猪采购量大幅下降，主要系近年非洲猪瘟得到控制，活猪调运政策限制放宽所致。

2023年公司前五大供应商为牧原食品股份有限公司、双胞胎（集团）股份有限公司、中粮集团有限公司、新希望六和股份有限公司和一名个人供应商，采购内容主要为生猪和饲料原料，前五大供应商采购金额合计占比为14.17%。

**表5 公司屠宰业务所需生猪对外采购和内部供应情况（单位：万头）**

项目	2023年		2022年	
	数量	占比	数量	占比
内部供应	197.35	44.03%	87.81	25.35%
外部采购	250.83	55.97%	258.59	74.65%
<b>合计</b>	<b>448.17</b>	<b>100.00%</b>	<b>346.40</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表6 公司生猪采购情况（单位：吨；万元；元/kg）**

销售模式	2023年	2022年
生猪采购量	234,175.82	307,449.32
生猪采购金额	340,819.84	568,001.90
生猪采购均价	14.55	18.47
白条猪采购量	998.24	9,650.64
白条猪采购金额	1,301.50	17,187.10
白条猪采购均价	13.04	17.81

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## （二）生猪养殖业务

公司生猪养殖场均开始陆续引猪投产，生猪出栏量保持高速增长，公司育成商品猪自供比例进一步提升；公司生猪养殖场项目投资进度有所放缓，但公司采用自繁自养的养殖模式，对营运资金需求较大，公司持续面临较大的资金平衡压力

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

2023年公司生猪（含商品猪、种猪、仔猪）累计出栏量230.27万头，同比增长91.13%，是行业里出栏增速较快的公司之一。2023年公司屠宰所用生猪中自供比例已超过40%。

**表7 公司生猪出栏情况（单位：万头、元/头）**

年份	项目	种猪	商品猪	仔猪	合计
2023年	出栏数量	3.86	197.61	28.80	<b>230.27</b>
	其中：内销数量	1.64	195.71	--	<b>197.35</b>
	外销数量	2.22	1.90	28.80	<b>32.92</b>
	销售均价	2,191.58	1,892.08	555.09	--
2022年	出栏数量	2.17	98.41	19.90	<b>120.48</b>
	其中：内销数量	1.72	86.09	0	<b>87.81</b>
	外销数量	0.46	12.32	19.90	<b>32.68</b>
	销售均价	2,719.35	2,239.68	653.76	--

注：表中销售均价为含内、外销，内销价格参照市场价格执行

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司直接外销的生猪主要系根据市场情况择机出售，其中销售给养殖户用于二次育肥的仔猪占比较高，公司2023年确认生猪销售收入2.43亿元，毛利率为-6.26%。

随着公司生猪养殖场的陆续引猪投产，公司生猪养殖产能、产量保持提升。其中，2023年产能利用率为157.14%，主要原因系公司最近一年外购部分生猪进行育肥。

**表8 公司生猪养殖产能、产量情况（单位：万头）**

类型	2023年	2022年
产能	146.54	136.67
产量	230.27	120.48
产能利用率	157.14%	88.15%

注：公司生猪出栏量中包含外购生猪育肥的情况，若扣除外购生猪育肥后的商品猪出栏量，2023年产能利用率为94.64%，2022年产能利用率为76.41%。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在建项目方面，公司在浙江省内的生猪养殖场均已进入建设尾声，后续资本开支不大。公司对于已

建成的楼栋逐栋转固，以引猪投产作为转固的时点，因此有部分仍处于在建状态的项目实际已经开始投产。但由于公司采用自繁自养的生猪养殖模式，对营运资金的需求量较大，随着公司养殖规模的扩大，经营活动现金流出规模预计将持续扩大，公司面临持续的营运资金压力。

**表9 截至 2024 年 3 月末公司主要在建生猪养殖项目情况（单位：万元）**

项目名称	预计总投资	已投资	工程进度
华昇牧业现代化生猪养殖场建设项目	78,864.44	74,472.59	95.00%
正康猪业现代化生猪养殖场改扩建项目	50,257.69	48,197.66	98.00%
衢州华统现代化生态养殖场建设项目（“华统转债”募投项目）	60,541.77	56,469.66	95.00%
东阳现代化生态养殖场建设项目	33,807.98	31,930.70	98.00%
丽水农牧生猪养殖项目	64,774.34	41,418.29	66.00%
乐清市华统现代化生猪养殖建设项目	35,426.06	31,239.37	99.00%
同壮现代化生猪养殖场建设项目	36,146.91	33,491.19	99.00%
浦江现代化生态养殖场建设项目	40,373.39	38,485.18	99.00%
兰溪牧业生猪养殖项目	55,756.06	51,968.34	99.00%
仙居绿发生猪养殖项目	63,818.06	59,311.44	99.00%
天台华统现代化生猪养殖建设项目	22,814.68	21,632.99	99.00%
<b>合计</b>	<b>542,581.38</b>	<b>488,617.41</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

拟建项目方面，公司2023年2月发布公告，公司与抚州市人民政府就生猪全产业链项目（含饲料、屠宰及养殖）达成战略合作意向，总投资规模76亿元。基于此战略协议，2023年6月公司与抚州市农垦发展集团有限责任公司合资成立抚州市华统抚垦食品有限公司，注册资本0.50亿元，公司持股比例为70.00%，主要经营屠宰业务，该战略合作项目后续的投资进度及出资方式仍尚未确定。2023年6月公司发布公告，公司与玉山县人民政府签订玉山县华统黑猪产业链项目战略合作框架协议，计划总投资5亿元，截至目前该项目尚未开始投资。公司基于生猪价格持续低迷和自身资金压力情况，对项目投资计划进度进行一定调整，目前拟建项目进展总体趋缓。

此外，公司于2023年7月起开始推进股票定增，根据2024年5月公司发布的募集说明书（修订稿），本次定增拟向包括公司控股股东华统集团在内的不超过35名（含）特定对象发行股票募集资金不超过16.00亿元（含），其中华统集团拟认购金额不低于0.5亿元（含）且不超过2.00亿元（含），同时认购股票数量不超过公司已发行股份的2%。募集资金拟用于生猪养殖建设项目（绩溪华统一体化养猪场、莲都华统核心种猪场）10.56亿元、饲料加工建设项目（年产18万吨高档畜禽饲料项目）0.64亿元和偿还银行贷款4.80亿元。本次定增事项已经公司董事会、股东大会审议通过，尚需深圳证券交易所审核通过，并获得中国证监会做出同意注册的决定后方可实施。

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

### （三）禽类、火腿、饲料业务

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

公司家禽养殖采取自繁自养的模式，公司自建养殖场，父母代肉种雏鸡直接对外采购，并在公司种鸡场进行育雏、育成、产蛋、孵化出商品代雏鸡，除少量对外出售外，主要供给公司内部肉鸡养殖场，公司自行负责肉鸡养殖全过程，育成肉鸡大部分销售给公司用于屠宰后出售，少量通过公司全国肉鸡报价信息平台，将育成活鸡外售给报价较高地区的客户。截至2023年末，公司拥有的禽类屠宰场和禽类养殖场均分布在浙江金华和台州，未来暂无扩建产能计划。

2023年公司禽类养殖产能小幅提高，产量增幅略高于产能增幅，因此产能利用率小幅提高。禽类屠宰产能与上年持平，产量和销量较上年小幅提高。公司生鲜禽肉业务盈利能力较弱，由于2024年初禽肉市场价格有所下降，公司2024年一季度生鲜禽肉销售毛利率由盈转亏。

**表10 公司禽类养殖及屠宰产销情况（单位：吨、万元）**

项目	类型	2023年	2022年
禽类养殖	产能	26,107.00	25,233.00
	产量	21,347.80	19,071.67
	产能利用率	81.77%	75.58%
生鲜禽类屠宰	产能	73,250.00	73,250.00
	产量	18,632.14	17,743.40
	产能利用率	25.44%	24.22%
	销量	19,014.13	18,125.56
	产销率	102.05%	102.15%
	收入	23,861.70	23,571.21

注：生鲜禽肉销量大于产量系公司直接采购少量白条鸡对外销售所致

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2023年公司火腿产能未发生变化，产量、销量小幅提升，毛利率由负转正，但占公司整体收入的比重仍较小。截至2024年3月末，公司在建肉制品深加工项目包括2022年股票定增募投项目“新建年产4万吨肉制品加工项目”和“年产15万吨肉制品加工项目”，均位于义乌市义亭镇姑塘工业小区，后续仍需较大规模投入。这两个项目建成后，将大幅增加公司在肉制品深加工板块的产能，并丰富产品品类。目前公司火腿生产线的产能利用率不高，新增产能能否顺利消化并达到预期收益尚待观察。

**表11 公司火腿产销情况（单位：吨、万元）**

项目	类型	2023年	2022年
火腿	产能	4,320.00	4,320.00
	产量	1,455.26	1,053.55
	产能利用率	33.69%	24.39%
	销量	1,286.15	1,010.00

产销率	88.38%	95.87%
收入	3,749.71	4,344.97

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

**表12截至2024年3月末公司主要在建肉制品深加工项目情况（单位：万元）**

项目名称	预计总投资	已投资	工程进度
年产15万吨肉制品加工项目	107,998.04	15,741.92	20.00%
年产4万吨肉制品加工项目	22,730.77	6,835.43	25.00%

注：年产4万吨肉制品加工项目为公司前次股票定增募投项目，募集资金承诺投资总额为20,000.00万元。因当地政府调整周边土地使用规划，项目建设用地土地使用权证书需要重新办理，因此项目开工时间延迟至2023年7月

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

饲料业务方面，随着公司生猪养殖项目陆续投产，对饲料产能需求日益加大。2023年，随着公司所建设的华昇饲料年产45万吨高档动物饲料建设项目、仙居绿发饲料项目成套工程项目投入使用的产能规模扩大，饲料产能、产量继续大幅提升。由于公司饲料产能是按照生猪养殖场全部满产来规划布局，因此目前产能利用率较低，未来随着公司生猪养殖量的持续扩大，饲料产能利用率将有所提升，但新增产能能否及时消化仍存在一定不确定性。

目前公司禽畜养殖所用饲料可以做到完全自给自足，因饲料主要用于自供，外销比例大幅降低，2023年公司饲料销售收入同比继续下滑。

**表13公司饲料产销情况（单位：吨、万元）**

项目	类型	2023年	2022年
饲料	产能	750,000.00	450,000.00
	产量	355,576.34	262,803.72
	产能利用率	47.41%	58.40%
	销量	355,212.89	269,827.39
	收入	948.73	3,790.56

注：销量为未内部抵消数据，收入为抵消后数据

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

饲料成本为生猪养殖成本中占比最大的部分，饲料自供不但可以降低禽畜养殖成本，还有利于从源头上控制生物安全，保证食品安全。公司生产的饲料原材料主要包括玉米、豆粕、糙米等，2023年国内玉米、豆粕价格整体呈波动下行态势，一定程度上缓解公司成本控制压力。但在生猪价格持续低迷的情况下，养殖成本控制和内部精细化管理要求不断提高，且未来饲料原材料价格走势仍存在波动可能，需持续关注公司未来降本增效情况及对公司整体业绩的影响。

**表14公司饲料原材料采购情况（单位：吨、元/kg）**

类型	2023年		2022年	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价
小麦	19,571.96	2.74	4,974.58	2.93
玉米	145,416.90	2.97	137,510.55	3.03
豆粕	54,278.54	4.35	40,893.33	4.63

糙米	11,321.92	2.98	13,228.18	3.00
麸皮	15,284.51	2.33	14,333.64	2.42
大麦	73,976.28	2.56	10,329.42	2.68
膨化玉米	1,283.26	3.49	2,805.00	3.51
其他	77,007.93	5.36	69,417.98	5.54

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

## 六、财务分析

### 财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2022-2023年审计报告及未经审计的2024年一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2023年公司合并范围新增子公司5家，减少子公司2家，详见表1。

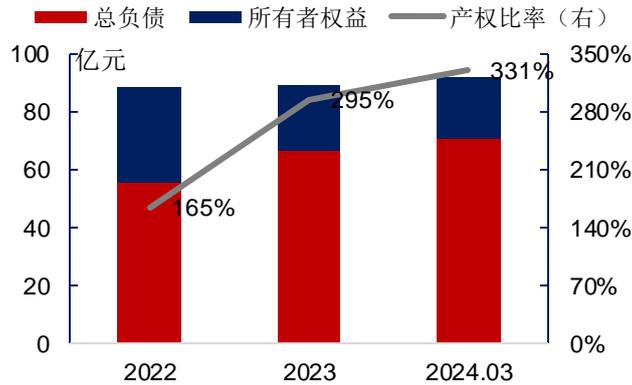
### 资本实力与资产质量

**2023年经营亏损及回购少数股东权益造成公司资本实力下滑，财务杠杆水平大幅提高；公司积极推进股票定增，若能够顺利落地资本实力有望提升；公司资产仍以屠宰及养殖业务所需的生产设备、厂房和生物资产为主，其中生猪价值随市场价格波动较大，需关注存货及生产性生物资产的减值风险**

2023年以来猪价持续低迷令公司承受大额亏损，2023年末公司未分配利润同比大幅下降6.22亿元。另外，2023年公司按照浙江省乡村振兴投资基金有限公司实缴出资额的原价，分别以自有资金1.15亿元和3.39亿元收购其持有的子公司仙居绿发生态农业有限公司（以下简称“仙居绿发”）46.94%股权和兰溪华统牧业有限公司（以下简称“兰溪牧业”）47.02%股权，造成少数股东权益大幅下降。公司资本实力下滑，而负债总额随着融资需求的扩张而持续增长，综合影响下，公司财务杠杆水平大幅提高，2024年一季度末，公司产权比率已达到330.57%。

公司自2023年7月开始积极推进股票定增，拟募集资金总额为不超过16.00亿元（含），若定增方案能够顺利落地实施，公司资本实力有望增长，优化资本结构。

图8 公司资本结构



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

公司资产仍主要以生猪屠宰及养殖业务形成的存货、固定资产、在建工程、生产性生物资产为主，2023年末上述科目合计占总资产的80.37%。

2023年末，公司存货主要包括消耗性生物资产5.91亿元、库存商品1.69亿元和原材料1.63亿元，消耗性生物资产主要为处在养育过程的育肥猪、保育猪，库存商品主要为待销售的生鲜肉品和火腿等，原材料主要为饲料生产所需的玉米、豆粕等。由于生猪价格持续低于成本线，2023年公司对消耗性生物资产和库存商品计提的存货跌价准备净增加0.95亿元，后续仍需持续关注公司存货的减值风险。公司固定资产主要包括生猪屠宰及养殖所需的厂房和机器设备，2023年末账面价值同比增长33.57%，主要系生猪养殖项目完工转固所致。公司在建工程主要为在建的生猪养殖、肉制品加工等项目。随着项目建设的持续投入和陆续转固，2023年末公司在建工程账面价值有所波动，2024年一季度末较2023年末增长6.56亿元，主要系固定资产改造支出及在建肉制品加工项目的投入。公司生产性生物资产主要为能繁母猪和后备种猪，2023年账面价值较上年小幅下降，主要系老化淘汰所致。

其他资产方面，2023年末公司货币资金账面余额6.28亿元，其中1.01亿元因定期存单质押及各类保证金而使用受限，使用权资产主要为公司租赁的房产，无形资产主要为土地使用权。

受限资产方面，2023年末，公司受限资产账面价值合计6.30亿元，除受限货币资金外，主要为用于借款抵押的固定资产、无形资产、投资性房地产和使用权资产等。公司资产受限比例较低，但公司生猪养殖项目的土地主要为农村集体土地，一般无法作为银行贷款抵押物，一定程度上限制了公司的再融资能力。

**表15 公司主要资产构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	7.52	8.19%	6.28	7.05%	9.98	11.25%
存货	9.79	10.66%	9.65	10.84%	10.22	11.52%
其他流动资产	2.39	2.60%	2.25	2.52%	1.95	2.20%
<b>流动资产合计</b>	<b>22.28</b>	<b>24.28%</b>	<b>19.63</b>	<b>22.04%</b>	<b>23.36</b>	<b>26.33%</b>
固定资产	43.44	47.32%	49.94	56.06%	37.39	42.15%

在建工程	15.81	17.22%	9.25	10.38%	17.11	19.29%
生产性生物资产	2.88	3.14%	2.75	3.09%	3.25	3.67%
使用权资产	1.89	2.06%	1.93	2.16%	2.09	2.36%
无形资产	2.80	3.05%	2.88	3.23%	2.81	3.17%
<b>非流动资产合计</b>	<b>69.50</b>	<b>75.72%</b>	<b>69.45</b>	<b>77.96%</b>	<b>65.36</b>	<b>73.67%</b>
<b>资产总计</b>	<b>91.78</b>	<b>100.00%</b>	<b>89.08</b>	<b>100.00%</b>	<b>88.72</b>	<b>100.00%</b>

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

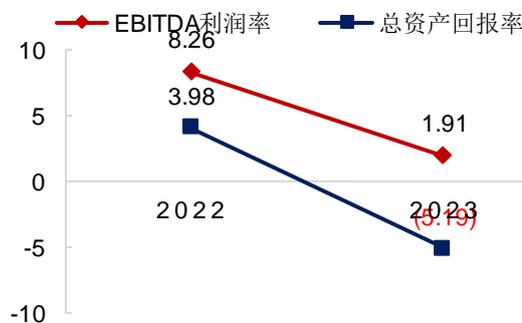
## 盈利能力

2023年生猪价格全年低迷使得公司出现大额亏损，盈利能力大幅下滑，期间费用和资产减值损失对公司利润形成较大侵蚀；2024年一季度猪价仍持续低位运行，公司延续亏损状态，未来猪价走势仍存在一定不确定性，需持续关注公司业绩修复情况

公司主要对外销售产品为生鲜猪肉，2023年公司生猪屠宰业务产、销量有所增长，生猪出栏量大幅增长，但受猪肉市场价格长期低迷的影响，2023年公司整体营业收入同比下降9.24%，毛利率由盈转亏。2024年一季度猪价仍持续低位，公司毛利率延续亏损状态。随着公司业务规模的扩大、贷款规模增长及对部分核心人员实施股权激励，2023年公司销售费用、管理费用和财务费用均较上年有小幅增长，期间费用率由2022年的4.98%上升至2023年的6.32%，对公司利润形成较大侵蚀。此外，2023年及2024年一季度公司分别确认资产减值损失1.65亿元和0.15亿元。上述因素叠加，最终导致公司营业利润、净利润均呈大幅亏损状态，经营业绩承压。

从盈利能力指标来看，2023年公司EBITDA利润率大幅下滑，总资产回报率为负数。截至2024年4月末国内能繁母猪存栏量已持续去化10个月至3,986万头，已接近农业农村部设定的正常保有量目标，市场对猪价回暖预期偏强，但在市场供应整体仍较为充足的情况下，年内猪价是否能出现周期实质性反转并不明朗，公司仍将面临较大的业绩压力。

图 9 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告，中证鹏元整理

## 现金流与偿债能力

受益于屠宰业务良好的回款能力，公司经营活动现金流仍保持净流入，但FFO由正转负；近年持续大规模的项目建设和营运资金需求造成债务规模的持续扩张，公司财务杠杆水平高，债务期限结构趋向短期化，整体债务压力加大

项目建设资金投入和较大的营运资金需求推动公司外部融资规模的持续扩张，2023年末公司总债务同比增长18.59%，其中短期债务占比提高至48.31%，债务期限结构趋向短期化。从渠道构成来看，公司总债务主要包括银行贷款、债券融资、非标融资（融资租赁）、资金拆借款及应付股权回购款等。其中银行贷款包括保证借款、抵押借款、信用借款等，授信银行主要为四大国有银行及兴业银行、浦发银行等全国性股份制商业银行。债券融资主要为尚未转股的“华统转债”。公司长期应付款中包括2.00亿元资金拆借款，系子公司义乌华昇牧业有限公司分别向义乌市赤岸镇集体资产经营有限公司、义乌市双江湖开发集团有限公司和义乌市五亭现代农业开发有限公司等的借款，期限5年，年利率10%。此外，公司2023年新增部分以售后回租形式开展的融资租赁借款，截至2024年一季度末融资余额合计1.37亿元（计入长期应付款），租赁物为部分生产线及设备，融资方主要为平安国际融资租赁有限公司、浙江稠州金融租赁有限公司等。公司其他非流动负债主要为公司收到的浙江省乡村振兴投资基金有限公司和中国农业产业发展基金有限公司对子公司的投资款，根据股权投资协议，公司不能无条件地避免交付现金的合同义务，因此将公司应付的股权回购款确认为债务。租赁负债主要为应付的租金。

其他负债科目方面，应付账款主要为应付的原材料和工程设备款；其他应付款主要为应付的押金保证金及限制性股票回购款；递延收益主要为公司收到的与资产相关的政府补助款。

**表16截至2024年3月末公司债务到期分布情况（单位：亿元）**

债务类型	利率区间	融资余额	1年以内
银行借款	2.50%-4.90%	42.06	23.79
债券融资	0.30%-2.00%	2.44	0.00
非标融资	4.00%-5.60%	1.37	0.63
票据融资	1.25%-2.30%	3.40	3.40
资金拆借	10.00%	2.2	0.00
租赁负债	--	1.66	0.12
其他非流动负债	3.00%-6.00%	4.60	0.00
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>57.73</b>	<b>27.94</b>

注：上表不含应付利息

资料来源：公司提供

**表17公司主要负债构成情况（单位：亿元）**

项目	2024年3月		2023年		2022年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	21.50	30.50%	19.63	29.50%	14.30	25.87%
应付账款	6.00	8.51%	6.22	9.35%	4.87	8.81%
其他应付款	1.63	2.31%	1.59	2.39%	1.01	1.83%

一年内到期的非流动负债	6.72	9.53%	6.15	9.24%	6.36	11.51%
<b>流动负债合计</b>	<b>36.89</b>	<b>52.35%</b>	<b>35.04</b>	<b>52.67%</b>	<b>27.92</b>	<b>50.52%</b>
长期借款	18.23	25.87%	16.96	25.49%	15.92	28.80%
应付债券	2.54	3.61%	2.86	4.30%	2.83	5.12%
租赁负债	1.54	2.19%	1.55	2.33%	1.72	3.11%
长期应付款	2.74	3.89%	2.51	3.77%	2.09	3.78%
递延收益-非流动负债	3.77	5.35%	3.88	5.83%	2.90	5.25%
其他非流动负债	4.76	6.75%	3.72	5.60%	1.82	3.29%
<b>非流动负债合计</b>	<b>33.57</b>	<b>47.65%</b>	<b>31.49</b>	<b>47.33%</b>	<b>27.34</b>	<b>49.48%</b>
<b>负债合计</b>	<b>70.47</b>	<b>100.00%</b>	<b>66.53</b>	<b>100.00%</b>	<b>55.26</b>	<b>100.00%</b>
总债务	58.02	82.33%	53.39	80.25%	45.02	81.46%
其中：短期债务	28.21	40.04%	25.79	38.77%	20.66	37.38%
长期债务	29.81	42.30%	27.60	41.48%	24.36	44.08%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

现金流方面，2023 年公司业绩出现大幅亏损，但公司主营屠宰业务保持良好的回款能力，叠加存货、经营性应收应付项目余额的变动影响，公司经营活动现金流净额保持净流入且较上年同期增长 40.47%。由于营业收入降低及存在大额的折旧摊销，2023 年公司 FFO 由正转负，同年公司投资活动现金流仍大额净流出，公司仍需依赖外部融资来维持资金平衡。公司财务杠杆水平较高，截至 2024 年 3 月末已超过 75%。公司净债务/EBITDA 大幅上升、EBITDA 利息保障倍数下降至较低水平，FFO/净债务由正转负，自由现金流/净债务仍为负数，总体看，公司整体偿债压力大。

**表 18 公司现金流及杠杆状况指标**

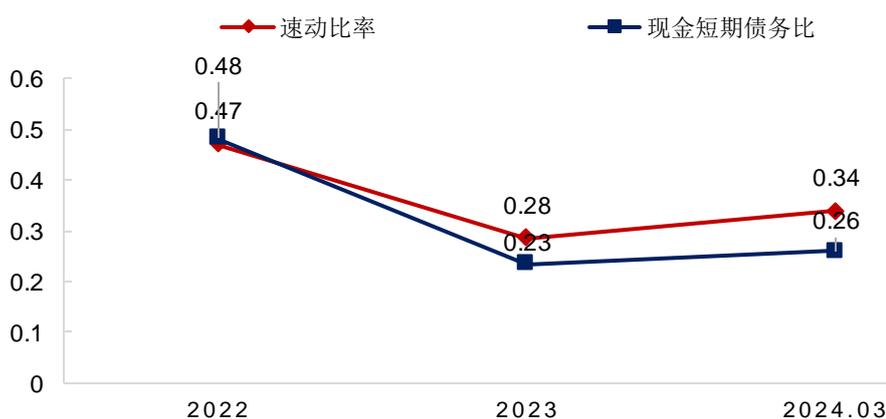
指标名称	2024 年 3 月	2023 年	2022 年
经营活动现金流净额（亿元）	0.20	5.26	3.74
FFO（亿元）	-1.57	-0.69	5.51
资产负债率	76.77%	74.68%	62.29%
净债务/EBITDA	--	30.50	4.84
EBITDA 利息保障倍数	--	0.79	3.76
总债务/总资本	73.13%	70.30%	57.37%
FFO/净债务	--	-1.37%	14.57%
经营活动净现金流/净债务	0.40%	10.51%	9.91%
自由现金流/净债务	-3.24%	-11.38%	-20.03%

资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

2023 年末，公司账面货币资金余额下滑叠加短期债务增长，导致速动比率和现金短期债务比均显著下滑，流动性指标表现不佳。公司控股股东华统集团及其一致行动人上海华俭所持有的公司股权质押比例分别为 58.70% 和 60.00%，质押比例偏高。公司为上市公司，融资渠道较为通畅，融资方式较为多元化；公司的固定资产尚有较大比例未抵押，但有相当一部分因土地性质难以作为银行贷款抵押物，融资

弹性一般；截至2024年3月末，公司未使用授信余额为10.62亿元，备用流动性一般；公司目前正在积极推进股票定增，如能成功实施，将有效缓解公司资金压力；公司与工商银行、农业银行、兴业银行等金融机构均建立了较为稳定的合作关系，作为浙江省农业龙头企业和与民生保障相关的企业，公司享受一定程度的政策倾斜和利率优惠。浙江省乡村振兴投资基金有限公司、中国农业产业发展基金有限公司等政策性金融机构向公司提供持续性的流动性支持。整体看，公司具有非常强的再融资能力。

**图 10 公司流动性比率情况**



资料来源：公司 2022-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

## 七、其他事项分析

### （一）ESG 风险因素

公司2023年因环境保护问题受到多起行政处罚，但处罚事项性质较轻微，罚款金额较上年有所下降，对公司整体信用水平无显著负面影响

#### 环境因素

因生猪养殖行业的特殊性质，公司生产经营过程中涉及到废气、废水等污染物排放，属于环境保护部门关注的重点排污单位，近年不断趋严的环保要求对公司的经营管理能力产生一定挑战。2023年，多个子公司因环境问题受到行政处罚，累计产生罚款 180 余万元，较 2022 年有所下降，公司已缴纳相关罚款并完成相应整改。整体看，公司因环保问题所受的行政处罚次数较多，但性质较轻微，罚款金额不大，对公司经营业绩无显著影响。

#### 社会因素

根据公司于 2024 年 6 月 6 日提供的说明及公开资料查询，过去一年公司不存在因违规经营、违反政策法规而受到政府部门重大处罚的情形，不存在因发生产品质量或安全问题而受到政府部门重大处罚的情况，不存在拖欠员工工资、社保的情况。

## 公司治理

2023年公司董事赵亮、薛哲君因个人原因申请辞去公司董事会董事及提名委员会委员等一切职务，辞职后不再担任公司任何职务。根据公司于2023年11月25日公告的《浙江华统肉制品股份有限公司关于公司董事会、监事会完成换届选举及聘任高级管理人员、内审负责人、证券事务代表的公告》，公司完成了第五届董事会及第五届监事会的选举，聘任了新一届公司高级管理人员，公司董事会成员变动超过三分之一，监事会成员均变动，公司总经理由朱俭军变更为朱凯，朱俭军与朱凯为父子关系，具体变更情况见下表。

**表19 2023年公司董事、监事和高级管理人员变动情况**

姓名	担任职务	类型	日期	原因
朱俭军	总经理	任期满离任	2023年11月24日	换届选举
赵亮	董事	离任	2023年5月25日	个人原因离职
薛哲君	董事	离任	2023年7月6日	个人原因离职
周伟良	独立董事	任期满离任	2023年11月24日	换届选举
金浪	独立董事	任期满离任	2023年11月24日	换届选举
徐向紘	独立董事	任期满离任	2023年11月24日	换届选举
俞志霞	监事会主席	任期满离任	2023年11月24日	换届选举
陈科文	监事	任期满离任	2023年11月24日	换届选举
朱华荣	职工代表监事	任期满离任	2023年11月24日	换届选举
陈斌	副总经理	任期满离任	2023年11月24日	换届选举
朱凯	总经理	聘任	2023年11月24日	换届选举
郭站红	独立董事	被选举	2023年11月24日	换届选举
吴天云	独立董事	被选举	2023年11月24日	换届选举
楼芝兰	独立董事	被选举	2023年11月24日	换届选举
卫彩霞	监事会主席	被选举	2023年11月24日	换届选举
卢冲冲	监事	被选举	2023年11月24日	换届选举
冯浩强	职工代表监事	被选举	2023年11月24日	换届选举
陈勇	副总经理	聘任	2023年11月24日	换届选举

资料来源：公司2023年年度报告，中证鹏元整理

公司董事、监事高级管理人员变更主要系个人原因辞职或任期届满后正常选举更换，不影响控股股东、实际控制人对公司的实际控制权。

## （二）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2021年1月1日至报告查询日<sup>3</sup>，公司本部、子公司正康（义乌）

<sup>3</sup> 公司本部、衢州华统牧业有限公司：2024年4月15日，正康（义乌）猪业有限公司、义乌华昇牧业有限公司：2024年4月19日，丽水市丽农生态农牧有限公司：2024年4月17日

猪业有限公司、丽水市丽农生态农牧有限公司、衢州华统牧业有限公司、义乌华昇牧业有限公司不存在未结清不良类信贷记录，已结清信贷信息无不良类账户；公司公开发行的各类债券均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

根据中国执行信息公开网，从2021年1月1日至报告查询日（2024年6月11日），中证鹏元未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 八、债券偿还保障分析

### 华统集团对“华统转债”提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

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

截至2023年末，华统集团注册资本仍为5.01亿元，其中朱俭勇持股比例为60%，朱俭军持股比例为22.50%，朱凯持股比例为17.50%，实际控制人为朱俭勇。华统集团除公司之外，还有义乌本地房地产开发、酒店经营等业务板块。2022年，华统集团收购高乐股份（002348.SZ），高乐股份主营业务为玩具生产和互联网教育，2023年末高乐股份总资产7.49亿元，净资产为5.14亿元，2023年高乐股份营业收入为2.66亿元，净利润为-0.62亿元。根据公司提供的数据，截至2023年末，华统集团合并口径总资产为139.93亿元，净资产为28.50亿元，资产负债率为79.63%。2023年华统集团实现营业收入94.32亿元，净利润为-4.45亿元。

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

## 九、结论

公司系浙江省规模化禽畜屠宰龙头企业，2023年生猪屠宰业务平稳发展，屠宰业务产、销量均有所增长，现金生成能力稳定。随着公司自建的生猪养殖场陆续投产，公司生猪出栏量继续大幅提高，上下游产业链布局持续完善。但中证鹏元也关注到，生猪行业周期性波动特征明显，对公司经营及盈利水平稳定性造成很大影响，2023年生猪价格持续低迷，公司经营业绩大幅亏损，2024年一季度猪价仍保持低位震荡态势，叠加公司近年持续大规模投入生猪养殖产能扩张，项目建设资金需求推动总债务规模快速攀升，截至2024年一季度末公司资产负债率处于相对高位，偿债压力加大，需持续关注后续猪价走势及对公司业绩的影响情况。

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

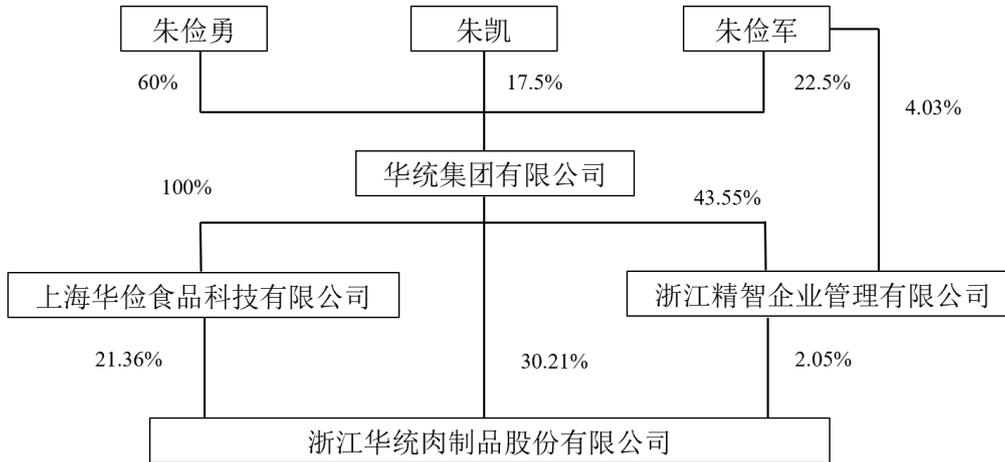
## 附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：亿元）	2024年3月	2023年	2022年	2021年
货币资金	7.52	6.28	9.98	4.24
存货	9.79	9.65	10.22	5.25
其他流动资产	2.39	2.25	1.95	2.29
流动资产合计	22.28	19.63	23.36	12.75
固定资产	43.44	49.94	37.39	32.11
在建工程	15.81	9.25	17.11	16.35
生产性生物资产	2.88	2.75	3.25	3.24
无形资产	2.80	2.88	2.81	2.66
非流动资产合计	69.50	69.45	65.36	58.61
资产总计	91.78	89.08	88.72	71.36
短期借款	21.50	19.63	14.30	13.19
应付账款	6.00	6.22	4.87	5.69
其他应付款	1.63	1.59	1.01	1.23
一年内到期的非流动负债	6.72	6.15	6.36	1.45
流动负债合计	36.89	35.04	27.92	22.83
长期借款	18.23	16.96	15.92	17.17
应付债券	2.54	2.86	2.83	4.35
长期应付款	2.74	2.51	2.09	2.20
递延收益-非流动负债	3.77	3.88	2.90	2.30
其他非流动负债	4.76	3.72	1.82	0.00
非流动负债合计	33.57	31.49	27.34	27.39
负债合计	70.47	66.53	55.26	50.22
总债务	58.02	53.39	45.02	39.70
其中：短期债务	28.21	25.79	20.66	14.64
所有者权益	21.32	22.55	33.46	21.15
营业收入	19.96	85.78	94.52	83.42
营业利润	-1.63	-6.47	1.33	-2.05
净利润	-1.65	-6.50	1.25	-2.47
经营活动产生的现金流量净额	0.20	5.26	3.74	2.52
投资活动产生的现金流量净额	-1.84	-11.11	-11.39	-20.20
筹资活动产生的现金流量净额	1.87	2.11	12.43	16.17
<b>财务指标</b>	<b>2024年3月</b>	<b>2023年</b>	<b>2022年</b>	<b>2021年</b>
EBITDA（亿元）	-0.82	1.64	7.81	3.19
FFO（亿元）	-1.57	-0.69	5.51	1.33
净债务（亿元）	51.30	50.04	37.80	37.94
销售毛利率	-0.02%	-0.38%	6.26%	2.73%

EBITDA 利润率	--	1.91%	8.26%	3.83%
总资产回报率	--	-5.19%	3.98%	-1.97%
资产负债率	76.77%	74.68%	62.29%	70.37%
净债务/EBITDA	--	30.50	4.84	11.89
EBITDA 利息保障倍数	--	0.79	3.76	1.96
总债务/总资本	73.13%	70.30%	57.37%	65.25%
FFO/净债务	--	-1.37%	14.57%	3.52%
经营活动现金流/净债务	0.40%	10.51%	9.91%	6.63%
自由现金流/净债务	-3.24%	-11.38%	-20.03%	-52.12%
速动比率	0.34	0.28	0.47	0.33
现金短期债务比	0.26	0.23	0.48	0.29

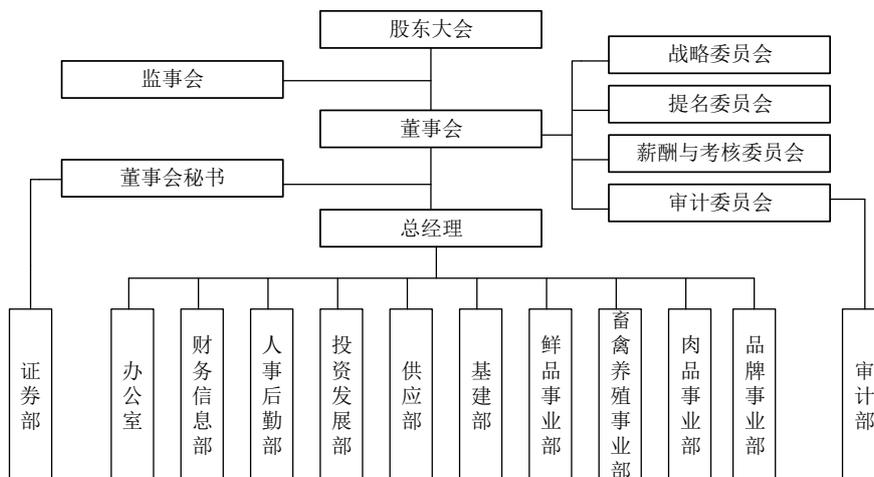
资料来源：公司 2021-2023 年审计报告及未经审计的 2024 年一季度报告，中证鹏元整理

## 附录二 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录三 公司组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

## 附录四 2023年末纳入公司合并报表范围的主要子公司情况（单位：万元）

公司名称	注册资本	直接持股	间接持股	业务性质	取得方式
义乌华农家禽屠宰有限公司	2,000.00	100.00%	0.00%	加工业	设立
义乌市绿发农业开发有限公司	2,000.00	100.00%	0.00%	养殖业	收购
浙江绿发饲料科技有限公司	2,000.00	100.00%	0.00%	饲料加工	设立
浙江绿发农牧机械有限公司	600.00	100.00%	0.00%	机械制造	设立
苏州市华统食品有限公司	5,000.00	60.00%	0.00%	加工业	设立
湖州南浔华统肉制品有限公司	5,000.00	100.00%	0.00%	加工业	设立
台州市路桥区商业有限公司	1,275.00	94.42%	0.00%	加工业	收购
台州华统食品有限公司	10,000.00	67.00%	0.00%	加工业	设立
衢州市民心食品有限公司	1,000.00	51.00%	0.00%	加工业	收购
仙居华统种猪有限公司	5,000.00	0.00%	85.00%	养殖业	设立
仙居绿发生态农业有限公司	24,500.00	100.00%	0.00%	养殖业	设立
苍南县华统食品有限公司	6,000.00	51.00%	0.00%	加工业	设立
建德市政新食品有限公司	1,200.00	70.00%	0.00%	加工业	收购
正康（义乌）猪业有限公司	11,125.00	70.00%	0.00%	养殖业	收购
仙居县广信食品有限公司	5,533.50	100.00%	0.00%	加工业	收购
正康（义乌）禽业有限公司	3,500.00	100.00%	0.00%	养殖业	收购
兰溪市丽农食品有限公司	2,000.00	100.00%	0.00%	加工业	设立
衢州华统牧业有限公司	57,340.00	100.00%	0.00%	养殖业	同一控制下企业合并
天台华统食品有限公司	1,000.00	100.00%	0.00%	加工业	设立
丽水市丽农生态农牧有限公司	30,000.00	100.00%	0.00%	养殖业	设立
浙江省东阳康优食品有限公司	3,000.00	80.00%	0.00%	加工业	收购
金华市江北畜禽屠宰服务有限公司	3,000.00	80.00%	0.00%	加工业	收购
浙江华统食品贸易有限公司	1,000.00	100.00%	0.00%	食品贸易	设立
兰溪华统牧业有限公司	72,100.00	100.00%	0.00%	养殖业	设立
浦江县六和食品有限责任公司	60.00	51.00%	0.00%	加工业	收购
丽水市华统食品有限公司	1,200.00	51.00%	0.00%	加工业	设立
丽水市绿生源饲料有限公司	1,000.00	100.00%	0.00%	饲料加工	收购
金华市浩强农牧有限公司	1,500.00	100.00%	0.00%	养殖业	收购
宁海县华统食品有限公司	1,000.00	56.00%	0.00%	加工业	设立
绍兴市华统天天食品有限公司	500.00	51.00%	0.00%	加工业	设立
桐庐县华统食品有限公司	500.00	100.00%	0.00%	加工业	设立
杭州临安深山坞里肉类有限公司	300.00	90.00%	0.00%	加工业	收购
海宁市华统食品有限公司	500.00	60.00%	0.00%	加工业	设立
湖北华统惠民食品有限公司	500.00	51.00%	0.00%	加工业	设立
梨树县华统食品有限公司	5,000.00	100.00%	0.00%	加工业	设立

义乌华昇牧业有限公司	80,000.00	68.13%	0.00%	养殖业	设立
杭州同壮农业发展有限公司	6,000.00	100.00%	0.00%	养殖业	收购
仙居华农禽业有限公司	1,500.00	100.00%	0.00%	养殖业	设立
东阳华统牧业有限公司	40,000.00	70.00%	0.00%	养殖业	设立
浦江华统牧业有限公司	25,000.00	100.00%	0.00%	养殖业	设立
天台华统牧业有限公司	20,000.00	100.00%	0.00%	养殖业	设立
杭州华统食品贸易有限公司	500.00	100.00%	0.00%	食品贸易	设立
乐清市华统牧业有限公司	12,000.00	51.00%	0.00%	养殖业	设立
仙居县绿发饲料有限公司	2,000.00	100.00%	0.00%	饲料加工	设立
邵阳市华统食品有限公司	6,066.00	100.00%	0.00%	加工业	收购
绩溪县华统牧业有限公司	5,000.00	100.00%	0.00%	养殖业	设立
浙江华昇饲料科技有限公司	5,000.00	100.00%	0.00%	饲料加工	设立
兰溪市绿发饲料有限公司	2,000.00	100.00%	0.00%	饲料加工	设立
浙江禾壮肥料有限公司	1,000.00	100.00%	0.00%	加工业	设立
缙云县华昇食品有限责任公司	300.00	80.00%	0.00%	加工业	设立
浙江华旺育种有限公司	10,000.00	100.00%	0.00%	养殖业	设立
绩溪县华统食品有限公司	800.00	100.00%	0.00%	加工业	收购
九江浔成肉类联合加工有限公司	1,500.00	47.00%	0.00%	加工业	收购
抚州市华统抚垦食品有限公司	5,000.00	70.00%	0.00%	加工业	设立
丽水市莲都区荆山牧业有限公司	1,500.00	100.00%	0.00%	养殖业	收购
浙江华穗农业开发有限公司	2,000.00	70.00%	0.00%	种植业	设立

资料来源：公司 2023 年年度报告，中证鹏元整理

## 附录五 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
短期债务	短期借款+应付票据+1年内到期的非流动负债+其他短期债务调整项
长期债务	长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务调整项
总债务	短期债务+长期债务
现金类资产	未受限货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据+其他现金类资产调整项
净债务	总债务-盈余现金
总资本	总债务+所有者权益
EBITDA	营业总收入-营业成本-税金及附加-销售费用-管理费用-研发费用+固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧+使用权资产折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销+其他经常性收入
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出+资本化利息支出)
FFO	EBITDA-净利息支出-支付的各项税费
自由现金流 (FCF)	经营活动产生的现金流 (OCF) -资本支出
毛利率	(营业收入-营业成本) /营业收入×100%
EBITDA 利润率	EBITDA /营业收入×100%
总资产回报率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(本年资产总额+上年资产总额) /2]×100%
产权比率	总负债/所有者权益合计*100%
资产负债率	总负债/总资产*100%
速动比率	(流动资产-存货) /流动负债
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：（1）因债务而受到限制的货币资金不作为受限货币资金；（2）如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10%部分的商誉扣除。

## 附录六 信用等级符号及定义

### 一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

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

### 二、债务人主体信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

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

### 三、债务人个体信用状况符号及定义

符号	定义
aaa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
aa	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
a	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
bbb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
bb	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
b	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
ccc	在不考虑外部特殊支持的情况下，偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
cc	在不考虑外部特殊支持的情况下，在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
c	在不考虑外部特殊支持的情况下，不能偿还债务。

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

### 四、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。