

生猪养殖行业观察及 2022 年信用风险展望

联合资信 工商评级一部
李敬云 华艾嘉

摘要

2021 年以来，猪周期进入下行通道，生猪产能加速释放，猪价持续下跌。2021 年 6 月起，生猪养殖企业收益击穿成本，行业进入亏损状态。2021 年，生猪养殖企业陆续出现盈利能力及现金流情况恶化、债务负担加重等情况，部分企业信用级别或展望下调，但未发生实质性违约。2021 年，行业内新发债券规模同比大幅增加，到期规模远小于发债规模，呈现直接融资净流入态势。考虑到 2021 年末能繁母猪存栏量仍处于高位，短时间内出清低效产能及需求增长影响有限，预计猪价仍将低位徘徊至 2022 年上半年，此后有望迎来猪周期上行拐点；在生猪养殖企业实现扭亏为盈前，需关注行业内企业信用状况。本轮周期后，抗风险能力较弱的生猪养殖户将进一步出清，生猪养殖行业集中度有望提升，行业格局将有所优化。

一、行业现状

本轮猪周期自 2018 年开始。2021 年初以来，猪周期进入下行通道，生猪产能加速释放，猪价持续下跌。2021 年 6 月起，生猪养殖企业收益击穿成本，行业进入亏损状态。截至 2021 年 11 月末，能繁母猪存栏量仍处于高位，预计未来一段时期内生猪供给持续宽松。

背景：自 2018 年 8 月非洲猪瘟在中国爆发以来，中国生猪养殖户加速生猪出栏、减少补栏。2019 年 9 月，中国能繁母猪存栏量降至 1913 万头，为 2009 年以来的历史最低点。随着能繁母猪存栏量的减少，生猪供给紧张，行业景气度止跌回升。2019 年 11 月猪肉价格达到历史最高点 40.98 元/公斤，养殖户陆续补栏。2020 年上半年，在非洲猪瘟疫情叠加能繁母猪实际产能恢复不及预期等因素影响下，能繁母猪存栏量及生猪出栏量仍处低位，猪肉价格继续高位运行，生猪养殖行业景气度提升拉动养殖户补栏积极性；截至 2020 年 11 月末，中国能繁母猪存栏量突破 4100 万头，生猪产能开始集中释放。2021 年以来，生猪产能供给过剩带动猪价进入快速下行通道。

1、产能与产量

在猪周期运行逻辑中，能繁母猪存栏量是先行指标，后备母猪仔培育为能繁母猪约需 4 个月，能繁母猪受孕分娩约需 114 天，仔猪育肥至出栏约需 6 个月。能繁母猪存栏量决定了未来 10~12 个月生猪出栏量，从而影响市场生猪供应。

以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照，农业农村部设定全国能繁母猪正常保有量约为 4100 万头。截至 2020 年末，中国能繁母猪存栏量为 4161 万头，超过上一个上行期（2015—2017 年）的平均水平。2021 年以来，能繁母猪存栏量持续增加。根据国家统计局数据，截至 2021 年 6 月末，中国能繁母猪存栏量为 4564 万头，达到本轮周期峰值；截至 2021 年 7 月末，中国能繁母猪存栏量环比下降 0.5%，迎来连续增长 21 个月后的首次下降。截至 2021 年 11 月末，能繁母猪存栏量回落至 4296 万头，约相当于正常保有量的 104.78%，未来一段时期内生猪出栏量仍将保持高位。

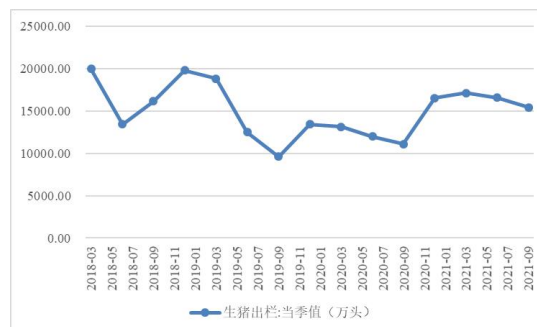
图1 中国能繁母猪存栏情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

生猪出栏方面,一方面受2020年末行业高景气度影响,能繁母猪存栏充裕,另一方面随着2021以来猪价持续下降,市场上猪养殖户着手出清前期加速补栏形成的低效三元母猪,2021年生猪出栏量同比大幅增加。2021年第一季度、第二季度和第三季度,中国生猪出栏量分别为出栏量为17143.00万头、16599.00万头和15451.00万头,较上年同期分别增长30.57%、38.63%和39.41%。

图2 中国生猪出栏情况



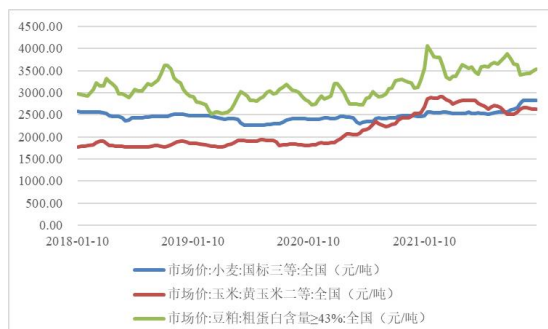
资料来源: Wind, 联合资信整理

2、行业上下游

生猪养殖业的上游为农作物生产行业,饲料所需原材料包括玉米、豆粕、小麦、鱼粉等主料,以及氨基酸、维生素、矿物质微量元素等辅料,原材料成本占饲料生产成本的比重约75~80%,养殖业上游受小麦、玉米和豆粕价格的影响较大。

玉米、豆粕等原材料价格自2020年以来呈上升态势并于2021年维持高位震荡。截至2020年末,小麦(玉米价格高企时作为替代料)、玉米和豆粕价格分别为2461.40元/吨、2547.80元/吨和3291.80元/吨,较年初分别增长2.24%、40.70%和16.13%;截至2021年11月末,小麦、玉米和豆粕价格分别为2823.60元/吨、2655.60元/吨和3428.80元/吨,较年初分别增长14.85%、3.68%和4.35%。原材料价格高位运行对生猪养殖企业的成本控制形成较大压力。

图3 中国小麦、玉米、豆粕市场价格情况



资料来源：Wind，联合资信整理

图4 中国生猪饲料价格情况



资料来源：Wind，联合资信整理

生猪养殖行业下游主要是居民肉食消费需求。在中国饮食和烹饪体系下，猪肉消费为刚性需求，需求变化幅度有限，但在猪肉价低时存在对猪肉消费的更多偏好。根据世界经合组织与联合国粮农组织联合发布的2020年农业展望报告，中国猪肉的人均年度消费量为24.37千克。

3、生猪及猪肉价格

由于中国猪肉消费为刚性需求，供给端基本决定了猪肉价格。2021年以来，受生猪养殖行业产能加速释放影响，猪肉价格在年初小幅反弹后，呈大幅下行态势。猪肉和生猪周平均价格于2021年6月跌破生猪养殖企业成本线，10月中旬达到年度最低点，分别为18.40元/公斤和10.78元/公斤，已接近非洲猪瘟前、一般年份的平均价格。2021年12月初，猪肉及生猪周平均价格回升至26.67元/公斤和17.87元/公斤。猪价反弹一方面系前期肥猪集中出栏情况有所缓解，另一方面系入秋以来果蔬价格上涨，中国居民消费转移至价格相对较低的猪肉所致。虽然短期需求增加对猪价上升有一定支撑作用，但高存栏量所致的生猪产能过剩的局面并未解决。截至2021年末，猪肉和生猪周平均价格分别回落至25.18元/公斤和16.30元/公斤。

图5 中国生猪和猪肉价格情况



资料来源：Wind，联合资信整理

二、行业政策

从政策上看，2021年以来随着中国生猪养殖产能快速增长，超出正常保有量，国家出台相关政策，以调控能繁母猪存栏量、推动生猪产能恢复常态。相关方案加强国家对规模化猪场的产能监控，有利于稳定生猪产能，提升行业集中度，平缓猪价震荡，减小猪周期

波动幅度。

2021年2月，中国发布《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》，即2021年“中央一号文件”，提出要深入推进农业供给侧结构性改革，平稳发展生猪产业。需要注意的是，随着生猪养殖产能逐步恢复正常水平，国家促进养殖产能类政策支持力度将不断减弱，信贷、财税和土地相关政策可能收紧。

2021年9月23日，农业农村部发布了《生猪产能调控实施方案（暂行）》（以下简称“方案”）。方案指出，将以能繁母猪存栏量变化率为核心调控指标，坚持预警为主、调控兜底、及时介入、精准施策的原则，更好发挥政策调控的保障作用，稳固基础生产能力，有效防止生猪产能大幅波动。具体举措如下：1）确定能繁母猪保有量：“十四五”期间，以正常年份全国猪肉产量在5500万吨时的生产数据为参照，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在4100万头左右，最低保有量不低于3700万头。各省（自治区、直辖市）和新疆生产建设兵团（以下简称“各省份”）能繁母猪保有量的确定以《农业农村部关于印发2020—2021年生猪稳产保供任务目标的通知》（农牧发〔2020〕11号）中各省份2021年生猪存栏目标的10%为基础，结合各地生产实际，确定能繁母猪正常保有量；以能繁母猪正常保有量的90%为标准，确定最低保有量。2）保持能繁母猪合理存栏水平，将能繁母猪存栏量变动划分为绿色、黄色和红色3个区域，采取相应的调控措施。3）针对种猪生产供应、新生仔猪数量或生猪存栏量出现异常情况的调控，国家生猪核心育种场种猪核心群保有量保持在15万头以上，最低保有量不低于12万头。当核心群保有量处于12万头~13.5万头（含临界值）时，特别是低于12万头时，及时采取应对措施，加强政策支持，使核心群存栏量尽快回归到合理水平。

此外，方案还确立了生猪规模养殖产能的调控方式：各地需对全国年出栏500头以上的规模猪场（户）进行全数备案，确立全国及各省份规模猪场（户）保有量，各地需保持规模猪场（户）数量总体稳定，不得违法拆除，确需拆除的，要安排养殖用地支持其异地重建，并给予合理经济补偿，规模猪场（户）自愿退出的，各地要根据减少的能繁母猪产能情况，新建或改扩建相应产能的规模猪场，确保生猪产能总体稳定，并依托于全国生猪规模养殖场监测系统，对各地规模养殖场进行动态监测。对年设计出栏1万头以上的规模猪场和国家生猪核心育种场，按照猪场自愿加入并配合开展产能调控的原则，建立国家级生猪产能调控基地。各地可结合实际建立相应层级的生猪产能调控基地并挂牌。产能调控基地依法优先享受相关生猪生产支持政策。

国家收储方面，根据华储网数据，2021年中国投放中央储备冻猪肉共9次，累计21万吨；中央计划收储冻猪肉共4次，累计8.3万吨。

2021年以来，猪周期呈现加速下行趋势，二季度以来全行业呈现不同程度亏损。国家收储行动和调控方案的出台显示了国家在助推生猪产能常态化方面的激励和深入细化调控监测。方案强调了国家对规模化猪场的产能监控和支持政策，有利于稳定生猪产能，提升行业集中度，平缓猪价震荡，减小猪周期波动幅度。

三、行业内企业运营及信用状况分析

从主要生猪养殖样本企业级别分布来看，国内评级机构均给出了AA及以上的级别。2021年以来，猪周期下行，生猪产能过剩，猪价呈大幅下降态势，叠加成本端压力上升影响，生猪养殖企业出现不同程度亏损，盈利能力及现金流情况恶化，债务负担加重等情况，

部分企业被下调信用等级或展望，但未发生实质性违约。2021 年，样本企业新发债券规模同比大幅增加，到期规模远小于发债规模，呈现直接融资净流入态势。

联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)选择了牧原食品股份有限公司(以下简称“牧原股份”)、江西正邦科技股份有限公司(以下简称“正邦科技”)、温氏食品集团股份有限公司(以下简称“温氏股份”)、新希望六和股份有限公司(以下简称“新希望”)和天邦食品股份有限公司(以下简称“天邦股份”)5 家生猪养殖上市公司作为样本，以分析行业内企业运营情况。

1. 行业内企业财务表现

表 1 样本企业 2021 年前三季度相关数据 (单位: 亿元、%、万头)

项目	牧原股份	正邦科技	温氏股份	新希望	天邦股份
2021 年生猪销售量	4026.30	1492.67	1321.74	997.81	428.00
2021 年生猪销售量同比增速	122.25	56.23	38.47	20.27	39.06
现金类资产	99.50	60.73	100.82	127.99	17.42
资产总额	1692.05	595.36	994.40	1313.60	204.80
所有者权益	714.55	147.47	381.19	461.99	52.14
短期债务	134.63	30.14	37.87	47.78	10.11
全部债务	379.00	112.41	385.04	437.27	30.62
资产负债率	57.77	75.23	61.67	64.83	74.54
资产负债率-上年同期	43.34	67.51	37.55	58.19	39.06
全部债务资本化比率	34.66	43.25	50.25	48.63	37.00
营业收入	562.82	399.71	465.69	944.75	84.27
营业收入-上年同期	391.65	326.05	554.42	747.88	80.26
利润总额	96.89	-78.26	-94.62	-56.69	-26.73
利润总额-上年同期	230.84	55.25	85.75	62.36	28.34
销售毛利率	24.12	-2.58	-8.34	2.24	-7.55
流动比率	0.71	0.81	1.75	0.84	0.61
经营活动产生的现金流净额	132.93	-17.84	-14.67	-9.31	-8.66
经营活动产生的现金流净额-上年同期	191.00	29.26	59.10	22.81	36.01

资料来源: Wind 及公开资料, 联合资信整理

2021 年以来中国生猪供应充足, 样本企业生猪出栏量同比均有所增长。但由于猪价呈大幅下降态势、饲料等原材料价格高位震荡、前期高价补栏拉高仔猪成本, 同时非洲猪瘟疫情常态化加大生猪养殖企业管理难度, 2021 年 6 月以来, 猪价跌破养殖户成本线(约 16~19 元/公斤)。盈利能力方面, 除采用自繁自养模式为主的牧原股份保持盈利外, 2021 年前三季度样本企业均出现不同程度亏损。

现金流方面, 除牧原股份外, 前三季度样本企业经营活动产生的现金流同比均转为净流出状态。

财务杠杆方面, 2020 年行业高景气度带动下, 样本企业扩张产能延续至 2021 年初。2021 年, 随着猪周期下行, 样本企业举债储备资金、维持日常经营、投资及补亏等, 资产负债率同比均有所提高, 特别是处于行业中游的天邦股份杠杆率提升较快。

2. 行业内企业一级市场概况

2021 年，5 家主要生猪养殖样本企业中，4 家有公开级别且尚在有效期内，级别分布为 AA~AAA。2021 年以来，猪周期下行，生猪养殖行业企业出现不同程度经营亏损。2021 年，2 家主要生猪养殖企业级别或展望下调。

表 2 2021 年生猪养殖行业发债企业主体级别情况

发行人中文名称	主体级别	评级展望	级别变动方向	最新评级时间
新希望	AAA	稳定	维持	2021-06-17（联合资信）
正邦科技	AA	稳定	下调	2021-12-03（东方金诚）
	AA	稳定	维持	2021-06-28（大公国际）
牧原股份	AA ⁺	负面	下调	2021-12-15（中诚信国际）
温氏股份	AAA	稳定	维持	2021-06-21（联合资信）

注：2021 年 4 月 16 日，惠誉国际将温氏股份展望由稳定调整为负面，维持 BBB⁺主体信用评级；2021 年 8 月 6 日，惠誉国际将温氏股份主体信用评级由 BBB⁺下调至 BBB⁻，展望调整为稳定；2021 年 11 月 5 日，惠誉国际将温氏股份主体信用评级由 BBB⁻下调至 BB⁺，展望调整为负面

资料来源：Wind，联合资信整理

2021 年 12 月 3 日，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）将正邦科技主体信用级别由 AA⁺下调至 AA，展望维持稳定，调整原因为：中国生猪市场价格大幅下滑，正邦科技计提大额存货跌价准备和营业外支出，导致正邦科技 2021 年 1—9 月经营业绩和财务指标同比下降。2021 年 12 月 15 日，中诚信国际信用评级有限责任公司（以下简称“中诚信国际”）将牧原股份评级展望由稳定调整至负面，维持 AA⁺主体信用评级，调整原因为：考虑到 2022 年生猪供应预计充足，短期内价格反弹幅度有限，牧原股份 2021 年三季度出现经营亏损，盈利及获现能力弱化。若生猪价格持续低位震荡，其在短期内的盈利状态难以大幅改善。另外牧原股份近两年投资规模较大，债务持续上升，面临一定资金压力。同时，根据上海票据交易所公示的《持续逾期名单（截至 2021 年 11 月 30 日）》，牧原股份商票逾期事件反映出其在商票管理等内控制度上仍有待提高。

2021 年，受猪周期下行影响，样本企业财务指标表现较差，盈利水平和获现能力下降，为提高财务安全性，平稳度过下行周期，3 家样本企业共发行 5 支信用债券，发行规模合计 299.97 亿元，同比增长 1.11 倍。从发行期限上看，5 支债券发行期限均不少于 3 年，发行票面利率在 0.20%~5.50%之间。剔除可转债，2021 年发行票面利率平均值为 5.20%，同比上升 1.78 个百分点，融资成本高于 2020 年。

表 3 2021 年生猪养殖行业债券发行情况（单位：亿元、年、%）

债券简称	发行人	发行规模	起息日	到期日	发行期限	票面利率	最新主体评级	最新债券评级	最新评级展望
温氏转债	温氏股份	92.97	2021-03-29	2027-03-29	6	0.20	AAA	AAA	稳定
牧原转债	牧原股份	95.50	2021-08-16	2027-08-16	6	0.20	AA ⁺	AA ⁺	负面
希望转 2	新希望	81.50	2021-11-02	2027-11-02	6	0.20	AAA	AAA	稳定
21 希望 Y1	新希望	10.00	2021-06-01	2022-06-01	1+1+N	5.50	AAA	AAA	稳定
21 希望六和 MTN001（乡村振兴）	新希望	20.00	2021-03-19	2026-03-19	3+2	4.90	AAA	AAA	稳定

资料来源：Wind，联合资信整理

2021 年，5 家样本企业共有 4 支债券摘牌兑付，兑付规模 31.00 亿元，较上年到期规模

增加 4.00 亿元。样本企业到期债券均已正常兑付。2021 年，样本企业新发债券规模同比大幅增加，到期规模远小于发债规模，呈现直接融资净流入态势。

表 4 2021 年生猪养殖企业债券兑付情况（单位：亿元、年、%）

证券代码	证券名称	发行规模	起息日	到期日期	发行期限	票面利率	兑付情况
012001818.IB	20 希望六和 SCP001	10.00	2020-05-15	2021-02-09	0.74	2.19	正常兑付
149136.SZ	20 牧原 D1	6.00	2020-06-03	2021-06-03	1.00	3.00	正常兑付
012001882.IB	20 牧原 SCP004	5.00	2020-05-22	2021-02-16	0.74	2.80	正常兑付
101800893.IB	18 牧原 MTN001	10.00	2018-08-17	2021-08-17	3.00	7.00	正常兑付

资料来源：Wind，联合资信整理

四、行业展望

本轮猪周期于 2021 年初进入下行通道，生猪养殖企业面临猪价下行和成本上涨双重压力。考虑到 2021 年末，能繁母猪存栏量仍处于高位，短时间内出清低效产能及需求增长影响有限，预计猪价仍将低位徘徊至 2022 年上半年，此后有望迎来猪周期上行拐点；在生猪养殖企业实现扭亏为盈前，需关注行业内企业信用状况。本轮周期后，抗风险能力较弱的生猪养殖户将进一步出清，生猪养殖行业集中度有望提升，行业格局将有所优化。

上游原材料与成本方面，2021 年冬季，拉尼娜天气抬升中国小麦种植成本及价格，未来一段时间内小麦对玉米的替代作用下降；在目前全球范围内粮食作物种植成本整体提升的背景下，预计 2022 年玉米和豆粕等原料价格下行空间有限。此外，非洲猪瘟疫情等不确定性事件对生猪养殖企业在中间生产过程中的环境保障和疫情防范中的成本控制提出了挑战。

生猪产能和猪肉价格方面，2021 年 6 月末，中国能繁母猪存栏量达到本轮猪周期最高点；2021 年 7 月以来，能繁母猪存栏量虽小幅减少，但截至 2021 年 11 月末仍处于较高水平。由于能繁母猪存栏指标领先于生猪存栏指标约 10~12 个月，预计中国生猪高出栏量情况将延续至 2022 年春夏，与出栏量负相关的猪肉价格届时有望迎来拐点，猪周期出现上行机会。此外，受冬季需求增加及双节临近等因素影响，2021 年四季度猪价小幅回升，短期内可能造成中小养殖户出清低效产能意愿降低；双节消费需求增加对猪价回升支撑力度不足，猪价可能于 2022 年春节后再次下行，生猪出栏量下行及猪价上行拐点或将延迟到来。

行业内企业运营与信用状况方面，在成本高企及猪肉价格低迷的双重背景下，在周期拐点出现后，生猪价格预计在调整在一段时间后反弹至生猪养殖企业盈亏平衡点，届时行业内企业才会陆续实现扭亏为盈。2022 年上半年行业将延续低位调整，考验着行业内企业经营管理能力和资金周转能力，需关注竞争力相对不足企业的信用状况。

政策方面，2021 年以来，国家密集的收储行动和生猪产能调控方案的出台显示了国家在助推生猪产能常态化方面的激励和深入细化调控监测。同时，对规模化猪场的产能监控和支持政策，有利于行业集中度提升，减小周期波动振幅。

行业发展方面，本轮猪下行周期进程中，生猪养殖企业面临亏损程度加深、盈利能力下降、营运现金流紧张和再融资能力弱化等风险；抗风险能力较弱的中小规模养殖户退出市场可能性加大，而具有成本优势的头部猪企度过周期底部的能力更强，并能在周期低谷储备产能、蓄力新周期的盈利增长；因此，生猪养殖行业集中度有望进一步提升，未来猪周期造成的行业波动纵深可以进一步平滑。此外，生猪养殖企业下游的产品形式呈多元化发展，“调

猪向调肉转变”。生猪养殖企业可通过新增屠宰产能以及延伸产业链，或通过兼并、合资、联营等多种方式向食品初加工、深加工纵深发展，并衍生出电商与实体结合、互联网与产业融合、生产者与消费者直接对接等新业态。通过以上方式，有助于生猪养殖企业安全度过猪周期。