



生猪养殖行业观察 及 2022 年下半年信用风险展望

联合资信 工商评级 | 李敬云 | 华艾嘉

2000 年以来，中国经历了五轮猪周期，本轮猪周期从 2018 年开始。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；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、现金流情况恶化及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，行业内呈现直接融资净流入态势；2022 年上半年，行业内企业无新发债券。2021 年末，中国能繁母猪存栏量仍处于较高水平，生猪高出栏量延续至 2022 年第一季度，猪价仍低位徘徊。2022 年 4 月，猪价迎来反弹拐点，2022 年第二季度行业内主要生猪企业亏损幅度环比均有所收窄或实现单季度盈利。预计未来猪价回升态势或将延续，生猪养殖企业有望在 2022 年下半年或 2023 年陆续迎来盈亏平衡点，此前仍需关注行业内抗风险能力和企业信用状况。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。



联合资信评估股份有限公司
China Lianhe Credit Rating Co., Ltd.



一、行业周期回顾

生猪的供需期间错配导致猪价波动，而生猪供给是猪周期形成的关键因素。2000年以来，中国经历了五轮猪周期。

在猪周期运行逻辑中，生猪的供需错配导致猪价波动。中国居民对生猪需求整体保持相对稳定，因而，生猪供给是猪价波动的关键因素。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。当猪价处于上升周期时，养殖盈利提升，母猪存栏增加，预示着未来10~12个月的商品猪供应增幅较大；当需求相对稳定或不足，猪价开始下降，养殖利润减少，养殖户淘汰能繁母猪，能繁母猪存栏下降，产能去化；当能繁母猪产能下降到一定程度时，预示着未来10~12个月商品猪供应减幅较大，可能出现供给不足，猪价触底。因此，每轮猪周期持续时间约3~4年。2000年以来，中国经历了五轮猪周期。

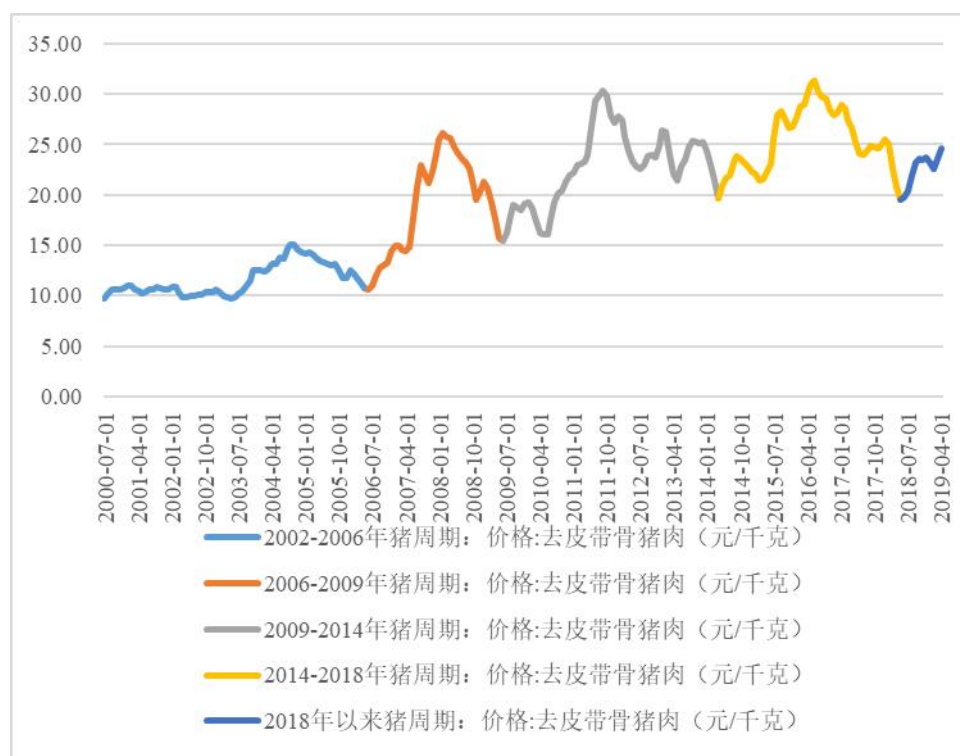
第一轮猪周期为2000—2006年，促成周期拐点的关键事件为3次疫情。2003年5月爆发非典疫情，中国生猪养殖场停摆、宰杀母猪、减少补栏以及交通运输困难导致生猪产能减少。2004年禽流感疫情爆发，猪肉供不应求，猪价进入上行通道，受益于此，生猪养殖行业利润高企，养殖户补栏拉动产能增长。2005年爆发猪链球菌病，猪肉需求降低，叠加前期生猪供给大幅提升，加剧了猪价下行，猪价于2006年中触底。

2006—2009年的第二轮猪周期中，关键事件为蓝猪耳疫病的爆发。2006年猪价已处于阶段性低位，行业大量去化产能，2007年蓝猪耳疫病爆发，前期产能去化叠加疫病导致生猪存栏量急速下降，供需关系反转，猪价进入上行阶段；高利润导致猪价上行持续20个月，同时生猪出栏量持续增长。此后，随着“瘦肉精”和“甲型H1N1流感”等事件相继发生，猪肉需求减少，猪价进入下行阶段。

第三轮猪周期发生于2009—2014年，属于典型的猪周期。本轮猪周期中未发生影响供给的重大外部事件，因此供需矛盾相对不尖锐，整体周期拉长，猪价与产能变动趋势较平缓。

第四轮猪周期为2014—2018年，2014年以来，中国政府陆续出台《环境保护法》《水污染防治行动计划》和《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》等，开始实施严格的环保禁养规定，并提升生猪养殖业的规模化程度，导致大量散养户退出市场，生猪和能繁母猪存栏持续减少。猪价在2014年5月见底以后，一路上行至2016年中旬，其中2015年上半年爆发的猪丹毒疫情起到推波助澜的作用。环保政策影响产能出清及规模化养殖后生猪出栏效率的提升为下一轮猪周期的极端

情况埋下伏笔。



数据来源：中国畜牧业信息网，联合资信整理

图 1.1 中国猪价变动情况

目前，生猪养殖行业正在经历第五轮猪周期。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。

二、行业现状

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；同时，能繁母猪存栏量于 2021 年 6 月末达到本轮猪周期峰值。2022 年以来，受产能去化等因素影响，猪肉价格出现反弹迹象。

（一）产能与产量

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 年末，能繁母猪存栏量回落至 4329 万头，约相当于正常保有量的 104.8%。2022 年以来，中国能繁母猪存栏量持续下降，截至 2022 年 4 月末为 4177 万头，约为正常保有量的 101.9%。根据农业农村部数据，截至 2022 年 5 月末，中国能繁母猪存栏量 4192 万头，系连续 10 个月下降后的首次环比回正；截至 2022 年 7 月末，能繁母猪存栏量已持续增长 3 个月，为 4298.1 万头，相当于正常保有量的 104.8%，处于正常区间。



数据来源：Wind，联合资信整理

图 2.1 中国能繁母猪存栏情况

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 年以来猪价持续下降，市场上生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、二、三、四季

度，中国生猪出栏量分别为 17143 万头、16599 万头、15451 万头和 17935 万头，较上年同期分别增长 30.57%、38.63%、39.41%和 8.58%。2022 年第一季度和第二季度，中国生猪出栏量分别为 19566 万头和 17021 万头，较上年同期分别增长 14.13%和 2.54%。考虑到 2021 年 6 月末为本轮周期能繁母猪存栏量峰值，能繁母猪存栏量决定了未来 10~12 个月生猪出栏量，未来一段时间内生猪出栏量仍将处于高位，但有望在 2022 年下半年迎来拐点。



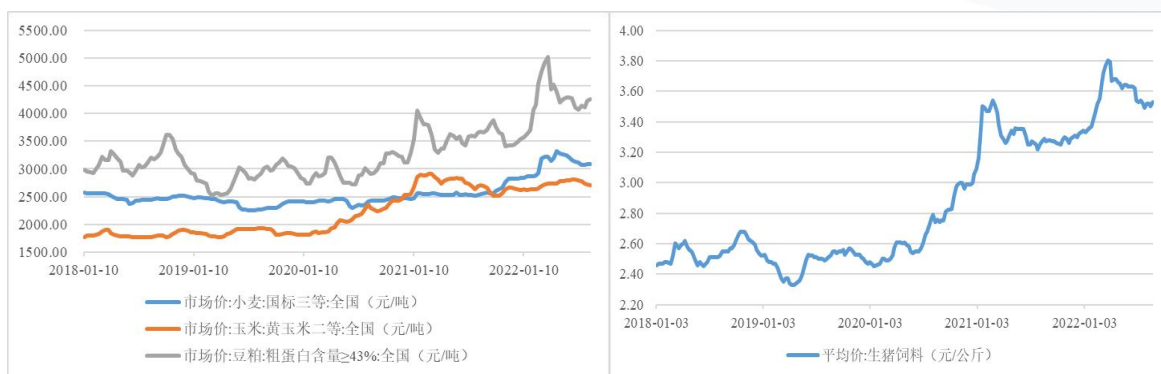
资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.2 中国生猪出栏情况

（二）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 2021 年底，小麦、玉米和豆粕价格分别为 2832.40 元/吨、2624.30 元/吨和 3539.20 元/吨，较年初分别增长 17.72%、44.80%和 26.07%。2022 年以来，受国际局势等因素影响，粮食及饲料价格持续攀升。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。



资料来源：Wind，联合资信整理

资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.3 中国小麦、玉米、豆粕市场价格情况

图 2.4 中国生猪饲料价格情况

生猪养殖行业下游主要是居民肉食消费需求。根据世界经合组织与联合国粮农组织（OECD-FAO）联合发布的 2020 年农业展望报告，中国对猪肉的人均年度消费量为 24.37 千克。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，且在猪肉价低时存在对猪肉消费的更多偏好，因此，供给端基本决定了猪肉价格。

（三）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，并延续下行态势。截至 2022 年 2 月中旬，生猪价格跌破 13 元/公斤。农业农村部生猪产业监测预警首席专家、中国农业科学院农业经济与发展研究所副研究员王祖力表示，未来猪价将呈现震荡上行态势，可能会存在阶段性回调，但整体保持上行趋势；按照 21 世纪以来五轮“猪周期”每轮平均 48 个月（其中生猪价格上行、下行各 24 个月左右）的持续时间计算，本轮“猪周期”自 2020 年 8 月价格触顶后，已持续下行 19 个月，2022 年 3 月价格已处于本轮“猪周期”底部。受益于生猪产能去化，2022 年 4 月以来，猪价已经开始触底回升；截至 2022 年 8 月 26 日，生猪和猪肉周平均价格分别为 22.18 元/公斤和 29.39 元/公斤。



资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.5 中国生猪和猪肉价格情况

三、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，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。2022 年下半年以来，猪价回升，国家投放猪肉储备，以保障供给。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 6 月，中国国家发改委等部门联合印发《完善政府猪肉储备调节机制做好猪肉市场保供稳价工作预案》（以下简称“预案”）。预案指出，对猪肉价格坚持“调高”与“调低”并重，在猪价过高时投放储备猪肉，在猪价过低时启动临时储备，以平抑价格波动。

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;中央冻猪肉储备收储工作共展开了 4 次,累计 8.3 万吨。2022 年上半年,中央收储冻猪肉共 4 次,累计收储量 10.14 万吨。2022 年 9 月,根据华储网发布的《关于 2022 年 9 月 8 日中央储备冻猪肉出库投放竞价交易有关事项的通知》,国家发改委于 2022 年以来首次采取猪肉储备投放措施以稳定猪价。

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。

2022 年 4 月以来,猪价已经开始触底回升,受市场供需变化、生猪产能去化以及养殖户惜售心理影响,截至 2022 年 8 月底,猪价保持回升态势。2022 年 9 月,中国国家发改委投放猪肉储备,增加供给,以应对中秋和国庆双节和秋冬需求旺季。

四、行业内企业运营及信用状况分析

2021 年以来,猪周期下行,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

用级别或展望，但未发生实质性违约；2022 年第二季度，随着猪价回升，样本企业亏损程度较 2022 年第一季度有所收窄，部分猪企实现单季度盈利。2021 年，样本企业新发债券规模同比大幅增加，到期债券规模远小于发债规模，呈现直接融资净流入态势；2022 年 1—8 月，样本企业无新发债券，到期债券规模大于上年同期，呈现直接融资净流出态势。

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“天邦食品”）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。

（一）行业内企业财务表现

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，2021 年，除采用自繁自养模式为主的牧原股份保持盈利外，样本企业均出现不同程度亏损。2022 年以来，受国际形势等因素影响，饲料价格维持高位，生猪养殖行业成本端持续承压。2022 年第一季度，猪价仍处于低位，叠加部分猪企主动或被动淘汰能繁母猪及后备母猪、计提减值准备，样本企业全部发生亏损；2022 年第二季度，受益于产能去化，猪价有所反弹，行业内主要猪企亏损幅度环比有所收窄，部分猪企实现单季度盈利。整体而言，2022 年上半年，样本企业仍持续亏损，但如猪价保持回升态势，猪企有望在下半年或 2023 年迎来盈亏平衡点。

项目	牧原股份	正邦科技	温氏股份	新希望	天邦食品
生猪销售量	4026.30	1492.67	1321.74	997.81	428.00
生猪销售量同比增速	122.25	56.23	38.47	20.27	39.06
现金类资产	121.99	51.63	115.59	149.71	18.71
资产总额	1772.66	465.67	967.88	1327.34	184.91
所有者权益	686.04	34.46	347.49	464.80	37.11
短期债务	347.21	188.01	62.34	214.17	38.61
全部债务	578.23	246.82	410.86	654.64	56.17
资产负债率	61.30	92.60	64.10	64.98	79.93
资产负债率-上年同期	46.09	58.56	40.88	53.06	43.25
全部债务资本化比率	45.74	87.75	54.18	58.48	60.22
营业收入	788.90	476.70	649.54	1262.62	105.07
营业收入-上年同期	562.77	491.66	749.24	1098.25	107.64

利润总额	76.11	-190.79	-131.44	-90.91	-43.99
利润总额-上年同期	303.73	59.91	79.72	61.64	32.52
销售毛利率	16.74	-25.18	-8.32	1.60	-17.75
流动比率（倍）	0.62	0.48	1.81	0.94	0.40
经营活动产生的现金流净额	162.95	-22.04	7.66	5.01	-5.56
经营活动产生的现金流净额-上年同期	231.86	45.53	84.65	56.58	44.53

资料来源：Wind，联合资信整理

表 4.1 样本企业 2021 年相关数据（单位：亿元、%、万头）

现金流方面，2021 年，受益于第四季度猪价小幅回升，除正邦科技和天邦食品经营活动现金流同比由净流入转为净流出，其他样本企业经营活动净现金流入量均大幅收窄，但保持为正。2022 年上半年，除牧原股份因生猪价格下降、盈利能力弱化导致经营活动现金净流入量大幅下降外，其他样本企业通过采取降本增效、减少经营活动费用支出、调整结算方式等措施，经营活动现金净流出规模均有所收窄甚至转正。

项目	牧原股份	正邦科技	温氏股份	新希望	天邦食品
生猪销售量	3128.00	484.52	800.59	684.82	207.90
生猪销售量同比增速	79.39	-30.75	70.80	53.51	12.30
现金类资产	136.32	18.77	82.21	124.46	12.35
资产总额	1816.54	375.28	951.66	1352.09	191.68
所有者权益	608.87	-10.82	326.42	385.45	40.87
短期债务	441.42	176.63	64.57	341.24	39.68
全部债务	660.71	236.81	412.15	765.01	51.73
资产负债率	66.48	102.88	65.70	71.49	78.68
资产负债率-上年同期	53.09	68.57	56.47	62.93	66.21
全部债务资本化比率	52.04	104.79	55.80	66.50	55.86
营业收入	442.68	100.78	315.35	623.30	39.26
营业收入-2021 年上半年	415.38	266.79	306.30	615.19	56.06
利润总额	-74.22	-48.67	-34.31	-50.24	5.86 ¹
利润总额-2021 年上半年	111.50	-14.08	-22.78	-27.00	-6.27
利润总额-2021 年第四季度单季	-20.78	-112.53	-36.82	-34.22	-17.26
利润总额-2022 年第一季度单季	-57.84	-26.61	-38.72	-34.13	-6.71
利润总额-2022 年第二季度单季	-16.38	-22.06	4.41	-16.11	12.57
销售毛利率	-9.49	-18.16	-0.90	0.43	2.58
流动比率（倍）	0.57	0.32	1.67	0.72	0.43
经营活动产生的现金流净额	1.90	-11.98	6.96	-11.34	3.06
经营活动产生的现金流净额-上年同期	131.98	-38.43	-27.12	-45.97	-1.23

资料来源：Wind，联合资信整理

¹ 根据天邦股份发布的《2022 年半年度报告》，2022 年上半年天邦股份利润总额为正，主要系转让子公司股权产生的投资收益，扣除非经常性损益后利润总额为负，主要系生猪养殖业务亏损所致。

表 4.2 样本企业 2022 年上半年相关数据（单位：亿元、%、万头）

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 年以来，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，截至 2021 年底，样本企业资产负债率较上年底均有所提升，其中正邦科技和天邦食品上升幅度最大。截至 2022 年 6 月底，除天邦食品资产负债率较上年底略有下降外，其他样本企业资产负债率均有所上升；位于行业前列地位的温氏股份和新希望现金类资产规模较大，抗风险能力较突出。

（二）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，2 家样本生猪养殖企业级别或展望下调。2022 年 1—8 月，4 家样本生猪养殖企业公开且有效期内的级别分布为 A~AAA，1 家样本企业级别和展望有所下调。

发行人中文名称	主体级别	评级展望	级别变动方向	评级时间
新希望	AAA	稳定	维持	2022-06-24（联合资信）
正邦科技	AA	稳定	下调	2021-12-03（东方金诚）
	AA-	负面	下调	2022-06-29（东方金诚）
	AA-	负面	下调	2022-03-16（大公国际）
	A	负面	下调	2022-06-29（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	2022-06-15（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

表 4.3 2021 年和 2022 年 1—8 月生猪养殖行业样本企业发债主体级别变更情况

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。2022 年 6 月 29 日，东方金诚将正邦科技主体信用等级下调至 AA⁻，展望调整为负面，调整原因为：2021 年，玉米、豆粕等原材料价格上涨，正邦科技饲料加工业务获利能力下降；2021 年以来，生猪价格持续回落，叠加死淘能繁母猪及后备母猪，产能利用率较低造成空置栏舍折旧、清退低效及不经济的租赁场形成损失，以及长江以北疫情导致猪只死亡等因素影响，正邦科技利润大幅亏损；正邦科技债务规模较大，债务结构仍以短期有息债务为主，受

制于经营亏损，所有者权益大幅下降，资产负债率达 97%；正邦科技控股股东及一致行动人持有正邦科技股份质押比例高，且存在被司法冻结及司法再冻结、被动减持的情况，未来若股价进一步下跌，或存在平仓风险。

2022 年 3 月 16 日，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公国际”）将正邦科技主体信用等级由 AA 下调至 AA-，展望由稳定调整为负面，调整原因为：生猪市场价格的大幅波动等因素导致正邦科技利润大幅亏损、盈利能力恶化，同时短债压力上升，面临一定经营和流动性压力。2022 年 6 月 29 日，大公国际将正邦科技主体长期信用等级下调至 A，展望维持负面，调整原因为：2021 年以来，正邦科技股权结构经历多次复杂变动，或将对其经营管理的稳定性产生一定影响；中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，正邦科技养殖业务的盈利能力大幅下降，利润水平出现大幅亏损，流动资金紧张，短期有息债务规模及占比增长较快且处于较高水平，面临较大短期偿付压力；正邦科技及其子公司涉诉金额规模较大，存在一定或有风险。

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，除永续期债券“21 希望 Y1”外 4 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。2022 年上半年，受制于不利的融资环境，样本生猪养殖企业未新发行债券。

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

表 4.4 2021 年和 2022 年 1—8 月生猪养殖行业债券发行情况（单位：亿元、年、%）

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。

2022 年 1—8 月，5 家样本企业共有 4 支债券摘牌兑付，兑付规模 43.00 亿元，较上年同期到期规模增加 34.78 亿元。样本企业到期债券均已正常兑付。由于 2022 年以来样本企业无新发债券，样本生猪养殖企业呈直接融资净流出态势。

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（当期）	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
112849.SZ	19 牧原 01	8.00	2019-01-22	2022-01-22	3.00	7.00	正常兑付
112539.SZ	17 温氏 02	20.00	2017-07-04	2022-07-04	5.00	3.00	正常兑付
112506.SZ	17 温氏 01	5.00	2017-03-20	2022-03-20	5.00	3.10	正常兑付
149492.SZ	21 希望 Y1	10.00	2021-06-01	2022-06-01	1.00	5.50	正常兑付

资料来源：Wind，联合资信整理

表 4.5 2021 年和 2022 年 1—8 月生猪养殖企业债券兑付情况（单位：亿元、年、%）

五、2022 年下半年行业展望

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。2021 年末，中国能繁母猪存栏量仍处于较高水平，生猪高出栏量延续至 2022 年第一季度，猪价仍低位徘徊；2022 年 4 月，猪价迎来反弹拐点，第二季度行业内主要生猪企业亏损幅度环比均有所收窄或实现单季度盈利。预计猪价回升态势或将延续，生猪养殖企业有望在 2022 年下半年或 2023 年陆续迎来盈亏平衡点，此前仍需关注行业内抗风险能力和企业信用状况。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年末仍为正常保有量的104.8%，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，中国生猪高出栏量情况延续至2022年第一季度，2022年4月，与出栏量负相关的猪价迎来反弹拐点。预计2022年下半年，随着生猪产能下行，供需情况收紧，考虑到受秋冬需求增加及中秋、十一节假日临近等因素影响，猪价回升态势有望持续。但猪价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，另外2022年9月8日中国国家发改委于年内首次采取猪肉储备投放措施以稳定猪价，猪价回升速度或将被抑制。

行业内企业运营与信用状况方面，2021年以来，成本高企叠加猪肉价格低迷，考验着行业内企业经营管理和资金周转能力。2022年，第一季度行业内企业延续低位调整，第二季度亏损幅度普遍环比收窄或实现单季度盈利；如猪价回升态势延续，生猪养殖企业有望在2022年下半年或2023年迎来盈亏平衡点，届时行业内企业才会陆续实现扭亏为盈。猪价回升调整阶段，仍需关注抗风险能力相对不足的企业的信用状况。

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。2022年上半年，中央收储冻猪肉共4次，累计收储量10.14万吨。2022年9月，国家发改委于2022年以来首次采取猪肉储备投放措施以应对中秋和国庆双节和秋冬需求旺季，增加供给，稳定猪价。国家的宏观调控政策是猪周期向合理区间回归的重要推力。

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。

参考文献

[1]程一胜、赵琳. 国海证券生猪系列报告之一：猪周期与存栏[R].

联系人

投资人服务 010-85679696-8759 chenye@lhratings.com

相关研究

[【生猪养殖行业系列研究】生猪养殖行业观察及 2022 年信用风险展望](#)

免责声明

本研究报告著作权为联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“联合资信评估股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究报告的，联合资信将保留向其追究法律责任的权利。

本研究报告中的信息均来源于公开资料，联合资信对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本研究报告所载的资料、意见及推测仅反映联合资信于发布本研究报告当期的判断，仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。

在任何情况下，本研究报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。联合资信对使用本研究报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。