



2022年乐山巨星农牧股份有限公司公开发 行可转换公司债券2022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員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。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

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，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。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。

本评级报告及评级结论仅适用于本期证券，不适用于其他证券的发行。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：



2022年乐山巨星农牧股份有限公司公开发行可转换公司债券 2022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
巨星转债	AA-	AA-

评级观点

- 中证鹏元维持乐山巨星农牧股份有限公司（以下简称“巨星农牧”或“公司”，股票代码“603477.SH”）的主体信用等级为 AA-，维持评级展望为稳定；维持“巨星转债”的信用等级为 AA-。
- 该评级结果是考虑到：2021 年公司生猪养殖业务规模扩张较快，盈利能力在同行业中表现较为优异；公司饲料以及皮革生产业务一定程度分散了主业经营风险。同时中证鹏元也关注到，生猪养殖业务面临的外部环境波动较大，2022 年一季度公司净利润转亏，需关注猪价变动对公司后续业绩影响情况；公司仍面临较大的成本管控压力，面临一定的商誉减值风险，项目建设面临较大的经营风险以及资金压力；负债水平快速提高，整体债务偿还压力加大等风险因素。

未来展望

- 预计公司营业收入将保持相对稳定。综合考虑，中证鹏元给予公司稳定的信用评级展望。

评级日期

2022 年 6 月 21 日

联系方式

项目负责人：杨培峰
yangpf@cspengyuan.com

项目组成员：陈俊松
chenjs@cspengyuan.com

联系电话：0755-82872897

公司主要财务数据及指标（单位：亿元）

项目	2022.3	2021	2020	2019
总资产	59.37	60.16	42.95	14.24
归母所有者权益	29.79	32.89	26.60	8.52
总债务	17.86	16.11	9.83	3.09
营业收入	7.35	29.83	14.39	5.56
EBITDA 利息保障倍数	--	10.14	14.28	6.05
净利润	-3.11	2.67	1.33	0.40
经营活动现金流净额	-0.90	1.55	3.73	0.55
销售毛利率	-11.81%	18.99%	30.65%	16.32%
EBITDA 利润率	--	20.62%	26.39%	13.03%
总资产回报率	--	6.30%	4.84%	4.11%
资产负债率	49.15%	44.68%	36.96%	38.35%
净债务/EBITDA	--	1.86	1.47	0.54
总债务/总资本	37.31%	32.68%	28.03%	26.03%
FFO/净债务	--	44.38%	57.01%	29.99%
速动比率	0.37	0.46	0.54	0.85
现金短期债务比	0.42	0.60	0.59	0.92

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

优势

- **2021 年公司生猪养殖业务规模扩张较快，盈利能力在同行业中表现较为优异。**2021 年生猪市场价格下滑、市场需求快速提升，且受益于公司业务在四川省具有区域性优势，公司生猪养殖规模不断扩大，2021 年公司生猪养殖收入增长较快；因完善的产业链优势，公司生猪成本具有一定优势以及销售结构中种猪及仔猪毛利率较高，当年公司盈利能力在同行中处于相对较高水平，且实现一定规模的盈利。
- **2022 年一季度公司饲料以及皮革生产业务维持盈利，一定程度上分散了主业经营风险。**2022 年一季度受生猪价格继续下行影响，生猪养殖业务出现亏损，但饲料以及皮革生产业务维持盈利，在一定程度上分散了经营风险。

关注

- **生猪养殖业务面临的外部环境波动较大，2022 年一季度公司净利润转亏，需关注猪价变动对公司后续业绩影响情况。**生猪养殖行业属于强周期性行业，随着生猪养殖规模的扩大，公司面临的周期性风险加大，2022 年一季度生猪价格跌破销售成本，公司生猪养殖业务出现亏损，当期末计提一定规模的资产减值损失，使得净利润转亏，未来需关注猪价变动对公司后续业绩影响情况。
- **公司仍面临较大的成本管控压力。**由于玉米、豆粕等原材料价格有所上涨，且公司未能有效地将成本传导给下游客户，2021 年公司饲料业务毛利率同比有所下降，且进一步推高公司生猪养殖成本；2022 年以来原材料价格继续走高的趋势使得公司仍面临较大成本管控压力，进一步压缩生猪养殖盈利空间。
- **公司面临一定的商誉减值风险。**公司收购巨星农牧有限公司（以下简称“巨星有限”）后形成的商誉规模较大，若未来巨星有限实际运营业绩不及交易评估时的预期，则公司将面临商誉减值风险。
- **公司项目建设面临较大的经营风险以及资金压力。**截至 2021 年末，公司主要在建项目总投资较大，在建产能释放时猪价具有不确定性，面临较大的经营风险；在建项目尚需投资规模较大，资金缺口主要依赖于外部融资，资金压力较大。
- **公司债务负担明显上行，整体债务偿还压力加大。**2021 年至 2022 年 3 月末公司资产负债率快速上行，总债务规模大幅增长，短期债务占比仍较高，期末现金短期债务比较低，偿债压力加大。

同业比较

指标名称	巨星农牧	牧原股份	新希望	温氏股份	天邦股份
资产总计（亿元）	60.16	1,772.66	1,327.34	967.88	184.91
营业收入（亿元）	29.83	788.90	1,262.62	649.54	105.07
净利润（亿元）	2.67	76.39	-95.03	-135.48	-44.73
销售毛利率（%）	18.99	16.74	1.60	-8.32	-17.75
资产负债率（%）	44.68	61.30	64.98	64.10	79.93
流动比率	1.23	0.62	0.94	1.81	0.40

注：以上各指标均为 2021 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

本次评级适用评级方法和模型

评级方法/模型名称	版本号
工商企业通用信用评级方法和模型	cspy_ffmx_2021V1.0
外部特殊支持评价方法	cspy_ff_2019V1.0

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	行业风险	3	财务状况	杠杆状况	较小
	经营状况	中等		净债务/EBITDA	6
	经营规模	4		EBITDA 利息保障倍数	7
	产品、服务和技术	5		总债务/总资本	6
	品牌形象和市场份额	4		FFO/净债务	6
	经营效率	4		杠杆状况调整分	-2
	业务多样性	3		盈利状况	强
			盈利趋势与波动性	中等	
			盈利水平	4	
业务状况评估结果		中等	财务状况评估结果		较小
指示性信用评分					aa-
调整因素		无	调整幅度		0
独立信用状况					aa-
外部特殊支持调整					0
公司主体信用等级					AA-

历史评级关键信息

主体评级	债项评级	评级日期	项目组成员	适用评级方法和模型	评级报告
AA-/稳定	AA-	2021-9-27	杨培峰、陈俊松	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0) 、 外部特殊支持评价方法 (cspy_ff_2019V1.0)	阅读全文

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
巨星转债	10.00	10.00	2021-9-27	2028-4-25

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2022年4月发行6年期10亿元可转换公司债券，募集资金计划用于德昌巨星生猪繁育一体化项目和补充流动资金。截至2022年5月30日，“巨星转债”募集资金专项账户余额为8.90亿元。

三、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、注册资本、控股股东及实际控制人均未发生变化，2022年3月末公司控股股东仍为四川和邦投资集团有限公司（以下简称“和邦集团”），实际控制人仍为贺正刚，股权结构图详见附录二。2022年3月末和邦集团、贺正刚未解押股权质押数量分别为7,680万股、1,960万股，分别占其所持公司股份总数的59.23%、92.41%，分别占总股本的15.18%、3.87%。2022年3月末公司前十大股东明细如下表所示。

表1 截至 2022 年 3 月末公司前十大股东明细

股东名称	持股数量（万股）	占总股本比例（%）
四川和邦投资集团有限公司	12,965.41	25.62
四川巨星企业集团有限公司	12,349.82	24.40
贺正刚	2,121.00	4.19
财通价值动量混合型证券投资基金	1,262.54	2.49
中欧远见两年定期开放混合型证券投资基金	566.78	1.12
中欧时代先锋股票型发起式证券投资基金	490.56	0.97
嘉实农业产业股票型证券投资基金	459.93	0.91
中欧新蓝筹灵活配置混合型证券投资基金	442.32	0.87
财通成长优选混合型证券投资基金	411.80	0.81
广发策略优选混合型证券投资基金	386.33	0.76

资料来源：公司 2022 年第一季度报告，中证鹏元整理

2022年3月，根据公司公布的《第三届董事会第二十三次会议决议公告》，公司董事左英女士因到龄退休，将不再担任公司董事职务；公司董事会同意选举蒋思颖女士为非独立董事同时提交公司股东大会进行审议。2022年4月，该事项经公司2021年年度股东大会表决通过。

2021年及2022年1-3月新纳入公司合并范围的子公司有2家，无不再纳入合并范围的子公司，详见下表。2022年3月末公司合并范围内子公司数量共42家，详见附录四。

表2 2021 年及 2022 年 1-3 月新纳入公司合并范围的子公司情况（单位：万元）

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式	年份
大城巨星农牧有限公司	100.00%	1,000.00	畜禽养殖、销售	投资设立	2021年
安徽巨星农牧有限公司	100.00%	500.00	畜禽养殖、销售	投资设立	2022年

资料来源：公司提供

四、运营环境

宏观经济和政策环境

2021年我国经济呈现稳健复苏态势，2022年稳增长仍是经济工作核心，“宽财政+稳货币”政策延续，预计全年基建投资增速有所回升

2021年，随着新冠疫苗接种的持续推进以及货币宽松政策的实施，全球经济持续复苏，世界主要经济体呈现经济增速提高、供需矛盾加剧、通胀压力加大、宽松货币政策温和收紧的格局。我国坚持以供给侧结构性改革为主线，统筹发展和安全，继续做好“六稳”、“六保”工作，加快构建双循环新发展格局，国内经济呈现稳健复苏态势。2021年，我国实现国内生产总值（GDP）114.37万亿元，同比增长8.1%，两年平均增长5.1%，国民经济持续恢复。分季度来看，一至四季度分别增长18.3%、7.9%、4.9%、4.0%，GDP增速逐季度放缓。

从经济发展的“三驾马车”来看，整体呈现外需强、内需弱的特征，出口和制造业投资托底经济。固定资产投资方面，2021年全国固定资产投资同比增长4.9%，两年平均增长3.9%，其中制造业投资表现亮眼，基建投资和房地产投资维持低位，严重拖累投资增长。消费逐步恢复，但总体表现乏力，全年社会消费品零售总额同比增长12.5%，两年平均增长3.9%，疫情对消费抑制明显。对外贸易方面，在全球疫情反复情况下，海外市场需求强劲，我国防疫措施与产业链稳定性的优势持续凸显，出口贸易高速增长，全年进出口总额创历史新高，同比增长21.4%，其中出口增长21.2%，对经济的拉动作用较为显著。

2021年以来，央行稳健的货币政策灵活精准、合理适度，综合运用多种货币政策工具，保持流动性总量合理充裕、长中短期供求平衡。积极的财政政策精准实施，减税降费、专项债券、直达资金等形成“组合拳”，从严遏制新增隐性债务，开展全域无隐性债务试点，促进经济运行在合理区间和推动高质量发展。得益于经济恢复性增长等因素拉动，2021年全国一般公共预算收入20.25万亿元，同比增长10.7%；财政支出保持较高强度，基层“三保”等重点领域支出得到有力保障，全国一般公共预算支出24.63万亿元，同比增长0.3%。

2021年，基建投资因资金来源整体偏紧、地方项目储备少、资金落地效率低等因素持续低迷，全年基建投资同比增速降至0.4%，两年平均增速为0.3%。其中基建投资资金偏紧主要体现为公共预算投资基建领域的比例明显下降，专项债发行偏晚、偏慢且投向基建比重下滑，以及在地方政府债务风险约束下，隐性债务监管趋严、非标融资继续压降等。

2022年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更

趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0% 左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业环境

玉米价格高位运行，豆粕价格走高，饲料生产企业成本端承压，饲料行业市场份额预计进一步集中

国内饲料行业的原材料主要为玉米和豆粕等，其价格波动对饲料价格影响较大。受养殖需求端对饲料销量带动以及玉米深加工企业补库的刚需增大影响，玉米价格在经历一段时间的持续上涨后，2021 年持续呈震荡态势，但仍处于高位。伴随国际动荡形势对玉米种植、出口等负面冲击，玉米价格存在继续上升的可能。受大豆主产区减产预期、供需关系及俄乌冲突等多因素影响，2022 年一季度豆粕价格快速震荡走高。

图1 玉米价格高位运行、豆粕价格震荡走高



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

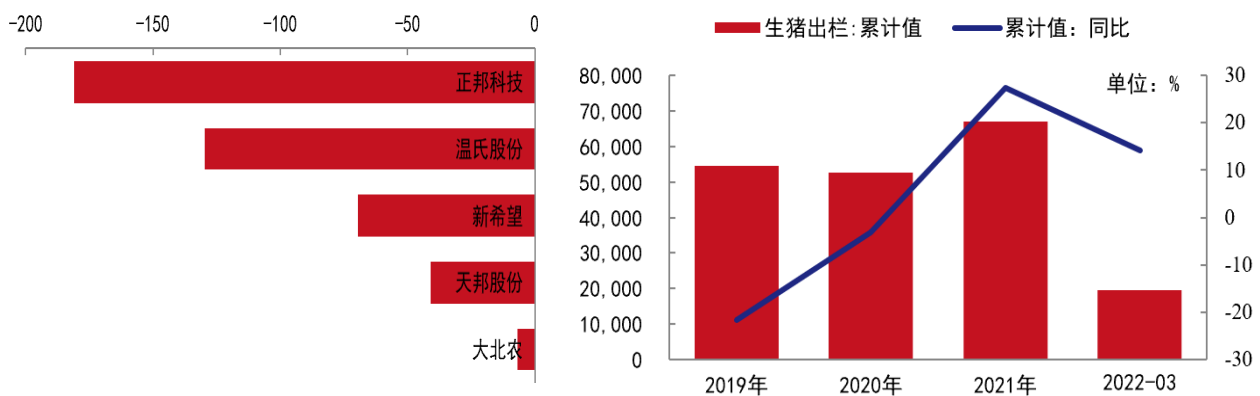
2022 年以来豆粕等饲料原料成本上升，叠加玉米价格持续高位运行，没有规模优势和配方研发储备优势的中小企业面临下游养殖行业的低迷将加速退出，市场份额有望进一步向头部集中。规模较大的饲料生产企业新希望、正邦科技及海大集团面临竞争环境有望进一步优化，市场占有率有望提升。

在供需失衡下，国内生猪价格及行业景气度下滑，养殖企业大面积亏损，在持续去产能以及政策支持的推动下，生猪价格有望底部回升，短期内行业亏损格局有望收窄

我国生猪养殖行业呈现周期性特征，生猪价格周期性波动明显。2021 年以来我国生猪产能逐步恢复，生猪出栏量同比大幅上涨。在供需失衡下，生猪价格进入快速下行通道，由 35 元/千克骤降至 11 元/千克，并于下半年低位筑底运行。生猪价格持续低迷，直接导致了生猪养殖行业大面积亏损，生猪产能持续去化。

图 2 2021 年生猪养殖企业营业利润大面积 **图 3 生猪出栏量增长快 (单位: 万头)**

亏损（单位：亿元）



资料来源：Wind，中证鹏元整理

资料来源：Wind，中证鹏元整理

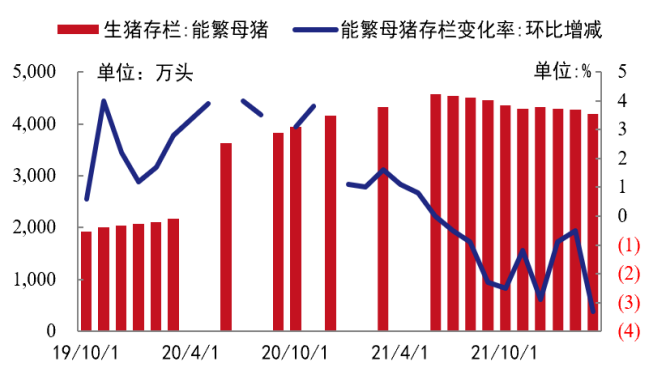
2021年7月份以来，我国能繁母猪数量持续下降，2022年4月末全国能繁母猪存栏量4,177.3万头，环比下降0.2%，已连续10个月环比下降。此外，2021年9月23日，农业农村部发布《生猪产能调控实施方案（暂行）》，制定生猪生产逆周期调控政策，以能繁母猪存栏量变化率为生猪产能核心调控指标，明确“十四五”期间能繁母猪保有量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在4,100万头左右，最低保有量不低于3,700万头。目前国内能繁母猪产能逐渐趋于正常保有量，行业过剩的局面逐渐得到改善。受国内散点疫情反复、国际大宗商品高位波动，叠加新一轮“猪周期”开启，下半年猪肉价格将趋于回升，行业持续亏损的现状有望缓解。

图4 2021年下半年生猪价格低位震荡

图5 能繁母猪持续去产能



资料来源：Wind，中证鹏元整理



注：空白部分的数据未获取。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

中长期来看，国内生猪市场价格的周期性波动，主要是受到散养户、小规模养殖企业的进入、退出的影响所致。实力较强的养殖企业凭借规模优势，其抵抗周期性波动风险的能力相对较强，生猪价格的周期性波动，会对其短期盈利能力造成影响，从长期来看周期波动更加有利于其发展。其次，动物疫情及环保管控压力对生猪养殖户的防疫及环保水平提出了更高的要求，倒逼中小散户退出养殖，产业链较为完整的大型生猪养殖企业逐步扩大市场份额。

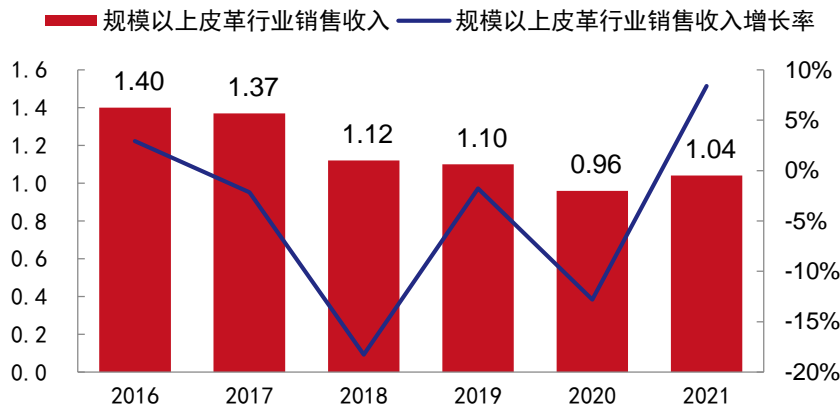
四川省是养猪大省，生猪出栏量连续多年位居全国前列，根据国民经济和社会发展统计公报，2019年、2020年四川省生猪出栏量分别为4,852.60万头和5,614.40万头，约占全国生猪出栏量的8.92%和10.65%。根据《全国生猪生产发展规划（2016-2020年）》对未来全国生猪发展的布局规划，四川省属于重点发展区，是我国猪肉供给的核心区域之一，主要任务是依托现有发展基础，加快产业转型升级，提高规模化、标准化、产业化、信息化水平，加强粪便综合利用，完善良种繁育体系。

近年来皮革产量虽有所提高，但价格呈下降趋势，导致规上皮革企业销售收入减少

皮革行业为可再生资源产业，是畜牧业的延伸，是循环经济重要的一环。近年来，世界经济增速持续下滑，国际贸易与投资增长表现不佳，中国规模以上皮革产量保持下降趋势。从产业区域分布情况来看，中国皮革产量主要集中在福建、四川、河北、广东、山东、浙江等地区。近年我国制革企业70%的企业集中在沿海一带，如福建、浙江、广东等省份，但以小型企业为主体，形成规模的大型企业较少，生产集中度较低。目前该行业正在由生产集中度较低、企业规模较小、数量较多的状况，向区域化产业集群、大企业主导、中小企业专业化分工、上下游产业紧密链接的格局发展，已初步形成上中下游产品相互配套、专业化强、分工明确、特色突出、对拉动当地经济起着重要作用的产业集群地区。

2019年中国皮革产量触底反弹，2020-2021年不断增长，2021年中国皮革产量达到5.97亿平方米，同比增长4.0%。中国皮革协会于2021年8月31日印发《皮革行业“十四五”高质量发展指导意见》，到2025年皮革行业的发展目标是保持皮革行业主要产品产销量的平稳增长，稳定出口，扩大内需；规模以上企业科技研发（R&D）投入年均增长10%，专利数量年均增长10%；不断提高全行业质量水平，持续优化标准供给，强化标准引领作用。鼓励行业企业积极参与标准制定工作，组织制修订国家标准、行业标准、团体标准100项以上，皮革国际标准采标率从92%提高到95%。

从海宁皮革价格指数情况来看，2019年以来整体保持下降趋势，2022年4月指数为71.21。2016-2019年，中国规上皮革企业销售收入缓慢减少；2020年受新冠疫情影响，当年销售收入同比下降12.80%；2021年，全行业规模以上企业的营业收入为1.04亿元，较2020年略有回升，但仍低于2019年收入规模。

图 6 近年规模以上皮革企业销售收入缓慢减少（单位：亿元）


资料来源：中国皮革协会，中证鹏元整理

五、经营与竞争

公司主要从事皮革销售业务以及生猪、商品鸡养殖销售、饲料销售业务。跟踪期内，生猪养殖规模扩大，销售收入大幅增长，但受生猪价格持续走低，毛利率有所下滑，但在同行中处于较高水平；受生猪价格继续下行影响，2022年一季度公司生猪养殖业务亏损。2021年饲料销售收入有所增长，但饲料原材料成本上升且未能有效传导至下游客户的影响，盈利能力有所下降。公司压降成本的同时加大高盈利产品的销售，推动公司2021年皮革产品收入和盈利能力上升。2022年一季度公司饲料以及皮革生产业务维持盈利，一定程度上分散了主业经营风险。2021年商品鸡销售规模也有所增长，但未能实现盈利，2022年一季度亏损程度有所收窄。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（分产品）（单位：万元）

项目	2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
生猪	179,215.87	26.21%	66,503.74	58.21%
饲料	51,915.68	7.92%	21,365.00	15.00%
皮革产品	49,545.89	16.56%	43,253.25	7.02%
商品鸡	16,667.64	-17.74%	8,644.69	-17.13%
其他	947.19	33.66%	4,152.38	15.49%
合计	298,292.27	18.99%	143,919.06	30.65%

注：公司将巨星有限 2020 年 7-12 月财务数据并入合并范围。

资料来源：公司 2020-2021 年年度报告，中证鹏元整理

1、生猪板块

受市场需求提振，2021年公司生猪销量快速增长；在生猪市场价格下降及饲料成本上升的双重影响下，公司生猪销售毛利率大幅下滑，但因销售结构不同，公司盈利能力在同行中处于较好水平；

2022年一季度生猪养殖业务转亏，后续业绩走势存在不确定性

2021年公司生猪销售收入同比大幅增长，主要系销量的快速增长所致。具体来看，2021年公司生猪销售量大幅增长，一方面受生猪市场价格下滑市场需求快速提升且公司业务在四川省具有区域性优势所致，同时前期公司产能的快速扩张较大程度上支撑了公司销售量增长势头。从毛利率来看，2021年二季度以来生猪市场价格不断下行，使得2021年公司生猪销售单价下降较多，叠加全年饲料成本上升的影响，2021年公司生猪销售毛利率下降明显。

表4 公司生猪销售收入情况

项目	2021年	2020年
生猪销售收入（万元）	179,215.87	109,725.02
销售毛利率	26.21%	61.77%
销售量（万头）	87.10	31.50
销售单价（元/头）	2,058	3,483

注：为了数据具有可比性，2020年为全年数据（包括巨星有限被收购前的经营数据）。

资料来源：公司提供

尽管2021年公司生猪销售业务毛利率较2020年大幅下滑，但仍在同行业中处于较高水平，主要受收入结构不同所致。从公司收入结构来看，公司不但对外销售育肥猪，并且在种猪、仔猪满足自身需求后也对外出售，由于三个产品不同的市场供需关系，三个产品销售毛利率差异较大，种猪、仔猪的毛利率远高于育肥猪。2021年公司肥猪收入占生猪收入的占比为70.64%，同期公司种猪、仔猪销售收入占生猪收入比重的29.36%，是公司生猪销售的重要组成部分。公司种猪、仔猪的销售毛利率较高，主要系公司引进的种猪较为优质，选取了生长速度快、饲料转化率高、肉质性状好和适应性强的父系种猪以及繁殖性能好的母系种猪，使得公司对外销售的种猪及其所产的仔猪具备有一定的市场竞争力所致。

公司种猪、仔猪客户主要为同行业大型生猪养殖企业，该类企业为短期内快速扩充养殖规模，单纯通过其自繁自养形式扩充种猪、仔猪群体的周期较长，只有对外采购高质量种猪、仔猪才可满足时间要求。2021年公司主要种猪客户包括双胞胎畜牧集团有限公司、厦门农业发展有限公司、温氏股份（300498.SZ）、新希望（000876.SZ）、陕西皮埃西种猪改良有限公司、傲农生物（603363.SH），合计占公司种猪销售比例为82%；主要仔猪客户（合并口径）为双胞胎畜牧集团有限公司、温氏股份（300498.SZ），合计占公司种猪、仔猪销售比例为81%。此外，2021年上半年生猪价格较高期间公司对外销售了大量种猪、仔猪，提升了公司生猪销售毛利率。

表5 2021年生猪养殖行业主要上市公司财务指标情况

指标名称	巨星农牧	牧原股份	新希望	温氏股份	天邦股份
资产总计（亿元）	60.16	1,772.66	1,327.34	967.88	184.91
营业收入（亿元）	29.83	788.90	1,262.62	649.54	105.07
净利润（亿元）	2.67	76.39	-95.03	-135.48	-44.73
销售毛利率（%）	18.99	16.74	1.60	-8.32	-17.75
资产负债率（%）	44.68	61.30	64.98	64.10	79.93

流动比率	1.23	0.62	0.94	1.81	0.40
------	-------------	------	------	------	------

注：以上各指标均为 2021 年数据。

资料来源：Wind，中证鹏元整理

综合来看，2021年公司生猪业务盈利能力下降明显，但因销售结构中种猪及仔猪毛利率较高，在同行业中处于较高水平。2022年一季度猪价继续保持下降趋势，公司以肥猪销售为主的生猪养殖业务出现亏损，公司生猪养殖业务盈利情况跟生猪价格的相关性较强，后续业绩走势存在不确定性。

表6 公司生猪销售收入情况（单位：万头、万元）

项目	销量	营业收入	毛利率
种猪	6.84	37,030.48	65.41%
仔猪	19.17	15,587.39	60.03%
肥猪	61.09	126,598.00	10.57%
合计	87.10	179,215.87	26.21%

资料来源：《巨星农牧关于上海证券交易所对公司 2021 年度报告的信息披露监管工作函的回复公告》

2021年公司生猪养殖产能和产量均增长较快，但产能利用率仍不高；受生猪价格行情低迷的影响，公司暂缓推进大额的在建项目；公司生猪成本具有一定优势，但饲料成本上升对公司生猪养殖成本造成了一定不利影响

公司大部分生猪养殖均采用紧密型“公司+农户”模式，少部分采用自主养殖模式。2021年末公司已在成都、广元、泸州、宜宾、眉山、乐山、雅安、攀西、平塘等地建立了多个生猪养殖基地、19个标准化种猪场。考虑到2020年全国生猪价格保持较高价位运行，公司在2020年7月收购巨星有限后重点发展生猪养殖业务，一方面通过生猪养殖基地的投产提高自营场的种猪及商品猪产能，一方面公司新签约代养户增加代养商品猪的规模，使得产能增长明显，但产量未能达到预期。2021年公司产能及产量呈现较快扩张，产能利用率水平仍不高。

表7 公司生猪养殖产能及产量情况

项目	2021 年	2020 年
产能（万头/年）	155.98	59.42
产量（万头）	87.10	31.50
产能利用率	55.84%	53.01%

注：为了数据具有可比性，2020 年为全年数据（包括巨星有限被收购前的经营数据）。

资料来源：公司提供

公司原计划投资建设的生猪养殖项目投资较大，但生猪价格行情持续低迷，未见明显好转，公司也延缓了部分生猪养殖项目的建设。大部分已投入部分资金的项目未完全按预期实现收益，对公司部分资金形成较长时间的占用，中证鹏元将持续关注公司在建项目的推进情况以及收益实现情况。

表8 2021 年末公司主要在建生猪养殖项目情况（单位：亿元）

项目名称	计划总投资	已投资
古蔺巨星石宝种猪场项目	2.11	0.56
古蔺巨星皇华种猪场项目	1.40	0.62

德昌巨星生猪繁育一体化项目	19.21	3.55
平塘县优质生猪产业化建设项目	1.00	0.42
盐边巨星新民智慧养殖园区项目	3.50	0.28
石桥自建场项目	3.00	0.14
平舟种猪场项目	2.20	0.12
崇州巨星林秀商品猪养殖基地项目	1.10	0.09
巨星甘江 30 万头智慧养猪综合体建设项目	6.50	0.17
屏边种猪场项目	5.10	0.12
合计	45.11	6.06

资料来源：《巨星农牧关于上海证券交易所对公司 2021 年度报告的信息披露监管工作函的回复公告》以及公司提供

在生猪成本中，2021年饲料成本占比较大且有所增长，使得当年公司肥猪单头销售成本同比增长至 1,518.38元/头。公司通过一体化经营，基本实现了种猪、仔猪、商品猪繁育以及生猪养殖所需饲料的研发、生产；自产饲料降低养殖成本、自繁自养降低仔猪成本，使得公司生猪成本在同行中处于较低水平。值得关注的是，2022年以来饲料价格保持上涨趋势，公司生猪养殖业务在成本端面临上行压力。

表9 公司生猪养殖成本构成情况（单位：万元）

项目	2021 年		2020 年	
	成本	占比	成本	占比
饲料	86,678.67	65.54%	19,750.61	47.09%
职工薪酬/养户报酬	18,992.41	14.36%	7,831.72	18.67%
药品及疫苗成本	8,533.23	6.45%	2,676.85	6.38%
增值摊销	1,017.39	0.77%	5,048.17	12.04%
其他费用（电力、天然气等）	17,029.54	12.88%	6,635.62	15.82%
合计	132,251.23	100.00%	41,942.97	100.00%

注：为了数据具有可比性，2020 年为全年数据（包括巨星有限被收购前的经营数据）。

资料来源：公司提供

2、饲料板块

因生猪业务规模扩大，2021年公司饲料产量有所增长，产能利用率有所提升但仍处于偏低水平

目前饲料产品包括猪料、禽料、鱼料等，产品种类较为丰富。猪饲料产品方面，涵盖从乳猪料、保育料、育肥料、母猪料、公猪料等各阶段生猪饲喂产品。

公司饲料生产基地分布在四川、重庆和云南。2021年公司饲料产能保持恒定，饲料产量随公司生猪业务需要而有所增长，其中猪料生产量提升明显，产能利用率亦有所提高但仍处于偏低水平。

表10 公司饲料产能及产量情况（单位：万吨/年、万吨）

项目	2021 年	2020 年
产能	95.30	95.30
产量	50.02	29.05
其中：猪料	40.06	16.67
其他	9.96	12.39

产能利用率

52.48%

30.48%

注：为了数据具有可比性，2020年为全年数据（包括巨星有限被收购前的经营数据）。

资料来源：公司提供

2021年饲料销售盈利能力受原材料涨价影响有所降低，2022年原材料继续走高的趋势使得该业务未来盈利能力承压，且给公司生猪养殖带来较大成本管控压力；随着公司生猪养殖业务扩张，2021年公司饲料销售中自用数量和占比增加明显

公司饲料生产主要原材料是玉米、豆粕、鱼粉等。2021年玉米采购价格整体保持上涨且处于高位，主要受两方面因素影响：一是生猪养殖需求端对饲料销量带动，二是玉米深加工企业补库的刚需增大。因玉米种植及出口受国际动荡形势的负面影响，玉米价格未来可能继续上升。受进口大豆价格坚挺以及生猪养殖需求较大影响，2021年豆粕价格在高位震荡运营；主要受大豆主产区减产预期以及俄乌冲突等因素影响，2022年以来豆粕价格快速走高。

玉米为猪料主要原材料，主要受采购单价提高的综合影响，2021年玉米采购金额同比有所增长。豆粕为猪料的辅料，2021年采购数量和单价齐升，导致采购金额快速增长。

表11 公司主要原材料采购情况

原材料	项目	2021年	2020年
玉米	采购数量（万吨）	14.97	16.40
	单价（元/吨）	3,062.87	2,485.36
	金额（万元）	45,849.60	40,751.13
豆粕	采购数量（万吨）	6.45	4.62
	单价（元/吨）	3,888.58	3,233.22
	金额（万元）	25,067.41	14,941.26

注：为了数据具有可比性，2020年为全年数据（包括巨星有限被收购前的经营数据）。

资料来源：公司提供

公司的饲料销售分为自用和销售两部分，随着公司生猪养殖规模扩大，2021年猪料自用数量和占比增加明显，生猪养殖与饲料板块形成了一定的协同作用；其他饲料（禽料、鱼料等）自用数量和占比变动不大。生猪养殖户的饲料需求较为旺盛，但考虑到饲料原材料高位运行，2021年公司猪料销售量有所增长但增幅较小；其他饲料生产销售较为谨慎，故全年销量略有减少，整体来看对外销售量变动不大。

表12 公司饲料销量情况

产品	项目	2021年	2020年
猪料	自用（万吨）	33.04	12.39
	销售（万吨）	5.54	4.36
	总量（万吨）	38.58	16.75
	自用占比	85.64%	73.97%
其他饲料	自用（万吨）	5.27	5.79
	销售（万吨）	6.12	6.88
	总量（万吨）	11.39	12.67

合计	自用占比	46.29%	45.70%
	自用（万吨）	38.31	18.18
	销售（万吨）	11.66	11.24
	总量（万吨）	49.97	29.42
	自用占比	76.67%	61.79%

注：为了数据具有可比性，2020年为全年数据（包括巨星有限被收购前的经营数据）。

资料来源：公司提供

由于玉米、豆粕等原材料价格有所上涨，且公司未能有效地将成本传导给下游客户，2021年公司猪料等饲料毛利率出现不同程度的下降。公司一季度饲料业务毛利率保持相对稳定，但考虑到2022年以来豆粕等饲料原料成本上升，叠加玉米价格持续高位运行，公司饲料业务盈利能力未来仍承压，且给公司生猪养殖带来较大成本管控压力。

表13 公司饲料销售收入情况

产品	项目	2021年	2020年
猪料	销售均价（元/吨）	4,247.02	3,597.38
	收入（万元）	23,527.27	15,684.52
	销售毛利率	12.10%	13.74%
其他饲料	销售均价（元/吨）	4,641.46	3,932.49
	收入（万元）	28,388.41	27,055.52
	销售毛利率	4.47%	11.62%
合计	销售均价（元/吨）	4,453.99	3,802.50
	收入（万元）	51,915.68	42,740.04
	销售毛利率	7.92%	12.39%

注：为了数据具有可比性，2020年为全年数据（包括巨星有限被收购前的经营数据）。

资料来源：公司提供

3、皮革板块

得益于下游订单增多、公司压降成本、优化产品结构，2021年公司皮革业务收入和盈利能力均有所提高

由于皮革产品的下游行业众多，对皮革产品的规格、颜色、花纹、手感、表面效果等方面有各种要求，公司采用以销定产的生产模式，主要根据客户的订单来安排生产计划。2020年受新冠疫情爆发的影响，国内的消费需求被抑制，公司主要下游客户的行业受冲击较大，当年公司皮革销售收入受影响较大。但2021年受益于疫情防控取得的良好效果，下游家具行业、汽车行业以及服装行业的市场需求得到明显提振，订单同比有所增多，使得公司产量增长至0.43亿平方英尺，皮革产品收入有所增长，但仍不及2019年同期收入水平；该产品毛利率有所提升，主要系公司压降成本同时毛利率较高产品销量提高所致。

2021年公司在皮革生产方面进行了改革调整，在技术、管理等方面都实施了降低产品成本、提高员工劳效的方法，生产管理水乎也得到明显的提升。在2021年公司皮革产量增长10.63%的背景下，公司皮

革生产成本仅增长2.79%，降本增效成果显著。

表14 公司生产成本构成情况（单位：万元、%）

项目	2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比
原材料	27,634.52	66.85	27,563.76	68.54
人工成本	5,942.05	14.37	5,478.32	13.62
制造费用	7,762.46	18.78	7,176.16	17.84
合计	41,339.04	100.00	40,218.24	100.00

资料来源：公司提供

在具备灵活生产能力、保证产品质量基础上，2021年公司采用前沿技术与设计工艺，自主研发了油蜡变革、自然摔纹、手擦印花、以及绒面革等数百种花色、样式，得到下游客户的认可。公司精准细分皮革业务产品定位和市场定位，专注于毛利率高的产品，使得2021年皮革业务毛利率有一定提升。2021年度，公司汽车革、鞋面革、家私革三大产品线所对应的客户所在行业经济形势逐渐复苏，加上以大中型企业的下游客户需求恢复较快，上述因素促使公司皮革销售量同比增长12.68%。

表15 公司皮革销售情况（单位：万平方英尺、元/平方英尺）

项目	2021年	2020年
销售量	4,477.75	3,973.85
销售单价	11.06	10.88
产销率	104.35%	102.45%

资料来源：公司提供

4、商品鸡板块

2021年公司商品鸡销售收入保持增长，但仍处于亏损状态

公司商品鸡生产模式与生猪生产模式类似，采用紧密型“公司+农户”模式。农户养殖过程中，公司负责向合作农户提供幼苗、饲料、药品、疫苗等物资供应，以及营养方案、养殖培训等技术指导。待畜禽产品满足出栏标准后，由公司负责最终的销售环节，并按照合同约定的结算方法与农户结算对应的报酬。2021年公司主要销售客户为鸡贩，结算方式主要为现款现货交易，定价方式按照市场价格。

2021年公司种鸡场总面积保持不变，未来无新建种鸡场计划，但全年肉鸡出栏数略有增长。由于公司肉鸡出栏量以及销售单价略有提高，2021年公司商品鸡销售收入略有增长，但因饲料成本有所上升，业务亏损情况加剧。

表16 公司商品鸡销售情况

项目	2021年	2020年
商品鸡销售收入（万元）	16,667.64	15,371.20
销售毛利率	-17.74%	-10.44%
种鸡场总面积（万平方米）	17.78	17.78
期末种鸡存栏数（万羽）	8.71	17.28

全年肉鸡出栏数（万羽）	482.74	462.98
销售单价（元/千克）	12.14	11.23

注：为了数据具有可比性，2020年为全年数据（包括巨星有限被收购前的经营数据）。

资料来源：公司提供

公司收购巨星有限后形成了较大规模的商誉，2021年巨星有限完成了业绩承诺，但若巨星有限未来业绩不达预期，则存在减值风险

根据公司就发行股份及支付现金购买巨星有限100%股权事项与四川巨星企业集团有限公司（以下简称“巨星集团”）、和邦集团签署的《业绩承诺补偿协议》及其补充协议，巨星集团承诺巨星有限2020、2021和2022年度的净利润总额不低于5.77亿元，和邦集团承诺巨星有限2020、2021和2022年度的净利润分别不低于1.58亿元、1.59亿元和2.60亿元。如巨星有限未实现净利润目标，则巨星集团、和邦集团应就未达到承诺净利润数的部分分别按照85%和15%的比例向公司承担补偿责任。

根据四川华信（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）出具的《关于巨星农牧有限公司2021年度盈利预测完成情况 & 业绩承诺实现情况专项审核报告》，巨星有限2021年度实现的扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润为4.05亿元，超过了业绩承诺目标，因此业绩承诺完成情况对公司商誉减值测试无影响。若未来巨星有限实际运营业绩不及交易评估时的预期状态，则公司将面临商誉减值测试压力，进而带来资产减值风险。

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四川华信（集团）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2020-2021年审计报告及未经审计的2022年1-3月财务报表，报告均采用新会计准则编制。2021年及2022年1-3月新纳入公司合并范围的子公司有2家，无不再纳入合并范围的子公司。2022年3月末公司合并范围内子公司数量共42家，详见附录四。

资产结构与质量

2021年末公司资产规模保持增长，以生猪为主的存货规模较大，2022年3月末公司已计提一定规模存货跌价准备，商誉规模较大，未来需关注存货跌价风险以及商誉减值风险

随着融资规模扩大及非公开发行股票，2021年末公司资产规模保持增长，非流动资产占总资产的比例仍较大。

2021年末公司货币资金主要为银行存款，其中受限资金0.35亿元，主要为公司开具银行承兑汇票作质押的银行存款以及用作担保保证金的银行存款。因公司生猪业务主要采用现款现货结算方式，且2021年公司皮革生产业务加大催款力度，及时收回货款，2021年末公司应收账款有所减少且占比较小，其中

按账龄分析法计提坏账准备的应收账款占比很高，账龄以1年为主；从主要应收对象来看，公司应收账款前5名占应收账款总额比重为36.98%；公司部分款项账龄较长，同时存在小额坏账情形，未来需关注公司应收账款坏账风险。

随着公司生猪存栏量增长以及所需饲料规模增大，2021年末公司存货有所增长，主要包括皮革、饲料、生猪业务的原材料2.33亿元、消耗性生物资产6.60亿元（其中生猪6.48亿元）、在产品1.92亿元、库存商品0.93亿元、兰湿皮1.41亿元，未计提存货跌价准备。2022年3月末，因生猪价格继续下降（3月末价格大约在13元/斤），公司计提消耗性生物资产跌价准备1.33亿元（绝大部分为生猪计提跌价准备）；存货中生猪价值易受市场价格波动影响，未来需关注公司存货跌价风险。

公司固定资产主要为生猪养殖以及饲料生产等业务经营所需的厂房、机器设备，2021年末规模有所增长，主要系公司剑阁巨星龙源种猪场、屏山巨星龙溪育肥场等在建项目达到可投产状态而转固所致；此外，2021年末公司用于抵押的固定资产规模为4.25亿元。公司在建项目主要为种猪场、育肥厂以及一体化繁育基地等，因公司增加对上述工程的资金投入，2021年末在建项目有所增长。公司商誉来自于公司购买巨星有限资产支付的对价与资产评估报告确认净资产公允价值之间的差额，2021年末保持相对稳定。公司商誉规模较大，若所收购企业未来运营业绩不及交易评估时的预期状态，公司商誉将面临减值风险。

整体来看，2021年末公司资产保持增长，以生猪为主的存货规模较大，2022年3月末公司已计提一定规模存货跌价准备，商誉规模较大，未来需关注存货跌价风险以及商誉减值风险，2021年末包括货币资金、固定资产和无形资产在内的受限资产规模为5.07亿元。

表17 公司主要资产构成情况（单位：亿元）

项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	4.28	7.21%	5.44	9.04%	4.85	11.30%
应收账款	1.07	1.79%	1.06	1.77%	1.95	4.53%
存货	12.07	20.33%	13.26	22.05%	8.27	19.25%
流动资产合计	18.76	31.59%	21.17	35.19%	15.63	36.39%
固定资产	18.30	30.82%	17.54	29.16%	14.23	33.12%
在建工程	8.68	14.62%	8.47	14.08%	2.76	6.44%
商誉	6.11	10.29%	6.11	10.16%	6.12	14.25%
非流动资产合计	40.61	68.41%	38.99	64.81%	27.32	63.61%
资产总计	59.37	100.00%	60.16	100.00%	42.95	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

盈利能力

2021年公司营业收入快速增长，但受猪价下滑及饲料成本升高影响，盈利能力明显降低；2022年

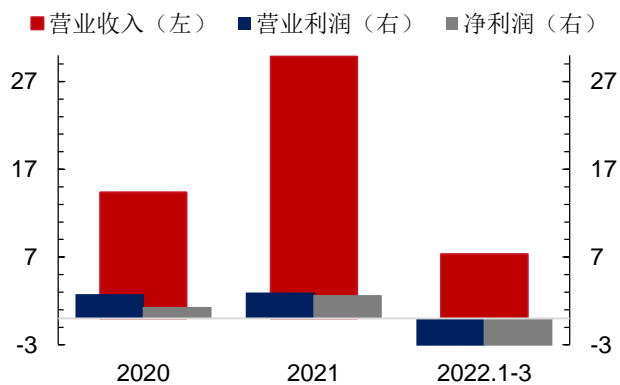
一季度，生猪价格跌破生猪销售成本导致业务亏损，未来需关注猪价变动对公司后续业绩影响情况

得益于市场需求上升和公司区域性市场优势，2021年公司生猪养殖销量同比大幅增长，带动公司营业收入快速增长。受生猪价格下降以及饲料成本升高的双重影响，生猪养殖的毛利率有所下降，且生猪销售收入占比提高至60.08%，当期销售毛利率有所下降。2022年一季度生猪价格继续走低并跌破生猪销售成本，生猪养殖业务出现亏损，导致当期公司销售毛利率为负。公司生猪养殖业务盈利情况跟生猪价格的相关性较强，未来需关注猪价变动对公司后续业绩影响情况。

在收入的大幅上升和毛利率快速下降的对冲影响下，使得2021年公司营业利润规模较上年微增。2022年一季度公司业务亏损，加上当期末计提一定规模的资产减值损失（主要为生猪），使得营业利润、净利润均为负。

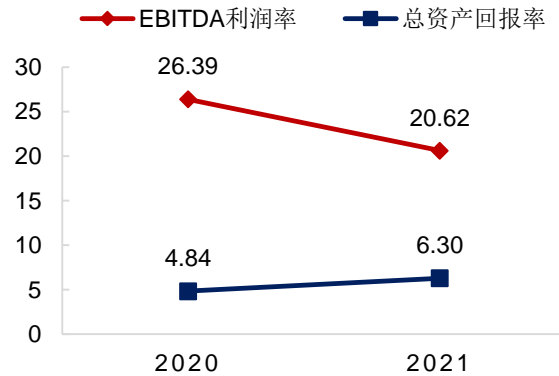
2021年公司销售毛利率大幅下降，使得当年EBITDA利润率有所下降，总资产回报率仍处于较低水平。动物疫情及环保管控压力对生猪养殖户的防疫及环保水平提出了更高的要求，倒逼中小散户退出养殖，产业链较为完整的大型生猪养殖企业逐步扩大市场份额；公司在建生猪养殖项目较多，未来随着市场情况逐步推进，投产后有助公司业务规模进一步扩大。

图 7 公司收入及利润情况（单位：亿元）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 8 公司盈利能力指标情况（单位：%）



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

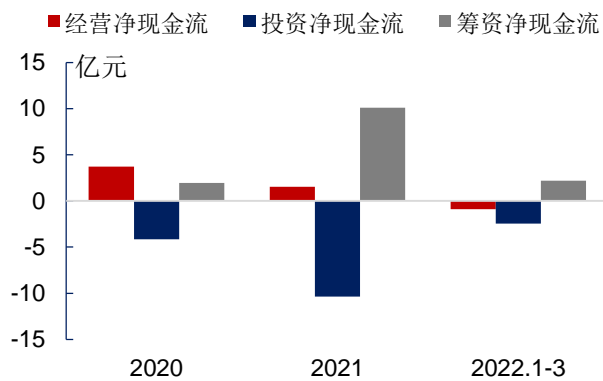
受业务规模扩大公司增加期末库存影响，2021 年公司经营活动现金净流入规模减少；同时生猪养殖建设项目较多，投资活动现金流出规模较大，项目建设主要依赖于银行借款以及股权融资

随着公司生猪存栏量增长以及所需饲料规模增大，2021 年末公司存货规模较上年上升较快，2021 年公司经营活动现金净流入规模有所减少；公司投资活动现金净流出较大规模，主要用于公司在建的生猪养殖项目；公司筹资活动净流入较大规模，主要来自于公司取得的银行借款（主要为长期借款）以及非公开发行股票。由于公司生猪养殖业务转亏，2022 年 1-3 月公司经营活动净现金流为负，投资活动现金仍主要用于公司在建的生猪养殖项目，筹资活动现金主要来自于银行借款。2021 年末，公司在建生猪养

殖项目尚需投资规模较大，存在较大资金压力。

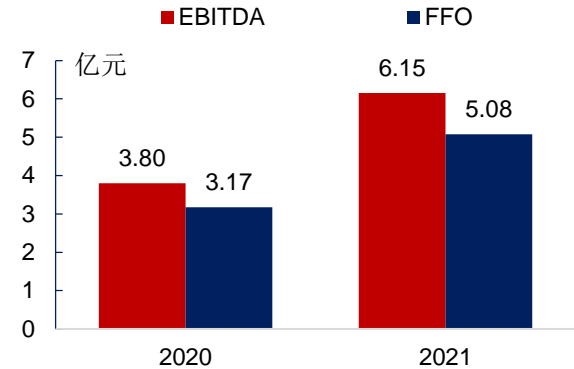
公司营业收入规模扩大、回款情况较好但盈利能力降低，且随着固定资产规模增加折旧费用上升较多，公司非付现费用上升，综合使得2021年EBITDA以及FFO较上年明显提升，公司业务的现金生产能力有所提升。

图 9 公司现金流结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 10 公司 EBITDA 和 FFO 情况



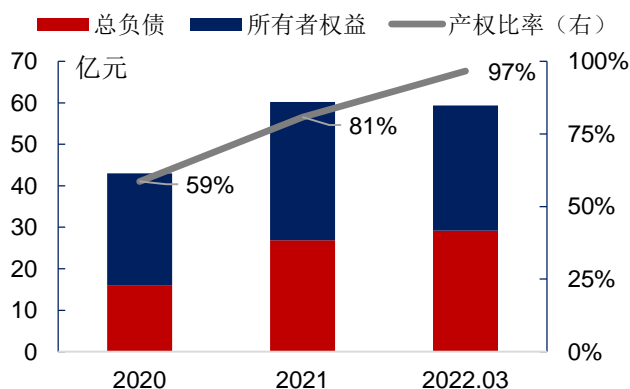
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与偿债能力

因产能扩张不断增长的建设资金需求，2021年公司加大融资力度，期末总债务规模快速上升，资产负债率快速上行，且短期债务占比较高，公司整体债务偿还压力加大

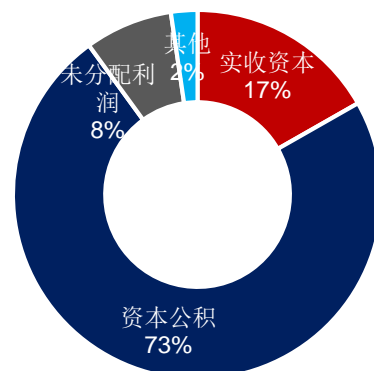
因生猪养殖业务发展需要，公司融资规模以及应付款项扩大，使得2021年末公司负债总额快速增长，随着公司成功非公开发行股票，2021年末公司所有者权益有所增长，综合使得期末产权比率快速上升，所有者权益对负债的覆盖能力趋弱。

图 11 公司资本结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022

图 12 2022 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中

年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

证鹏元整理

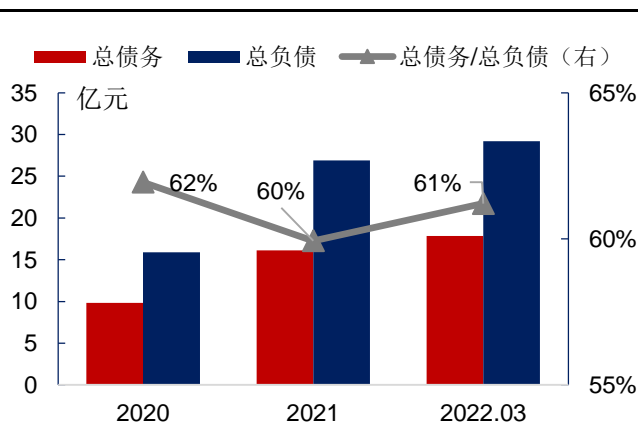
2021年末公司短期借款包括保证+信用借款、抵押借款、抵押+保证借款。2021年末公司应付账款主要为通威集团有限公司、四川省佑策农业技术咨询有限公司、四川粮油批发中心直属储备库等的饲料原材料款项。2021年末公司其他应付款规模有所增长，主要系应付生猪养殖基地的土建费用以及饲料生产设备的采购款项增长所致。公司一年内到期的非流动负债主要为一年内到期的长期借款、长期应付款，2021年末规模有所增长，系部分长期借款、长期应付款即期所致。受融资规模扩大的影响，2021年末公司长期借款增长较多，主要包括保证借款、质押+保证借款。受公司融资力度加大影响，2022年3月末长期借款进一步增长。

表18 公司主要负债构成情况（单位：亿元）

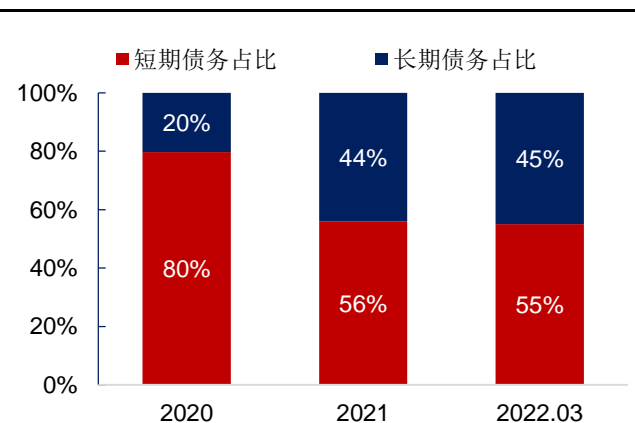
项目	2022年3月		2021年		2020年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	7.46	25.58%	7.14	26.56%	6.86	43.21%
应付账款	3.97	13.60%	3.75	13.93%	2.97	18.72%
其他应付款	3.39	11.63%	3.76	13.97%	1.93	12.14%
一年内到期的非流动负债	1.56	5.34%	1.08	4.03%	0.19	1.18%
流动负债合计	17.99	61.65%	17.18	63.93%	13.69	86.25%
长期借款	7.82	26.81%	6.89	25.64%	1.79	11.28%
非流动负债合计	11.19	38.35%	9.70	36.07%	2.18	13.75%
负债合计	29.18	100.00%	26.88	100.00%	15.88	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

由于公司融资规模扩大，2021年末公司总债务增长较多，短期债务占比有所下降但仍维持较高水平，债务结构仍有待优化。

图 13 公司债务占负债比重


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

图 14 公司长短期债务结构


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

由于负债总额增长相对较快，2022年3月末公司资产负债率进一步提升。受总债务增加影响，2021

年末公司总债务/总资本指标有所弱化；2021年公司净债务增速超过EBITDA、FFO的增速，净债务/EBITDA、FFO/净债务指标均有所弱化，债务压力加大。

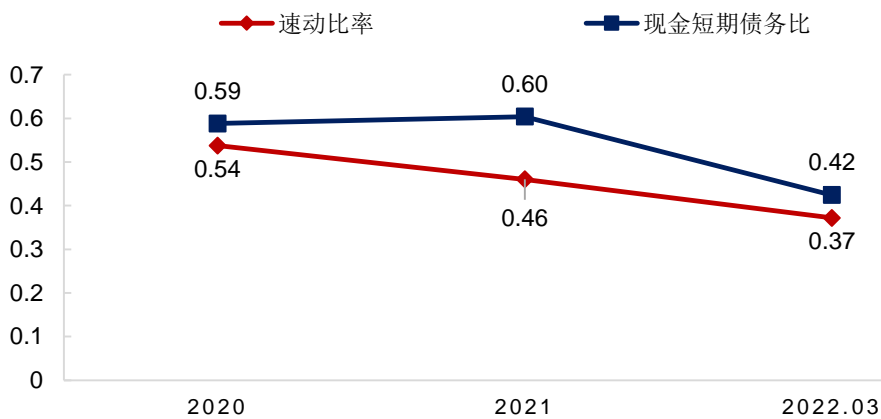
表19 公司杠杆状况指标

指标名称	2022年3月	2021年	2020年
资产负债率	49.15%	44.68%	36.96%
净债务/EBITDA	--	1.86	1.47
EBITDA 利息保障倍数	--	10.14	14.28
总债务/总资本	37.31%	32.68%	28.03%
FFO/净债务	--	44.38%	57.01%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

由于公司流动负债增长相对较快，2021年公司速动比率有所下降。现金短期债务比保持相对稳定，但均处于较弱水平。因现金类资产减少，2022年3月末，公司现金短期债务比有所下降，面临较大的短期偿债压力。

图 15 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年5月28日），公司本部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。

根据子公司巨星有限提供的企业信用报告，从2019年1月1日至报告查询日（2022年6月10日），巨星有限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。

或有事项分析

截至2021年末，公司为其客户的借款提供的担保余额为0.42亿元，担保期间为1-3年，均设置反担保措施，反担保物包括房屋、车辆。

八、抗风险能力分析

虽然生猪行业周期性风险加大，生猪价格下滑，但2021年公司生猪养殖业务规模仍保持较快扩张，盈利能力在同行业中表现较为优异；2022年一季度公司饲料以及皮革生产业务维持盈利，分散了主业经营风险，预计公司营业收入将保持相对稳定。公司生猪养殖项目建设面临较大的资金压力，未来仍需较大规模的融资；负债水平快速提高，整体债务偿还压力加大，但是公司融资渠道较为丰富，已通过非公开发行股票、可转债募得项目建设资金。综合来看，公司抗风险能力尚可。

九、结论

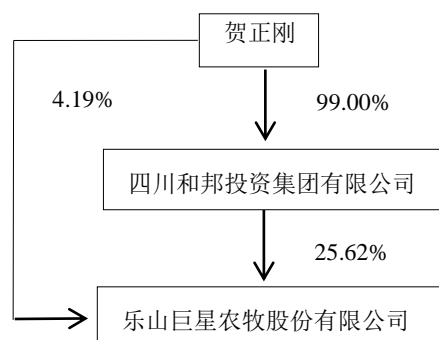
综上，中证鹏元维持公司主体信用等级为AA-，维持评级展望为稳定，维持“巨星转债”的信用等级为AA-。

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）	2022年3月	2021年	2020年	2019年
货币资金	4.28	5.44	4.85	2.84
存货	12.07	13.26	8.27	5.23
流动资产合计	18.76	21.17	15.63	9.85
固定资产	18.30	17.54	14.23	3.75
在建工程	8.68	8.47	2.76	0.17
商誉	6.11	6.11	6.12	0.00
非流动资产合计	40.61	38.99	27.32	4.39
资产总计	59.37	60.16	42.95	14.24
短期借款	7.46	7.14	6.86	2.52
应付账款	3.97	3.75	2.97	2.02
其他应付款	3.39	3.76	1.93	0.20
一年内到期的非流动负债	1.56	1.08	0.19	0.00
流动负债合计	17.99	17.18	13.69	5.44
长期借款	7.82	6.89	1.79	0.00
长期应付款	1.50	1.19	0.21	0.00
非流动负债合计	11.19	9.70	2.18	0.02
负债合计	29.18	26.88	15.88	5.46
总债务	17.86	16.11	9.83	3.09
归属于母公司的所有者权益	29.79	32.89	26.60	8.52
营业收入	7.35	29.83	14.39	5.56
净利润	-3.11	2.67	1.33	0.40
经营活动产生的现金流量净额	-0.90	1.55	3.73	0.55
投资活动产生的现金流量净额	-2.44	-10.35	-4.17	-0.49
筹资活动产生的现金流量净额	2.21	10.10	1.95	-0.42
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	-11.81%	18.99%	30.65%	16.32%
EBITDA 利润率	--	20.62%	26.39%	13.03%
总资产回报率	--	6.30%	4.84%	4.11%
产权比率	96.66%	80.78%	58.64%	62.20%
资产负债率	49.15%	44.68%	36.96%	38.35%
净债务/EBITDA	--	1.86	1.47	0.54
EBITDA 利息保障倍数	--	10.14	14.28	6.05
总债务/总资本	37.31%	32.68%	28.03%	26.03%
FFO/净债务	--	44.38%	57.01%	29.99%
速动比率	0.37	0.46	0.54	0.85
现金短期债务比	0.42	0.60	0.59	0.92

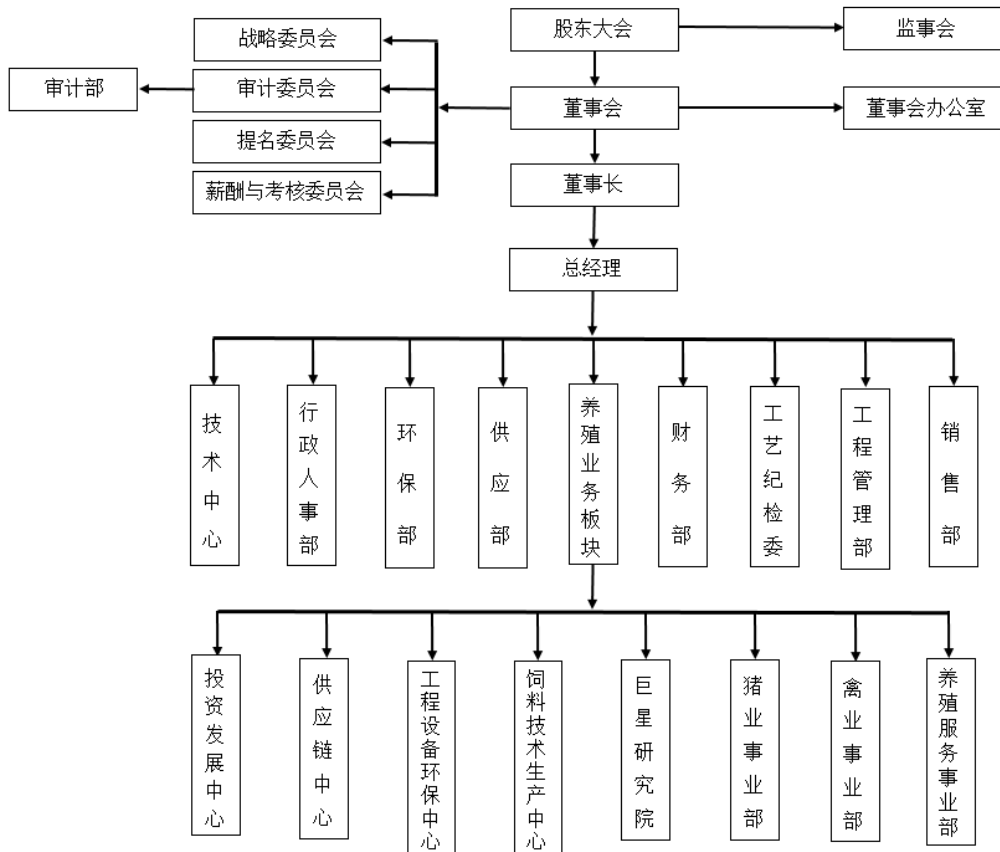
资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年 1-3 月财务报表，中证鹏元整理

附录二 公司股权结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录三 公司组织结构图（截至 2022 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附录四 2022年3月末纳入公司合并报表范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务
四川振静皮革服饰有限公司	100.00%	9,000.00 万元	皮革服饰、鞋材生产、销售
ZHJ INDUSTRIES PTY.LTD	100.00%	600.00 万澳元	皮革相关产品进出口贸易、股权投资
H.J.HIDES&SKINS AUSTRALIA PTY .LTD	100.00%	100.00 澳元	牛皮采购、加工及销售
H.J.HIDES&SKINS AUSTRALIA (QLD) PTY .LTD	55.00%	500.00 万澳元	牛皮采购、加工及销售
宜宾巨星农牧科技有限公司	100.00%	500.00 万元	畜禽养殖、销售
广元巨星农业有限公司	100.00%	500.00 万元	畜禽养殖、销售
乐山金口河巨星农牧有限公司	100.00%	2,000.00 万元	畜禽养殖、销售
泸州巨星农牧科技有限公司	100.00%	500.00 万元	畜禽养殖、销售
洪雅巨星农业科技有限公司	100.00%	500.00 万元	畜禽养殖、销售
雅安巨星农牧有限公司	100.00%	500.00 万元	畜禽养殖、销售
盐边巨星农牧科技有限公司	100.00%	500.00 万元	畜禽养殖、销售
崇州巨星农牧科技有限公司	100.00%	2,000.00 万元	畜禽养殖、销售
古蔺巨星农牧有限公司	100.00%	18,000.00 万元	畜禽养殖、销售
平塘巨星农牧有限公司	100.00%	20,000.00 万元	畜禽养殖、销售
眉山巨星农牧有限公司	100.00%	500.00 万元	畜禽养殖、销售
夹江县巨星农牧有限公司	100.00%	500.00 万元	畜禽养殖、销售
德昌巨星农牧科技有限公司	99.71%	45,000.00 万元	畜禽养殖、销售
大城巨星农牧有限公司	100.00%	1,000 万元	畜禽养殖、销售
平南巨星农牧有限公司	100.00%	1,000.00 万元	畜禽养殖、销售
安徽巨星农牧有限公司	100.00%	500.00 万元	畜禽养殖、销售
巨星农牧有限公司	100.00%	25,310.00 万元	畜禽养殖销售、饲料生产销售
眉山市彭山永祥饲料有限责任公司	100.00%	3,450.00 万元	饲料生产、销售
阆中巨星鸿宇种猪科技有限公司	50.98%	510.00 万元	畜禽养殖、销售
都江堰巨星猪业科技有限公司	66.00%	850.00 万元	畜禽养殖、销售
云南巨星农牧有限公司	100.00%	3,000.00 万元	饲料生产、销售
成都巨星禽业有限公司	100.00%	1,000.00 万元	畜禽养殖、销售
丹棱巨星禽业有限责任公司	100.00%	1,000.00 万元	畜禽养殖、销售
犍为巨星农牧科技有限公司	100.00%	2,000.00 万元	畜禽养殖、销售
乐山巨星生物科技有限公司	100.00%	5,217.80 万元	饲料生产、销售
泸县巨星兴旺农牧科技有限公司	51.00%	500.00 万元	畜禽养殖、销售
乐山市巨星科技有限公司	100.00%	2,919.80 万元	饲料生产、销售
重庆巨星农牧有限公司	100.00%	1,750.00 万元	饲料生产、销售
南充巨星通旺农牧有限公司	51.00%	700.00 万元	饲料生产、销售
眉山市彭山巨星种猪有限公司	100.00%	500.00 万元	畜禽饲养、销售

剑阁巨星农牧有限公司	100.00%	15,500.00 万元	畜禽养殖、销售
成都籍田巨星猪业有限责任公司	100.00%	200.00 万元	畜禽养殖、销售
泸县巨星农牧科技有限公司	100.00%	2,400.00 万元	畜禽养殖、销售
屏山巨星农牧有限公司	100.00%	3,000.00 万元	畜禽养殖、销售
叙永巨星农牧有限公司	100.00%	3,000.00 万元	畜禽养殖、销售
马边巨星农牧有限公司	100.00%	2,000.00 万元	畜禽养殖、销售
乐山巨星农业发展有限公司	100.00%	2,000.00 万元	畜禽养殖、销售
邛崃巨星农牧有限公司	100.00%	500.00 万元	养殖、销售

资料来源：公司提供

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+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+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+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

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、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。