



# 2023 年生猪养殖行业观察 及 2024 年信用风险展望

联合资信 工商评级 | 华艾嘉 | 李敬云

2000 年以来，中国经历了 5 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，生猪养殖企业面临猪价下行和饲料成本上涨双重压力，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。2022—2023 年 10 月底，猪价先降、后升、再降，但波动趋缓，主要生猪养殖企业经营情况有所改善；部分企业信用级别或展望变动，未发生实质性违约，行业内企业无新发债券，呈现融资净流出态势。

中国能繁母猪存栏量自 2021 年 6 月底达到本轮猪周期峰值后高位震荡整理，生猪出栏量增加，猪肉供大于求，产能去化仍是 2023—2024 年行业运行主基调。目前行业正处于第 5 个猪周期结尾与第 6 个猪周期起步间的磨底过渡阶段，抗风险能力较弱的产能出清后有望迎来猪周期上行机会，叠加种猪及猪苗成本下降、养殖效率提升，生猪养殖企业有望实现亏损幅度收窄或实现盈利。本轮周期后，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.

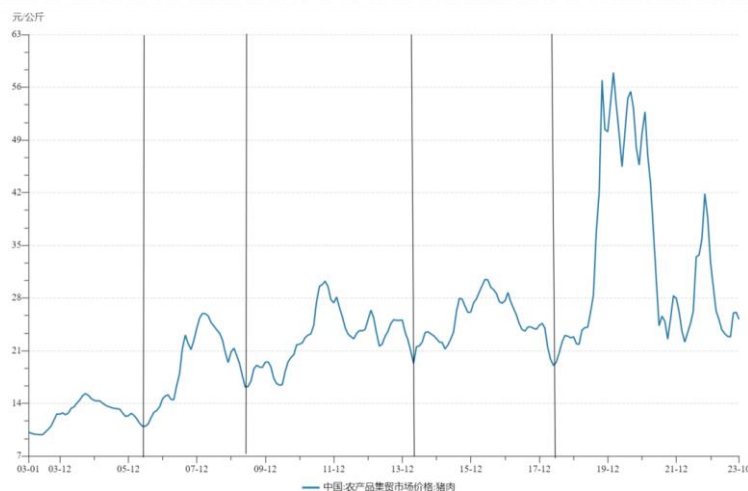


## 一、行业周期回顾

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，中国共经历了5轮猪周期。本轮猪周期从2018年开始，目前处于第5个猪周期结尾与第6个猪周期起步间的磨底过渡阶段。

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；当供应规模大、需求相对不足，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3~5年。2000年以来，中国经历了5轮猪周期。

第1轮猪周期为2000—2006年，促成周期拐点的关键事件为3次疫情。2006—2009年的第2轮猪周期中，关键事件为蓝猪耳疫病的爆发。第3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4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；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：Wind，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 5 轮猪周期，处于第 5 个猪周期结尾与第 6 个猪周期起步间的磨底过渡阶段。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，猪价止跌回升。猪肉价格分别于 2019 年 10 月和 2020 年 2 月达到 56.94 元/公斤和 57.97 元/公斤的历史高点，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；2020 年 11 月，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

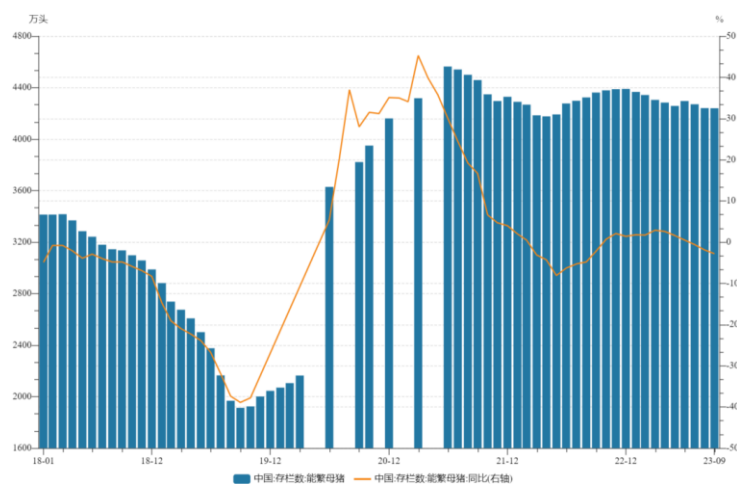
本轮猪周期从 2018 年开始，2021 年以来，猪周期进入下行通道，2021 年 6 月起，生猪养殖企业收益击穿成本，行业进入亏损状态，生猪养殖企业面临猪价下行和饲料成本上涨双重压力。中国能繁母猪存栏量自 2021 年 6 月底达到本轮猪周期峰值后下行整理，2022—2023 年 9 月底，能繁母猪存栏量仍处于较高水平。2021 以来，生猪出栏量快速增加，虽然 2022—2023 年 9 月底生猪出栏量增速有所放缓，但产能过剩情况延续，猪价在低位震荡徘徊。

本轮猪周期自 2018 年开始，受非洲猪瘟及保供措施快速扩张产能影响，本轮猪周期较之前几轮波动更为剧烈。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 月底达到本轮猪周期峰值。2022 年以来，猪肉价格整体在较低区间震荡。

### （一）产能与产量

截至 2020 年底，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 月底，中国能繁母猪存栏量为 4564 万头，达到本轮周期峰值；2021 年 7 月，能繁母猪存栏量迎来连续增长 21 个月后的首次下降。2022 年一季度，随着猪价下行，农户养殖意愿减弱，能繁母猪存栏量有所下降，于 4 月底降至全年底部 4177 万头；随着下半年猪价回升，农户补栏意愿增强，能繁母猪存栏量有所增长。截至 2022 年底，中国能繁母猪存栏量 4390 万头，较上年底微增 1.41%；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，则 2022 年底能繁母猪存栏量约相当于正常保有量的 105.59%，略高于产能调控绿色合理区域（3895 万头~4305 万头）上限。进入 2023 年后，由于猪价下跌及非洲猪瘟影响，能繁母猪存栏量开始缓慢下降，截至 2023 年 9 月底，能繁母猪存栏量为 4240 万头，较 2022 年底下降 3.42%，约相当于正常保有量的 103.41%，整体仍处于较高水平。



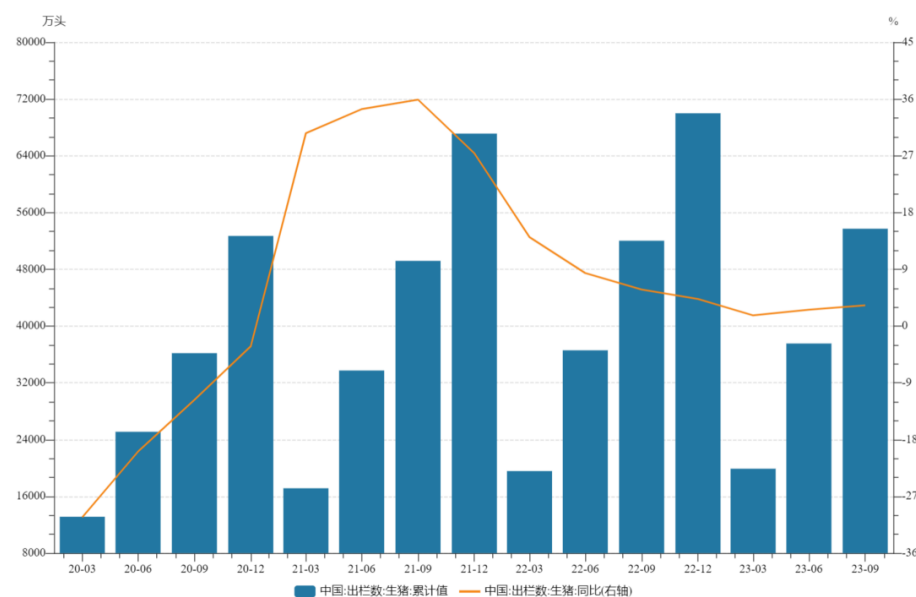
资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.1 中国能繁母猪存栏情况

生猪出栏方面，一方面受 2020 年底行业高景气度影响，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 年中国生猪出栏量为 67128 万头，同比增加 27.40%。能繁母猪存栏量决定了未来 10~12 个月生猪出栏量，2021 年 6 月底为本轮周期能繁母猪存栏量峰值；2022 年以来，由于前期能繁母猪存栏量处于高位，生猪出栏量继续增加，但生猪出栏增速有所下降。具体看，2022 年，中国生猪出栏量 69995 万头，同比增长 4.27%；2023 年 1—9 月，中国生猪出栏量 53723 万头，同比增长 3.25%。



资料来源：Wind，联合资信整理

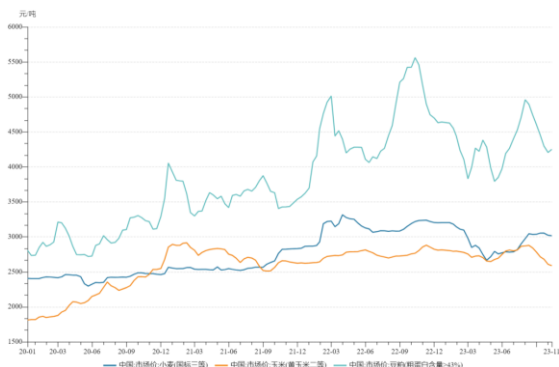
图 2.2 中国生猪出栏情况

## （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为 75~80%，养殖业上游受小麦、玉米和豆粕价格的影响较大。

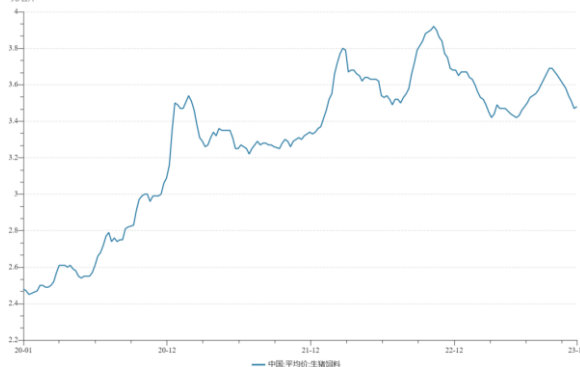
主要饲料原材料价格自 2020 年以来呈上升态势，2022 年以来，受国际局势等因素影响，粮食及饲料价格继续攀升，在 2022 年 11 月达到峰值后一路下行；截至 2022 年底，小麦、玉米和豆粕价格分别为 3204.30 元/吨、2822.90 元/吨和 4698.40 元/吨，较 2021 年底分别提高 13.13%、7.57%和 32.75%。2023 年以来，进口玉米、小麦、豆粕大量到港，国储小麦拍卖入市，供应端充足，叠加春节假期停机检修，下游面粉市场和养殖行业亏损需求疲软，除库存下降导致豆粕价格在 4 月短暂回升外，饲料原料价格整体呈下行态势至 2023 年 5 月，小麦、玉米、豆粕价格低点分别为 2665.90 元/吨、2647.50 元/吨和 3793.10 元/吨；此后饲料原料价格上行至 9 月，但未超过上年峰

值。总体看，2023 年饲料原料价格仍处于近年来较高水平，饲料原材料价格高位运行拉动饲料价格同步高位震荡，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

图 2.3 中国小麦、玉米、豆粕市场价格



资料来源：Wind，联合资信整理

图 2.4 中国生猪饲料价格

根据国家统计局数据，2020—2022 年，中国人均猪肉消费量分别为 18.2 公斤、25.2 公斤和 26.9 公斤，同比分别下降 10.34%、增长 38.46% 和增长 6.7%，在猪肉价格较低时存在对猪肉消费的明显偏好。按 14 亿人口进行计算，全国居民家庭消费猪肉 3766 万吨，折合生猪 4.76 亿头，在 2022 年全国生猪出栏量中所占的比重约为 68%；就全国居民家庭猪肉消费量来看，目前全国猪肉供大于求。此外，在中国饮食和烹饪体系下，猪肉消费为刚性需求，供给端基本决定了猪肉价格。

### （三）生猪及猪肉价格

根据中国猪肉消费习惯，猪肉价格主要由供给端决定。自 2018 年非洲猪瘟爆发以来，中国生猪养殖户加速出栏、减少补栏，生猪产能供给紧张，猪肉价格高位运行；受生猪存栏增加、种群密度加大，能繁母猪中三元母猪占比较高，非洲猪瘟野毒和疫苗毒扩散速度加快等因素影响，中国生猪养殖难度加大、供应紧张，2020 年底—2021 年初，猪肉平均价格仍保持在高位。生猪养殖行业景气度提升拉动养殖户补栏热情高涨，2020 年 11 月，能繁母猪存栏量突破 4100 万头。进入 2021 年后，生猪产能开始集中释放，生猪价格快速走低，生猪养殖行业景气度大幅下降，中国 22 省市生猪平均价格自 2021 年 1 月 8 日 36.34 元/公斤的高点震荡下跌，6 月已跌破行业平均成本线（约 16~19 元/公斤），于 10 月 8 日下探至 10.78 元/公斤的年内低点。2021 年四季度—2022 年一季度，受冬季猪肉消费增加、节假日消费增加及运输受阻等因素影响，猪价小幅回升，整体仍在低位区间震荡。2022 年二、三季度，猪价开始缓慢上涨，其中，三季度猪价格维持较低水平运行，四季度受部分养殖户二次育肥、压栏及周期性

因素的影响，猪价快速上涨至 10 月底的年内高点，22 个省市仔猪、生猪和猪肉平均价格分别为 51.76 元/千克、27.46 元/千克和 37.23 元/千克；2022 年 11 月—2023 年 10 月底，受前期猪价回升农户补栏意愿增强、能繁母猪高存栏量增加猪肉供给，压栏及二次育肥肥猪出栏体重偏高，以及节后需求下降等综合因素影响，猪价有所回落。

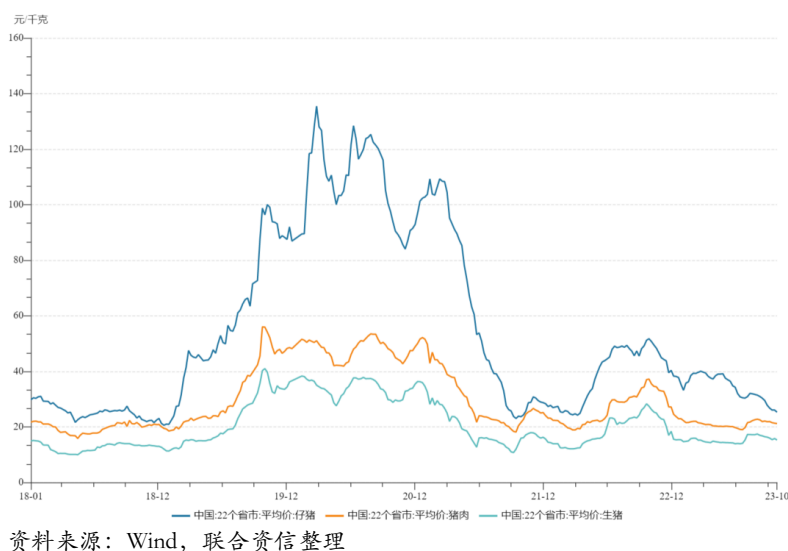


图 2.5 中国仔猪、生猪和猪肉价格情况

### 三、行业政策

从政策上看，随着 2021 年以来中国猪周期异常运行，国家出台相关政策，以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。相关政策有利于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。

2022 年 2 月，《中共中央国务院关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》提出，要稳定生猪生产长效性支持政策，稳定基础产能，防止生产大起大落。

2022 年 7 月和 9 月，中华人民共和国国家发展和改革委员会（以下简称“国家发改委”）两次约谈中国畜牧业协会、肉类协会以及多家大型生猪养殖企业和屠宰企业，要求大型养殖企业带头保持正常出栏节奏、顺势出栏适重育肥生猪，不盲目压栏，提醒企业不得囤积居奇、哄抬价格，不得串通涨价；明确表示将适时采取储备调节、供需调节等有效措施，防范生猪价格过快上涨，并会同有关部门加强市场监管，严厉惩处捏造散布涨价信息、哄抬价格等违法违规行为，维护正常市场秩序，促进行业长期健康发展。

2023 年 2 月，《中共中央国务院关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的

意见》指出，落实生猪稳产保供省总负责，强化以能繁母猪为主的生猪产能调控；严格“菜篮子”市长负责制考核。

收储和放储方面，2022 年以来由于生猪价格持续下跌，猪粮比价一度跌至 4.89:1，触发《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》中规定的过度下跌一级预警。为防止生猪价格过度下跌，提振市场信心，上半年中央共进行了十三批十六次中央冻猪肉收储通知，实际收储量为 10.14 万吨。2022 年 4 月以来，猪价开始触底回升，为稳定生猪行情，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，并于 9 月、10 月和 11 月多批次投放猪肉储备 13.71 万吨，且全部成交。2023 年以来猪价回落，为维护猪肉市场稳定，商务部会同国家发展改革委、财政部于 2 开展年内第一批中央储备猪肉收储工作，完成收储量 7100 吨。随着玉米价格高涨叠加猪价回落，猪粮比于 2023 年 7 月跌破 5:1 警戒线，商务部会同国家相关部门开展年内第二批中央储备猪肉收储工作，完成收储量 2 万吨。

#### 四、行业内企业运营及信用状况分析

2022 年，生猪养殖成本端持续承压，猪价波动趋缓，大部分生猪养殖企业盈利能力及现金流情况有所好转，信用展望有所上调；部分企业被下调信用级别或展望，但未发生实质性违约；样本企业无新发债券，到期债券规模大于 2021 年。2023 年 1—9 月，猪价回落，主要生猪养殖企业盈利能力及获现能力指标同比下降，财务杠杆表现弱化；2023 年 1—10 月，样本企业无新发债券，到期债券仍有一定规模，呈现融资净流出态势。

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<sup>1</sup>（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

2022 年以来，受国际形势等因素影响，饲料价格维持高位，同时非洲猪瘟疫情常态化加大生猪养殖企业管理难度，生猪养殖行业成本端持续承压。从销售端来看，2022 年，猪价先降后升、波动幅度较 2021 年趋缓，除正邦科技仍大额亏损外，样本企业

<sup>1</sup> 2023 年 5 月 5 日，正邦科技证券简称变更为“\*ST 正邦”。



盈利能力整体有所回升，实现亏损额收窄或扭亏为盈。2023 年 1—9 月，能繁母猪存栏量回升，猪价有所回落，样本企业均出现不同程度亏损。为维护生猪市场稳定，国家出台相关调控政策，生猪产能和猪价有望保持在可控区间浮动，但生猪产能整体饱和，预计 2023 年第四季度生猪养殖企业业绩回升空间有限。

**表 4.1 样本企业 2022 年相关数据（单位：亿元、万头）**

项目	牧原股份	正邦科技	温氏股份	新希望	天邦食品
生猪销售量	6120.10	844.65	1790.86	1461.39	442.15
生猪销售量同比增速（%）	52.00	-43.41	35.49	46.46	3.31
现金类资产	208.57	7.84	74.75	117.40	9.70
资产总额	1929.48	234.59	980.84	1366.79	195.52
所有者权益	880.70	-113.56	429.15	437.15	39.86
短期债务	420.14	193.67	87.93	297.52	43.76
全部债务	635.79	234.55	318.26	675.41	56.91
资产负债率（%）	54.36	148.41	56.25	68.02	79.61
资产负债率-2021 年底（%）	61.30	92.60	64.10	64.98	79.93
资产负债率-2020 年底（%）	46.09	58.56	40.88	53.06	43.25
全部债务资本化比率（%）	41.93	193.87	42.58	60.71	58.81
营业收入	1248.26	144.15	837.08	1415.08	95.71
营业收入-上年同期	788.90	476.70	649.54	1262.62	105.07
利润总额	149.30	-143.38	58.15	-17.60	4.76
利润总额-上年同期	76.11	-190.79	-131.44	-90.91	-43.99
销售毛利率（%）	17.50	-27.55	15.54	6.64	14.28
流动比率（倍）	0.80	0.15	1.47	0.71	0.37
经营活动产生的现金流净额	230.11	-54.68	110.75	92.38	6.58
经营活动产生的现金流净额-上年同期	162.95	-22.04	7.66	5.01	-5.56

资料来源：Wind，联合资信整理

现金流方面，2022 年，除正邦科技经营活动现金净流出规模同比扩大外，其他样本企业经营活动现金净额均转正或净流入增加。2023 年 1—9 月，样本企业中，正邦科技缩减出栏，经营活动现金净流出量同比收窄；新希望经营活动现金流表现有所改善；天邦食品经营活动现金净流入规模同比变化不大；温氏股份经营活动现金流量净额同比变化不大；牧原股份因存货增加、收现错配，经营活动现金净流入额同比下降。

**表 4.2 样本企业 2023 年 1—9 月相关数据（单位：亿元、万头）**

项目	牧原股份	正邦科技	温氏股份	新希望	天邦食品
生猪销售量	4700.90	413.74	1832.59	1306.15	459.43
生猪销售量同比增速（%）	3.95	-41.07	47.57	31.93	48.60
现金类资产	159.00	4.88	73.07	119.61	6.76
资产总额	1895.47	208.97	956.39	1333.16	186.52
所有者权益	764.81	-130.84	379.58	363.19	24.19

短期债务	100.52	73.22	88.28	207.17	17.20
全部债务	334.34	97.12	274.61	548.79	27.09
资产负债率（%）	59.65	162.61	60.31	72.76	87.03
资产负债率-2022 年底（%）	54.36	148.41	56.25	68.02	79.61
全部债务资本化比率（%）	30.42	-288.00	41.98	60.18	52.83
营业收入	829.69	57.86	646.89	1067.48	72.69
营业收入-上年同期	807.74	133.76	558.61	1004.19	68.34
利润总额	-16.90	-29.34	-44.95	-42.62	-15.67
利润总额-上年同期	17.71	-83.76	9.70	-33.98	10.03
销售毛利率（%）	4.63	-11.06	0.39	2.24	-5.50
流动比率（倍）	0.70	0.10	1.12	0.57	0.31
经营活动产生的现金流净额	66.88	-6.40	56.41	66.65	2.59
经营活动产生的现金流净额-上年同期	98.59	-27.00	62.16	36.48	2.39

资料来源：Wind，联合资信整理

财务杠杆方面，2021 年猪价下行，生猪养殖企业举债储备资金、维持日常经营，截至 2021 年底，样本企业资产负债率同比均有较大幅度提升。2022 年猪价波动幅度趋缓且受限于融资环境，截至 2022 年底，除正邦科技资产负债率较上年底大幅上升外，其他样本企业资产负债率变化不大；位于行业前列地位的牧原股份、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。随着 2023 年以来猪价保持低位运行，截至 2023 年 9 月底，样本企业资产负债率均较上年底有不同程度上升。

## （二）行业内企业一级市场概况

2022 年，样本企业中 4 家有公开级别且尚在有效期内，级别分布为 BBB~AAA。2022 年以来，猪价在触底后振幅趋缓，除正邦科技级别和展望下调外，其他样本企业级别和展望无变化。2023 年 1—10 月，4 家样本生猪养殖企业公开且有效期内的级别分布为 CC~AAA，正邦科技级别继续下调，牧原股份展望上调。

**表 4.3 2021 年—2023 年 10 月生猪养殖行业样本企业发债主体级别变更情况**

发行人证券简称	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	2023-06-26（联合资信）
温氏股份 <sup>2</sup>	AAA	稳定	维持	2023-06-15（联合资信）
牧原股份	AA <sup>+</sup>	稳定	维持	2021-06-29（中诚信国际）
	AA <sup>+</sup>	负面	展望下调	2021-12-15（中诚信国际）
	AA <sup>+</sup>	稳定	展望上调	2023-06-27（中诚信国际）
*ST 正邦	AA <sup>+</sup>	稳定	维持	2021-06-28（东方金诚）

<sup>2</sup> 2023 年 10 月 23 日，惠誉中国将温氏股份长期外币发行人违约评级由 BB<sup>+</sup>下调至 BB，展望维持负面，调整原因为：行业长期供过于求导致生猪价格持续走低，削弱了温氏股份中期盈利能力。鉴于 2023 年生猪价格低于盈亏平衡点处于常态，预计温氏股份全年 EBITDA 或出现亏损。同时，生猪价格的反弹速度和幅度都较以往波动更大，猪周期上行拐点具有不确定性，温氏股份需维持大规模能繁母猪存栏量，所需高额支出使现金流平衡和 EBITDA 转正承压。若行业回暖，温氏股份有望凭借低成本优势获益。

	AA	稳定	下调	2021-12-03（东方金诚）
	AA <sup>-</sup>	负面	下调	2022-06-29（东方金诚）
	BBB	负面	下调	2022-11-02（东方金诚）
	BB <sup>+</sup>	负面	下调	2023-01-17（东方金诚）
	BB <sup>-</sup>	负面	下调	2023-01-29（东方金诚）
	B	负面	下调	2023-02-28（东方金诚）
	CCC	负面	下调	2023-04-27（东方金诚）
	CC	负面	下调	2023-08-04（东方金诚）
	AA	稳定	维持	2021-06-28（大公国际）
	AA <sup>-</sup>	负面	下调	2022-03-16（大公国际）
	A	负面	下调	2022-06-29（大公国际）
	BBB <sup>+</sup>	负面	下调	2022-10-31（大公国际）
	BBB <sup>-</sup>	负面	下调	2022-11-04（大公国际）

资料来源：Wind，联合资信整理

2023年6月27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负面调整至稳定，维持AA<sup>+</sup>主体信用评级，调整原因为：牧原股份2022年盈利及获现水平大幅改善，定增完成令资本实力提升，偿债指标改善，叠加行业龙头地位稳固，猪肉产业链完善，规模、成本和技术优势更为显著以及融资渠道畅通等因素对公司整体信用实力的支持。

2022年6月—2023年8月，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）陆续将正邦科技主体信用等级及展望由AA/稳定下调至CC/负面<sup>3</sup>；2022年，大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公国际”）陆续将正邦科技主体信用等级由AA下调至BBB<sup>4</sup>。

<sup>3</sup> 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<sup>-</sup>，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11月2日，东方金诚将正邦科技主体信用等级下调至BBB，调整原因为：正邦科技被裁定预重整；亏损进一步增加、有息金融类债务逾期等；控股股东及一致行动人持有公司股权质押比例高。2023年1月17日，东方金诚将正邦科技主体信用等级下调至BB<sup>-</sup>，调整原因为：正邦科技现金流对债务的保障能力减弱，尚处于预重整期，融资能力下降，流动性压力加大。2023年1月29日，东方金诚将正邦科技主体信用等级下调至BB，调整原因为：公司再融资能力进一步下降，流动性压力进一步加大。2023年2月28日，东方金诚将正邦科技主体信用等级下调至B，调整原因为：《江西正邦科技股份有限公司2022年度业绩预告》披露2022年度预亏损，一方面系受国内生猪市场价格下滑及正邦科技整体资金及出栏战略影响；另一方面原因为正邦科技期间费用35-45亿元，其中职工薪酬7亿元左右，闲置资产折旧摊销20亿元左右，借款利息12亿元左右；正邦科技对部分闲置无效及已经拆除的固定资产、在建工程及租赁资产进行报废处理，同时对期末生猪存栏、固定资产及在建工程计提减值准备，共计损失30-40亿元；受经营环境影响，饲料板块销量和营业收入同比均下降60%以上，且饲料板块利润处于亏损状态；此外根据2022年2月21日《江西正邦科技股份有限公司关于可转换公司债券的风险提示公告》披露，受到行业政策、市场环境的影响，正邦科技目前经营状况不佳，多比债务逾期，存在无法偿还到期债务的风险。2023年4月27日，东方金诚将正邦科技主体信用等级下调至CCC，调整原因为：截至2023年3月底，根据上海票交所披露，正邦科技及其分子公司商票逾期余额较2022年9月底进一步增加；2023年，根据正邦科技披露信息，由于生猪销售策略调整，2023年一季度，正邦科技生猪销售量和销售收入均同比下降；正邦科技盈利能力进一步下降，流动性压力极大。2023年8月4日，东方金诚将正邦科技主体信用等级下调至CC，调整原因为：正邦科技已被法院裁定受理重整，经营持续亏损。

<sup>4</sup> 2022年3月16日，大公国际将正邦科技主体信用等级由AA下调至AA<sup>-</sup>，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<sup>-</sup>，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。2022年10月31日，大公国际将正邦科技主体信用等级由A调整至BBB<sup>+</sup>，展望维持负面，调整原因为：正邦科技盈利能力进一步恶化，商票持续逾期，控股股东持有的部分股份被司法冻结，正邦科技短期偿债压力和法律诉讼风险加大，南昌中院决定对正邦科技启动预重整后续是否进入重整程序存在不确定性。2022年11月4日，大公国际将正邦科技主体信用等级由BBB<sup>+</sup>调整至BBB<sup>-</sup>，展望维持负面，调整原因为：正邦科技盈利能力及经营性现金流明显恶化，面临很大的短期偿债压力，已发生有息金融类债务及商票逾期，且未提供即将到期债券偿债来源的相关凭证；南昌中院已裁定受理相关债权人对正邦科技控股股东及其一致行动人的重整申请，或将对正邦科技股权结构等产生影响。

**表 4.4 2022—2023 年 10 月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（当期、%）	兑付情况
102001087.IB	20 牧原 MTN002	3.00	2020-05-28	2023-05-28	3	4.50	正常兑付
102000771.IB	20 牧原 MTN001	5.00	2020-04-22	2023-04-22	3	4.50	正常兑付
112849.SZ	19 牧原 01	8.00	2019-01-22	2022-01-22	3	7.00	正常兑付
102001495.IB	20 温氏食品 MTN001	9.00	2020-08-11	2023-08-11	4	4.00	正常兑付
112539.SZ	17 温氏 02	20.00	2017-07-04	2022-07-04	5	3.00	正常兑付
112506.SZ	17 温氏 01	5.00	2017-03-20	2022-03-20	5	3.10	正常兑付
102000264.IB	20 希望六和（疫情防控债）MTN001	20.00	2020-03-09	2023-03-09	3	3.43	正常兑付
102001495.IB	20 温氏食品 MTN001	9.00	2020-08-11	2023-08-11	3	4.00	正常兑付
149492.SZ	21 希望 Y1	10.00	2021-06-01	2022-06-01	1	5.50	正常兑付
112612.SZ	17 正邦 01	5.30	2017-11-17	2022-11-17	5	4.50	正常兑付

资料来源：Wind，联合资信整理

2022 年，5 家样本企业共有 5 支债券摘牌兑付，兑付规模 48.30 亿元，较上年增加 17.30 亿元，到期债券均已正常兑付。2022 年，受制于融资环境，样本企业无新发债券，呈融资净流出态势。2023 年 1—10 月，5 家样本企业共有 5 支债券摘牌兑付，兑付规模 46.00 亿元，较上年同期增加 3.00 亿元，到期债券均已正常兑付。2023 年 1—10 月，样本企业无新发债券，呈直接融资净流出态势。

**表 4.5 截至 2023 年 10 月底生猪养殖企业存续债券情况（单位：亿元、年）**

证券代码	证券名称	当前余额	起息日	到期日期	发行期限	票面利率（当期、%）
128114.SZ	正邦转债	0.29	2020-06-17	2026-06-17	6	1.50
127049.SZ	希望转 2	81.44	2021-11-02	2027-11-02	6	0.80
102100490.IB	21 希望六和 MTN001(乡村振兴)	20.00	2021-03-19	2026-03-19	5	4.90
127015.SZ	希望转债	9.49	2020-01-03	2026-01-03	6	1.20
123107.SZ	温氏转债	77.39	2021-03-29	2027-03-29	6	1.00
127045.SZ	牧原转债	95.44	2021-08-16	2027-08-16	6	0.80

资料来源：Wind，联合资信整理

截至 2023 年 11 月底，5 家样本企业存续债券合计余额 284.05 亿元，到期日期集中在 2026 年和 2027 年，集中度较高。

## 五、2024 年行业展望

本轮猪周期于 2021 年初进入下行通道，目前处于 2000 年以来第 5 个猪周期结



尾与第 6 个猪周期起步的磨底过渡阶段，生猪养殖企业面临猪价下行和成本上涨双重压力。考虑到能繁母猪存栏量自 2021 年 7 月达到峰值后虽小幅震荡减少，但整体处于高位；2023 年猪肉供给较为充足，截至 2023 年三季度，能繁母猪存栏量仍高于正常保有量，产能去化仍将是 2024 年全年行业运行主基调。猪价在低位震荡徘徊后，有望迎来猪周期上行机会。叠加种猪及猪苗成本下降、养殖效率提升，生猪养殖企业亏损幅度收窄或有望实现盈利。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，在目前全球范围内粮食作物种植成本整体提升的背景下，玉米和豆粕等原料价格于 2023 年 8 月达到年度峰值后有一定回落，但下行空间有限。此外，非洲猪瘟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动物疫病防范中的成本控制提出了挑战。

生猪产能和猪肉价格方面，由于养猪的时间较长，因此养猪具有更加明显且稳定的周期特征。一个“猪周期”通常是 3~5 年，随着行业发展，养猪企业与养殖户的规模逐步增大，在行情低迷期的维持能力增强，“猪周期”也在逐渐拉长。自 2000 年以来，中国已经经历了 5 个猪周期，目前处于第 5 个周期结尾与第 6 个周期起步间磨底过渡阶段。2021 年 7 月底，中国能繁母猪存栏量达到本轮猪周期最高点，之后高位震荡整理：随着猪价下行、能繁母猪产能持续去化，于 2022 年 4 月出现低点；随着 2022 年三、四季度养殖企业盈利改善，养殖户母猪补栏积极性提高、后期供应增加，能繁母猪存栏量于 12 月底迎来第二高点后开始下行。截至 2023 年 9 月底，能繁母猪存栏量为 4240 万头，较 2022 年底下降 3.42%，约相当于正常保有量的 103.41%，整体仍处于较高水平。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 2024 年全年生猪供应仍较为充足，产能去化仍将是行业运行主基调。后续产能出清、宏观经济及居民消费的恢复有望推动猪周期逐步转入上行区间。考虑到 2023 年猪价低位运行，种猪与外购猪苗价格同比较低，叠加在下行周期中生存下来的养殖户养殖效率提升，2024 年出栏生猪综合成本有望下降，生猪养殖企业有望亏损幅度收窄或实现盈利。

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，行业内企业盈利能力受到了重大冲击，在猪价低位整理阶段，经营管理、成本控制和资金周转等能力较强的头部企业，在抵御猪周期波动影响方面会表现出更强的抗风险能力。

政策方面，2022 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情况；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，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 010-85679696-8624 chenjialin@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 年下半年信用风险展望](#)

## 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。