

2020 年浙江华统肉制品股份有限公司
可转换公司债券
2020 年跟踪信用评级报告



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

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。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。



中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监：

谭璇

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

报告编号：
中鹏信评【2020】跟踪
第【158】号 01

债券简称：华统转债
增信方式：保证担保
担保主体：华统集团有
限公司
债券剩余规模：5.5 亿
债券到期日期：2026 年
04 月 10 日
债券偿还方式：对未转
股债券按年计息，每年
付息一次，附债券赎回
及回售条款

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
本期债券信用等级	AA	AA
发行主体长期信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2020 年 06 月 18 日	2019 年 09 月 17 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对浙江华统肉制品股份有限公司（以下简称“华统股份”或“公司”，股票代码为“002840.SZ”）及其 2020 年 4 月 10 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2020 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA，发行主体长期信用等级维持为 AA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到：公司加快屠宰产业横向布局，2019 年营业收入规模大幅上升，随着出栏量的上升和在建项目投产，生猪养殖业务未来可能成为公司新的利润增长点，2019 年公司与温氏食品集团股份有限公司（以下简称“温氏集团”）的合作有助于生猪养殖与自身屠宰业务的协同发展；同时中证鹏元也关注到，2019 年以来生猪屠宰业务产能利用率持续下降，短期内难有改善迹象，非洲猪瘟的发展及国内生猪供给的不足使得公司采购端存在供应及成本控制压力，随着在建项目的持续投入资金压力将显著提升，且养殖业务面临猪周期价格波动的风险，公司主营业务盈利能力不佳，存货面临一定的跌价损失风险，以及有息债务大幅增加，期限结构偏短，短期偿债压力上升等风险因素。

正面：

- 公司加快屠宰产业横向布局，2019 年营业收入规模大幅上升。2019 年公司在省内扩张的同时，加快向全国生猪养殖主产区进行产业布局，在湖北麻城市、贵州威宁县、山东莘县等区域新设子公司，产能规模不断提升，受益于猪肉价格的大幅上涨，2019 年及 2020 年一季度营业收入分别同比大幅增长 50.56%和 59.69%。
- 生猪养殖业务未来可能成为新的利润增长点。2019 年公司正康猪业养殖场项目投

分析师

姓名：
秦风明 张旻燊
电话：021-51035670
邮箱：
qinfm@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该
评级方法已披露于中
证鹏元官方网站。

中证鹏元资信评估股份
有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：
www.cspengyuan.com

入运营，设计年产能 25 万头，2020 年一季度首次实现少量出栏；2020 年 3 月末公司仍有多个养殖场项目处于建设阶段，全部达产后新增产能 200 万头以上，随着出栏量的提升及在建项目投产，养殖板块未来有可能成为公司新的利润增长点。

- **公司与温氏集团的合作有助于生猪养殖与自身屠宰业务的协同发展。**2019 年公司与温氏集团签订战略合作协议，并共同设立合资公司，将争取在三年通过合资公司实现浙江省内、江苏省内肉猪年出栏各 100 万头以上，若顺利实施将有助于生猪养殖与屠宰业务的协同发展。

关注：

- **生猪屠宰业务产能利用率持续下降，短期内难有改善迹象。**2019 年公司生猪屠宰产能进一步提升，但受国内生猪供给不足，猪肉价格大幅上升等多重因素影响，产能利用率有所下降；受新冠疫情影响，2020 年一季度产能利用率进一步下降，考虑到短期内猪肉价格受制于供应缺口大幅下降的可能性仍不高，产能消化仍存压力。
- **非洲猪瘟及国内生猪供给不足使得公司采购端存在供应及成本控制压力。**2019 年三季度以来非洲猪瘟疫情总体趋缓，但随着生猪调运的恢复，疫情仍存在反弹风险；目前全国能繁母猪、生猪存栏量仍较低，短期内仍存在供应缺口，且较高的生猪采购价格亦对公司原本不高的毛利率产生一定压力。
- **在建项目的持续投入将使得公司资金压力显著上升，且养殖业务面临猪周期价格波动的风险。**2019 年以来养殖场项目投入大幅增加，投资活动现金净流出规模大幅上升，2020 年 3 月末公司主要在建项目仍尚需投资超过 22.49 亿元，随着项目推进资金压力将显著上升。同时，已投产及在建养殖场项目新增生猪产能规模较大，未来利润受猪周期价格波动影响存在较大不确定性。
- **主营业务盈利能力不佳，存货面临一定的跌价损失风险。**2019 年以来生鲜屠宰业务毛利率持续下降，盈利水平较低，未来随着在建项目转固及有息债务规模的上升，期间费用对利润侵蚀将进一步上升；2019 年公司增加猪肉储备使得存货大幅增至 3.38 亿元，我们注意到 2020 年一季度以来猪肉价格波动较大，整体呈下降态势，存货面临一定跌价损失风险。
- **有息债务大幅增加，债务期限结构偏短，短期偿债压力上升。**截至 2020 年 3 月末，公司有息债务大幅增至 123,081.42 万元，占负债总额的 74.95%，其中短期有息债务占比达 83.51%，期限结构偏短，短期偿债压力上升。

公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年	2017年
总资产	352,618.75	306,214.56	217,562.92	157,869.30
归属于母公司所有者权益合计	154,740.38	148,417.99	129,786.79	117,034.99
有息债务	123,081.42	93,759.37	44,636.86	9,676.86
资产负债率	46.57%	44.91%	33.85%	21.86%
流动比率	1.00	0.89	1.34	1.89
速动比率	0.76	0.59	1.07	1.41
营业收入	213,336.44	770,577.70	511,804.29	471,543.19
营业利润	6,372.72	17,101.78	18,197.04	12,518.39
净利润	6,222.83	16,237.44	17,305.44	11,894.97
综合毛利率	6.31%	5.35%	6.33%	4.94%
总资产回报率	-	7.39%	10.20%	8.59%
EBITDA	-	29,768.93	26,735.77	19,409.84
EBITDA 利息保障倍数	-	9.51	18.01	32.39
经营活动现金流净额	11,922.93	12,762.46	26,085.12	19,262.67

资料来源：公司 2017-2019 年年报及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

担保方华统集团有限公司主要财务指标（单位：万元）

项目	2019年	2018年	2017年
总资产	764,081.79	711,330.82	609,094.39
归属于母公司所有者权益	159,473.24	181,734.16	186,296.49
资产负债率	63.79%	56.18%	50.45%
营业收入	787,640.76	557,568.52	559,910.77
净利润	745.37	27,574.70	25,602.92
经营活动现金流净额	-	2,720.19	26,770.42

注：华统集团有限公司2019年仅提供未经审计的合并资产负债表和合并利润表，因此2019年数据与2018年审计报告数据存在差异。

资料来源：华统集团有限公司2017-2018年审计报告及未经审计的2019年财务报表，中证鹏元整理

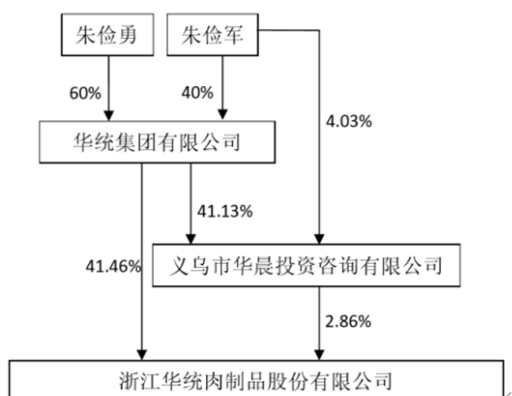
一、本期债券募集资金使用情况

公司于2020年4月10日发行6年期5.50亿元公司债券，募集资金原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。截至2020年5月18日，本期债券募集资金专项账户（兴业银行）余额为109.91万元。

二、发行主体概况

2019年，公司向104名激励对象授予限制性人民币普通股940.00万股，合计增加实收资本940.00万元，截至2020年3月末，公司实收资本增至27,740.01万元，控股股东仍为华统集团有限公司（以下简称“华统集团”），合计控制公司41.46%股份，实际控制人仍为朱俭勇、朱俭军兄弟，合计控制公司44.32%股份，股票质押率为63.44%，质押比例相对较高。

图1 截至2020年3月末公司产权及控制关系图



资料来源：公司提供

为支持屠宰业务规模扩张，2019年公司相继收购浦江县六和食品有限责任公司51%股权、丽水市绿生源饲料有限公司70%股权、金华市浩强农牧有限公司100%股权、杭州临安深山坞里肉类有限公司90%股权、兰溪华统牧业有限公司100%股权、正康（义乌）禽业有限公司30%股权、杭州同壮农业发展有限公司51%股权。

2019年公司新纳入合并范围17家子公司，其中设立13家，收购4家（部分股权收购完成后股权变更仍未完成，因此未并表）；不在纳入合并范围子公司3家，详见下表。

表 1 跟踪期内公司合并报表范围变化情况（单位：万元）
1、跟踪期内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
绍兴市华统天天食品有限公司	51.00%	500.00	生鲜猪肉采购、销售等	新设
宁海县华统食品有限公司	51.00%	1,000.00	生猪定点屠宰	新设
桐庐县华统食品有限公司	70.00%	500.00	生猪屠宰等	新设
海宁市华统食品有限公司	60.00%	500.00	生猪采购、屠宰等	新设
莘县华统食品有限公司	100.00%	5,000.00	生猪采购、屠宰等	新设
湖北华统惠民食品有限公司	51.00%	500.00	生猪采购、屠宰等	新设
威宁县华统食品有限公司	100.00%	1,000.00	生猪采购、屠宰等	新设
梨树县华统食品有限公司	100.00%	5,000.00	生猪采购、屠宰等	新设
义乌华昇牧业有限公司	85.00%	10,000.00	生猪养殖、销售等	新设
仙居华农禽业有限公司	100.00%	1,000.00	家禽养殖、销售等	新设
固始县华统牧业有限公司	70.00%	3,000.00	生猪养殖、销售等	新设
东阳华统牧业有限公司	100.00%	5,000.00	生猪养殖、销售等	新设
象山华统牧业有限公司	79.00%	5,000.00	生猪养殖、销售等	新设
丽水市绿生源饲料有限公司	70.00%	1,000.00	配合饲料生产加工及销售	收购
金华市浩强农牧有限公司	100.00%	306.00	家禽养殖、销售等	收购
杭州临安深山坞里肉类有限公司	90.00%	300.00	收购、屠宰、销售等	收购
杭州同壮农业发展有限公司	51.00%	6,000.00	牲畜饲养等	收购

2、跟踪期内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	不再纳入合并报表的原因
江苏华统牧业有限公司	100.00%	20,000.00	生猪养殖及销售等	转让
苏州华康肉制品有限公司	100.00%	10,000.00	生猪屠宰、加工等	注销
义乌市华统养殖有限公司	100.00%	2,000.00	生猪养殖及销售等	清算

资料来源：公司 2019 年审计报告、公开查询，中证鹏元整理

三、运营环境

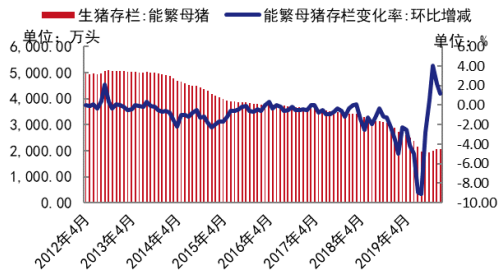
受本轮猪周期及非洲猪瘟影响，2019年生猪出栏及存栏量同比均出现大幅下降，能繁母猪和生猪存栏量处于历史低位，本轮补库存阶段受非洲猪瘟及新冠疫情影响预计仍将存在一定延迟，短期内生猪供给仍可能存在一定缺口

受能繁母猪存栏量及饲料价格波动的影响，我国猪肉价格一般以3-4年左右为一个周期。其循环轨迹一般为“肉价上涨—能繁母猪存栏量大增—生猪供应增加—肉价下跌—大量淘汰能繁母猪—生猪供应减少—肉价上涨”。在我国以散户为主的生猪养殖模式下，由于行业生产周期很长，散养户难以准确判断行业走势的情况下及时对其生猪养殖数量进行

调整，导致养殖存栏量波动较大，直接影响猪肉价格的大幅波动。本轮猪周期于2015年3月开始，在2016年到达周期性高点后呈现波动下降趋势，下降幅度超过以往年份，于2018年6月份达到最低点，养殖利润下降伴随着产能的下降。

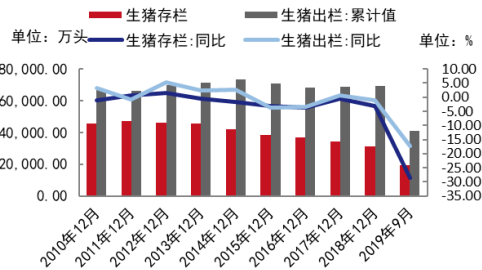
在经历猪周期底部和2018年8月份以来非洲猪瘟疫情的影响，我国生猪产能加速下滑。2018年3-7月，自繁自养及外购仔猪养殖户均为亏损状态，养殖户普遍经营困难，加之疫情爆发导致的生猪禁运进一步降低了养殖户的补栏积极性。从能繁母猪存栏情况来看，2009-2013年能繁母猪存栏量在4,700-5,000万头左右波动，2013-2019年9月能繁母猪存栏量持续下降，截至2019年10月底，我国能繁母猪存栏1,924.00万头，环比上升0.60%，同比下降37.80%。从生猪存栏、出栏量来看，2018年，我国生猪出栏69,382万头，同比下降1.2%；2019年12月生猪存栏量54,419.00万头，同比下降21.60%。2019年10月以来，我国能繁母猪存量开始小幅上升，开始本轮补库存周期，但考虑到非洲猪瘟及新冠疫情影响，交通运输受限，可能会对本轮生猪补库存周期形成一定延后，未来短期内生猪供给仍将存在一定缺口。

图2 我国能繁母猪存栏情况



资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

图3 我国生猪存栏、出栏情况

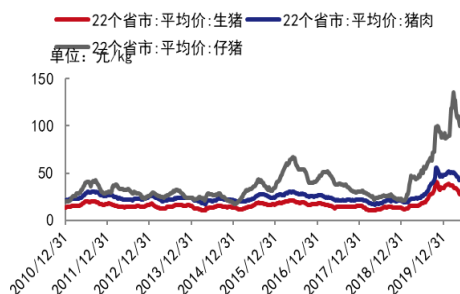


资料来源：Wind 资讯，中证鹏元整理

2019年以来生猪价格创新高，对猪肉消费产生一定挤出效应，禽类消费替代效应下需求有所提升

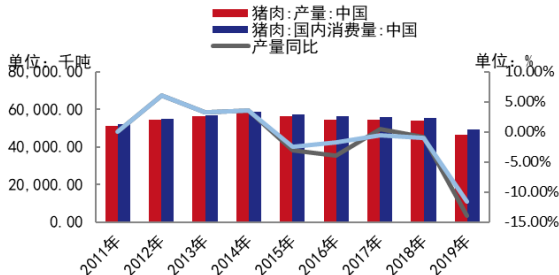
本轮“猪周期”叠加非洲猪瘟疫情造成的能繁母猪、生猪存栏大幅下滑下，2019年以来我国生猪及猪肉价格均出现大幅上涨，2019年底我国生猪价格较年初增长157.09%，猪肉价格较年初增长126.49%；2020年一季度，生猪及猪肉价格仍有所上涨，二季度以来价格有所回落，但猪肉价格仍相对较高。猪肉价格大幅上涨对猪肉消费产生较大的挤出效应，2019年我国全年猪肉销量同比下滑11.60%。尽管2019年以来国家陆续出台多项政策以保障生猪产能的恢复，但考虑到目前非洲猪瘟仍没有有效的防疫及治疗手段，因此现阶段补栏难度仍较大，另外母猪存栏处于低位，仔猪及生猪存栏难以形成持续性上升，政策对产能恢复的积极作用仍需时间，预计未来一年生猪供应将存在一定缺口，猪肉价格下降空间有限。

图4 近年我国生猪价格走势情况



资料来源: Wind资讯, 中证鹏元整理

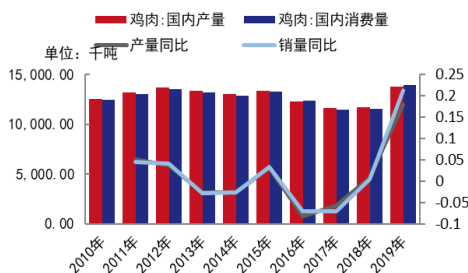
图5 近年我国猪肉产销情况



资料来源: Wind资讯, 中证鹏元整理

在猪肉价格大幅上升的背景下, 2018年、2019年禽类消费的替代效应逐步显现, 作为猪肉消费的替代品, 2019年我国鸡肉产量13,800.00千吨, 同比上涨17.95%。鸡肉消费量13,980.00千吨, 同比上涨21.20%, 产量消费量均大幅增长; 从鸡肉价格来看, 受供给收缩和非洲猪瘟的影响, 2019年白羽肉鸡和毛鸭主产品平均价均大幅上涨, 产业链利润不断扩大, 禽养殖积极性不断恢复, 产业链行业景气度有所回升。

图6 近年我国鸡肉产量、销量情况



资料来源: Wind资讯, 中证鹏元整理

图7 近年我国鸡肉价格走势



资料来源: Wind资讯, 中证鹏元整理

本轮非洲猪瘟持续时间较长、影响范围较大, 2019年以来防控形势仍然严峻, 国家陆续出台多项政策以加快保障生猪产能的恢复, 疫情防控能力强、全产业链布局的规模化养殖企业有望迎来发展机遇

我国畜禽养殖行业集中度较低、饲料质量参差不齐、防疫投入不足等导致我国动物疫情频发, 往往给屠宰及肉类加工企业带来较大冲击。自2018年8月辽宁地区爆发第一起非洲猪瘟疫情, 非洲猪瘟疫情快速蔓延。为防止疫情扩大, 2018年8月份以来农业农村部紧急制定多项政策控制疫情传播。2018年9月11日, 农业农村部发布《关于进一步加强生猪及其产品跨省调运监管的通知》, 对与发生非洲猪瘟疫情省相邻的省份暂停生猪跨省调运。2018年12月27日, 农业农村部发布《关于规范生猪及其生猪产品调运活动的通知》, 调整生猪调运政策, 随着全国各地疫区不断解封, 生猪流通有所缓解。截至2019年12月底, 全

国共发生162起非洲猪瘟疫情，共扑杀120万头感染生猪，除云南省外，其余的30个省市区疫情以全部解除封锁。

2020年3月份以来全国报告发生13起家猪非洲猪瘟疫情，其中绝大多数疫情由违法违规调运引发，疫情情况总体趋缓，但是随着生猪生产的加快恢复，仔猪、种猪的调运在日趋频繁，疫情仍存在反弹风险。同时，非洲猪瘟的有效疫苗从研制到生产还尚需时日，对非洲猪瘟防控体系的建设就成为了养殖户能否存续的重要因素。根据农村农业部公布的非洲猪瘟疫情情况，小型养殖场发生疫情的概率显著大于大型养殖场。非洲猪瘟持续时间长，潜伏性强，需要长期保持高度细致的防控措施，这会对企业的相关设备和各种现代化技术提出挑战，规模化尤其是大型的养殖集团更能适应现代高强度疫病防控体系的技术门槛。大型养殖场与中小型养殖户相比有疫病防治优势、全产业链优势、资金优势。

2019年以来生猪存栏能繁母猪及生猪存栏量的下降及猪肉价格的持续走高引起中央及地方政府部门的高度重视，2019年3月22日，农业农村部印发《关于稳定生猪生产保障市场供给的意见》，提出了七项政策措施稳定生产，包括加快落实稳定生猪生产发展、加强生产和市场监测预警、深入推进标准化规模养殖、调整优化生猪产业布局等具体措施；2019年8月21日，国务院常务会议确定稳定生猪生产和猪肉保供稳价措施，明确要求地方立即取消超出法律法规的生猪禁养、限养规定。在各项保障措施的利好因素和可观的养殖利润预期下，养殖户恢复产能或者扩产的意愿或有增加。2019年9月10日，国务院办公厅发布《关于稳定生猪生产促进转型升级的意见》，意见指出到2022年，养殖规模化率达到58%左右，到2025年，养殖规模化率达到65%以上，同时中央补助比例原则上不超过项目总投资的30%，最低不少于50万元，最高不超过500万元。另外，浙江省级财政对规模养殖场2019年7月1日至12月31日从本省种猪场引进的种猪，每头给予500元的临时补贴，并加强对生猪生产的信贷支持，金融机构应积极予以信贷支持。但由于目前非洲猪瘟并没有有效的防疫及治疗手段，因此现阶段补栏的风险程度依然较高，另外母猪存栏处于历史低位，仔猪及生猪存栏难以形成持续性上升，政策对产能恢复的积极作用仍有待观察，预计未来一年生猪供应将存在一定缺口，猪肉价格仍存在上涨压力。

在非洲猪瘟疫情和国家大力支持规模化养殖政策的双重影响下，生猪养殖行业集中度将逐步提升，并提高养殖行业的技术门槛，未来具备全产业链管理优势的大型生猪养殖企业或成为非洲猪瘟疫情下的受益者。

表2 非洲猪瘟对生猪屠宰行业的政策影响

时间	部门	政策	主要内容
2018年8月31日	农业农村部	《关于切实加强生猪及其产	限制省内生猪调运，规范生猪产品调运

		品调运监管工作的通知》	
2018年9月11日	农业农村部	《关于进一步加强生猪及其产品跨省调运监管的通知》	为切断非洲猪瘟病毒传播链条、降低疫情跨区域传播风险，对与发生非洲猪瘟疫情省相邻的省份暂停生猪跨省（自治区、直辖市，以下简称“省”）调运，并暂时关闭省内所有生猪交易市场，暂停时间从任一相邻省发生疫情至其全部相邻省疫情解除封锁前。
2018年10月25日	国务院办公厅	《国务院办公厅关于进一步做好非洲猪瘟防控工作的通知》	提出为了推动市场从运活畜禽向运肉转变此次政策调整，运输鲜、冻畜禽肉等动物产品的车辆可继续享受原有的“绿色通道”政策，运输生猪车辆不再享受鲜活农产品运输“绿色通道”政策，通过提高生猪屠宰产能利用率、就地屠宰，鼓励畜禽产品冷链运输、冷鲜上市，可以有效解决不同地区畜禽产品供给问题。
2019年2月18日	农业农村部	《全国非洲猪瘟等重大动物疫病区域化防控方案(征求意见稿)》	提出要全国实施非洲猪瘟等重大疫病分区防控策略，在区域内的各省要实现“三统一”。根据征求意见稿，全国将被划分为北部区、西北区、东部区、中南区、西南区五大区域，推进区域内动物重大疫病联防联控，降低疫情扩散风险。
2019年3月19日	农业农村部	《关于加强屠宰环节非洲猪瘟检测工作的通知》	督促生猪屠宰企业落实主体责任，开展非洲猪瘟自检，严禁未经检验检疫和非洲猪瘟检测不合格的肉品流入市场。
2019年7月3日	国务院办公厅	《国务院办公厅关于加强非洲猪瘟防控工作的意见》	提出要加强养猪场（户）防疫监管和餐厨废弃物管理，规范生猪产地检疫管理，加强生猪及生猪产品调运管理和生猪屠宰监管，加强生猪产品加工经营环节监管和区域化和进出境管理，加强动物防疫体系建设，稳定生猪生产发展。

资料来源：公开资料，中证鹏元整理

四、经营与竞争

2019年公司主营业务未发生变化，从收入构成来看，在猪肉价格大幅上涨的背景下，全年生鲜猪肉收入同比增加50.62%，占主营业务收入的比重达92.26%；生鲜禽肉板块受益于下游需求的提升及禽肉价格的上涨，全年生鲜禽肉收入同比增加53.61%。其他收入主要来自饲料、火腿等，2019年收入规模整体有所提升。2020年一季度，猪肉价格略有回落但仍处于高位，营业收入延续增长趋势，同比增长59.69%。

毛利率方面，受采购端生猪价格大幅上涨、产能利用率下降、消费不振等因素影响，生鲜猪肉毛利率持续下降，盈利水平较低；禽类板块受益于猪肉的替代效应价格有所上涨，毛利率持续上升，对利润的贡献上升，但综合毛利率呈下降趋势。

表3 2018-2019年及2020年1-3月公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2020年1-3月		2019年		2018年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
生鲜猪肉	192,151.97	3.77%	705,429.59	4.42%	468,356.86	5.84%
生鲜禽肉	4,915.75	19.69%	32,827.24	16.10%	21,371.07	7.03%
其他	10,227.68	12.09%	26,355.70	14.66%	19,231.73	14.84%

合计	207,295.40	4.56%	764,612.53	5.27%	508,959.65	6.23%
----	------------	-------	------------	-------	------------	-------

资料来源：公司提供

2019年公司加快屠宰产业横向布局，通过并购、新设方式向省外扩张，产能略有提升，但多重因素叠加影响下，公司产能利用率持续下降，对屠宰业务毛利率产生负面影响，短期内难有改善迹象，且未来收入及盈利水平受猪肉价格波动影响可能存在波动

公司继续加快对屠宰产业的横向布局，浙江省内，2019年相继在宁海、桐庐、海宁、临安等地通过收并购方式布局定点屠宰场；浙江省外，2019年相继在湖北麻城市、贵州威宁县、山东莘县以及吉林梨树县等区域设立子公司，加快向全国生猪养殖主产区进行产业布局，全年生猪鲜肉产能同比提升6.08%。

屠宰业务的扩张带动了产能规模持续提升，2019年公司生猪鲜肉业务产能增至889,200.00吨，公司依然采取以销定产模式，2019年受本轮猪周期叠加非洲猪瘟等因素影响，国内生猪供给不足，导致生猪及下游猪肉价格大幅上涨，对采购和需求形成一定抑制，订单量的下降使得生猪产量和销量均有所下降。从销售情况来看，2019年公司生鲜猪肉销售量同比下降4.07%，销量大于产量系公司直接采购白条猪进行销售。

受益于猪肉价格的大幅上涨，2019年生鲜猪肉收入同比增加50.62%，2020年一季度，猪肉价格略有下降，但仍处于高位，一季度营业收入同比增长59.69%，若未来猪肉价格出现大幅波动，营业收入亦存在波动风险。同时，受采购端生猪价格大幅上涨、产能利用率下降、消费不振等因素影响，生鲜猪肉毛利率持续下降，盈利水平较低。

2020年一季度，受新冠疫情影响，下游摊位需求继续下降，产能利用率进一步降至17.37%。考虑到2020年一季度以来，我国生猪供给仍存在一定缺口，生猪存栏补库存仍需时间，尽管二季度以来生猪及猪肉价格有所下降，但仍处于相对高位，较高的猪肉价格仍将对猪肉消费产生一定抑制，产能消化仍存在压力。

表4 2018-2019年及2020年1-3月公司生鲜猪肉业务产销情况（单位：吨）

类型	2020年3月	2019年	2018年
产能	228,735.00	889,200.00	838,212.00
产量	39,720.97	299,752.37	314,917.60
销量	47,356.98	334,845.69	349,066.60
产能利用率	17.37%	33.71%	37.57%
产销率	119.22%	111.71%	110.84%

注：销量数据均包含公司采购、销售的成品猪肉。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司仍以区域经销形式为主，2019年公司经销模式占比84.86%，同比下降6.49个百分点，系公司增加了对摊位直接销售的比例；公司结算仍主要采取款到发货的模式，近年收

现比均大于1，主营业务回款情况较好。从销售区域来看，2019年公司省内销售金额占比84.95%，整体较上年变化不大。

表5 2018-2019年公司生鲜猪肉销售模式及区域情况（单位：万元）

销售模式	2019年	2018年
区域经销	598,608.24	427,833.02
其他销售模式	106,821.36	40,523.83
销售区域	2019年	2018年
省内	599,296.12	396,779.02
省外	106,133.48	71,577.83 ¹

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司生鲜猪肉销售的终端客户仍以市场摊位为主，销售对象较为分散，随着销售规模的增加，2019年公司前五大客户销售收入占比降至6.50%，原有市场基本饱和，增量主要来自新市场的拓展。

表6 2018-2019年公司前五大生鲜猪肉客户销售情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	销售占比
2019年	客户一	12,433.76	1.79%
	客户二	10,264.46	1.46%
	客户三	8,148.70	1.16%
	客户四	8,019.91	1.14%
	客户五	7,018.78	0.99%
	合计	45,885.61	6.54%
2018年	客户一	16,638.83	3.55%
	客户二	8,788.37	1.88%
	客户三	6,692.52	1.43%
	客户四	6,596.73	1.41%
	客户五	5,400.03	1.15%
	合计	44,116.47	9.42%

注：销售占比=销售金额/当期生鲜猪肉业务收入。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年禽肉、火腿及饲料板块的产销规模均有所上升，在替代效应下鸡肉价格的上涨使得禽类板块毛利率水平有所提升，对利润贡献上升；此外，较高的猪肉价格不利于火腿业务的成本控制

禽类养殖主要由义乌市绿发农业开发有限公司（以下简称“绿发农业”）负责，育成肉鸡大部分销售给公司用于屠宰，少量对外出售，2019年禽类养殖产量大幅增至20,733.64

¹ 2018年省外销售收入明显小于苏州子公司营业收入，系部分生鲜猪肉运回浙江省销售。

吨，对于禽类屠宰业务的供给能力上升。同时，2019年台州华统全部投产，禽类屠宰业务产能规模进一步提升，在对猪肉消费的替代效应下，禽肉销量大幅提升，2019年生鲜禽肉销售收入大幅增长，毛利率上升9.07个百分点，对利润的贡献上升。

表7 2018-2019年及2020年1-3月公司禽类养殖情况（单位：吨）

项目	类型	2020年3月	2019年	2018年
禽类养殖	产能	3,687.50	14,750.00	14,300.00
	产量	3,735.40	20,733.64	11,156.71

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司火腿业务的产能及产量规模较上年变化不大，下游需求的增加使得2019年火腿销量同比增加33.88%，火腿销售收入同比增加36.85%，但较高的猪肉价格会对火腿业务盈利水平产生负面影响。

2019年随着丽水市绿生源饲料有限公司投产，公司饲料产能提升至270,000.00吨。公司饲料产品在满足自身畜禽养殖业务需要的基础上，剩余全部对外销售，2019年饲料销量和销售收入分别同比增长64.19%和78.51%。

表8 2018-2019年公司畜禽、火腿、饲料产能、产销情况（单位：吨、万元）

项目	类型	2019年	2018年
生鲜禽肉	产能	73,250.00	63,129.60
	产量	22,612.10	16,081.98
	销量	24,034.67	16,167.34
	收入	32,827.24	21,371.07
火腿	产能	4,320.00	4,320.00
	产量	1,704.70	1,659.51
	销量	1,715.37	1,281.28
	收入	7,248.72	5,296.68
饲料	产能	270,000.00	150,000.00
	产量	91,303.29	55,525.76
	销量	91,131.59	55,504.86
	收入	15,773.84	8,836.60

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年以来受非洲猪瘟疫情影响，公司生猪采购受限，且生猪价格的大幅上涨加剧了成本端压力，同时仍需警惕非洲猪瘟的反弹风险；目前生猪供给仍存在一定缺口，短期内采购及成本控制仍存在一定压力

目前公司生猪主要依靠对外采购，依旧采取以销定采的模式，根据每日销售订单情况向采购部门下达生猪采购计划。款项结算方面，公司对所有生猪实行到厂结算，应付账款

周转天数在一周左右。

2018年10月份以来，受非洲猪瘟疫情扩散的影响，部分省份生猪禁止调运，目前尚未解除，公司对外采购生猪受限，只能在省内及部分解禁省份进行生猪采购或省外采购已屠宰的白条猪，受此影响，2019年生猪采购量同比下降8.80%，但因生猪价格大幅上涨，生猪采购价格同比增加40.60%。生猪禁运下公司加大了白条猪的采购，2019年白条猪采购量和采购金额分别同比增加125.61%和264.05%。从采购均价来看，2019年生猪采购均价同比增长61.37%，白条猪采购均价同比增长54.16%，生猪价格上涨对下游猪肉价格的传导具有一定时滞，导致采购均价涨幅略高于销售均价，加剧了成本控制压力。2020年3月份以来全国报告发生13起家猪非洲猪瘟疫情，疫情情况总体趋缓，全国大部分区域已经解封，但是随着生猪生产的恢复，仔猪、种猪的调运日趋频繁，疫情仍存在反弹风险。

表9 2018-2019年及2020年1-3月公司采购情况（单位：吨、万元）

销售模式	2020年3月	2019年	2018年
生猪采购量	43,854.39	300,553.93	329,545.20
生猪采购金额	151,412.04	562,741.21	400,239.40
白条猪采购量	10,444.50	54,001.58	23,936.27
白条猪采购金额	39,337.48	133,548.52	36,684.13

注：采购量和采购金额中包括不包含白条猪采购。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2019年公司前五大供应商较上年变化较大，客户仍以个人供应商为主，采购区域仍主要为省外。

总体来看，2019年第四季度以来生猪产能加快恢复，能繁母猪存栏量、生猪存栏量环比小幅上升，但同比依然呈下降趋势，生猪供应仍存在一定缺口，生猪价格短期内大幅下降的可能性仍不高，采购端供应及成本控制仍存在一定压力。

表10 2018-2019年公司前五大生猪采购情况（单位：万元）

年度	供应商名称	采购金额	采购占比	采购区域
2019年	供应商1	12,466.01	2.22%	省外
	供应商2	11,632.67	2.07%	省外
	供应商3	9,945.38	1.77%	省外
	供应商4	7,939.23	1.41%	省外
	供应商5	7,449.33	1.32%	省外
	合计	49,432.63	8.79%	-
2018年	供应商1	8,091.02	2.02%	省外
	供应商2	5,624.86	1.41%	省外
	供应商3	5,349.30	1.34%	省外

供应商 4	5,178.98	1.29%	省外
供应商 5	5,022.66	1.25%	省外
合计	29,266.82	7.31%	-

注：青岛万福集团股份有限公司采购对象为白条猪。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

在建生猪养殖项目产能规模较大，与温氏食品的战略合作将有助于提升利润及与自身屠宰业务的协同性，但具体执行情况有待观察；目前在建项目仍面临较大的资本支出压力，且猪周期下价格的波动影响盈利能力的稳定性，疫情防控及环保压力对公司提出更高要求

公司主要在建生猪养殖项目包括本期债券募投项目衢州华统现代化生态养殖场建设项目、仙居华统现代化种猪生态养殖场建设项目（三亩田项目）、丽水农牧里塘母猪场项目等项目，规划种猪、育肥猪总产能约为 264.77 万头/年（不含与温氏集团合作项目），但目前项目均处于建设中，预计离投产仍存在一定时间。根据公司披露的与温氏集团签订的战略合作协议及后续进展，公司与温氏集团共同设立合资公司浙江温氏华统牧业有限公司（以下简称“温氏华统牧业”，其中温氏集团持股 51%，公司持股 49%），将争取在三年通过温氏华统牧业实现浙江省内肉猪年出栏达到 100 万头以上以及江苏省内肉猪年出栏达到 100 万头以上。与温氏集团的合作将有助于提升公司利润水平和生猪养殖管理技术，增强与屠宰业务的产业协同，但项目的具体执行情况仍有待观察。

截至 2020 年 3 月末，公司仅正康猪业正大中央厨房配套现代化猪场项目投入运营，设计最大出栏量 25 万头，2020 年一季度首次实现少量出栏，目前仍处于产能爬坡阶段，未来随着生猪出栏量的提升及其他项目的投产，生猪销售收入可能成为公司新的业务增长点。但生猪养殖业务的利润易受猪周期及养殖成本（仔猪成本和玉米、豆粕等）波动影响，未来利润可能存在一定波动。近年来随着非洲猪瘟疫情的发展，养殖业务面临的疫情防控任务较重，生猪养殖的环保要求不断提升，若环保不达标或将对公司的生产经营产生一定影响。

截至2020年3月末，公司表中在建项目预计总投资257,896.61万元，尚需投资224,946.25万元，但公司实际在建项目总投资远超表中金额，且与温氏集团合作的温氏华统牧业亦需要较大投入，随着项目推进资金压力将显著提升。近年浙江省内对新增养殖项目的支持力度较大，通过财政贴息、政府基金投入等方式支持新建养殖场，同时，本期债券募集资金的到位可以在一定程度上缓解部分资金压力。

表11 截至2020年3月末公司主要在建养殖场项目情况（单位：万元）

项目	总投资	已投资	投入进度	用途及产能
衢州华统现代化生态养殖场建设项目	50,039.84	12,266.86	24.50%	生猪养殖出栏 20 万头仔猪及 20 万头育肥猪

兰溪牧业生猪养殖项目	46,410.87	594.33	1.28%	瑞溪 1 万头母猪，百凤林 10 万头肥育猪
华昇牧业平望猪场建设项目	45,000.00	84.43	0.19%	年出栏仔猪 50 万头
华昇牧业下水碓猪场建设项目	43,000.00	703.88	1.64%	年出栏育肥猪 25 万头
丽水农牧里塘母猪场项目	22,000.00	4,564.04	20.75%	1 万头母猪
仙居绿发厂区工程	18,390.21	533.17	4.28%	种猪 7,500 头
仙居华统现代化种猪生态养殖场建设项目（三亩田项目）	17,080.00	10,787.20	63.88%	鸡年出栏量达 200 万羽以上，生猪年出栏量控制在 10 万头以内
正康禽业正大中央厨房配套现代化家禽项目	8,703.20	1,751.58	17.52%	年出栏肉鸡 520 万羽
丽水华统生猪屠宰项目	7,272.49	1,664.87	16.65%	屠宰生猪 50 万头，家禽 300 万羽，肉制品加工 5000 吨
合计	257,896.61	32,950.36	12.78%	-

注：公司在建项目较多，表中仅列示部分。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

五、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2018-2019年审计报告及未经审计的2020年一季度，报告均采用新会计准则编制。

公司2019年起执行新金融工具准则、新收入准则或新租赁准则，对2019年部分科目期初数进行调整，具体见下表所示。

表12 公司主要会计科目调整情况（单位：万元）

项目	2018年12月31日	新金融工具准则	2018年12月31日
短期借款	19,510.00	29.78	19,539.78
其他应付款	4,949.90	-65.08	4,884.82
一年内到期的非流动负债	6,932.73	10.54	6,943.27
长期借款	18,194.13	24.76	18,218.88

资料来源：公司2019年年报，中证鹏元整理

资产结构与质量

2019年公司资产规模大幅增长，整体资产流动性一般，存货存在一定跌价损失风险

2019年及2020年一季度，公司加大外部融资力度以用于生猪养殖场的投入建设及屠宰业务的扩张，负债规模的大幅上升使得2020年3月末总资产大幅增至352,618.75万元，其中

非流动资产占比降至61.23%，仍为资产主要构成。

2019年及2020年一季度，公司流动资产占比持续上升，其中货币资金和存货增幅较快。截至2019年末，公司货币资金余额34,638.73万元，同比增长6.81%，其中受限资金仅为12.57万元存款保证金，受限比例较低；2020年一季度，借款流入大幅增加，货币资金余额大幅增至71,201.05万元。为应对非洲猪瘟及市场供需环境变化影响，2019年以来公司提前增加猪肉储备，2019年末存货同比大幅增长142.09%至33,820.38万元，增长主要集中在库存商品（占存货的72.36%）和消耗性生物资产（占存货的9.77%），库存商品即猪肉储备，消耗性生物资产增幅较大系正康猪业养殖场投入运营的存栏生猪；我们注意到猪肉价格受猪周期影响波动较大，且2020年一季度猪肉价格出现下降趋势，存货未来面临一定跌价损失风险。截至2019年末，公司其他流动资产同比增长14.35%至19,069.99万元，待抵扣增值税进一步增长²。

截至2019年末，长期股权投资为5,662.57万元，系公司与温氏集团出资设立温氏华统牧业，公司持股比例为49%；2020年3月末，公司长期股权投资进一步增至7,460.95万元。2019年末公司投资性房地产较上年末变化不大，仍按成本法计量，无受限情况。随着正康猪业养殖场项目转固，2019年末固定资产账面价值同比大幅增加46.66%至114,655.81万元，抵押比率为19.38%；2020年3月末公司固定资产规模进一步增至118,010.71万元。在建生猪养殖场投入规模持续增加，2019年末在建工程同比增加15.36%至38,892.99万元；2020年3月末在建工程进一步增至42,883.92万元。无形资产主要为土地使用权，2019年末较上年变化不大，抵押比率为36.47%。

表13 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	71,201.05	20.19%	34,638.73	11.31%	32,429.25	14.91%
存货	32,771.04	9.29%	33,820.38	11.04%	13,970.22	6.42%
其他流动资产	19,735.25	5.60%	19,069.99	6.23%	16,676.78	7.67%
流动资产合计	136,696.66	38.77%	100,354.09	32.77%	68,348.06	31.42%
长期股权投资	7,460.95	2.12%	5,662.57	1.85%	855.00	0.39%
投资性房地产	8,133.85	2.31%	8,108.99	2.65%	8,119.39	3.73%
固定资产	118,010.71	33.47%	114,655.81	37.44%	78,175.86	35.93%
在建工程	42,883.92	12.16%	38,892.99	12.70%	33,703.12	15.49%

² 根据增值税规定，公司收购生猪、家禽时按开具的农产品收购发票票面金额9%（或10%、11%、13%）计算进项税，销售生鲜猪肉、生鲜禽肉按不含税销售价格的9%（或10%、11%、13%）计算销项税额，由于公司畜禽屠宰业务销售毛利率较低，采购增值税进项税额大于销项税额，使得未抵扣进项税额持续增加。

无形资产	22,792.58	6.46%	20,507.33	6.70%	20,033.41	9.21%
非流动资产合计	215,922.09	61.23%	205,860.47	67.23%	149,214.87	68.58%
资产总计	352,618.75	100.00%	306,214.56	100.00%	217,562.92	100.00%

资料来源：公司 2018-2019 年年报及未经审计的 2020 年一季度，中证鹏元整理

整体来看，随着公司生猪养殖项目的逐步投入，非流动资产规模可能进一步增加，整体资产流动性一般，存货因猪肉价格变动面临一定跌价损失风险。

资产运营效率

2019年公司净营业周期略有上升，总资产周转天数小幅下降

2019年公司畜禽屠宰业务的结算政策未发生变化，经销商模式下仍要求款到发货，收入规模的大幅增加使得应收账款周转效率小幅提升。2019年公司增加对猪肉的储备导致存货规模大幅增加，存货周转天数小幅上升，同时应付账款周转天数小幅下降，整体使得净营业周期较上年小幅上升2.5天。尽管2019年生猪养殖场投入规模的增加使得固定资产、在建工程等非流动资产规模大幅上升，但增幅仍小于营业收入，综合使得2019年总资产周转天数较上年小幅下降。我们也注意到营业收入增幅较大主要系猪肉价格上涨影响，剔除价格因素影响，公司实际运营效率可能弱于账面表现。

表14 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2019年	2018年
应收账款周转天数	0.85	1.32
存货周转天数	11.86	10.07
应付账款周转天数	6.10	7.28
净营业周期	6.61	4.11
流动资产周转天数	39.41	41.66
固定资产周转天数	45.04	52.53
总资产周转天数	122.35	132.04

资料来源：公司 2018-2019 年年报，中证鹏元整理

盈利能力

2019年营业收入规模大幅增长，但毛利率持续下降，盈利能力不佳

2019年得益于猪肉价格的大幅上涨，公司实现营业收入770,577.70万元，同比大幅增长50.56%，2020年一季度猪肉价格仍较高，公司营业收入延续增长趋势。随着正康猪业养殖场出栏量的提升，可能成为公司营业收入新的增长点。但考虑到猪肉价格受猪周期影响未来价格可能出现波动，未来营业收入规模可能存在一定波动。从毛利率来看，采购端上

升的生猪价格及持续下降的产能利用率使得公司生猪屠宰业务毛利率持续下降，盈利水平较低，短期内仍难有改善迹象。

期间费用方面，2019年公司股权激励计划计提股份支付费用5,838.11万元，使得管理费用大幅上升，同期财务费用、研发费用亦大幅上升，综合使得期间费用同比大幅增长61.26%，导致2019年净利润同比下降6.17%，且目前在建项目及有息债务规模呈上升趋势，未来期间费用规模可能继续上升。剔除股权激励计划影响，2019年净利润同比增长27.56%。此外，公司畜禽屠宰、饲料生产等业务享有税收优惠及政府补贴，2019年政府补贴占利润总额的比重升至27.25%，主营业务的自主盈利能力不佳。

表15 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2020年3月	2019年	2018年
营业收入	213,336.44	770,577.70	511,804.29
其他收益	1,030.37	4,618.80	3,293.96
营业利润	6,372.72	17,101.78	18,197.04
利润总额	6,224.51	16,952.56	18,232.94
净利润	6,222.83	16,237.44	17,305.44
综合毛利率	6.31%	5.35%	6.33%
期间费用率	3.63%	3.66%	3.42%
营业利润率	2.99%	2.22%	3.56%
总资产回报率	-	7.39%	10.20%
净资产收益率	-	10.39%	12.95%
营业收入增长率	59.69%	50.56%	8.54%
净利润增长率	4.34%	-6.17%	45.49%

资料来源：公司 2018-2019 年年报及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

现金流

公司主营业务回款能力较好，受增加猪肉储备影响，2019年经营活动现金流表现弱于上年；目前在建项目尚需较大投入，整体仍面临较大的资金压力

公司生鲜猪肉业务采用区域经销模式，一般先款后货，主营业务回款能力仍较好，2019年收现比为1.07。从营运资本变化来看，2019年公司增加猪肉储备使得存货及预付款规模大幅增加，对营运资本形成较大占用，综合使得经营活动现金净流入规模较上年有所下降。

随着公司规模化养殖场的大幅投入及屠宰领域的投资布局，2019年公司资本支出规模大幅增加，导致投资活动现金净流出规模较上年大幅增加。投资规模的大幅增加使得公司资金压力上升，加大了外部融资力度，2019年筹资活动现金净流入规模大幅上升。另外，公司主要在建项目尚需投资金额较大，整体仍面临较大资金压力。

表16 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2019年	2018年
净利润	16,237.44	17,305.44
营运资本变化	-21,758.68	1,265.06
其中：存货减少（减：增加）	-19,188.66	-1,801.56
经营性应收项目的减少（减：增加）	-9,136.01	-1,187.40
经营性应付项目的增加（减：减少）	6,565.99	4,254.02
经营活动产生的现金流量净额	12,762.46	26,085.12
投资活动产生的现金流量净额	-61,347.40	-38,393.48
筹资活动产生的现金流量净额	50,781.93	28,456.23
现金及现金等价物净增加额	2,196.91	16,147.67

资料来源：公司 2018-2019 年年报，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

有息债务规模大幅增加，债务期限偏短，短期偿债压力上升

得益于股权激励计划的实施及持续经营的积累，2019年末所有者权益同比增加17.21%至168,689.74万元，2020年3月末进一步增至188,407.06万元。公司负债总额增长较快，2020年3月末增至164,211.70万元，较2018年末大幅增加122.97%，产权比率升至87.16%，所有者权益对负债总额的保障程度有所下降。

表17 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
负债总额	164,211.70	137,524.82	73,647.91
所有者权益	188,407.06	168,689.74	143,915.02
产权比率	87.16%	81.53%	51.17%

资料来源：公司 2018-2019 年年报及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

公司负债的大幅增长仍主要集中于流动负债，2020年3月末流动负债占比升至83.46%，构成主要以短期借款为主，2019年末短期借款大幅增至71,996.39万元，主要以保证和抵押借款为主，2020年3月末公司短期借款进一步增至98,506.88万元，占负债总额的比重达59.99%。应付账款主要为应付材料款和工程设备款，2019年末增至14,201.67万元。预收账款主要为预收货款，随着收入规模大幅上升，2019年末同比增加20.46%至6,321.27万元。2019年末其他应付款大幅增至12,684.09万元，主要系当期计提限制性股票回购义务款6,523.00万元，其余主要为押金保证金。一年内到期的非流动负债均为银行借款，2019年末为4,276.39万元。

公司长期借款规模存在一定波动，2019年末为17,486.59万元，同比略有下降，均为保

证借款；2020年3月末，公司长期借款增至20,298.15万元。递延收益均为与资产相关的政府补助，2019年末增至7,073.22万元。

表 18 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2020年3月		2019年		2018年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	98,506.88	59.99%	71,996.39	52.35%	19,510.00	26.49%
应付账款	11,568.01	7.04%	14,201.67	10.33%	10,522.20	14.29%
预收款项	5,256.14	3.20%	6,321.27	4.60%	5,247.48	7.13%
其他应付款	14,205.71	8.65%	12,684.09	9.22%	4,949.90	6.72%
一年内到期的非流动负债	4,276.39	2.60%	4,276.39	3.11%	6,932.73	9.41%
流动负债合计	137,046.72	83.46%	112,965.00	82.14%	50,880.85	69.09%
长期借款	20,298.15	12.36%	17,486.59	12.72%	18,194.13	24.70%
递延收益	6,866.83	4.18%	7,073.22	5.14%	4,572.93	6.21%
非流动负债合计	27,164.98	16.54%	24,559.81	17.86%	22,767.06	30.91%
负债合计	164,211.70	100.00%	137,524.82	100.00%	73,647.91	100.00%
其中：有息债务	123,081.42	74.95%	93,759.37	68.18%	44,636.86	60.61%

资料来源：公司 2018-2019 年年报及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

截至2020年3月末，公司有息债务大幅增至123,081.42万元，较2018年末大幅增加175.74%，且本期债券的发行也将提升公司有息债务水平；从期限结构来看，短期有息债务102,783.27万，占有息债务比重达83.51%，短期偿债压力大幅上升。同时公司投资端支出期限均相对较长，与融资端期限仍存在一定错配，期限结构有待优化。

截至2020年3月末，公司资产负债率升至46.57%，同时，流动负债规模的大幅上升使得流动比率和速动比率较2018年末均出现一定下滑，短期偿债能力略有下降。2019年末EBITDA对于利息的保障程度大幅降低，但保障水平仍相对较高。经营性净现金流对流动负债和债务总额的保障程度有所下降，保障水平一般。总体来看，2019年以来公司短期有息债务规模大幅增加，债务期限结构较短，短期偿债压力上升，且在建项目仍存在较大的资金缺口，未来融资需求仍较大。

表 19 公司偿债能力指标

指标名称	2020年3月	2019年	2018年
资产负债率	46.57%	44.91%	33.85%
流动比率	1.00	0.89	1.34
速动比率	0.76	0.59	1.07
EBITDA（万元）	-	29,768.93	26,735.77
EBITDA 利息保障倍数	-	9.51	18.01

有息债务/EBITDA	-	3.15	1.67
债务总额/EBITDA	-	4.62	2.75
经营性净现金流/流动负债	8.70%	11.30%	51.27%
经营性净现金流/负债总额	7.26%	9.28%	35.42%

资料来源：公司 2018-2019 年年报及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

六、债券偿还保障分析

华统集团对公司本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保

华统集团对本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，保证范围为公司经中国证监会核准发行的可转换公司债券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本期可转债的利息及兑付本期可转债的本金期限届满之日起两年。如公司未能按照本期债券发行的募集说明书约定的期限支付本期债券的利息或兑付本期债券的本金时，华统集团在《华统集团有限公司关于浙江华统肉制品股份有限公司公开发行可转换公司债券之担保函》规定的保证范围内承担担保责任，债券持有人可分别或联合要求华统集团承担保证责任。

截至2019年末，华统集团注册资本为50,097.5万元，其中朱俭勇持股比例为60%，朱俭军持股比例为40%，实际控制人为朱俭勇。

华统集团主要从事畜禽屠宰和商品房开发业务，畜禽屠宰业务主要由子公司华统股份负责。2019年华统集团实现营业收入787,640.76万元，同比增长41.26%，具体见下表所示。

表 20 华统集团营业收入及毛利率构成（单位：万元）

项目	2019 年		2018 年		2017 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
生鲜猪肉	-	-	468,356.86	5.84%	429,730.97	4.24%
房地产销售	-	-	43,558.80	37.63%	86,160.70	30.58%
其他	-	-	45,652.87	15.30%	44,019.10	-1.99%
合计	787,640.76	6.41%	557,568.52	9.10%	559,910.77	7.81%

注：华统集团 2019 年无审计报告，仅提供未经审计的资产负债表和利润表，无收入明细数据。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

截至2019年末，华统集团资产总额为764,081.79万元，归属于母公司的所有者权益为159,473.24万元，资产负债率为63.79%。2019年度，实现营业收入787,640.76万元，净利润745.37万元。

表 21 华统集团主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年	2018 年	2017 年
总资产	764,081.79	711,330.82	609,094.39
归属于母公司所有者权益	159,473.24	181,734.16	186,296.49
有息债务	355,086.78	307,528.13	220,574.03
资产负债率	63.79%	56.18%	50.45%
流动比率	0.99	1.06	0.89
速动比率	0.68	0.95	0.67
营业收入	787,640.76	557,568.52	559,910.77
营业利润	2,095.92	31,159.39	31,090.89
净利润	745.37	27,574.70	25,602.92
综合毛利率	6.41%	9.10%	7.81%
总资产回报率	-	7.16%	7.24%
经营活动现金流净额	-	2,720.19	26,770.42

注：因华统集团 2019 年仅提供未经审计的资产负债表和利润表，因此报表数据与 2017、2018 年审计报告数据存在差异，有息债务=短期借款+应付票据+一年内到期的非流动负债+长期借款
 资料来源：华统集团 2017-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年财务报表，中证鹏元整理

七、其他事项分析

（一）过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2017年1月1日至报告查询日（2020年5月25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；公司各项债务融资工具均按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、评级结论

2019年公司加快屠宰产业横向布局，并积极向省外主产区扩张，产能有所提升，受益于猪肉价格大幅上涨，2019年及2020年一季度营业收入规模大幅上升，随着生猪出栏量的上升和在建项目投产，以及与温氏集团的合作，有助于提升公司的利润水平，增强与自身屠宰业务的协同发展；同时中证鹏元也关注到，2019年及2020年一季度生猪屠宰业务产能利用率持续下降，短期内难有改善迹象，非洲猪瘟的发展及国内生猪供给的不足使得公司采购端存在供应及成本控制压力，公司在建项目尚需投资规模较大，随着项目持续投入，资金压力将显著提升，且未来养殖业务面临猪周期价格波动的风险，公司目前主营业务的盈利能力不佳，存货中的储备猪肉面临一定的跌价风险，以及有息债务规模大幅增加，债

务期限结构偏短，短期偿债压力上升等风险因素。

基于以上情况，中证鹏元维持本期债券信用等级为 AA，维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望维持为稳定。

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：万元）	2020年3月	2019年	2018年	2017年
货币资金	71,201.05	34,638.73	32,429.25	16,331.57
存货	32,771.04	33,820.38	13,970.22	12,614.55
其他流动资产	19,735.25	19,069.99	16,676.78	15,726.78
流动资产合计	136,696.66	100,354.09	68,348.06	50,092.28
固定资产	118,010.71	114,655.81	78,175.86	71,187.04
在建工程	42,883.92	38,892.99	33,714.13	5,859.96
无形资产	22,792.58	20,507.33	20,033.41	16,674.43
非流动资产合计	215,922.09	205,860.47	149,214.87	107,777.01
资产总计	352,618.75	306,214.56	217,562.92	157,869.30
短期借款	98,506.88	71,996.39	19,510.00	900.00
应付账款	11,568.01	14,201.67	10,522.20	8,864.56
其他应付款	14,205.71	12,684.09	4,949.90	3,946.62
流动负债合计	137,046.72	112,965.00	50,880.85	26,503.83
长期借款	20,298.15	17,486.59	18,194.13	3,356.86
非流动负债合计	27,164.98	24,559.81	22,767.06	7,998.70
负债合计	164,211.70	137,524.82	73,647.91	34,502.54
有息债务	123,081.42	93,759.37	44,636.86	9,676.86
所有者权益合计	188,407.06	168,689.74	143,915.02	123,366.76
营业收入	213,336.44	770,577.70	511,804.29	471,543.19
营业利润	6,372.72	17,101.78	18,197.04	12,518.39
净利润	6,222.83	16,237.44	17,305.44	11,894.97
经营活动产生的现金流量净额	11,922.93	12,762.46	26,085.12	19,262.67
投资活动产生的现金流量净额	-15,017.74	-61,347.40	-38,393.48	-16,821.77
筹资活动产生的现金流量净额	39,657.13	50,781.93	28,456.23	-1,019.59
财务指标	2020年3月	2019年	2018年	2017年
应收账款周转天数	-	0.85	1.32	1.59
存货周转天数	-	11.86	10.07	10.74
应付账款周转天数	-	6.10	7.28	6.53
净营业周期	-	6.61	4.11	5.80
流动资产周转天数	-	39.41	41.66	36.37
固定资产周转天数	-	45.04	52.53	51.25
总资产周转天数	-	122.35	132.04	114.19
综合毛利率	6.31%	5.35%	6.33%	4.94%
期间费用率	3.63%	3.66%	3.42%	2.96%

营业利润率	2.99%	2.22%	3.56%	2.65%
总资产回报率	-	7.39%	10.20%	8.59%
净资产收益率	-	10.39%	12.95%	11.43%
营业收入增长率	59.69%	50.56%	8.54%	18.12%
净利润增长率	4.34%	-6.17%	45.49%	39.44%
资产负债率	46.57%	44.91%	33.85%	21.86%
流动比率	1.00	0.89	1.34	1.89
速动比率	0.76	0.59	1.07	1.41
EBITDA（万元）	-	29,768.93	26,735.77	19,409.84
EBITDA 利息保障倍数	-	9.51	18.01	32.39
有息债务/EBITDA	-	3.15	1.67	0.50
债务总额/EBITDA	-	4.62	2.75	1.78
经营性净现金流/流动负债	8.70%	11.30%	51.27%	72.68%
经营性净现金流/负债总额	7.26%	9.28%	35.42%	55.83%

资料来源：公司 2017-2019 年年报及未经审计的 2020 年一季报，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款

附录三 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、债务人主体长期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。