



2020年浙江华统肉制品股份有限公司可转换公司债券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。

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：



2020年浙江华统肉制品股份有限公司可转换公司债券 2022年跟踪评级报告

评级结果

	本次	上次
主体信用等级	AA	AA
评级展望	稳定	稳定
华统转债	AA	AA

评级观点

- 中证鹏元维持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 002840.SZ）的主体信用等级为 AA，维持评级展望为稳定，维持“华统转债”的信用等级为 AA。
- 该评级结果是考虑到：公司屠宰主业在浙江省内具备一定竞争优势，2021 年屠宰产能利用率有所改善，公司推进上下游产业链布局，生猪养殖产能加速投放；同时也关注到，受猪价低迷影响，2021 年公司计提大额资产减值准备，导致业绩亏损，公司在建项目仍需较大规模资金投入，总债务增速较快，各项偿债指标趋弱，面临较大的债务偿付压力等风险因素。

未来展望

- 公司屠宰产业持续性较好，生猪养殖产能逐渐释放，上下游产业链布局逐渐完善，公司非公开发行股票完成后，有望缓解资金压力。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 06 月 20 日

联系方式

项目负责人：何馨逸
hexy@cspengyuan.com

项目组成员：张旻燊
zhangmy@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	76.20	71.36	49.96	30.62
归母所有者权益	16.02	15.42	17.06	14.84
总债务	43.88	39.70	21.65	9.38
营业收入	17.19	83.42	88.36	77.06
EBITDA 利息保障倍数	--	1.96	4.69	9.43
净利润	-1.07	-2.47	1.61	1.62
经营活动现金流净额	-1.56	2.52	3.61	1.28
销售毛利率	1.36%	2.73%	3.37%	5.35%
EBITDA 利润率	--	3.83%	3.46%	3.83%
总资产回报率	--	-1.97%	5.09%	7.39%
资产负债率	70.47%	70.37%	55.41%	44.91%
净债务/EBITDA	--	11.89	6.06	2.76
总债务/总资本	66.10%	65.25%	49.28%	35.72%
FFO/净债务	--	4.78%	13.21%	31.07%
速动比率	0.33	0.33	0.70	0.59
现金短期债务比	--	0.29	0.73	0.46

资料来源：公司 2019-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

优势

- **公司屠宰主业在浙江省内仍具备一定竞争优势，2021 年屠宰产能利用率有所改善。**公司在浙江省内具有一定品牌影响力，公司生鲜猪肉销售收入中浙江省内销售占比超过 70%，2021 年生猪屠宰业务产能利用率由 23.86% 提升至 39.93%。
- **公司持续进行产业链上下游布局，生猪养殖项目陆续建成投产，养殖产能稳步提升。**公司加速布局产业上下游，业务覆盖“饲料-养殖-屠宰-肉制品深加工”全产业链环节，公司共建设 19 个生猪养殖场，截至 2021 年末已有 14 个猪场投产，生猪养殖产能持续提升。

关注

- **公司生猪屠宰业务盈利能力不强，生猪养殖业务受猪价下行影响持续亏损。**公司以生猪屠宰为主业，毛利率不高。公司近年持续投入生猪养殖产能，受 2021 年起猪价快速下跌影响，2021 年及 2022 年一季度，公司对存栏生物资产计提大额资产减值准备，当期净利润分别亏损 2.47 亿元和 1.07 亿元，猪肉价格波动对公司盈利稳定性造成较大影响。
- **公司总债务持续大幅增加，面临较大偿债压力。**随着生猪养殖项目的持续投入，公司债务规模持续大幅增加，2021 年总债务同比大幅增长。截至 2022 年 3 月末，公司资产负债率超过 70%，整体杠杆水平较高。2021 年公司财务费用对利润形成较大侵蚀，各项偿债指标表现趋弱。
- **疫病防治、环保及子公司管理使公司的经营管控能力面临挑战。**随着公司业务规模持续扩大，下属子公司地域分布较分散、数量较多且持续增加，2022 年，部分子公司由于环境保护等问题受到当地政府的处罚，疫病防治、环保压力对公司的管理能力提出了一定挑战。
- **公司未来仍面临较大的资金压力。**截至 2022 年 3 月末，公司在建生猪养殖项目仍需投入较大规模资金，且生猪养殖引猪投产，经营性现金流出增加，资金压力也将加大。

同业比较（单位：亿元）

指标	华统股份	牧原股份	温氏股份	正邦科技	新希望
总资产	71.36	1,772.66	967.88	465.67	1,327.34
营业收入	83.42	788.90	649.65	476.70	1,262.62
净利润	-2.47	76.39	-135.48	-191.15	-95.03
销售毛利率	2.73%	16.74%	-8.32%	-25.18%	1.60%
资产负债率	70.37%	61.30%	64.10%	92.60%	64.98%

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	4	财务状况	杠杆状况	中等

经营状况	中等
经营规模	6
产品、服务和技术	3
品牌形象和市场份额	4
经营效率	3
业务多样性	2

净债务/EBITDA	2
EBITDA 利息保障倍数	5
总债务/总资本	4
FFO/净债务	3
杠杆状况调整分	0
盈利状况	弱
盈利趋势与波动性	中等
盈利水平	2

业务状况评估结果	强	财务状况评估结果	较大
指示性信用评分			a+
调整因素	重大特殊事项	调整幅度	2
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	2021-6-10	张旻燊、韩飞	工商企业通用信用评级方法和模型 (cspy_ffmx_2021V1.0)	阅读全文
AA/稳定	AA	2019-9-17	刘书芸、秦风明	企业主体长期信用评级模型 (cspy_mx_2019V1.0) ， 公司债券评级方法 (py_ff_2017V1.0)	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
华统转债	5.50	2.89	2021-6-10	2026-04-10

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2020年4月发行6年期5.50亿元公司债券，募集资金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2021年末，“华统转债”募集资金专项账户余额为2,404.17万元。

三、发行主体概况

2021年，公司“华统转债”合计转股876.26万股，对不符合激励条件的8位激励对象所持有的已授予但尚未解除限售的67.84万股限制性股票实施回购注销，2022年一季度，“华统转债”合计转股1,626.55万股。截至2022年3月末，公司总股本合计4.73亿股。公司控股股东仍为华统集团有限公司（以下简称“华统集团”），持股比例为39.08%，股份质押数占其持有股份数的63.25%，质押比例较高。公司实际控制人仍为朱俭勇、朱俭军兄弟（两人为一致行动人）。2022年5月，公司非公开发行A股股票申请获得中国证监会核准批文，本次非公开发行股票数量不超过13,220.00万股（含），拟募集资金不超过92,275.60万元（含），其中22,730.77万元拟用于新建年产4万吨肉制品加工项目，72,275.60万元拟用于补充流动资金，非公开发行认购对象为控股股东华统集团控制的全资子公司上海华俭食品科技有限公司。截至2022年5月31日，非公开发行股票事项尚未完成。

2021年公司原副董事长林振发因个人原因离职，其余董事、监事、高级管理人员未发生变化。2021年，公司主营业务仍为以畜禽屠宰为核心，同时打造产业链一体化经营模式，业务覆盖“饲料加工、禽畜养殖、畜禽屠宰加工、肉制品深加工”四大环节，主要收入及利润来自生鲜猪肉销售。2021年，公司投资新设3家子公司，具体情况如下表所示。截至2021年末，公司合并范围内子公司共51家。

表1 2021年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

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
绩溪县华统牧业有限公司	100.00%	5,000.00	生猪养殖及销售	新设
兰溪市绿发饲料有限公司	100.00%	2,000.00	饲料生产及销售	新设
浙江华昇饲料科技有限公司	100.00%	5,000.00	饲料生产	新设

资料来源：公司2021年年度报告及公开资料，中证鹏元整理

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。

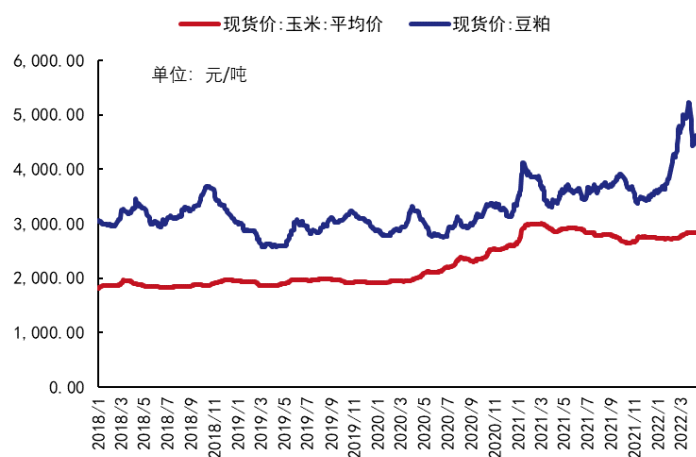
2022 年，我国经济发展面临需求收缩、供给冲击、预期转弱三重压力，疫情冲击下，外部环境更趋复杂严峻和不确定性，稳增长仍是 2022 年经济工作核心。宏观政策方面，预计 2022 年货币政策稳健偏宽松，总量上合理适度，结构性货币政策仍为主要工具，实行精准调控，不会“大水漫灌”。财政政策加大支出力度，全年财政赤字率预计在 3.0%左右。1.46 万亿元专项债额度已提前下达，在稳增长压力下，随着适度超前开展基础设施投资等政策发力，预计全年基建投资增速有所回升。

行业环境

2021 年饲料原材料价格整体维持高位震荡，受疫情、俄乌冲突、南美洲旱情等外部因素影响，2022 年初原材料价格强势上涨，生猪养殖企业面临较大成本管控压力

我国饲料行业的原材料主要为玉米和豆粕等，上述原材料的价格波动对饲料价格影响较大。2020 年以来，随着生猪养殖产能的逐步恢复，玉米需求大幅回升，玉米现货平均价持续上涨，2021 年 3 月，玉米现货平均价格突破 3,000 元/吨达到峰值。步入 2021 年二季度以来，随着小麦等替代产品供给量增加及玉米进口量的增长，市场供需情况走向宽松，全年价格呈小幅震荡下行趋势，截至 2021 年 12 月 30 日，玉米现货平均价 2,735.06 元/吨，较峰值下降 8.95%，但仍处于高位区间。2022 年一季度以来，玉米价格小幅波动上升，截至 2022 年 4 月 25 日，玉米现货平均价 2,852.24 元/吨，较上年末上涨 4.28%。

图1 玉米及豆粕价格走势



资料来源: Wind, 中证鹏元整理

2022 年 3 月起，全国部分地区疫情封控措施升级，吉林、辽宁为我国重要的玉米生产基地，受封控措施影响高速公路物流运输受阻面较大，少量玉米发运主要以铁路运输和海运为主，物流不畅导致短期供给持续紧张。疫情封控措施对东北产区春耕产生一定影响，或将加大国内玉米产需供给缺口。进口方面，我国玉米进口量自 2016 年以来持续增长，2021 年玉米进口量 2,700 万吨，占当年国内玉米总消费量的 9.35%。2022 年 2 月底爆发的俄乌冲突扰动全球谷物市场，乌克兰是全球第四大玉米出口国，是我国第二大玉米进口国，战争造成的减产和出口运输受阻导致全球粮食大宗产品价格进一步推升。在国内供给不足和输入性通胀压力下，预计国内玉米价格整体易涨难跌。

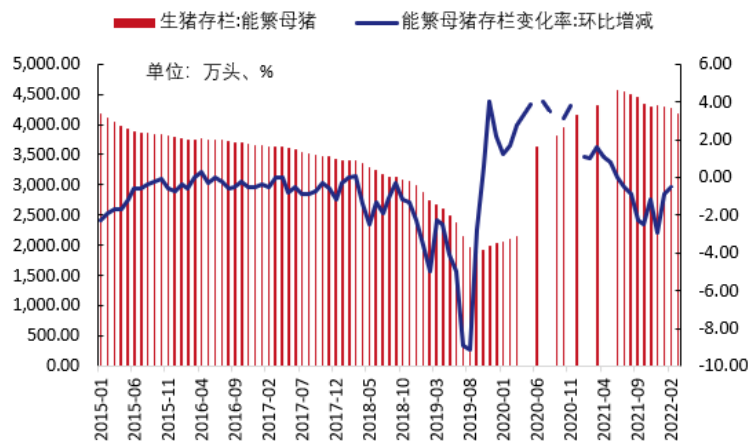
我国大豆主要来源于进口，受海外市场影响较大，巴西、美国和阿根廷是我国大豆的前三大进口国家，2021 年我国豆粕价格整体呈高位震荡趋势，2022 年初，受拉尼娜现象影响，南美洲作物生长期持续高温干旱，大豆产量预期大幅下调。全球大豆供应紧张的背景下，叠加炒作因素，豆粕价格出现急速抬升，2022 年 3 月 23 日，豆粕现货价格达到峰值 5,222.00 元/吨，较 2021 年 12 月 31 日大幅上涨 46.30%。4 月，受北美新作面积增幅超预期影响，供需预期转松，豆粕价格有所回落，截至 2022 年 4 月 24 日为 4,488.57 元/吨。

整体看，原材料价格后续变化仍存在较大不确定性，饲料成本存在进一步走高的可能，高昂的饲料成本将进一步压缩利润空间，对生猪养殖企业的成本管控能力形成较大挑战。

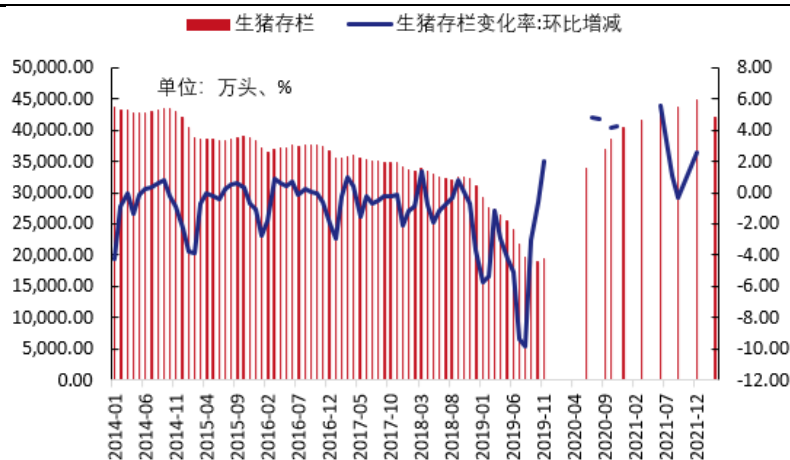
非洲猪瘟疫情去产能基础上产生本轮“超级猪周期”，价格波动幅度远超从前；2021年生猪及能繁母猪存栏量高企，供需错配下生猪价格大幅下跌，2022年初跌势持续，4月起有所回升，预计下半年供需情况有所改善，猪价将持续回升

我国是全球的生猪生产和消费大国，生猪存栏量、出栏量以及猪肉产量均居世界第一。2018年10月发生的非洲猪瘟将大部分产能较落后的养殖企业淘汰出局，生猪供应缺口被明显放大，生猪养殖行业加速产能去化，生猪及能繁母猪存栏量持续下降。供给缺口引发高额猪价，在高养殖利润的驱使下，养殖户补栏力度意愿强烈，生猪及能繁母猪存栏量自2019年四季度开始触底回升，截至2020年末，能繁母猪存栏量同比增长35.10%至4,161万头，生猪存栏量增至40,650万头。2021年上半年，生猪及能繁母猪存栏量延续提升态势，至6月末能繁母猪存栏量达到峰值4,564万头，2021年下半年起，受生猪价格下跌令养殖户出现亏损，能繁母猪屠宰量增加影响，能繁母猪存栏量开始缓慢下降，截至2021年末，能繁母猪环比下降2.90%至4,329万头，相较于2020年末仍同比增长4.04%。2021年末生猪存栏量达44,922万头，同比增长10.51%。2022年一季度，生猪存栏量开始下降，2022年3月末为42,253万头，较2021年末下降5.94%。预计短期内国内生猪及能繁母猪存栏量仍将保持高位。

图2 能繁母猪存栏量变化情况



资料来源：Wind，中证鹏元整理

图3 生猪存栏量变化情况


资料来源：Wind，中证鹏元整理

出栏量方面，由于2020年能繁母猪补栏力度较大，2021年我国生猪出栏量同比增长27.4%至67,128万头，由于2021年能繁母猪存栏量达到峰值，预计短期内生猪出栏量仍将持续增长。

2006年以来，我国一共经历了4轮完整的猪周期，目前正处于第五轮猪周期中，本轮猪周期自2018年5月开始，无论是价格之高、上涨时间之久、下跌幅度之大都远超此前的历次猪周期，被称为“超级猪周期”。生猪价格从2019年初开始急剧上升，2019年末至2020全年高位震荡，2021年初开始，生猪供需情况逆转，生猪价格开始大幅震荡下滑。截至2022年3月20日，生猪市场价为11.90元/kg，较2019年10月31日出现的最高峰值41.40元/kg大幅下降了71.26%。步入4月以来，生猪市场价开始回升，截至2022年5月20日为15.50元/kg。考虑到能繁母猪存栏量从2021年下半年开始下降，而能繁母猪孕育到肉猪出栏通常需要10个月左右的时间，若无突发因素影响，预计2022年下半年开始生猪市场供需平衡情况有所改善，生猪价格将继续回升。

图4 2021年以来生猪市场价格走势大幅向下


资料来源：Wind，中证鹏元整理

2019年末以来国家出台的生猪养殖政策主要集中在非洲猪瘟疫情防控和促进行业产能恢复方面，

2021年上半年后，由于生猪价格大幅下跌，国家政策逐步转向稳定价格、促进生猪产业平稳有序发展的方向。2021年6月9日，国家发展和改革委员会、农业农村部和商务部等多部门联合印发《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》，对2015年出台的《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》进行修改和完善。2021年的生猪价格下跌已经触发了生猪价格调控一级预警，2021年7月初至2022年3月末，中央政府共进行了7次收储，合计收储16.1万吨，政府的收储工作对生猪价格起到了一定支撑和稳定作用，但相对于整体市场体量，政府收储对价格影响程度不大。

大型养殖企业在疫病防治、投融资能力和产业链布局方面具有优势，行业集中度有望进一步提升，2021年生猪价格的快速下跌令猪企普遍承受大幅亏损，猪价短期反弹有限的背景下，行业面临较大的短期偿债压力

我国传统生猪养殖呈小而散的特点，行业集中度不高，近年来行业集中度呈上升趋势，我国前四大生猪养殖上市公司为牧原股份（002714.SZ）、正邦科技（002157.SZ）、温氏股份（300498.SZ）和新希望（000876.SZ），2021年前四大猪企生猪出栏量合计7,838.52万头，占全国生猪出栏量的17.45%，较上年提高6.25个百分点，对比美国等发达国家，行业集中度仍有提高空间。非洲猪瘟爆发后，大型养殖企业在猪舍规划、疫苗注射和疫病防控等环节体现出专业技术优势。同时大型养殖企业具有相对完善的产业链布局，可以在猪周期进入下行阶段时，通过产业链上下游业务平滑生猪养殖板块的冲击。相对于小规模养殖户，大型养殖企业应对外部冲击的抗风险能力更强，预计未来行业集中度有望进一步提升。

受益于生猪价格高位运行，2020年猪企产能扩张较为激进，财务杠杆水平大幅上升。2021年以来生猪价格大幅下跌并处于低位震荡，养殖企业盈利能力显著下滑，2021年，前四大生猪养殖企业除牧原股份外，均出现了大额亏损，预计在猪价短期内反弹有限的背景下，行业短期内面临较大的债务压力。

表2 前四大猪企 2020-2021年资产负债率及归母净利润变化情况（单位：亿元）

企业名称	资产负债率		归母净利润	
	2020年	2021年	2020年	2021年
牧原股份	46.09%	61.30%	274.51	69.04
温氏股份	40.88%	64.10%	74.26	-134.04
正邦科技	58.56%	92.60%	57.44	-188.19
新希望	53.06%	64.98%	49.44	-95.91

资料来源：Wind，中证鹏元整理

五、经营与竞争

2021年公司主营业务仍为禽畜屠宰，以生猪屠宰为主。2021年猪肉市场价格大幅下跌，虽然公司生猪屠宰量有所增长，但仍无法完全对冲价格下跌的影响，全年生鲜猪肉收入同比下降6.41%。受生猪价格下降的替代效应影响，禽肉下游需求量减少，公司全年生鲜禽肉收入同比下降10.86%。其他收入主要

包括饲料收入、火腿收入、生猪及种猪直接对外销售收入等。

毛利率方面，受猪肉市场价格下跌影响，公司2021年生鲜猪肉业务毛利率小幅下降。同期，禽肉原材料价格上涨幅度超过禽肉销售价格上涨幅度，导致生鲜禽肉业务毛利率大幅下降。2021年公司销售毛利率同比下降0.64个百分点。2022年一季度，生猪市场价格持续下跌，且新冠疫情对销售产生一定影响，公司生鲜猪肉业务毛利率进一步降低，公司主营业务盈利能力持续降低。

表3 公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2022年1-3月		2021年		2020年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
生鲜猪肉	153,673.91	0.72%	766,284.88	2.30%	818,747.88	2.85%
生鲜禽肉	4,470.61	4.60%	22,138.00	3.06%	24,834.42	9.81%
其他	13,724.01	7.47%	45,801.99	9.60%	40,053.37	10.03%
合计	171,868.53	1.36%	834,224.87	2.73%	883,635.68	3.37%

资料来源：2020-2021年公司审计报告及公司提供，中证鹏元整理

公司产品在浙江省内具有一定品牌影响力，2021年受下游需求增长影响，公司生鲜屠宰产量及销量大幅增长，屠宰产能利用率有所改善，但未能抵消猪肉价格下跌影响，收入规模及盈利水平同比小幅降低

公司作为浙江省规模化禽畜屠宰龙头企业，产品在省内仍具有一定品牌影响力。2021年，公司依然采取以销定产模式，受猪肉价格下跌影响，市场需求增加，公司订单量大幅增长。2021年，公司屠宰生猪302万头，生鲜猪肉屠宰产量增加67.33%，销量增加58.86%，销量大于产量系公司直接采购白条猪进行销售所致。2021年，公司生鲜猪肉屠宰业务产能未发生变化，产能利用率提高16.07个百分点，但整体产能利用水平仍不高。

由于2021年生猪市场价格大幅下跌且持续低位震荡，生猪屠宰量的增长未能完全对冲价格下跌的影响，公司2021年生鲜猪肉收入同比下降6.41%，毛利率亦小幅下降。随着2021年下半年以来全国能繁母猪存栏量逐渐下降，生猪市场供需平衡情况逐渐有所改善，但后续生猪市场价格变化仍存在一定不确定性，中证鹏元将持续关注生猪价格变化对公司盈利情况的影响。

表4 公司生鲜猪肉屠宰业务产销情况（单位：吨）

类型	2021年	2020年
产能	919,200.00	919,200.00
产量	367,040.65	219,347.84
销量	398,396.26	250,779.32
产能利用率	39.93%	23.86%
产销率	108.54%	114.33%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

销售模式方面，2021年，公司区域经销模式占比69.74%，同比下降6.67个百分点，主要系公司调整

销售策略，增加对企业、学校、商超等渠道的直接销售所致，公司结算仍主要采取款到发货的模式，主营业务回款情况较好。

从销售区域来看，2021年公司仍以浙江省内销售为主，随着公司逐渐加大省外市场的开拓力度，省外销售占比同比有所提升。

表5 公司营业收入按销售模式及销售区域分布情况（单位：万元）

销售模式	2021年	2020年
区域经销	581,751.34	675,209.82
其他销售模式	252,473.53	208,425.86
按销售区域划分		
省内	640,858.33	704,020.24
省外	193,366.54	179,615.43

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司屠宰产品以热鲜肉为主，屠宰场所在县区的农批市场是最主要的销售终端，销售对象较为分散，2021年公司前五大客户均为个人经销商，前五大客户销售收入占比5.69%，客户集中度仍较低。

2021年公司禽肉毛利率水平大幅下降；非公开发行股票募集项目建成后将进一步提升肉制品加工业务产能；饲料产能、产量提升，在建饲料厂投产有益于控制生猪养殖的原材料成本

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后出售，少量直接对外出售，2021年公司禽类养殖产能有所提升，而产量受下游需求影响有所下降。

生鲜禽类屠宰主要由义乌华农家禽屠宰有限公司和台州华统食品有限公司负责，2021年受生猪价格下降导致的替代效应影响，市场禽肉需求减少，公司禽肉产、销量及收入均有所下降。同期，由于禽肉养殖成本增速高于禽肉价格增速，生鲜禽肉业务毛利率由9.81%大幅下降至3.06%。

2021年公司火腿业务产能、产量及销量保持稳定，受猪肉价格下跌影响，收入规模小幅下降。2022年5月公司非公开发行A股股票获批，募投项目为年产4万吨肉制品加工项目，该项目建成后将新增公司火腿、腌腊类、调理类、酱卤类深加工肉制品产能4万吨，扩充公司在产业链下游的产能，但需关注，公司目前火腿业务产能利用率较低，新增产能的消化情况值得关注。

2021年，公司饲料业务产能较上年大幅下降，系绿发饲料厂拆迁关停所致，饲料产量、销量均有所提高，公司自身的禽畜养殖业务的饲料需求增长，外销饲料收入有所下降。公司持续在饲料生产方面布局产能，在建项目中义乌华昇饲料年产45万吨高档动物饲料建设项目和仙居绿发饲料项目成套工程项目预计在2022年完工投产，将对现有饲料产能带来较大提升。2022年初，玉米、豆粕等大宗原材料价格持续上涨，公司自有的饲料厂投产将对原材料价格上涨所致的养殖成本上升起到一定缓解作用。

表6 公司禽类、火腿、饲料产能、产销情况（单位：吨；万元）

项目	类型	2021年	2020年
----	----	-------	-------

禽类养殖	产能	23,275.00	14,125.00
	产量	18,802.11	26,039.43
生鲜禽类屠宰	产能	73,250.00	73,250.00
	产量	17,249.65	19,976.50
	销量	18,674.48	21,344.66
	收入	22,138.00	24,834.42
火腿	产能	4,320.00	4,320.00
	产量	795.20	792.61
	销量	963.80	922.86
	收入	4,225.62	4,735.66
饲料	产能	120,000.00	270,000.00
	产量	90,856.48	70,307.87
	销量	90,886.44	70,993.08
	收入	6,133.07	10,580.42

注：产量、销量为未内部抵消数据，收入为抵消后数据

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021 年公司生猪采购价格下降，随着公司养殖产能释放，自供比例逐步提升

公司屠宰的生猪主要来自对外采购，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。随着公司生猪养殖场逐渐投产，公司生猪自供比例逐渐提高，2021年公司生猪养殖产量达42,706.71吨，其中40,688.05吨用于自供屠宰，自供比例达到9.43%。根据公司的长期规划，未来公司屠宰的生猪自供比例将达到20%。在猪价下跌、饲料成本高企时，公司自供成本高于外购成本，且面临存栏生物资产减值风险，给公司盈利带来较大不利影响；反之，若猪价后续能够持续上涨，同时公司养殖前端饲料供应逐步实现自给，养殖成本进一步降低，自供能够保障供应、节约运输成本，自供比例的提高能形成一定成本优势，带来更大的盈利空间，但养殖板块对经营资金需求的要求也较高。整体来看，猪价波动对公司的生产经营产生的影响较大，需持续关注猪价变动情况。

受下游市场需求增长影响，2021 年公司生猪采购量同比大幅增长，由于非洲猪瘟疫情得到控制，相关调运政策放松，市场冷鲜肉需求降低，白条猪采购量有所下滑。生猪及白条猪采购价格均大幅下降，2021 年生猪采购均价同比下降 42.83%。2021 年公司前五大采购商主要为个人供应商和牧原食品股份有限公司，前五大供应商采购金额合计占采购总额的比例为 17.88%。

表7 公司生猪采购情况（单位：吨；万元；元/kg）

销售模式	2021 年	2020 年
生猪采购量	390,903.66	220,768.67
生猪采购金额	726,448.44	717,549.05
生猪采购均价	18.58	32.50
白条猪采购量	12,842.63	17,218.38
白条猪采购金额	30,264.18	65,448.90

白条猪采购均价	23.57	38.01
---------	-------	-------

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

2021年公司持续推进生猪养殖建设项目，大部分养殖场开始引猪投产，但在建项目仍需较大规模资金投入；猪价低迷下公司对存栏生物资产计提资产减值准备，对当期利润影响较大；疫情防控、环保压力和子公司管理仍对公司的经营管理能力形成一定挑战

2021年公司持续大幅投入生猪养殖项目建设，公司共布局19个生猪养殖项目，其中浙江省内18个，截至2022年3月末，大部分养殖场已接近建设完成，其中14个养殖场已经开始引猪投产，未来公司全部猪场满产后预计可实现年出栏260万头，2022年目标为出栏120万头，预计2023年可全部投产。

截至2022年3月末，公司主要在建项目包括“华统转债”募投项目衢州华统现代化生态养殖场建设项目、兰溪牧业生猪养殖项目等，“华统转债”募投项目尚未实现收益。截至2022年3月末，在建项目预计总投资46.92亿元，已投资37.22亿元，尚需投资9.70亿元，未来仍面临较大资金投入压力。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，若公司非公开发行A股股票顺利完成，一定程度上可以缓解部分资金压力。

由于公司养殖场的持续投入，2021年公司计提折旧2.43亿元，同比增长102.50%，固定成本对公司利润形成较大侵蚀。在2021年全年猪价低迷、2022年初猪价仍持续下行的背景下，公司管理层对存栏的育肥猪群、能繁母猪、后备种猪等生物资产计提资产减值准备。2021年计提资产减值准备2.01亿元，2022年1-3月计提0.29亿元，对当期利润影响较大。

近年随着非洲猪瘟的发展，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，2021年控股子公司天台华统牧业有限公司等因环境违法问题受到行政处罚。此外，在建项目多以项目子公司形式开展，项目子公司地域分布较分散、数量较多且持续增加，截至2021年末，公司合并范围内子公司共51家。以上因素对公司的经营管控能力提出了一定的挑战。

表8 截至2022年3月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

项目名称	预计总投资	已投资	尚需投资
衢州华统现代化生态养殖场建设项目	50,039.84	45,695.13	4,344.71
兰溪牧业生猪养殖项目	46,410.87	42,415.89	3,994.98
华昇牧业现代化生猪养殖场建设项目	76,983.50	62,820.01	14,163.49
丽水农牧生猪养殖项目	55,746.84	34,928.96	20,817.88
仙居三亩田猪场	18,390.21	14,873.05	3,517.16
仙居绿发生猪养殖项目	44,394.44	34,148.51	10,245.93
同壮现代化生猪养殖场建设项目	38,633.17	26,150.26	12,482.91
天台华统现代化生猪养殖建设项目	19,123.71	15,897.97	3,225.74
浦江现代化生态养殖场建设项目	30,065.81	28,582.14	1,483.67
东阳现代化生态养殖场建设项目	30,065.81	23,932.94	6,132.87
乐清市华统现代化生猪养殖建设项目	28,000.00	17,690.99	10,309.01

正康禽业正大中央厨房配套现代化家禽项目	8,703.20	8,283.75	419.45
义乌华昇饲料年产 45 万吨高档动物饲料建设项目	16,100.00	11,420.88	4,679.12
仙居绿发饲料项目成套工程	6,500.00	5,352.98	1,147.02
合计	469,157.40	372,193.46	96,963.94

注：公司在建项目较多，表中仅列示主要部分；公司根据工程情况调整部分在建项目的预计总投资规模，故上表中部分项目的总投资额与上期报告不一致
 资料来源：公司提供，中证鹏元整理

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2020-2021年审计报告及未经审计的2022年一季度报告，报告均采用新会计准则编制。2021年，公司合并范围新增3家子公司，详见表1。

资产结构与质量

随着生猪养殖场的持续建设和养殖产能投放，公司资产规模大幅增长，但流动性一般，受猪价下行影响，2021年公司对生物资产计提大额减值准备

2021年及2022年一季度，公司持续对生猪养殖场等项目的建设投入，固定资产、在建工程规模持续增长，随着部分生猪养殖场的陆续投产，公司存货及生产性生物资产余额亦快速增长，2022年3月末，公司总资产规模较2020年末增长52.52%。

截至2021年末，公司货币资金账面余额同比减少26.39%，其中143.04万元用于期货保证金、ETC保证金和电商保证金而使用受限，货币资金受限比例低。随着公司生猪养殖项目逐步投产，存货账面余额持续增长，2022年3月末较2020年末增长76.84%。截至2021年末，公司存货主要由库存商品和消耗性生物资产（包括乳猪、保育猪群及育肥猪群）组成，其中消耗性生物资产计提跌价准备1.20亿元，2022年3月末，公司进一步计提消耗性生物资产跌价准备0.29亿元，生猪价格波动导致公司承受资产减值损失。公司其他流动资产主要为待抵扣增值税。

表9 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	4.62	6.06%	4.24	5.94%	5.76	11.53%
存货	6.49	8.51%	5.25	7.36%	3.67	7.34%
其他流动资产	2.29	3.00%	2.29	3.20%	2.05	4.09%
流动资产合计	14.51	19.04%	12.75	17.87%	12.65	25.32%
长期股权投资	0.27	0.35%	0.22	0.31%	1.96	3.92%
固定资产	34.83	45.71%	32.11	45.00%	15.84	31.70%

在建工程	16.30	21.39%	16.35	22.92%	11.40	22.81%
生产性生物资产	3.42	4.48%	3.24	4.53%	2.37	4.74%
无形资产	2.63	3.45%	2.66	3.72%	2.45	4.91%
非流动资产合计	61.69	80.96%	58.61	82.13%	37.31	74.68%
资产总计	76.20	100.00%	71.36	100.00%	49.96	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

2021年末，公司长期股权投资同比减少88.78%，主要系公司与温氏集团合资设立的温氏华统牧业有限公司（以下简称“温氏华统”）于2021年4月注销所致，温氏华统下属的二级子公司长兴温氏华统畜牧有限公司和长兴和平温氏华统畜牧有限公司由公司于2021年3月出资1.90亿元收购，后以2.27亿元价格对外出售，公司实现投资收益0.37亿元。随着生猪养殖场项目大量完工转固，2021年末公司固定资产账面价值同比大幅增长102.71%。公司在建生猪养殖场仍持续投入，带动在建工程账面余额持续增加。生产性生物资产主要包括能繁母猪和后备种猪，采用成本模式计量，2021年末，公司对生产性生物资产计提减值准备0.60亿元。公司无形资产主要为土地使用权。

2021年末，除受限货币资金外，公司账面价值为2.50亿元的固定资产、0.69亿元无形资产、0.49亿元投资性房地产和0.07亿元使用权资产用于借款抵押受限，受限资产占总资产的比重为5.27%。

总体看，公司资产以非流动资产为主，随着生猪养殖项目的投入，在建工程、固定资产规模持续增加，整体资产流动性一般。2021年公司存货和生产性生物资产均计提较大规模的减值准备，对当期利润影响较大。

盈利能力

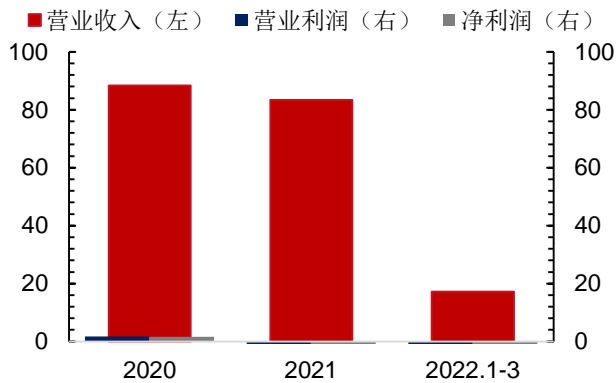
2021年公司主营业务盈利能力仍较弱，受生猪市场价格下跌影响，资产减值损失导致公司净利润出现大幅亏损

公司主营业务为禽畜屠宰，盈利能力不强。2021年受猪肉价格下跌因素影响，公司生鲜猪肉、生鲜禽肉业务毛利率持续下降。随着公司总债务规模持续增长，财务费用大幅增长。同时生产经营规模的扩大导致人员储备增加和折旧摊销费用增长，管理费用呈上升趋势，公司销售策略的变化导致销售费用已也快速增长，公司期间费用率由2020年的2.36%增长为2021年的3.71%，期间费用对利润的侵蚀有所加剧。

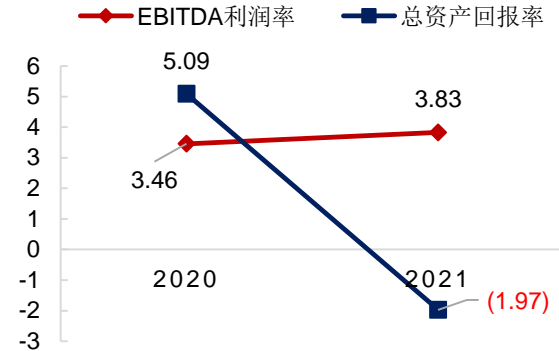
由于2021年生猪市场价格大幅下行且持续低迷，公司管理层对存栏生物资产计提了大额资产减值准备，2021年资产减值损失为2.01亿元，当年公司归母净利润为亏损1.92亿元。

2021年，公司确认投资收益0.46亿元，主要系确认出售子公司的投资收益；确认其他收益0.49亿元，主要为收到的政府补助，投资收益和其他收益为公司当期利润提供了一定补充。

在盈利能力指标方面，由于公司业绩亏损，2021年公司总资产回报率大幅下降至-1.97%。但由于引起亏损的主要因素资产减值不影响主营业务现金流，公司EBITDA利润率表现尚可，较上年小幅提升。

图 5 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 年一季度报告，中证鹏元整理

图 6 公司盈利能力指标情况（单位：%）


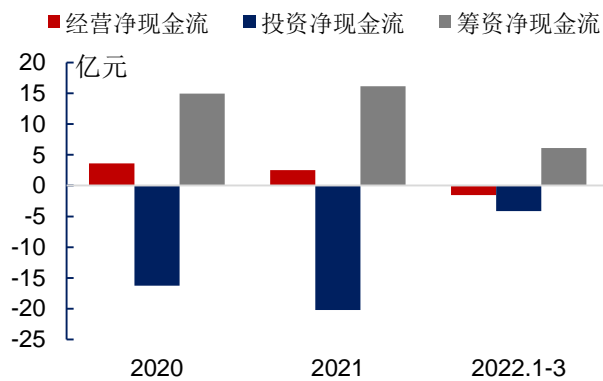
资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

现金流

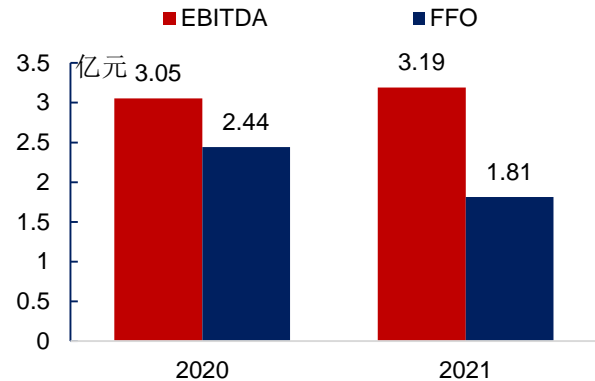
公司屠宰主业回款能力较好，但近年资本支出规模较大，在建项目仍尚需较大规模资金投入，且随着饲料、养殖板块产能释放，营运资金需求加大，公司仍面临较大的筹资压力

公司生鲜猪肉业务主要采用区域经销模式，一般先款后货，主营业务回款能力较好，2021年公司经营活动产生的现金流净额2.51亿元，较上年下降30.24%，2022年一季度，公司经营活动现金流由正转负，主要是养殖板块持续引猪投产，存货增加导致经营性现金流支出大幅增长所致。随着公司生猪养殖项目的持续投入，2021年公司投资活动产生的现金流净额为-20.20亿元，净流出规模较上年增长24.15%。公司投资规模的大幅增加使得资金压力上升，公司加大外部融资力度，2021年筹资活动现金流较上年增长8.18%。截至2022年3月底，公司主要在建项目尚需投入较大金额，且养殖板块持续引猪投产，对经营性现金支出需求还将持续增加，整体仍面临较大的筹资压力。

受销售毛利率降低，利息支出大幅增长等因素的影响，公司FFO较上年有所下降，现金生成能力进一步弱化。

图7 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 年一季度报告，中证鹏元整理

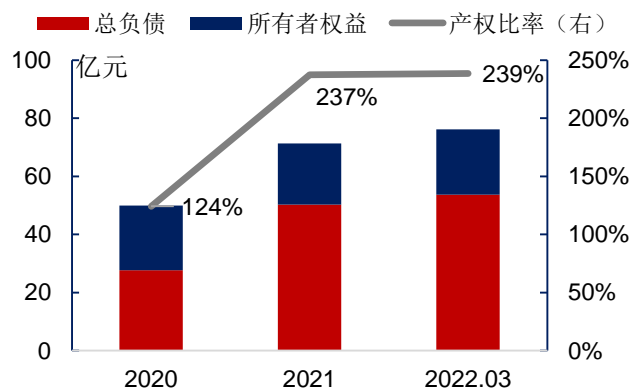
图8 公司 EBITDA 和 FFO 情况


资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，中证鹏元整理

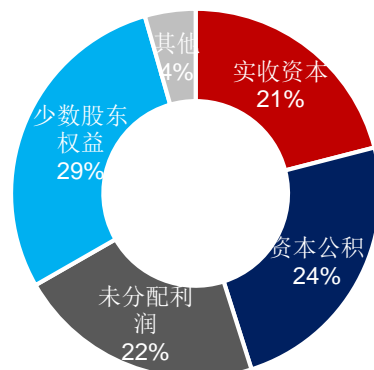
资本结构与偿债能力

公司杠杆水平大幅提高，总债务规模持续增长，面临较大的偿债压力

2020-2021年及2022年1-3月，公司所有者权益规模基本稳定，公司于2022年5月获批非公开发行股票，发行完成后公司净资产规模将进一步增长。公司总负债大幅增长，2022年3月末，公司总负债规模较2020年末增长93.97%，公司整体杠杆水平大幅提高。

图9 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 年一季度报告，中证鹏元整理

图10 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 年一季度报告，中证鹏元整理

公司负债以非流动负债为主。公司短期借款占比较大，主要由抵押借款、信用借款、保证借款构成。公司长期借款主要系项目贷款，以保证借款为主，随着公司生猪养殖项目推进，公司长期借款规模持续大幅增长。长期应付款系应付融资租赁款及资金拆借款，其中资金拆借款系子公司义乌华昇牧业有限公司分别向义乌市赤岸镇集体资产经营有限公司、义乌市双江湖开发集团有限公司和义乌市五亭现代农业

开发有限公司等的借款，资金拆借款合计2.00亿元，期限5年，年利率10%。

表10 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	16.44	30.61%	13.19	26.27%	7.16	25.87%
应付账款	4.64	8.63%	5.69	11.33%	2.27	8.21%
其他应付款	1.17	2.18%	1.23	2.45%	1.66	5.99%
一年内到期的非流动负债	1.30	2.41%	1.45	2.88%	0.78	2.82%
流动负债合计	24.66	45.92%	22.83	45.46%	12.85	46.41%
长期借款	18.54	34.53%	17.17	34.20%	6.48	23.41%
应付债券	2.92	5.44%	4.35	8.66%	4.94	17.83%
长期应付款	3.32	6.18%	2.20	4.37%	2.29	8.27%
非流动负债合计	29.04	54.08%	27.39	54.54%	14.84	53.59%
负债合计	53.70	100.00%	50.22	100.00%	27.68	100.00%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

受新增项目贷款规模较大影响，公司总债务规模持续增长，总债务占总负债的比重持续提升。债务结构方面，公司长期债务占比持续上升，债务结构有所改善。

图 11 公司债务占负债比重

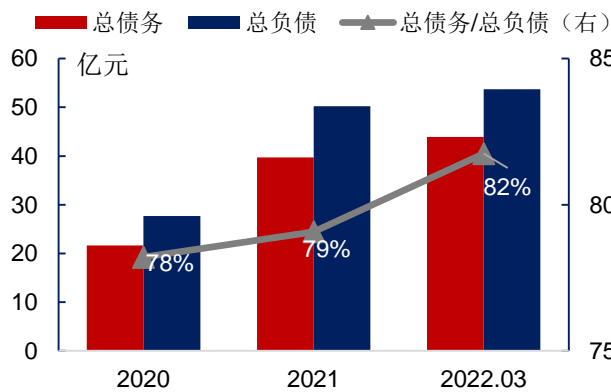
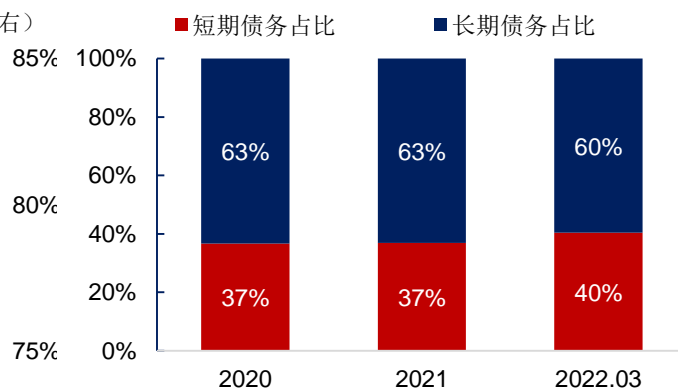


图 12 公司长短期债务结构



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

随着公司外部融资力度的加大，资产负债率大幅增长，截至2022年3月末超过70%，公司整体杠杆水平较高。随着净债务及利息支出规模的大幅增长，公司EBITDA对债务及利息的保障能力大幅下滑。公司主要在建项目仍需投入较大规模资金，未来仍存在较大融资需求，公司非公开发行A股股票完成后，有望增强公司资本实力，降低公司整体杠杆水平。

表11 公司杠杆状况指标

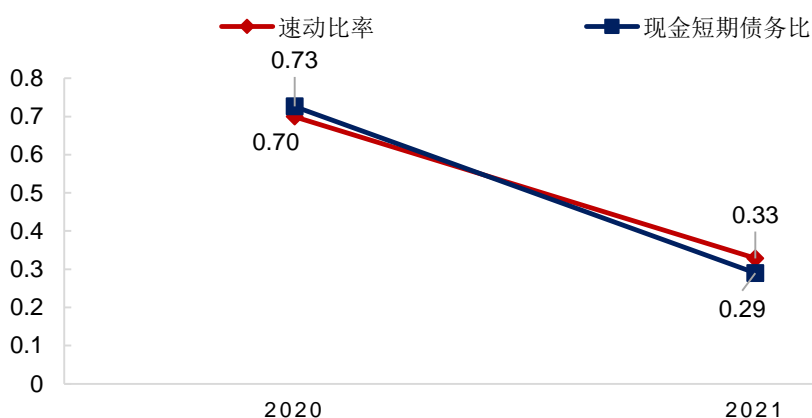
指标名称	2022年3月	2021年	2020年
------	---------	-------	-------

资产负债率	70.47%	70.37%	55.41%
净债务/EBITDA	--	11.89	6.06
EBITDA 利息保障倍数	--	1.96	4.69
总债务/总资本	66.10%	65.25%	49.28%
FFO/净债务	--	4.78%	13.21%

资料来源：公司 2020-2021 年审计报告及未经审计的 2022 年一季度报告，中证鹏元整理

随着短期债务的增长，2021年公司流动性比率指标同比均大幅下降，现金类资产对短期债务的覆盖能力不足。截至2021年末，公司在银行等金融机构的总授信规模40.75亿元，已使用31.58亿元，银行剩余授信额度尚可，但公司控股股东股权质押比例较高，部分资产因抵押借款使用受限，公司面临较大的即期偿付压力。

图 13 公司流动性比率情况



资料来源：公司 2020-2021 年审计报告，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，公司本部（报告查询日：2022年6月2日）及子公司正康（义乌）猪业有限公司（报告查询日：2022年5月31日）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。公司公开发行的债券按时偿付利息，无到期未偿付或逾期偿付情况。

八、抗风险能力分析

2021年，公司禽畜屠宰主业稳健发展，在浙江省内依然具有品牌优势，随着下游需求的增长，屠宰产能利用率有所改善，但主业盈利能力仍然较弱。公司积极布局产业链上下游，持续投入建设饲料、生

猪养殖项目，饲料生产、生猪养殖产能将持续提升。同时中证鹏元也关注到，2021年，猪肉价格持续大幅下跌并维持低位震荡，公司对存栏生猪资产计提较大资产减值准备，且财务费用、管理费用的大幅增长对利润侵蚀加剧，导致2021年整体业绩亏损。随着项目子公司数量的增加以及在疫病防治、环境保护方面投入加大，公司面临的经营管控压力随之增加。公司在持续布局生猪养殖产能，项目投资对外部融资依赖较大，杠杆水平持续提高。总债务规模持续增长，各项偿债指标表现欠佳，整体面临较大的偿债压力。整体看，公司抗风险能力尚可。

九、债券偿还保障分析

华统集团对“华统转债”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“华统转债”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“华统转债”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“华统转债”的利息及兑付“华统转债”的本金期限届满之日起两年。

截至2021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22.50%，朱凯持股比例为17.50%，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。根据公司提供的未经审计的华统集团财务报表，截至2021年末，华统集团总资产115.26亿元，归属母公司所有者权益10.22亿元，资产负债率74.68%。2021年华统集团实现营业收入88.22亿元，净利润0.52亿元。因中证鹏元未对华统集团进行评级，无法判断其为“华统转债”提供连带责任保证担保的增信效果。

十、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“华统转债”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	4.62	4.24	5.76	3.46
流动资产合计	14.51	12.75	12.65	10.04
固定资产	34.83	32.11	15.84	11.47
在建工程	16.30	16.35	11.40	3.89
非流动资产合计	61.69	58.61	37.31	20.59
资产总计	76.20	71.36	49.96	30.62
短期借款	16.44	13.19	7.16	7.20
一年内到期的非流动负债	1.30	1.45	0.78	0.43
流动负债合计	24.66	22.83	12.85	11.30
长期借款	18.54	17.17	6.48	1.75
应付债券	2.92	4.35	4.94	0.00
长期应付款	3.32	2.20	2.29	0.00
非流动负债合计	29.04	27.39	14.84	2.46
负债合计	53.70	50.22	27.68	13.75
总债务	43.88	39.70	21.65	9.38
归属于母公司的所有者权益	16.02	15.42	17.06	14.84
营业收入	17.19	83.42	88.36	77.06
净利润	-1.07	-2.47	1.61	1.62
经营活动产生的现金流量净额	-1.56	2.52	3.61	1.28
投资活动产生的现金流量净额	-4.16	-20.20	-16.27	-6.13
筹资活动产生的现金流量净额	6.11	16.17	14.94	5.08
财务指标	2022年3月	2021年	2020年	2019年
销售毛利率	1.36%	2.73%	3.37%	5.35%
EBITDA 利润率	--	3.83%	3.46%	3.83%
总资产回报率	--	-1.97%	5.09%	7.39%
产权比率	238.63%	237.47%	124.26%	81.53%
资产负债率	70.47%	70.37%	55.41%	44.91%
净债务/EBITDA	--	11.89	6.06	2.76
EBITDA 利息保障倍数	--	1.96	4.69	9.43
总债务/总资本	66.10%	65.25%	49.28%	35.72%
FFO/净债务	--	4.78%	13.21%	31.07%
速动比率	0.33	0.33	0.70	0.59
现金短期债务比	--	0.29	0.73	0.46

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

附录四 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	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

注：如受评主体存在大量商誉，在计算总资本、总资产回报率时，我们会将超总资产 10% 部分的商誉扣除。

附录五 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。