



LIANHE
IDENTIFICATION
EVALUATION
IMPACT PLAN

生猪养殖行业观察及 2025 年信用 风险展望

联合资信 工商评级 | 华艾嘉 | 李敬云

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，成本击穿收益，行业进入亏损状态。能繁母猪存栏量自 2021 年 6 月达到峰值后高位震荡整理至 2022 年底达到下一高位，此后连续下降 16 个月至 2024 年 4 月后缓慢回升。2023 年，猪价回落叠加成本端压力仍在高位，样本企业盈利能力及获现能力指标同比下降，财务杠杆上升，无新发债券，呈现债券融资净流出态势；部分样本企业经历破产重整、被下调信用级别/展望，但未发生实质性违约；2024 年 1—10 月，随着成本下降、猪价上涨，样本企业均扭亏为盈，财务杠杆下降，仍延续债券融资净流出态势。

目前行业处于第 5 个猪周期与第 6 个猪周期间的磨底过渡阶段。随着生猪产能去化初见成效，且行业在长期亏损后现金压力普遍较大，短期内产能扩建能力有限，有望推动猪周期逐步转入合理上行区间，叠加主要饲料原材料价格仍在低位，成本端压力释放，生猪养殖行业企业亏损幅度有望收窄或实现盈利。本轮周期后，随着集团化养殖企业占比提升，市场整体产能变化趋于稳定，猪周期造成的行业波动幅度有望进一步平滑。



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

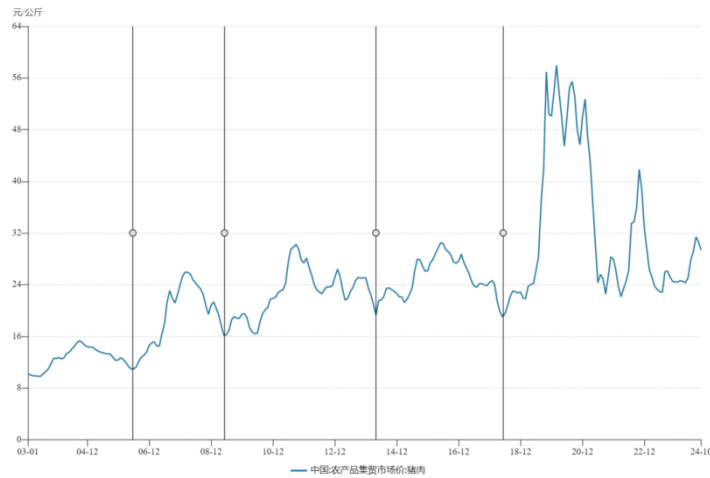


一、行业周期回顾

生猪供需期间错配导致猪价波动，供给波动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，从2018年开始的第5轮周期波动更为剧烈。2018年，非洲猪瘟爆发，生猪养殖户加速出栏、减少补栏，产能见底后，猪价回升，拉动养殖户补栏热情，截至2021年6月，能繁母猪存栏量达到本轮猪周期峰值，生猪供给过剩带动猪价下行，行业进入亏损状态，生猪产能高位震荡整理至2022年底。2023年以来，生猪养殖行业呈现持续产能出清和猪价下行态势。

在猪周期运行逻辑中，生猪的供需错配导致猪价波动。由于中国居民对生猪的需求整体较稳定，因而，生猪供给是猪价波动的关键因素。能繁母猪存栏量是生猪供给的先行指标，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。若无外部因素干扰，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加；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；当能繁母猪产能去化到一定程度时，预示着未来10~12个月商品猪供应降幅较大，可能出现供给不足，猪价触底反弹。因此，正常情况下，每轮猪周期持续时间约3~5年，但在不同时间段，疫病、政策变动等因素可能对周期的长度和猪价波动的幅度产生较大影响。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，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，中国政府自2014年以来陆续出台《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

图表 1.1 2003 年以来中国猪周期运行情况

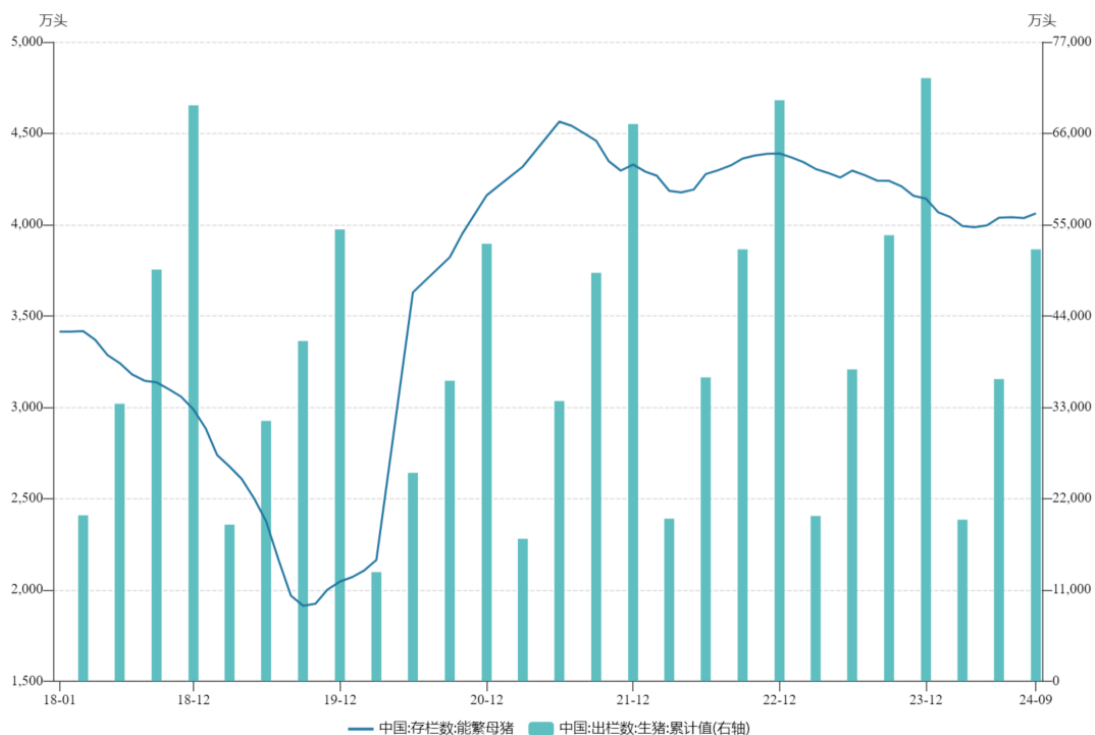
目前，生猪养殖行业正在处于第 5 个猪周期结尾与第 6 个猪周期间的过渡阶段。2018 年 8 月非洲猪瘟在中国爆发后，中国生猪养殖户加速生猪出栏，减少补栏。2019 年 9 月，中国能繁母猪存栏量降至 1913 万头，为 2009 年以来的历史最低点。随着能繁母猪存栏量的减少，生猪供给紧张，猪价止跌回升。猪肉价格于 2020 年 2 月达到 57.97 元/公斤的历史高点，养殖户陆续补栏。2020 年上半年，在非洲猪瘟疫情影响下，能繁母猪产能恢复不及预期，生猪出栏量仍处低位，猪肉价格继续高位运行，拉动养殖户补栏积极性；2020 年 11 月，中国能繁母猪存栏量突破 4100 万头，生猪产能开始集中释放，供给过剩带动猪价下行，猪周期开启下行通道。2021 年 6 月，能繁母猪存栏量达到本轮猪周期峰值 4564 万头，在猪价下行和饲料成本上涨的双重压力下，生猪养殖企业成本击穿收益，行业进入亏损状态；同时，随着猪价下行，农户养殖意愿减弱，截至 2021 年 7 月末，能繁母猪存栏量在连续增长 21 个月后首次迎来自行拐点，并持续降至 2022 年 4 月末的 4177 万头，系 2022 年内最低点；随着产能出清，猪价回升，养户补栏意愿增强，截至 2022 年末，能繁母猪存栏量增至 4390 万头。2023 年以来，生猪养殖行业呈现持续产能出清和猪价下行态势。

二、行业现状

受前期能繁母猪高存栏量影响，2023 年以来，生猪供给过剩，猪肉价格整体在较低区间震荡，亏损带动养殖产能陆续出清，中国能繁母猪存栏量在 2024 年 4 月底达到近年来最低点，行业出清成果初现，猪价开始缓慢回升。截至 2024 年 9 月，生猪产能处在正常保有量区间，行业处于第 5 个猪周期结尾与第 6 个猪周期间的磨底过渡阶段。

（一）产能与产量

以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照，农业农村部于 2024 年 3 月设定的全国能繁母猪正常保有量约为 3900 万头。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 2018 年开始的第 5 轮周期的峰值；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。随着猪价下行，农户养殖意愿减弱，能繁母猪存栏量持续下降至 2022 年 4 月末的 4177 万头。受益于前期生猪产能出清，2022 年 10 月，猪价回升至当年最高点 41.86 元/公斤，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，达到年内最高点。2023 年以来，生猪供给过剩，猪价下跌，养殖户补栏意愿下降叠加非洲猪瘟等因素影响，能繁母猪存栏量呈下降趋势，至 2024 年 4 月底降至 3986 万头，相当于正常保有量的 102.21%，已进入产能调控绿色合理区域（正常保有量的 92%~105%）。



资料来源：Wind，联合资信整理

图表 2.1 中国能繁母猪存栏及生猪出栏情况

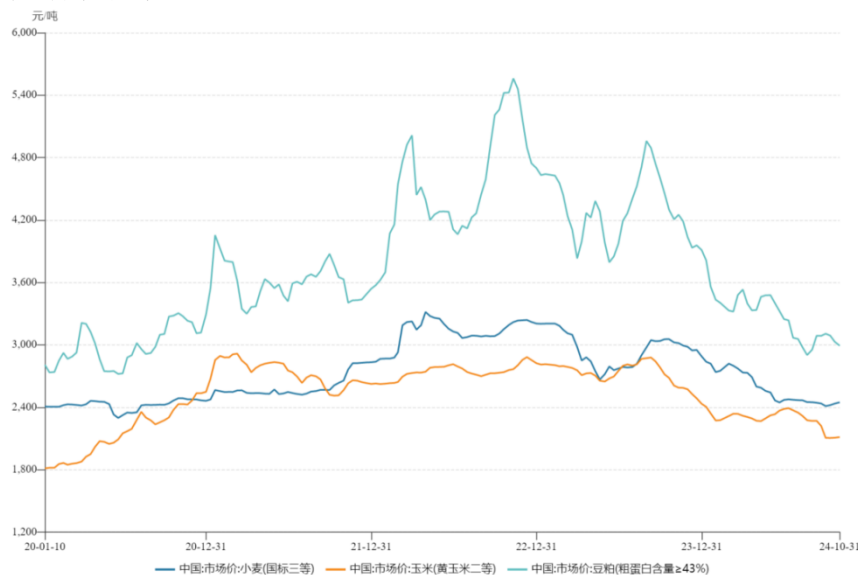
生猪出栏方面，2022—2023 年，由于前期能繁母猪存栏量处于高位，且本轮周期中养殖效率提升，生猪产能虽持续出清整理，出栏量仍持续增加，但增速有所下

降。具体看，2022年，中国生猪出栏量69995万头，同比增长4.27%；2023年，中国生猪出栏量72662万头，同比增长3.81%。2024年4月，随着能繁母猪存栏量达到2021年6月以来的最低点，行业出清成果初现。2024年1—9月，中国生猪出栏量52030万头，同比下降3.15%。

（二）行业上下游

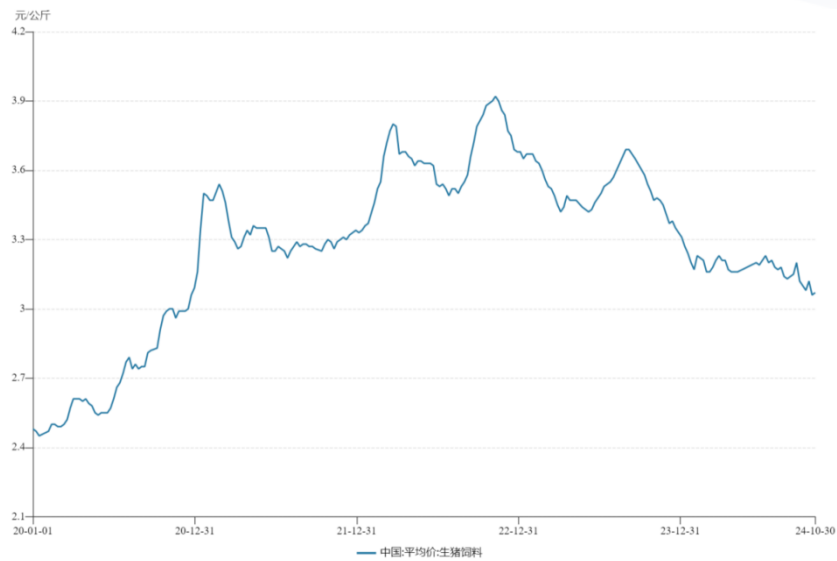
生猪养殖业的上游为农作物生产行业，饲料所需原材料包括玉米、豆粕、小麦、鱼粉等主料，以及氨基酸、维生素、矿物质微量元素等辅料，原材料成本占饲料生产成本的比重约为75~80%。养殖业上游受小麦、玉米和豆粕价格的影响较大。

2022年，受国际局势等因素影响，粮食及饲料价格整体持续震荡攀升，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，相关商品价格波动下行。2023年初，进口玉米、小麦、豆粕大量到港，国储小麦拍卖入市，供应增长带动相关商品价格下行；经历2023年6月至9月的反弹后，玉米、小麦、豆粕等价格自2023年10月起持续下行，至2024年9月底，分别为2105.50元/吨、2410.60元/吨和3106.80元/吨，随着原料价格的下跌，猪饲料价格也逐步回归，生猪养殖企业成本端压力有所减轻。



资料来源：Wind，联合资信整理

图表 2.2 中国小麦、玉米、豆粕市场价格



资料来源：Wind，联合资信整理

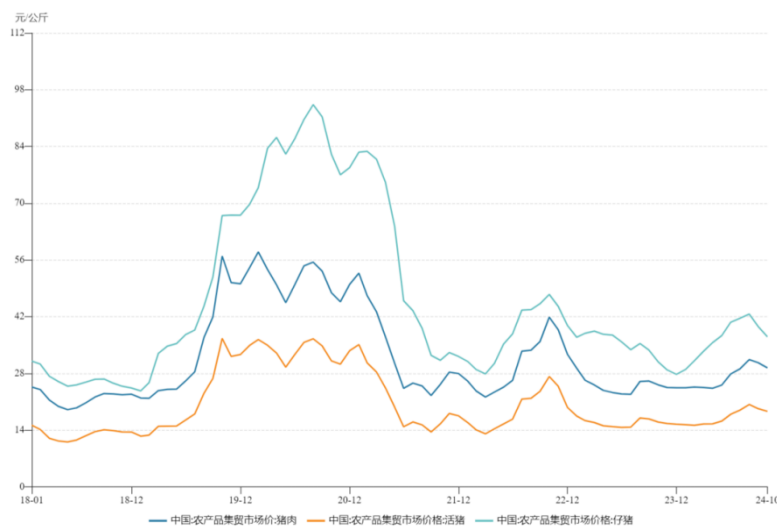
图表 2.3 中国生猪饲料价格

根据国家统计局数据，2021—2023 年，全国居民家庭人均猪肉消费量分别为 26.5 公斤、26.9 公斤和 30.5 公斤，分别同比增长 6.75%、1.51%和 13.20%，对猪肉消费的偏好在猪肉价格较低时体现更明显。按 14 亿人口进行计算，2023 年，全国居民家庭消费猪肉 4270 万吨，折合生猪 4.67 亿头，约相当于 2023 年全国生猪出栏量的 64%，其他主要用于食品加工和餐饮业；就全国居民家庭猪肉消费量来看，目前全国猪肉供大于求。

（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。2018 年非洲猪瘟疫情爆发后，中国生猪养殖户加速出栏、减少补栏，生猪产能供给紧张，2019 年，猪肉价格持续上涨。虽然猪价上涨拉动了养殖户的补栏热情，但因环保禁养政策限制、能繁母猪中三元母猪占比较高，以及非洲猪瘟病毒和疫苗毒扩散速度加快，中国生猪养殖难度加大、整体供应紧张的局面有所拉长，2019 年末至 2021 年初，猪肉平均价格高位运行。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，中国活猪平均价格自 2021 年 1 月的高点震荡下跌，6 月起跌破行业平均成本线（约 16~19 元/公斤），并持续下探至 2022 年一季度；受益于前期生猪产能出清，2022 年 10 月，猪肉价格回升至当年最高点 41.86 元/公斤。2023 年以来，由于前期猪价回升带动补栏意愿增强，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等因素综合影响，猪价整体震荡回落，2024 年 4 月底，

猪肉价格达到 2022 年 10 月以来的最低点 24.31 元/公斤，同时猪价持续下探至成本倒挂，行业亏损导致养殖户补栏意愿下降，能繁母猪存栏量达到本轮周期最低点。随着产能去化效果初显，2024 年 5 月以来，猪价呈回升趋势。截至 2024 年三季度末，前期能繁母猪去化形成的供应缺口有所恢复，猪价有所下降。2024 年 10 月，猪肉价格为 29.34 元/公斤。



资料来源：Wind，联合资信整理

图表 2.4 中国仔猪、生猪和猪肉价格情况

三、行业政策

2023 年以来，国家积极开展猪肉收储和放储工作，并基于生猪养殖行业的新情况调整相关政策、指标，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。

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。

2024 年 2 月，《中共中央国务院关于学习运用“千村示范、万村整治”工程经验有力有效推进乡村全面振兴的意见》（2024 年中央一号文件）提出，要加强“菜篮子”产品应急保供基地建设，优化生猪产能调控机制，稳定牛羊肉基础生产能力。

2024 年 3 月，随着生猪稳产保供工作的新情况和新要求出现，农业农村部修订并发布了《生猪产能调控实施方案（2024 年修订）》。在此修订方案中，全国能繁母猪正常保有量目标从 4100 万头调整为 3900 万头，能繁母猪存栏量正常波动下限从正常保有量的 95% 调整至 92%。能繁母猪正常保有量的调整也反映了生猪产能效率的提

升。这一调整旨在更好地适应生猪产业的发展需求，促进生猪生产和市场供应的稳定。

收储和放储方面，为维护猪肉市场稳定，2023年，商务部会同国家发展改革委、财政部等部门分别于2023年2月、7月和11月开展了3次中央储备猪肉收储工作，并进行了3次轮换收储/出库工作，2023年，中央储备冻猪肉合计收储量为8.885万吨，投放量为5.405万吨。2024年1—10月，中央储备冻猪肉计划投放数量合计约34.53万吨，收储量合计约44.16万吨。2024年以来猪价呈上涨态势，国家多次进行收储工作，总收储量大于投放量，有利于提振市场信息，促使猪价企稳回升。

四、行业内企业运营及信用状况分析

2023年，猪价回落叠加成本端压力仍在高位，样本企业盈利能力及获现能力指标同比下降，财务杠杆上升，样本企业债券发行受阻，呈现债券融资净流出态势。2024年前三季度，样本企业利润全部扭亏，负债率有所下降，债券融资由净流出转为净流入。2023年初至2024年10月底，部分样本企业经历破产重整、被下调信用级别/展望，但未发生实质性违约；存续债券仍有一定规模，且偿付时间较为集中。

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¹（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²（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

2023年，玉米、豆粕等上游原料价格高位震荡下行，但非洲猪瘟疫情常态化使得生猪养殖企业面临管理压力，生猪养殖行业成本端持续承压。从销售端来看，2023年，猪价整体呈下行态势。从利润情况看，2023年，正邦科技因重整计划已执行完毕净资产转正、实现盈利，新希望因本期计提减值规模同比大幅减少而亏损额收窄，其他样本企业均由盈利转为亏损。2024年1—9月，猪价整体呈上涨态势，同时饲料及其原材料价格呈下降趋势，样本企业利润总额均扭亏为盈。考虑到生猪产能的收缩

1 根据正邦科技于2023年3月25日披露的《江西正邦科技股份有限公司关于公司股票可能被实施退市风险警示的提示性公告》，正邦科技预计2022年度期末净资产为负值，可能被深圳证券交易所实施退市风险警示，正邦科技已启动预重整。2023年5月5日，正邦科技被实施退市风险警示，证券简称变更为“*ST正邦”。根据正邦科技于2023年7月21日披露的《关于法院裁定受理公司重整并指定管理人暨公司股票交易将被叠加实施退市风险警示的公告》，江西省南昌市中级人民法院（以下简称“南昌中院”）裁定受理锦州天利粮贸有限公司对正邦科技的重整申请。根据相关公告，2023年12月15日，南昌中院出具（2023）赣01破16号之四《民事裁定书》，裁定确认《江西正邦科技股份有限公司重整计划》（以下简称“《重整计划》”）执行完毕，并终结正邦科技重整程序。正邦科技通过实施《重整计划》资本公积金转增股本方案清偿正邦科技及正邦养殖系列公司债务、引入重整投资人的投资款，其中实施以股抵债产生的重整收益为176亿元。公司资产负债结构和现金流得到了改善。2024年6月12日，正邦科技证券简称变更为“正邦科技”。

2 根据天邦食品于2024年3月18日披露的《天邦食品股份有限公司关于拟向法院申请重整及预重整的公告》，公司拟以无法清偿到期债务，且明显缺乏清偿能力，但具有重整价值为由向有管辖权的人民法院申请对公司进行重整和预重整。该事项已于2024年4月8日经公司2024年第二次临时股东大会审议通过。根据相关公告，因最近三个会计年度扣除非经常性损益前后净利润孰低者均为负值，且2023年审计报告显示公司持续经营能力存在不确定性，2024年5月6日，天邦食品被实施退市风险警示，证券简称变更为“*ST天邦”。

已初见成效，猪价有望保持在可控区间浮动，预计 2024 年第四季度生猪养殖企业盈利有望延续。

图表 4.1 2023 年样本企业相关数据（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	6381.60	547.85	2626.22	1768.24	711.99
生猪销售量同比增速 (%)	4.27	-35.14	46.65	21.00	61.03
现金类资产	195.79	24.42	64.83	117.06	12.54
资产总额	1954.05	174.94	928.95	1296.11	171.94
所有者权益	740.37	80.53	358.47	359.30	22.81
短期债务	580.94	9.15	126.44	322.71	43.46
全部债务	797.80	31.23	313.54	666.57	52.47
资产负债率 (%)	62.11	53.97	61.41	72.28	86.73
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 (%)	51.87	27.94	46.66	64.98	69.70
营业收入	1108.61	69.92	899.02	1417.03	102.32
营业收入-上年同期	1248.26	144.15	837.08	1415.08	95.71
利润总额	-41.70	77.98	-63.71	-6.82	-28.88
利润总额-上年同期	149.30	-143.38	58.15	-17.60	4.76
销售毛利率 (%)	3.11	-14.32	0.84	2.75	-8.93
流动比率 (倍)	0.67	0.94	1.07	0.57	0.29
经营活动产生的现金流净额	98.93	-13.83	75.94	139.04	2.64
经营活动产生的现金流净额-上年同期	230.11	-54.68	110.75	92.38	6.58

资料来源：Wind，联合资信整理

图表 4.2 样本企业 2024 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	5014.40	247.68	2156.19	1242.04	450.16
生猪销售量同比增速 (%)	6.67	-40.14	17.66	-4.91	-2.02
现金类资产	193.25	25.33	59.52	96.91	1.12
资产总额	1912.71	186.61	934.22	1199.57	138.72
所有者权益	796.02	98.81	421.74	349.67	36.28
短期债务	133.05	3.34	44.83	138.81	9.82
全部债务	350.34	25.76	213.91	472.08	19.74
资产负债率 (%)	58.38	47.05	54.86	70.85	73.85
资产负债率-2023 年 9 月底 (%)	59.65	162.61	60.31	72.76	87.03
全部债务资本化比率 (%)	30.56	20.68	33.65	57.45	35.24
营业收入	967.75	58.37	753.84	772.09	71.46
营业收入-上年同期	829.69	57.86	646.89	1067.48	72.69
利润总额	112.13	3.00	66.90	2.92	13.43
利润总额-上年同期	-16.90	-29.34	-44.95	-42.62	-15.67
销售毛利率 (%)	17.27	12.55	16.33	5.67	15.65
流动比率 (倍)	0.75	1.40	1.27	0.48	0.29

经营活动产生的现金流净额	291.78	-9.45	127.90	82.74	-13.81
经营活动产生的现金流净额-上年同期	66.88	-6.40	56.41	66.65	2.59

资料来源：Wind，联合资信整理

现金流方面，2023年，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；天邦食品和温氏股份经营活动现金净流入量同比收窄；牧原股份因存货增加、收现错配，经营活动现金净流入量同比下降。2024年1—9月，牧原股份、温氏股份和新希望经营活动现金净流入量同比均有所增长，受产能恢复、收现错配影响，正邦科技经营活动净流出量同比有所增加，天邦食品因偿还前期大量经营性欠款，经营活动现金由净流入转为净流出。

财务杠杆方面，2023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2023年底，除正邦科技因重整计划执行完毕净资产转正外，样本企业资产负债率均较上年底有不同程度上升。2024年以来，随着成本下降、猪价上涨，样本企业营运压力减轻，资产负债率较上年底均有所下降。此外，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。

（二）行业内样本企业一级市场概况

2023年初，样本企业中4家有公开级别且尚在有效期内，级别分布为CC~AAA。2023年以来，除正邦科技级别展望下调以及牧原股份展望上调外，其他样本企业级别和展望无变化；截至2023年11月底，正邦科技已无存续级别。2024年1—10月，其余样本生猪养殖企业公开且有效期内的级别分布为AA+~AAA。

图表 4.3 2023年和2024年1—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	2024-06-28（联合资信）
温氏股份 ³	AAA	稳定	维持	2024-06-28（联合资信）
牧原股份	AA+	稳定	展望上调	2023-06-27（中诚信国际）
正邦科技	BB+	负面	下调	2023-01-17（东方金诚）
	BB-	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）

3 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+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。2024年10月17日，惠誉中国将温氏股份的展望由负面调整至稳定，并确认其长期外币发行人违约评级为BB，调整原因为：随着行业供过于求的缓解，生猪价格从2024年下半年开始正常化，在生猪和饲料价格周期以及非洲猪瘟（ASF）疫情趋于稳定的情况下，温氏股份盈利能力有望恢复，温氏股份在生猪养殖领域具有成本领先优势，这有助于该公司在行业波动中保持稳定的盈利能力。此外，惠誉中国预计温氏股份将保持中性自由现金流量（FCF），并计划在未来几年内进行稳定的资本支出，主要用于社区农场建设、屠宰和加工设施等。这些因素均对温氏股份的信用状况产生积极影响。

	--	--	--	2023-11-28
--	----	----	----	------------

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+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其整体信用实力的支持。

2023年，东方金诚国际信用评估有限公司（以下简称“东方金诚”）持续多次下调正邦科技主体信用等级及展望。2023年1月17日调整原因为：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日调整原因为：正邦科技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日调整原因为：正邦科技2022年度预亏损，经营状况不佳，多笔债务逾期，存在无法偿还到期债务的风险。2023年4月27日调整原因为：正邦科技商票逾期余额增加，盈利能力进一步下降，流动性压力极大。2023年8月4日调整原因为：正邦科技已被法院裁定受理重整，经营持续亏损。根据2023年11月30日披露的《东方金诚国际信用评估有限公司关于对江西正邦科技股份有限公司主体及“正邦转债”终止评级的公告》，东方金诚终止对正邦科技主体及“正邦转债”的债项信用评级。

图表 4.4 2023 年及 2024 年 1—10 月样本企业债券兑付情况（单位：亿元、年）

证券代码	证券名称	发行规模	起息日	兑付日期	发行期限	当期票面利率	兑付情况
102001087.I B	20 牧原 MTN002	3.00	2020-05-28	2023-05-28	3	4.50%	正常兑付
102000771.I B	20 牧原 MTN001	5.00	2020-04-22	2023-04-22	3	4.50%	正常兑付
102000264.I B	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.I B	20 温氏食品 MTN001	9.00	2020-08-11	2023-08-11	3	4.00%	正常兑付
149167.SZ	20 温氏 01	23.00	2020-07-01	2023-07-03	5（3+2）	3.77%	正常兑付
128114.SZ	正邦转债	16.00	2020-06-17	2024-01-31	6	0.00	现金清偿

资料来源：Wind，联合资信整理

2023年，5家样本企业共有5支债券摘牌兑付，兑付规模60.00亿元，较上年增加11.70亿元，到期债券均已正常兑付。2023年，受制于融资环境，样本企业无新发债券，呈债券融资净流出态势。2024年1—10月，5家样本企业共有1支债券摘牌兑付，系正邦科技根据《江西正邦科技股份有限公司重整计划》清偿未转股“正邦转债”余额2915.93万元。2024年1—10月，牧原股份与新希望合计发行债券规模10

亿元，样本企业债券融资由净流出转为净流入。

图表 4.5 截至 2024 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	当期票面利率
102100490. I B	21 希望六和 MTN001(乡村振兴)	20.00	2021-03-19	2026-03-19	5	4.90%
127049. SZ	希望转 2	81.44	2021-11-02	2027-11-02	6	0.80%
127015. SZ	希望转债	9.49	2020-01-03	2026-01-03	6	1.20%
032480959. I B	24 希望六和 PPN001	5.00	2024-08-30	2029-08-30	5	3.10%
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%
012482446. I B	24 牧原食品 SCP001	5.00	2024-08-16	2025-05-13	0.74	2.50%

资料来源：Wind，联合资信整理

截至 2024 年 10 月底，5 家样本企业存续债券合计余额 288.76 亿元，到期日主要集中在 2026 年和 2027 年，集中度较高。

五、2025 年行业展望

本轮猪周期目前处于第 5 个与第 6 个周期之间的磨底过渡阶段。随着生猪产能去化初见成效，且行业在长期亏损后现金压力普遍较大，短期内产能扩建能力有限，有望推动猪周期逐步转入合理上行区间，叠加主要饲料原材料价格仍在低位，成本端压力释放，生猪养殖行业企业亏损幅度有望收窄或实现盈利。同时也需关注，生猪养殖企业仍将长期面临原材料、动物疫病、环保等方面的成本控制挑战。本轮周期后，随着集团化养殖企业占比提升，市场整体产能变化趋于稳定，猪周期造成的行业波动幅度有望进一步平滑。

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 月达到年度峰值后震荡回落，但下行空间有限。此外，生猪养殖企业在生产过程中，仍持续面临环境保障和非洲猪瘟等动物疫病防范方面的成本控制压力。

生猪产能和猪肉价格方面，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。2021 年 6 月，能繁母猪存栏量达到本轮猪周期峰值，生猪供给过剩带动猪价下行，行业进入亏损状态，生猪产能高位震荡整理至 2022 年底。2023 年以来，生猪

养殖行业呈现持续产能出清和猪价下行态势，截至 2024 年 4 月底，中国能繁母猪存栏量达到 2021 年 6 月以来最低点，行业出清成果初现，猪价开始缓慢回升；截至 2024 年 9 月底，能繁母猪存栏量为 4062 万头，较 2022 年底减少 7.47%，约相当于正常保有量的 104.2%，产能供给处于合理区间上限。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 2025 年生猪供应处于供需基本平衡的可能性较大，猪价在经过 2024 年的高利润窗口期后存在回到低利润区间的可能性。行业目前处于第 5 个周期与第 6 个周期间磨底过渡阶段，考虑到第 5 轮猪周期生猪产能持续震荡整理，去化成果初见成效，且行业在长期亏损后现金压力普遍较大，短期内产能扩建能力有限，有望推动猪价逐步转入合理上行区间，叠加主要饲料原材料价格仍在低位，成本端压力释放，生猪养殖行业企业亏损幅度有望收窄或实现盈利。

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，近年来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，2023 年以来，国家积极开展收储行动并修订生猪产能调控方案，助推生猪产能常态化。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，生猪养殖企业普遍出现亏损程度加深、盈利能力下降、营运现金流紧张和再融资能力弱化等情况，抗风险能力弱的中小规模养殖户退出了市场，客观上加速了低效产能的出清，有利于降低猪价上升阶段行业产能盲目扩张的风险；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。未来，随着集团化养殖企业占比提升，市场整体产能变化趋于稳定，猪周期造成的行业波动幅度有望进一步平滑。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”，资本实力强的生猪养殖企业通过兼并、合资、联营等方式向食品初加工、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](#)

[【生猪养殖行业系列研究】2023 年生猪养殖行业观察及 2024 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。