

由亏转盈，猪企流动性警报彻底解除了吗？

2024 年 9 月 23 日

要点

- 标普信评认为，2023 年到 2024 年一季度的低猪价削弱了龙头企业的财务稳健性，现金性亏损、资本开支高企、新增融资不畅挑战龙头猪企的流动性。
- 根据压力测试结果，20 元/公斤的猪价是龙头企业的“安全价格”，能赋予三家龙头企业较为充足的抗风险能力；当猪价持续处在 15-19 元/公斤的区间，新希望六和的流动性会与牧原股份和温氏股份产生分化；当猪价在 14 元/公斤区间持续，三家龙头猪企都可能面临流动性紧张局面。
- 标普信评预计未来一年猪价将在 19-20 元/公斤左右波动，在此情形下，未来 12 个月牧原股份、温氏股份、新希望六和这三家行业龙头企业的流动性能保持充裕。但三家企业的流动性抗风险能力存在差异，牧原股份和温氏股份抗风险能力略强于新希望六和。

分析师

王璜

北京

+86-10 6516 6029

Huang.wang@spgchinaratings.cn

李志昂

北京

+86-10 6516 6055

zhang.li@spgchinaratings.cn

张任远

北京

+86-10 6516 6028

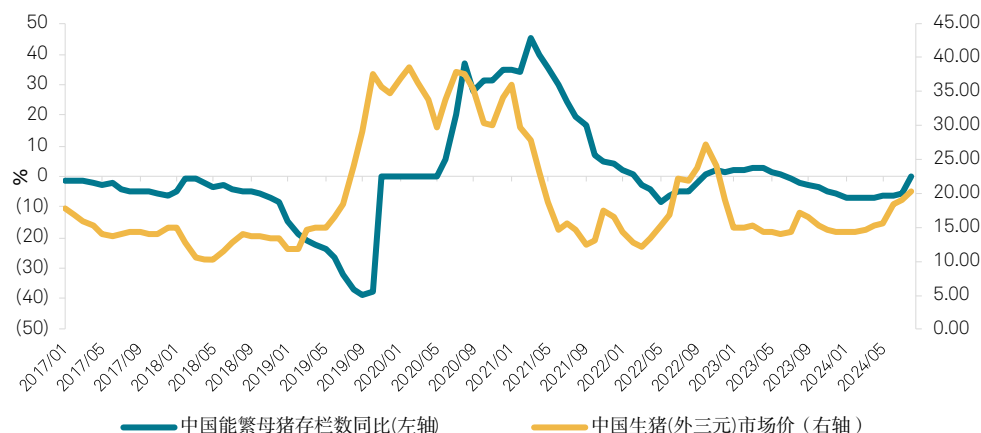
Ren yuan.zhang@spgchinaratings.cn

2023 年至 2024 年一季度，中国生猪养殖企业经历了残酷的价格低谷周期，行业内企业普遍陷入大幅亏损。至 2024 年一季度，各家生猪养殖企业财务风险显著上升，流动性压力陡增。2024 年二季度，猪价出现转机，龙头猪企也实现由亏转盈。我们预计，2024 年下半年生猪价格将维持高位，但考虑到当前中国猪肉产能充裕的特征没有改变，猪价快速上涨后可能面临一定的波动。

在本轮行业低谷中，部分生猪养殖企业倒在了行业黎明之时，猪价回暖仍未能扭转其流动性枯竭、债务违约的结局。标普信评认为，面对行业的强周期属性，未来行业企业的流动性风险仍是需要关注的重点。本文通过流动性压力测试，分析中国养猪龙头企业熬过周期后其财务稳健性是否遭到破坏，以及三家龙头企业未来面对猪价及融资环境的波动时其流动性抗压能力如何。

图1

2017年-2024年8月能繁母猪存栏与生猪市场价格波动



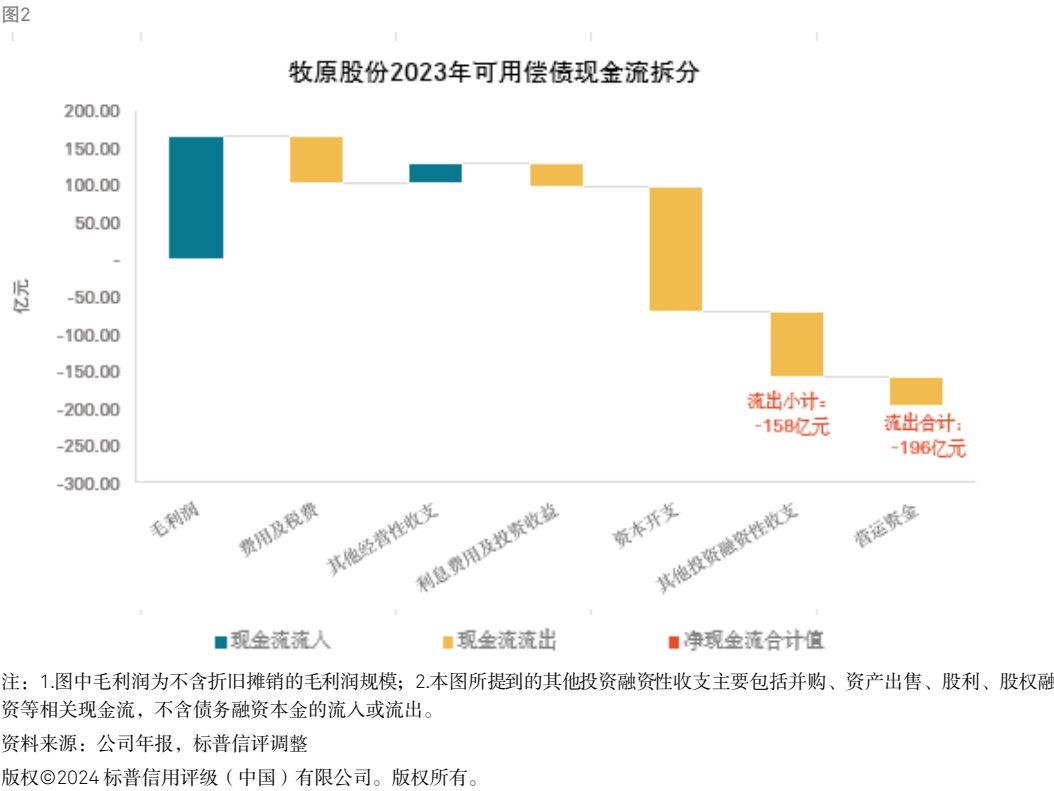
资料来源：国家统计局、农业农村部、标普信评整理

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

猪价低谷削弱龙头企业流动性和财务稳健性

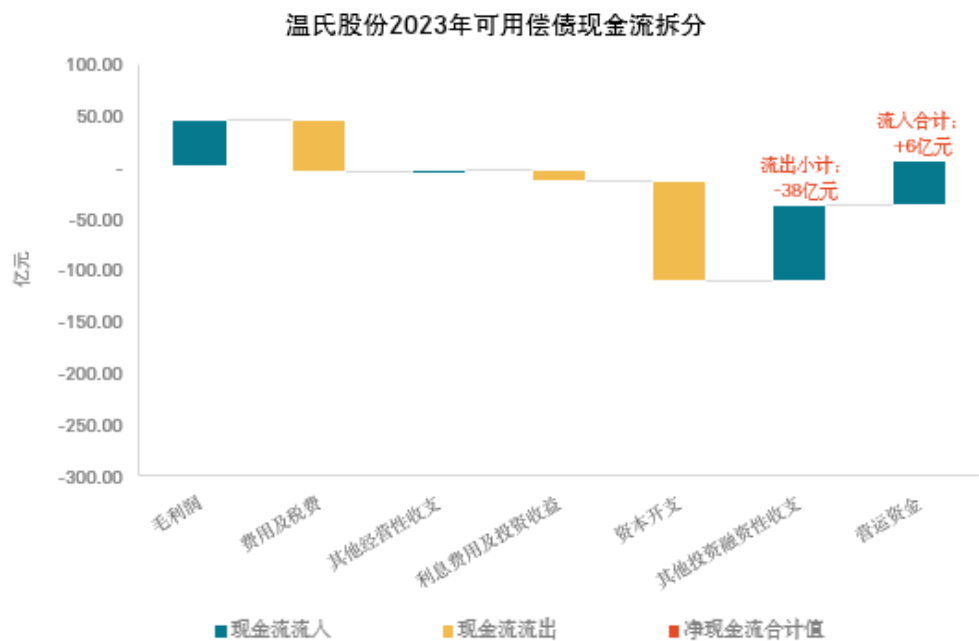
2023 年至 2024 年一季度，猪价持续处在低谷，这使行业企业陷入严重的现金流亏损，龙头猪企流动性压力高企。2023 年，生猪平均市场价约 15 元/公斤，而行业内三家龙头企业的完全养殖成本在 15-15.8 元/公斤，不含折旧摊销的现金性完全成本也达到 13 元-14 元/公斤，如此微薄的盈利空间难以完全覆盖他们的其他经营融资性支出以及相应的资本开支。

在这样的市场行情下，龙头企业普遍出现现金性的大额亏损。下列图中，我们以不含折旧摊销的毛利润为起点展示企业现金流的流入和流出过程，最终的合计值为企业当年可用偿债的现金流规模（DCF）。若 DCF 为正值，说明企业在经营过程中产生了现金流盈余，该部分盈余可以补充企业在手货币资金或用于债务偿付；若 DCF 为负值，说明当年企业存在现金流亏损，该亏损需要通过自身现金及现金等价物或是外部融资予以覆盖。以牧原股份为例，公司 2023 年 DCF 流出规模超过 190 亿元。这意味着如果不依靠新增融资，以其 190 亿元左右的现金及现金等价物，仅足以支持公司再维持 1-2 年的现金流净流出需求。



温氏股份、新希望六和的情况与牧原股份面临的困难相似，它们在 2023 年的现金流亏损分别达到 38 亿元和 76 亿元，为其现金流管理带来很大的挑战。但两家企业在 2023 年通过大量的增加应付性质款项实现了现金流流入，它们一方面延迟下游货款支付、增加应付票据规模，一方面增加往来欠款获得资金补充。我们认为，这样的营运资金带来的现金流流入可持续性低、存在一定的融资属性，并不代表两家企业有更强的经营状况，三家龙头企业在周期低谷都呈现了较为严重的现金流亏损和财务稳健性弱化。

图3

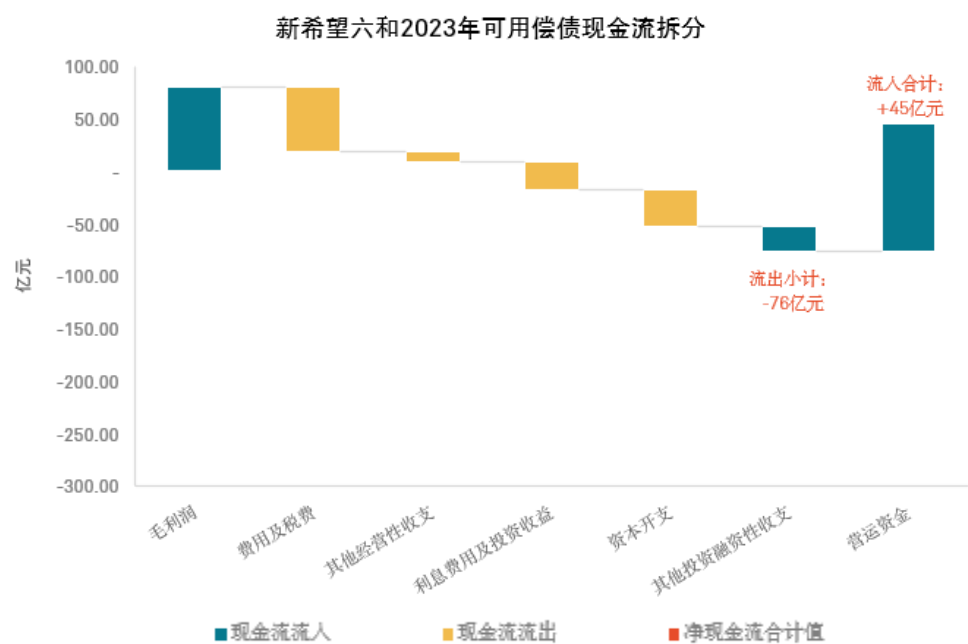


注：1.图中毛利润为不含折旧摊销的毛利润规模；2.本图所提到的其他投资融资性收支主要包括并购、资产出售、股利、股权融资等相关现金流，不含债务融资本金的流入或流出。

资料来源：公司年报，标普信评调整

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

图4



注：1.图中毛利润为不含折旧摊销的毛利润规模；2.本图所提到的其他投资融资性收支主要包括并购、资产出售、股利、股权融资等相关现金流，不含债务融资本金的流入或流出。

资料来源：公司年报，标普信评调整

版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

资本开支高企、新增融资困难加重了三家龙头猪企的流动性挑战。我们认为，猪企的资本开支存在一定的刚性。即使三家企业在 2023 年已尽力削减了资本开支规模，但在行业低谷期，这部分支出仍为企业带来了巨大的现金流流出压力，企业很难将这部分支出压缩至与其获现能力相匹配的低水平。2023 年，三家企业的资本开支规模分别达到 170 亿元、98 亿元和 36 亿元，构成很大的资金负担。面对经营缺口以及高企的投资需求，三家龙头猪企迫切需要增加外部融资来源，然而过去一年这些企业的净融资情况并不乐观。2023 年，温氏股份和新希望六和的有息负债出现下降，进入被动的削债状态，牧原股份的债务涨幅也显著低于投资需求。我们观察到，在行业低谷时期，金融机构对这些企业的授信支持会趋于谨慎，新增融资难度的增加进一步给它们的流动性带来了挑战。

三家企业的流动性紧张程度在 2023 年末到 2024 年一季度达到了顶峰，若极端的低猪价持续 1-2 年，而企业又面临新增融资的困难或借款续借的不畅，其现金及现金等价物储备可能消耗殆尽。

未来一年龙头猪企流动性能保持相对充裕

2024 年二季度猪价的回暖为行业企业带来希望与转机，在我们的基准假设下，以 2024 年 6 月末为起始点的未来 12 个月，三家龙头企业的流动性能保持充裕。我们认为高猪价、低成本是企业流动性压力能够得到显著缓解的主要原因。

我们认为，影响猪企未来一年流动性状况的主要因素包括猪价、养殖成本、资本开支等。我们本次对猪企流动性测算的基准假设如下：

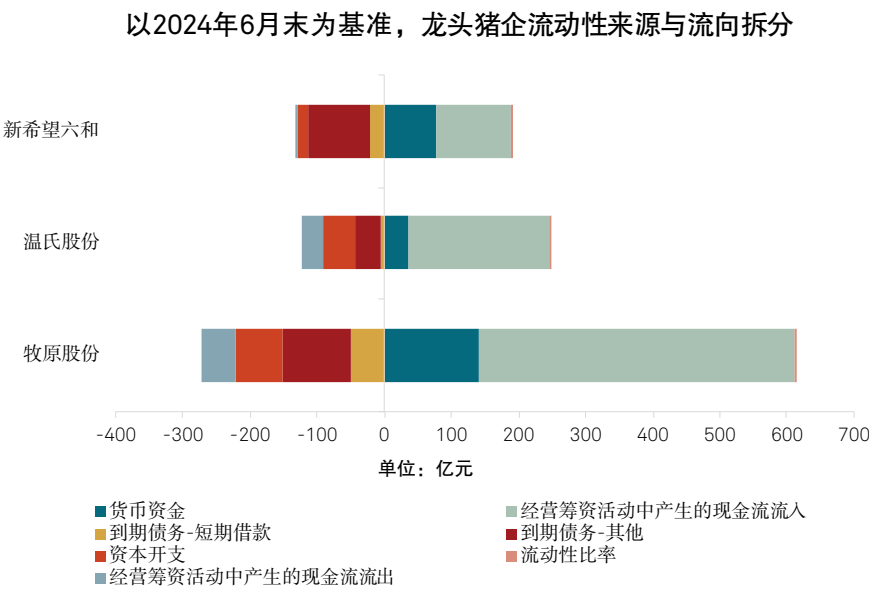
- 我们认为 2024 年生猪价格将保持高位，但猪价快速上涨后可能面临一定的波动。考虑到当前中国猪肉产能充裕的特征没有改变，我们预计，若猪价长期保持在高位，行业会进行产能补充，对供需平衡形成压力，2024-2025 年猪价持续大幅上涨的可能性不高。综上，在我们的基准假设中，我们预计 2024 年 6 月末到 2025 年 6 月末，猪肉销售均价约 19-20 元/公斤。
- 我们预计，2024-2025 年，三家龙头猪企完全养殖成本分别下降 5-10%。2023 年四季度以来，豆粕及玉米价格从高位回落，我们预计 2024 年下半年豆粕及玉米价格将会在相对低位持续，行业企业养殖利润将得到持续改善。
- 我们预计，2024 年三家龙头企业资本开支规模都将会有所收缩，主要原因是三家企业较大规模的资本投入用于扩展产能的阶段已接近尾声，在经历过上一轮亏损后企业资本开支会相对谨慎。

表1

企业名称	资本开支预测
牧原股份	我们预计未来一年资本开支将在 130-150 亿元，较 2023 年下降 20%左右。截至 2023 年底，公司主要在建项目较年初的 74.4 亿元快速下降至 23.1 亿元，主要在建项目建设进度基本达到了 90%及以上，后续建设压力趋缓。
温氏股份	资本开支较上年有所下降。根据公司公告，公司将以保盈利降成本为首要目标，待盈利弥补后再考虑扩产投资。我们预计，经历去年的严重亏损后，公司资本开支在 2024 年将有一定下降，但是随着猪价回暖其存在再次启动产能补充的可能性，预计未来一年公司资本开支将在 80-100 亿元。
新希望六和	公司的大额资本投入已接近尾声，我们预计公司 2024 年资本开支规模较上年有 15%左右的下降，预计在 30 亿元，其中有 10 亿左右的资本开支将投入维修技改。

根据我们的测算，在基准假设下，三家龙头企业在未来一年内仍将保持充足的流动性。牧原股份、温氏股份、新希望六和的流动性比率¹分别为 2.3、2.0 和 1.4。未来 12 个月，三家龙头企业的流动性比率均能超过 1.2 倍，猪价回暖带来的充足经营性现金流流入是缓解企业流动性压力的重要保障。然而，我们也观察到，三家企业的流动性抗风险能力存在差异。具体而言，牧原股份与温氏股份的流动性来源相较于流动性需求显得更为充裕。相比之下，新希望六和的流动性比率并未显著超越基准水平，表明在未来一年中，其流动性可能持续处于“紧平衡”状态，对融资环境的变化以及猪价的波动表现出较高的敏感度。

图5



注：1.本图展示2024年6月末开始一年内的企业流动性来源和使用情况；2.经营筹资活动中产生的现金流指企业经营活动产生的现金流量以及相应的利息支出。3.假设30%货币资金受限。4.假设企业资本开支中50%使用自有资金出资，50%来自外部融资。5.除资本开支融资需求外，假设不新增融资。6.假设短期借款中有10%到期归还。
资料来源：公开资料，标普信评
版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

龙头猪企流动性承受猪价波动的韧性几何？

生猪养殖周期波动非常剧烈，我们认为，未来行业企业的流动性风险是需要密切关注的重点。在行业低谷期，生猪市场价格频繁跌破企业的完全生产成本线，这样的现金性亏损会很快减损企业的货币资金储备，为企业的财务状况以及资金流动性带来极大的挑战。行业企业流动性所蕴含的风险和不确定性主要源自于猪价波动以及融资能力两方面。据此，我们对三家龙头猪企进行了压力测试，以分析在经历绝望猪周期后，猪企在面对未来的猪价波动以及融资环境变化时，其流动性抗压能力如何。

¹ 流动性比率=流动性来源/流动性支出

表2

单价：元/公斤		牧原股份2024年7月到2025年6月平均销售猪价								
		12.00	13.00	14.00	15.00	16.00	17.00	18.00	19.00	20.00
短期借款到期不续借比例	0%	0.80	1.01	1.35	1.61	1.87	2.11	2.33	2.54	2.74
	10%	0.63	0.79	1.06	1.28	1.50	1.70	1.89	2.08	2.25
	20%	0.52	0.65	0.88	1.06	1.25	1.43	1.59	1.76	1.91
	30%	0.44	0.56	0.74	0.91	1.07	1.23	1.38	1.52	1.66
	40%	0.38	0.48	0.65	0.79	0.94	1.08	1.21	1.34	1.46

表3

单价：元/公斤		温氏股份2024年7月到2025年6月平均销售猪价								
		12.00	13.00	14.00	15.00	16.00	17.00	18.00	19.00	20.00
短期借款到期不续借比例	0%	0.49	0.49	0.62	0.92	1.19	1.44	1.67	1.89	2.08
	10%	0.47	0.46	0.58	0.87	1.14	1.37	1.60	1.80	1.99
	20%	0.44	0.44	0.55	0.83	1.08	1.31	1.53	1.72	1.91
	30%	0.42	0.42	0.53	0.79	1.03	1.25	1.46	1.65	1.84
	40%	0.40	0.40	0.50	0.76	0.99	1.20	1.40	1.59	1.77

表4

单价：元/公斤		新希望六和2024年7月到2025年6月平均销售猪价								
		12.00	13.00	14.00	15.00	16.00	17.00	18.00	19.00	20.00
短期借款到期不续借比例	0%	0.90	1.00	1.09	1.19	1.29	1.38	1.48	1.58	1.68
	10%	0.77	0.85	0.93	1.02	1.10	1.18	1.26	1.34	1.43
	20%	0.67	0.74	0.81	0.89	0.96	1.03	1.10	1.17	1.24
	30%	0.59	0.66	0.72	0.78	0.85	0.91	0.97	1.03	1.09
	40%	0.53	0.59	0.65	0.70	0.76	0.82	0.87	0.93	0.98

注：

1. 流动性比率=流动性来源/流动性支出；
2. 流动性来源包含货币资金、经营活动中产生的现金流等；流动性支出包含到期债务、资本开支、股利支出等。
3. 流动性覆盖率>1.2 代表流动性充足
流动性比率在 1-1.2 之间，代表流动性紧张
流动性比率在 0-1 之间，代表流动性不足
4. 在流动性分析中，我们有以下假设：
-假设货币资金受限比例为 30%；
-假设企业资本开支中 50%使用自有资金出资，50%来自外部融资；
-除去资本开支的相关融资，假设企业不新增其他授信，旨在极端情况下，测算企业自身流动性来源对流动性支出的覆盖能力。
-不考虑公司未落地的股权融资计划，如定增计划等。

资料来源：公开资料，标普信评
版权©2024 标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

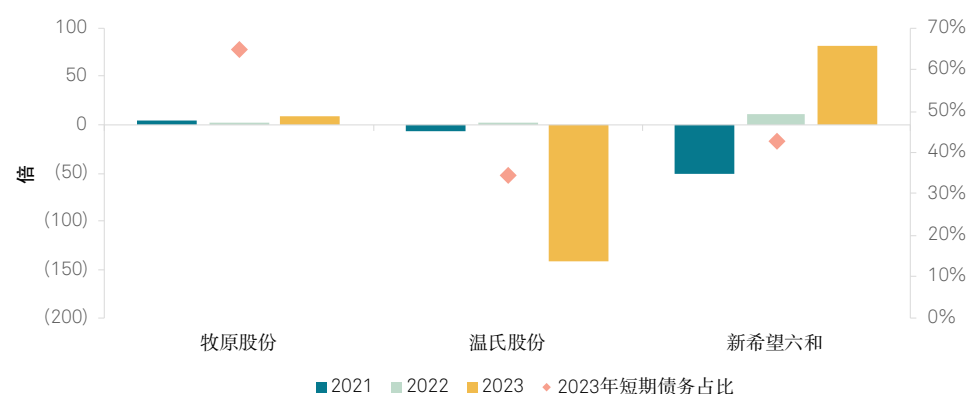
从上述三个压力测试表中，我们观察到，牧原股份对短期借款到期未能续借的情况表现出高度的敏感性，其安全猪价会随着融资能力变弱在 14 至 18 元/公斤快速递增。这主要由于牧原股份债务中短期借款占比较大，截至 2024 年 6 月末其短期借款达到了 431.5 亿元。然而，在顺周期、融资渠道畅通时，牧原股份对较低猪价的承受力是最强的。温氏股份则对猪价更为敏感，只要猪价达到 17 元/公

斤，其在各种融资条件下流动性都表现得较为充裕。截至 2024 年 6 月，温氏股份短期借款规模仅 41.5 亿元，应付票据规模也不大，这赋予了它在面对融资环境波动时更大的容忍空间。新希望六和不仅对猪价变动敏感，还面临短期借款到期的压力，整体抗风险能力相较于另外两家公司略显薄弱。在同样的融资环境下，新希望六和对猪价的要求更高。但我们也注意到，该公司计划实施定向增发，预计融资规模不超过 38 亿元。我们评估认为，若此融资计划顺利执行，将有效缓解该公司的流动性紧张状况，进而可能在一定程度上拓宽其对猪价波动的容忍区间。

三家企业流动性抗压能力出现如此差异，主要原因在于资本结构和成本管理能力。我们认为，牧原股份的债务期限结构较同业呈现出短期借款占比较高的特征，这使其面对融资环境波动时更为被动。截至 2023 年底，牧原股份的短期借款占全部债务的比重为 65%，高于新希望六和的 43%，以及温氏股份的 34%。新希望六和整体杠杆水平更高，其产能扩张在 2019-2022 年之内快速完成，合计资本开支接近 700 亿元，短期内进行了大规模举债，到期债务压力相较于另外两家企业会更高，也表现为其整体流动性压力会更大。而温氏股份较低的短债规模也使其能更有弹性地面对融资环境的波动。成本管理方面，牧原股份相较于同行业的成本优势依然存在。截至 2024 年 7 月，牧原股份的完全养殖成本已降至约 13.8 元/公斤，这一水平在行业内仍保持领先地位，从而也赋予其更高的价格波动忍受度。

图6

2021-2023年中国龙头猪企杠杆水平及债务结构



注：杠杆为负说明企业EBITDA处在亏损状态。

资料来源：公司公告，标普信评整理

版权©2024标普信用评级（中国）有限公司。版权所有。

从上述的测试结果我们可以找到三个价格分界点：

一、14 元/公斤的猪价是一个临界价格，低于这个价格三家企业都将面临较大的流动性挑战。从测试结果，我们可以看到即使当前成本低位，若 2024 年初的行情重现，销售均价在未来一年以 14 元/公斤或更低价格持续一年，三家企业的流动性来源均难以对流动性支出实现良好的覆盖，除非在这样的恶劣行情下仍能够取得金融机构强力的新增授信支持。在这个过程中，高企的到期债务偿付压力以及资本支出水平足以消耗掉大部分的企业货币资金，企业流动性将受到挑战。

二、猪价在 15-19 元/公斤时，新希望六和的流动性表现与另外两家出现分化。在这个情景下，我们认为，温氏股份、牧原股份在大多数情况下能够保持流动性的充足。但是牧原股份对融资环境较为敏感，温氏股份对于价格波动更为敏感。而对于新希望六和来说，这个价格区间它的流动性表现明显弱于另外两家。

三、20 元/公斤的猪价是三家龙头猪企的“安全价格”。在这个猪价标准下，牧原股份、温氏股份、新希望六和的现金流会相对充裕，这对于其资本开支需求以及到期债务的偿付能形成充足的补充。在这种情况下，三家企业面对不同的融资环境都有良好的抗风险能力。

附录：样本企业名单

公司名称	简称
牧原食品股份有限公司	牧原股份
温氏食品集团股份有限公司	温氏股份
新希望六和股份有限公司	新希望六和

本报告不构成评级行动。

欢迎关注标普信评微信公众号：



©版权所有 2024 标普信用评级（中国）有限公司。保留所有权利。

标普信用评级（中国）有限公司（简称“标普信评”）拥有上述内容（包括评级、信用相关的分析和数据、估值、模型、软件或其他应用或其中的输出）或其任何部分（简称“内容”）的版权和/或其他相关知识产权。未经标普信评的事先书面许可，严禁以任何形式或方式修改、逆向工程、复制或发布任何内容，或将任何内容存储在数据库或检索系统中。内容不得用于任何非法或未经授权的目的。标普信评和任何第三方供应商，以及其董事、管理人员、股东、员工或代理人（统称“标普方”）均不保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普方不对任何错误或遗漏（疏忽或其他），无论其原因如何，以及因使用内容而获得的结果，或者用户输入的任何数据的安全性或维护该等数据承担责任。内容以“概不保证”为基础提供。标普方特此声明免除所有明示或默示的保证，包括但不限于适销性或适用于特定用途或使用目的、不存在漏洞、软件错误或缺陷，以及内容的功能将不会中断或内容将与任何软件或硬件配置兼容等保证。在任何情形下，标普方将不对任何人就与使用任何内容相关的任何直接、间接、附带、惩罚、补偿、惩戒特殊或后续的损害、费用、开支、律师费或损失（包括但不限于收入损失、利润损失以及因疏忽造成的机会成本和损失）承担责任，即使标普方已经知道发生类似损害的可能性。信用相关的分析和其他分析（包括评级和内容中的陈述）是截至发表之日的意见陈述，而非事实陈述。标普信评的意见、分析、预测和评级确认决策（如下所述）并非且不应被视为购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的建议，也不涉及任何证券的适合性。在发布后，标普信评不承担更新（不论以任何形式或格式）发布内容的义务。在进行投资和其他业务决策时，不应依赖内容，内容也无法取代用户、其管理层、员工、顾问和/或客户的技能、判断和经验。标普信评不作为受托人或投资顾问，除非其注册为该类机构。虽然标普信评从其认为可靠的渠道获取信息，但标普信评不审计其获得的信息，也不承担相关的尽职调查义务或实施独立验证。与评级相关的出版物可能由于各种原因发布，这些原因不一定取决于评级委员会的行动，例如发布定期更新的信用评级和相关分析。

标普信评并不属于标普全球评级身为国家认可统计评级机构（NRSRO）的联属企业。标普信评根据在中国专用的评级等级体系授予评级，所授予的评级是标普信评对于债务人相对于中国境内其他发行人的整体资信或对特定债务的偿债能力的意见，并提供在中国境内信用风险的排序。标普信评所授予的评级并非根据全球评级等级体系所授予的评级，不可也不应被视为或不实地表述为全球评级等级体系下授予的评级，或者作为全球评级等级体系下授予的评级而加以依赖。标普方不为违反本段使用标普信评的评级所产生的任何损失负责。

如果监管机构允许评级机构在一个司法辖区内因某些监管目的承认在另一个司法辖区发布的评级，标普信评保留随时自行决定授予、撤销或中止此类承认的权利。标普信评特此声明不对因授予、撤销或中止承认而产生的任何责任以及宣称因此而产生的任何损害负责。

标普信评将其不同业务单位的活动保持分离，以保持相应活动的独立性和客观性。因此，标普信评的某些业务单位可能拥有其他业务单位所没有的信息。标普信评制定了政策和程序，以确保对各个分析过程中相关的特定非公开信息予以保密。

标普信评可能从其评级和特定分析活动中获得报酬，报酬一般由证券发行人或承销人或者债务人支付。标普信评保留发布其意见和分析的权利。标普信评的公开评级和分析公布在其网站上 www.spgchinaratings.cn 并且可以通过其他方式发布，包括但不限于标普信评出版物和第三方转销商。