

食品行业

2017 年信用分析与展望

工商企业评级部 朱侃、翁斯喆

2016 年，畜禽、鲜菜等食品价格同比呈现上涨态势，带动 CPI 同比上涨，我国食品行业运行总体保持平稳。具体看，2016 年我国主要粮食作物总体供需平衡，受异常气候、国际市场价格波动等因素影响，玉米价格持续低迷，豆粕价格波动较大。我国饲料价格随主要粮食作物价格同向波动，2016 年在肉鸡、生猪等养殖规模增长的驱动下，行业景气度持续上升。我国畜禽养殖行业保持较快发展，2016 年随着生猪供给量逐步增长，生猪价格整体呈先涨后降态势，但目前我国生猪存栏量和能繁母猪存栏量仍保持在低位，预计猪价下降幅度有限，生猪养殖企业经营业绩能够得到保障，行业信用质量较为稳定，但中长期看，随着养殖户补栏意愿增强，生猪供求关系将得到有效改善，猪价将继续回落。肉鸡养殖方面，祖代鸡引种量大幅下滑带动行业去产能显著，2016 年上半年猪价持续高位带动鸡肉的需求量上升，鸡价有所回暖，但目前父母代鸡供应量处于高位导致鸡价在低位波动，2016 年在饲料价格持续低迷的影响下，肉鸡养殖企业的经营业绩和信用状况明显改善。中长期看，由于近年来祖代鸡引种量的大幅下滑，鸡价整体将呈现增长态势，肉鸡养殖企业信用状况有望进一步提升。

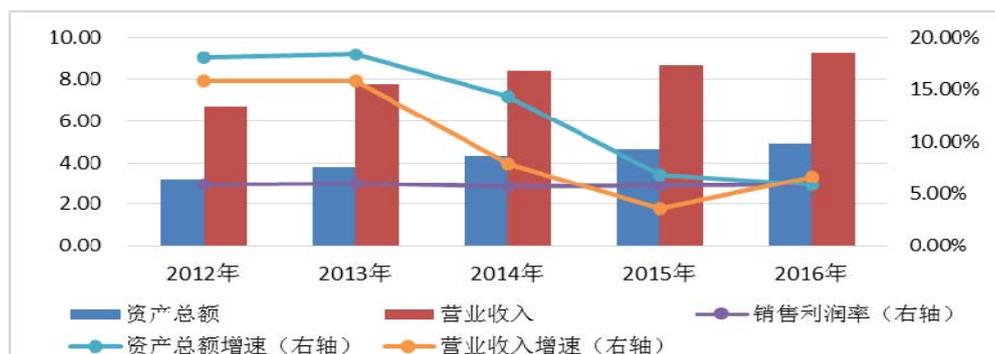
从债券发行情况看，食品行业内已发债企业主要为各细分行业龙头企业，且以民营企业居多，发行人整体信用质量主要集中在 AA 级。2016 年，行业内发行一般短期融资券支数较少，一般中期票据和公司债等中长期债券发行支数较多。发行利差方面呈现出发债主体信用等级与发行利差同向变化的情况，比较符合市场规律。

级别调整方面，2016 年，评级机构分别对 8 家发债主体和 4 家发债主体进行评级上调和展望上调，对 5 家发债主体和 3 家发债主体进行评级下调和展望下调。主体评级和展望上调主要是发债主体行业地位显著，资产规模、经营业绩持续增强等原因；主体评级及展望下调原因，主要是发债主体经营、财务状况有所恶化，甚至导致偿债资金难以落实和债券违约。整体看，行业内主体信用质量有所分化。

一、行业信用质量分析

食品行业门类较多，产业链条较长。从产业链分布看，包含上游农林牧渔和下游食品加工等子行业。近年来，我国食品行业在 market 需求的快速增长和科技进步的有力推动下，经营规模和营业收入水平保持了持续增长态势，但受宏观经济下行、下游需求低迷等影响，行业规模和营业收入增速均呈现放缓态势，企业融资成本也有所上升。从盈利状况看，我国食品行业近年来利润率保持在 5.8% 左右。截至 2016 年末，我国食品行业资产总额为 4.91 万亿元，较上年末增长 5.93%，增速下降 0.87 个百分点；年末行业整体资产负债率为 48.03%，较上年末下降 0.85 个百分点。当年行业整体实现营业收入 9.26 万亿元，同比增长 6.62%，增速上升 3 个百分点，财务费用为 698.50 亿元，同比基本持平。整体看，行业经营环境和运营质量较好。

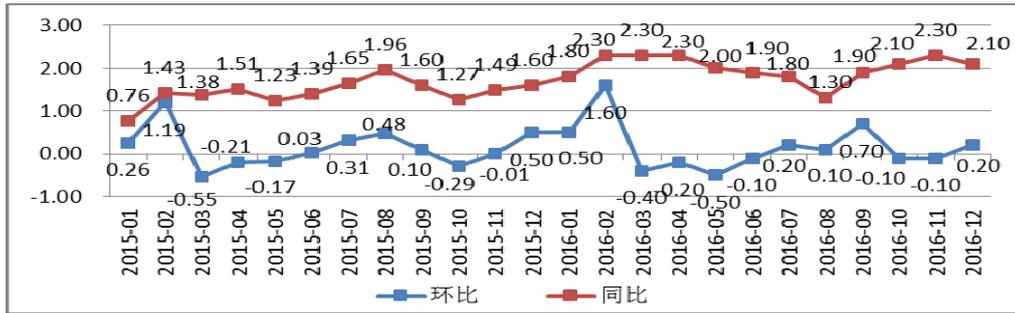
图表 1. 我国食品行业运行情况（单位：万亿元）



资料来源：Wind 资讯

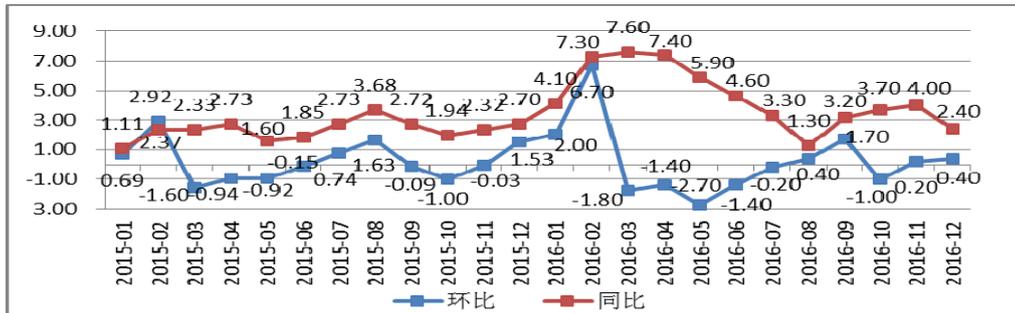
2016 年，我国 CPI 和食品 CPI 同比分别上涨 2.0% 和 4.6%，涨幅较 2015 年分别扩大 0.6 个百分点和 2.26 个百分点，物价涨幅呈温和上涨态势。从季度情况来看，第一季度“元旦”、“春节”等传统节日会对食品类产品需求形成有效刺激，食品价格一般呈现上涨态势；第二季度随着“节日”因素消退，以及天气转暖等使得蔬菜供应增加，食品价格呈现稳中有降态势；第三季度和第四季度受季节性因素和节日需求增加影响，食品价格呈现增长态势。

图表 2. 2015 年以来我国 CPI 涨跌幅情况 (单位: %)



资料来源: Wind 资讯

图表 3. 2015 年以来我国食品 CPI 涨跌幅情况 (单位: %)

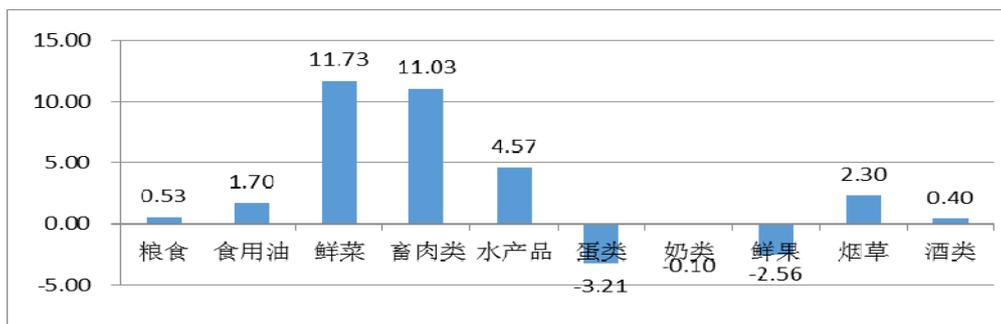


资料来源: Wind 资讯

从我国 CPI 统计指标分类看, 2016 年我国食品烟酒类价格同比上涨 3.76%, 涨幅在八大类¹中居第二位。具体看, 2016 年第一季度、上半年度、前三季度和全年鲜菜价格上涨幅度分别为 27.27%、18.24%、12.27%和 11.73%, 其上涨幅度持续回落, 主要是 2016 年气候较为适宜, 市场蔬菜较为充足所致。同期畜肉类涨幅分别为 14.13%、17.07%、13.42%和 11.03%, 其波动主要是猪肉价格在 2016 年上半年度持续增长而从 6 月中旬以来持续下降所致, 当年猪肉价格涨幅为 16.9%, 较上半年度下降 11.3 个百分点。粮食、食用油、水产品、烟草和酒类价格涨幅分别为 0.53%、1.7%、4.57%、2.3%和 0.4%。此外, 由于市场供应充足, 蛋类和鲜果类价格仍呈现下跌趋势, 全年分别下跌 3.21%和 2.56%; 受进口奶源冲击影响, 我国原奶供应过剩导致奶价下降, 全年下跌 0.1%。

¹ 八大类统计指标分别为: 食品烟酒、衣着、居住、生活用品及服务、交通和通信、教育文化和娱乐、医疗保健、其他用品和服务。

图表 4. 2016 年食品烟酒价格涨跌幅情况（单位：%）



资料来源：Wind 资讯

2016 年，我国食品价格同比呈增长态势，当年我国 CPI 同比上涨 2.00%，通胀仍呈现抬头迹象。整体看，2016 年我国食品行业运行保持平稳。

由于食品行业门类较多，本文中重点对食品行业上游农林牧渔业中的农牧业进行分析，包括的子行业为种植业、饲料业、畜禽养殖业等。

农业是我国国民经济发展和社会稳定的基础，我国农业长期以来保持平稳发展，农、牧、渔、林总产值从 1980 年的 1,922.60 亿元增长至 2015 年的 107,056.40 亿元，2016 年前三季度为 72,058.27 亿元，同比增长 6.14%。从国内经济结构来看，第一产业总产值在国内生产总值（GDP）中的比重由 1980 年的 30.17% 逐渐下降至 2015 年的 9%。

农牧业产业链长，由上游种植业、中游的饲料业以及下游的畜禽养殖业和屠宰业组成。种植业包括种子、农机、化肥等，种植的主要产品是小麦、稻谷、玉米和大豆等基本农作物以及饲料原材料；饲料业是畜禽养殖业的主要原材料；畜禽养殖产品是屠宰加工的原料，经屠宰加工后转化为消费者手中的最终产品。

（一）种植业

种植业是农业的重要基础性产业，近年来随着城市化、工业化的推进，粮食等主要农产品消费需求稳步增长。我国稻谷、小麦、玉米等主要粮食作物总体供需平衡，但由于受到供求关系、自然环境、政策变化及国际市场价格波动等影响，各类农作物价格波动较大。2016 年，玉米价格持续在低位波动，而豆粕价格呈较大波动态势，2016 年 4 月起因厄尔尼诺引发阿根廷发生洪涝灾害，导致大豆减产，豆粕价格持续上涨，但 7 月以来因美国主产区气候回暖、大豆生长优良率高于预期，以及国内多地发生洪涝灾害，下游畜禽养殖场受损严重导致豆粕下游需求下降等综合因素影响，豆粕价格进入下行通道。总体看，种植业面临较好的发展环境，但如何平衡各类农作物种类、控制种植成本等将对种植

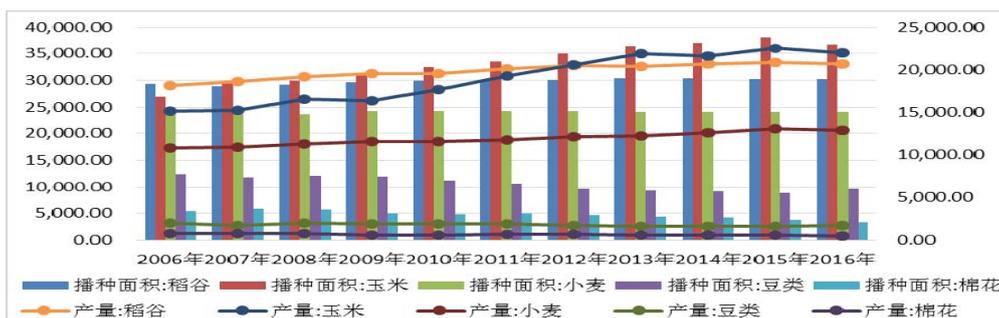
业企业形成一定挑战。

种植业是农业的重要基础，保障粮食有效供给是农业发展的首要任务，我国粮食消费结构中占比最大的品种分别为稻谷、玉米和小麦。近年来，随着我国城镇化推进，粮食需求稳步增长，粮食播种面积和粮食产量分别从2006年的10,548.91万公顷和49,804.23万吨增至2016年的11,302.82万公顷和61,623.9万吨。2016年，国家农业部发布《关于“镰刀弯”地区²玉米结构调整的指导意见》，意见中指出目前我国粮食供求总量平衡但结构性矛盾日益突出，国内玉米供大于求情况严重，库存大幅增加，种植效益降低，农业部将积极推进“镰刀弯”地区玉米结构调整，调减非优势区域种植，通过推行粮豆轮作、发展苜蓿玉米轮作制度等方式改善粮食结构，同时农业部还发布了相关粮食补贴政策，黑龙江省2016年大豆种植补贴由去年的60元/亩涨至130.87元/亩、玉米改种大豆每亩补贴150元，补贴金额翻倍增长。受此影响，当年稻谷、玉米和小麦三大主要品种合计种植面积较2015年减少136.78万公顷至9,110.86万公顷，占我国粮食种植面积总和的80.61%；当年三大主要品种合计产量较2015年减少15,595.15万吨至55,533.80万吨，占粮食产量总和的90.12%，2016年我国主要粮食品种播种面积和产量均出现下降主要是玉米减产所致，当年我国玉米播种面积3,675.97万公顷，较2015年减少135.96万公顷，减产507.76万吨；稻谷播种面积为3,016.24万公顷，较2015年略有下降5.33万公顷，减产129.12万吨；小麦播种面积为2,418.65万公顷，与2015年基本持平，减产133.52万吨。此外，2016年豆类种植面积较2015年增长84.22万公顷，产量增长8.78%至1,729.40万吨。粮食主产区是我国重要的粮食基地，肩负着稳定我国粮食生产的重任，2016年我国13个粮食主产省(区)³粮食总产量46,776.4万吨，占全国粮食产量的75.91%，较2015年增产粮食4,801.5万吨。

² “镰刀弯”地区，包括东北冷凉区、北方农牧交错区、西北风沙干旱区、太行山沿线区及西南石漠化区，在地形版图中呈现由东北向华北-西南-西北镰刀弯状分布。

³ 我国13个粮食主产区包括河北、河南、黑龙江、吉林、辽宁、湖北、湖南、江苏、江西、内蒙古、山东、四川和安徽。

图表 5. 我国主要农产品种植面积及产量情况（单位：千公顷，万吨）



资料来源：Wind 资讯

从主要粮食供求关系看，我国稻谷、小麦产量与国内总消费量较为匹配，能够较好的满足国内需求。我国玉米消费以饲料消费为主，2009年以来，国内饲料用玉米需求迅速扩大，玉米供需格局由平衡转为出现供给缺口，玉米进口量也大幅上升，近年来玉米产量整体呈增长态势，虽然 2016 年由于调控导致产量有所下滑，但目前玉米供需环境相对宽松。从进口情况看，根据海关数据显示，2016 年我国大米、小麦和玉米进口量分别为 356.2 万吨、341.2 万吨和 316.8 万吨，同比分别增长 5.5%、13.5% 和 33%。

大豆是一种优质高含量的植物蛋白资源，既能用于食用，也是油料、饲料的原材料。从世界大豆种植情况看，转基因大豆因其种植简便、出产较为稳定及出油率较高等优势，生产规模快速扩张，美国、巴西、阿根廷等大豆产业市场竞争力强。我国国产大豆主要为非转基因豆，生产规模小、成本相对较高，故我国大豆主要来源于进口。近年来受进口大豆价格较低的冲击，国内农民种植大豆积极性不高，国产大豆种植规模逐年下降，而下游饲料业及豆油消费需求的增长带动国内大豆消费量逐年增长。根据海关数据显示，2016 年我国大豆进口量为 8,391 万吨，同比增长 2.7%，进口量占国内总需求比重达 86.37%。

图表 6. 我国主要农产品供需平衡表（单位：百万吨）

	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年
玉米								
产量	163.97	177.25	192.78	205.61	218.49	215.65	224.63	219.55
国内消费量	165.00	180.00	188.00	200.00	208.00	202.00	217.50	231.00
进口量	1.30	0.98	5.23	2.70	3.28	5.52	3.17	3.00
出口量	0.15	0.11	0.09	0.08	0.02	0.01	0.00	0.02
大米								
产量	136.57	137.00	140.70	143.00	142.53	144.56	145.77	144.85
国内消费量	134.32	135.00	139.60	144.00	146.30	144.50	144.00	144.00

	2009年	2010年	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
进口量	0.39	0.54	1.79	3.14	4.00	4.70	4.80	5.00
出口量	0.65	0.50	0.44	0.34	0.26	0.43	0.27	0.28
小麦								
产量	115.12	115.18	117.40	121.02	121.93	126.21	130.19	128.85
国内消费量	107.00	110.50	122.50	125.00	116.50	116.50	112.00	118.00
进口量	1.39	0.93	2.93	2.96	6.77	1.93	3.48	4.00
出口量	0.89	0.94	0.98	0.97	0.89	0.80	0.73	0.80
大豆								
产量	14.98	15.10	14.49	13.05	11.95	12.15	11.79	12.90
国内消费量	59.43	65.95	72.07	76.18	80.60	87.20	95.00	100.80
进口量	50.34	52.34	59.23	59.87	70.36	78.35	83.23	86.00
出口量	0.18	0.19	0.28	0.27	0.22	0.14	0.11	0.15

资料来源：USDA 供需报告

从主要农产品价格趋势看，我国大豆主要来源于进口，受海外市场影响较大，2014年因全球大豆丰产，供给相对宽松，大豆价格持续回落。2015年，主要受厄尔尼诺⁴天气影响，全球大豆供应充足，大豆价格继续呈现下滑态势。2016年，大豆价格呈现波动态势，1~3月大豆价格延续了2015年的下滑态势，但4~6月由于厄尔尼诺引发阿根廷发生洪涝灾害，导致大豆产量和质量均有受损，大豆价格持续上升，第三季度受美国主产区气候回暖、美国大豆生长优良率高于预期，以及国内长江流域暴雨导致多地发生洪涝灾害，受灾地区畜禽养殖场受损严重，下游需求下降等综合因素影响，大豆价格走弱，第四季度新季大豆上市，但由于南北产区旱灾涝灾交替出现，导致新豆减产严重且豆质偏差，大豆价格出现波动。根据USDA公布的2017年2月全球农产品供需报告显示，USDA预计2016/17年全球大豆产量为3.36亿吨，消费量为3.31亿吨，呈现供大于求的状况，库存消费比为17.07%，比2015/16年减少0.19个百分点。由于目前大豆库存较为充足，且在国家政策推动下，2017年大豆种植面积将继续增加，目标价格补贴政策也将继续实行，大豆供应较为宽松，价格波动将主要受季节性涨跌因素影响。从玉米价格来看，2015年上半年度玉米价格呈震荡态势，1-2月玉米价格整体保持平稳，2月下旬至3月末受政府收储因素影响玉米价格稳步上行；第二季度由于国储玉米库存较大、深加工企业库存充足以及国内玉米市场需求疲软

⁴ 2015年以来，美国国家气象局气候预测中心、中国国家气候中心以及澳大利亚气象局发布的相关监测报告显示厄尔尼诺现象（指发生在赤道太平洋中东部的海水大范围持续异常变暖现象）呈显著增强趋势，而此次厄尔尼诺也被认定为20世纪以来最强厄尔尼诺，导致玉米、水稻等农产品产量受到影响，而对大豆产量则会形成正向的影响。

等影响，玉米价格波动下跌；第三季度新季玉米上市后，国内玉米市场供应更为宽松，9月国家出台玉米临时收储政策，国标三等临储玉米收购价格下调为每斤1元，玉米价格大幅下滑；11月初国储收购正式开始，玉米价格有所回升，而后又呈下跌态势。2016年，国内玉米市场价格持续弱势，当年1月至5月上旬，受玉米库存高企、需求疲软以及国家发改委调整临时收储政策为“市场定价、价补分离”等因素影响，玉米价格呈现持续下滑态势，5月下旬国储收购结束后，优质玉米供应量偏紧，玉米价格有所回升，但由于市场供大于求情况尚未有所改善，全年整体呈现下降态势，预计后续增长较为乏力。

图表 7. 我国主要农产品价格变化情况（单位：元/吨）



资料来源：Wind 资讯

2017年2月，中央一号文件《关于深入推进供给侧结构性改革，加快培育农村发展新动能的若干意见》发布，这是2004年以来连续第十四个指导“三农”工作的“一号文件”。文件中指出，目前我国农产品供给较为单一，优质的、品牌的产品少，与消费结构升级的要求相不适应，且农业生产面临成本与价格双向挤压、农业资源过度开发、长期透支等情况，所以要在确保粮食和重要农产品供给的前提下，积极推进农业供给侧结构性改革，从生产端、供给侧发力，把增加绿色优质农产品供给放在突出位置，优化农业产业体系、生产体系、经营体系，从整体上提高农业供给体系的质量和效率。农业供给侧结构性改革作为未来“三农”工作的重要方向，主要包括优化产品结构和品质结构、优化产业结构和区域布局以及优化技术结构和经营结构等方面。2017年，农业供给侧结构性改革将从五方面入手：第一，调整农业结构，继续调减玉米产量，引导生猪养殖向玉米主产区、环境容量大的地区转移，建设优质奶源基地，逐步减少近海养殖，加快发展地方特色产业；第二，推进绿色发展，深入实施化肥农药使用量零增长，全面推进农业废弃物资源化利用；第

三，推进创新驱动，形成一批“一体化”农业科技综合解决方案；第四，推进农村改革，加快推进承包地确权登记颁证，扩大农村集体资产股份权能改革试点，深化农垦体制机制改革；第五，稳定粮食生产，启动粮食生产功能区和重要农产品保护区建设，继续加大旱涝保收高标准农田建设，推动整合耕地建设投入，落实好粮食安全省长责任制。

（二）饲料行业

我国饲料行业规模化集约化程度不高，市场竞争激烈，行业利润水平较低，且易受原材料价格波动以及养殖行业周期性波动影响。近年来，我国饲料行业进入结构性发展调整期，大型企业逐步完善产业链建设，小企业快速被淘汰，行业集中度有所提高。我国饲料价格与玉米、豆粕等主要粮食作物价格呈同向波动态势，2015 年主要粮食作物价格持续下降导致主要饲料价格持续下滑，2016 年 5 月至 8 月，豆粕等价格的增长带动饲料价格有所回升，但随后仍呈现下降态势。预计后期在生猪及禽类养殖规模增长的驱动下，行业景气度将持续上升。

饲料行业介于种植业与畜牧养殖业之间，易受上游种植业收成的影响，同时也受制于畜牧养殖业发展规模。我国饲料行业技术壁垒低、资金需求小，进入门槛不高，由此导致饲料行业规模化程度低、行业集中度不高且竞争激烈。饲料行业所需原材料主要包括玉米、豆粕、鱼粉等，以及氨基酸、维生素、矿物质微量元素等添加剂。

饲料行业进入壁垒低且布局分散，同质化现象严重，行业集中度低。自 2012 年 5 月《饲料和饲料添加剂管理条例》实施以来，行业逐步进入整合加速期，截至 2015 年末，国内配合饲料和浓缩饲料企业约 6,772 家，较 2014 年末减少近 1,000 家，其中年产百万吨以上的饲料企业（集团）32 家，较上年增加 1 家，产量占全国总产量的 51%。根据农业部发布的《全国饲料工业“十三五”规划》，到“十三五”末，全国年产 100 万吨以上的饲料企业集团将达到 40 个，饲料产量占全国总产量的比例达到 60%以上。此外，由于下游养殖企业规模化程度不断提高，带来需求特征的改变，比如更加注重品质和安全，倒逼饲料行业市场结构和产品结构转型。小型企业逐步丧失竞争力并退出市场，具备资本实力、规模化经营及技术研发等优势的企业将有机会通过并购整合、产业链延伸等方式扩大市场份额。

图表 8. 2016 年前三季度我国饲料行业主要发债企业基本情况

主要指标	新希望六和	海大集团	大北农	正邦科技	通威股份
主要产品	猪饲料	畜禽、水产饲料	猪饲料	猪饲料	水产饲料
2016 年上半年度饲料销量(万吨)	690.14	323.00	173.51	242.37	168.06
资产总额(亿元)	371.31	99.89	147.97	98.85	187.02
营业收入(亿元)	443.38	199.73	118.23	138.88	156.97
毛利率(%)	8.08	11.10	25.02	15.60	15.64
净利率(%)	6.12	4.54	5.05	6.70	5.76
经营性现金流量净额(亿元)	20.59	5.72	-0.72	5.61	13.62

资料来源：新世纪评级根据各公司 2016 年三季报整理

2016 年,在较好的养殖利润的驱动下,我国饲料产量同比增长 3.8% 至 29,051.60 万吨。2016 年 1~10 月,我国配合饲料产量为 1,33 亿吨,同比增长 4.54%,混合饲料产量为 0.52 亿吨,同比增长 0.37%。根据《全国饲料工业“十三五”发展规划》,到 2020 年,我国工业饲料总产量预计达到 2.2 亿吨。其中,按产品类别分,配合饲料 2 亿吨,浓缩饲料 1,200 万吨,添加剂预混合饲料 800 万吨;按动物品种分,猪饲料 9,400 万吨,肉禽饲料 6,000 万吨,蛋禽饲料 3,100 万吨,水产饲料 2,000 万吨,反刍饲料 1,000 万吨。

从饲料价格来看,2014 年以来我国饲料价格持续下滑,主要是下游养殖业需求不振所致,但玉米及豆粕等主要饲料原材料价格也呈持续下降态势。2016 年 5 月以来,随豆粕等主要原材料价格增长,饲料价格有所回升,但随后因饲料原材料价格下降而下降。预计后期在生猪及禽类养殖规模有望持续增长的情况下,我国饲料行业景气度将持续提升。

图表 9. 我国饲料产品价格变化情况(单位:元/公斤)



资料来源：Wind 资讯

(三) 畜禽养殖业

我国畜禽养殖行业保持较快发展,规模化养殖比例逐年提升。2016 年,随着生猪供给量逐步增长,生猪价格呈先涨后降态势,但目前我国

生猪存栏量和能繁母猪存栏量仍保持在低位，预计猪价下降幅度有限，整体将保持平稳，生猪养殖企业经营业绩能够得到保障，行业信用质量较为稳定。但中长期看，随着养殖户补栏意愿增强，生猪供求关系将得到有效改善，猪价将继续回落。肉鸡养殖方面，2015年以来祖代鸡引种量大幅下滑带动行业去产能显著，2016年上半年度猪价持续高位带动鸡肉的需求量上升，鸡价有所回暖，但目前父母代鸡供应量处于高位导致鸡价在低位波动，2016年在饲料价格持续低迷的影响下，肉鸡养殖企业的经营业绩和信用状况明显改善，后续由于祖代鸡引种量的大幅下滑，鸡价整体将呈现增长态势，肉鸡养殖企业信用状况有望继续提升。

我国是畜禽养殖业大国，近年来我国畜禽养殖业保持较快发展，产业素质稳步提升。从畜禽产品产量看，2016年我国肉类产量较2015年下降3.03%至8,364.00万吨，主要是猪肉产量同比下降3.43%至5,299.00万吨所致，牛肉和羊肉产量实现稳步增长。此外，2016年牛奶产量3,602.00万吨，同比下降4.07%，禽蛋产量3,095.00万吨，同比增长3.20%。

图表 10. 我国畜禽产品产量（单位：万吨）

	2011年	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
肉类:	7,965.10	8,387.24	8,535.02	8,706.74	8,625.00	8,364.00
猪肉	5,060.40	5,342.70	5,493.03	5,671.39	5,487.00	5,299.00
牛肉	647.49	662.26	673.21	689.24	700.00	717.00
羊肉	393.10	400.99	408.14	428.21	441.00	459.00
牛奶	3,657.85	3,743.60	3,531.42	3,724.64	3,754.67	3,602.00
禽蛋	2,811.42	2,861.17	2,876.06	2,893.89	2,999.00	3,095.00

资料来源：Wind 资讯

从畜禽养殖行业市场格局看，我国畜禽养殖行业仍呈现以个体农户及中小型农场为主的情况，但近年来我国畜牧业标准化规模养殖占比逐年提升，根据农业部数据显示，2016年我国畜禽规模养殖比例为56%，较2015年提升2个百分点。此外，根据农业部发布的《全国生猪发展规划（2016-2020年）》、《全国草食畜牧业发展规划（2016—2020年）》，预计到“十三五”末，我国年出栏500头以上生猪和存栏100头以上奶牛规模养殖比重将分别达到52%和60%，而2015年仅为44%和48%。

1. 生猪养殖

猪肉消费始终是我国肉类消费的重点，猪肉年产量占肉类总产量比重接近2/3。2011年以来，我国猪肉产量呈现先增后降态势，2012~2014年猪肉产量持续增长，猪价价格波动走低导致农民养猪意愿持续下降，2015年和2016年我国猪肉产量同比分别下降3.25%和3.43%至5,487

万吨和 5,299 万吨。

从生猪养殖情况看，能繁母猪（二元猪）的规模直接决定了生猪（商品猪、三元猪）的规模，且生猪养殖具有一定的周期性。一般（二元）出生仔猪需生长 8 个月左右成为能繁母猪，一头能繁母猪需经过 4.5~5 个月的妊娠期和哺乳期，生产 9~10 头（三元）仔猪，仔猪生长成生猪则需再经过 4~5 个月。正常来说，从初期（二元）仔猪到最终生猪，总共需经过 1.5 年。

由于生猪养殖具有周期性，所以生猪价格呈现较为明显的周期性波动。2012~2014 年，由于生猪出栏数较多、供应充足，加之消费需求的疲软，我国生猪价格始终在低位震荡。在生猪供给持续收缩的背景下，2015 年 3 月我国生猪价格实现触底反弹，7 月生猪价格出现快速大幅上涨，单月涨幅达 17%，8 月末生猪价格涨至 18.38 元/公斤，第四季度生猪价格有所回调，但仍处于高位。2016 年上半年度生猪价格继续稳步增长，从年初 16.75 元/公斤增长至 2016 年 6 月初 21.20 元/公斤，养殖户补栏意愿持续增强，由于前期因猪肉价格过高导致养殖户惜售，而屠宰企业下游需求下滑使得生猪收购量减少，2016 年 6 月中旬开始，生猪出栏量大幅增长，生猪价格明显下滑，8 月由于我国长江流域暴雨导致洪涝灾害发生，对相关地区养殖场造成较大损失，生猪价格有所回升但随后又呈现下滑态势，2016 年 10 月末跌至 16.23 元/公斤，2016 年 11 月以来，受益于“元旦”、“春节”备货影响，猪价持续增长并于 2017 年 1 月恢复至 18.14 元/公斤，后因节日因素消退价格略有下降。截至 2016 年末，全国生猪存栏数为 36,733 万头，较 2015 年末下降 4.29%，能繁母猪存栏量 3,666 万头，较 2015 年末下降 3.48%，预计短期内生猪供应量将不会出现大幅增长，猪价整体保持稳定态势。

图表 11. 我国生猪和猪肉价格变动情况（单位：元/公斤）



资料来源：Wind 资讯

猪粮比是衡量生猪养殖效益情况的重要指标，在生猪养殖过程中，

饲料成本占养猪成本的 60% 以上。猪粮比是生猪价格和作为生猪主要饲料的玉米价格的比值⁵。2014 年以来猪肉价格的总体下行以及饲料成本的增加为屠宰及肉制品加工企业带来较大经营压力，根据国家发改委发布的数据看，2014 年我国猪粮比均值从 2013 年 6.17: 1 下降至 5.35: 1，生猪养殖整体处于中度亏损状态，2014 年全年生猪养殖企业亏损程度较深且亏损持续时间长，全年除第一周外均处于亏损养殖状态。2015 年第一季度，生猪价格持续下滑，亏损程度有所加深，季度平均值仅为 5.26: 1，第二季度以来，随着生猪价格的大幅增长，以及饲料价格的持续下滑，猪粮比呈增长态势，于 2015 年 6 月中旬恢复至盈利水平，随后继续上升并于 2016 年 6 月初达到 11.16: 1 的最高值，6 月中旬至 10 月，随着生猪价格持续下跌，猪粮比呈下降态势，2016 年 10 月猪粮比约为 9: 1 左右。11 月以来，节日因素对猪价形成一定支撑，猪粮比持续增长，2017 年 1 月猪粮比达到 10.31%。

图表 12. 我国生猪存栏量和猪粮比情况（单位：万头 %）



资料来源：Wind 资讯

我国生猪养殖以养殖散户为主，规模化养殖程度仍不高，目前我国年出栏 500 头以上生猪规模养殖比重为 44%，我国生猪养殖体系产业化程度低、市场集中度不高。同时养殖散户相对于规模化养殖企业而言，资金实力弱、技术落后、食品安全和环保问题难以得到保障，且由于进入和退出市场成本低，短时间内易对生猪养殖行业造成供需失衡。近年来，生猪价格持续低迷倒逼中小散户退出养殖，且环保、食品安全要求日益严格也加剧散户退出。产业链较为完整的大型生猪养殖企业逐步扩大市场份额。

⁵ 猪粮比值 6: 1 为生猪养殖企业盈亏平衡点，处于 5.5: 1~6: 1 之间为轻度亏损，处于 5: 1~5.5: 1 之间为中度亏损，而处于 5: 1 以下为重度亏损。

图 13. 2016 年前三季度我国生猪养殖业主要发债企业基本情况

主要指标	温氏集团	雏鹰农牧	牧原股份	正邦科技
生猪出栏量（万头）	1230.59	179.15	206.10	177.23
资产总额（亿元）	397.99	151.99	109.25	98.85
营业收入（亿元）	436.44	42.71	39.00	138.88
其中生猪销售收入（亿元）	276.27	32.91	38.91	26.47
毛利率（%）	30.77	26.04	49.41	15.60
净利率（%）	25.95	15.91	45.18	6.70
经营性现金流量净额（亿元）	114.34	5.24	12.72	5.61

资料来源：新世纪评级根据各公司 2016 年三季报整理

整体看，在生猪供给持续收缩的背景下，2015 年 4 月以来我国生猪价格实现触底反弹，但 2016 年 6 月中旬起，随着养殖户补栏意愿增强，生猪供求关系得到改善，猪价有所回落。目前我国生猪存栏量和能繁母猪存栏量仍保持在低位，预计猪价下降幅度有限，整体将保持平稳，且由于饲料价格较为低迷，行业企业经营业绩预计能够得到保障，行业信用质量将保持稳定。

2. 肉鸡养殖

近年来，随着国民经济的发展、城市化水平的提高将带动餐饮行业和食品加工业的较快发展、未来我国居民可支配收入的增长，以及国家加大对畜牧业以及农业产业化龙头企业的支持，鸡肉消费和相关养殖企业仍有较好的发展空间。

从供需情况看，近年来，“速成鸡”事件、“H7N9”事件、我国宏观经济下行以及“三公消费”政策出台对肉类消费产生一定不利影响，肉鸡消费整体较为低迷。2016 年，我国鸡肉产量和消费量分别为 1,270 万吨和 1,311 万吨，较 2015 年分别下降 5.22% 和 4.08%。

图 14. 我国鸡肉产量和消费量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind 资讯

肉鸡产业为多元代次家禽产业，以“曾祖代-祖代-父母代-商品代”杂

交繁育为基础，包括育种、引种、繁育、养殖、屠宰加工及饲料加工等环节。目前，白羽肉鸡育种环节主要为欧美企业所掌握，我国白羽肉鸡产业链主要从祖代种鸡引种环节开始，相关企业的生产主要针对产业链上的若干环节。目前较好生产模式为“自繁自养自宰”模式，是指在肉鸡养殖环节上采取“公司+基地”的模式，并继续向产业链上下游延伸，形成了全产业链一体化。在“自繁自养自宰”模式下种鸡场、孵化厂、肉鸡场等需要企业自建，企业必须具备雄厚的资金、土地资源实力，外部还得具备良好的自然环境条件，壁垒相对较高。且“自繁自养自宰”模式不仅在养殖环节上能更有效地控制风险，而且在供货稳定性、成本控制、规模化经营等方面具有明显的竞争优势，抗风险能力相对更强。

从行业集中度来看，与美国、巴西等肉鸡行业相对成熟的国家相比，我国肉鸡行业的集中度还有较大的提升空间。据统计，美国前十大肉鸡养殖企业的产量占据了美国国内超过 75% 的市场份额，其中规模最大的占据国内总产量的 25%；巴西前十大肉鸡养殖企业产量占据了国内 51% 的市场份额；而我国前十大肉鸡养殖企业产量的市场占有率仅为 25% 左右。近年来，“速成鸡事件”及人感染 H7N9 型禽流感，加速了行业去产能化和市场洗牌，众多小规模养殖户及散养户因亏损加剧纷纷退出市场，而产业链较完整的规模化生产企业凭借防疫及产品质量控制方面的优势进一步扩大市场份额。

图表 15. 2016 年前三季度我国肉鸡养殖行业主要企业基本情况

主要指标	圣农发展	益生股份	民和股份	仙坛股份
主要产品	饲料加工、养殖、屠宰全产业链	祖代鸡、父母代和商品代养殖	父母代、商品代养殖	饲料加工、养殖、屠宰全产业链
资产总额（亿元）	109.58	18.96	21.73	23.99
营业收入（亿元）	61.40	12.74	10.49	15.12
毛利率（%）	13.13	48.00	34.90	16.00
净利率（%）	8.26	39.48	23.84	11.77
经营性现金流量净额（亿元）	9.31	4.33	2.45	2.57

资料来源：新世纪评级根据各公司 2016 年三季报整理

肉鸡引种方面，为抑制肉鸡养殖行业产能过剩情况，在中国畜牧业协会牵头及农业部监管下，国内 14 家祖代鸡企业共同签署了 2014 年祖代鸡引种配额协定，2014 年我国祖代鸡引种约 113 万套，较 2013 年大幅削减。2015 年，由于 2014 年末美国发生高致病性禽流感，我国禁止从美国输入禽类及其相关产品，而以往我国从美国进口祖代鸡份额约占总量的 97%，禁止从美国进口祖代鸡直接导致祖代鸡引种量大幅减少，2015 年 11 月，法国发生高致病性禽流感，我国随即停止从法国引进祖

代鸡。2015 年全年祖代鸡引种量仅为 71 万套。2016 年以来，考虑到美国、法国和荷兰均有 H7N9 疫情出现，目前上述地区祖代鸡进口渠道仍未恢复，2016 年引种国家仅有新西兰和西班牙，2016 年我国白羽肉鸡祖代鸡引种量仅为 40 万套。

根据中国畜牧业协会最新数据显示，截至 2016 年第 40 周，我国祖代鸡平均存栏量为 100.33 万套（在产祖代鸡存栏量为 75.63 万套，后备祖代鸡存栏量为 24.7 万套），降至 3 年以来低位。同期末，我国重点企业在产父母代鸡存栏量为 1,400 万套，虽然处于 2016 年以来高位，对鸡价产生一定的负面作用，但是主要是由于换羽所致（占比 20%），整体看祖代鸡存栏量持续下降，将有助于改善白羽肉鸡行业供求失衡的状况，促进鸡肉价格复苏。

从鸡肉价格变动情况看，2015 年以来，受行业景气度低迷以及下游需求不足的影响，白羽肉鸡价格整体处于低迷状态，全年持续在低位波动，造成众多养殖企业出现亏损。2016 年第一季度，白羽肉鸡价格整体呈较快上升态势，于 3 月中旬涨至 9.74 元/公斤的高位，但迅速回落至 7.8 元/公斤左右，2016 年 4 月至 8 月呈现小幅波动增长态势，但是由于供给较为充足但消费不足，9 月起肉鸡价格持续下滑。后续随着祖代鸡引种量持续下滑，以及父母代存栏过剩情况逐步缓解，预计鸡价有望回暖。

2013 年发生的“H7N9”禽流感事件对肉鸡养殖业造成了很大的冲击。近年来人感染高致病性禽流感事件屡屡发生，2016 年末至今，福建、云南、湖南、湖北、浙江、北京多地出现人感染“H7N9”禽流感病例，根据国家卫生和计划生育委员会最新统计数据显示，2016 年 12 月和 2017 年 1 月，人感染“H7N9”禽流感发病 298 例，死亡 99 人，目前我国活禽交易已暂停。人感染高致病性禽流感事件将对鸡肉需求形成负面影响，养殖类企业疫情疫病控制风险加剧。

图表 16. 近年来我国白羽肉鸡价格走势情况（单位：元/公斤）



资料来源：Wind 资讯

整体看，自 2015 年以来，祖代鸡引种量持续大幅下滑，行业去产能显著。2016 年，我国祖代鸡和父母代鸡存栏量呈下降态势，鸡价较 2015 年有所回暖，并且在饲料价格持续下滑的影响下，肉鸡企业经营业绩大幅改善。在近年来祖代鸡引种量大幅减少的情况下，预计在未来较长一段时间内肉鸡供应量将处于偏紧状态，鸡价有望持续上升，但疫情风险仍需重点关注，行业企业经营业绩和信用状况将持续好转，行业信用质量将进一步改善。

二、行业内主体信用等级分布及级别迁移分析⁶

1. 主体信用等级分布

由于食品行业准入门槛不高，企业分布的子行业范围较广。从行业内已发债企业来看，发债企业主要为各细分行业中龙头企业，且以民营企业居多，发行人整体信用质量主要集中在 AA 级。2016 年，食品行业公开发行债券主体共计 37 家，其中 AAA 级主体 3 家，AA+级主体 14 家，AA 级主体 18 家，AA-级主体 2 家；截至 2016 年末，食品行业仍在公开发行债券市场有存续债券的发行主体共计 67 家，其中 AAA 级主体 5 家，AA+级主体 14 家，AA 级主体 37 家，AA-级主体 9 家，A 级主体 1 家，C 级主体 1 家。具体情况详见附录一。

图表 17. 食品行业主体信用等级分布（截至 2016 年末）

发行主体信用等级	2016 年 ⁷		截至 2016 年末 ⁸	
	发行主体数量 (家)	占比 (%)	发行主体数量 (家)	占比 (%)
AAA	3	8.11	5	7.46
AA+	14	37.84	14	20.90
AA	18	48.65	37	55.23
AA-	2	5.40	9	13.43
A	—	—	1	1.49
C	—	—	1	1.49
合计	37	100.00	67	100.00

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

⁶ 本部分主体信用等级均仅考虑发行人付费模式的评级机构的评级结果，即不考虑中债资信的评级结果。此外，统计主体等级分布时需剔除重复主体，即单一主体发行多期债券时只按该主体最新信用等级计一次。

⁷ 2016 年，食品行业在公开发行债券市场新发行债券的发行主体中，4 家主体存在双评级情况，双评级级别均不存在差异（表中仅计入 1 次）。

⁸ 截至 2016 年末，食品行业仍在公开发行债券市场有存续债券的发行主体中，14 家主体存在双评级情况，其中 10 家企业双评级级别不存在差异（表中仅计入 1 次），4 家企业双评级级别存在差异（表中计入 2 次），具体参见附录一。

2. 主体信用等级迁移

2016 年，食品行业发生级别迁移的有 13 家企业，其中 8 家级别上调，5 家级别下调。级别上调的企业分别为湖南省轻工盐业集团有限公司、新希望六和股份有限公司、北京大北农科技集团股份有限公司、广东海大集团股份有限公司、安琪酵母股份有限公司、潍坊渤海水产综合开发有限公司、广东温氏食品集团股份有限公司和江苏省盐业集团有限责任公司。级别下调的企业分别为南京雨润食品有限公司、谷神生物科技集团有限公司、广东肇庆星湖生物科技股份有限公司、陕西石羊（集团）股份有限公司和内蒙古奈伦集团股份有限公司。

从级别上调情况看：（1）联合资信将湖南省轻工盐业集团有限公司主体信用等级由 AA 级上调为 AA+级，主要是考虑随着中国政府近期出台《盐业体制改革方案》，未来其有望进一步扩大市场份额，其子公司运营的创投业务发展迅速、业绩较好，并带动公司营业收入大幅增长、盈利能力显著提升。（2）联合资信将新希望六和股份有限公司主体信用等级由 AA+级上调为 AAA 级，主要是考虑其养殖业务盈利能力明显增强、债务负担减轻、现金类资产充足、投资收益保持稳定。（3）联合资信将北京大北农科技集团股份有限公司主体信用等级由 AA 级上调为 AA+级，主要是考虑 2015 年 10 月公司成功完成非公开定向发行股票，募集资金 22 亿元，资本实力得到增强；同时，随着 2016 年生猪存栏量逐步回升，公司饲料销售有望持续增长。（4）中诚信证券将广东海大集团股份有限公司主体信用等级由 AA 级上调为 AA+级，主要是考虑其业务规模持续增长，市场竞争力持续增强。（5）新世纪评级将安琪酵母股份有限公司主体信用等级由 AA 级上调为 AA+级，主要是考虑其行业地位突出，市场竞争优势明显，近年来新建产能释放情况较好，营业收入和盈利能力得到显著增强。（6）中诚信国际将潍坊渤海水产综合开发有限公司主体信用等级由 AA-级上调为 AA 级，主要是考虑受益于政府资产划转，公司资本实力显著增强，在水产业的带动下，公司收入和利润实现大幅增长。（7）联合资信将广东温氏食品集团股份有限公司主体信用等级由 AA+级上调为 AAA 级，主要是考虑公司肉鸡养殖业务保持稳定发展，肉猪养殖业务规模效应得到显现，在猪肉价格进入新一轮上涨周期的推动下，公司资产权益规模、收入利润水平大幅增长，债务负担进一步减轻；2015 年 11 月通过换股吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司实现整体上市，提升公司融资能力和抗风险能力。（8）联合资信将江苏省盐业集团有限责任公司主体信用等级由 AA 级上调为

AA+级，主要是考虑公司作为江苏省内主要的食盐生产及唯一批发专营的盐业公司，在盐类产品生产规模效应、销售渠道宽泛等方面具备的综合竞争优势，此外子公司江苏井神盐业股份有限公司已于 2015 年 12 月 31 日在上海证券交易所完成首次公开发行股票，将会对公司经营规模、财务杠杆调节以及内部管理的规范性产生积极作用。

从级别下调情况看：（1）由于谷神生物科技集团有限公司资金链紧张，存在一定的流动性风险，其偿债资金存在一定缺口，大公国际将其主体信用等级由 A-级调降至 BBB 级。（2）鉴于南京雨润食品有限公司经营情况和财务状况未有好转，偿债资金始终无法落实，最终导致其发生实质性违约，新世纪评级逐步下调其主体信用等级⁹，截至 2016 年 3 月 17 日已调降至 C 级。（3）考虑到广东肇庆星湖生物科技股份有限公司营业收入持续下滑，净利润持续亏损，联合信用将其主体信用等级由 A+级下调为 A 级。（4）由于陕西石羊（集团）股份有限公司将饲料生产板块进行剥离，其收入和利润水平下降明显，2015 年出现亏损，偿债能力有所弱化，大公国际将其主体信用等级由 AA-级调降至 A+级。

（5）鉴于内蒙古奈伦集团股份有限公司经营困难，各业务板块基本停滞、多笔债务到期无法偿还、主要资产被查封冻结，且预期重组的“天润化肥”项目尚未完成最后签约，其偿债资金较难筹措，最终导致其发生实质性违约，鹏元资信逐步下调其主体信用等级¹⁰，截至 2016 年 5 月 5 日已调降至 C 级。

图表 18. 食品行业行业主体信用等级迁移情况

2016 年末 2015 年末	AAA	AA+	AA	AA-	A+	A	BBB	C
AAA	3	—	—	—	—	—	—	—
AA+	2	9	—	—	—	—	—	—
AA	—	5	32	—	—	—	—	—
AA-	—	—	1	9	1	—	—	—
A+	—	—	—	—	—	1	—	—
A	—	—	—	—	—	—	—	1
A-	—	—	—	—	—	—	1	—
BBB	—	—	—	—	—	—	—	1

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

⁹ 新世纪评级于 2016 年 3 月 4 日将南京雨润主体信用等级从 A 级下调至 BB 级，于 2016 年 3 月 14 日将南京雨润主体信用等级从 BB 级下调至 CCC 级，于 2016 年 3 月 17 日将南京雨润主体信用等级从 CCC 级下调至 C 级。

¹⁰ 鹏元资信于 2016 年 4 月 25 日将主体信用等级从 BBB 级下调至 B 级，于 2016 年 5 月 5 日将主体信用等级从 B 级下调至 C 级。

从评级展望调整情况看，2016 年，食品行业发生评级展望调整的有 7 家企业，其中展望上调的有 4 家，展望下调的有 3 家。具体看，展望上调的企业为袁隆平农业高科技股份有限公司（稳定调整为正面）、江西正邦科技股份有限公司（稳定调整为正面）、中国盐业总公司（负面调整为稳定）和福建圣农发展股份有限公司（负面调整为稳定）；展望下调的企业为好想你枣业股份有限公司（稳定调整为负面），梅花生物科技集团股份有限公司（正面调整为稳定）和石家庄市建设投资集团有限责任公司（稳定调整为负面）。

整体看，2016 年行业内主体信用质量有所分化。

三、行业主要债券品种利差分析¹¹

由于食品企业目前发债主体数量相对较少，而同时已发债企业近年对中长期和超短期融资券的发行选择倾向较明显，行业内发行一般短期融资券支数较少，一般中期票据和公司债等债券支数相对较多。2016 年，食品企业合计发行 13 支一般短期融资券、31 支中期票据和 18 支公司债，没有企业债发行，具体发行利差情况详见附录三。

1. 短期融资券¹²

2016 年，食品行业内企业仍倾向于发行超短期融资券，故仅有 10 家食品企业发行 13 支一般短期融资券，其中 8 家企业各发行 1 支一般短期融资券，1 家企业发行 2 支一般短期融资券，1 家企业发行 3 支一般短期融资券。从发行利差看，西王集团有限公司发行的 16 西王 CP001、16 西王 CP002 和 16 西王 CP003 发行利差分别为 385.18BP、384.41BP 和 305.54BP，偏离较大，其余企业发行利差水平较为正常。

图表 19. 食品行业短期融资券发行利差情况（单位：BP）

发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
		区间	均值
AA+	6	78.83~385.18	221.72
AA	6	89.39~182.58	140.43
AA-	1	356.31	356.31

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

2. 中期票据¹³

¹¹ 本部分所统计债券种类均为公开发行的债券。

¹² 仅统计 1 年期短期融资券，不含超短期融资券。

¹³ 不含中小企业集合票据。

2016年，食品行业内合计发行中期票据31支，其中2年期1支、3年期20支、5年期10支。从发行人发行时主体信用等级与其发行利差来看，发行人主体信用等级越高，其发行利差越小，符合市场预期。

图表 20. 食品行业中期票据发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
2年	AA	1	241.37	241.37
3年	AAA	7	57.31~101.05	76.71
	AA+	4	69.33~216.63	130.10
	AA	7	115.39~254.66	193.52
	AA-	2	166.50~341.87	254.19
5年	AAA	1	87.04	87.04
	AA+	8	99.10~199.21	138.00
	AA	1	173.50	173.50

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

3. 公司债券

2016年，食品行业内合计发行公司债券18支，其中3年期4支、5年期11支、7年期3支。其中西王集团有限公司发行的四期5年期公司债券发行利差分别为465.69BP、423.89BP、434.53BP和383.61BP，偏离较大。潍坊渤海水产综合开发有限公司发行的公司债券由潍坊滨海旅游集团有限公司提供担保，有效增强了债务偿付的保障程度，一定程度上降低了融资成本，发行利差相对较小。其余公司债券发行利差水平较为正常。

图表 21. 食品行业公司债券发行利差情况（单位：BP）

期限	发行时 主体信用等级	样本数	发行利差	
			区间	均值
3年	AA+	1	180.33	180.33
	AA	3	293.01~411.51	355.59
5年	AA+	7	50.01~465.69	279.56
	AA	4	110.23~271.13	209.45
7年	AA+	1	99.88	99.88
	AA	2	204.83~219.07	211.95

数据来源：Wind 资讯，新世纪评级整理

四、行业信用展望

我国食品行业发展较为稳定，随着行业整合进一步深化，小、微企业将退出市场，大型企业通过并购以及完善产业链等方式扩大市场份额，而食品安全和环保要求逐步提升，有望进一步提升行业集中度。近年来，食品行业企业对外部融资依赖性有所增强，在宏观经济较为低迷的情况下，融资成本有所上升。从农业来看，我国农业企业获国家政策支持力度大，面临的政策环境较好。从畜禽养殖行业情况看，生猪存栏量仍保持在低位，猪价虽有下降但降幅有限，行业景气度将维持；白羽肉鸡引种量的锐减长期看将有助于改善目前鸡肉低迷的情况，行业企业经营业绩将随之改善，但疫情风险仍需重点关注。

（一）行业整合进一步深化，行业集中度有望进一步提升。

我国食品行业企业数量多、市场竞争程度较高、行业整体集中度不高、同质化竞争明显。近年来，受我国宏观经济下行和政府反腐政策的影响，食品行业整体需求低迷，大中型企业尤其是具有完整产业链的企业和行业龙头企业得益于其规模较大、品牌资源优势及较为稳定的供销渠道，在行业弱势中尚能保持经营稳定，而小、微企业因整体抗风险能力较弱纷纷退出市场，行业落后产能淘汰力度有所加大。此外，随着我国政府对环境保护和食品安全重视程度日益提升，以及相关监管政策的出台，行业内企业生产环境、生产设备及生产管理面临更高的要求，预计也将推动行业集中度进一步提升。

（二）食品安全风险和环保风险加大。

食品作为生活必需品，产品质量和食品安全是消费者关注的重要因素。好的产品将提升产品的美誉度，增强消费者的信心，进而增加销量、提升企业的市场竞争力；反之，如食品安全出现问题，对企业经营将产生难以预计的后果，甚至对整个行业的景气度产生很大的负面影响。目前我国已基本形成了以《中华人民共和国食品安全法》为核心的食品安全法律法规体系，通过了《刑法修正案（八）》，为加强食品安全监管、严厉打击违法犯罪提供了法律依据。随着食品安全监管体系不断完善，食品安全信息透明度越来越高，消费者食品安全意识越来越强，对整个行业的质量安全管理提出了更高要求，食品行业生产企业需要在原材料采购、生产以及包装等各个环节严控产品质量。

环境监管方面，食品行业中是污染较严重的行业之一，目前国内食品行业企业对环境保护重视程度和治理程度仍停留在较低水平，特别是小、微型企业和小作坊在生产过程中产生废水、废气和废料未能得到有效的转化和处置，对周围环境可能产生不可逆转的破坏，对企业经营亦

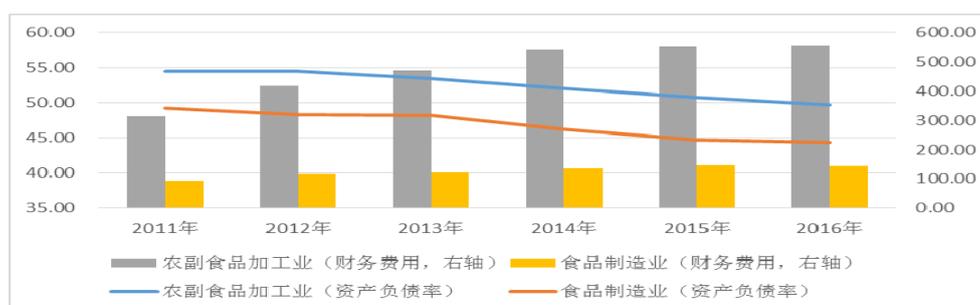
会产生一定的负面影响。2015 年通过的新《环境保护法》对目前农业和农村污染问题增加了指导意见，并进一步加大对违法行为的处罚力度。随着国家对环保要求的不断提高，现有食品企业的生产工艺需符合更为严格的环保要求，使得企业在环保方面投入进一步增加，不符合环保要求的企业将面临关停，进一步加快行业整合，以推动我国食品行业健康发展。

（三）食品行业企业对外部融资依赖性有所增强，融资成本有所上升。

我国食品行业单位投资成本较小，经营周转快，因此对日常资金需求量也不大，受到信贷政策和企业融资渠道变化的影响较小。对于具有一定规模和行业地位的企业，产能的扩张使其存在一定的项目资金需求，但在市场需求不振、库存压力大的情况下，新增产能的释放面临不确定性，企业经营业绩的稳定性成为抵御融资环境变化的关键因素。

2011 年以来，我国食品行业资产负债率整体呈下降趋势，行业整体的债务杠杆较为适中。具体看，农副食品加工业由 2011 年的 54.53% 降至 2016 年的 49.68%，食品制造业由 2011 年的 49.29% 降至 2016 年的 44.38%，负债经营程度处于适中水平。我国食品行业资产负债率与财务费用呈现反向变动趋势，可能是因为融资规模和成本的上升导致财务费用的增加，但全行业规模和资产水平的增速更快，致使资产负债率反而下降。

图表 22. 我国食品行业资产负债率和财务费用率



资料来源：Wind 资讯

我国食品行业资金来源途径除资本投入及主业回笼资金外，还通过银行借款、发行债券、利用商业信用等方式获得资金。且市场上存在一定量食品行业的上市公司，可通过资本市场进行再融资，但受制于规模和发行成本等因素，目前采用直接融资方式的企业仍以大型企业为主，中小型企业较难通过资本市场取得资金支持。总体看，在宏观经济较为低迷，下游需求不振的情况下，食品行业企业对外部融资依赖性有所增强，融资成本有所上升。

（四）农业企业获国家政策支持力度大，面临的政策环境较好。

农业是我国国民经济发展和社会稳定的基础产业，受国家政策扶持力度大。为巩固农业的基础地位、稳定农业发展，我国政府已连续 14 年发布了指导农业和农村工作的“中央一号文件”，把加强“三农”工作、推进农业科技创新、强化农业支持保护制度、深化农村土地制度改革、加快转变农业发展方式和深入推进新农村建设等方面作为工作重点，并通过贴息补助、税收政策优惠等支持农业企业的发展，将有利于相关企业规模的扩大，且随着企业专业化水平的提升，其经济效益有望得到提升，行业大型企业盈利能力有望保持稳定。

（五）深化农业供给侧结构性改革，有利于农业产业化龙头企业的发展。

目前我国农业呈现粮食产量高但产品质量参差不齐，种植成本高但销售价格较低，库存大量积压等状况。2016 年 12 月召开的中央农村工作会议以及 2017 年中央“一号文件”中均提出要深入推进农业供给侧结构性改革，提高农产品有效供给，推动农产品加工转型升级，推动农业可持续发展，培育新型经营主体，发展农业适度规模经营，发展农村新产业新业态。农业产业化龙头企业治理结构完善、管理效率较高、技术水平较为先进，能够在农产品生产方面进行引导示范，并通过市场研究、需求分析及高效运营等，发展订单农业、生产中高端农产品并带动普通农户和其他新型经营主体有效对接市场。深化农业供给侧结构性改革将有利于农业产业化龙头企业的发展。

（六）生猪存栏量维持低位，猪价降幅有限，畜牧养殖行业景气度较为稳定。

在生猪供给持续收缩的背景下，2015 年 4 月以来我国生猪价格实现触底反弹。虽然随着养殖户补栏意愿增强，2016 年 6 月中旬起猪价有所回落，但截至 2016 年末，全国生猪存栏数为 36,733 万头，较 2015 年末下降 4.29%，能繁母猪存栏量 3,666 万头，较 2015 年末下降 3.48%，预计短期内生猪供应量将不会出现大幅增长，猪价下降幅度有限，整体将保持平稳，且由于饲料价格较为低迷，行业企业经营业绩预计能够得到保障，行业信用质量将保持稳定。

（七）肉鸡养殖行业去产能显著，行业景气度有望上升，但疫病风险需重点关注。

肉鸡养殖方面，2015 年以来，由于国外发生高致病性禽流感导致封关，我国祖代鸡引种量锐减，2015 年和 2016 年引种量分别仅为 71 万套和 40 万套。虽然目前由于父母代鸡存栏过剩及下游需求低迷导致

鸡肉价格低迷，但是长期看，祖代鸡引种量持续下滑，行业去产能显著，鸡价有望回暖。2016 年受益于饲料价格的下降，肉鸡养殖企业的经营业绩已大幅改善，后续随着鸡肉价格的回暖，行业企业信用质量有望进一步提升。近期高致病性禽流感频发，对鸡肉需求造成一定影响，也对养殖企业疫病疫情防控提出很大挑战，相关风险仍需重点关注。

附录一 食品行业发债主体信用等级分布及主要经营财务数据¹⁴

发行人名称	最新主体 评级/评级展望	评级机构	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	净利润 (亿元)	经营活动净现 金流(亿元)	备注
河南省漯河市双汇实业集团有限责任公司	AAA/稳定	中诚信国际	220.92	139.19	37.00	384.79	18.37	34.33	59.46	
新希望集团有限公司	AAA/稳定	中诚信国际	1054.71	449.68	57.36	481.68	9.08	44.65	-23.70	
中粮集团有限公司	AAA/稳定	联合资信	5055.25	1406.30	72.18	3005.59	7.56	32.36	-17.73	
新希望六和股份有限公司	AAA/稳定	联合资信	371.31	254.24	31.53	443.38	8.08	27.13	28.25	
广东温氏食品集团股份有限公司	AAA/稳定	联合资信	397.99	303.68	23.70	436.44	30.77	113.25	149.60	
中国农业发展集团有限公司	AAA/稳定	新世纪评级	309.07	129.05	58.24	169.86	11.54	4.65	-7.86	
中国盐业总公司	AA+/稳定 AA/稳定	新世纪评级/ 中诚信国际	491.45	100.13	79.63	146.92	27.60	0.17	23.78	
西王集团有限公司	AA+/稳定	大公国际	403.21	147.04	63.53	201.26	10.59	2.26	16.80	
广东海大集团股份有限公司	AA+/稳定	中诚信证券	99.89	58.07	41.87	199.73	11.10	9.07	12.45	
广西农垦集团有限责任公司	AA+/稳定 AA/稳定	东方金诚/ 新世纪评级	346.13	93.76	72.91	62.23	17.41	3.59	21.66	
舟山海洋综合开发投资有限公司	AA+/稳定	中诚信国际	267.03	104.15	61.00	16.31	16.07	2.26	-6.15	
湖北省宏泰国有资本投资运营集团有限公司	AA+/稳定	联合资信/ 联合信用	228.72	123.47	46.02	21.07	29.23	3.32	-5.51	
北京粮食集团有限责任公司	AA+/稳定	大公国际	205.35	68.94	66.43	169.72	7.66	2.03	6.72	
伊犁农四师国有资产投资有限责任公司	AA+/稳定 AA/稳定	新世纪评级/ 中诚信国际	208.14	91.37	56.10	55.39	17.11	3.02	12.25	
北京大北农科技集团股份有限公司	AA+/稳定	联合信用/ 联合资信	147.97	96.16	35.01	118.23	25.02	5.97	7.71	
湖南省轻工盐业集团有限公司	AA+/稳定	联合资信	104.37	49.86	52.23	31.07	36.46	1.72	3.34	
江苏银宝控股集团有限公司	AA+/稳定	鹏元资信	75.42	29.25	61.23	11.07	15.59	0.23	-4.61	2016年半年报
江苏省盐业集团有限责任公司	AA+/稳定	联合资信	100.57	43.89	56.36	33.57	38.54	2.08	7.92	
安琪酵母股份有限公司	AA+/稳定	新世纪评级	65.53	34.91	46.73	35.01	31.99	4.10	7.17	
北京首都农业集团有限公司	AA+/稳定	联合资信	680.75	201.14	70.45	265.04	13.38	4.01	46.87	

¹⁴ 表内数据除备注外均采用各企业 2016 年三季度报数据。

发行人名称	最新主体 评级/评级展望	评级机构	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	净利润 (亿元)	经营活动净现 金流(亿元)	备注
中牧实业股份有限公司	AA+/稳定	鹏元资信	58.57	35.16	39.97	27.48	29.13	2.38	4.80	
阳江市恒财城市投资控股有限公司	AA/稳定	鹏元资信/ 联合资信	147.94	78.46	46.96	5.55	20.54	0.02	2.38	2016年半年报
新疆五家渠蔡家湖国有资产投资经营有限公司	AA/稳定	中诚信国际	94.63	63.44	32.96	0.64	-33.56	-0.22	2.98	2016年半年报
南宁糖业股份有限公司	AA/负面	东方金诚	60.22	13.29	77.93	16.25	8.36	-2.60	-0.34	
通威股份有限公司	AA/稳定	中诚信证券	187.02	86.66	53.66	156.97	15.64	9.04	15.93	
梅花生物科技集团股份有限公司	AA/稳定	中诚信国际/ 中诚信证券	166.23	89.09	46.41	79.28	24.21	6.80	32.51	
中炬高新技术实业(集团)股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级	47.59	29.83	37.32	22.96	37.20	2.85	5.77	
湖南大康牧业股份有限公司	AA/稳定	鹏元资信	157.68	62.28	60.50	37.70	-0.77	0.44	-0.24	
现代牧业(集团)有限公司	AA/稳定	新世纪评级	154.14	56.85	63.12	32.17	30.74	-3.11	8.34	
雏鹰农牧集团股份有限公司	AA/稳定	联合信用	151.99	52.58	65.41	42.71	26.04	6.80	5.98	
山东三星集团有限公司	AA/稳定	中诚信国际/ 大公国际	160.53	73.31	54.33	90.04	16.18	4.55	6.88	
中粮屯河股份有限公司	AA/稳定	中诚信国际	169.02	64.48	61.85	86.07	12.41	3.31	25.17	
内蒙古圣牧高科牧业有限公司	AA/稳定	中诚信国际/ 联合资信	99.20	59.10	40.43	25.12	47.69	8.16	4.43	
福建圣农发展股份有限公司	AA/稳定	新世纪评级/ 联合资信	109.58	60.87	44.45	61.40	13.13	5.07	10.96	
河南众品食业股份有限公司	AA/稳定 AA-/稳定	东方金诚/ 大公国际	151.01	51.45	65.93	114.08	8.18	4.13	5.46	
重庆市农业投资集团有限公司	AA/稳定	中诚信国际	126.61	46.64	63.16	35.93	29.74	1.69	5.75	
连云港市工业投资集团有限公司	AA/稳定	鹏元资信	101.12	43.51	56.97	0.44	22.58	0.26	0.12	2016年半年报
甘肃省农垦集团有限责任公司	AA/稳定	大公国际	169.19	77.08	54.44	24.49	22.67	-0.43	4.30	
杨凌现代农业开发集团有限公司	AA/稳定	鹏元资信/ 东方金诚	118.29	84.14	28.87	5.29	49.28	1.62	0.54	2016年半年报
甘肃亚盛实业(集团)股份有限公司	AA/稳定	联合信用	75.80	47.27	37.64	14.70	20.28	0.56	-0.15	
好想你枣业股份有限公司	AA/负面	鹏元资信	43.03	31.58	26.60	9.48	37.60	0.15	-1.68	
潍坊渤海水产综合开发有限公司	AA/稳定	中诚信国际/ 中诚信证券	245.93	224.47	8.73	9.63	41.07	1.96	5.38	2016年半年报

发行人名称	最新主体 评级/评级展望	评级机构	资产总额 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	毛利率 (%)	净利润 (亿元)	经营活动净现 金流(亿元)	备注
四川省盐业总公司	AA/稳定	联合资信	42.82	34.44	19.58	15.83	50.11	2.19	5.34	
安徽省农垦集团有限公司	AA/稳定	新世纪评级	328.20	259.23	21.01	10.61	23.11	1.00	5.04	
赤峰市元宝山区国有资产经营有限公司	AA/稳定	鹏元资信	70.84	41.03	42.08	0.43	7.63	-0.24	-2.05	2016年半年报
袁隆平农业高科技股份有限公司	AA/正面	鹏元资信	75.33	53.23	29.34	10.45	35.25	0.83	5.44	
湖南粮食集团有限责任公司	AA/稳定	东方金诚	128.39	28.51	77.79	62.06	-5.48	0.56	6.81	
浙江省农村发展集团有限公司	AA/稳定	新世纪评级	171.30	34.04	80.13	76.04	4.93	0.21	2.72	
牧原食品股份有限公司	AA/稳定	中诚信国际	109.25	51.01	53.31	39.00	49.41	17.62	17.51	
万向三农集团有限公司	AA/稳定	中诚信国际	173.47	77.41	55.37	39.52	31.00	3.53	9.84	
浙农控股集团有限公司	AA/稳定	大公国际	70.28	21.52	69.38	102.46	7.95	1.53	6.78	
酒泉市经济开发投资(集团)有限责任公司	AA/稳定	鹏元资信	131.29	87.04	33.71	0.80	21.63	1.69	58.16	2016年半年报
宁夏农垦集团有限公司	AA/稳定	鹏元资信	142.16	76.88	45.92	6.96	27.96	-0.38	1.97	2016年半年报
香驰控股有限公司	AA/稳定	大公国际	111.26	51.21	53.97	138.53	8.05	4.92	12.06	
正大(中国)投资有限公司	AA/稳定	中诚信证券	108.03	60.12	44.35	86.63	20.95	6.43	1.01	2016年半年报
广东粤合资产经营有限公司	AA-/稳定	新世纪评级	110.11	20.60	81.29	119.53	5.88	0.21	-3.10	
石家庄市建设投资集团有限责任公司	AA-/稳定	联合资信	39.01	30.71	21.27	0.25	94.50	0.24	-1.39	2016年半年报
重庆粮食集团有限责任公司	AA-/稳定	鹏元资信/ 大公国际	227.49	53.79	76.36	18.03	7.08	0.01	-0.98	2016年一季报
甘肃省敦煌种业股份有限公司	AA-/负面	大公国际	28.46	14.66	48.48	2.15	12.79	-2.50	-0.70	
江西正邦科技股份有限公司	AA-/负面	鹏元资信	98.85	43.97	55.52	138.88	15.60	9.31	5.61	
湖南金霞粮食产业有限公司	AA-/稳定	鹏元资信	55.41	22.67	59.09	31.69	7.35	-0.65	1.95	2015年年报
四川铁骑力士实业有限公司	AA-/稳定	大公国际	34.98	19.89	43.14	51.77	11.03	1.80	3.11	
浙江升华拜克生物股份有限公司	AA-/稳定	中诚信证券	33.71	17.08	49.32	10.05	12.36	2.33	-0.55	2016年年报
广东肇庆星湖生物科技股份有限公司	A/稳定	联合信用	17.46	10.63	39.11	4.93	14.77	0.15	0.27	
内蒙古奈伦集团股份有限公司	C	鹏元资信	140.04	54.64	60.98	14.52	17.90	-27.84	-2.22	2014年年报

附录二 2016年食品行业发债主体级别调整情况

发行人	评级机构	最新主体等级及展望	最新评级日期	2015年末主体等级及展望
湖南省轻工盐业集团有限公司	联合资信	AA+/稳定	2016-06-30	AA/稳定
新希望六和股份有限公司	联合资信	AAA/稳定	2016-02-25	AA+/稳定
广东温氏食品集团股份有限公司	联合资信	AAA/稳定	2016-07-08	AA+/稳定
北京大北农科技集团股份有限公司	联合资信	AA+/稳定	2016-03-16	AA 稳定
广东海大集团股份有限公司	中诚信证券	AA+/稳定	2016-05-26	AA/稳定
安琪酵母股份有限公司	新世纪评级	AA+/稳定	2016-05-19	AA/稳定
江苏省盐业集团有限责任公司	联合资信	AA+/稳定	2016-07-01	AA 稳定
潍坊渤海水产综合开发有限公司	中诚信国际	AA/稳定	2016-03-20	AA-/稳定
广东肇庆星湖生物科技股份有限公司	联合信用	A/稳定	2016-06-22	A+/稳定
陕西石羊(集团)股份有限公司	大公国际	A+/负面	2016-05-18	AA-/稳定
内蒙古奈伦集团股份有限公司	鹏元资信	C	2016-05-05	BBB/负面
南京雨润食品有限公司	新世纪评级	C	2016-03-17	A/负面
谷神生物科技集团有限公司	大公国际	BBB/负面	2016-03-01	A-/负面

附录三 2016年食品行业发行债券利差情况

发行债券种类	发行期限 (年)	发行时主体 信用等级	发行主体	发行利差 (BP)
短期融资券	1年	AA+/稳定	舟山海洋综合开发投资有限公司	78.83
		AA+/稳定	伊犁农四师国有资产投资有限责任公司	85.99
		AA+/稳定	广西农垦集团有限责任公司	90.36
		AA+/稳定	西王集团有限公司	305.54
		AA+/稳定	西王集团有限公司	384.41
		AA+/稳定	西王集团有限公司	385.18
		AA/稳定	梅花生物科技集团股份有限公司	89.39
		AA/稳定	中粮屯河股份有限公司	94.68
		AA/稳定	甘肃省农垦集团有限责任公司	139.07
		AA/稳定	山东三星集团有限公司	159.61
		AA/稳定	山东三星集团有限公司	177.26
		AA/稳定	万向三农集团有限公司	182.58
		AA-/稳定	四川铁骑力士实业有限公司	356.31
中期票据	2年	AA/稳定	现代牧业(集团)有限公司	241.37
	3年	AAA/稳定	中粮集团有限公司	57.31
		AAA/稳定	中粮集团有限公司	60.29
		AAA/稳定	新希望集团有限公司	72.25
		AAA/稳定	新希望六和股份有限公司	73.17
		AAA/稳定	光明食品(集团)有限公司	85.45
		AAA/稳定	光明食品(集团)有限公司	87.46
		AAA/稳定	光明食品(集团)有限公司	101.05
		AA+/稳定	北京首都农业集团有限公司	69.33
		AA+/稳定	广西农垦集团有限责任公司	116.52
		AA+/稳定	江苏省盐业集团有限责任公司	117.92
		AA+/稳定	舟山海洋综合开发投资有限公司	216.63
		AA/稳定	中粮屯河股份有限公司	115.39
		AA/稳定	安徽省农垦集团有限公司	138.51
		AA/稳定	牧原食品股份有限公司	141.21
		AA/稳定	湖南粮食集团有限责任公司	213.21
		AA/稳定	现代牧业(集团)有限公司	241.49
		AA/稳定	湖南粮食集团有限责任公司	250.23
		AA/稳定	浙江省农村发展集团有限公司	254.66
		AA-/稳定	广东粤合资产经营有限公司	166.50
	AA-/稳定	广东粤合资产经营有限公司	341.87	
	5年	AAA/稳定	新希望集团有限公司	87.04
		AA+/稳定	湖北省宏泰国有资本投资运营集团有限公司	99.10
AA+/稳定		湖北省长江产业投资集团有限公司	106.33	
AA+/稳定		湖南省轻工盐业集团有限公司	109.05	
AA+/稳定		北京粮食集团有限责任公司	120.28	
AA+/稳定		湖北省长江产业投资集团有限公司	130.53	
AA+/稳定		湖北省长江产业投资集团有限公司	159.95	
AA+/稳定		湖南省轻工盐业集团有限公司	179.53	
AA+/稳定		江苏省盐业集团有限责任公司	199.21	
AA/稳定	广东省盐业集团有限公司	173.50		
公司债券	3年	AA+/稳定	广西农垦集团有限责任公司	180.33

发行债券种类	发行期限 (年)	发行时主体 信用等级	发行主体	发行利差 (BP)
		AA/稳定	现代牧业(集团)有限公司	293.01
		AA/稳定	河南众品食业股份有限公司	362.25
		AA/稳定	河南众品食业股份有限公司	411.51
	5年	AA+/稳定	中牧实业股份有限公司	50.01
		AA+/稳定	江苏银宝控股集团有限公司	98.19
		AA+/稳定	湖北省宏泰国有资本投资运营集团有限公司	101.02
		AA+/稳定	西王集团有限公司	383.61
		AA+/稳定	西王集团有限公司	423.89
		AA+/稳定	西王集团有限公司	434.53
		AA+/稳定	西王集团有限公司	465.69
		AA/稳定	正大(中国)投资有限公司	110.23
		AA/稳定	内蒙古圣牧高科牧业有限公司	199.81
		AA/稳定	山东三星集团有限公司	256.61
		AA/稳定	合肥华泰集团股份有限公司	271.13
	7年	AA+/稳定	伊犁农四师国有资产投资有限责任公司	99.88
		AA/稳定	潍坊渤海水产综合开发有限公司	204.83
		AA/稳定	杨凌现代农业开发集团有限公司	219.07