信用评级公告

联合〔2021〕4526号

联合资信评估股份有限公司通过对温氏食品集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持温氏食品集团股份有限公司主体长期信用等级为AAA，“17温氏01”“19温氏01”“20温氏01”和“20温氏食品MTN001”信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

温氏食品集团股份有限公司
2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
温氏食品集团股份有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
17 温氏 01	AAA	稳定	AAA	稳定
19 温氏 01	AAA	稳定	AAA	稳定
20 温氏 01	AAA	稳定	AAA	稳定
20 温氏食品 MTN001	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
17 温氏 01	5 亿元	0.0005 亿元	2022/03/20
19 温氏 01	5 亿元	5 亿元	2024/09/06
20 温氏 01	23 亿元	23 亿元	2025/07/01
20 温氏食品 MTN001	9 亿元	9 亿元	2023/08/11

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 6 月 21 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aaa		评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F1	现金流	资产质量	2
			盈利能力	1
			现金流量	2
		资本结构		1
		偿债能力		1
调整因素和理由				调整子级
--				--

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

温氏食品集团股份有限公司（以下简称“公司”）作为国内养殖行业龙头企业，在行业地位、经营规模、养殖技术、商业模式等方面具有很强的综合竞争优势。跟踪期内，公司资产和收入规模有所增长，经营性现金流保持净流入，整体经营效率较高。同时，联合资信也关注到公司所处行业上下游价格波动性较大、面临畜禽疫病风险以及债务负担持续加重等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司继续扩张养猪业，稳步发展养鸡业，其盈利能力和综合竞争力有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“17 温氏 01”“19 温氏 01”“20 温氏 01”和“20 温氏食品 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. **跟踪期内，公司作为国内养殖行业的龙头企业，保持了较为明显的技术优势和规模优势。**公司拥有完整的肉猪、肉鸡繁育体系，并在饲料营养和疫病防治等方面拥有多项关键核心技术，紧密型“公司+农户（或家庭农场）”的养殖模式已推广至全国 20 多个省市，生产规模优势明显。
2. **跟踪期内，公司财务状况稳健，整体经营情况良好。**截至 2020 年末，公司资产和净资产规模较上年末有所增长，经营性现金流保持净流入。2020 年，公司营业总收入有所增长，经营效率处于行业中上水平。

关注

1. **公司面临着所处行业上下游价格易波动等多种风险。**公司所处行业上游原材料呈现上涨趋势，下游畜、禽产品价格面临周期下行风险，生产和销售过程中还面临新冠肺炎疫情、非洲猪瘟疫情、其他畜禽疫病及食品安全等风险。
2. **公司债务规模快速上升。**截至 2020 年末，随着长期借款和应付债券增加，公司债务规模较上年末大幅增长 171.44%至 198.33 亿元。截至 2021 年 3 月末，公司全部债务进一步增至 245.27 亿元。公司债务负担加重。

分析师：刘丽红
李敬云
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	18.53	29.36	40.45	55.40
资产总额（亿元）	539.50	655.79	805.00	907.26
所有者权益（亿元）	355.74	466.28	475.88	484.06
短期债务（亿元）	22.32	28.67	48.46	95.01
长期债务（亿元）	49.00	44.39	149.88	150.26
全部债务（亿元）	71.32	73.07	198.33	245.27
营业总收入（亿元）	572.44	731.44	749.39	168.18
利润总额（亿元）	42.84	147.80	79.72	5.95
EBITDA（亿元）	69.89	181.91	117.92	/
经营性净现金流（亿元）	64.94	183.03	84.65	-17.06
营业利润率（%）	16.74	27.54	19.51	13.35
净资产收益率（%）	11.96	30.98	15.73	/
资产负债率（%）	34.06	28.90	40.88	46.65
全部债务资本化比率（%）	16.70	13.55	29.42	33.63
流动比率（%）	164.14	187.77	137.24	132.71
经营现金流动负债比（%）	48.89	131.71	50.39	/
现金短期债务比（倍）	0.83	1.02	0.83	0.58
EBITDA 利息倍数（倍）	23.60	50.33	28.67	/
全部债务/EBITDA（倍）	1.02	0.40	1.68	/
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	435.83	470.67	613.77	662.49
所有者权益（亿元）	297.06	317.64	367.74	364.61
全部债务（亿元）	71.30	70.95	189.00	234.76
营业收入（亿元）	14.32	16.04	13.64	3.38
利润总额（亿元）	77.73	53.47	118.16	-3.13
资产负债率（%）	31.84	32.51	40.09	44.96
全部债务资本化比率（%）	19.36	18.26	33.95	39.17
流动比率（%）	367.38	317.18	450.25	333.40
经营现金流动负债比（%）	-3.85	-1.85	-5.37	/

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. 2018－2020 年财务数据均引用审计报告的期末数/本期数；4. 2021 年 1－3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；5. 本报告已将长期应付款中的应付融资租赁款纳入相关债务指标核算；6. 上表数据除特别注明营业收入外，均采用营业总收入数值计算；7. 因公司本部财务报表注释未披露折旧、摊销等，出于准确性考虑，本报告不披露公司本部 EBITDA 及相关指标的值

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
温氏转债	AAA	AAA	稳定	2020/12/08	罗　峤 李敬云	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
17 温氏 01、19 温氏 01	AAA	AAA	稳定	2020/06/15	罗　峤 李敬云	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
20 温氏食品 MTN001	AAA	AAA	稳定	2020/07/27	刘丙江 杨　恒	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
20 温氏 01	AAA	AAA	稳定	2020/06/18	罗　峤 李敬云	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
19 温氏 01	AAA	AAA	稳定	2019/08/23	叶维武 罗　峤	--	阅读全文
17 温氏 01	AAA	AAA	稳定	2017/03/13	杨世龙 孙林林	--	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声　明

一、本报告引用的资料主要由温氏食品集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：李敬云

联合资信评估股份有限公司

温氏食品集团股份有限公司
2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于温氏食品集团股份有限公司（以下简称“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

温氏食品集团股份有限公司（以下简称“公司”或“温氏股份”）前身为“广东温氏食品集团有限公司”，于 1993 年由温鹏程等 46 位自然人出资组建，注册资本为 1288 万元。2015 年 11 月，公司通过换股吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司（以下简称“大华农”），在深交所创业板实现整体上市（股票简称“温氏股份”，股票代码“300498.SZ”）。2018 年 8 月，公司变更现名。历经多次增资，截至 2021 年 3 月末，公司注册资本 63.73 亿元。

公司股本结构较为分散，无持有公司股份 5.00%以上的股东，各股东的持股数及持股比例均较小。截至 2021 年 3 月末，温氏家族 11 名成员合计持股占比 16.31%，并在公司日常管理决策中起到重要作用，实际掌握着公司的经营控制权，因此温氏家族为公司的控股股东及实际控制人。截至 2021 年 5 月 21 日，实际控制人温氏家族所持有的公司股份未质押。

公司经营范围：自产产品及相关技术的出口业务和生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进口业务、进料加工和“三来一补”业务（按〔99〕外经贸政审函字第 951 号文经营）。生产、加工、销售：禽畜、罐头食品、冷冻食品、肉食制品、饲料；农业科学研究与试验发展，相关技术的检测、推广、培训（上述项目由分支机构凭许可证经营）。（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动。）

截至 2021 年 3 月末，公司本部设行政管理部、财务部（共享中心）、人力资源部（温氏学院）、战略投资部、证券事务部、审计监察部、运营部、信息中心、研究院（技术中心）、采购中心和创新中心等 11 个职能部门，拥有养禽事业部、猪业一部、猪业二部和大华农事业部等多个事业部（见附件 1-2）。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 805.00 亿元，所有者权益 475.88 亿元（含少数股东权益 18.00 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 749.39 亿元，利润总额 79.72 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 907.26 亿元，所有者权益 484.06 亿元（含少数股东权益 23.46 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 168.18 亿元，利润总额 5.95 亿元。

公司注册地址：云浮市新兴县新城镇东堤北路 9 号；法定代表人：温志芬。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至 2021 年 5 月末，公司由联合资信评级的存续债券见下表，募集资金均按指定用途使用，并在付息日正常付息。

表 1　截至 2021 年 5 月末公司存续债券概况

债券名称	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	起息日	期限
17 温氏 01*	5.00	0.0005	2017/03/20	3+2 年
19 温氏 01	5.00	5.00	2019/09/06	3+2 年
20 温氏 01	23.00	23.00	2020/07/01	3+2 年
20 温氏食品 MTN001	9.00	9.00	2020/08/11	3 年
温氏转债	92.97	92.97	2021/03/29	6 年
合计	**134.97**	**129.9705**	--	--

注：*表示已过回售期
资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。我国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020 年我国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，我国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，我国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较

1. 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。
2. 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

上年同期扩大690.60%，净出口对GDP增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到2007年以来的最高水平。一季度三大需求对GDP增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心CPI累计同比增速均为0，较上年同期分别回落4.9和1.30个百分点，处于低位。2021年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动PPI持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至2021年一季度末，社融存量同比增速为12.30%，较上年末下降1个百分点，信用扩张放缓；2021年一季度新增社融10.24万亿元，虽同比少增0.84万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至2021年一季度末，M2余额227.65万亿元，同比增长9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期M1余额61.61万亿元，同比增长7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较2019年同期有所收窄。2021年一季度一般公共预算收入5.71万亿元，同比增长24.20%，是2020年以来季度数据首次转正。其中税收收入4.87万亿元，占一般公共预算收入的85.31%，同比增长24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出5.87万亿元，同比增长6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创2016年以来同期最高增速。2021年一季度一般公共预算收支缺口为1588.00亿元，缺口较2020年和2019年同期值有所收窄，可能与2021年一季度财政收入进度较快相关。2021年一季度全国政府性基金收入1.86万亿元，同比增长47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出1.73万亿元，同比减少12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021年1－3月全国城镇调查失业率分别为5.40%、5.50%和5.30%。其中1－2月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而3月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021年一季度，全国居民人均可支配收入9730.00元，扣除价格因素后两年平均实际增长4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021年4月30日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，**保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。**政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021年3月22日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地**

制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展。

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，消费有望持续温和复苏；随着欧美经济逐渐恢复，外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。**整体看，预计 2021 年我国经济将保持复苏态势，结构进一步优化。**

五、行业分析

1. 生猪养殖行业

（1）行业概况

随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，我国生猪养殖集中度持续提升，但 2020 年末 CR10 仅 12%，集中度仍比较低，导致其具有较大的周期波动性。

近年来，猪肉产量稳居各畜产品之首，无论是产量还是产值均占畜禽养殖行业的 50%以上，总产值已接近 2 万亿。

随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，我国生猪养殖结构不断优化，行业集中度持续提升，但生猪养殖行业集中度仍比较低，截至 2020 年末，我国生猪养殖行业 CR10 仅 12%，其中行业龙头牧原食品股份有限公司 2020 年实现出栏 1811.5 万头，市占率仅 3.4%。因此目前我国肉猪养殖主体仍为散养农户，产能上下波动随意性强，导致生猪养殖行业具有较大的周期波动性。

（2）生猪产能及产量分析

2020 年，尽管生猪存栏有所增加，但非洲猪瘟叠加能繁母猪实际产能恢复不及预期等因素影响下，生猪出栏量仍处低位。

生猪养殖的基础产能指标为能繁母猪。根据中国政府网公布数据，2020 年末，我国能繁母猪存栏量为 4161 万头，较上年末大幅增长 103.47%。然后，在高猪价的拉动下，2020 年能繁母猪中的三元母猪占比较高，考虑到三元母猪繁殖能力下降 20%~50%，折合后能繁母猪的实际产能恢复低于预期。

存栏生猪方面，根据中国政府网公布数据，2020 年末，我国生猪存栏量为 4.07 亿头，较上年末增长 52.10%。

出栏生猪方面，根据国家统计局公布数据，2020 年，我国生猪出栏头数为 5.27 亿头，同比下降 3.15%，主要系非洲猪瘟影响、能繁母猪实际产能恢复不及预期、三元母猪留种以及二次育肥等因素影响所致。

图 1　2015－2020 年末我国生猪产能、产能、价格及先行指标情况（单位：左轴-万头、右轴-元/千克）



资料来源：Wind，联合资信整理

（3）行业上下游及产品价格情况

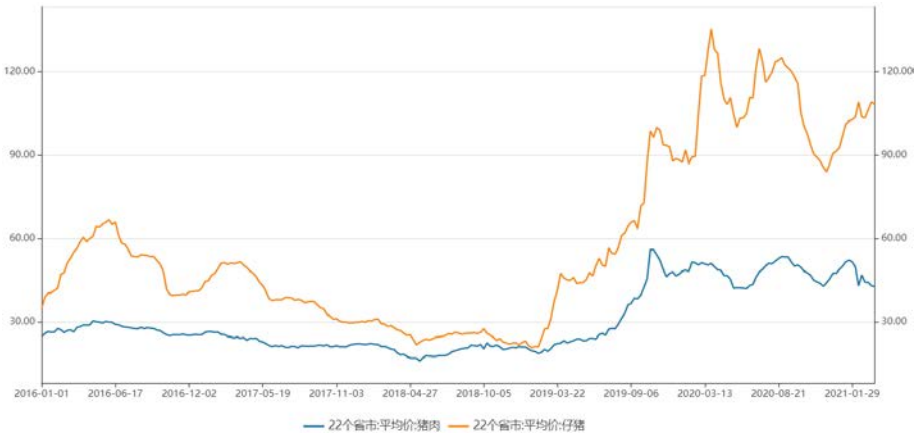
生猪养殖行业的上游为饲料行业，成熟稳健；下游为我国居民的刚醒需求，供给基本决定了猪肉价格。2020 年，我国猪肉价格波动攀升后下降。2021 年以来，猪肉平均价格仍保持在高位，但已呈现出下行态势。如 2021 年之后生猪产能集中释放，将引致猪价无序下跌以出清，届时行业内企业将面临较大的经营风险。

生猪养殖行业上游主要为饲料行业，详见本报告行业分析部分“1. 饲料行业”。下游主要是居民肉食消费需求。根据世界经合组织与联合国粮农组织（OECD-FAO）联合发布的 2020 年农业展望报告，我国对猪肉的人均年度消费量为 24.37 千克，而且在猪肉比价较低时存在对猪肉消费的明显偏好。因此，在我国饮食和烹饪体系下，猪肉消费为刚性需求，供给端基本决定了猪肉价格。

2020 年以来，我国 22 个省市猪肉平均价波动攀升后下降，截至 2020 年末，我国 22 个省市猪肉平均价为 47.46 元/千克，较上年末变化不大。

2021 年以来，受①生猪存栏增加、种群密度加大，②能繁母猪中三元母猪占比较高，③年初非洲猪瘟野毒和疫苗毒扩散速度加快三方面因素影响，我国生猪养殖难度加大、供应紧张，猪肉平均价格仍保持在高位，先行指标仔猪价格也出现了反弹。预计 2021 年全年生猪/猪肉平均价格仍将高于非洲猪瘟前一般年份的平均价格，但已呈现出下行态势。如 2021 年之后生猪产能集中释放，将引致猪价无序下跌以出清，届时行业内企业将面临猪价跌破成本价、盈利能力大幅下降、营运现金流紧张、再融资能力弱化等风险。

图 2　2016 年以来我国猪肉及仔猪价格情况（单位：元/千克）



资料来源：Wind，联合资信整理

（4）行业政策

2020 年以来，我国畜牧养殖行业政策聚焦于促进养殖产能恢复，为行业可持续发展营造了较好的政策环境。但需要关注随着生猪养殖产能逐步恢复，相关政策支持将不断减弱。

2020 年 3 月，国家发改委和农业农村部印发《关于支持民营企业发展生猪生产及相关产业的实施意见》，提出要从加大财政支持力度、完善金融保险支持政策、支持企业克服新冠肺炎疫情带来的特殊困难、保障合理用地需求等方面支持民营企业发展生猪生产。

2021 年 2 月，我国发布《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》，即 2021 年中央一号文件，提出要深入推进农业供给侧结构性改革，平稳发展生猪产业。需要注意的是，随着生猪养殖产能逐步恢复，国家促进养殖产能类政策支持力度将不断减弱，信贷、财税和土地政策可能收紧。

（5）未来发展

对于生猪养殖行业而言，本轮猪周期持续期较长，2021 年起步入下行通道。对于猪企而言，将面临上游成本压力和下游猪价下跌风险。

部分猪企积极进行产业链延伸经营。

对于行业而言，2018－2019 年开启的本轮猪周期不同以往，随着非洲猪瘟反复，散户复产困难，行业集中度 CR10 有望在未来 2~3 年内迅速提升至 30%左右。时间方面，如不考虑通胀因素，本轮猪周期持续期会超过以往 4 年的规律，2021 年起步入下行通道。

对于猪企而言，上游将面临农产品易涨难跌带来的成本压力；中间生产过程对环保和防疫的重视程度提升，也附加了相关成本；下游产品形式多元化，需针对“调猪向调肉转变”新增一定的屠宰产能或延伸产业链，也可采用生猪期货等金融工具控制风险。未来畜牧养殖企业有望通过兼并、合资、联营等多种方式，向养殖、种植、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。

2. 黄羽肉鸡养殖行业

（1）行业概况

我国肉鸡养殖行业集中度持续上升，但目前集中度仍比较低，叠加作为主要肉食品的猪肉供给恢复对黄羽肉鸡养殖行业的冲击，导致其具有较大的周期波动性。

黄羽肉鸡是我国自主培育的肉鸡品种。黄羽肉鸡具有品种繁多、生长周期长、价格较高的特点，其肉质口感鲜美，更适用于我国传统的烹调和饮食习惯。相较于白羽肉鸡，我国黄羽肉鸡行业的规模化经营起步较晚，行业集中化程度相对较低，规模化养殖场数量相对较少。

黄羽肉鸡的生产和消费分布区域性特征明显，规模以上生产加工企业主要集中在南方，代表企业有温氏股份、立华股份、凤翔集团、湘佳牧业等。近年来，部分黄羽鸡养殖龙头开始拓展北方市场。黄羽肉鸡生产和消费的区域性限制有望打开缺口。随着国家政策驱动、环保因素以及禽流感疫情的影响，中小养殖户逐渐出清，我国肉鸡养殖行业集中度持续上升。2020 年，公司和江苏立华牧业股份有限公司作为我国黄羽肉鸡养殖龙头企业，黄羽肉鸡销量分别达到 10.37 亿只和 3.23 亿只，分别占当年全国黄羽肉鸡出栏量的 23.71%和 7.29%。但由于行业集中度仍较低，且禽肉作为猪肉的替代性消费食品，生猪产能的恢复和价格波动对黄羽肉鸡养殖行业影响较大，黄羽肉鸡养殖行业仍具有较大周期波动性。

（2）产能及产量分析

近年来祖代和父母代黄羽肉种鸡存栏量不断增长，2020年达到历史高位。受新冠肺炎疫情防控因素影响，2020年我国鸡肉消费动力不足，行业景气度随之下降，供应端放量叠加需求端收缩，行业整体呈现出产能过剩的状态。

产能方面，我国祖代和父母代黄羽肉种鸡存栏量自2017年跌入低点后开启上行通道，2018－2019年，我国祖代黄羽肉种鸡存栏量较上年分别增长3.3%和14.3%，2019年末存栏量达143万套，为2014年以来新高，主要是非洲猪瘟带来的替代性需求刺激了包括黄羽肉鸡在内的禽养殖行业产能的大幅增加；父母代黄羽肉种鸡存栏量较上年分别增长5.2%和11.6%，2019年末存栏量达4100万套，为2012年以来新高。2020年，行业内产能扩张仍有一定上冲惯性，根据中国畜牧业协会禽业分会统计数据，2020年全国在产祖代黄羽肉种鸡存栏量达153.43万套，较上年增长4.66%；在产父母代黄羽肉种鸡年存栏量达4302.38万套，较上年增长4.35%，黄羽肉种鸡存栏量处于历史高位。商品鸡出栏量方面，2018－2020年全国黄羽肉鸡出栏量约40亿只、49亿只和44亿只，呈波动增长状态。2020年，受新冠肺炎疫情影响，社会餐饮消费低迷，且黄羽肉鸡以活禽销售为主，疫情对下游产生冲击，2020年下半年黄羽肉鸡社会投苗量下降，导致黄羽肉鸡商品鸡出栏量较上年下降10.20%。

（3）价格情况

作为猪肉替代消费品，受非洲猪瘟影响，肉鸡作为替代性肉食品供需关系发生变化，2019 年价格达到近年来高点。2020 年，受新冠肺炎疫情影响，叠加猪肉供给回升，肉鸡价格

回落。2021 年一季度，考虑到猪肉供给受疫病影响仍存在缺口，且新冠疫情好转，黄羽肉鸡行业景气度小幅上行。

由于我国鸡肉处于猪肉消费替代品地位，随着生猪供给恢复价格下行，黄羽肉鸡行业可能面临下游销量下降、价格下行导致盈利下行的风险。

价格方面，受非洲猪瘟影响，肉鸡作为替代性肉食品供需关系发生变化，销量增加，价格上升，截至 2019 年末，白条鸡平均批发价格上涨至 18.79 元/公斤，较上年同期增长 13.81%，成为近年来的最高点。2020 年以来，受新冠肺炎疫情影响，市场需求不振，消费场景缺失，叠加猪肉供给回升，白条鸡平均批发价格逐步回落，截至 2020 年末已下降至 16.43 元/公斤。2021 年一季度，考虑到猪肉供给受疫病影响仍存在缺口，且新冠疫情好转，黄羽肉鸡行业景气度小幅上行。

（4）竞争格局

近年来，受政策驱动、环保因素叠加禽类疫病和新冠肺炎疫情影响，行业内散户出清速度加快，规模化、标准化养殖方式是黄羽肉鸡养殖行业的发展方向，未来行业集中度将进一步提升。

据中国畜牧业协会统计，养鸡上市企业的肉鸡出栏量占据全国肉鸡出栏量近 25%。近年来，随着《土壤污染防治行动计划》《畜禽养殖禁养区划定技术指南》等政策法规的出台及推进，各地政府部门划分“禁养区”“限养区”，大量养殖场舍拆迁、整改，养殖门槛进一步提高。2020 年以来，受到新冠疫情等多重因素影响，行业普遍亏损，加速了散养户的出清速度。各级政府鼓励畜禽养殖产业健康、快速发展，逐步建立规模化、标准化的高效生态养殖模式，确保肉食品供应，保障食品安全。在此大背景下，拥有技术、人才、资金等资源优势的规模化养殖企业，正逐步填补中小养殖户退出的市场份额，未来产业集中度上升空间较大。

（5）未来发展

未来，随着黄羽肉鸡养殖行业的不断整合，具有技术、品牌和资金优势的大型企业将在竞争中获得先发优势，行业地位有望得到进一步巩固和强化，使黄羽肉鸡行业产业链得到完善，降低周期性波动造成的不利影响。

现阶段我国传统黄羽鸡以活禽交易为主。黄羽鸡行业曾爆发过数次禽流感疫情，疫情期间部分城市关闭活禽交易市场或者不定期休市，致使黄羽鸡流通渠道受限，造成黄羽鸡价格波动。近年来各级政府相继出台政策，加强对活禽交易市场的管控，鼓励家禽“定点屠宰，杀白上市”，提出科学规划布局家禽定点屠宰厂，加强对家禽定点屠宰厂的监管，加快推进家禽产业转型升级。2020 年以来新冠疫情的爆发更加速了黄羽鸡行业向屠宰加工，生鲜上市方向延伸产业链的步伐。未来我国黄羽鸡行业集中屠宰、以冰鲜或冷冻产品进行销售的占比将进一步上升，面对这样的消费升级趋势，我国黄羽肉鸡规模化养殖企业将在产业链进一步延伸、打造品牌价值等领域纵深发展；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。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2021 年 3 月末，公司股本为 63.73 亿元，温氏家族 11 名成员合计持股占比 16.31%，为公司的控股股东及实际控制人。

2. 企业规模及竞争力

公司作为养殖行业龙头企业，养殖规模较大，技术优势领先，模式优势和一体化经营优势突出，综合竞争力很强。

规模优势。公司作为养殖行业龙头企业，产品以肉鸡和肉猪养殖为主。2020年，公司商品肉猪和商品肉鸡产量分别为954.55万头和10.39亿只，均位于全国前列。尤其是肉鸡产量占全国年均肉鸡消费量近20%，行业地位突出。

此外，公司还布局了奶牛、肉鸭、蛋鸡、肉鸽等业务，产品结构多元化，在主要畜禽品种的销售价格周期性波动时，通过多轮驱动，提高营业收入和盈利水平的稳定性。

技术优势。公司的核心技术主要在畜禽良种、饲料营养、疫病防治等方面。在育种方面，公司拥有多项国内领先、世界先进的育种技术，不断推出优秀的肉鸡品种，并快速改善种鸡、种猪、肉鸡、肉猪性能。在饲料营养方面，公司自主建立了科学的畜禽饲料原料数据库，积累了丰富的配方技术、生物技术和品控技术。在疫病防治方面，公司秉持“预防为主、防治结合、防重于治”的疾病防控原则，建立了完善的疫病防控管理体系。截至2020年末，公司累计获得国家级科技奖项8项，省部级科技奖励63项，畜禽新品种10个（其中猪2个，鸡7个，鸭1个），新兽药证书39项，拥有有效发明专利162项（其中美国发明专利3项）、实用新型专利310项，国家计算机软件著作权71项。

模式优势。在大数据基础上，公司有效组织合作农户（或家庭农场）从事养殖，通过利益分配、流程精益、质量把控和疫病防治等制度安排，充分利用合作农户（或家庭农场）的劳动力和自有场地育肥畜禽，形成了高效的农业产业化经营模式。该模式特点在于①节约企业的资本投入，②可快速复制性较强，③投资回报率较高。截至2020年末，公司合作养殖农户中有养鸡户2.9万户，养猪户1.7万户。公司紧密型“公司+农户（或家庭农场）”的养殖模式已推广至全国20多个省市。

一体化经营优势。公司主营业务已涵盖饲料生产、种鸡及种猪繁育、商品肉鸡及肉猪养殖、屠宰销售等产业链主要环节，具有一体化经营优势，有助于从食品安全、疫病防控和成本控制等方面提升公司的市场竞争力。

3. 外部支持

公司作为养殖行业龙头企业，政府在资金补贴、税收优惠等方面给予公司大力支持，公司外部环境良好。

（1）政府补助

近年来，公司每年均获得了各级政府部门的多种补助，主要包括研发类补助、生产设施设备类补助、环保类补助、生产活动类补助以及其他类补助等。2018－2020年，公司其他收益主要为计入当期损益的政府补助，其他收益分别为0.68亿元、1.39亿元和2.13亿元。

（2）税收优惠

增值税方面，公司及其子公司采取“公司＋农户”经营模式从事畜禽饲养，即公司及其子公司与农户签订委托养殖合同，向农户提供畜禽苗、饲料、兽药及疫苗等（所有权属于公司），农户饲养畜禽苗至成品后交付公司及其子公司回收，公司及其子公司将回收的成品畜禽用于销售。在上述经营模式下，根据《中华人民共和国增值税暂行条例》第十五条和《国家税务总局关于纳税人采取“公司+农户”经营模式销售畜禽有关增值税问题的公告》（国家税务总局公告 2013 年第 8 号）的规定，公司及其子公司销售的自产农产品免征增值税；根据 2008 年 11 月 5 日国务院第 34 次常务会议修订通过的《中华人民共和国增值税暂行条例》，作为农业生产者，公司生产销售的原奶、禽蛋产品属于自产自销农产品范畴，可以享受免征增值税的税收优惠；根据《财政部、国家税务总局关于饲料产品免征增值税问题的通知》（财税〔2001〕121 号）的规定，公司及其子公司销售符合条件的饲料及预混料产品，免征增值税；公司全资子公司广东温氏大华农生物科技有限公司（以下简称“大华农”）和控股子公司佛山市正典生物技术有限公司（以下简称“佛山正典”）生产的兽用疫苗系用微生物制成的生物制品，根据《关于部分货物适用增值税低税率和简易办法征收增值税政策的通知》（财税〔2009〕9 号）和《财政部国家税务总局关于简并增值税征收率政策的通知》（财税〔2014〕57 号）的规定，选择按照简易办法依照 3%征收率计算缴纳增值税。

企业所得税方面，根据《中华人民共和国企业所得税法》和《中华人民共和国企业所得税法实施条例》规定，公司及其子公司从事蔬菜和水果的种植、林木的培育和种植、牲畜、家禽的饲养、林产品的采集的所得，免征企业所得税。根据《国家税务总局关于“公司+农户”经营模式企业所得税优惠问题的通知》（国家税务总局公告2010年第2号）的规定，公司及其子公司自己从事或以“公司+农户”经营模式从事农、林、牧、渔业项目生产，可以按照《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第八十六条的有关规定，享受减免企业所得税优惠政策。公司及其子公司从事农、林、牧、渔业项目的所得中从事海水养殖、内陆养殖所得享受减半征收企业所得税优惠；公司及其子公司屠宰加工冰鲜鸡、销售原奶属于农产品初加工，可以享受免征企业所得税的优惠；公司及其子公司提供农技推广、兽医等农、林、牧、渔服务业项目可以享受免征企业所得税的优惠。公司全资子公司大华农于2020－2022年的企业所得税率为15%。公司全资子公司肇庆大华农生物药品有限公司2020－2022年的企业所得税率为15%。公司控股子公司佛山正典2020－2022年的企业所得税率为15%。公司控股子公司江苏京海禽业集团有限公司2020－2022年的企业所得税率为15%。公司控股子公司生物源生物技术（深圳）股份有限公司2020－2022年的企业所得税率为15%。

4. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91445300707813507B），截至2021年5月18日，公司已结清信贷中关注类贷款2笔，系中国农业银行系统原因，未能按期进行自动扣收，公司已出具情况说明；未结清信贷中无不良或关注类信息，公司过往债务履约情况良好。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。截至 2021 年 6 月 21 日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司股权结构以及主要管理制度未发生重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

2020 年，肉猪、肉鸡业务仍是公司收入和利润的主要来源，公司营业总收入同比增长，利润总额受非洲猪瘟疫情和新冠肺炎疫情影响有所下降。

跟踪期内，公司的主要业务仍为肉鸡、肉猪的养殖和销售，其他养殖和销售业务为奶牛、肉鸭、肉鸽等；配套业务为食品加工、现代农牧装备制造、兽药生产、生鲜食品流通连锁经营。公司采用紧密型“公司+农户（或家庭农场）”的产业链一体化经营模式，产业链条较为完善，包括种苗繁殖、饲料配比加工、肉鸡和肉猪生产以及下游肉食品加工领域。

2020 年，公司实现营业总收入 749.39 亿元，同比增长 2.45%，同比变化不大；营业成本 602.29 亿元，同比增长 13.87%。2020 年，公司利润总额 79.72 亿元，同比下降 46.07%，主要系新冠肺炎疫情影响下肉鸡售价下降，以及非洲猪瘟影响下肉猪出栏下降所致。

从收入结构上看，2020 年，公司主营业务收入占营业总收入比重达 99%以上，主营业务十分突出。

2020 年，公司肉鸡类销售收入同比下降 9.30%，主要系新冠肺炎疫情冲击下肉鸡的市场需求不振、售价低迷所致；占主营业务收入的比重为 32.45%。

2020 年，公司肉猪类销售收入同比增长 10.84%，主要系商品肉猪销售价格上涨所致；占主营业务收入的比重为 61.91%。

公司主营业务中的其他类业务包括肉鸭产品、肉鸽产品、兽药、肉制品加工产品、原奶及乳制品等，2020 年，其他类业务收入同比下降

5.60%；占主营业务收入的比重为5.64%，对公司收入规模影响较小。

表3 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年			2021年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
肉鸡类	199.56	34.89	23.28	267.86	36.66	26.31	242.94	32.45	0.38	69.33	41.26	19.59
肉猪类	337.66	59.04	12.32	418.12	57.22	28.84	463.43	61.91	30.58	86.38	51.41	7.30
其他类	34.71	6.07	23.80	44.69	6.12	24.53	42.19	5.64	9.28	12.31	7.33	21.49
合计	**571.93**	**100.00**	**16.84**	**730.67**	**100.00**	**27.65**	**748.56**	**100.00**	**19.58**	**168.02**	**100.00**	**13.41**

资料来源：公司提供

毛利率方面，2020年，公司肉鸡业务毛利率由上年的26.31%大幅下降至0.38%，主要系肉鸡销售均价在2020年新冠肺炎疫情冲击下大幅下跌所致。2020年，公司肉猪业务毛利率由上年的28.84%上升至30.58%，主要系猪价上行所致。2020年，公司其他业务毛利率由上年的24.53%大幅下降至9.28%，主要系其他业务构成以肉鸭为主，其毛利率变动原因与肉鸡业务相同。受上述因素综合影响，2020年，公司主营业务毛利率由上年的27.65%下降至19.58%。

2021年1—3月，公司实现营业总收入168.18亿元，同比下降3.62%；营业利润率为13.35%，同比下降7.14个百分点；实现利润总额5.95亿元，同比下降67.80%，主要系猪价有所下行叠加肉猪出栏量同比下降。

2. 养殖产业

（1）采购

受2020年肉猪出栏量缩减影响，公司玉米和豆粕的采购量有所下降。玉米的采购均价同比上涨；豆粕的采购均价较为稳定。公司采购集中度适中。

公司养殖业务生产成本主要由饲料原料成本、委托农户养殖费用、职工薪酬、药物及疫苗和固定资产折旧及摊销等构成。其中，饲料原料包括能量类原料、蛋白类原料和饲料添加剂等，主要采购品种为玉米、豆粕等粮食和各类添加剂。

跟踪期内，公司仍实行以“集中采购为主，区域采购为辅”的采购模式。货款结算方面，主要采用先货后款的方式。

2020年，公司玉米采购量同比下降24.25%主要系肉猪出栏量减少、公司减少玉米采购所致。玉米采购均价同比上涨9.02%，主要系玉米价格上涨所致。

2020年，公司豆粕采购量同比下降9.93%，主要系肉猪出栏量减少、公司减少豆粕采购所致。豆粕采购均价同比下降2.09%。

公司视进口粮政策、高粱比价等因素择机采购高粱。2020年，公司采购高粱48.85万吨，采购均价为2177.00元/吨。

表4 公司主要原料采购量及采购价格（单位：万吨、元/吨、亿元）

项目	2018年			2019年			2020年			2021年1—3月		
	采购量	均价	采购额	采购量	均价	采购额	采购量	均价	采购额	采购量	均价	采购额
玉米	809.48	1922.00	155.62	819.25	2039.00	165.83	620.58	2223.00	137.97	68.70	2357.00	16.19
豆粕	164.98	3109.00	51.29	173.34	3014.00	52.25	156.13	2951.00	46.07	22.82	3297.00	7.52
高粱	47.75	1813.00	8.65	0.00	0.00	0.00	48.85	2177.00	10.63	31.62	2218.00	7.01

资料来源：公司提供

2020年，公司前五名供应商采购金额占年度采购总额的比例由上年的42.40%上升至30.19%。公司采购集中度适中。

（2）生产

公司采取紧密型“公司+农户（或家庭农场）”的生产模式发展肉猪和肉鸡业务。2020年，公司肉猪产量大幅下降，肉鸡产量有所增长。

公司拥有完整的肉猪、肉鸡繁育体系，采用紧密型“公司＋农户（或家庭农场）”的生产模式。

跟踪期内，公司种猪/种鸡繁育生产流程较上年无变化，商品代肉猪和肉鸡的繁育仍主要采取“公司＋农户（或家庭农场）”养殖模式。在此模式下，农户负责肉鸡及肉猪的饲养管理环节；公司负责其他环节，包括种苗生产、饲料生产、疫病防治、技术服务、回收销售等，并对农户实施统一品种、统一防疫、统一进苗、统一用料和统一销售的管理，可较好保障产品质量和食品安全。

近年来，公司不断推进养殖基地的合理布局，在完善华东、华中、西南、东北等区域管理的同时，新增云南、贵州、河北、天津、辽宁、内蒙、山西和陕西等省（市、区）。2020 年，公司合作养殖农户数量受单体养殖规模上升的影响而有所下降，由上年的 4.98 万户下降至 4.80 万户。截至 2020 年末，公司合作农户（或家庭农场）中，养鸡户 2.90 万户、养猪户 1.70 万户。

近年来，尽管行业景气度波动对公司经营产生了一定影响，但公司基本保持了合作农户的收益，巩固了公司发展基础。但随着公司持续扩张、防疫要求增加和单体养殖规模扩大，公司面临的管控难度进一步上升。

③肉猪及肉鸡产量

肉猪业务方面，2020 年，商品肉猪产量同比大幅下降 48.45%，主要系非洲猪瘟冲击以及公司加大选育留种所致。

肉鸡业务方面，2020 年，商品肉鸡产量同比增长 13.44%至 10.39 亿只，主要系公司积极发展养禽业务，增加投苗所致。

（3）销售

2020 年，公司肉鸡销量有所上升，但 2020 年肉鸡销售均价受新冠肺炎疫情影响较大。受非洲猪瘟疫情冲击下公司加大种猪选留影响，肉猪销量大幅下降。得益于处于猪周期景气周期，公司肉猪的销售均价大幅上升。但 2021 年以来，公司肉猪销售均价呈现下行态势。

截至 2021 年 3 月末，公司拥有 401 家子公司，遍布全国 20 多个省（市），在完成全国性生产布局的同时，也形成了全国性的营销网络。公司的肉鸡、肉猪产品价格随行就市。

表5　公司商品肉猪和商品肉鸡销售情况（单位：万头、亿只、元/斤）

类别	2018年		2019年		2020年		2021年1—3月	
	销售量	销售均价	销售量	销售均价	销售量	销售均价	销售量	销售均价
商品肉鸡	7.48	6.85	9.15	7.49	10.37	5.90	2.24	7.22
商品肉猪	2229.70	6.41	1851.66	9.40	954.55	16.79	209.72	15.36

资料来源：公司提供

商品肉鸡销售方面，公司以“掌控渠道，直配终端”为目标，积极推进批发与零售相结合的销售模式。2020 年，公司商品肉鸡销量同比增长 13.40%；商品肉鸡销售均价同比下降 21.23%，主要系新冠肺炎疫情影响下，餐饮市场需求低迷所致。

2020 年，公司商品肉猪销量同比大幅下降 48.45%，主要系非洲猪瘟疫情冲击下，公司加大种猪选留所致。商品肉猪销售均价同比增长 78.62%，主要系处于猪周期景气周期所致。但 2021 年以来，公司商品肉猪销售均价呈现下行态势。

2020 年，公司商品肉猪产销率为 100%；商品肉鸡产销率均接近 100%，有少量库存。

销售模式方面，公司主要产品肉鸡、肉猪销售对象以批发商、终端零售商及肉联厂为主。因新冠肺炎疫情影响及非洲猪瘟疫情防控要求，活禽、活猪的交易和调运受到一定的限制。根据国家

市场监督管理总局的最新政策，未来将逐步取消活禽市场交易。目前，公司肉鸡和肉猪销售为活禽和活猪销售模式与“集中屠宰、品牌经营、冷链流通、冷鲜上市”销售模式并存。公司逐步向“集中屠宰、品牌经营、冷链流通、冷鲜上市”的销售模式转变。

公司销售区域集中在华南区域和华东区域，2020 年，华南、华东和西南区域收入占营业收入的比例分别为 36%、24%和 16%。货款结算方面，主要是现款现货。

客户集中度方面，2020 年，公司前五名客户的销售金额占当期公司营业收入的比重为 4.69%，保持在较低水平。

3. 其他类业务

公司围绕养殖主业，不断丰富养殖品类和延伸养殖产业链，有助于培育新的业务增长点，但目前其他类业务收入占比较小。

公司注重经营发展多元化，已涉足与养殖行业相关的上下游产业包括兽药制造、肉食品加工、农牧设备制造等产业。公司其他类业务以奶牛、肉鸭、蛋鸡、肉鸽、食品加工、现代农牧装备制造、兽药生产、生鲜食品流通连锁经营为主，2020年，其他类业务收入为42.19亿元。

2020年，公司其他类业务收入主要由其他养殖类业务收入20.50亿元、原奶及乳制品收入8.40亿元、兽药收入7.51亿元、肉制品加工产品收入3.65亿元、设备收入2.37亿元等构成[3]。

4. 经营效率

2020年，公司整体经营效率较高，处于行业中上水平。

从经营效率指标看，2020年，公司销售债权周转次数由上年的305.00次下降至230.64次。存货周转次数由上年的4.17次上升至4.67次。总资产周转次数由上年的1.22次下降至1.03次。

与同行业其他企业相比，2020年，公司经营效率表现处于行业中上水平。

表 6 2020 年同行业公司经营效率情况（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
牧原股份	3205.64	1.56	0.64
正邦科技	197.63	4.11	1.09
天邦股份	97.08	3.45	0.93
新希望	124.84	7.87	1.26
大北农	23.32	6.05	1.06
中位数	**124.84**	**4.11**	**1.06**
温氏股份	**230.63**	**4.67**	**1.03**

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

5. 在建项目

截至2021年3月末，公司在建项目投资方向围绕主业，主要项目尚需投资金额为13.29亿元，考虑到公司现金类资产充裕，投资支出压力不大。但随着猪周期景气度下行，公司在建项目可能面临收益不达预期风险。

在建工程方面，截至2021年3月末，公司主要在建项目计划投资总额为36.96亿元，已投资23.68亿元，未来仍需投资13.29亿元。公司主要投资项目预计投产时间集中在2021年。公司产能将进一步提升。

表 7 截至 2021 年 3 月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

序号	项目	计划投资	已投资	待投资	预计投产时间	主要业务
1	蚣坝种猪场	10252.00	9192.00	1060.00	建设完成	肉猪养殖
2	戈枕猪场	9097.00	2356.00	6741.00	建设完成	肉猪养殖
3	大地坪二期	7265.00	4799.00	2466.00	建设完成	肉猪养殖
4	大地坪一期	14268.00	12199.00	2069.00	建设完成	肉猪养殖
5	普雄猪场	11553.00	7836.00	3717.00	建设完成	肉猪养殖
6	螺丝塘猪场	11834.00	10050.00	1784.00	建设完成	肉猪养殖
7	弥勒总部	8800.00	6869.00	1931.00	建设完成	饲料内销
8	会泽总部	6694.00	6053.00	641.00	建设完成	饲料内销

[3] 列示的分类收入中包括需要扣减的少量非主营业务收入。

9	珙县总部	7271.00	6519.00	752.00	建设完成	饲料内销
10	官地猪场	10941.00	5400.00	5541.00	2021 年内建设完成	肉猪养殖
11	马站二场	8832.00	5434.00	3398.00	2021 年内建设完成	肉猪养殖
12	水泉猪场	12448.00	6115.00	6333.00	2021 年内建设完成	肉猪养殖
13	芹池二场	6846.00	4997.00	1849.00	2021 年内建设完成	肉猪养殖
14	阳城总部	6026.00	3006.00	3020.00	2021 年内建设完成	饲料内销
15	碾张猪场	10058.00	5913.00	4145.00	2021 年内建设完成	肉猪养殖
16	斜店养殖小区	6400.00	4579.00	1821.00	2021 年内建设完成	肉猪养殖
17	宁阳总部	9316.00	8143.00	1173.00	2021 年内建设完成	饲料内销
18	苗馆种猪场	14071.00	8347.00	5724.00	2021 年内建设完成	肉猪养殖
19	八斗楼房育肥场	25674.00	15448.00	10226.00	2021 年内建设完成	肉猪养殖
20	向阳猪场	13729.00	11379.00	2350.00	2021 年内建设完成	肉猪养殖
21	埇桥总部	11700.00	7847.00	3853.00	2021 年内建设完成	饲料内销
22	严岗猪场	8365.00	6290.00	2075.00	2021 年内建设完成	肉猪养殖
23	官山育肥场二期	8868.00	7272.00	1596.00	2021 年内建设完成	肉猪养殖
24	高港育肥场	26190.00	13706.00	12484.00	2021 年内建设完成	肉猪养殖
25	角直猪场	17051.00	10613.00	6438.00	2021 年内建设完成	肉猪养殖
26	梧州佳丰屠宰项目	10486.00	5193.00	5292.00	2021 年 8 月	屠宰
27	惟东种鸡场项目	10797.00	5138.00	5659.00	2021 年 9 月	肉鸡养殖
28	灌南温氏饲料厂项目	6914.00	1588.00	5326.00	2021 年 6 月	饲料内销
29	葛石小区	14070.00	9805.00	4266.00	2022 年 6 月	肉鸡养殖
30	宾阳公司边山种鸡场项目	8165.00	2284.00	5881.00	2022 年 4 月	肉鸡养殖
31	古龙塘小区（笼养）	5242.00	4113.00	1129.00	2021 年 6 月	肉鸡养殖
32	上塘高效养殖小区（笼养）	9337.00	4610.00	4727.00	2022 年 6 月	肉鸡养殖
33	九彬村高效养殖小区项目	10885.00	7852.00	3033.00	2021 年 12 月	肉鸡养殖
34	进贤公司王家岭养殖小区	10200.00	5815.00	4385.00	2021 年 7 月	肉鸡养殖
合计		**369645.00**	**236760.00**	**132885.00**	--	--

注：上述项目均为边生产边建设，而表中“预计投产时间”为第一批种猪进苗时间，为未满负荷生产时间；“预计年收益”为满负荷生产后预计年收益
资料来源：公司提供

6. 未来发展

公司长期发展战略清晰，经营思路具备较好的可实现性，有利于进一步提升改善综合实力。

公司将继续扩张发展养猪业，稳定发展肉鸡业，加快发展蛋鸡、鸭、鸽、乳业、兽药及农牧设备业，打造以鸡猪双主业为核心、多业态协同发展生态圈。公司还将加快推进屠宰、食品加工、生鲜营销产业发展，延伸养殖产业链，促进自身从传统养殖企业向食品企业转型。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2020年度财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准无保留意见。2021年1－3月财务数据未经审计。公司执行最新企业会计准则。

从合并范围变化来看，截至2019年末，公司纳入合并范围的子公司共326家。2020年，公司新增纳入合并范围的公司89家，不再纳入合并范围的公司17家。截至2020年末，公司纳入合并范围的子公司共399家。截至2021年3月末，公司纳入合并范围的子公司共401家。考虑到公司合并范围变动主要系新设子公司造成，且公司主要经营业务未发生变化，会计政策连续，其财务数据可比性较强。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 805.00 亿元，所有者权益 475.88 亿元（含少数股东权益 18.00 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 749.39 亿元，利润总额 79.72 亿元。

截至2021年3月末，公司合并资产总额907.26亿元，所有者权益484.06亿元（含少数股东权益23.46亿元）；2021年1－3月，公司实现营业总收入168.18亿元，利润总额5.95亿元。

2. 资产质量

2020年末，随着公司加大升级改造和建设新产能，公司资产规模有所增长，以非流动资产为主；流动资产以货币资金和存货为主，非流动资产以固定资产、在建工程和生产性生物资产为主。公司资产受限比例很低，资产质量较好。

截至2020年末，公司合并资产总额805.00亿元，较上年末增长22.75%，主要系固定资产增加所致。其中，流动资产占28.64%，非流动资产占71.36%。公司资产以非流动资产为主，非流动资产占比由上年末的60.21%上升至71.36%。

（1）流动资产

截至2020年末，公司流动资产230.55亿元，较上年末下降11.65%，主要系其他流动资产（以理财产品为主）和拆出资金（以存放同业款项为主）减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占8.09%）、交易性金融资产（占9.46%）、预付款项（占5.44%）、其他应收款（占9.57%）和存货（占57.74%）构成。

截至2020年末，公司货币资金18.65亿元，较上年末增长27.03%，主要系债务融资增加所致。货币资金中有0.74亿元受限资金，受限比例为3.99%，为各类保证金和存放中央银行法定准备金。货币资金受限比例低。

截至2020年末，公司交易性金融资产21.80亿元，较上年末增长48.54%，主要系权益证券投资增加所致。

截至2020年末，公司预付款项12.54亿元，较上年末增长309.85%，主要系公司预付原料采购款增加所致。预付款项账龄以1年以内（占99.14%）为主，按预付对象归集的期末余额前五名占比44.72%。

截至2020年末，公司其他应收款22.06亿元，较上年末增长70.49%，主要系养户养殖借款增加所致。公司其他应收款主要由养户养殖借款（占80.76%）和押金保证金（占12.95%）构成。

截至 2020 年末，公司存货 133.12 亿元，较上年末增长 6.61%。存货账面余额主要由原材料（占 22.27%）和消耗性生物资产（占 71.70%）构成，累计计提跌价准备 0.24 亿元，计提比例较低。公司消耗性生物资产主要包括种鸡蛋、种鸭蛋、鸡苗、鸭苗、猪苗、肉鸡和肉猪等存栏待售的畜禽，易受疫病影响，且市场价格波动性较强，存在一定的减值风险。

（2）非流动资产

截至2020年末，公司非流动资产574.45亿元，较上年末增长45.49%，主要系固定资产、生产性生物资产和在建工程增加所致。公司非流动资产主要由其他非流动金融资产（占8.75%）、固定资产（占49.63%）、生产性生物资产（占16.06%）和在建工程（占14.94%）构成。

截至 2020 年末，公司其他非流动金融资产 50.27 亿元，较上年末增长 2.44%，较上年末变化不大。公司其他非流动金融资产主要为权益工具投资。

截至 2020 年末，公司固定资产 285.08 亿元，较上年末增长 25.41%，主要系公司硬件升级改造、扩大发展规模所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占 58.71%）和机械设备（占 38.23%）构成，累计计提折旧 117.67 亿元；固定资产成新率 70.35%，成新率较高。

截至 2020 年末，公司生产性生物资产 92.26 亿元，较上年末增长 114.75%，主要系种猪存栏数量增加所致。公司生产性生物资产账面余额主要由种猪、种鸡和奶牛构成。

截至 2020 年末，公司在建工程 85.82 亿元，较上年末增长 184.98%，主要系公司加大升级改造和新产能建设所致。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 907.26亿元，较上年末增长12.70%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占29.88%，非流动资产占70.12%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

截至2021年3月末，公司受限资产为3.10亿元，受限比例很低。

表 8　截至 2021 年 3 月末公司资产受限情况

（单位：亿元、%）

资产名称	账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	0.82	0.09	保证金和存放中央银行法定准备金
存货	1.67	0.15	融资租入
固定资产	0.24	0.03	借款抵押
无形资产	0.19	0.02	融资租入
投资性房地产	0.18	0.02	借款抵押
合计	**3.10**	**0.31**	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

（1）所有者权益

2020 年末，公司所有者权益有所增长，其中未分配利润占比较高。

截至 2020 年末，公司所有者权益 475.88 亿元，较上年末增长 2.06%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 96.22%，少数股东权益占比为 3.78%。在所有者权益中，股本、资本公积和未分配利润分别占 13.39%、11.36%和 65.50%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至 2021 年 3 月末，公司所有者权益 484.06 亿元，较上年末增长 1.72%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 95.15%，少数股东权益占比为 4.85%。所有者权益构成较上年末变化不大。

（2）负债

2020 年末，公司负债规模大幅增长，负债结构均衡化。随着长期借款和应付债券增加，公司债务规模大幅增长，债务结构迅速优化，整体债务负担仍属适中。2021 年以来，随着短期借款增加，公司债务规模进一步上升，债务负担持续加重。

截至 2020 年末，公司负债总额 329.12 亿元，较上年末大幅增长 73.67%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占 51.04%，非流动负债占 48.96%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。

截至 2020 年末，公司流动负债 167.99 亿元，较上年末增长 20.89%，主要系短期借款和应付账款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占 23.75%）、应付账款（占 24.64%）、应付职工薪酬（占 10.32%）和其他应付款（占 32.94%）构成。

截至2020年末，公司短期借款39.91亿元，较上年末增长92.56%，主要系长期资产投入增加、借款增加所致。公司短期借款以信用借款（占99.00%）为主。

截至2020年末，公司应付账款41.40亿元，较上年末增长55.77%，主要系应付工程款设备款和专业户利润增加所致。应付账款主要由货款（占46.25%）、工程款设备款（占22.32%）和应付专业户利润（占26.92%）构成。

截至2020年末，公司应付职工薪酬17.34亿元，较上年末下降13.35%。

截至2020年末，公司其他应付款55.33亿元，较上年末下降5.11%，主要系限制性股票回购款减少所致。其他应付款主要由应付专业户款（占71.42%）、保证金、押金（占16.24%）和限制性股票回购款（占3.93%）构成。

截至2020年末，公司非流动负债161.13亿元，较上年末增长218.81%，主要系长期借款和应付债券所致。公司非流动负债主要由长期借款（占44.45%）和应付债券（占46.96%）构成。

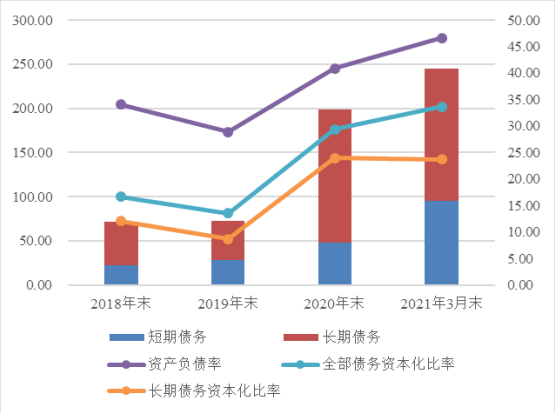
截至2020年末，公司长期借款71.62亿元，较上年末增长426.59%，主要系长期资产投入增加，借款增加所致。公司长期借款主要由信用借款（占96.80%）构成。公司长期借款还款期限较集中于2023年，到时可能面临一定的集中偿付压力。

截至2020年末，公司应付债券75.67亿元，较上年末增长153.46%，主要系发行“20温氏食品MTN001”（9亿元）和美元债券（两期合计人民币39.15亿元）所致。

有息债务方面，截至2020年末，公司全部债务198.33亿元，较上年末大幅增长171.44%，主要系长期债务增加所致。债务结构方面，短期债务占24.43%，长期债务占75.57%，以长期债务为主，其中，短期债务48.46亿元，较上年末增长68.98%，主要系短期借款增加19.18亿元所致；长期债务149.88亿元，较上年末增长237.61%，

主要系长期借款增加58.02亿元以及应付债券增加45.82亿元所致。从债务指标来看，截至2020年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为40.88%、29.42%和23.95%，较上年末分别提高了11.99个、15.87个和15.26个百分点。整体看，公司债务规模大幅增长，债务结构迅速优化，整体债务负担仍属适中。

图 3　2018 年以来公司债务情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至2021年3月末，公司负债总额423.20亿元，较上年末增长28.59%，流动和非流动负债均有所增加。其中，流动负债占48.27%，非流动负债占51.73%。公司负债结构相对均衡，较上年末变化不大。

截至2021年3月末，公司全部债务245.27亿元，较上年末增长23.67%，主要系短期借款增加所致。债务结构方面，短期债务占38.74%，长期债务占61.26%，以长期债务为主，其中，短期债务95.01亿元，较上年末增长96.08%，主要系短期借款增加所致；长期债务150.26亿元，较上年末增长0.26%，较上年末变化不大。从债务指标来看，截至2021年3月末，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为46.65%和33.63%，分别较上年末提高了5.76个和4.21个百分点。公司长期债务资本化比率为23.69%，较上年末下降了0.26个百分点。整体看，公司债务规模进一步上升，债务负担持续加重。

4.　盈利能力

2020年，公司营业总收入同比变化不大，但由于肉鸡售价下行和猪肉出栏减少，利润总额同比大幅下降。2021年以来，受肉猪价格和出栏同比下行影响，公司营业总收入和利润总额同比下降。

2020 年，公司实现营业总收入 749.39 亿元，同比增长 2.45%，同比变化不大；营业成本 602.29 亿元，同比增长 13.87%。2020 年，公司利润总额 79.72 亿元，同比下降 46.07%，主要系新冠肺炎疫情影响下肉鸡售价下降，以及非洲猪瘟影响下肉猪出栏下降所致。

从期间费用看，2020 年，公司费用总额为 75.19 亿元，同比增长 16.45%，主要系管理费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 11.70%、76.65%、9.03%和 2.61%，以管理费用为主。其中，销售费用为 8.80 亿元，同比下降 4.00%；管理费用为 57.64 亿元，同比增长 21.89%，主要系职工薪酬、折旧摊销、租赁费用增加所致；研发费用为 6.79 亿元，同比增长 19.06%，主要系研发人员薪酬增加所致；财务费用为 1.96 亿元，同比下降 18.70%，主要系利息收入和汇兑收益增加所致。2020 年，公司期间费用率[4]为 10.03%。公司费用控制能力尚可。

从利润构成来看，2020 年，公司计提的资产减值损失和信用减值损失合计 6.15 亿元，较上年 1.07 亿元大幅增加，主要系计提的固定资产减值损失和生产性生物资产减值损失大幅增加所致。2020 年，公司投资收益和其他收益对营业利润影响小。

2020 年，公司公允价值变动收益为 13.24 亿元，同比有所增长，主要系同期股票二级市场景气度较高，交易性金融资产中的权益证券公允价值提升所致；占营业利润的比例由上年的 7.09%上升至 15.78%，对营业利润的影响程度有所上升。截至 2020 年末，公司持有较多以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，分布在交易性金融资产（21.80 亿元）和其他非

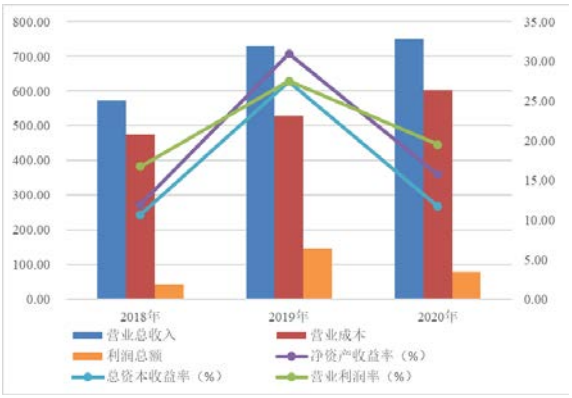
[4] 期间费用率=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入

流动金融资产（50.27 亿元）。上述金融资产公允价值变动可能对公司营业利润形成一定影响。

盈利指标方面，2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为11.71%、15.73%，同比分别下降了15.74个和15.25个百分点。

图 4　2018－2020 年公司盈利指标情况

（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

与所选公司比较，受2020年新冠肺炎疫情对公司收入占比较大的肉鸡业务冲击影响，公司盈利能力处于行业中等偏下水平。

表 9　2020 年同行业公司盈利情况对比（单位：%）

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
牧原股份	60.68	35.39	74.68
正邦科技	22.35	15.17	35.19
天邦股份	42.22	29.57	55.65
新希望	10.61	8.14	15.00
大北农	22.03	14.24	18.55
中位数	**22.35**	**15.17**	**35.19**
温氏股份	**19.61**	**11.18**	**16.34**

注：Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据

资料来源：Wind

2021年1－3月，公司实现营业总收入168.18亿元，同比下降3.62%；实现利润总额5.95亿元，同比下降67.80%，主要系猪价下行叠加肉猪出栏量同比下降所致。

5.　现金流

2020 年，公司经营活动现金流保持净流入状态。随着投资活动开支大幅上升，经营活动现金流量净额对投资活动现金净流出规模的覆盖能力弱化，对外筹资需求大幅上升。

从经营活动来看，2020 年，公司经营活动现金流入 686.01 亿元，同比下降 5.30%；经营活动现金流出 601.36 亿元，同比增长 11.07%。2020 年，公司经营活动现金净流入 84.65 亿元，同比下降 53.75%。2020 年，公司现金收入比为 88.54%，同比下降 8.14 个百分点，收入实现质量一般。

从投资活动来看，2020 年，公司投资活动现金流入 225.00 亿元，同比增长 78.18%，主要系收回投资收到的现金大幅增加所致；投资活动现金流出 381.89 亿元，同比增长 62.93%，主要系构建固定资产支持的现金增加所致。2020 年，公司投资活动现金净流出 156.90 亿元，同比增长 45.13%。

2020 年，公司筹资活动前现金流量净额由上年的 74.92 亿元下降至-72.25 亿元。

从筹资活动来看，2020 年，公司筹资活动现金流入 206.08 亿元，同比增长 296.94%，主要系取得借款和发行债券收到的现金增加所致；筹资活动现金流出 158.54 亿元，同比增长 57.61%，主要系偿还债务和分配股利增加所致。2020 年，公司筹资活动现金净流入 47.53 亿元，同比由净流出转为净流入。

表 10　公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入小计	575.73	724.43	686.01
经营活动现金流出小计	510.78	541.40	601.36
经营活动现金流量净额	**64.94**	**183.03**	**84.65**
投资活动现金流入小计	129.46	126.28	225.00
投资活动现金流出小计	177.14	234.39	381.89
投资活动现金流量净额	**-47.68**	**-108.11**	**-156.90**
筹资活动前现金流量净额	**17.27**	**74.92**	**-72.25**
筹资活动现金流入小计	51.60	51.92	206.08
筹资活动现金流出小计	53.06	100.59	158.54
筹资活动现金流量净额	**-1.46**	**-48.67**	**47.53**
现金收入比	98.83	96.68	88.54

资料来源：公司审计报告

2021 年 1－3 月，公司经营活动现金净流出 17.06 亿元；投资活动现金净流出 27.57 亿元；筹资活动现金净流入 51.84 亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力很强，融资渠道畅通，过往债务履约情况良好，并考虑到公司行业地位突出、经营规模很大等因素，其整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看，截至 2020 年末，公司流动比率与速动比率分别由上年末的 187.77%和 97.92%下降至 137.24%和 58.00%，流动资产对流动负债的保障程度一般。截至 2020 年末，公司现金短期债务比由上年末的 1.02 倍下降至 0.83 倍，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 117.92 亿元，同比下降 35.18%，主要系利润总额减少所致。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 25.14%）、利润总额（占 67.60%）构成。2020 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 50.33 倍下降至 28.67 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度高；公司全部债务/EBITDA 由上年的 0.40 倍提高至 1.68 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度仍属较高。整体看，公司长期债务偿债能力很强。

截至 2021 年 3 月末，公司无对外担保事项。

截至 2021 年 3 月末，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至 2021 年 3 月末，公司及其子公司已获得各商业银行的授信总额为 416.07 亿元，其中未使用额度为 252.20 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

公司本部为经营主体和投融资平台。截至 2020 年末，公司本部资产规模较上年末有所增长，以流动资产为主；负债规模有所增长，以非流动负债为主。2020 年，公司本部收入规模较小，净利润依赖投资收益，经营活动现金流为负。

公司本部为经营主体和投融资平台。截至 2020 年末，公司本部资产总额 613.77 亿元，较上年末增长 30.40%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产 454.91 亿元（占 74.12%），非流动资产 158.86 亿元（占 25.88%）。从构成看，流动资产主要由其他应收款（占 94.10%）构成。非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 7.19%）、长期股权投资（占 65.71%）和其他非流动资产（占 20.82%）构成。截至 2020 年末，公司本部货币资金为 17.90 亿元。

截至 2020 年末，公司本部负债总额 246.03 亿元，较上年末增长 60.77%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债 101.03 亿元（占 41.07%），非流动负债 145.00 亿元（占 58.93%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 38.92%）、其他应付款（占 52.37%）和一年内到期的非流动负债（占 6.04%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 46.83%）和应付债券（占 52.19%）构成。公司本部 2020 年末资产负债率为 40.09%，较上年末提高 7.57 个百分点。

截至 2020 年末，公司本部全部债务 189.00 亿元。其中，短期债务占 24.03%、长期债务占 75.97%。截至 2020 年末，公司本部全部债务资本化比率 33.95%，公司本部债务负担尚可。

截至 2020 年末，公司本部所有者权益为 367.74 亿元，较上年末增长 15.77%，主要系未分配利润增加所。在所有者权益中，实收资本为 63.73 亿元（占 17.33%）、资本公积合计 54.92 亿元（占 14.94%）、未分配利润合计 219.56 亿元（占 59.71%）、盈余公积合计 31.90 亿元（占 8.67%）。

2020 年，公司本部营业总收入为 13.64 亿元，利润总额为 118.16 亿元。同期，公司本部投资收益为 128.30 亿元。

现金流方面，2020 年，公司本部经营活动现金流净额为-5.43 亿元，投资活动现金流净额为-55.89 亿元，筹资活动现金流净额为 42.93 亿元

十、存续期内债券偿还能力分析

跟踪期内，公司经营活动现金流入量、经

营活动现金流净额和EBITDA对待偿债券本金峰值的整体保障能力较强。

截至2021年5月末，公司存续债券余额共129.9705亿元，本年度无剩余应到期债券金额。2020年，公司经营活动现金流入量、经营活动现金流净额和EBITDA对现有存续债券的保障情况如下表：

表 11　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项 目	2020 年
未来待偿债券本金峰值	129.9705
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	5.28
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	0.65
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	0.91

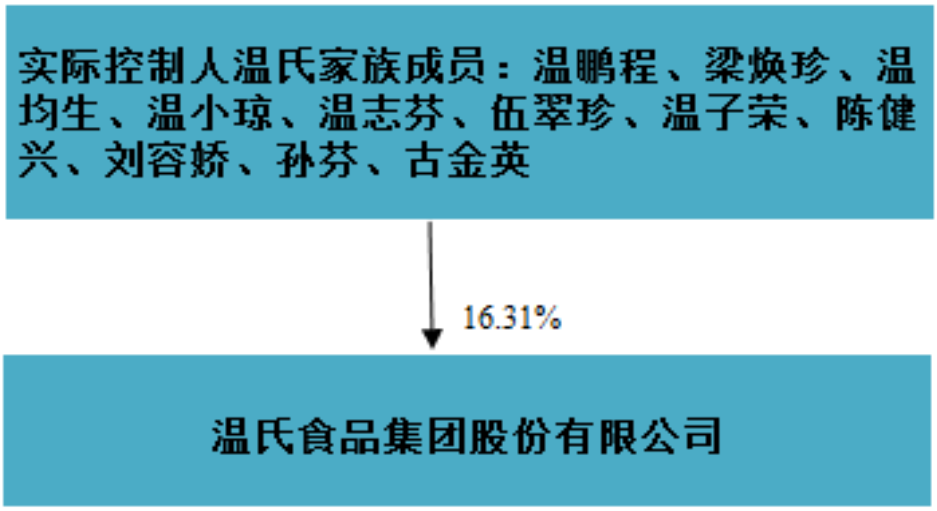
资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

总体看，公司经营活动现金流入量对待偿债券本金峰值保障能力很强，公司经营活动现金流净额和EBITDA对待偿债券本金峰值保障能力较强。

十一、结论

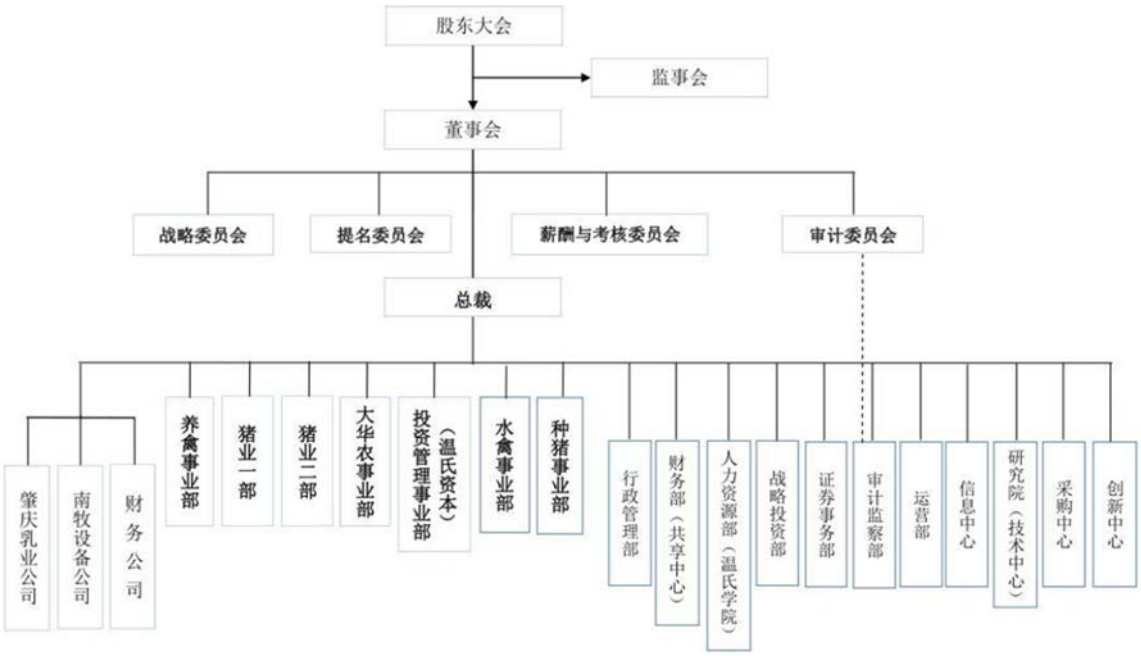
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AAA，维持“17温氏01”“19温氏01”“20温氏01”和“20温氏食品MTN001”的信用等级为AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月末温氏食品集团股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月末温氏食品集团股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3　截至 2021 年 3 月末温氏食品集团股份有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	实收资本（万元）	持股比例（%）	表决权比例（%）	取得方式
1	淮安温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1,000.00	100.00	100.00	投资设立
2	阳西温氏禽畜有限公司	畜牧养殖、销售	2,500.00	100.00	100.00	投资设立
3	连云港温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1,000.00	100.00	100.00	投资设立
4	盐城温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	10,000.00	100.00	100.00	投资设立
5	齐齐哈尔温氏粮食有限公司	粮食收购、贸易	100.00	100.00	100.00	投资设立
6	新兴县稔村温氏家禽有限公司	畜牧养殖、销售	13,000.00	100.00	100.00	投资设立
7	江永温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1,000.00	100.00	100.00	投资设立
8	亳州温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1,000.00	100.00	100.00	投资设立
9	江华温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1,000.00	100.00	100.00	投资设立
10	龙江温氏穗丰粮食有限公司	粮食收购、贸易	100.00	100.00	100.00	投资设立
11	咸阳温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1,000.00	100.00	100.00	投资设立
12	永寿温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	500.00	100.00	100.00	投资设立
13	曲靖市沾益区温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	500.00	100.00	100.00	投资设立
14	新兴县温氏佳丰食品有限公司	家禽屠宰及销售	1,000.00	100.00	100.00	投资设立
15	郁南广东温氏家禽有限公司	畜牧养殖、销售	3,002.37	76.82	76.82	投资设立
16	河源市温氏禽畜有限公司	畜牧养殖、销售	500.00	93.33	93.33	投资设立
17	广东华农温氏畜牧股份有限公司	畜牧养殖、销售	96,000.00	93.33	93.33	投资设立
18	开平市温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1,000.00	100.00	100.00	投资设立
19	漳州温氏农牧有限公司	畜牧养殖、销售	1,000.00	100.00	100.00	投资设立
20	阳江市阳东温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1,000.00	100.00	100.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	18.53	29.36	40.45	55.40
资产总额（亿元）	539.50	655.79	805.00	907.26
所有者权益（亿元）	355.74	466.28	475.88	484.06
短期债务（亿元）	22.32	28.67	48.46	95.01
长期债务（亿元）	49.00	44.39	149.88	150.26
全部债务（亿元）	71.32	73.07	198.33	245.27
营业总收入（亿元）	572.44	731.44	749.39	168.18
利润总额（亿元）	42.84	147.80	79.72	5.95
EBITDA（亿元）	69.89	181.91	117.92	/
经营性净现金流（亿元）	64.94	183.03	84.65	-17.06
财务指标				
销售债权周转次数（次）	331.66	305.00	230.64	/
存货周转次数（次）	3.93	4.17	4.67	/
总资产周转次数（次）	1.11	1.22	1.03	/
现金收入比（%）	98.83	96.68	88.54	91.60
营业利润率（%）	16.74	27.54	19.51	13.35
总资本收益率（%）	10.66	27.45	11.71	/
净资产收益率（%）	11.96	30.98	15.73	/
长期债务资本化比率（%）	12.11	8.69	23.95	23.69
全部债务资本化比率（%）	16.70	13.55	29.42	33.63
资产负债率（%）	34.06	28.90	40.88	46.65
流动比率（%）	164.14	187.77	137.24	132.71
速动比率（%）	67.10	97.92	58.00	51.95
经营现金流动负债比（%）	48.89	131.71	50.39	/
现金短期债务比（倍）	0.83	1.02	0.83	0.58
EBITDA 利息倍数（倍）	23.60	50.33	28.67	/
全部债务/EBITDA（倍）	1.02	0.40	1.68	/

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 如未特别说明，本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据；3. 2018－2020 年财务数据均引用审计报告的期末数/本期数；4. 2021 年 1－3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；5. 本报告已将长期应付款中的应付融资租赁款纳入相关债务指标核算；6. 上表数据除特别注明营业收入外，均采用营业总收入数值计算

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	11.76	44.99	17.90	23.95
资产总额（亿元）	435.83	470.67	613.77	662.49
所有者权益（亿元）	297.06	317.64	367.74	364.61
短期债务（亿元）	22.30	27.49	45.42	89.44
长期债务（亿元）	49.00	43.46	143.57	145.32
全部债务（亿元）	71.30	70.95	189.00	234.76
营业收入（亿元）	14.32	16.04	13.64	3.38
利润总额（亿元）	77.73	53.47	118.16	-3.13
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
经营性净现金流（亿元）	-3.44	-2.02	-5.43	-1.68
财务指标				
销售债权周转次数（次）	1998.26	1061.07	802.35	/
存货周转次数（次）	11.04	9.53	9.77	/
总资产周转次数（次）	0.04	0.04	0.03	/
现金收入比（%）	93.50	98.50	98.69	98.86
营业利润率（%）	13.09	16.42	0.78	11.85
总资本收益率（%）	21.90	14.69	21.89	/
净资产收益率（%）	26.17	16.83	32.13	/
长期债务资本化比率（%）	14.16	12.03	28.08	28.50
全部债务资本化比率（%）	19.36	18.26	33.95	39.17
资产负债率（%）	31.84	32.51	40.09	44.96
流动比率（%）	367.38	317.18	450.25	333.40
速动比率（%）	366.00	315.76	449.06	332.58
经营现金流动负债比（%）	-3.85	-1.85	-5.37	/
现金短期债务比（倍）	0.53	1.64	0.39	0.27
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

注：1. 上表中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 2018—2020 年财务数据均引用审计报告的期末数/本期数；3. 2021 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标计算未年化；4. 因公司本部财务报表注释未披露折旧、摊销等，出于准确性考虑，本报告不披露公司本部 EBITDA 及相关指标的值

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业总收入-营业成本-税金及附加）/营业总收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券+长期应付款中的有息债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含义
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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。