跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕1544 号

温氏食品集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

温氏食品集团股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

温氏食品集团股份有限公司公开发行的“17 温氏 01”“17 温氏 02”和“19 温氏 01”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇二〇年六月十五日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

温氏食品集团股份有限公司
公司债券2020年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17温氏01	5万元	3+2	AAA	AAA	2019年5月31日
17温氏02	20亿元	3+2	AAA	AAA	2019年5月31日
19温氏01	5亿元	3+2	AAA	AAA	2019年8月23日

跟踪评级时间：2020年6月15日

主要财务数据：

项　目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额（亿元）	490.40	539.50	655.79	685.25
所有者权益（亿元）	333.69	355.74	466.28	488.95
长期债务（亿元）	33.77	49.00	43.46	38.24
全部债务（亿元）	59.47	71.32	72.13	88.89
营业总收入（亿元）	556.57	572.44	731.44	174.49
净利润（亿元）	69.99	42.56	144.45	18.86
EBITDA（亿元）	93.23	69.89	181.91	--
经营性净现金流（亿元）	79.94	64.94	183.03	11.09
营业利润率（%）	19.95	16.74	27.54	20.49
净资产收益率（%）	21.62	12.35	35.14	3.95
资产负债率（%）	31.95	34.06	28.90	28.65
全部债务资本化比率（%）	15.13	16.70	13.40	15.38
流动比率（倍）	1.63	1.64	1.88	1.85
EBITDA全部债务比（倍）	1.57	0.98	2.52	--
EBITDA利息倍数（倍）	57.92	23.60	50.33	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.73	2.80	7.28	--

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. 公司2020年一季报未经审计，相关指标未年化；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

评级观点

跟踪期内，得益于畜禽养殖行业的高景气度，温氏食品集团股份有限公司（以下简称“温氏股份”或“公司”）整体经营情况良好，主营产品肉猪和肉鸡价格大幅上升，公司营业收入和净利润大幅增长，整体资产质量较好，债务负担很轻，经营性净现金流保持大额净流入状态。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）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权益稳定性一般等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司仍将加快发展养猪业，稳定发展肉鸡业，随着在建养猪场逐渐投产，公司产能产量将进一步增加，综合竞争力有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为AAA，评级展望“稳定”；同时维持“17温氏01”“17温氏02”和“19温氏01”的债项信用等级为AAA。

优势

1．**公司整体经营情况良好。**2019年，受益于畜禽养殖行业的高景气度，公司主营产品肉猪和肉鸡价格大幅上升，主营业务毛利率大幅提升。

2．**公司财务状况良好。**跟踪期内，公司资产和净资产规模均保持增长，经营性净现金流保持大额净流入状态，整体盈利能力得到大幅提升。

关注

1．**公司仍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价格不稳定，下游畜、禽产品价格容易发生周期性波动，生产过程中还面临疫病、食品安全等风险。

2．**公司持有大量金融资产，其公允价值变动可能对公司营业利润形成较大影响。**2019年，公司公允价值变动收益由上年的-0.13 亿元增为 10.56 亿元，占营业利润的比重为7.09%。在畜禽养殖行业低景气度年份，可能对公司营业利润形成较大影响。

分析师

罗　峤　登记编号（R0040217120001）
李敬云　登记编号（R0040220010004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010-85172818
传真：010-85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

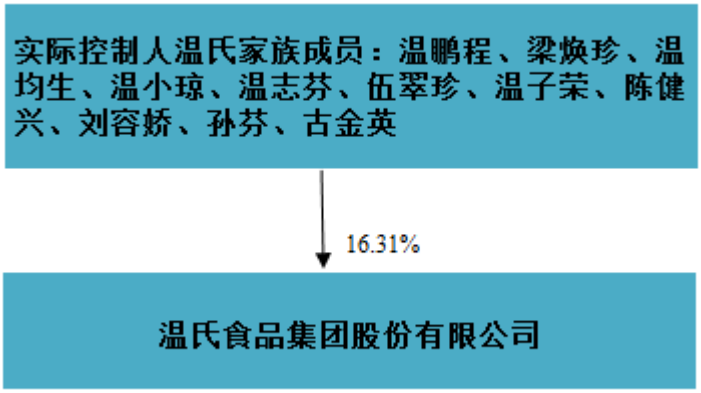
联合信用评级有限公司

一、主体概况

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 位自然人出资组建成立。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”），总股本 36.25 亿元。2018 年 8 月，公司变更现名。历经多次增资，截至 2020 年 3 月末，公司注册资本 53.12 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 2020 年 3 月末，温氏家族 11 名成员合计持股 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，温氏家族为公司的控股股东及实际控制人。截至 2020 年 3 月末，温氏家族成员所持公司股份无质押。

图1　截至2020年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围未发生变化；内部组织结构有所变动。截至 2020 年 3 月末，公司新成立水禽事业部，其他内部部门无重大变化。截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并范围的子公司共 366 家，在职员工共计 53,224 人。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 655.79 亿元，负债合计 189.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）466.28 亿元，其中归属于母公司所有者权益 451.12 亿元。2019 年，公司实现营业总收入 731.44 亿元，净利润（含少数股东损益）144.45 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 139.67 亿元；经营活动产生的现金流量净额 183.03 亿元，现金及现金等价物净增加额 26.26 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 685.25 亿元，负债合计 196.30 亿元，所有者权益（含少数股东权益）488.95 亿元，其中归属于母公司所有者权益 470.10 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 174.49 亿元，净利润（含少数股东损益）18.86 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 18.92 亿元；经营活动产生的现金流量净额 11.09 亿元，现金及现金等价物净增加额-22.14 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。

二、债券发行情况及募集资金使用

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2016〕596 号文核准，公司于 2017 年 3 月 20 日发行

“广东温氏食品集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，债券简称“17 温氏 01”，证券代码“112506.SZ”，发行规模为 5 亿元人民币，期限为 5 年。2017 年 7 月 4 日，公司发行了“广东温氏食品集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”，债券简称“17 温氏 02”，证券代码“112539.SZ”，发行规模为 20 亿元人民币。“17 温氏 01”和“17 温氏 02”的期限均为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资人回售选择权。截至 2020 年 3 月末，“17 温氏 01”和“17 温氏 02”募集资金已全部使用完毕，主要用于偿还借款以及补充流动资金。

2020 年 3 月 20 日，公司已支付“17 温氏 01”回售金额 4.71 亿元，以及第三年利息 2,300 万元。经债券持有人会议通过，“17 温氏 01”增加一次投资者回售选择权，部分投资者行使了回售选择权。2020 年 5 月 6 日，公司支付“17 温氏 01”第二次回售金额 0.29 亿元及相应利息；“17 温氏 01”余额变更为 5.00 万元。2019 年 7 月 4 日，公司已支付“17 温氏 02”第二年利息 9,740 万元。

经中国证券监督管理委员会证监许可〔2018〕1692 号文件核准，公司于 2019 年 9 月 5 日发行“温氏食品集团股份有限公司 2019 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”，债券简称“19 温氏 01”，证券代码“112963.SZ”，发行规模为 5 亿元人民币，期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资人回售选择权。截至 2020 年 3 月末，“19 温氏 01”募集资金已全部用于补充流动资金。截至本报告出具日，“19 温氏 01”尚未到第一个付息期。

三、行业分析

公司属于畜牧养殖行业。

1. 行业概况

近年来，我国畜禽养殖行业呈现规模化、标准化、集约化的发展趋势。受 2019 年生猪存栏较少、猪肉产量下降影响，我国肉类产量整体呈下降趋势。

近年来，我国人均可支配收入的增长改善了居民膳食结构，畜禽产品已成为生活必需品，并从需求端拉动了养殖业的发展。目前，我国人均肉类占有量达 64 公斤，直接从事畜禽养殖的收入占家庭农业经营现金收入的 1/6，养殖业日益呈现规模化、标准化、集约化的发展趋势。

近年来，受 2019 年生猪存栏较少、猪肉产量下降影响，我国肉类产量整体呈下降趋势。2017－2019 年，我国肉类产量分别为 0.87 亿吨、0.86 亿吨和 0.76 亿吨，年均复合下降 5.99%；同比增速分别为 0.30%、-0.34%和-11.31%。

从畜禽产品的产量上来看，猪肉产量稳居各畜产品之首，为养殖业的主要产品，2019 年猪肉产量为 4,255.00 万吨，较上年下降 21.26%，主要系猪周期下行阶段能繁母猪存栏降至历史低点、环保因素以及非洲猪瘟影响复产等因素综合影响所致。排名其后的奶类和禽蛋产量均较上年有所增长。鸡肉产量方面，2019 年鸡肉产量为 1,380.00 万吨，较上年增长 17.95%，主要系积极替代猪肉缺口所致。牛、羊肉产量方面，随着居民收入的逐步提高，牛、羊肉的需求量持续增长，带动产量稳步上升，但由于我国牛、羊现代化养殖起步较晚，产量难以大幅提高，对外依存度持续上升。

2. 生猪养殖

我国生猪养殖集中度目前仍属较低；2019 年以来，猪价快速上涨，进入高景气周期；未来受

供给逐步宽松影响将有所回落。

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及市场发展，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 2019 年底，我国生猪养殖行业 CR10 不到 10%，而同期出栏在 50 头以下的生猪养殖场数量占全国总养殖场数量的比例在 90%以上，导致目前我国肉猪养殖主体仍为散养农户。

供给方面，从能繁母猪存栏量来看，截至 2019 年底，我国生猪出栏量 54,419 万头，较上年同期下降 20.97%，主要系猪周期下行阶段能繁母猪存栏降至历史低点、环保因素以及非洲猪瘟影响复产等因素综合影响所致。短期看，能繁母猪仍处低位将造成一段时间内生猪供给不足。中长期来看，猪肉价格持续处于高位刺激了各大主体的复养扩产步伐，未来生猪供给有望进一步宽松。

需求方面，我国猪肉消费总量在 2014 年之前保持总体增长态势。2015 年，我国猪肉消费总量出现负增长，主要系人们饮食结构变化及猪肉价格提升所致。随着人均可支配收入的增加及农村人口对猪肉需求量的增长，2015 年后猪肉消费总量降幅收窄；预计未来猪肉潜在需求量将保持稳定，但不排除猪肉价格过高时，消费者转向鸡肉等替代品。

价格方面，由于我国猪肉需求近年来较为稳定，因此供给在猪肉价格的形成中具有重要影响。。2018 年上半年，生猪价格到达本轮猪周期调整的最低点 10.10 元/公斤；2018 年 8 月，受非洲猪瘟突然爆发影响，主产区和主销区猪价有所分化，但仍属低迷。2019 年以来，受生猪供给短缺影响，猪肉价格直线上涨。截至 2019 年底，我国猪肉平均批发价为 43.25 元/公斤，较年初增长了 106.64%。此后，猪肉平均批发价持续位于 44 元/公斤上方。长期来看，在生猪产能进一步扩大、非洲猪瘟疫情得到有效控制后，猪价将受供给逐步宽松影响有所回落。

3. 肉鸡养殖

2019 年以来，鸡价波动上升。后续随着供给逐步宽松，白条鸡平均批发价格将逐步回落。

供给方面，从祖代鸡引种情况来看，2019 年，我国祖代鸡引种量有所增长，但全年祖代鸡存栏量仍维持历史较低水平。考虑到祖代鸡传导到商品代至少需要 22 个月，预计短期内，肉鸡供给量仍属紧平衡。

需求方面，2019 年，在猪价较高进行替代的情况下，我国鸡肉消费量约 1,400 万吨，较上年增长 16.96%。考虑到我国居民膳食习惯和对高价猪肉进行替代，预计未来我国鸡肉消费量可能保持小幅增长。

价格方面，受 2015－2018 年连续四年祖代鸡供给处于低位影响，商品代鸡价波动上升。截至 2019 年底，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，随着供给逐步宽松，白条鸡平均批发价格逐步回落。

4. 行业政策

跟踪期内，我国畜牧养殖行业政策聚焦于促进生猪养殖产能恢复。

2019 年 9 月，生态环境部和农业农村部印发《关于进一步规范畜禽养殖禁养区划定和管理，促进生猪生产发展的通知》，指出除饮用水水源保护区，风景名胜区，自然保护区的核心区和缓冲区，城镇居民区、文化教育科学研究区等人口集中区域及法律法规规定的其他禁止养殖区域之外，不得划定禁养区。

2019 年 12 月，农业农村部印发《加快生猪生产恢复发展三年行动方案》，包括落实生猪规模化养殖场建设补助项目、加大农机购置补贴支持力度、保障养殖用地、加大金融保险支持、推进养殖项目环评“放管服”改革等。

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。

5. 行业关注

（1）畜禽疾病发生和传播风险

作为生物体，不可避免地会受到疾病的侵扰，一是自有畜禽在养殖过程中发生疾病带来的风险；二是畜禽养殖行业爆发大规模疫病带来的风险。畜禽的生长过程中伴随着各种疫病的威胁。疫病爆发，将直接给企业的生产带来损害；即使生产不受影响，疫病的发生与流行也会对消费者心理产生冲击，导致销售市场的萎缩。

（2）环保压力增大

肉鸡及肉猪养殖过程中会有污染物排放，其排放标准需符合国家环保监管的相关要求。随着我国对环境保护问题的日益重视，国家制定了更严格的环保标准和规范。从政绩考核来看，2017 年之后，环境因素的考核首次置于比GDP更重要的位置。如果国家及地方政府将来颁布新的法律法规，进一步提高环保监管要求，将使畜禽养殖行业支付更高的环保费用，可能对行业的经营业绩和利润水平产生一定程度的影响。

（3）食品安全事件频发

近年来，中国畜牧产业一次次受到食品安全事件的冲击，“三聚氰胺”“瘦肉精”等事件不断影响消费者对于国内畜产品的信心，同时也给广大畜禽养殖户带来了巨大的损失。国家对食品安全制定的相关法规和消费者对食品安全的要求将促使肉鸡和肉猪养殖企业更加严格地控制其养殖环节的食品安全。

6. 未来发展

近年来，我国畜牧业行业规模较大，但集中度较低；随着行业的不断整合，具有技术、品牌和资金优势的大型生产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。

未来随着环保政策的趋严，畜禽养殖行业将向增长与环保并重型转变；行业集中度和产业化程度将同步提升。畜禽产品从生产到上市，涉及种养加销售等多个环节，还有饲料、动物保健品等支撑行业。未来畜牧养殖行业有望在大型养殖企业带动下，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。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事及高级管理人员变动较小，主要业务人员及技术人员较稳定，管理制度未发生重大变更。

跟踪期内，公司监事会无变化。公司董事会 1 名独立董事由胡隐昌变更为印遇龙；董事会人数不变，仍为 12 位（含 4 位独立董事）。高级管理人员方面，严居然辞去总裁职务，由原副总裁梁志雄接任；公司新增秦开田和温朝波 2 位副总裁，高级管理人员由 11 位增加至 12 位。公司董事及高级管理人员变动较小，主要业务人员及技术人员较稳定，管理制度未发生重大变更。

表 1　2019 年公司董事、监事及高级管理人员变动情况

分类	变更前		变更后	
	职务	姓名	职务	姓名
董事会	独立董事	胡隐昌	独立董事	印遇龙
高级管理人员	总裁	严居然	--	--
	副总裁	梁志雄	总裁	梁志雄
	--	--	副总裁	秦开田
	--	--	副总裁	温朝波

资料来源：公司年报，联合评级整理

五、经营分析

1. 经营概况

2019 年，得益于主营产品肉猪和肉鸡价格上升，公司营业收入规模有所扩大，净利润大幅增长，主营业务毛利率大幅提升。

公司的主要业务是黄羽肉鸡和商品肉猪的养殖和销售；兼营肉鸭、奶牛、蛋鸡、鸽子、肉鹅的养殖及其产品的销售。公司主要业务和产品较上年未发生重大变化。得益于主营产品肉猪和肉鸡价格上升，2019 年，公司实现营业总收入 731.44 亿元，较上年增长 27.78%；实现净利润 144.45 亿元，较上年大幅增长 239.38%。

2019 年，公司主营业务收入为 730.67 亿元，占营业总收入的比重为 99.89%，主营业务十分突出。从收入结构上看，肉鸡、肉猪的养殖和销售仍是公司收入和利润的主要来源。2019 年，肉鸡类收入 267.86 亿元，较上年增长 34.22%，主要系肉鸡销售均价上升以及公司肉鸡出栏量增加所致，肉鸡类收入占比为 36.66%，较上年提升 1.77 个百分点；肉猪类收入 418.12 亿元，较上年增长 23.83%，主要系肉猪销售价格上升所致，肉猪类收入占比为 57.22%，较上年下降 1.82 个百分点；公司其他主营业务以其他养殖类、设备、肉制品加工产品、原奶及乳制品、兽药等为主，实现收入 44.69 亿元，较上年增长 28.78%，主要系其他主营业务收入中占比较高的养鸭业务收入增长所致，其他主营业务收入占比为 6.12%，较上年小幅上升，但对公司影响仍较小。

表 2　2017－2019 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
肉鸡类	175.64	31.58	11.17	199.56	34.89	23.28	267.86	36.66	26.31
肉猪类	350.49	63.01	24.80	337.66	59.04	12.32	418.12	57.22	28.84
其他类	30.12	5.41	16.85	34.71	6.07	23.80	44.69	6.12	24.53
合计	**556.26**	**100.00**	**20.07**	**571.93**	**100.00**	**16.84**	**730.67**	**100.00**	**27.65**

资料来源：审计报告

毛利率方面，2019 年，公司肉鸡类业务毛利率为 26.31%，较上年提升 3.03 个百分点，主要系受市场供求变化的影响，以及在生猪价格带动下肉鸡销售价格上升所致；肉猪类业务毛利率为 28.84%，较上年大幅上升 16.52 个百分点，主要系受市场供求关系变化影响，商品肉猪销售价格上升所致；其他类主营业务毛利率为 24.53%，较上年变化不大。综合以上因素，2019 年，公司主营业务毛利率为 27.65%，较上年上升 10.81 个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 174.49 亿元，较上年同期增长 24.89%；净利润由上年同期-4.55 亿元转为 18.86 亿元，主要系公司肉猪价格同比大幅上升所致。

2. 养殖产业

2019 年，受养殖规模扩大影响，公司玉米和豆粕采购量均有所增长，采购均价整体稳定。公司生产模式仍为紧密型“公司+农户（或家庭农场）”。在畜禽养殖行情高景气度带动下，公司肉鸡销量和售价均有所上升；肉猪销量有所下降，但售价大幅上升。

（1）采购

2019 年，公司采购模式以及主要原材料均未发生重大变化；仍实行以“集中采购为主，区域采购为辅”的采购模式，主要采购原材料为玉米、豆粕等粮食和各类添加剂。

饲料原料中，玉米、高粱属于能量原料，具有一定的相互替代性。2019 年，受中美贸易摩擦影响，高粱价格偏高，公司未采购高粱。2019 年，玉米采购量为 819.25 万吨，较上年变化不大；玉米采购均价为 2,039 元/吨，较上年增长 6.05%，主要系同期玉米价格温和上涨所致。2019 年，豆粕采购量为 173.34 万吨，较上年增长 5.07%，主要系养殖规模扩大所致；采购均价为 3,014 元/吨，较上年下降 3.04%。

表3　2017－2019年公司主要原料采购量及采购价格（单位：万吨、元/吨）

项目	2017年		2018年		2019年	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
玉米	683.25	1,742	809.48	1,922	819.25	2,039
豆粕	189.69	2,919	164.98	3,109	173.34	3,014
高粱	117.72	1,667	47.75	1,813	0.00	0.00

资料来源：公司提供

2019 年，公司采购集中度有所提高，前五名供应商采购金额占年度采购总额的比例为 42.40%，较上年上升 3.31 个百分点，集中度较高。

（2）生产

2019 年，公司生产模式未发生重大变化，仍为紧密型“公司+农户（或家庭农场）”。截至 2019 年末，公司合计拥有 430 多个养殖生产基地；公司 4.98 万户合作农户（或家庭农场）中，养鸡户 2.90 万户、养猪户 1.88 万户，均较上年末变化不大。

2019 年，公司完成种猪场新增开工产能为 394.20 万头，竣工产能为 379.40 万头，为未来发展奠定了坚实的基础；扩展山东、西南、贵州、安徽、湖南等区域内的商品肉猪生产布局，新签订投资协议规模为 246.00 万头。2019 年，公司商品肉猪产量为 1,851.66 万头，较上年下降 16.95%，主要系公司于上半年调整了投苗与销售计划、下半年加大种猪选留以及提升肉猪体重所致。2019 年，公司积极发展养禽业务，增加投苗，扩产增量，全年肉鸡（含毛鸡、鲜品、熟食）产量为 9.27 亿只，较上年增长 23.58%。

（3）销售

2019 年，公司销售模式未发生重大变化，下游客户仍主要为肉联厂、食品加工企业、个体批发商或零售商。截至 2019 年末，公司拥有 326 家控股公司，遍布全国 20 多个省（市），在完成全国性的生产布局的同时，也形成了一个全国性的营销网络。

2019 年，公司销售肉鸡 9.25 亿只，较上年增长 23.58%；销售均价为 7.53 元/斤，较上年增长 9.93%，主要是受市场供求变化的影响，以及生猪价格上升带动下、肉鸡行情较好所致。2019 年，公司销售肉猪 1,851.66 万头，较上年下降 16.95%；销售均价为 9.40 元/斤，较上年大幅增长 46.57%，主要系供求关系影响下，生猪价格上升所致；肉猪产销率为 100%，肉鸡产销率接近 100%，有少量库存。

表4　2017－2019年公司销售情况（单位：万头、亿只、元/斤）

项目	2017年		2018年		2019年	
	销售量	销售均价	销售量	销售均价	销售量	销售均价
肉鸡	7.76	5.82	7.48	6.85	9.25	7.53
肉猪	1,904.17	7.49	2,229.70	6.41	1,851.66	9.40

资料来源：公司提供

2019 年，公司销售区域仍集中在华南区域和华东区域，占比分别为 41.88%和 23.34%；同时在西南区域的销售占比也有所提升。2019 年，公司前五名客户的销售金额占当期公司销售总额的比重为 5.20%，较上年下降 0.80 个百分点，仍维持在较低水平。

3. 在建项目

截至 2019 年末，公司投资方向仍以肉猪养殖为主，主要项目未来需投资金额较大，但考虑到公司资金较充裕，现金净流入规模大，投资支付压力不大。

投资方面，未来公司重大资本性支出主要方向仍是养猪业，公司前五大在建项目未来投资额为 31.69 亿元，截至 2019 年末，已投资 10.47 亿元，未来仍需投资 21.22 亿元。公司主要投资项目预计投产时间集中在 2020 年和 2021 年，届时公司产能将进一步提升。

表5　截至2019年末公司前五大主要在建项目（单位：亿元、万头/年）

项目	计划总投资	已投资额	未来投资金额	预计投产时间	主要业务	设计产能	预计年收益
埇桥温氏畜牧有限公司	7.78	4.03	3.75	2019.12	肉猪养殖、销售	60.00	1.20
敖汉温氏农牧有限公司	6.18	0.33	5.85	2020.12	肉猪养殖、销售	60.00	1.20
寿县温氏畜牧有限公司	6.13	1.02	5.11	2021.12	肉猪养殖、销售	80.00	1.60
宁城温氏农牧有限公司	5.81	3.60	2.21	2021.12	肉猪养殖、销售	40.00	0.80
定襄温氏畜牧有限公司	5.78	1.49	4.29	2020.05	肉猪养殖、销售	60.00	1.20
合计	**31.69**	**10.47**	**21.22**	--	--	--	--

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

4. 经营关注

（1）畜、禽价格波动风险

畜禽类产品的市场价格易受市场供求关系、养殖成本、疫情及自然灾害等因素的影响而有所波动。2019 年，生猪产能下降明显，市场肉猪供给大幅减少，生猪养殖行业进入高景气时期；作为肉猪的替代产品，肉鸡价格在猪价上涨带动下同比上升。后续随着肉猪、肉鸡产能快速恢复，市场上肉猪和肉鸡可能供过于求，相关产品价格将下跌。

（2）畜禽疾病发生和传播风险

作为生物体，不可避免地会受到疾病的侵扰，一是自有畜禽在养殖过程中发生疾病带来的风险；二是畜禽养殖行业爆发大规模疫病带来的风险。如 2017 年 H7N9 事件和 2018 年非洲猪瘟在我国的爆发，一方面将增加公司的疫病防治支出，另一方面疫病的发生与流行也会对消费者心理产生冲击，导致公司面对的销售市场萎缩。

（3）环保压力增大

肉鸡及肉猪养殖过程中会有污染物排放，其排放标准需符合国家环保监管的相关要求。随着我国对环境保护问题的日益重视，国家制定了更严格的环保标准和规范。考虑到公司经营模式为

紧密型“公司+农户（或家庭农场）”，且主要生产基地在我国南部水网密集区域，如政府进一步提高环保监管要求，将对公司的经营业绩和利润水平产生一定程度的影响。

5. 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。

公司将加快发展养猪业，稳定发展肉鸡业，加快发展蛋鸡、鸭、鹅、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；加快完善屠宰、食品加工、生鲜营销产业链；持续提高公司综合经营管理能力，全面提升企业综合实力和竞争优势，向“千亿企业、百年温氏”的目标稳步推进。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2019 年度财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论为标准的无保留意见。2020 年一季度财务数据未经审计。公司执行最新企业会计准则。

2019 年，公司纳入合并范围的子/孙公司共 326 家；具体来看，新增纳入合并范围的公司 55 家，其中 50 家为新设成立，5 家为非同一控制下合并取得；不再纳入合并范围的公司 4 家，其中注销 3 家，出售 1 家。截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并范围的子/孙公司共 366 家。新增或减少的子公司规模较小，公司主营业务连续，财务数据可比性较强。

截至 2019 年末，公司合并资产总额 655.79 亿元，负债合计 189.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）466.28 亿元，其中归属于母公司所有者权益 451.12 亿元。2019 年，公司实现营业总收入 731.44 亿元，净利润（含少数股东损益）144.45 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 139.67 亿元；经营活动产生的现金流量净额 183.03 亿元，现金及现金等价物净增加额 26.26 亿元。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 685.25 亿元，负债合计 196.30 亿元，所有者权益（含少数股东权益）488.95 亿元，其中归属于母公司所有者权益 470.10 亿元。2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 174.49 亿元，净利润（含少数股东损益）18.86 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 18.92 亿元；经营活动产生的现金流量净额 11.09 亿元，现金及现金等价物净增加额-22.14 亿元。

2. 资产质量

截至 2019 年末，在盈利大幅增加带动下，公司资产规模有所增长；流动资产仍以存货、拆出资金及理财产品为主，拆出资金占比有所提升；非流动资产中固定资产、在建工程、其他非流动金融资产和生产性生物资产规模较大，资产受限比例很低，公司整体资产质量较好。

得益于盈利大幅增加，截至 2019 年末，公司合并资产总额为 655.79 亿元，较上年底增长 21.55%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占 39.79%，非流动资产占 60.21%，公司资产结构仍以非流动资产为主。

截至 2019 年末，公司流动资产为 260.94 亿元，较上年底增长 19.69%，主要系交易性金融资产、拆出资金和其他流动资产增加所致。公司流动资产主要由货币资金（占 5.63%）、交易性金融资产（占 5.62%）、存货（占 47.85%）、拆出资金（占 15.02%）和其他流动资产（占 18.56%）构成。

截至 2019 年末，公司货币资金为 14.68 亿元，较上年底下降 18.32%，主要系购买理财产品所

致；以银行存款（占 89.29%）为主。截至 2019 年末，公司货币资金中有 0.49 亿元受限资金，受限比例为 3.35%，主要为保证金和存放中央银行法定准备金；受限比例低。

截至 2019 年末，公司新增交易性金融资产 14.68 亿元，均为以公允价值计量的权益工具投资，其变动计入当期损益。

截至 2019 年末，公司存货为 124.86 亿元，较上年底下降 3.12%。存货账面余额主要由原材料（占 24.10%）和消耗性生物资产（占 70.78%）构成，累计计提跌价准备 0.53 亿元。

截至 2019 年末，公司拆出资金为 39.20 亿元，较年初增长 291.56%，主要系公司在子公司广东温氏集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）存放同业的资金增加所致。

截至 2019 年末，公司其他流动资产为 48.44 亿元，较上年底增长 34.03%，主要系人民币结构性理财产品增加所致；其他流动资产主要由人民币结构性理财产品（占 95.69%）构成。

截至 2019 年末，公司非流动资产为 394.85 亿元，较上年底增长 22.82%，公司非流动资产主要由其他非流动金融资产（占 12.43%）、固定资产（占 57.57%）、生产性生物资产（占 10.88%）和在建工程（占 7.63%）构成。

截至 2019 年末，公司新增其他非流动金融资产 49.07 亿元，主要系原金融工具准则下的“可供出售金融资产”科目按新金融工具准则的规定进行分类和计量所致。公司其他非流动金融资产主要为非上市股权投资等权益工具投资。

截至 2019 年末，公司固定资产为 227.33 亿元，较上年底增长 24.56%，主要系公司业务规模扩大、房屋建筑物及机械设备增加所致。固定资产账面余额主要由房屋及建筑物（占 59.00%）和机械设备（占 38.32%）构成，累计计提折旧 98.05 亿元；固定资产成新率 69.81%，成新率一般。

截至 2019 年末，公司生产性生物资产为 42.96 亿元，较上年底增长 19.43%，主要系种猪存栏增加所致。公司生产性生物资产账面余额主要由种猪（占 74.88%）、种鸡（占 11.04%）和奶牛（占 11.91%）构成。

截至 2019 年末，公司在建工程为 30.12 亿元，较上年底下降 14.12%，主要系前期猪场在建工程项目完工转入固定资产所致。公司在建工程账面余额主要为猪场工程（占 60.48%）和鸡场工程（占 11.54%），累计计提减值准备 0.18 亿元。

截至2019年末，公司受限资产为0.66亿元，受限比例很低。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 685.25 亿元，较上年底增长 4.49%。其中，流动资产占 40.64%，非流动资产占 59.36%，资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

（1）负债

截至 2019 年末，公司负债规模较上年底变化不大，仍以流动负债为主；债务负担较上年底变化不大，债务负担很轻，债务结构合理。2020 年一季度，公司短期借款大幅增长带动公司债务规模有所上升，但债务负担仍处合理水平。

截至 2019 年末，公司负债总额为 189.51 亿元，较上年底变化不大。其中，流动负债占 73.33%，非流动负债占 26.67%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

截至 2019 年末，公司流动负债为 138.97 亿元，较上年底变化不大。公司流动负债主要由短期借款（占 14.91%）、应付账款（占 19.12%）、应付职工薪酬（占 14.40%）和其他应付款（合计）（占 41.98%）构成。

截至 2019 年末，公司短期借款为 20.72 亿元，较年初增长 15.01%。公司短期借款均为信用借

款。

截至 2019 年末，公司应付账款为 26.58 亿元，较年初下降 5.27%。

截至 2019 年末，公司应付职工薪酬 20.01 亿元，较年初增长 54.21%，主要系公司经营业绩好，职工工资、奖金、津贴和补贴增加所致。

截至 2019 年末，公司其他应付款（合计）为 58.34 亿元，较年初下降 11.94%，主要系应付专业户款和限制性股票回购款减少所致。公司其他应付款（合计）主要为其他应付款，其他应付款主要由应付专业户款（占 69.01%）、保证金、押金（占 11.38%）和限制性股票回购款（占 11.15%）构成。

截至 2019 年末，公司非流动负债为 50.54 亿元，较上年底变化不大。公司非流动负债主要由长期借款（占 26.91%）、应付债券（占 59.07%）和递延收益（占 5.63%）构成。

截至 2019 年末，公司长期借款为 13.60 亿元，较年初下降 43.69%，主要系公司资金流充裕、归还前期借款所致。公司长期借款主要由信用借款（占 99.68%）构成。公司长期借款还款期限较均匀，无集中偿付压力。

截至 2019 年末，公司应付债券为 29.86 亿元，较年初增长 20.12%，主要系 2019 年 9 月发行“19 温氏 01”所致。

截至 2019 年末，公司递延收益为 2.85 亿元，较年初增长 66.99%，主要系政府补助增加所致。公司递延收益主要为研发类和生产设施设备类补助。

截至 2019 年末，公司全部债务为 72.13 亿元，较年初基本无变化。其中，短期债务占 39.75%，长期债务占 60.25%，以长期债务为主，债务结构合理。截至 2019 年末，短期债务为 28.67 亿元，较年初增长 28.47%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。长期债务为 43.46 亿元，较年初下降 11.32%，主要系偿还长期借款所致。截至 2019 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 28.90%、13.40%和 8.53%，较年初分别下降 5.16 个百分点、下降 3.30 个百分点和下降 3.58 个百分点。公司债务负担仍属很轻。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额为 196.30 亿元，较年初增长 3.58%。其中，流动负债占 76.67%，非流动负债占 23.33%。公司负债结构仍以流动负债为主，但受“17 温氏 01”回售 4.9995 亿元和短期借款增加综合影响，公司流动负债占比有所上升。截至 2020 年 3 月末，公司全部债务为 88.89 亿元，较年初增长 23.24%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务为 50.65 亿元（占 56.98%），较年初增长 76.65%，主要系短期借款增加所致。长期债务为 38.24 亿元（占 43.02%），较年初下降 12.01%，主要系“17 温氏 01”回售所致。截至 2020 年 3 月末，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 28.65%、15.38%和 7.25%，较年初分别下降 0.25 个百分点、提高 1.99 个百分点和下降 1.27 个百分点。

（2）所有者权益

截至 2019 年末，得益于未分配利润增加，公司所有者权益大幅增长；未分配利润占比仍较高，公司权益稳定性一般。

截至 2019 年末，公司所有者权益为 466.28 亿元，较年初增长 31.08%，主要系未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 96.75%，少数股东权益占比为 3.25%。归属于母公司所有者权益为 451.12 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 11.77%、14.41%、-0.42%和 68.59%。归属于母公司所有者权益中，未分配利润占比较高，公司的权益结构稳定性一般

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 488.95 亿元，较年初增长 4.86%；所有者权益构成较

年初变化不大。

4. 盈利能力

2019 年，得益于畜禽养殖行业高景气度，公司营业收入和净利润大幅增长，盈利能力很强。

受益于肉鸡和肉猪销售价格同比上升，2019 年，公司实现营业总收入 731.44 亿元，较上年增长 27.78%。公司营业成本为 528.94 亿元，较上年增长 11.14%，增幅低于营业收入增幅，主要系业务规模扩大及肉猪单价上涨所致。2019 年，公司营业利润为 149.00 亿元，较上年增长 240.36%，主要系业务规模扩大及肉猪销售均价上升所致。受上述因素以及公允价值变动收益较上年增加 10.69 亿元影响，2019 年，公司实现净利润 144.45 亿元，较上年增长 239.38%。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额为 64.57 亿元，较上年增长 27.26%，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 14.20%、73.23%、8.83%和 3.74%，以管理费用为主。其中，销售费用为 9.17 亿元，较上年增长 14.30%，主要系业务规模扩大所致；管理费用为 47.28 亿元，较上年增长 30.68%，主要系经营业绩好、员工薪酬增加所致；研发费用为 5.70 亿元，较上年增长 3.22%；财务费用为 2.41 亿元，较上年增长 139.67%，主要系利息收入减少同时利息支出增加所致。2019 年，公司费用收入比为 8.83%，较上年基本无变化，公司费用控制能力强。

从利润构成来看，2019 年，公司投资收益、其他收益占营业利润比重分别为 0.83%和 0.94%，对营业利润影响不大。2019 年，公司公允价值变动收益由上年的-0.13 亿元增为 10.56 亿元，主要系其他非流动金融资产公允价值上升所致；占营业利润的比重为 7.09%，对营业利润的影响一般。截至 2019 年末，公司持有大量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（14.68 亿元）、其他权益工具投资（9.93 亿元）和其他非流动金融资产（49.07 亿元），在畜禽养殖行业低景气度年份，上述金融资产公允价值变动可能对公司营业利润形成较大影响。

2019 年，公司营业利润率为 27.54%，较上年上升 10.80 个百分点，系主营业务毛利率提升所致。2019 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 30.67%、25.34%和 35.14%，较上年分别上升 19.57 个百分点、上升 16.44 个百分点和上升 22.80 个百分点。得益于 2019 年畜禽养殖行业高景气度，公司盈利能力大幅提升，整体盈利能力很强。

2020 年 1－3 月，公司实现营业总收入 174.49 亿元，较上年同期增长 24.89%，主要系生猪价格较上年同期上升所致；实现净利润 18.86 亿元，较上年同期-4.55 亿元相比，增幅较大。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动现金流保持净流入状态，投资活动现金流净流出规模有所扩大；受偿还债务和分配股利增加影响，筹资活动现金流净流出规模有所扩大。

从经营活动来看，2019 年，公司经营活动现金流入量为 724.43 亿元，较上年增长 25.83%，主要系收入规模扩大所致；经营活动现金流出量为 541.40 亿元，较上年增长 5.99%。2019 年，公司经营活动现金净流入 183.03 亿元，较上年增长 181.82%。2019 年，公司现金收入比为 96.68%，较上年下降 2.15 个百分点，收入实现质量有所下降。

从投资活动来看，2019 年，公司投资活动现金流入量为 126.28 亿元，较上年下降 2.46%，较上年变化不大；投资活动现金流出量为 234.39 亿元，较上年增长 32.32%，主要系构建固定资产和投资增加所致。2019 年，公司投资活动现金净流出 108.11 亿元，较上年净流出 47.68 亿元规模进一步扩大。

从筹资活动来看，2019 年，公司筹资活动现金流入量为 51.92 亿元，较上年增长 0.61%，较

上年变化不大；筹资活动现金流出量为 100.59 亿元，较上年增长 89.57%，主要系偿还债务和分配股利增加所致。2019 年，公司筹资活动现金净流出 48.67 亿元，较上年净流出 1.46 亿元规模有所扩大。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金净流入 11.09 亿元；投资活动现金净流出 48.48 亿元；筹资活动现金净流入 15.17 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司长短期偿债指标表现良好，仍保持了极强的偿债能力。

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率与速动比率分别由上年底的 1.64 倍和 0.67 倍上升至 1.88 倍和 0.98 倍，流动资产对流动负债的保障程度较高。截至 2019 年末，公司现金短期债务比由年初的 0.83 倍上升至 1.02 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较高。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 181.91 亿元，较上年增长 160.28%，主要系利润总额增加所致。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 15.36%）和利润总额（占 81.25%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 23.60 倍上升至 50.33 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.98 倍上升至 2.52 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度高。整体看，公司长期债务偿债能力很强。

截至 2019 年末，公司无对外担保事项。

截至 2019 年末，公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至 2020 年 3 月末，公司已获各金融机构授信额度为 191.18 亿元，已使用额度为 57.40 亿元，未使用额度为 133.78 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。

根据公司提供的机构信用代码为 G1044532100001300D 的中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2020 年 4 月 17 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，农行已出具情况说明；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。

7. 母公司财务概况

母公司主要承担融资平台职责。截至 2019 年末，母公司资产规模较上年底有所增长，仍以流动资产为主；负债规模有所增长，仍以流动负债为主；所有者权益结构稳定性较弱。2019 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。

截至 2019 年末，母公司资产总额为 470.67 亿元，较年初增长 7.99%。其中，流动资产为 346.54 亿元（占 73.63%），非流动资产为 124.13 亿元（占 26.37%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 10.64%）、其他应收款（占 75.52%）和其他流动资产（占 11.04%）构成，非流动资产主要由长期股权投资（占 83.13%）构成。

截至 2019 年末，母公司负债总额为 153.03 亿元，较年初增长 10.28%。其中，流动负债为 109.25 亿元（占 71.39%），非流动负债为 43.78 亿元（占 28.61%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 18.97%）、其他应付款（占 72.06%）和一年内到期的非流动负债（占 6.19%）构成，非流动负债主要由长期借款（占 31.07%）和应付债券（占 68.20%）构成。母公司 2019 年末资产负债率为 32.51%，较上年底变化不大。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 317.64 亿元，较年初增长 6.93%。其中，实收资本为

53.12 亿元（占 16.72%）、资本公积合计 65.90 亿元（占 20.75%）、未分配利润合计 173.23 亿元（占 54.54%）、盈余公积合计 31.90 亿元（占 10.04%），所有者权益稳定性较弱。

2019 年，母公司营业收入为 16.04 亿元，净利润为 53.47 亿元。

2019 年，母公司经营活动现金流量净额为-2.02 亿元；投资活动现金流量净额为 74.48 亿元；筹资活动现金流量净额为-47.36 亿元。

七、本次公司债偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月末，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产和应收票据）为 37.85 亿元，为本报告所跟踪债项余额（25.00 亿元）的 1.51 倍，公司现金类资产对本报告所跟踪债项余额的覆盖程度较高；截至 2020 年 3 月末，公司净资产为 488.95 亿元，为本报告所跟踪债项余额（25.00 亿元）的 19.56 倍，公司净资产对本报告所跟踪债项按期偿付的保障能力很强。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 181.91 亿元，为本报告所跟踪债项余额（25.00 亿元）的 7.28 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入量为 724.43 亿元，为本报告所跟踪债项余额（25.00 亿元）的 28.98 倍，公司经营活动产生的现金流入量对本期债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位及融资渠道等因素，联合评级认为，公司对“17 温氏 01”“17 温氏 02”“19 温氏 01”的偿还能力极强。

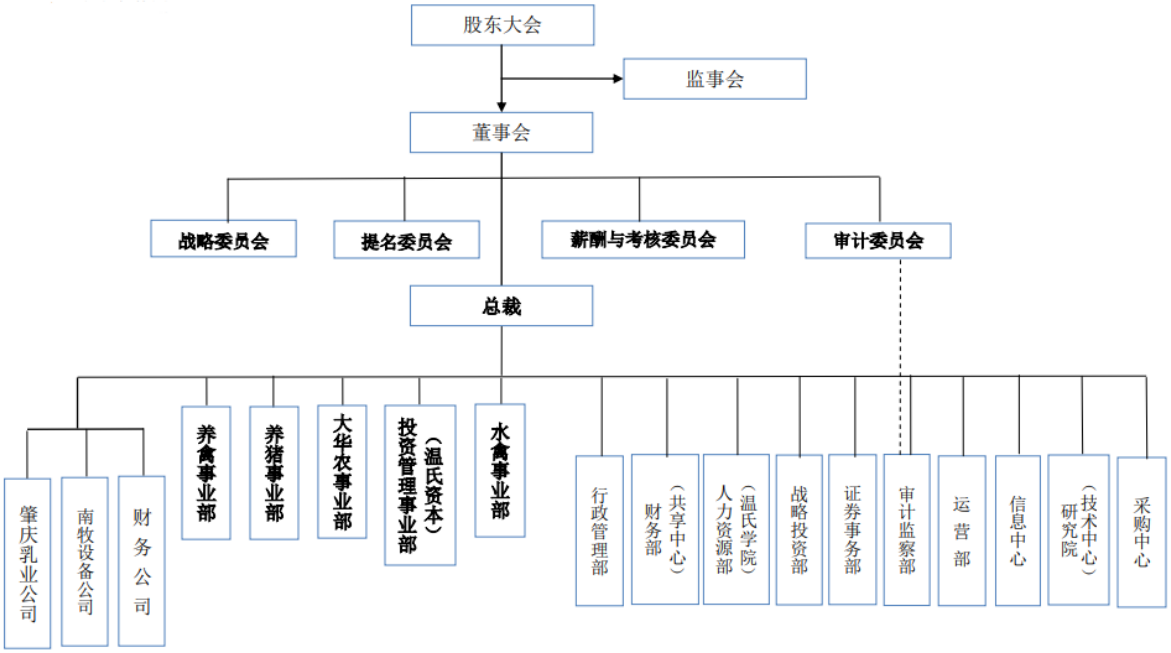
八、综合评价

跟踪期内，得益于畜禽养殖行业的高景气度，公司整体经营情况良好，主营产品肉猪和肉鸡价格大幅上升，公司营业收入和净利润大幅增长，整体资产质量较好，债务负担很轻，经营性净现金流保持大额净流入状态。同时，联合评级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权益稳定性一般等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，公司仍将加快发展养猪业，稳定发展肉鸡业，随着在建养猪场逐渐投产，公司产能产量将进一步增加，综合竞争力有望进一步提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为 AAA，评级展望“稳定”；同时维持“17 温氏 01”“17 温氏 02”和“19 温氏 01”的债项信用等级为 AAA。

附件 1　截至 2020 年 3 月末温氏食品集团股份有限公司组织结构图



附件 2　温氏食品集团股份有限公司
主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	490.40	539.50	655.79	685.25
所有者权益（亿元）	333.69	355.74	466.28	488.95
短期债务（亿元）	25.70	22.32	28.67	50.65
长期债务（亿元）	33.77	49.00	43.46	38.24
全部债务（亿元）	59.47	71.32	72.13	88.89
营业总收入（亿元）	556.57	572.44	731.44	174.49
净利润（亿元）	69.99	42.56	144.45	18.86
EBITDA（亿元）	93.23	69.89	181.91	--
经营性净现金流（亿元）	79.94	64.94	183.03	11.09
应收账款周转次数（次）	328.74	307.95	282.62	--
存货周转次数（次）	3.98	3.91	4.14	--
总资产周转次数（次）	1.23	1.11	1.22	0.26
现金收入比率（%）	97.52	98.83	96.68	84.94
总资本收益率（%）	20.26	11.10	30.67	--
总资产报酬率（%）	16.03	8.89	25.34	--
净资产收益率（%）	21.62	12.35	35.14	3.95
营业利润率（%）	19.95	16.74	27.54	20.49
费用收入比（%）	7.22	8.86	8.83	8.54
资产负债率（%）	31.95	34.06	28.90	28.65
全部债务资本化比率（%）	15.13	16.70	13.40	15.38
长期债务资本化比率（%）	9.19	12.11	8.53	7.25
EBITDA 利息倍数（倍）	57.92	23.60	50.33	--
EBITDA 全部债务比（倍）	1.57	0.98	2.52	--
流动比率（倍）	1.63	1.64	1.88	1.85
速动比率（倍）	0.69	0.67	0.98	1.03
现金短期债务比（倍）	0.48	0.83	1.02	0.75
经营现金流动负债比率（%）	66.04	48.89	131.71	7.37
EBITDA/待偿本金合计（倍）	3.73	2.80	7.28	--

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. 公司 2020 年一季报未经审计，相关指标未年化；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金

附件 3　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2]×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本期公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注：现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券+应付融资租赁款

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。