

信用等级公告

联合〔2019〕2077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温氏食品集团股份有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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拟公开发行的 2019 年公司债券（第一期）信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年 11 月 23 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 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

2019 年公开发行公司债券（第一期）信用评级报告

本期债券信用等级：AAA

公司主体信用等级：AAA

评级展望：稳定

本期债券发行规模：不超过 5 亿元（含）

债券期限：5 年（3+2）

还本付息方式：每年付息一次，到期一次还本

评级时间：2019 年 8 月 23 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	414.38	490.40	539.50	530.90
所有者权益（亿元）	313.79	333.69	355.74	354.43
长期债务（亿元）	0.00	33.77	49.00	43.41
全部债务（亿元）	0.00	59.47	71.32	76.08
营业收入（亿元）	593.55	556.57	572.36	139.66
净利润（亿元）	122.38	69.99	42.56	-4.55
EBITDA（亿元）	141.72	93.23	69.89	--
经营性净现金流（亿元）	146.53	79.94	64.94	-4.36
营业利润率（%）	28.14	19.95	16.73	4.86
净资产收益率（%）	44.98	21.62	12.35	-1.28
资产负债率（%）	24.27	31.95	34.06	33.24
全部债务资本化比率（%）	0.00	15.13	16.70	17.67
流动比率（倍）	1.88	1.63	1.64	1.64
EBITDA 全部债务比（倍）	--	1.57	0.98	--
EBITDA 利息倍数（倍）	269.56	57.92	23.60	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	28.34	18.65	13.98	--

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. 2019 年 1-3 月财务数据未经审计，相关指标未予年化

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对温氏食品集团股份有限公司（以下简称“公司”或“温氏股份”）的评级反映了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、商业模式及盈利能力等方面具有很强的竞争优势。近年来，公司资产规模有所增长，债务负担较轻，盈利能力处于行业领先水平，经营性净现金流持续净流入。同时，联合评级也关注到养殖行业面临的市场风险和疫情风险较大、饲料原材料价格波动以及猪肉价格下降等因素可能对公司信用水平产生的不利影响。

未来，公司将继续扩张养猪业，稳步发展养鸡业；同时考虑到我国猪肉销售价格存在因供给收缩而大幅上涨的可能，公司的盈利能力和综合实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综合上述因素，基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

优势

1. 公司是国内养殖行业的龙头企业，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，养殖技术水平行业领先。

2. 近年来，公司肉猪和肉鸡出栏量均位于全国前列，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。

3. 公司与农户（或家庭农场）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，已形成相对成熟的管理体系。

4. 近年来，公司资产规模有所增长，债务负担较轻，经营性净现金流持续净流入，财务状况良好。

关注

1. 公司所处养殖行业周期性较强，且受市场波动和动物疫情影响较大。

2. 近年来，受猪周期下行阶段、非洲猪瘟以及 H7N9 疫情等因素影响，公司商品肉猪价格下降、商品肉鸡销量减少，整体经营业绩有所下降。

3. 公司主营业务成本中饲料成本占比较大，近年来，饲料原材料价格波动较大，对成本控制形成挑战。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

罗 峤

电话：010-85172818

邮箱：luoq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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 1993 年 7 月设立的“新兴县温氏食品集团有限公司”，由温鹏程等 46 位自然人出资，注册资本为 1,288 万元。1994 年 10 月，公司名称变更为“广东温氏食品集团有限公司”。1999 年 4 月，公司增资扩股，增加“温氏有限工会”为新股东（系工会代其他员工持股），注册资本增至 11,188 万元。2012 年 12 月，公司改制为股份有限公司，并引入战略投资者中金佳泰（天津）股权投资基金合伙企业（以下简称“中金佳泰”）作为股东，注册资本增至 31.90 亿元。2013 年 4 月，公司对工会代持股进行了公证确权，其中法人股东中金佳泰持股 1.50%，6,841 名自然人股东（含原工会解除代持关系的直接持有者）共持股 98.50%。2015 年 11 月，公司换股吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司，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”），注册资本 36.25 亿元。2018 年 8 月，公司名称变更为现名。历经多次增资，截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 53.13 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。截至 2019 年 3 月底，温氏家族 11 名成员（温鹏程、温均生、温志芬、温小琼、梁焕珍、伍翠珍、温子荣、陈健兴、刘容娇、孙芬、古金英）合计持股 16.30%，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，温氏家族为公司实际控制人。截至 2019 年 7 月底，温氏家族持有的公司股份不存在股票质押情况。

表1 截至2019年3月底公司前十大股东持股情况（单位：股、%）

排名	股东名称	持股数量	占总股本比例
1	温鹏程	216,716,982	4.08
2	严居然	148,966,882	2.80
3	梁焕珍	142,839,961	2.69
4	温均生	139,824,250	2.63
5	黎沃灿	132,106,089	2.49
6	温小琼	129,239,380	2.43
7	温志芬	126,208,835	2.38
8	黄伯昌	108,775,999	2.05
9	严居能	106,364,473	2.00
10	温木桓	105,409,878	1.98
合计		1,356,452,729	25.53

注：温氏家族中，温鹏程、温均生、温志芬、温小琼、梁焕珍位列前十大股东
 资料来源：公司提供

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 2019 年 3 月底，公司总部设立行政管理部、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）和采购中心 10 个职能部门，拥有养禽事业部、养猪事业部和大华农事业部 3 个主要事业部（见附件 1）。

截至 2018 年，公司纳入合并范围的子公司共 275 家，在职员工共计 48,639 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 539.50 亿元，负债合计 183.77 亿元，所有者权益（含少数股东权益）355.74 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 345.68 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 572.44 亿元，净利润（含少数股东损益）42.56 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 39.57 亿元；经营活动现金流量净额为 64.94 亿元，现金及现金等价物净增加额为 15.84 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 530.90 亿元，负债合计 176.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）354.43 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 344.57 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业总收入 139.72 亿元，净利润（含少数股东损益）-4.55 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 -4.60 亿元；经营活动现金流量净额为 -4.36 亿元，现金及现金等价物净增加额为 -3.97 亿元。

公司注册地址：广东省云浮市新兴县新城镇东堤北路 9 号；法定代表人：温志芬。

二、本期债券及债券募集资金用途

1. 本期债券概况

经中国证监会（证监许可〔2018〕1692 号）文件核准，公司获准在中国境内向合格投资者公开发行面值总额不超过 50 亿元（含）公司债券，采用分期发行方式。

首期公司债券名称为“温氏食品集团股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行规模不超过 5 亿元；期限为 5 年，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券为固定利率债券，票面利率由公司和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定。本期债券票面利率采取单利按年计息，利息每年支付一次，最后一期利息随本金一起支付。

本期债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券的募集资金扣除发行费用后拟用于补充流动资金。

三、行业分析

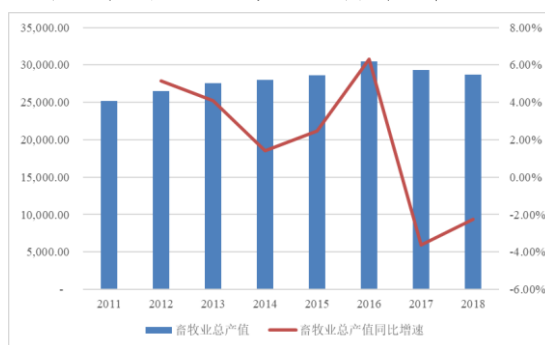
公司主营业务为肉猪养殖和肉鸡养殖，属于养殖业。

1. 行业概况

养殖业是通过畜禽养殖将牧草和饲料等植物能转变为动物能的生产部门，是农业重要组成部分。养殖业具有弱质性，易受畜禽疫病、特殊天气、自然灾害侵扰；也具有在地性，需要与气候、水土等资源条件匹配。我国养殖业整体呈现产业集中度较低、单产水平较低、产品附加值低的三低特点，其上游为种植、饲料等行业，下游为肉食屠宰、农副产品加工行业。

改革开放以来，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。近年来，受我国宏观经济发展增速趋缓影响，养殖业总产值整体稳定。2016—2018 年，我国养殖业总产值稳中有降，分别为 3.05 万亿元、2.94 万亿元和 2.87 万亿元，年均复合下降 2.94%，主要系行业内占比较大的肉猪养殖子行业不景气影响所致。

图 1 近年来我国畜牧业总产值及增长率（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局

从主要产品产量来看，2016—2018 年，我国猪牛羊禽肉合计产量整体稳定，分别为 0.84 亿吨、0.84 亿吨和 0.85 亿吨。从人均肉类消费来看，2016—2018 年，按照国家统计局每年末公布的总人口数测算，我国人均猪牛羊禽肉占有量稳中有升，分别为 60.49 千克、60.65 千克和 61.04 千克。考虑到人均猪牛羊禽肉的消费韧性，预计我国养殖业总产值中短期内将保持稳定，长期须考虑人口因素影响。

表 2 近年来我国养殖业主要产品产量及增速（单位：万吨、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	复合增长率
猪肉	5,425.49	5,340.00	5,404.00	-0.20
牛肉	616.91	726.00	644.00	2.17
羊肉	460.25	468.00	475.00	1.59
禽肉	1,861.35	1,897.00	1,994.00	3.50
小计	8,364.00	8,431.00	8,517.00	0.91
禽蛋产量	3,160.54	3,096.29	3,128.00	-0.52
牛奶产量	3,064.03	3,038.62	3,075.00	0.18

资料来源：国家统计局

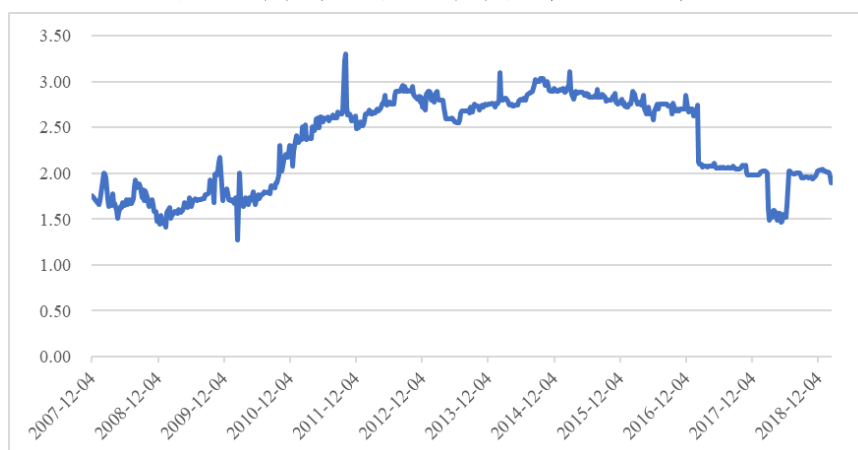
总体看，近年来，受我国宏观经济发展增速趋缓、行业内占比较大的肉猪养殖子行业不景气影响，养殖业总产值稳中有降，但主要产品产量保持稳定。

2. 行业上游

养殖业上游原材料主要为饲料和饲料添加剂。

饲料主要由玉米和豆粕构成。玉米供给量方面，近年来，我国玉米供应一直宽松，存在库存过剩现象。玉米价格方面，2016 年，玉米临时收储政策调整（取消玉米主产区东北三省和内蒙古自治区的保护价格，玉米临时收储政策调整为“市场化收购”加“补贴”），导致玉米价格在 2016 年底发生断崖式下跌。2017 年，玉米价格整体处于下降周期。2018 年是临储收购政策改革的第三年，玉米市场化改革进一步深化，玉米消费量稳步增长，玉米市场价格重心有所上移，但涨幅有限。具体看，2016—2018 年，全国玉米批发平均价分别为 2.70 元/公斤、1.98 元/公斤和 2.05 元/公斤。截至 2018 年底，我国玉米批发平均价格较年初上涨 3.54%，上涨程度较为温和。

图 2 近年来我国玉米批发平均价（单位：元/公斤）



资料来源：Wind

从豆粕价格来看，豆粕的供需结构由大豆的供需结构决定。大豆供给方面，受进口大豆的低价冲击，国内农民种植大豆积极性不高，大豆产量在 2004 年后波动下降，直到 2015 年在大豆产业政策的刺激下才有所增长，但进口依存度依然在 85% 左右。豆粕价格方面，2018 年前三季度，在中美贸易摩擦升级等因素影响下，豆粕价格持续走高，但自第四季度起，由于贸易摩擦影响逐步在休战共识下减弱，以及南美大豆丰产，我国豆粕现货价格持续走低。截至 2018 年底，我国豆粕现货价格为 3,025.88 元/吨，较年初下降 1.46%，整体保持稳定。尽管 2019 年以来中美贸易摩擦有所反复，但考虑到我国可以从巴西、阿根廷等地进口大豆，以及中国饲料工业协会提倡降低饲料中的蛋白含量，预计未来我国大豆、豆粕出现供不应求局面的概率较小。

饲料添加剂，是指在饲料加工、制作、使用过程中添加的少量或者微量物质，包括营养性饲料添加剂和一般饲料添加剂。目前市场上主要的饲料添加剂有鱼粉、蛋氨酸和赖氨酸等。以鱼粉为例，由于国产鱼粉质量不及进口鱼粉，我国鱼粉主要依靠从智利、秘鲁等南美洲国家的进口；2016—2018 年，我国饲料用鱼粉进口量分别为 104 万吨、158 万吨和 146 万吨，年均复合增长 18.48%；我国鱼粉产量分别为 43 万吨、34 万吨和 51 万吨，增幅远低于进口。鱼粉价格在经历了 2014 年的大幅上涨和 2015 年初的快速回调后，2015 年第二季度以来我国鱼粉平均价格一直在 9,450 元/吨至 12,800 元/吨之间波动。饲料行业所需鱼粉等添加剂对进口的依赖仍将继续，由于需求方议价能力弱，价格下降空间不大，对饲料行业成本控制有一定影响。

总体看，近年来，玉米价格上涨程度较为温和，豆粕价格整体保持稳定，鱼粉的供给依赖进口。

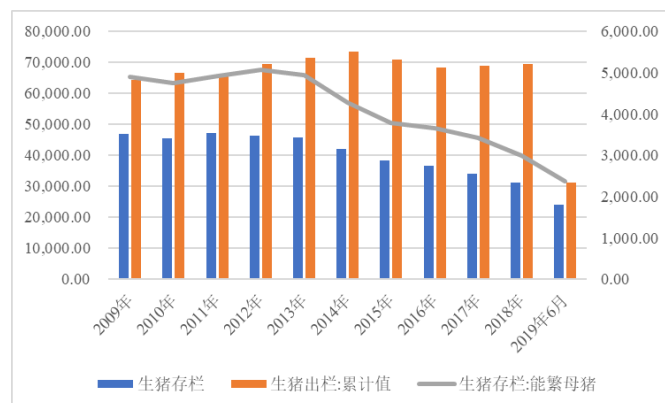
3. 生猪养殖

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；但目前生猪养殖行业集中度仍比较低，肉猪养殖的经营主体仍以农户为主。截至 2018 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。

供给方面，从能繁母猪存栏量来看，2012 年至今，受散养户逐步退出等因素影响，能繁母猪存栏量持续下跌。但受规模化养殖程度提升影响，PSY 指标（每头母猪每年所能提供的断奶仔猪头数）不断上升，一定程度上弥补了能繁母猪存栏量下跌带来的影响。受 2016 年生猪禁养区拆迁以及 2017 年底之前要完成禁养区猪场关闭的影响，2017 年我国生猪存栏量较上年有所下降，出

栏量较上年略有增加。截至 2017 年底，我国生猪存栏量 34,153 万头，较年初下降 8.91%；2017 年生猪出栏量 68,861 万头，较上年上升 0.52%。截至 2018 年底，我国生猪存栏量 31,111 万头，较年初下降 7.12%；2018 年生猪出栏量 69,382 万头，较上年上升 0.76%，主要系受非洲猪瘟影响，养殖户加速出栏所致。补栏不及时、出栏在加速的状况将可能导致未来一段时间内生猪供给不足。

图 3 近年来我国生猪养殖的供给端相关情况（单位：万头）

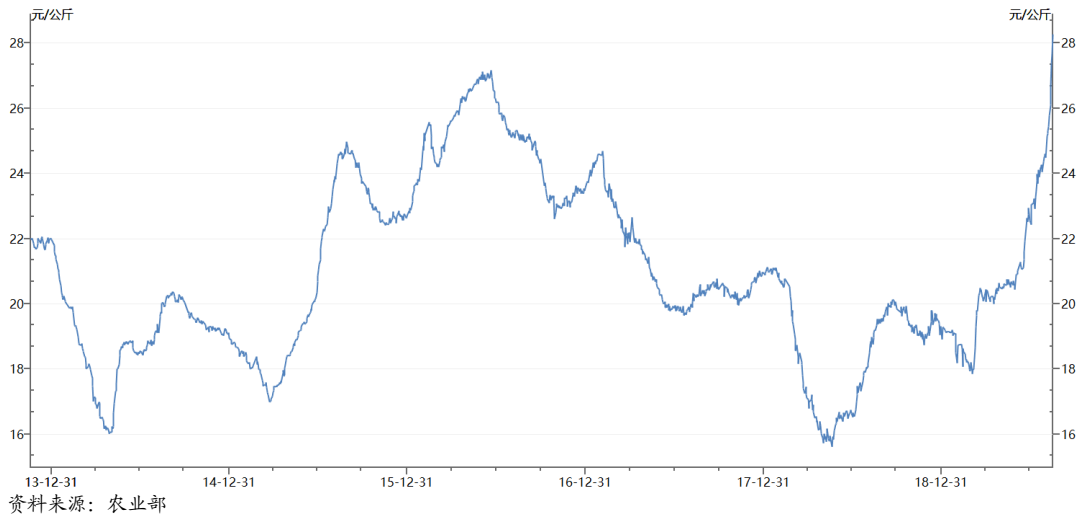


数据来源：中国政府网、国家统计局

需求方面，我国猪肉消费总量（以猪肉生产量代替）在 2014 年之前保持总体增长态势，并于 2014 年达到 5,719 万吨的历史高点。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。2016—2018 年，我国猪肉消费量整体稳定，分别为 5,425.49 万吨、5,340.00 万吨和 5,404.00 万吨，年均复合下降 0.20%；人均猪肉占有量整体稳定，分别为 39.24 千克、38.62 千克和 39.08 千克。考虑到我国居民的饮食习惯，预计未来猪肉需求量仍将保持稳定。

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。2016 年，受生猪存栏较低以及极端气温影响，猪价快速上涨，并于 2016 年年中到达 21.12 元/公斤的历史高位；2016 年下半年，生猪价格先降后升，整体维持高位。2017 年，受生猪存栏量和能繁母猪存栏量持续走低，以及养殖户补栏积极性犹存等多因素影响，猪肉价格呈现出供需博弈格局下的下行趋势。截至 2017 年底，生猪价格为 14.92 元/公斤，较年初的 18.14 元/公斤下降 17.75%。2018 年上半年，生猪价格延续下降趋势，并于 2018 年 4 月底到达截至目前本轮猪周期调整的最低点 10.10 元/公斤；2018 年下半年生猪价格在产能出清、非洲猪瘟导致全国调运受阻的综合影响下震荡下行。2019 年以来，受生猪产能不足、非洲猪瘟持续的影响，我国猪肉价格先降后升，呈现 V 形反转格局。具体而言，根据农业部公布数据，我国猪肉平均批发价从 2019 年 3 月第一周开始由降转升。截至 2019 年 2 月底，我国猪肉平均批发价为 17.95 元/公斤，较上年底下降 7.04%；截至 2019 年 3 月底，我国猪肉平均批发价为 20.25 元/公斤，较上年底上涨 4.87%。长期来看，非洲猪瘟疫情得到有效控制后，猪价存在因供给收缩而大幅上涨的可能。

图 4 近年来我国猪肉平均批发价（单位：元/公斤）



总体看，目前我国生猪养殖集中度仍属较低，产能经连年下降略显不足，猪肉消费总量较为稳定；未来一段时期内，猪价存在因供给收缩而大幅上涨的可能。

4. 肉鸡养殖

我国肉鸡主要包括白羽肉鸡、黄羽肉鸡和肉杂鸡，在鸡肉产量中的占比大致为 60%、35%和 5%。就白羽肉鸡和黄羽肉鸡两大主流品种而言，白羽肉鸡具有成长快、抗病差、规模化养殖程度高的特点，多用于快餐市场；黄羽肉鸡具有成长慢、口感好、抗病好、规模化养殖程度不高的特点，多用于鲜食市场。近年来，年出栏 5 万羽以下的肉鸡养殖户不断减少，5 万羽以上的规模化养殖户逐渐增多，根据农业农村部披露情况，截至 2018 年 6 月底，我国肉鸡规模化率已达 79%，远高于其他畜种。规模化养殖企业凭借不断提升的生产效率及内部治理能力将规模、资金、技术和成本等优势进一步扩大，普通散养户很难与之竞争，特别是在面对 H7N9 等突发事件时，规模化企业凭借着雄厚的资金实力与全面的疫病预防机制，能够有效化解风险。

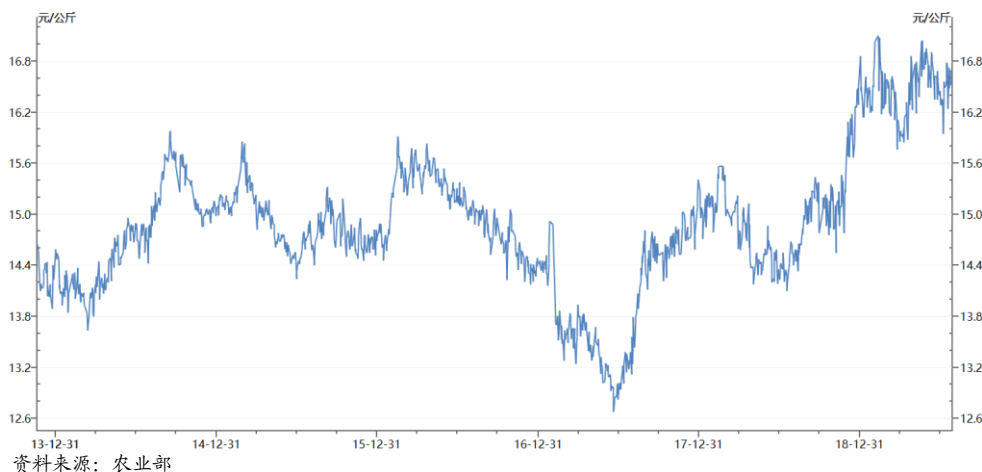
供给方面，从白羽肉鸡祖代鸡引种情况来看，2016 年，我国白羽肉鸡祖代鸡引种主要来自于波兰、西班牙和新西兰，全年祖代鸡引种规模为 63.86 万套，较上年下降 11.33%；2017 年，波兰、西班牙等地连续爆发高致病性禽流感，导致我国引种禁令再度升级，全年白羽肉鸡祖代鸡引种及自繁量为 68.71 万套，较上年变化不大；2018 年，我国白羽肉鸡祖代鸡引种及自繁量为 88 万套左右（中国畜牧业协会数据），供给水平有所回升，但仍属不足。从黄羽肉鸡祖代鸡供给情况来看，我国黄羽肉鸡祖代鸡产生方式主要为国内品种自繁，其祖代鸡供给有保障。从黄羽肉鸡父母代存栏量来看，2016—2018 年，我国黄羽肉鸡父母代存栏量分别为 3,671.34 万套、3,491.48 万套和约 3,600.00 万套，供给水平基本保持稳定。

需求方面，近年来，我国禽流感疫情出现频繁，较大程度影响了鸡肉等禽肉的消费量。2016 年，我国鸡肉消费量为 1,273 万吨。2017 年初，我国爆发严重的 H7N9 禽流感，造成工厂、学校等禽肉需求量大幅下降，鸡肉消费量为 1,191 万吨，较上年下降 6.43%。2018 年，我国鸡肉消费量为 1,197 万吨，较上年变化不大。考虑到我国居民膳食习惯，预计未来我国鸡肉消费量将长期保持稳定。

价格方面，受近年来主动和被动去产能叠加影响，祖代鸡的供给大幅下降，并经商品代鸡传导，推升了鸡价上升。截至 2016 年底，白条鸡平均批发价格为 14.44 元/公斤。截至 2017 年底，

白条鸡平均批发价格上涨至 15.41 元/公斤，随后延续上涨态势。截至 2018 年底，白条鸡平均批发价格上涨至 16.51 元/公斤，成为近年来的最高点。在不发生大规模疫病的情况下，受肉鸡供应量缩减的影响，近期内鸡价维持高位运行的可能性较大。

图5 近年来我国白条鸡平均批发价（单位：元/公斤）



总体看，我国肉鸡养殖行业规模化养殖程度很高；近年来受供给收缩影响，鸡价有所上行。

5. 行业政策

（1）“生猪养殖北上”政策

根据我国农业部（现为“农业农村部”）发布的《全国生猪生产发展规划（2016—2020年）》和《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》，为纾解南方水网地区生猪饲养密度，推动大型养猪企业在东北、西北等潜力发展区布局，养猪生产区域布局出现“生猪养殖北上”的新趋势。同时，规模化养殖快速发展，产业集中度稳步提升，据农业部统计，2016年，畜禽规模养殖比例提升为56%，较上年提高两个百分点。

2017年2月，农业部办公厅印发了《2017年畜牧业工作要点》（以下简称“《要点》”）。《要点》明确提出，将引导生猪养殖由北京、天津、上海、江苏、浙江、福建、广东、安徽、江西、湖北、湖南等限制发展区域向潜力增长区东北的黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古以及西南的云南和贵州转移，在转移过程中出现的供应缺口将由禽类以及牛羊等肉类来补上，并选择几个典型县开展生猪种养结合循环发展试点。

（2）环保政策

2016年，我国环保政策密集出台，环保门槛持续提高。国务院陆续发布《土壤污染防治行动计划的通知》《水污染防治行动计划》《“十三五”生态环境保护规划》等政策，明确要合理确定畜禽养殖布局和规模，大力推进畜禽养殖污染防治。划定禁止建设畜禽规模养殖场（小区）区域，加强分区分类管理，推行绿色发展，把环保列入政府考核，禁养区划定全面展开。

2018年1月，农业部办公厅印发了《2018年畜牧业工作要点》，提出继续推进畜禽养殖废弃物资源化利用，全面实施粮改饲政策，推动规模化养殖水平，提升中小养殖户的生产经营水平。

总体看，养殖业的环保要求逐渐提高，受此影响生猪养殖出现北上新趋势；同时，国家积极鼓励畜禽规模化养殖，推动行业集中度进一步提升。

6. 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，中国养殖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。

7. 行业发展

未来随着环保政策的趋严，养殖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；未来养殖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。

总体看，我国养殖业规模较大，近年来集中度逐步提高；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。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是一家拥有 30 多年创业历史的大型畜禽养殖企业，以肉鸡和肉猪养殖为主，是全国规模最大的肉鸡养殖企业、种猪育种和肉猪养殖企业，同时也是全国规模最大的黄羽肉鸡产业化供应基地和国家肉鸡 HACCP¹生产示范基地，国家瘦肉型猪生产技术示范基地、无公害肉猪生产基地和国家瘦肉型猪良种工程示范基地。2018 年，公司肉猪和肉鸡产量分别为 2,229.70 万头和 7.50 亿只，均位于全国前列。截至 2019 年 3 月底，公司合计拥有 400 多个养殖生产基地，合作养殖农户已达到 4.91 万户，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；公司拥有存栏种鸡约 1,277 万套，存栏种猪约 134.96 万头。

总体看，公司作为养殖行业龙头企业，养殖规模较大，综合竞争力较强。

¹ HACCP: Hazard Analysis Critical Control Point, HACCP 体系是国际上共同认可和接受食品安全保证体系，主要是对食品中微生物、化学和物理危害进行安全控制。

2. 养殖技术

公司建立了完善的生产技术管理体系，形成了公司总部研究院（技术中心）、区域管理公司生产技术部、养殖公司技术管理小组的三级技术管理架构，建立了从“生产实际需求分析”到“技术研发”到“成果转化”的一整套技术研发与应用管理机制，形成了以企业为主体，以市场为导向，以产学研合作为依托的技术创新体系。

公司与包括华南农业大学在内的多所知名农业院校和科研院所进行了长期深度的产学研合作，已建成国家级企业技术中心、国家生猪种业工程技术中心、农业部重点实验室、博士后科研工作站、广东省企业研究院等科研平台，拥有一支以 20 多名行业专家、60 多名博士为研发带头人的高素质科技人才队伍。

公司掌握了畜禽育种、饲料营养、疫病防治等方面的关键核心技术，拥有多项国内领先、世界先进的育种技术。目前，公司种猪 PSY 为 24 左右；已培育出国家畜禽新品种（配套系）9 个。公司自主建立了科学的畜禽饲料原料数据库，广泛应用安全生物技术产品，构建了完善的饲料品控体系，保障了饲料的质量安全和畜禽产品的安全。

截至 2018 年底，公司累计获得国家级科技奖项 6 项，省部级科技奖励 52 项，新兽药证书 34 项，拥有发明专利 124 项，实用新型专利 222 项，国家计算机软件著作权 30 项。

总体看，公司与多所高校产学研合作，具有较强技术研发能力，养殖技术领先。

3. 人员素质

公司现有董事、监事及高级管理人员 25 人，其中董事 12 人（含独立董事 4 人），监事 5 人（含职工监事 2 人），高级管理人员 11 人（含非董事高级管理人员 8 人）。

公司董事长温志芬先生，1970 年生，中国国籍，研究生学历；1993 年进入温氏股份的前身工作，历任公司副总裁、常务副总裁、总裁、副董事长，2017 年 4 月至今任公司董事长。

公司总裁严居然先生，1962 年生，中国国籍；1983 年进入公司前身工作，历任公司副总裁、技术总监、常务副总裁，现任公司总裁兼董事。

截至 2018 年底，公司本部及下属子公司共有员工 48,639 人，按学历构成划分，大专及以上学历占 23.51%，大专以下占 76.49%；按岗位构成划分，生产人员占 79.28%，销售人员占 3.74%，技术人员占 5.71%，财务人员占 3.07%，行政人员占 8.20%。

总体看，公司高级管理人员专业管理经验丰富，员工文化程度构成合理，岗位结构符合行业特点，能够满足公司发展需要。

4. 外部支持

（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。2016—2018 年，公司计入当期损益的政府补助分别为 0.91 亿元、1.23 亿元和 0.85 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，即公司或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、动物保健品及疫苗等（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)的精神,公司及其子公司申报免征增值税的饲料以及预混料产品经省级税务机关认可的饲料质量检测机构抽查检验合格,免征增值税;公司的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)的规定,按简易办法依照6%的征收率计算缴纳增值税,根据《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,生物制品增值税率自2014年7月1日起由6%调整为3%;公司的全资子公司新兴大华农禽蛋有限公司销售自产的胚蛋等初级农产品免征增值税。

企业所得税方面,根据《中华人民共和国企业所得税法》《中华人民共和国企业所得税法实施条例》和《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,公司及其子公司以“公司+农户”经营模式从事农、林、牧、渔业项目生产,可以享受免除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;2017年12月,公司的全资子公司大华农通过高新技术企业复审,2017—2019年的企业所得税率为15%;2017年12月,公司的全资子公司肇庆大华农生物药品有限公司通过高新技术企业复审,2017—2019年的企业所得税率为15%。2017年11月,公司的控股子公司佛山正典取得高新技术企业证书,2017—2019年的企业所得税率为15%。

总体看,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。

五、管理分析

1. 治理结构

公司设股东大会,股东大会是公司的最高权力机构。股东大会依法决定公司的经营方针和投资计划、审议批准董事会报告及监事会报告、审议批准公司利润分配方案、财务预算方案、决算方案。

公司设董事会。董事会依法执行股东大会决议,决定公司经营计划和投资方案,制定公司年度财务预算方案、决算方案。董事由股东大会选举或更换,任期三年,连选可以连任。公司董事12人(其中独立董事4人),设董事长1人;董事长由全董事过半数选举产生。

公司设监事会。董事、总裁及其他高级管理人员不得兼任监事。公司监事5人,其中职工代表监事2人,由公司工会工作委员会或者其他形式民主选举产生。监事任期三年,连选可以连任。监事会有权检查公司财务、对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。

公司设总裁1名、副总裁若干名,由董事会聘任或解聘。公司总裁对董事会负责,主要行使主持公司生产经营管理工作,组织实施董事会决议、年度经营计划和投资方案等职权。

总体看,公司履行了上市公司的相关监管规定,治理结构相对清晰,组织机构的设置可以满足

足经营与管理需要。

2. 内部管理

截至 2019 年 3 月底，公司总部设立行政管理部、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）和采购中心 10 个职能部门，拥有养禽事业部、养猪事业部和大华农事业部 3 个主要事业部（见附件 1）；公司在实际经营管理中，大量启用温氏家族以外的成员，通过明确岗位职责，以及合理的价值评价和价值分配体制，提高了公司内部管理的整体水平。

采购管理方面，公司成立了饲料采购中心，负责饲料原料采购、物流以及饲料厂原料仓储的监督工作。公司制定了《饲料原料采购管理办法》《饲料原料货款支付操作细则》，对采购组织体系、采购计划管理、库存控制、合同管理、货款支付等有关内容做出了规定。同时，公司还制定了《饲料原料及药物疫苗采购业务人员行为规范》，进一步明确了采购人员的职业操守和行业准则。公司成立了由副总裁领导的大宗物品集中采购领导小组，对工程设备、生产消耗物资用具和办公用品也实行集中采购，其他小额物料由下属公司制定了采购制度，严格实行“预算-审批-采购-验收-付款”流程，确保采购价格在合理、可控的范围内。通过 OA 原料采购电子平台和 EAS 网上管理系统，对原料电子合同、物流运输、验收入库流程、供应商资源等进行统筹协调管理。同时，公司建立健全了供应商档案和物料供应商质量评估体系，并与供应商签订质量安全承诺书。

安全生产方面，公司坚持“安全第一，预防为主，综合治理”的方针，建立了安全生产责任制，制定了《公司安全生产管理制度》等安全生产制度。实行养禽事业部、养猪事业部、大华农事业部三大事业部“一把手”责任制，事业部总裁是其业务范围安全生产工作的第一责任人，并在公司事业部和区域管理单位设有安全生产领导小组和工作小组。安全生产领导小组负责贯彻上级有关安全生产工作的方针、政策和法规；研究、协调其内部的重大安全生产问题，部署有关安全生产工作；制定其内部安全生产管理制度，监督检查各生产部门安全生产规章制度的建立健全及落实情况；负责其内部较大和重大安全事故调查与处理的领导与组织工作。工作小组主要负责公司安全生产日常工作，并根据上述制度对日常安全生产活动进行指导、检查、督促、管理和落实。公司下属各生产单位结合相关 ISO 管理体系的要求，制定和完善各个生产环节的安全生产管理规范 and 安全生产管理规定；制定和完善各项生产设备设施的安全生产操作规程。

销售管理方面，公司对销售业务进行统一管理，并制定了《关于加强养殖公司销售部内控管理工作的规定》《关于加强养殖公司销售内控管理的补充规定》等销售管理制度；规定了各产业的销售流程，并建立了温氏网上办公销售网信息系统，监控销售、发货、货款结算及回笼等过程，通过岗位分离控制、电子磅自动生成销售单据、价格短信审批控制等手段提高销售过程的可控性。公司下属养殖公司严格执行现货现款、先收款后发货的规定，其他产业公司也制定了货款管理办法，严格监控货款的回收时间。公司所建立销售与收款方面的管理规定和流程控制，确保了销售业务正常、有效地运行。

财务管理方面，公司结合行业特点和自身实际情况，以国家颁发的《企业会计准则》及相关规章制度为准绳，制定并不断完善了多项的财务管理制度和资金管理制度，有效地规范了企业的各项经营活动，保证了公司业务的发展，业绩的稳步增长。公司在财务和资金方面实施高度集中管理，为提高资金的使用效率并降低财务成本，公司下属各单位的资金必须由公司进行统一调配和使用，超出核定限额的资金应及时划拨到公司财务部指定的账户。分子公司如因业务需要超限额保留资金的，须以书面形式提出申请，并经公司财务部审核批准。

对外担保方面，为规范担保行为，切实防范经营风险，公司制订了严格的对外担保决策制度。公司对外担保遵循合法、审慎、互利、安全的原则，对外担保实行统一管理，所有的对外担保（包括公司对控股子公司的担保）都必须经公司董事会或股东大会批准。

公司对分、子公司实行层级管理：公司成立了养禽事业部、养猪事业部、大华农事业部三大事业部，实行事业部负责制。根据畜禽养殖业务管理特点及公司区域发展规划，公司在事业部下面又设立了若干个区域管理单位，每个区域管理单位管理若干个分、子公司。区域管理单位是虚拟管理平台，有少部分区域管理单位结合其所管辖的分、子公司构成情况设置为实体法人。公司建立了《广东温氏食品集团股份有限公司控股子公司管理制度》，对控股子公司主要从章程制定、人事、财务、经营决策、信息管理、检查与考核等方面进行管理。同时，通过设立事业部和区域管理单位，实现层级管理。分、子公司的经理对区域管理单位的总经理负责，区域管理单位的总经理对事业部负责，公司下属分、子公司的人事、业务、财务工作，在公司统一指导下独立开展，在保证有效管理、控制风险的同时，提高公司管理效率。

关联交易方面，为规范公司及下属子公司的关联交易行为，确保关联交易的合法性、合理性、公允性，公司依据《公司法》《企业会计准则》等法律制定了严格的关联交易管理制度。在日常生产经营中，通过对内部关联交易定期及不定期的审查而进行协调监督控制，使内部关联交易合理、规范、顺畅，从而最大限度地维护公司整体利益。

总体看，公司管理结构较合理，制度建设较完善。随着公司经营规模的扩大，公司区域布局多元化，分支机构和管理层级增多，对公司的区域统筹能力及管理能力的提出更高要求。

3. 疫病防治

公司一直秉持着“预防为主、防治结合、防重于治”的疾病防控原则，拥有多年的疫病防治经验，设立了设备先进的生物实验室和试验基地，形成了一整套和公司相适应的四级生物安全和疾病防控管理体系。公司建立了主要畜禽传染病的病原学、血清学检测方法和方案，具备快速分离鉴定各种病原的能力，并可在较短时间内研发出具有针对性的防控办法，比同行企业更快、更有效地应对复杂疫情。依托于先进的自动化办公系统和 ERP（企业资源计划管理信息系统）管理系统，公司拥有完整的疾病监控系统。同时，基于完善的重大疾病的零汇报制度、常规疾病的周汇报和月汇报制度，公司总部实现了对分公司疾病发生情况进行密切监控，并对相关公司进行信息共享；对重要传染病流行规律实行实时监控制度，从而及时调整疫苗和区域性免疫方案；建立有完善的畜禽免疫程序和调整机制，每年定期调整免疫程序并下达生产单位，保证免疫效果达到最佳。辅助严密的生物安全体系及“全进全出”卫生消毒制度，保障畜禽大生产的稳定。截至 2019 年 3 月底，公司所属养殖场未发生过非洲猪瘟等重大动物疫情。

总体看，公司具有严格的畜禽养殖疫病防治体系，实际执行情况良好。

六、经营分析

1. 经营概况

公司的主要业务为肉鸡、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。2016—2018 年，公司营业收入波动下降，分别为 593.55 亿元、556.57 亿元和 572.36 亿元，年均复合下降 1.80%。2016—2018 年，公司净利

润逐年下降，分别为 122.38 亿元、69.99 亿元和 42.56 亿元，年均复合下降 41.03%，其中 2017 年较上年下降 42.81%，主要系肉猪、肉鸡的销售收入均下降以及肉猪的毛利率下降所致；2018 年较上年下降 39.19%，主要系肉猪毛利率大幅下降和管理费用增加所致。2016—2018 年，公司主营业务收入占营业收入比重均达 99% 以上，主营业务十分突出。

从收入结构上看，肉鸡、肉猪销售是公司收入和利润的主要来源。2016—2018 年，公司肉鸡销售收入波动增长，年均复合增长 1.88%，其中 2017 年有所下降主要系黄羽肉鸡市场行情波动以及疫情影响肉鸡销量下降所致，2018 年明显增长主要系肉鸡市场价格提高所致；占主营业务收入的比重波动提升，分别为 32.41%、31.58% 和 34.89%。2016—2018 年，公司肉猪销售收入持续下降，年均复合下降 5.29%，主要系商品肉猪销售价格下降所致；占主营业务收入的比重逐年下降，分别为 63.45%、63.01% 和 59.04%。公司其他业务包括肉鸭产品、肉鸽产品、兽药、肉制品加工产品、原奶及乳制品等，2016—2018 年，其他业务收入逐年增长，年均复合增长 18.93%，主要系肉鸭业务收入增长所致；其他收入占主营业务收入的比重分别为 4.14%、5.41% 和 6.07%，逐年略有提升，但对公司经营的影响仍较小。

表3 近年来公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
肉鸡	192.26	32.41	10.98	175.64	31.58	11.17	199.56	34.89	23.28
肉猪	376.43	63.45	38.05	350.49	63.01	24.80	337.66	59.04	12.32
其他	24.54	4.14	12.28	30.12	5.41	16.85	34.71	6.07	23.80
合计	593.23	100.00	28.21	556.26	100.00	20.07	571.93	100.00	16.84

资料来源：公司提供

毛利率方面，2016—2018 年，公司肉鸡业务毛利率逐年提升，分别为 10.98%、11.17% 和 23.28%，其中 2017 年较上年有所提升主要系玉米价格下降所致；2018 年较上年大幅提升 12.11 个百分点，主要系商品肉鸡销售价格上升所致。2016—2018 年，公司肉猪业务毛利率逐年下降，分别为 38.05%、24.80% 和 12.32%；主要系受猪周期下行阶段叠加非洲猪瘟影响，商品肉猪销售价格下降所致。2016—2018 年，公司其他业务毛利率逐年提升，分别为 12.28%、16.85% 和 23.80%，主要系占比较高的肉鸭业务收入和毛利率上升所致。受上述因素综合影响，2016—2018 年，公司主营业务毛利率逐年下降，分别为 28.21%、20.07% 和 16.84%。

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 139.66 亿元，较上年同期增长 6.17%；实现净利润 -4.55 亿元，较上年同期 14.84 亿元相比，出现较大幅度下滑，主要系公司肉鸡售价受行情影响下降、肉猪价格仍处于低位以及实施限制性股票激励计划增加 1.15 亿元的股票激励费用所致。

总体看，近年来，肉猪、肉鸡业务是公司收入和利润的主要来源，肉鸡业务的收入占比和毛利率不断提升；公司主营业务毛利率受肉猪销售价格影响较大。

2. 养殖产业

（1）采购

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、高粱等粮食和各类添加剂。

表4 2018年公司养殖业务生产成本构成（单位：%）

成本构成	肉猪	肉鸡
饲料原料	61.82	68.79
委托养殖费用	17.70	18.16
职工薪酬	6.91	4.49
药物及疫苗	5.30	3.65
固定资产折旧及摊销	2.89	1.31
其他	5.38	3.60
合计	100.00	100.00

资料来源：公司年报

公司实行以“集中采购为主，区域采购为辅”的采购模式。在决策管理方面，公司设立原料采购决策委员会，负责大宗原料的采购计划审批、采购策略制定、统筹协调、执行监督等工作。采购决策委员会拥有原料集中采购决策权，通过加强采购与养殖生产联动，制定阶段性采购策略和采购方案，全面指导和监督公司原料采购业务的开展；在实施管理方面，公司设立采购中心作为采购管理机构，下设片区采购中心和各专业采购单位，负责执行公司采购决策委员会制定的原料采购决策，与供应商签订采购合同，组织协调物流运输、监控库存，保障原料供应稳定。

公司以“集中采购”方式采购的原料主要包括大宗能量、蛋白、饲料添加剂等，如玉米、豆粕、小麦、油脂和氨基酸；采取“区域采购”方式采购的原料主要包括在公司下属分、子公司所在地生产的原料，如棉粕和菜粕等；原料主要用于公司的下设饲料厂进行饲料加工，加工后的饲料用于养殖基地种猪/种鸡养殖和农户商品猪/商品鸡养殖。随着公司养殖规模不断扩大，2016—2018年，公司饲料产量持续增长，分别为1,110.98万吨、1,178.18万吨和1,286.47万吨，年均复合增长7.61%。

采购渠道方面，玉米主要在东北、华北、华中、西北和西南等主要粮食产区采购；豆粕主要由沿海地区和川渝内陆等地的油厂和供应商供应；高粱主要是通过进口采购，由于高粱对玉米具有替代作用，公司会在衡量二者价格比较优势的基础上采购高粱，以控制养殖成本。货款结算方面，主要采用先货后款的方式。

2016—2018年，公司玉米采购量持续增长，分别为472.22万吨、683.25万吨和809.48万吨，年均复合增长30.93%，主要系公司养殖规模不断扩大，以及公司较多地使用玉米对高粱进行替代所致；玉米采购均价波动下降，分别为1,938元/吨、1,742元/吨和1,922元/吨，年均复合下降0.41%，主要系玉米的市场价格波动所致。

2016—2018年，公司豆粕采购量持续下降，分别为191.57万吨、189.69万吨和164.98万吨，年均复合下降7.20%，其中2018年豆粕采购量较上年下降13.03%，主要系中美贸易摩擦导致豆粕采购价格上涨所致；豆粕采购均价小幅上涨，分别为2,904元/吨、2,919元/吨和3,109元/吨，年均复合增长3.47%。

2016—2018年，公司高粱采购量持续下降，分别为218.00万吨、117.72万吨和47.75万吨，年均复合下降53.20%，主要系国家进口粮政策趋紧以及2018年高粱受中美贸易摩擦影响采购价格上涨所致；高粱采购均价波动下降，分别为1,850元/吨、1,667元/吨和1,813元/吨，年均复合下降1.01%。

表5 近年来公司主要原料采购量及采购价格（单位：万吨、元/吨）

项目	2016年		2017年		2018年	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
玉米	472.22	1,938	683.25	1,742	809.48	1,922
豆粕	191.57	2,904	189.69	2,919	164.98	3,109
高粱	218.00	1,850	117.72	1,667	47.75	1,813

资料来源：公司提供

2016—2018年，公司采购集中度持续上升，前五名供应商采购金额占年度采购总额的比例分别为19.47%、28.34%和39.09%，集中度一般。

总体看，近年来，随着养殖业务规模扩大，公司玉米的采购量持续增长，采购均价波动下降；豆粕的采购量持续下降，采购均价持续上涨；采购集中度尚可。

（2）生产

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。

种猪/种鸡繁育生产流程

①种猪繁育流程

猪育种流程方面，公司从国外进口优秀种猪或从国内挑选具有特色的地方品种作为遗传素材，以生长性能、繁殖性能及体型性状为主要选育指标对素材进行纯系选育，培育出稳定遗传的纯种品系（曾祖代种猪）。随后，公司按照选培计划对曾祖代种猪进行选配，母猪约经114天妊娠后分娩；在仔猪出生后的1~2天内，根据仔猪质量和留种计划进行初生选留；在仔猪约55天龄时，根据生长表现等对其进行再次选留；在仔猪5~6月龄左右，体重达115千克时，对猪群进行生长速度、背膘厚、料肉比和眼肌厚度等性能指标的测定，并结合体型性状，完成选种。性能优秀的个体进入核心育种群，更新优化核心群，繁殖下一世代，符合要求的优良个体用于繁育祖代种猪。

种猪繁育流程方面，公司根据性能目标和血缘对祖代种猪进行选配，母猪约经114天妊娠后分娩，在仔猪出生后的1~2天内，对仔猪进行初生选留；在仔猪约55天龄时，根据健康度和生长表现对其进行再次选留；在仔猪4月龄左右进行终测选留；性能优秀的个体按配套模式进行配套杂交，生产父母代种猪。

②种鸡繁育流程

鸡育种流程方面，公司主要以国内地方优质品种作为育种素材，以肉用性能、外观性状和繁殖性能为主要选育指标，培育出遗传稳定的纯种品系，并对各纯种品系进行持续选育。随后，公司收集纯种品系核心群所产种蛋并运往孵化厂进行系谱孵化，待21天后雏鸡出壳，将雏鸡运往育雏舍饲养至5~6周龄，转往育成舍饲养至17~20周龄（因品种而异），再转到产蛋舍饲养至产蛋期结束。在各次转群之前以及在既定的选种日龄，公司都将对鸡群进行选种，选种主要依据其外观性状、体重、体尺、饲料转化率等指标的测定结果，选种所保留的优秀鸡只将作为核心群；核心群在产蛋期某特定时间段内产出的种蛋用于繁殖下一代核心群，其余时间产出的种蛋可以作为曾祖代种蛋。

种鸡繁育流程方面，公司收集祖代种蛋，经孵化出雏后成为祖代鸡群，同样要经过育雏、育成和产蛋过程，各阶段时间、周龄与育种流程相似。祖代鸡也要经过选种、测定；选留鸡群在产蛋期将与另一品系的祖代鸡群按照配套模式进行配套杂交，生产父母代种蛋。

“公司+农户（或家庭农场）”养殖模式

公司推行紧密型“公司+农户（或家庭农场）”的产业分工合作模式，公司与农户以委托养殖

方式合作，根据职责进行合理的流程分工，准确计算合作农户（或家庭农场）应得的委托养殖费用，在肉鸡及肉猪产品生产过程中承担不同的责任和义务，公司按内部流程定价和核算方式与农户进行结算，与农户共同合作完成畜禽养殖产业链生产销售工作。在此模式下，农户作为养殖产业链诸多生产环节中的一环，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。

近几年，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）。2016—2018年，公司合作养殖农户数量逐年下降，分别为 5.86 万户、5.54 万户和 5.00 万户。截至 2018 年底，公司合作农户（或家庭农场）中，养鸡户 2.84 万户、养猪户 2.01 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。鸡养殖方面，2016—2018 年，公司鸡养殖户每只鸡的收益分别约为 3.57 元、3.38 元和 3.56 元。猪养殖方面，2016—2018 年，公司猪养殖户每头猪的收益分别约为 260.39 元、256.45 元和 207.51 元。在市场行情波动的情况下，公司基本保持养殖户收益的稳定，进一步巩固了与养殖户合作的稳定性；但随着公司持续扩张，在未来合作农户数量增加的预期下，管控难度加大，公司仍面临一定的管理风险。

肉猪及肉鸡产量

公司肉猪及肉鸡业务均根据合作养殖农户提前提出的养殖需求出栏猪苗与鸡苗。肉猪业务方面，近年来，公司持续优化种猪场生产流程，增强养猪业务的可持续发展能力，并着手布局屠宰加工业务，为未来发展奠定了坚实的基础。2018 年，公司完成种猪场新增开工产能 666.20 万头，竣工产能 552.70 万头；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 246.00 万头，完成了全国区域种猪育种基地布局。2016—2018 年，公司商品肉猪产量持续增长，分别为 1,712.73 万头、1,904.17 万头和 2,229.70 万头，年均复合增长 14.10%。

肉鸡业务方面，近年来，公司大力推进养鸡业转型升级，推动管理组织制度创新，优化升级肉鸡品种。一方面，公司将原广东省内 3 个区域管理公司进行合并，并整合其他规模较小的一体化公司；另一方面，公司着力培育高档类品种和适合屠宰类品种，修订完善了 13 个品种的产品质量标准，9 个品种的饲养标准，新兴矮脚黄鸡、丝羽乌骨鸡、青脚麻鸡 1 号等重点品种质量得到提升。2016—2018 年，商品肉鸡产量小幅下降，分别为 8.49 亿只、7.76 亿只和 7.50 亿只，年均复合下降 6.01%，主要系 H7N9 禽流感所致。

养殖质量控制

公司按照农户猪舍/鸡舍规模与农户签订委托养殖合同。进苗前，农户须按公司统一标准完成猪舍/鸡舍与育雏用具的清洗消毒，准备好生产用具，并做好猪舍/鸡舍预温工作，随后参加公司的进苗前技术培训；公司服务部养户管理员现场检查农户准备工作达标后，准许其进苗。农户按照公司的排苗计划去养殖基地领取猪苗/鸡苗，农户和养殖基地工作人员共同清点猪苗/鸡苗数量并确认质量，双方无异议后，养殖基地工作人员将数据录入 ERP 系统，随后，公司与农户签订《食品安全承诺书》，农户承诺按照公司养殖操作规范进行养殖，全程使用公司提供的种苗、饲料、药物、疫苗，病死肉猪/肉鸡按照公司无害化处理规定进行处理，自觉接受公司并配合有关肉猪/肉鸡上市前相关检疫工作。

养殖管理方面，公司服务部养户管理员不定期到场检查猪舍/鸡舍环境；农户按照公司制定的用料标准去公司下设的饲料厂领取饲料后喂食肉猪/肉鸡，服务部养户管理员对农户进行料量监督

和管理；生产技术部每月抽样检查养户饲养的肉猪/肉鸡抗体水平；肉猪/鸡群出栏前 7 天，公司抽样检测肉猪/肉鸡药物残留和抗体水平，经检测合格后方准出栏，确保出栏肉猪/上市肉鸡的质量和食品安全。

总体看，近年来，公司采取紧密型“公司+农户（或家庭农场）”的生产模式，大力发展肉猪和肉鸡业务；通过保证合作农户收益，稳定公司产能。

（3）销售

截至 2018 年底，公司拥有 275 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。

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。截至 2018 年底，公司在全国 23 个地市级建设了 60 家批发零售中心，开设了食品专卖店 10 家。2016—2018 年，公司肉鸡销量持续下降，分别为 8.48 亿只、7.76 亿只和 7.48 亿只，年均复合下降 6.08%，主要系 2017 年 H7N9 流感事件对养鸡行业产生较大冲击，肉鸡消费需求下降所致。2016—2018 年，肉鸡销售均价波动上涨，分别 5.82 元/斤、5.82 元/斤和 6.85 元/斤，其中 2018 年肉鸡销售均价较上年增长 17.60%，主要系肉鸡市场行情回暖所致。

2016—2018 年，公司肉猪销量快速增长，分别销售 1,712.73 万头、1,904.17 万头和 2,229.70 万头，年均复合增长 14.10%，主要系公司业务规模不断扩大，肉猪的出栏量大幅增长所致；销售均价持续下降，分别为 9.20 元/斤、7.49 元/斤和 6.41 元/斤，主要系猪周期下行阶段猪肉市场价格下跌所致。

2016—2018 年，公司肉猪产销率均为 100%；肉鸡产销率均接近 100%，有少量库存。

表6 近年来公司销售情况（单位：亿只、万头、元/斤）

项目	2016年		2017年		2018年	
	销售量	平均售价	销售量	平均售价	销售量	平均售价
肉鸡	8.48	5.82	7.76	5.82	7.48	6.85
肉猪	1,712.73	9.20	1,904.17	7.49	2,229.70	6.41

资料来源：公司提供

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。根据与客户交货地点的不同区分不同情况：销售肉鸡时，均由合作农户（或家庭农场）将肉鸡运输至公司销售部后由公司统一完成对外销售，公司客户在公司销售部进行商品交接；销售肉猪时，考虑其商品特性，由客户在公司完成相应销售手续后，至公司指定的已经完成产品上市前检测的合作农户（或家庭农场）处直接进行提货。公司销售区域集中在华南区域和华东区域，2016—2018 年，华南区域和华东区域销售收入占营业收入的比例均大致为 50%和 25%。货款结算方面，基本是现款现货，不占用公司营运资金。

客户集中程度方面，2016—2018 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分别 3.14%、4.52%和 6.00%，保持在较低水平。

总体看，近年来，受疫情及市场行情影响，公司肉鸡销量持续下降，销售均价有所上涨；肉猪销量快速增长，销售均价持续下降；公司销售网络布局较广，华南区域和华东区域销售占比高；客户集中度维持在较低水平。

3. 其他业务

公司注重经营发展的“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，2016—2018 年，其他业务收入逐年增长，分别为 24.54 亿元、30.12 亿元和 34.71 亿元。

2018 年，公司其他业务收入主要由其他养殖类业务收入 17.42 亿元、原奶及乳制品收入 5.92 亿元、兽药收入 5.00 亿元、肉制品加工产品收入 2.33 亿元和设备收入 0.91 亿元等构成。

总体看，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，但目前其他业务收入在营业收入中的占比较小。

4. 经营效率

2016—2018 年，公司应收账款周转次数分别为 342.41 次、328.74 次和 307.90 次，虽有所下降但处于行业优秀水平；公司存货周转次数分别为 4.26 次、3.98 次和 3.91 次，处于行业中等水平；总资产周转次数分别为 1.60 次、1.23 次和 1.11 次，处于行业中等水平。

公司应收账款周转率处于行业领先水平，主要是公司销售产品基本采用先款后货或现款现货（全部货款）的收款方式，产品销售款回笼快，应收账款规模很小所致。

表7 2018年养殖行业主要上市公司经营效率指标（单位：次）

证券代码	证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
002157.SZ	正邦科技	49.92	5.25	1.17
000876.SZ	新希望	126.37	12.00	1.53
002714.SZ	牧原股份	--	2.41	0.50
002567.SZ	唐人神	86.01	12.79	2.46
002385.SZ	大北农	12.70	6.25	1.03
上述中位数		--	5.25	1.17
300498.SZ	温氏股份	331.61	3.93	1.11

注：Wind 与联合评级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

总体看，公司整体经营效率较高。

5. 主要投资

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计划投资额为 32.12 亿元，截至 2019 年 3 月底，已投资 7.26 亿元，未来仍需投资 24.86 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8 截至2019年3月底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	3.43	4.35	2019.12	肉猪养殖、销售	60.00	1.80
凌源温氏农牧有限公司	6.21	0.07	6.14	2021.12	肉猪养殖、销售	60.00	1.80
敖汉温氏农牧有限公司	6.18	0.18	6.01	2020.12	肉猪养殖、销售	60.00	1.80
寿县温氏畜牧有限公司	6.13	0.25	5.87	2021.12	肉猪养殖、销售	80.00	2.40
宁城温氏农牧有限公司	5.81	3.33	2.49	2021.12	肉猪养殖、销售	40.00	1.20
合计	32.12	7.26	24.86	--	--	--	--

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，为未满载生产时间；“预计年收益”为满载生产后预计年收益

资料来源：公司提供

总体看，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，资金支出压力不大。

6. 重大事项

2019年6月，公司公告拟通过发行股份、可转换债券及支付现金的方式购买顾云飞等36名自然人合计持有的江苏京海禽业集团有限公司（以下简称“京海禽业”）80%股权（以下简称“本次交易”），并向不超过5名特定投资者非公开发行股份或可转换债券募集配套资金。根据公司公告，本次交易不构成重大资产重组，交易对方非公司关联方。

京海禽业持续多年在白羽肉鸡行业经营，可年产白羽父母代种鸡苗800万套，商品代鸡苗10,000万只，具有一定的行业影响力。本次交易将为公司养禽业务增加白羽肉鸡品种，提升公司抗风险能力和盈利能力。截至评估基准日，京海禽业80%股权价值预计约为6.40亿元。本次交易支付方式为：股份支付30%、可转换债券支付40%、现金支付30%。

截至本报告出具日，本次交易所涉及标的资产的审计、评估工作尚未完成；待完成后，本次交易尚需公司董事会和股东大会审议通过，并报中国证券监督管理委员会核准。此外，本次交易还需通过国家市场监督管理总局反垄断局的经营者集中审查。本次交易能否顺利完成存在不确定性。

总体看，本次交易如顺利完成，将有助于公司完善禽类养殖业务布局，增强公司综合竞争力，联合评级将持续关注该事项进展情况。

7. 经营关注

（1）市场价格波动的风险

我国畜禽养殖行业，目前仍有大量散养农户和小型养殖场参与，其行为对市场行情的反应往往滞后，导致市场供求关系和产品价格易出现周期性波动。如果市场供需情况发生较大波动导致供应大于需求，公司的产品价格将面临下行风险，公司的经营业绩可能下滑。

（2）畜禽疫病或公共卫生安全事件风险

畜禽疫病是畜禽养殖行业面临的主要风险之一，禽畜疫病的发生一方面容易引起生产规模下降、成本上升；另一方面，容易造成消费者心理恐慌，造成市场需求的迅速萎缩。如果事件发生期间带来产品价格和销量较大的下行压力，将给公司的经营效益带来影响。

（3）经营模式风险

公司采用紧密型“公司+农户（或家庭农场）”的生产模式，公司规模化的稳步扩张对合作农户的依赖性逐渐加强，公司对合作农户甄选、养殖管理、物料供应、技术服务、质量控制及收益结算等方面的合作监督与支持需求将不断提升；此外，在合作执行中可能存在与合作农户潜在的纠纷或诉讼，对公司经营造成一定影响。

8. 未来发展

公司发展思路为继续扩张养猪业，稳步发展养鸡业，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；同时，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，从传统生产型企业向食品企业逐步迈进。公司还将依托资本市场力量，规范公司运作，持续提高经营管理能力，全面提升企业综合实力和竞争优势。

总体看，公司发展思路清晰、发展定位合理，具体实施策略切实可行。

七、财务分析

1. 财务概况

广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2016—2018 年度财务报表进行了审计，审计结论均为标准无保留意见；公司提供的 2019 年 1—3 月财务数据未经审计。公司按照财政部颁布的《企业会计准则—基本准则》和具体会计准则及其应用指南、解释及其他有关规定（统称“企业会计准则”）编制。

从合并范围变化来看，2017 年，公司新增纳入合并范围的子公司 31 家，其中 30 家为新设成立，1 家为非同一控制下合并取得，不再纳入合并范围的子公司 8 家，其中注销 4 家，出售 4 家。2018 年，新增纳入合并范围的子公司 19 家，其中 16 家为新设成立，3 家为非同一控制下合并取得，不再纳入合并范围的子公司 6 家，其中注销 4 家，出售 2 家。截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司共 275 家。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 2018 年底，公司合并资产总额 539.50 亿元，负债合计 183.77 亿元，所有者权益（含少数股东权益）355.74 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 345.68 亿元。2018 年，公司实现营业总收入 572.44 亿元，净利润（含少数股东损益）42.56 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 39.57 亿元；经营活动现金流量净额为 64.94 亿元，现金及现金等价物净增加额为 15.84 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司合并资产总额 530.90 亿元，负债合计 176.48 亿元，所有者权益（含少数股东权益）354.43 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 344.57 亿元。2019 年 1—3 月，公司实现营业总收入 139.72 亿元，净利润（含少数股东损益）-4.55 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 -4.60 亿元；经营活动现金流量净额为 -4.36 亿元，现金及现金等价物净增加额为 -3.97 亿元。

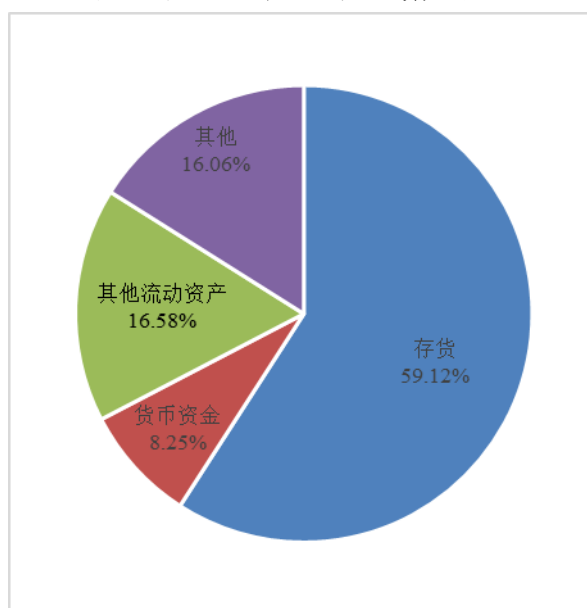
2. 资产质量

2016—2018 年，由于养殖规模扩大，公司资产规模逐年增长，年均复合增长 14.10%。截至 2018 年底，公司资产总额为 539.50 亿元，较年初增长 10.01%，主要系非流动资产增加所致；其中流动资产占比 40.41%，非流动资产占 59.59%，以非流动资产为主。

（1）流动资产

2016—2018 年，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 8.72%，主要系货币资金和存货增加所致。截至 2018 年底，公司流动资产共计 218.02 亿元，较年初增长 10.82%，主要由货币资金（占 8.25%）、存货（占 59.12%）和其他流动资产（占 16.58%）构成。

图 6 截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长 50.68%。截至 2018 年底，公司货币资金为 17.98 亿元，较年初增长 59.20%，主要系长期借款增加所致；货币资金以银行存款为主，占比 86.48%；使用受限货币资金主要为共管账户存款²和各类保证金；受限部分占货币资金的比例为 4.79%，受限比例很低。

2016—2018 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 10.54%。截至 2018 年底，公司存货为 128.89 亿元，较年初增长 13.77%，主要系公司业务规模扩大，肉猪和肉鸡存栏增加所致；公司存货以原材料（占 19.67%）和消耗性生物资产（占 76.04%）为主，其中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；存货计提跌价准备 1.08 亿元，较年初大幅增加 1.02 亿元，主要系公司对存货进行减值测试，按照成本高于可变现净值的金额进行计提所致；公司存货易受疫病影响，且市场价格波动性较强，存在一定的减值风险。

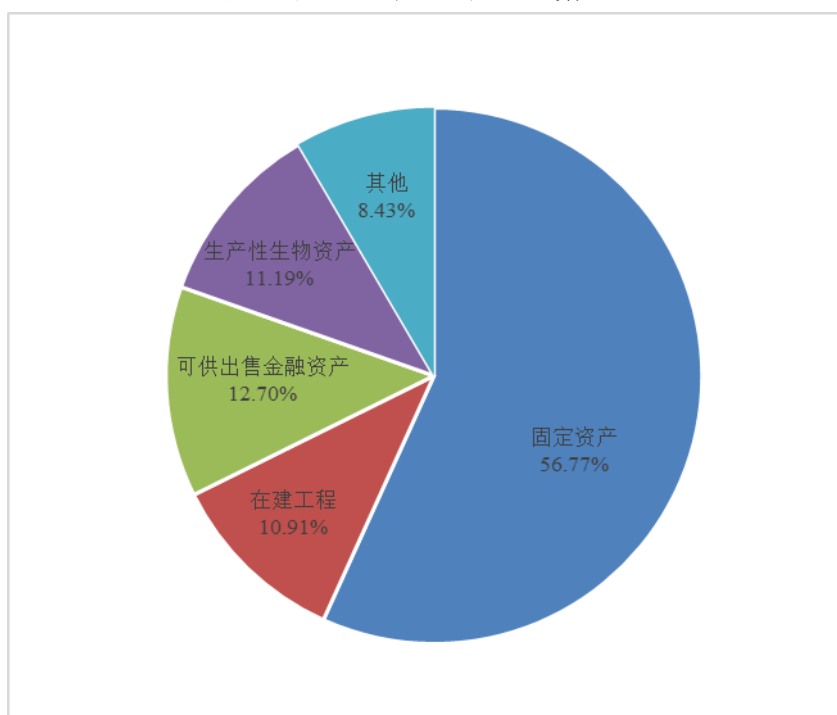
2016—2018 年，公司其他流动资产逐年下降，年均复合下降 24.93%。截至 2018 年底，公司其他流动资产为 36.14 亿元，较年初大幅下降 42.00%，主要系人民币结构性理财产品减少所致；公司其他流动资产以人民币结构性理财产品（占 89.71%）为主。

（2）非流动资产

2016—2018 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 18.25%，主要系固定资产和在建工程增加所致。截至 2018 年底，公司非流动资产共计 321.48 亿元，较年初增长 9.48%，主要由可供出售金融资产（占 12.70%）、固定资产（占 56.77%）、生产性生物资产（占 11.19%）和在建工程（占 10.91%）构成。

² 2018 年，公司向 Firm Hope Investment Limited（重庆耀晖投资有限公司）购买重庆百亚卫生用品股份有限公司 6.73%股权，因对方是境外公司，该款项需要兑成外汇转出境外，所以先将股权转让款存放到共管账户。

图 7 截至 2018 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2016—2018 年，公司可供出售金融资产波动下降，年均复合下降 2.59%。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 54.98 亿元，较年初增长 27.74%，主要系新增对中粮资本投资有限公司（以下简称“中粮资本”）、梅州客商银行股份有限公司等公司的投资所致。截至 2018 年底，公司可供出售金融资产为 40.84 亿元，较年初下降 25.72%，主要系公司持有的中粮资本 5.1440%的股权将于 2019 年 1 月换成中原特钢股份有限公司股份，因此将中粮资本股权重分类至持有待售资产所致；公司可供出售金融资产中按公允价值计量的为 22.48 亿元，按成本计量的为 18.36 亿元。

2016—2018 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 26.69%。截至 2018 年底，公司固定资产为 182.50 亿元，较年初增长 26.40%，主要系在建工程转入所致；固定资产账面价值以房屋及建筑物（占 63.24%）和机械设备类（占 35.27%）为主；公司固定资产累计计提折旧 77.56 亿元，累计计提减值准备 0.39 亿元；固定资产成新率 69.71%，固定资产成新率一般。

2016—2018 年，公司生产性生物资产逐年增长，年均复合增长 7.87%。截至 2018 年底，公司生产性生物资产 35.97 亿元，较年初增长 12.22%，主要系经营规模扩大、种猪存栏增加所致；公司生产性生物资产主要由种鸡（占 7.36%）和种猪（占 76.46%）构成；累计计提折旧 3.13 亿元，累计计提减值准备 0.04 亿元。

2016—2018 年，公司在建工程波动增长，年均复合增长 34.25%。截至 2017 年底，公司在建工程 36.08 亿元，较年初增长 85.44%，主要系公司发展规模迅速扩大所致。截至 2018 年底，公司在建工程 35.07 亿元，较年初下降 2.81%，主要为饲料厂工程（占 7.89%）、猪场工程（占 73.79%）和办公楼工程（占 8.18%）。

截至 2018 年底，公司受限资产合计 0.86 亿元，受限比例很低。

截至 2019 年 3 月底，公司资产合计 530.90 亿元，较年初变化不大；其中流动资产占 40.47%，非流动资产占 59.53%，公司资产结构较年初变动较小。

总体看，近年来，公司资产规模持续扩大，以非流动资产为主；流动资产中货币资金及理财

产品规模较大；非流动资产中固定资产、在建工程及可供出售金融资产规模较大；资产受限比例很低，公司整体资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

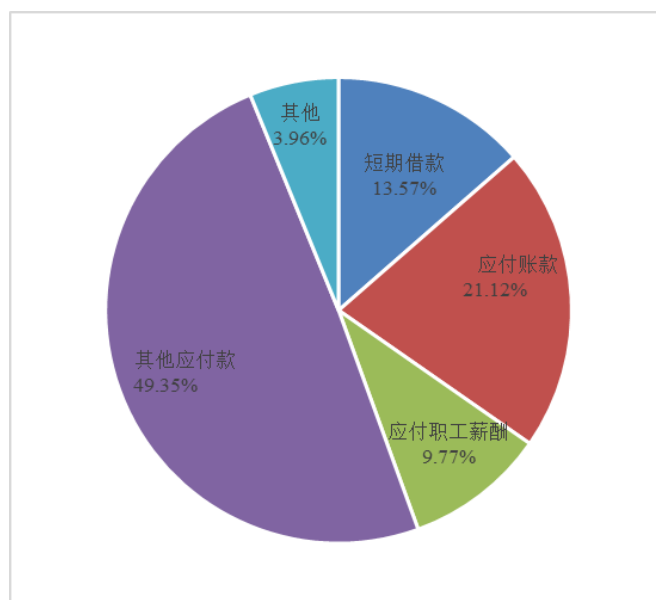
2016—2018 年，公司负债规模逐年增长，年均复合增长 35.16%。截至 2018 年底，公司负债总计 183.77 亿元，较年初增长 17.27%，主要系非流动负债增长所致；其中流动负债占比为 72.28%，非流动负债占比 27.72%，以流动负债为主。

(1) 负债

流动负债

2016—2018 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 16.21%。截至 2018 年底，公司流动负债为 132.83 亿元，较年初增长 9.74%，主要系其他应付款增加所致；公司流动负债主要由短期借款（占 13.57%）、应付账款（占 21.12%）、应付职工薪酬（占 9.77%）和其他应付款（占 49.35%）构成。

图 8 截至 2018 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司无短期借款。截至 2018 年底，公司短期借款为 18.02 亿元，较年初下降 27.92%，主要系偿还到期借款所致；其中信用借款占比 99.89%。

2016—2018 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 2.92%。截至 2017 年底，公司应付账款为 24.31 亿元，较年初下降 8.24%，主要系公司及时结算账款以及结算时点影响所致。截至 2018 年底，公司应付账款为 28.06 亿元，较年初增长 15.43%，主要系业务规模扩大、原材料等采购项目增加所致；公司应付账款主要由应付饲料原料款、药物疫苗款以及合作农户（或家庭农场）委托养殖费用构成；从账龄来看，公司应付账款账龄在一年以内的占比 99.06%，账龄较短。

2016—2018 年，公司应付职工薪酬逐年下降，年均复合下降 19.46%。截至 2018 年底，公司应付职工薪酬 12.98 亿元，较年初下降 18.24%，主要系公司业绩下滑，计提的员工绩效奖金减少所致。

2016—2018 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 17.26%。截至 2018 年底，公司其

他应付款 65.55 亿元，较年初增长 28.33%，主要系新增限制性股票回购款 11.85 亿元所致；其他应付款以应付养殖专业户押金为主，占比 69.43%。

非流动负债

2016—2018 年，公司非流动负债逐年大幅增长，年均复合增长 377.02%，主要系长期借款和应付债券增加所致。截至 2018 年底，公司非流动负债为 50.94 亿元，较年初增长 42.84%，主要系长期借款增加所致；主要由长期借款（占 47.41%）和应付债券（占 48.79%）构成。

截至 2016 年底，公司无长期借款。截至 2018 年底，公司长期借款为 24.15 亿元，较年初增加 15.20 亿元，主要系公司为满足固定资产与在建工程投资，以及优化融资结构所致；公司长期借款全部为信用借款。

截至 2016 年底，公司无应付债券。截至 2018 年底，公司应付债券为 24.85 亿元，主要系公司发行的公司债“17 温氏 01”和“17 温氏 02”。

全部债务方面，2016—2018 年，公司全部债务规模分别为 0.00 亿元、59.47 亿元和 71.32 亿元。截至 2018 年底，公司全部债务中短期债务 22.32 亿元（占 31.29%），长期债务 49.00 亿元（占 68.71%），债务结构合理。2016—2018 年，公司资产负债率分别为 24.27%、31.95%和 34.06%，全部债务资本化比率分别为 0.00%、15.13%和 16.70%，长期债务资本化比率分别为 0.00%、9.19%和 12.11%，均呈逐年上升趋势，但整体债务负担仍较轻。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 176.48 亿元，较年初下降 3.97%，其中流动负债和非流动负债占比分别为 74.04%和 25.96%，仍以流动负债为主；公司全部债务合计 76.08 亿元，较年初增长 6.67%；公司资产负债率和长期债务资本化比率分别为 33.24%和 10.91%，分别较年初下降 0.82 个百分点和 1.20 个百分点；全部债务资本化比率为 17.67%，较年初上升 0.97 个百分点。

总体看，近年来公司负债规模逐年增长，负债结构以流动负债为主；公司整体债务负担较轻，债务结构合理。

（2）所有者权益

2016—2018 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 6.47%。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 355.74 亿元，较年初增长 6.61%，主要系利润积累所致，其中归属于母公司所有者权益 345.68 亿元，占比 97.17%。截至 2018 年底，归属于母公司所有者权益以股本（占 15.37%）、资本公积（占 18.13%）、盈余公积（占 9.23%）和未分配利润（占 60.80%）为主。公司未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性一般。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益为 354.43 亿元，较年初下降 0.37%；所有者权益构成较年初变化不大。

总体看，近年来，得益于利润积累，公司所有者权益持续增长；但未分配利润占比较高，所有者权益结构稳定性有待提高。

4. 盈利能力

公司的营业收入主要来自肉猪养殖和肉鸡养殖。受肉鸡销售价格阶段性上涨、肉猪销售价格阶段性下降的影响，2016—2018 年，公司分别实现营业收入 593.55 亿元、556.57 亿元和 572.36 亿元，年均复合下降 1.80%；分别实现净利润 122.38 亿元、69.99 亿元和 42.56 亿元。其中，2017 年净利润较上年下降 42.81%，主要系肉猪产品受下跌行情影响以及肉鸡产品受 H7N9 禽流感影响所致；2018 年净利润较上年下降 39.19%，主要系肉猪产品毛利率下降、新增限制性股票摊销支付费用 3.12 亿元和计提跌价准备 1.08 亿元共同影响所致。

从期间费用来看，2016—2018 年，公司期间费用总额逐年增长，年均复合增长 14.37%，主要系公司规模扩张，管理费用（含研发费用）增长所致。2018 年，公司期间费用合计 50.74 亿元，较上年增长 26.23%，主要系销售费用和管理费用（含研发费用）增加所致；其中，销售费用为 8.02 亿元，较上年增长 19.59%，主要系运杂费、职工薪酬及广告宣传费增加所致；管理费用（含研发费用）为 41.71 亿元，较上年增长 24.36%，主要系研发投入大幅增加、新增限制性股票摊销支付费用 3.12 亿元所致；财务费用为 1.01 亿元，较上年-523.17 万元大幅增长，主要系增加债券利息支出所致。2016—2018 年，公司费用收入比分别为 6.54%、7.22%和 8.86%。整体看，公司费用控制能力较强。

从利润构成来看，2016—2018 年，公司公允价值变动收益和投资收益对营业利润影响很小。2016—2018 年，公司其他收益和营业外收入之和分别为 1.18 亿元、1.40 亿元和 1.00 亿元，占利润总额的比例分别为 0.96%、1.97%和 2.34%，对利润总额影响很小。整体看，公司盈利对非经常性损益依赖程度很低。

从盈利指标来看，受报告期内猪价持续下行影响，公司各项盈利指标均呈持续下降趋势。2016—2018 年，公司营业利润率分别为 28.14%、19.95%和 16.73%；总资产收益率分别为 43.25%、20.26%和 11.10%；总资产报酬率分别为 33.49%、16.03%和 8.89%；净资产收益率分别为 44.98%、21.62%和 12.35%。与国内同行业其他主要上市公司比较，公司盈利能力处于行业领先水平。

表 9 2018 年养殖业主要上市公司盈利指标情况（单位：%）

证券代码	证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
002157.SZ	正邦科技	10.23	2.73	3.02
000876.SZ	新希望	8.73	7.59	8.04
002714.SZ	牧原股份	9.82	4.00	4.16
002567.SZ	唐人神	8.34	4.79	4.00
002385.SZ	大北农	18.70	4.84	5.07
上述中位数		9.82	4.79	4.16
300498.SZ	温氏股份	16.85	8.89	11.78

注：Wind 与联合评级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

2019 年 1—3 月，公司实现营业收入 139.66 亿元，较上年同期增长 6.17%；实现净利润-4.55 亿元，较上年同期 14.84 亿元相比，出现较大幅度下滑，主要系公司肉鸡售价受行情影响下降、肉猪价格仍处于低位以及实施限制性股票激励计划增加 1.15 亿元的股票激励费用所致。

总体看，近年来，公司营业收入基本稳定，利润水平受行业影响明显下降；但公司成本费用控制能力较强，盈利能力仍处于行业领先水平。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流入量波动下降，分别为 591.26 亿元、545.15 亿元和 575.73 亿元，年均复合下降 1.32%，与营业收入的变动方向一致；主要为销售商品、提供劳务收到的现金。2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流出量逐年增长，分别为 444.73 亿元、465.21 亿元和 510.78 亿元，年均复合增长 7.17%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金。受上述因素影响，2016—2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额逐年下降，分别为 146.53 亿元、79.94 亿元和 64.94 亿元，年均复合下降 33.42%。从收入实现质量来看，2016—2018 年，公司现金收入比分别为 98.23%、97.52%和 98.84%，收入实现质量高。

从投资活动情况来看,2016—2018年,公司投资活动产生的现金流入量逐年增长,分别为23.12亿元、26.03亿元和129.46亿元,年均复合增长136.62%;其中2018年投资活动现金流入较上年增长3.97倍主要系收回理财产品所致。2016—2018年,公司投资活动产生的现金流出量逐年增长,分别为108.93亿元、113.67亿元和177.14亿元,年均复合增长27.52%;其中2018年投资活动现金流出较上年增长55.83%主要系投资理财产品支出的现金增加所致。受上述因素影响,2016—2018年,公司投资活动产生的现金流量净额呈现净流出状态,分别净流出85.80亿元、87.65亿元和47.68亿元。

从筹资活动情况来看,2016—2018年,公司筹资活动产生的现金流入量波动增长,分别为0.25亿元、62.52亿元和51.60亿元,年均复合增长13.27倍,2017年大幅增长主要系公司扩大业务规模,营运资金和建设资金需求增加,增加对外融资所致。2016—2018年,公司筹资活动产生的现金流出量波动下降,分别为68.04亿元、51.40亿元和53.06亿元,其中2017年较上年下降24.46%,主要系偿债支付现金减少所致。受上述因素影响,2016—2018年,公司筹资活动产生的现金流量净额波动较大,分别为-67.78亿元、11.12亿元和-1.46亿元。

2019年1—3月,公司经营活动产生的现金流量净额为-4.36亿元;投资活动产生的现金流量净额为-3.37亿元;筹资活动产生的现金流量净额为3.76亿元。

总体看,近年来,公司经营活动现金流保持净流入,收入实现质量高;经营获取现金对投资支出缺口的覆盖能力较强,对外筹资压力较小。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看,2016—2018年,公司流动比率波动下降,分别为1.88倍、1.63倍和1.64倍;速动比率持续下降,分别为0.80倍、0.69倍和0.67倍。2017—2018年,公司现金短期债务比分别为0.48倍和0.83倍,现金类资产对短期债务的覆盖水平较高。

从长期偿债指标来看,2016—2018年,公司EBITDA分别为141.72亿元、93.23亿元和69.89亿元,年均复合下降29.77%。2018年,公司EBITDA为69.89亿元,较上年下降25.03%,主要系利润总额减少所致;EBITDA主要由利润总额(占61.29%)和折旧(占30.76%)构成;EBITDA利息倍数由上年的57.92倍下降至23.60倍,EBITDA对利息的保障程度大幅下降,但保障程度仍属很高;EBITDA全部债务比由上年的1.57倍下降至0.98倍,EBITDA对全部债务保障程度仍较高。

截至2019年3月底,公司无对外担保事项。

截至2019年3月底,公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至2019年3月底,公司已获各金融机构授信额度174.08亿元,已使用51.10亿元,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2019年1月3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,该行已出具情况说明;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。

总体看,近年来,公司融资渠道畅通,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。

八、本期公司债券偿还能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2019 年 3 月底，公司全部债务 76.08 亿元，本期拟发行公司债额度为不超过 5.00 亿元，相对于目前公司债务规模，对公司债务水平影响一般。

以 2019 年 3 月底财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 12.02%、18.62%和 33.86%，分别较发行前上升了 1.11 个百分点、0.95 个百分点和 0.62 个百分点，公司的债务负担略有加重。

2. 本期公司债偿还能力分析

以 2018 年的财务数据为基础，公司 2018 年 EBITDA 为 69.89 亿元，为本期公司债券发行额度（5.00 亿元）的 13.98 倍，EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。2018 年公司经营活动产生的现金流入 575.73 亿元，为本期公司债券发行额度（5.00 亿元）的 115.15 倍，公司经营活动现金流入规模较大，对本期债券覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内养殖行业龙头企业，在养殖规模、养殖技术、商业模式及盈利能力等方面具有很强的竞争优势，能够通过持续经营取得较高的盈利水平，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力极强。

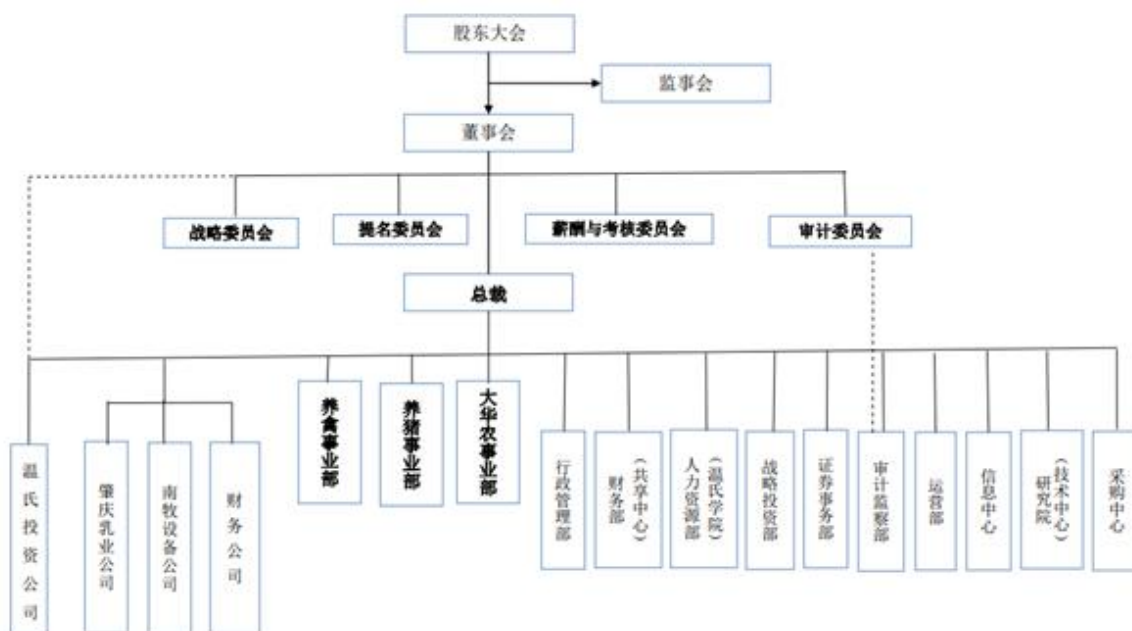
九、综合评价

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、商业模式及盈利能力等方面具有很强的竞争优势。近年来，公司资产规模有所增长，债务负担较轻，盈利能力处于行业领先水平，经营性净现金流持续净流入。同时，联合评级也关注到养殖行业面临的市场风险和疫情风险较大、饲料原材料价格波动以及猪肉价格下降等因素可能对公司信用水平产生的不利影响。

未来，公司将继续扩张养猪业，稳步发展养鸡业；同时考虑到我国猪肉销售价格存在因供给收缩而大幅上涨的可能，公司的盈利能力和综合实力有望进一步增强。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综合上述因素，基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1 截至 2019 年 3 月底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

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额（亿元）	414.38	490.40	539.50	530.90
所有者权益（亿元）	313.79	333.69	355.74	354.43
短期债务（亿元）	0.00	25.70	22.32	32.67
长期债务（亿元）	0.00	33.77	49.00	43.41
全部债务（亿元）	0.00	59.47	71.32	76.08
营业收入（亿元）	593.55	556.57	572.36	139.66
净利润（亿元）	122.38	69.99	42.56	-4.55
EBITDA（亿元）	141.72	93.23	69.89	--
经营性净现金流（亿元）	146.53	79.94	64.94	-4.36
应收账款周转次数（次）	342.41	328.74	307.90	--
存货周转次数（次）	4.26	3.98	3.91	--
总资产周转次数（次）	1.60	1.23	1.11	0.27
现金收入比率（%）	98.23	97.52	98.84	98.45
总资本收益率（%）	43.25	20.26	11.10	--
总资产报酬率（%）	33.49	16.03	8.89	--
净资产收益率（%）	44.98	21.62	12.35	-1.28
营业利润率（%）	28.14	19.95	16.73	4.86
费用收入比（%）	6.54	7.22	8.86	9.36
资产负债率（%）	24.27	31.95	34.06	33.24
全部债务资本化比率（%）	0.00	15.13	16.70	17.67
长期债务资本化比率（%）	0.00	9.19	12.11	10.91
EBITDA 利息倍数（倍）	269.56	57.92	23.60	--
EBITDA 全部债务比（倍）	--	1.57	0.98	--
流动比率（倍）	1.88	1.63	1.64	1.64
速动比率（倍）	0.80	0.69	0.67	0.67
现金短期债务比（倍）	--	0.48	0.83	1.09
经营现金流动负债比率（%）	148.99	66.04	48.89	-3.34
EBITDA/本期发债额度（倍）	28.34	18.65	13.98	--

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. 2019 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标未予年化

附件 3 有关财务指标的计算公式

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-营业税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+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)
本期公司债券偿债能力	
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

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。

联合信用评级有限公司关于 温氏食品集团股份有限公司 2019 年公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年温氏食品集团股份有限公司年报公告后的两个月内，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

温氏食品集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。温氏食品集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注温氏食品集团股份有限公司的相关状况，如发现温氏食品集团股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如温氏食品集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至温氏食品集团股份有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送温氏食品集团股份有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二〇一九年八月二十三日