

跟踪评级公告

联合[2015] 239 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将广东温氏食品集团股份有限公司主体长期信用等级由AA调整至AA⁺，评级展望为稳定，并维持“14粤温氏CP002” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一五年三月四日



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)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

广东温氏食品集团股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

上次评级结果: AA 评级展望: 稳定

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
14 粤温氏 CP002	5 亿元	2014/09/12~ 2015/09/12	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 3 月 4 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
现金类资产(亿元)	18.41	20.64	16.86	7.96
资产总额(亿元)	174.38	219.11	239.39	257.81
所有者权益(亿元)	114.37	139.02	126.94	143.99
短期债务(亿元)	9.74	24.25	39.95	47.03
全部债务(亿元)	16.85	33.26	54.86	65.97
营业收入(亿元)	309.98	335.11	351.87	263.61
利润总额(亿元)	50.91	29.63	6.79	12.21
EBITDA(亿元)	66.30	45.93	26.04	--
经营性净现金流(亿元)	63.17	37.51	18.60	18.82
营业利润率(%)	21.34	14.51	6.99	10.07
净资产收益率(%)	44.41	21.06	4.81	--
资产负债率(%)	34.41	36.55	46.97	44.15
全部债务资本化比率(%)	12.84	19.31	30.17	31.42
流动比率(%)	200.43	155.12	112.51	119.29
全部债务/EBITDA(倍)	0.25	0.72	2.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	65.80	35.52	10.42	--
经营现金流动负债比(%)	120.71	53.42	19.25	--

注: 2014 年 1~9 月财务数据未经审计; 公司 2011 年财务数据采用 2012 年年初数。

分析师

周 天 李 阳

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对广东温氏食品集团股份有限公司(以下简称“公司”)的评级,反映了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的优势。同时,联合资信也关注到,原料价格波动、公司管理费用较高以及养殖行业面临的市场风险和疫情风险较大等因素对公司经营产生的负面影响。

跟踪期内,养殖行业景气程度回暖,进入 2014 年第三季度,全国鸡肉价格已经达到近年来最高点,公司已由第一季度的亏损转为盈利。

目前禽流感疫情影响已经基本消除,鸡肉和猪肉价格已经企稳回升至较高水平,未来公司将稳定发展养鸡业务并继续加速扩大养猪规模,经营业绩有望保持增长。联合资信对公司评级展望为稳定。

综合考虑,联合资信将公司主体长期信用等级由 AA 调整至 AA⁺,评级展望为稳定,并维持“14 粤温氏 CP002” A-1 的信用等级。

优势

1. 公司作为养殖行业的龙头企业,养殖技术水平较高,并实行养殖和饲料加工“一体化”经营。
2. “公司+农户(家庭农场)”经营养殖模式享受免征营业税和减免企业所得税优惠,并且有利于公司实现养殖的规模化,同时公司对农户回报机制设置较好,有利于其经营模式的稳定。
3. 跟踪期内,公司加速扩张猪养殖规模,利润稳定上升,资产规模增长迅速,流动性较好。

关注

1. 公司所处养殖行业周期性较强，市场和疫情风险较大。
2. 跟踪期内，豆粕和玉米价格波动较大，加大畜牧养殖企业的成本控制难度。
3. 跟踪期内，公司短期债务快速增长，有一定短期偿付压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与广东温氏食品集团股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与广东温氏食品集团股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因广东温氏食品集团股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由广东温氏食品集团股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于广东温氏食品集团股份有限公司(以下简称“公司”)主体长期信用及存续期内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

广东温氏食品集团股份有限公司前身为“广东温氏集团有限公司”,最初由温鹏程等 46 位自然人出资 1288 万元,于 1993 年组建成立,后经过吸纳公司内部职工股东,2012 年 4 月 5 日经历第十次增资扩股,公司注册资本增至 31.42 亿元;其中温鹏程等 45 位自然人持有公司 49.52% 的股权,公司 7000 多名职工代表组成的工会持有公司 50.48% 的股份。2012 年 12 月 7 日,公司根据各股东在公司的出资比例,按每股面值 1 元,依法将公司变更为股份公司,公司名称变更为现名,并于 12 月 10 日在云浮市工商行政管理局获取了《企业法人营业执照》(注册号:445300000003757)。2012 年 12 月 22 日,公司召开股东会,决定增资扩股,引入战略投资者,新股东中金佳泰(天津)股权投资基金合伙企业(有限合伙)(以下简称“中金佳泰”)以现金方式增资 4785.52 万元。

截至 2014 年 9 月底,公司注册资本 31.90 亿元,其中温鹏程等 45 名自然人股东持股 49.67%(持股比例排名前十位的股东中温氏家族成员占 5 位,持股比例为 13.69%,其中个人持股比例最高的股东为温鹏程先生,持有公司 3.29% 股权)、6789 名自然人(由原公司工会解除代持关系的直接持有者)持股 48.83%、中金佳泰持股 1.50%,公司已经办理了工商变更手续。整体看,公司自然人股东持股比例较高,考虑到公司的发展背景和温氏家族在公司经营管理中的地位,公司实际控制权由“温氏家族”掌握。

公司是从事养殖业,并兼营食品加工、动物保健品的跨行业、跨地区的大型畜牧企业集团。

公司经营范围包括:本企业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、本企业的进料加工和“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)。

公司总部设办公室、财务部、人力资源部、技术中心(研究院)、市场部、信息中心、工程管理部 7 个职能部门。截至 2014 年 9 月底,公司共有 26 家二级分子公司。

截至 2013 年底,公司(合并)资产总额为 239.39 亿元,所有者权益合计为 126.94 亿元(其中少数股东权益 4.55 亿元)。2013 年,公司实现营业收入 351.87 亿元,利润总额 6.79 亿元。

截至 2014 年 9 月底,公司(合并)资产总额为 257.81 亿元,所有者权益合计为 143.99 亿元(其中少数股东权益 5.17 亿元)。2014 年 1-9 月,公司实现营业收入 263.61 亿元,利润总额 12.21 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:温鹏程。

三、宏观经济和政策环境

2014 年前三季度,中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值 419908 亿元,按可比价格计算,同比增长 7.4%。分季度看,一季度同比增长 7.4%,二季度增长 7.5%,三季度增长 7.3%。虽然 GDP 增速放缓,但结构调整稳步推进,主要表现为:①产业结构更趋优化:第三产业增加值占国内生产总值的比重为 46.7%,比上年同期提高 1.2 个百分点,高于第二产业 2.5 个百分点;②需求结构继续改善:最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 48.5%,比上年同期提高 2.7 个百分点。

从消费、投资和进出口情况看,2014 年

前三季度，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回升。社会消费品零售总额 189151 亿元，同比名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.8%），增速比上半年回落 0.1 个百分点；固定资产投资（不含农户）357787 亿元，同比名义增长 16.1%（扣除价格因素实际增长 15.3%），增速比上半年回落 1.2 个百分点；进出口总额 194223 亿元人民币，同比增长 3.3%，增速比上半年加快 2.1 个百分点。

2014 年前三季度，中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入 106362 亿元，比去年同期增加 7973 亿元，增长 8.1%。其中税收收入 90695 亿元，同比增长 7.4%。全国财政支出 103640 亿元，比去年同期增加 12107 亿元，增长 13.2%，完成预算的 67.7%，比去年同期提高 1.5 个百分点。

2014 年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9 月末，广义货币（ M_2 ）余额 120.21 万亿元，同比增长 12.9%，狭义货币（ M_1 ）余额 32.72 万亿元，增长 4.8%，流通中货币（ M_0 ）余额 5.88 万亿元，增长 4.2%。9 月末，人民币贷款余额 79.58 万亿元，人民币存款余额 112.66 万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中提质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014 年中央经济工作会议提出，2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发

展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

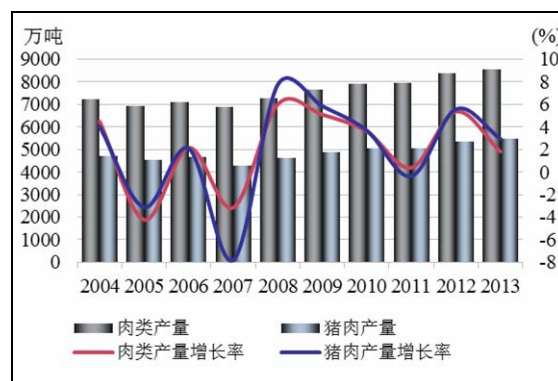
四、行业分析

公司所属畜牧产业，主导产业为养殖业，养殖以鸡、猪为核心。公司易受上游饲料成本和下游鸡、猪等肉类批发市场价格的影响。

1. 畜牧业概况

近几年中国畜牧业稳健发展，其中，肉类产品产量波动中小幅增长。2004~2013 年，中国肉类总产量年均复合增长率 1.84%。2009 年，尽管受到金融危机、甲型流感、三聚氰胺、瘦肉精等事件影响，但是中国政府加强质量监管，畜牧业抗风险能力显著增强，中国畜牧业保持增长趋势，中国肉类总产量 7649 万吨，同比增长 5.10%，其中猪肉产量 4891 万吨，同比增长 5.85%。2013 年，中国肉类总产量 8536 万吨，同比增长 1.81%，其中，猪肉产量 5493 万吨，同比增长 2.96%。

图 1 2004 年~2013 年中国肉类产量情况



资料来源：wind 资讯

中国畜牧业是市场充分竞争性行业，从事畜牧业企业多为分散的传统的个体经营方式，集约经营的规模化企业较少。从中国畜牧产业结构来看，中国畜牧业下游精深加工方面还比较薄弱，以养殖产业为主导，由于养殖进入门槛较低，从事养殖的企业和个体数量较多，多以农户和小型养殖企业为主，规模较小，品种较差，养殖技术水平较低，难以抵抗养殖行业多发的疫情和市场

风险，可持续发展能力较差。

2. 畜牧业养殖模式

从养殖模式来看，以肉鸡和肉猪为例，中国畜牧业养殖业主要有三种养殖模式：专业的肉鸡和肉猪养殖模式、专业的种鸡和种猪养殖模式和自繁自养养殖模式；自繁自养又分为小规模自繁自养模式、中大规模自繁自养模式和完整产业链条自繁自养模式。

专业肉鸡和肉猪养殖模式经营周期较短。一般情况下，鸡出栏周期在1~2个月，猪出栏周期在3~6个月。专业肉鸡和肉猪养殖模式不需要育种，相对养殖技术水平要求较低，比较适合农户和小型饲养企业。这种模式是目前中国养殖生产结构中的主要力量。

专业种鸡和种猪养殖模式主要是引进、培养、繁殖祖代猪和祖代鸡，通过祖代猪和祖代鸡来较大规模繁殖种鸡和种猪（父母代），再利用父母代来大规模繁殖仔鸡和仔猪，通过销售仔鸡和仔猪来获取收益的模式。专业种鸡和种猪养殖模式对种鸡和种猪要求较高，对育种和基因技术要求较高。由于祖代、父母代和种代繁衍周期较长，一般在1~2年，且市场对种鸡和种猪需求具有不确定性，所以专业种鸡和种猪养殖模式对市场判断能力和养殖技术水平要求较高，经营收益也相对大于专业肉鸡和肉猪养殖模式。

自繁自养模式，尤其是具备完整产业链条的自繁自养模式，一般是集育种、饲料、防疫、养殖、屠宰、加工、食品和配送等各个产业链条于一体的养殖经济模式。这种经营模式对资本、技术水平、土地、劳动力等综合素质要求较高，一旦产业链条形成，其经营效益和风险抵御能力的优势也较为凸显。这种养殖模式是中国养殖企业长期发展的趋势，是各地政府重点扶持对象。

3. 行业主要影响因素

（1）饲料成本

饲料主要由玉米、豆粕以及鱼粉和一些添加剂构成，其中玉米主要提供能量需求，单位占比

约达到65%左右，豆粕作为动物生长过程中蛋白质摄取的主要来源，单位约占比为25%左右，因此饲料成本主要受玉米和豆粕价格的影响。

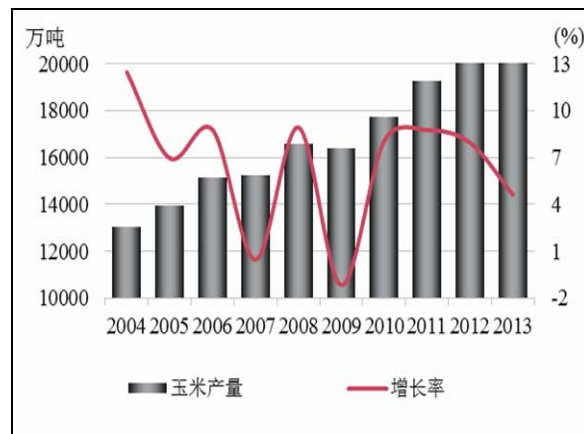
①玉米

玉米产量缓慢增长

中国的玉米栽培种植面积和总产量均居世界第2位。中国玉米种植带主要集中在黑、吉、辽、内蒙、冀、鲁、豫、陕、甘、宁、新等地区。

从玉米产量来看，2004~2013年，随着玉米单产量的提高和种植面积小幅扩大，玉米产量波动增长，年均复合增长率为6.03%。2013年中国玉米产量为21773万吨，较2012年增长4.62%。目前中国产量维持在历史较高水平，但增速较为平缓，未来随着玉米单产量增长的逐步放缓，加之土地的有限，玉米产量增长将更加趋于缓慢。

图2 2004年~2013年中国玉米产量情况



数据来源：wind 资讯

玉米需求有所减弱

中国不仅是世界玉米的主要生产国，也是玉米的主要消费国。玉米消费主要用于食用、饲料、工业消费等三个方面。消费结构中饲料和工业加工约占总消费的90%，其中饲料消费占比维持在60%~65%。

饲料消费方面，随着人们生活的改善，对肉类消费需求的增多，尽管养殖疫情带来阶段性短期饲料需求的下降，但整体上饲料消费需求逐年增长；工业消费方面，2011-2014年6月，原油价格整体维持高位，玉米工业属性不断加强，加

大了玉米工业消费需求,在饲料和工业加工消费需求增多的带动下,中国玉米消费量逐年上升。2014 年下半年,原油价格的快速下降,玉米的工业需求减弱,未来玉米总体需求有所减弱。

为缓解国内玉米市场的压力,保障国家粮食安全,国家发改委已在 2006 年 12 月份紧急叫停玉米加工乙醇燃料项目的继续上马。

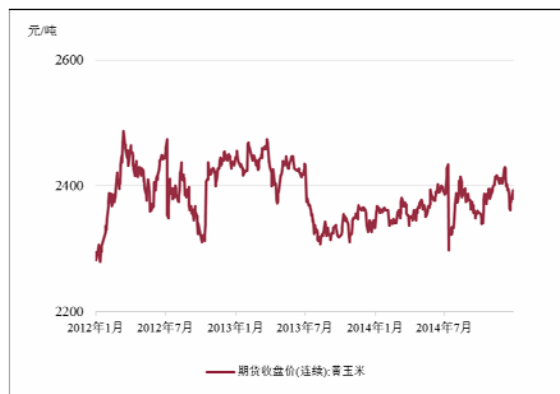
未来饲料行业需求的稳定,加之国家对工业玉米消费量的控制以及工业玉米消费需求的减弱,预计未来中国玉米需求有所减弱。

玉米价格波动较大

中国玉米市场尽管处于紧平衡状态,但仍可满足国内需求,且玉米贸易形式以出口为主,并采取国家配额管理,因此玉米相对其他粮食品种受国际市场价格影响较小。

2012 年,玉米期货整体呈波动态势。进入 2013 年下半年,由于禽流感影响的逐步加深,许多禽类被屠宰,饲料玉米的销路遇到阻碍,玉米期货价格快速回落,2013 年 11 月 18 日,国家粮食局发布补贴政策,对收购 2013 年东北产玉米给予一次性费用补贴每吨 140 元,国家对于农业产业扶持的力度稳增不减,对于未来的玉米价格是一项持续、稳定的支持,玉米期货价格呈上升趋势。2014 年,玉米价格整体波动较大,截至 2014 年底,玉米期货价格为 2480 元/吨。

图 3 2012 年~2014 年玉米价格情况



数据来源: wind 资讯

总体看,玉米国际产量不容乐观,中国玉米产量增加不明显,但消费量长期看呈稳定增长趋势,远期玉米价格或将继续高位运行。

②豆粕

豆粕作为大豆压榨豆油的副产品,其价格基本由大豆价格决定。豆粕价格基本为大豆价格的 80%~85%。

中国大豆供给进口依赖程度高,大豆进口量持续增长

中国的大豆主要依赖进口,大豆进口主要来源美国、巴西、阿根廷三国。2005~2013 年中国大豆进口量逐年递增,且进口均占国内大豆总消费量 59%以上,这主要由于中国国产大豆为非转基因豆,相对进口转基因大豆成本稍高,伴随着进口大豆多年低价冲击,国内农民种植大豆的积极性不高,导致大豆播种面积逐年减少,国产大豆产量逐年下降。2011 年,受前期价格低位震荡影响,国内大豆播种面积进一步缩减,同时大豆主产区黑龙江 2011 年降雨整体不足,东部地区干旱较重,大豆单产下降,致使 2011 年国内大豆产量较 2010 年下降 10%,至 1350 万吨;但全年消费总量上升至 7010 万吨,大豆进口量较 2010 年增加,进口占比进一步提高至 84.49%。2012 年国内大豆产量约为 1260 万吨,降至 1993 年以来的最低点,同比下降 6.67%。种植大豆的收益远低于玉米,东北地区大豆和玉米的收益比约为 2.3:1,而且玉米种植管理更加简单。进入 2013 年,国内大豆产量约为 1275 万吨,同比有所上升,进口量达到了历年最高的 6500 万吨。

表 1 中国大豆供需数据分析

项目	2011	2012	2013
播种面积(万公顷)	765	720	700
国内产量(万吨)	1350	1260	1275
消费总量(万吨)	7010	7683	7696
进口总量(万吨)	5923	6100	6500
进口占比(%)	84.49	79.40	84.46

资料来源: wind 资讯

国内豆粕价格大幅度波动后低位运行,给畜牧业的成本控制带来较大难度

受国际大豆价格变动影响,国内豆粕价格近

年来波动较大。进入 2012 年以来，豆粕价格虽然波动较大，但是总体还是增长趋势。年底价格 3840 元/吨，较年初上涨了 33.80%。2013 年前 2 个月，豆粕价格基本稳定，进入 3 月中旬，由于巴西大豆取得丰收，缓解了供应压力，豆粕价格快速下滑。之后，豆粕价格在第三季度反弹，最终在年底达到 3726 元/吨，较 2012 年有所下滑。进入 2014 年，豆粕价格继续下降，2014 年 11 月 28 日，豆粕期货收盘价已经跌至 3130 元/吨。

图 4 2012 年~2014 年中国豆粕期货价情况



数据来源：wind 资讯

大豆价格波动带动豆粕价格波动，未来大豆行情的不明朗，使得豆粕价格也存在诸多不确定因素，此外豆粕作为大豆压榨豆油的副产品，在受大豆原材料价格主导影响外，油脂加工企业短期市场操控对其也存在一定影响。总体看，受玉米和豆粕价格波动影响，养殖企业饲料成本控制难度加大。

（2）肉类市场

①鸡

近十年来，中国肉鸡产业发展迅速，根据中国畜牧业信息网数据显示，中国鸡肉产量由 1997 年的 729 万吨提高至 2013 年的 1335 万吨。目前中国鸡肉产量已超过欧盟，为世界第二大鸡肉生产国。

从肉鸡消费来看，近十几年来，人均鸡肉消费量显著提升，根据中国畜牧业信息网数据显示由 1997 年的人均鸡肉消费量 5.82 千克/年提升至 2010 年的人均鸡肉消费量 9.50 千克/年。但与世界其他国家相比，例如美国的人均鸡肉消费量 43.67 千克，加拿大人均鸡肉消费量 32.14 千克，

欧盟人均消费量 15.6 千克，巴西人均消费量 33.3 千克，台湾地区人均消费量也有 28 千克，中国鸡肉人均消费量仍处于较低水平，主要是由于中国肉类消费偏重猪肉所致。目前中国前三大鸡肉消费地区为广东省、广西省和海南省，这三大地区人均鸡肉消费水平基本等同于欧盟地区人均鸡肉消费水平。

从肉鸡市场价格来看，影响肉鸡价格的因素主要包括：需求量、疫情、肉鸡存出栏量和饲料成本。由于农产品定价的市场化程度较高，对市场的供需调节能力较强，因此需求量、疫情和肉鸡存出栏量对肉鸡短期市场价格影响较大，但饲料成本则影响肉鸡长期价格走势。

图5 2013年1月~2014年9月重点城市鸡肉零售价格



资料来源：wind 资讯

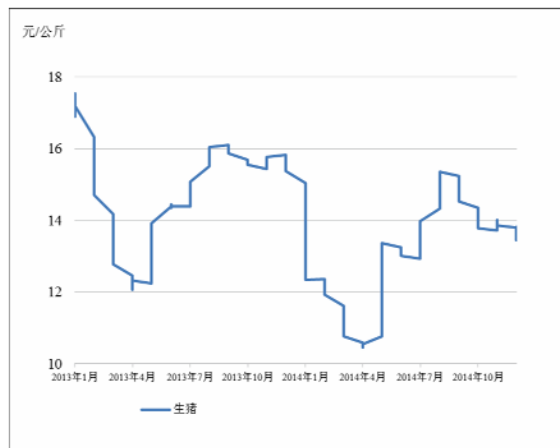
2012 年年底鸡肉价格为 18.90 元/公斤，比年初增长了 3.39%。进入 2013 年，鸡肉价格保持了上升的趋势，但随着 3 月末爆发的 H7N9 疫情逐渐扩大，大众产生了一定的恐慌情绪，对鸡肉需求产生了直接影响，2013 年下半年开始，一些城市陆续关闭活禽交易市场导致鸡肉价格快速下降，截至 2013 年 11 月底，鸡肉价格由年初的 20.58 元/公斤下降至 19.78 元/公斤。但进入 2014 年以来，禽流感疫情对肉鸡市场价格的影响已逐渐减弱，肉鸡的价格不断攀升，截至 2014 年 9 月底，肉鸡价格为 21.30 元/公斤，已经超过 2013 年初禽流感疫情未爆发时期的水平。

②猪

猪肉作为中国第一大消费肉类，近十年来，随着中国人口的增长，加之生活水平的提升，对猪肉需求逐步增多。目前中国猪肉产量已占世界总产量的一半。

从猪肉市场价格来看，影响猪肉价格的因素基本与肉鸡相同，疫情和生猪存出栏量对猪肉短期市场价格影响较大，只是由于猪的成长周期相对鸡而言较长，因此短期市场价格调整周期相对有所延长；饲料成本仍是影响猪肉长期价格走势的重要因素。此外，由于养猪相对养鸡的占地面积较大，对土地的需求较多，因此土地成本也成为影响猪肉长期市场价格走势的重要间接因素。

图6 2013年~2014年中国城市生猪零售价格



资料来源：wind资讯

2013年，前两个月由于过节因素导致生猪需求量增加，生猪价格小幅走高，之后随着需求回落和生猪存栏量持续处于高位，生猪价格一路下滑，3月生猪价格12.77元/公斤，比年初16.89元/公斤的价格下滑了24.39%。之后虽然生猪价格有所反弹，但是由于东北地区猪病泛滥引发的抛售情况席卷了全国各地，生猪的价格也开始出现快速下滑的态势。2013年底，生猪价格维持在15.38元/公斤，较年初有所下降。2014年春节前，生猪价格行情出现了罕见的大幅下跌，其主要原因是春节前终端需求小于之前预期，养殖户对年后行情持悲观心态，因而集中出栏，造成市场供大于求的局面，全部母猪的存栏量大大过剩。而目前需求下滑也从客观层面导致

了供过于求，作为猪肉消费大户的餐饮业因受到“三公”消费的影响，需求下降也导致生猪价格走跌。截至2014年4月底，生猪价格跌至10.55元/公斤的低谷，较年初的15.04元/公斤的价格大幅下降了29.85%。从2014年5月起，生猪价格开始不断上升，2014年8月22日，生猪的价格已经回复至15.36元/公斤的年内最高值，截至2014年12月中旬，生猪价格稳定在13.45元/公斤左右，较年初的生猪价格有了大大的提升。

实践中常用生猪价格与玉米价格的比率，即“猪粮比”来衡量养殖业的盈利情况。猪粮比越高，说明养殖利润越好，反之则越差。按照相关规定，当猪粮比达到6时，生猪养殖基本处于盈亏平衡点。2013年一季度末期，猪粮比探至5.00的水平，生猪养殖业处于深度亏损状态；二季度，国家冻猪肉收储工作陆续展开实施，生猪价格在政策和端午节节日效应的双重利好下，在5月中下旬上扬，之后持续走高，至2013年底达6.69。2014年以来，受季节因素影响，猪粮比大幅回落，2014年3月底，大中城市猪粮比为4.66。2014年12月底，猪粮比小幅回升至5.67，但仍距6的盈亏平衡点略有差距。

图7 2013年~2014年22省市猪粮比



资料来源：wind 资讯

总体看，受粮食价格波动、短期肉类市场供需调整加大以及养殖疫情爆发等因素影响，近几年，鸡肉、猪肉价格虽呈阶段性波动调整但整体上处于上涨趋势；养殖行业较强的周期性特征使得小型养殖企业仍面临较大市场风险，而具有规模优势、市场优势及多元化生产布局的大型养殖

企业将表现出更强的抗风险能力,有望在竞争中进一步做大做强。

(3) 病疫

病疫是畜牧业发展的重要影响因素,近几年,平均每年都有十几起疫情爆发,造成 30% 的禽畜患病死亡,很多中小型养殖企业也因此破产,同时疫情过后,市场短期消极态势明显,例如肉类产品价格平均下跌 20%,农民补栏的热情减退等,但考虑到畜牧产品非周期性需求特点,加之自身供需调节能力较强,因此疫情仅为短期影响因素。未来随着国家畜牧防疫技术的提升,加之中国畜牧产业结构的优化以及产业升级都将缓解疫情对畜牧产业的影响。

① 禽流感对肉鸡行业影响

近几年,中国少数几个省区暴发高致病性禽流感,给当地养殖企业造成了重大损失和影响。禽流感发生时期,鸡肉产品价格和销售量均会出现大幅下降。以河北 2005 年 9 月爆发的禽流感为例,价格方面以 2005 年 11 月肉鸡价格为例,其价格由 6 元/千克跌至 4 元/千克,下降了 33.33%;销量方面,由于外销检疫费用增加了销售成本,导致一些中间商不愿向外省输出产品,再加上居民对禽产品消费心理的变化使禽产品消费量剧减,2005 年 10 月份销售种鸡 2 万套,较禽流感爆发前下降 50%。

2013 年 3 月,中国爆发了 H7N9 型禽流感疫情,此次禽流感发病的主要区域集中在上海、浙江、江苏等省份,4 月逐步蔓延至北京、河南所在的华北区域。受此影响,上海、南京、杭州、天津等多个城市逐步关闭了活禽交易,且公众在选择食用鸡类食品更加慎重,对鸡肉需求产生了直接影响。反映在价格方面,从 3 月 30 日至 4 月 7 日,山东烟台地区毛鸡价格下跌了 11.3%,鸡苗下跌了 57.6%。进入 2014 年,虽然一季度中国内地感染 H7N9 禽流感病例有所增加,深圳、广东、上海等地采取了活禽市场休市等措施,但 2014 年 3 月份以来,随着禽流感疫情影响逐步减弱、鸡肉消费需求回暖,全国家禽价格全面回升,已经超过了 2013 年初禽流感疫情爆发前

水平。禽流感疫情对鸡肉市场价格影响已经基本消除。

② 口蹄疫对肉猪行业影响

口蹄疫是一种以病毒为载体的疾病,主要受感对象为猪、牛等大型偶蹄兽类,口蹄疫发病后一般不致死,但会导致病兽口、蹄部出现大量水泡、高烧不退,使实际产量锐减。另外,个别口蹄疫病毒的变种亦可传染给人。因此,每次爆发后只能屠宰和集体焚毁以绝后患。

2010 年 3 月,广东、江西部分地区相继发生小规模猪口蹄疫疫情,当地毛猪出栏价受疫情影响连续 5 周下跌。

总体看,病疫对养殖行业的影响较大,短期内造成养殖行业产品的价格和销售量较大幅度下降;但从长期来看,病疫的可控性使得养殖行业又可以在一定时间内恢复。

4. 畜牧业未来发展方向

“十二五”期间,畜牧业将着力构建和完善畜产品标准化生产体系、现代畜禽牧草种业体系、现代饲料产业体系、现代畜牧业服务体系、畜产品质量安全保障体系和草原生态保护支撑体系等“六大体系”。力争用五年时间,推进畜牧业综合生产能力迈上新台阶,饲料和畜产品质量安全跃上新水平,草原生态保护建设取得新突破。

根据“十二五”期间畜牧业的发展方向,农业部制定的发展目标是:①肉、蛋、奶产量分别达 8300 万吨、2900 万吨和 5000 万吨,年均增长率分别达到 1.4%、0.9%和 5%,畜牧业产值占农业总产值的比重达 36%,工业饲料产量达 2 亿吨。②全国畜禽规模养殖比重在现有基础上再提高 10—15 个百分点,50%的规模养殖场实现标准化养殖;生猪出栏率达到 140%,奶牛平均单产达到 5.5 吨;畜禽规模养殖场(小区)粪污无害化处理设施和农牧结合生态循环养殖覆盖面达到 50%以上;饲料和生鲜乳安全水平进一步提高。③先进适用技术转化应用率大幅提高,科技创新与应用体系得到完善,畜牧业科技进步贡

献率提高到 56%以上；在畜禽良种培育、安全高效饲料生产和草原生态保护治理等领域取得新进展。

5. 广东区域经济环境

2013 年，广东省完成生产总值 62163.97 亿元，增长 8.5%，其中农林牧渔业总产值 4946.8 亿元，比 2012 年增长 2.2%。2013 年广东省生猪生产基本稳定，生猪出栏 3745 万头，同比增长 0.2%；年末生猪存栏 2283 万头，同比增长 1.2%；其中，能繁母猪存栏 254 万头，同比增长 1.2%；家禽养殖受 H7N9 禽流感疫情影响大，出栏 10.41 亿只，同比下降 8.0%；存栏 3.23 亿只，同比下降 9.4%。

根据广东省生猪生产发展总体规划和区域布局，2020 年生猪出栏达到 5245 万头，猪肉自给率达到 85%，为广东省猪肉供应和安全提供保障。2020 年全省生猪生产区域布局合理，标准化规模养殖比例达到 90%以上，废弃物资源利用率 90%以上。其中以梅州、汕尾、潮汕地区为主要发展区域的东部生猪产业带，目标规划 2020 年上市生猪 1460 万头，以发展大、中型生猪养殖场为主；以茂名、湛江、阳江、肇庆、云浮为主要发展区域的西部生猪产业带目标规划 2020 年上市生猪 2220 万头；以韶关、清远为主要发展区域的北部生猪产业带目标规划 2020 年上市生猪 700 万头；以江门、广州城郊为主要发展区域的中部城郊生猪产业带目标规划 2020 年上市生猪 865 万头。

总体来看，广东省经济持续保持快速增长，为公司养殖业发展提供了良好的外部环境。另外，随着人口的增长、人们生活水平的提升以及政府对标准化规模养殖的扶持，具有较完整产业链及经营规模优势的养殖企业将具有良好的发展前景。

五、基础素质分析

公司主要从事养殖业，同时涉足与养殖相关

的延伸产业。公司养殖主要采取“公司+农户(家庭农场)”经营模式，即公司提供培育养殖种苗，并提供饲料、疫苗、养殖技术等一系列配套服务，由农户代工养殖，最终形成的产品，由公司统一对外销售。

1. 产权状况

截至 2014 年 9 月底，公司注册资本 31.90 亿元，其中温鹏程等 45 名自然人股东持股 49.67%(持股比例排名前十位的股东中温氏家族成员占 5 位，持股比例为 13.69%，其中个人持股比例最高的股东为温鹏程先生，持有公司 3.29%股权)、公司 6789 名自然人(由原公司工会解除代持关系的直接持有者)持股 48.83%、中金佳泰持股 1.50%。考虑到公司的发展背景和温氏家族在公司经营管理中的地位，公司实际控制权由“温氏家族”掌握。

2. 生产规模

(1) 养殖生产

截至2013年底，公司合计拥有310个养殖生产基地，其中鸡舍101个、猪舍195个、鸭舍9个、牛舍5个，与2012年底相比，猪舍增加23个、牛舍增加1个。

公司目前是全国养鸡行业中规模最大的企业。截至2013年底，公司拥有六大系列上百品种合计1470万套种鸡，可年产鸡苗12亿只；是全国规模最大的黄鸡产业化供应基地和国家肉鸡HACCP生产示范基地，拥有一体化养鸡公司65家。

公司也是全国规模最大的种猪育种和肉猪生产企业，也是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。截至2014年9月底，公司拥有10个原种猪场(其中包括1个国家核心原种猪场和1个省级原种猪场)，商品种猪场162个；已有存栏母猪96.1万头、生产商品猪苗1502万头的生产基地。2013年，公司肉猪上市量约占广东肉猪上市量的15%；肉猪产品先后获得了

省级无公害农产品认证、广东省名牌产品等荣誉称号，其中“华农温氏猪配套系1号”通过了国家级品种审定。

此外，公司还逐步涉及养殖鸭和牛，截至2013年底，公司拥有49.95万套种鸭，年产1840万只鸭苗，拥有奶牛12000头，可年产32000吨原奶。

公司养殖规模较大，截至2013年底，合作代工养殖农户已达到5.46万多户，由于公司提供的养殖种苗品质较好，成活率较高，加之对农户代工养殖回报较高，与农户合作关系较为稳定。

（2）相关延伸产业

公司还注重加大延伸产业的发展，并涉足进入了相关的饲料加工、食品加工、疫苗和兽药等行业（2008年已将部分业务从公司中剥离），其中饲料加工主要为配套自用。

饲料加工：公司饲料被纳入配套自给的服务体系，即公司主要养殖生产基地都配有相应的饲料加工厂。截至2013年底，随着公司养殖品种和规模的不断扩大，公司拥有78个饲料加工基地，年加工饲料达到801.56万吨，基本能满足自给的需求。

3. 养殖技术

公司自1990年起先后与华南农业大学、南京农业大学、华中农业大学、中山大学等10多所高校及科研院所建立产学研合作关系，公司注重发展四个层面的养殖技术：

第一层面，育种的培育技术。公司拥有国内规模最大的鸡育种基因库，自主研发了上百种优质种鸡和种鸭，且生产的种苗成活率均达到85%以上，目前共有7大纯品系，35个配套系，其中新兴黄鸡2号、新兴矮脚黄鸡、新兴麻鸡4号、新兴竹丝鸡3号、新兴天露黄鸡、新兴天露黑鸡先后通过国家级品种的认定，是行业中拥有较多国家级品种的龙头企业。此外，公司还在奶牛胚胎移植实验、猪的克隆和转基因技术上取得突破性进展。

第二层面，饲料营养配比技术，公司根据各类养殖品种生长特点和生长周期阶段的不同需求，配比了上百种饲料品种。2009~2012年，公司鸡和鸭的料肉比平均维持在2.75倍左右，猪的料肉比保持在2.45倍左右，均处于同行业较低水平。

第三层面，养殖防疫技术，公司拥有动物疫病防控中心、企业研究院、动保产品研发与产业化中心三个防疫单位和院所，并建立了四级防疫技术管理体系，联合国内外专家共同研发了多种预防疾病疫苗，其中包括禽流感 H5 和 H9 两个型号和蓝耳病普通和高致病性两种型号，目前公司动物防疫整体实力和指标均为国内同行领先水平。近几年，公司肉鸡、肉猪上市率均达到92%以上，重大人畜共患病的发生率为0。

第四个层面，养殖培育技术，公司建立了生产信息中心，自1990年便开始将大量的养殖过程中的信息数据进行储存，并通过计算机处理统计，编制出科学化的标准养殖方法。

此外，由于公司养殖由农户代工完成，因此公司十分注重相关配套服务的完善，即通过向农户提供统一高品质饲料、定期接种疫苗、养殖指导，并通过编制内刊，免费发放农户进行养殖技术普及。

4. 品牌建设

公司一直注重品牌的建设工作。公司品牌推广手段主要采用“硬性广告”和“软性宣传”相结合的宣传方式，即主要针对“温氏”主导品牌进行宣传包装。截至2013年底，公司拥有150个全资、控股子公司，7个间接控股，4个分支机构，遍布全国23个省（市）；公司鸡猪品牌特约经销点、专营店达到2045个，其中广东省内664个，西南公司652个，浙江公司107个，福建公司93个，湖北公司146个，湖南公司27个，广西公司112个，安徽公司102个，江苏公司142个。

截至2013年底，公司拥有8761个中间批发

商客户。2013年，公司销售肉鸡约8.47亿只，同比下降1.98%，约占全国肉鸡上市量的10.20%；销售肉猪1013万头，同比增长24.49%，约占全国肉猪上市量的1.69%。

总体看，温氏品牌在广东省境内知名度较高，在其他地区知名度一般；此外，由于公司主要针对中间商进行销售，加之下游食品加工业正处于发展阶段，公司在终端市场上品牌知名度一般。

5. 人员素质

公司现有高级管理人员10人，包括首席执行官1名，总裁1名，副总裁6人，财务总监1人，董事会秘书1人。

公司总裁温志芬先生，45岁，研究生学历，1993年获华南农业大学畜牧系畜牧专业学士学位，2002年获华南理工大学工商管理硕士学位；1993年7月至2006年6月，华南农业大学动物科学学院任教，任教期间派驻公司工作；2006年4月至2009年12月，任公司常务副总裁；2009年12月起至2014年9月，任公司总裁；2014年10月起任公司首席执行官。

公司财务总监温小琼女士，50岁，大专学历，2002年毕业于华南农业大学。1983年7月参加工作至今，先后任公司新兴县勒竹养鸡场出纳、新兴县勒竹养鸡场财务负责人、公司财务部总经理、公司财务总监，2014年10月起任公司副总裁。

截至2013年底，公司本部及下属子公司共有员工36178人，按学历构成划分，具有大专及以上学历占15.69%，高中或中专学历占23.41%，初中及以下占60.90%；按年龄构成划分，30岁以下、30~50岁之间和50岁以上占比分别为42.78%、53.58%和3.64%。

整体看，公司高级管理人员专业管理经验丰富，且以温氏家族人员为主，团队稳定性较好；公司员工文化程度和年龄构成合理，能满足公司发展需要。

6. 外部支持

税收优惠方面，根据《国家税务总局关于农业生产者销售自产农产品不征收营业税的通知》(国税发[1992]232号)有关规定，公司养殖业务免征营业税。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》及《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》(国税【2010】2号)规定，公司“公司+农户”养殖业务享受减免企业所得税优惠政策。

公司作为一家农业龙头企业，在发展过程中，得到了各级政府的支持。2011~2013年，公司获得国家级、省级的政府补贴收入分别为6775万元、7412万元和17795万元，累计达到31982万元。

整体看，公司作为农业龙头企业，能获得当地政府支持和相关政策优惠，公司综合素质较高。联合资信注意到，养殖规模和养殖技术水平是养殖类企业可持续发展的根基，是抵御疫情和市场风险的重要保障，公司作为养殖行业龙头企业，养殖规模较大，养殖技术水平较高，整体抵御风险能力较强。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是一家以养鸡、养猪业为主，以养牛、养鸭为辅，以食品加工、粮食贸易、农牧设备为产业链配套的跨行业、跨地区发展的大型畜牧养殖企业集团。2013年，公司营业收入为351.87亿元，其中主营业务收入核心来源于养殖业，养殖业中偏重养鸡和养猪业。2013年，肉鸡及肉猪养殖收入占公司主营业务收入的比重分别为46.87%和47.73%。公司养殖模式属

于自繁自养模式，其产业链条较为完善，即包括种苗繁殖，饲料配比加工，肉鸡和肉猪生产，以及下游延伸至肉食品加工领域。

2013年，肉猪销售收入的大幅增长致使其占主营业务收入的比重呈现上涨态势，2013年占47.73%，同比增加6.95个百分点；肉鸡养殖在公司主营业务收入中占比已经低于肉猪占比，2013年占 46.87%，同比减少6.44个百分点。

毛利率方面，公司以肉鸡、肉猪销售为主的主营业务毛利率受市场周期性影响较大，近三年不断降低。2013年，由于禽流感事件的影响，同时豆粕等原材料平均采购价格走高，进一步压缩了公司的利润空间，截至2013年底，

公司毛利率7.50%，同比下降了7.00个百分点，其中肉鸡毛利率为负。

2014年1~9月，公司实现主营业务收入263.61亿元，占2013年全年的75.01%，其中肉鸡及肉猪分别实现收入117.26亿元和129.35亿元，占主营业务收入的比重分别为44.48%和49.07%，肉猪占比持续提高。毛利率方面，由于禽流感事件的持续影响以及春节期间猪肉价格的罕见下降，2014年第三季度，随着猪肉价格的回升，公司肉猪业务毛利率回升至19.20%，公司整体毛利率为21.67%，盈利水平处于近几年高位。

表2-1 公司主营业务收入、成本及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1~9 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	164.22	53.05	15.05	178.42	53.31	10.48	164.71	46.87	-2.02	117.26	44.48	11.35
肉猪	126.70	40.93	31.64	136.49	40.78	20.28	167.75	47.73	16.94	129.35	49.07	9.95
饲料、肉制品及其他	18.62	6.02	6.69	19.74	5.90	10.84	18.98	5.40	6.73	17.01	6.45	2.45
合计	309.54	100.00	21.34	334.66	100.00	14.50	351.44	100.00	7.50	263.61	100.00	10.09

表2-2 公司主营业务收入、成本及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年 1~3 月			2014 年 4~6 月			2014 年 7~9 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
肉鸡	30.49	40.22	-32.61	37.30	46.15	28.40	49.47	46.24	25.59
肉猪	38.71	51.06	4.28	37.88	46.87	2.86	52.76	49.32	19.20
饲料、肉制品及其他	6.62	8.73	5.82	5.63	6.97	-6.36	4.76	4.45	8.19
合计	75.81	100.00	-10.42	80.82	100.00	14.00	106.98	100.00	21.67

资料来源：公司提供

（1）鸡养殖业务经营概况

伴随着公司养殖规模的不断扩大，公司鸡养殖收入波动中有所增长，2013年，公司肉鸡养殖毛利率较体现为净亏损，为-2.02%，主要是由于禽流感造成的肉鸡价格的下降以及豆粕等原料平均采购价格上升。2014年一季度，由于禽流感的影响仍然持续存在，公司肉鸡毛利率下降至-32.61%，进入2014年第二季度，随着禽流感疫情影响的减弱以及鸡肉价格的

快速回暖，公司肉鸡毛利率快速回升，2014年第二季度和第三季度分别为28.40%和25.59%。

（2）猪养殖业务经营概况

2013年猪养殖收入占主营业务收入比重由2012年的40.93%提高至47.73%，2014年1~9月占比上升至49.07%，符合公司业务结构调整方向，与公司提出的积极发展养猪业、稳健发展养鸡业的经营策略相吻合。

从猪养殖业务利润率看，2011~2013年，

猪养殖毛利率不断下降。2013年肉猪毛利率继续下降为16.94%，同比下降3.34个百分点。进入2014年一季度，由于肉猪出栏量的大幅增加以及需求降低的双重压力，猪肉价格在春节期间出现了罕见的下降的情况，直接导致2014年第一季度和第二季度肉猪销售的毛利率分别降至4.28%和2.86%，进入2014年第三季度，随着猪肉价格的回升，公司肉猪业务毛利率回升至19.20%。

2. 养殖产业

(1) 生产

①养殖模式

公司主要采用“公司+农户（家庭农场）”的生产模式，即公司通过二级半公司¹向合作农户提供种苗、饲料、疫苗、兽药、养殖技术等一系列配套服务，由周边的农户与二级半公司挂钩合作养鸡、猪等，最终形成产品，再由二级半公司统一对外销售。销售后形成的利润，由公司与农户按照比例进行分配。

近三年来，尽管行业景气度波动对公司经营产生了一定影响，公司持续提升合作农户收益，提高了合作农户的积极性，巩固了公司发展基础。2011~2013年农户收益每只鸡分别为2.26元、2.30元、2.16元。猪养殖方面，公司猪养殖户的收入也逐年提高，进一步巩固了与养殖户合作的稳定性，从而保证了公司产能的稳步增长。

总体看，由于公司与农户合作时间较长，且对农户的分配较为合理，公司生产模式比较稳定。随着物联网设备的推广，公司产能有望进一步提高。

②养殖基地

近几年，公司不断推进养殖基地的合理布

¹二级半公司为公司管理架构中的一体化养殖公司，主要包括有种鸡场（种猪场）、饲料厂、服务部、销售部，种鸡场（种猪场）主要进行生产鸡苗（猪苗），饲料厂则对原材料进行加工生产饲料，鸡苗（猪苗）和饲料通过服务部调配到相应的合作农户中，农户养殖完成后通过销售部进行销售。

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、内蒙等6个省（市、区）。目前，公司60%养殖生产基地仍集中在两广和福建地区。

公司养殖规模不断扩大，截至2013年底，公司合计拥有310个养殖生产基地（其中鸡舍101个、猪舍195个），年生产和孵化鸡苗11.7亿只；已有存栏母猪83.13万头（包括后备猪）、生产商品猪苗1167.34万头，肉猪的料肉比为2.48:1。

(2) 采购

公司成本主要由饲料（约占68%）、养户利润（约占12-15%）和兽药及疫苗（约占3%）等，其中饲料主要采购原料为玉米、豆粕以及鱼粉等粮食及添加剂，由公司饲料采购中心及公司下属子公司饲料部负责。

采购渠道方面，公司玉米采购主要通过粮食供应商采购，主要粮食供应商包括中牧实业股份有限公司、吉林粮食集团有限公司、海康健进出口有限公司、广州唐隆饲料有限公司和中谷集团上海粮油有限公司等，其余通过农户直接收储；豆粕采购渠道主要来自国内油脂加工厂；鱼粉及部分添加剂主要来自国外进口。货款结算方面，主要采用先货后款的方式。

采购成本控制方面，公司主要通过调节采购节奏的方式，并通过饲料配方调整、部分现货套期保值（比例很小）等方式控制采购成本。由下表可见，2011~2013年，公司玉米及豆粕价格均有所提升，年均复合增速分别为2.05%、12.42%；2014年1~9月，玉米价格较2013年变化不大，豆粕价格较2013年下降9.68%。

表3 公司主要原料采购量及采购价格

（单位：万吨、元/吨）

项目	2011年		2012年		2013年		2014年1-9月	
	采购量	价格	采购量	价格	采购量	价格	采购量	价格
玉米	373.07	2315	335.40	2426	519.62	2411	294.63	2426
豆粕	87.57	3252	74.50	3601	85.33	4110	72.07	3712

资料来源：公司提供

(3) 销售

①销售情况

截至2013年底，公司拥有26家分支机构，遍布全国22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。公司养殖的产品主要通过中间批发商进行销售，截至2013年底，公司拥有8761个中间批发商客户。2013年，公司销售肉鸡约8.47亿只，同比下降1.98%，约占全国肉鸡上市量的10.20%；销售肉猪1013万头，同比增长24.49%，约占全国肉猪上市量的1.69%。2014年前三季

度，公司上市肉鸡和肉猪分别为4.97亿只和861.91万头，分别占2013年全年的58.68%和85.09%。

在销售价格方面，公司肉鸡和肉猪均呈下降趋势，2013年分别为5.81元/斤和7.36元/斤，较2012年分别下降0.36元/斤和0.03元/斤；2014年1~9月，随着禽流感疫情影响的减弱以及鸡肉价格的快速回暖，公司肉鸡平均回升至6.71元/斤；肉猪平均价格较2013年下降至6.51元/斤。

表4 2011~2014年9月公司销售情况情况（单位：元/斤、万头、亿只）

项目	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~9 月	
	销售量	平均售价	销售量	平均售价	销售量	平均售价	销售量	平均售价
肉鸡	7.77	6.44	8.65	6.17	8.47	5.81	4.97	6.71
肉猪	663.56	8.62	813.89	7.39	1013.00	7.36	861.91	6.51

资料来源：公司提供

销售模式方面，公司通过在全国设立分支机构，构建全国性营销网络。公司各销售区域中，华南地区占比最高，2013年为69.28%。货款结算方面，基本是款到发货，不占用公司营运资金。

物流方面，尽管公司销售网络众多，但公司销售主要集中在广东及广西地区，且两地区产品运输多由中间批发商自行解决，加之公司养殖生产基地多靠近国道或省道，因此运输较为便利。

表5 公司地区销售占比（单位：%）

地区分布	2011 年	2012 年	2013 年
西南区	1.62	3.00	4.17
西北区	0.00	0.00	0.04
华东区	12.49	15.65	16.65
华北区	0.01	0.06	0.72
东北区	0.00	0.01	0.00
华南区	82.69	75.06	69.28
华中区	3.20	6.21	9.13
合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

②病疫影响

病疫是影响畜牧业发展的重要因素，病疫期间禽畜死亡率大幅提升，短期量价齐跌，严重影响行业内企业的利润水平及农民的补栏积极性。2013年3月中国正式报道人感染H7N9型禽流感疫情以来，截至2014年1月全国禽流感死亡病例31人，主要集中在浙江、江苏、上海，还涉及安徽、山东、河南等诸多省市。国家卫计委预测，可能继续出现人感染H7N9禽流感的散发病例。这对正在逐步恢复的家禽业又是一重打击。

自从2013年3月H7N9流感疫情发生后，家禽业销量和价格均大幅下降，据中国畜牧协会调查，2013年上半年，养殖产业直接经济损失超过600亿元。自疫情报道以来，公司对华东地区各成员公司上市肉鸡均开展了H7亚型流感群必检工作，所有样品测试均为阴性。但部分疫情发生地区关闭交易市场、消费者选择恐慌及产品流通受阻等多方面市场因素对公司业绩带来了较大影响。

公司作为中国养鸡行业的龙头企业，自

1997年禽流感后一直对存栏鸡开展流感病毒检测工作，并形成了较好的应对机制。针对本次疫情，公司成立了危机应急处理应对小组，并在人道毁灭小天龄鸡群、强制减投苗30%、降价促销、保证合作养鸡户2元以上结算效益方面做出了努力。公司采取了加大销售力度、减少库存、减少原材料损失等措施较少亏损。

进入2014年第二季度，随着禽流感疫情影响的减弱以及鸡肉价格的快速回升，公司恢复了肉鸡的供应规模，肉鸡业务盈利能力回升至较高水平。

本次疫情对公司2013年和2014年一季度肉鸡业务业绩产生了较大影响，但随着禽流感疫情影响的减弱，公司肉鸡业务盈利快速回升，体现了公司作为大型畜牧养殖企业集团较强的抗风险能力。

3. 其他产业

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：饲料、食品加工、粮食采购等产业，2011~2013年其他产业收入占比在7%以内。

2013年，公司其他产业主要以饲料、肉制品为主。公司近年不断提高肉制品加工技术及质量，产品主要销往香港，饲料、肉制品及其他产品毛利率水平有所波动，2013年为6.73%。公司饲料产品以自用为主，随着养殖规模的扩大，公司内部消化的饲料大幅增加，对外（联营单位）销售量和销售价格上涨幅度均较小，生产成本的增速高于销售价格的增速，导致2013年毛利率大幅下降。

2014年前三季度，饲料及肉制品销售占比仅为6.45%，毛利率降至2.45%。

4. 经营效率

2011~2013年，公司销售债权周转次数逐年上升，三年加权平均值为306.63次，2013年为319.33次，处于行业优秀水平，公司销售产品90%以上采用保证金订货、现款交易的付款方

式，产品销售款回笼快；公司存货周转次数基本保持稳定，三年加权平均值为4.79次，2013年为4.60次，存货周转效率较高；总资产周转次数呈下降趋势，三年加权平均值为1.70次，2013年为1.53次。

总体看，公司资产经营效率水平高。

5. 未来发展

经营方面，未来公司将稳定发展养鸡业务并继续加速扩大养猪规模。公司2015年计划年上市肉鸡7.3亿只、肉猪1460万头；到2019年，公司计划年上市肉鸡10亿只、肉猪2750万头。同时公司将注重经营多元化，继续扩大养鸭和奶牛的养殖规模，适度发展肉食品加工和其他与养殖相关的高附加值的延伸产业。未来公司养殖产业的规模优势将进一步发挥。

投资方面，未来公司重大资本性支出主要方向是养猪业，主要是新建一体化养殖公司（二级半公司），主要包括种猪场、孵化场和饲料厂等及其配套设施；2015年公司计划固定资产投资25亿元，资金来源主要是自有资金，公司会根据市场情况和公司自身的财务状况调节投资计划，公司未来筹资压力不大。

八、募集资金使用情况

“14粤温氏CP002”募集资金5亿元，其中4亿元已用于补充下属子公司流动资金，1亿元已用于归还银行贷款。

九、财务分析

公司提供的2013年审计报告已经由广东正中珠江会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2014年三季度报表未经审计。

1. 盈利能力

2013年公司营业收入和营业成本分别为351.87亿元和327.14亿元，分别同比增长5.00%

和 14.21%，公司营业成本增速略高于同期营业收入增速。

从期间费用看，2013 年，公司期间费用为 20.98 亿元，同比增长 4.58%，低于营业收入和营业成本的增速。2013 年，公司期间费用（营业费用、管理费用和财务费用）占营业收入的比例为 5.96%，期间费用占营业收入的比重处于小幅波动上升状态，其中财务费用增长较快，管理费用较高。

2013 年，公司投资收益为 3.10 亿元，主要为处置交易性金融资产取得的投资收益；2013 年，处置交易性金融资产取得的投资收益 1.79 亿元；投资收益本期发生额比上年发生额增加 2.47 亿元，主要原因是本期成本法核算的长期股权投资收益和股票、基金投资收益大幅增加。公司营业外收入主要为补贴收入（占 84.36%）；营业外支出主要为非流动资产处置损失（占 42.55%），本年度公司非正常损失 0.08 亿元主要是柏梓猪场因 2013 年 6 月 30 日特大洪灾造成种猪死亡 3233 头造成的损失。

2013 年，公司实现利润总额 6.79 亿元；实现净利润 6.11 亿元，同比分别下降 77.08%和 79.13%。其主要原因是收到 2013 年禽流感疫情的影响造成的鸡肉的收入下降以及原材料的成本上升所致。

从盈利指标看，2013 年，公司营业利润率和净资产收益率分别为 6.99%和 4.81%，比 2012 年分别减少 7.52 和 16.25 个百分点，主要是因为受行业价格波动影响所致。

2014 年 1~9 月，公司实现营业收入和利润总额分别为 263.61 亿元和 12.21 亿元，公司已于 2014 年 8 月底实现年度利润总额的扭亏为盈，并且公司 9 月份单月的利润总额达到了 8.12 亿元。

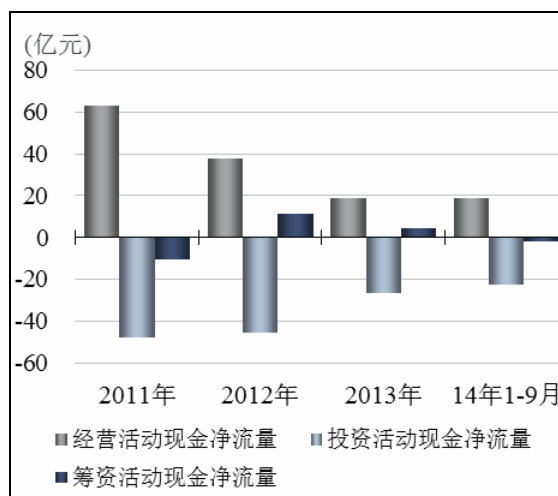
跟踪期内，禽流感疫情影响已经消除，鸡肉和猪肉价格已经企稳回升至较高水平，未来公司将稳定发展养鸡业务并继续加速扩大养猪规模，经营业绩有望保持增长。总体看，公司主营盈利能力较强。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2013 年，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生现金流入分别为 349.47 亿元和 357.90 亿元，同比分别上升 4.85%和 5.80%。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金年复合增长 16.56%，高于销售商品、提供劳务收到的现金增幅；公司支付的其他与经营活动有关的现金（主要为公司销售费用、财务手续费、往来款）整体呈递减趋势，年复合下降 3.40%，2013 年为 8.74 亿元；公司经营现金流出年均增速为 16.79%；公司经营活动产生的现金流量净额快速下降，年复合增长率为-45.73%，2013 年为 18.60 亿元。从收入实现质量指标看，2013 年，公司现金收入比为 99.32%，由于公司养殖业务免征增值税，公司收入的现金实现质量较好。

从投资活动看，2013 年，公司投资活动现金流入量为 30.27 亿元，同比增长 103.29%，主要是因为公司生产经营规模不断壮大，固定资产投资增多。公司购置固定资产、无形资产等支付的现金保持在较高水平，并且快速增长，年均增长 27.42%，2013 年为 53.62 亿元；2013 年，公司减少对理财产品和金融企业股权投资同时增加长期股权投资，使得投资支付的现金下降至 3.33 亿元。

图 8 2011~2014 年 9 月底公司现金流分析



资料来源：公司财务报表

从筹资活动看，跟踪期内，公司筹资活动现金流入主要是取得借款收到的现金和发行债券收到的现金，筹资活动现金流出主要是偿还债务支付的现金，2013年，公司筹资活动现金净净额为4.40亿元，2013年筹资活动现金净流量大幅减少，主要是因为2012年公司新增注册资本和连续发行债券，导致筹资活动现金流入大幅增加。

2014年1~9月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为271.23亿元，占2013年全年的77.61%，现金收入比较2013年有所上升，为102.89%；公司购买商品、接受劳务支付的现金为226.89亿元，占2013年全年的74.61%；公司支付给职工以及为职工支付的现金为19.72亿元，占2013年全年的77.30%。经营活动产生的现金流量净额为18.82亿元。

2014年1~9月，投资活动现金流入28.43亿元，占2013年全年的93.21%，主要是因为公司理财产品到期收到的现金增加。2014年1~9月，收回投资收到的现金为27.62亿元，是2013年全年的257.65%；其中投资支出的现金38.77亿元，主要是公司购买理财产品。2014年1~9月，投资活动现金流出为50.85亿元，占2013年全年的89.30%；投资活动产生的现金流量净额为-22.42亿元。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要是吸收投资收到的现金和取得借款收到的现金，现金流出仍以偿还债务和分配股利、利润或偿付利息为主，2014年1~9月，公司筹资活动产生的现金净流量为-2.00亿元。

跟踪期内，公司经营活动产生的现金流量充足，购建长期资产的投资规模较大且增速快，未来公司会根据市场情况和公司自身的财务状况调节投资计划，公司筹资压力不大。

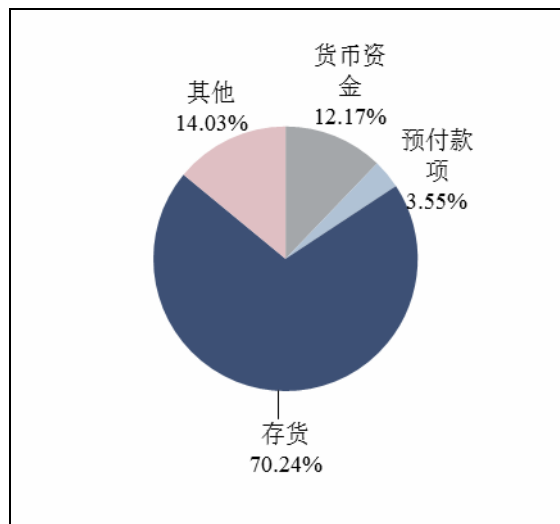
3. 资本及债务结构

截至2013年底，公司资产总额为239.39亿元，主要是公司养殖规模不断扩大所致。截至2013年底，公司资产总额中流动资产占45.41%，

非流动资产占54.59%。

截至2013年底，公司流动资产为108.71亿元，主要由存货、货币资金、交易性金融资产构成。

图9 2013年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司货币资金为13.24亿元，同比减少21.84%，主要为银行存款的下降所致。

截至2013年底，公司交易性金融资产为2.99亿元，同比下降19.19%，其中交易性债券投资占20.07%，交易性权益工具投资占79.93%。2013年公司交易性金融资产大幅下滑，主要是因为公司持有股票数量及期货持仓数量减少。

公司主要产品肉鸡和肉猪的销售均采用现款结算的方式，因此应收账款数额较小，2013年底为0.64亿元，占流动资产的比重为0.59%，一年以内的账款占98.91%，账龄较短。公司应收账款2013年计提坏账准备0.04亿元，计提比例为3.60%，计提较充分。

截至2013年底，预付款项为3.86亿元，同比上升80.37%，主要因公司预付的饲料原料采购款减少所致，其中一年以内的预付款项占99.81%。

截至2013年底，其他应收款为4.35亿元，同比上升74.70%，主要原因系本期公司向员工收取的温氏科技园二期集贤建设放款增加所

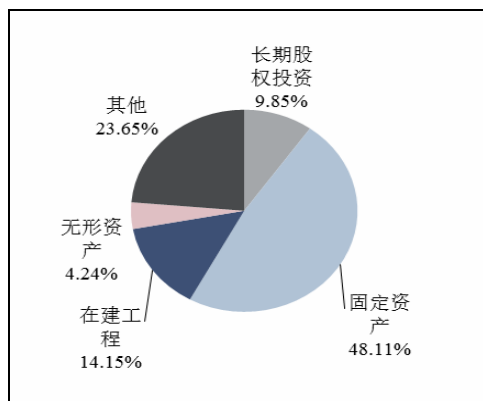
致。其他应收款中，账龄在1年以内的占66.62%、1-2年的占25.32%，公司共计提坏账准备0.25亿元，计提比例为8.83%。

截至2013年底，公司存货为76.36亿元，公司计提存货跌价准备1.30亿元；从存货构成来看，主要由原材料（占3.17%）和消耗性生物资产（占69.48%）构成，消耗性生物资产中，肉鸡、鸡苗、鸡蛋占31.22%；肉猪、猪苗占67.03%，存货变现能力较强。

公司其他流动资产主要为理财产品，截至2013年底为7.28亿元。2010~2011年，公司理财产品体现在交易性金融资产科目，2012年转入其他流动资产。

截至2013年底，公司非流动资产为130.67亿元，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程、生产性生物资产构成。

图 10 2013 年公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013年公司新增可供出售金融资产5.70亿元，为公司通过协议转让取得的大连友谊股份以及上市公司光明乳业限售股。

截至2013年底，长期股权投资12.88亿元，同比变化不大。公司长期股权投资主要投资于金融企业，未来计划在分红方面（投资收益）进行获利。截至2013年底，公司主要长期股权投资明细见下。

表 6 公司主要长期股权投资明细

（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	持股比例	核算方法	本期现金红利
珠海市农村信用合作联社	4.46	9.90	成本法	--
广东中科白云创业投资有限公司	2.56	22.72	权益法	--
广州中科白云投资管理有限公司	1.15	6.72	成本法	--
佛山市三水区农村信用合作社	1.09	4.88	成本法	--
招商湘江产业投资有限公司	1.00	8.64	成本法	--
合计	10.26	--	--	--

资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司固定资产原值89.82亿元，主要由房屋及建筑物（占60.92%）、生产设施（占15.22%）和机械设备（占14.61%）构成；累计折旧26.96亿元，公司未计提减值准备，固定资产净值为62.86亿元。

截至2013年底，在建工程为18.49亿元，同比基本保持稳定。截至2013年底，公司在建工程主要项目包括猪场工程10.86亿元、饲料厂工程1.79亿元、办公楼工程0.92亿元。

截至2013年底，公司生产性生物资产为19.96亿元，同比增长5.94%，其中种鸡占16.43%，种猪占73.50%。其增长的主要原因一方面为饲料原材料的价格上涨，单位生产性生物资产成本也随之上涨；另一方面为公司规模继续扩大，养殖的种鸡、种猪数量有所增长。

截至2013年底，公司无形资产为5.54亿元，主要是土地使用权、办公软件和专利技术。

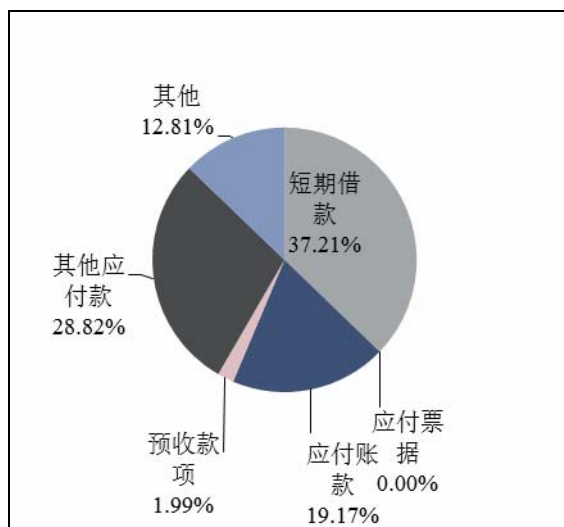
截至2014年9月底，公司资产总额为257.81亿元，较2013年底增长7.69%，其中流动资产占43.43%，非流动资产占56.57%；流动资产和非流动资产较2013年底分别增长了3.00%和增长了11.61%。公司其他流动资产20.85亿元，较2013年底大幅增长，主要是因为公司购买理财产品增加。

总体看，公司现金类资产及流动性较好的其他流动资产具有一定规模，存货规模大且周转快变现能力较强，公司资产流动性好。

2013年底公司负债总额为112.45亿元,其中流动负债占85.93%,非流动负债占14.07%。

截至2013年底,公司流动负债为96.63亿元,主要由短期借款、应付账款和其他应付款构成。

图 11 2013 年公司流动负债构成



资料来源:公司审计报告

截至2013年底,公司短期借款为35.96亿元,同比增长171.38%,其中主要为信用借款(占56.73%)、保证借款(占38.24%)和质押借款(占4.17%)。短期借款大幅增加的主要原因是公司本期借入的保证借款增加所致。

截至2013年底,公司应付账款为18.52亿元,账龄均在1年以内,主要为公司采购饲料原料产生的欠款,应付账款同比增幅为87.26%,主要原因是本年末原材料采购量增加,导致应付原材料采购款相应增加。

截至2013年底,其他应付款为27.84亿元,同比增长25.87%,主要是因为公司本年养殖规模扩大,收取专业户的押金相应增加所致。从账龄来看,1年以内的占100.00%。

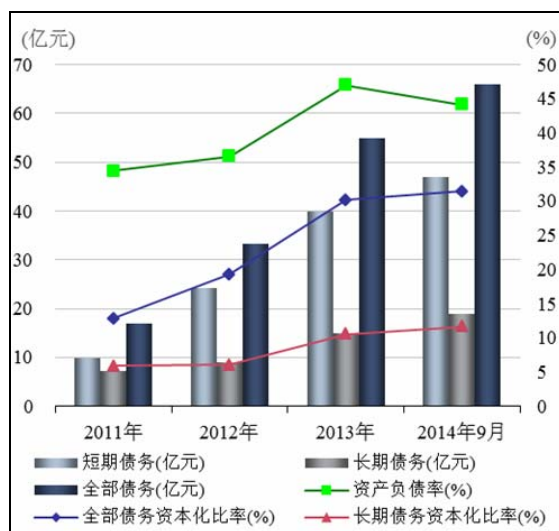
截至2013年底,公司非流动负债为15.82亿元,其中应付债券占94.25%,同比增长60.12%,主要因公司2013年3月以及7月发行两期5亿元中期票据致使应付债券增加所致。

截至2013年底,公司全部债务为54.86亿元,其中短期债务39.95亿元、长期债务14.91

亿元。公司近三年增加短期借款规模,2013年底公司短期债务占比提升至72.82%,长期债务占比降至27.18%。

从债务指标看,2011~2013年,全部债务资本化比率呈不断上升趋势,三年分别为12.84%、19.31%和30.17%,三年平均值为20.76%;资产负债率也呈不断上升趋势,三年分别为34.41%、36.55%和46.97%,三年平均值为39.31%;长期债务资本化比率呈逐步上升趋势,长期债务资本化比率分别5.85%、6.09%和10.51%,三年平均值为7.48%。公司整体债务负担轻。

图 12 2011~2014 年 9 月公司债务构成情况



资料来源:公司财务报表

截至2014年9月底,公司负债总额为113.82亿元,较2013年底增长1.22%,其中流动负债占82.46%,非流动负债占17.54%。公司负债仍以流动负债为主。截至2014年9月底,公司流动负债为93.86亿元,同比下降2.87%,整体保持稳定;公司非流动负债为19.96亿元,较2013年底增长27.17%,主要是因为2011年公司发行5亿元中期票据由一年内到期非流动负债调整回应付债券科目,致使应付债券增加。截至2014年9月底,公司全部债务增至65.97元,较2013年底增长20.25%,短期债务和长期债务占比分别为71.29%和28.71%,长期债务占比有所上升。从债务指标看,截至2014年9

月底，公司资产负债率为 44.15%，较 2013 年底下降 2.82 个百分点，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 11.63% 和 31.42%，较 2013 年底分别上升 1.12 个和 1.25 个百分点，公司整体债务负担仍较轻。

截至 2013 年底，公司所有者权益为 126.94 亿元，同比减少 8.69%。截至 2013 年底，公司所有者权益中实收资本占 25.13%、资本公积占 38.58%、盈余公积 2.63%、未分配利润占 30.14%；其中归属于母公司所有者权益占 96.42%，少数股东权益占 3.58%。公司所有者权益结构稳定性好。

截至 2014 年 9 月底，公司所有者权益为 143.99 亿元，较 2013 年底上升 13.43%。公司所有者权益结构较 2013 年底变化不大。

跟踪期内，公司债务负担略有加重，但仍处于合理范围。

4. 偿债能力

跟踪期内，公司流动比率及速动比率大幅下降，2013 年底分别为 112.51% 和 33.48%。截至 2014 年 9 月底，公司流动比率及速动比率分别为 119.29% 和 37.98%。考虑到公司货币资金规模较大，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债指标来看，截至 2013 年底，公司 EBITDA 为 26.04 亿元，同比下降 43.31%；公司 EBITDA 利息倍数三年加权平均值为 29.02 倍（公司利息支出全部为费用化利息支出），2013 年为 10.42 倍；EBITDA 对利息的保障能力很强。2011~2013 年，公司全部债务/EBITDA 的比率不断上升，三年加权平均值为 1.32 倍，2013 年为 2.11 倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至 2014 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2014 年 9 月底，公司共获得国内各商业银行授信总额 128.44 亿元，未用额度为 97.32 亿元，公司间接融资渠道畅通。

公司目前处于存续期一年内到期债券合计 10 亿元（包括 5 亿元“12 粤温氏 MTN1”、5 亿元

“14 粤温氏 CP002”）。截至 2013 年底公司现金类资产为一年内待偿还债券的 1.69 倍；截至 2014 年 9 月底，公司现金类资产为一年内待偿还债券的 0.80 倍，公司 2013 年经营活动现金流入量为一年内待偿还债券的 35.79 倍，经营活动现金流量净额为一年内待偿还债券的 1.86 倍。总体看，公司货币资金充足、经营活动现金流入量较大，对一年内到期债券覆盖保护能力强。

公司目前处于存续期一年后到期债券合计 10 亿元（包括 5 亿元“13 粤温氏 MTN1”及 5 亿元“13 粤温氏 MTN002”）。公司 2013 年 EBITDA 为一年后到期债券发行额度的 2.60 倍，经营活动现金流入量为一年后到期债券发行额度的 35.79 倍，截至 2014 年 9 月底，现金类资产为一年后到期债券发行额度的 0.80 倍。公司货币资金充足，经营活动现金流入规模较大，对存续期中长期债券安全保障程度高，公司集中偿付压力不大。

5. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2014 年 12 月 31 日，公司有 2 笔关注类贷款，主要是因为农行系统原因，未能按期进行自动扣收，农行已出具情况说明。公司过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司作为养殖行业的龙头企业，实行养殖和饲料加工“一体化”经营，养殖技术水平较高，且“公司+农户（家庭农场）”经营养殖模式有利于公司实现养殖的规模化，增强抵抗养殖业周期性风险的能力。未来公司将继续扩大猪养殖规模，经营业绩有望保持稳定。综合考虑，公司整体抗风险能力很强。

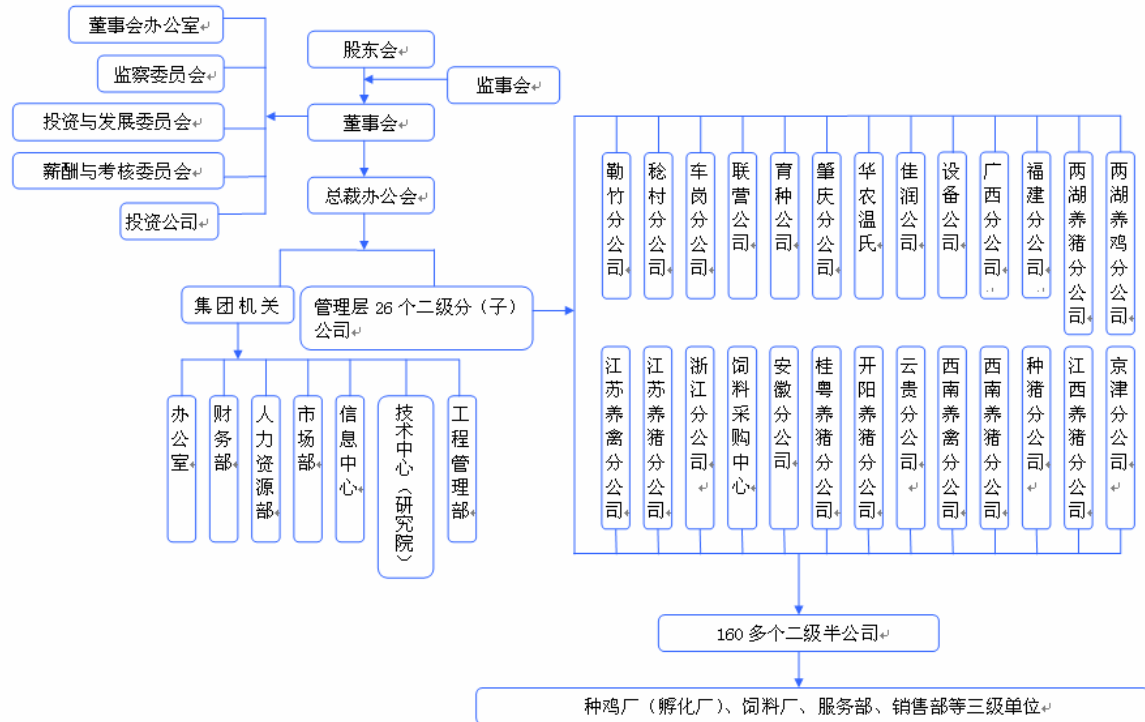
十、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由 AA 调整至 AA⁺，评级展望为稳定，并维持“14 粤温氏 CP002” A-1 的信用等级。

附件 1 公司股权结构

序号	股东名称	性别	发起人	出资额（万元）	持股比
1	温鹏程	男	是	10485.00	3.29%
2	严居然	男	是	9161.00	2.87%
3	梁焕珍	女	是	8835.60	2.77%
4	温均生	男	是	8568.30	2.69%
5	温小琼	女	是	8000.00	2.51%
6	温志芬	男	是	7767.00	2.44%
7	黎沃灿	男	是	7203.20	2.26%
8	严居能	男	是	6925.80	2.17%
9	黄伯昌	男	是	6787.40	2.13%
10	温木桓	男	是	6580.00	2.06%
11	梁志雄	男	是	5500.00	1.72%
12	黄松德	男	是	4749.50	1.49%
13	黎洪灿	男	是	4679.30	1.47%
14	张琼珍	女	是	4151.70	1.30%
15	伍翠珍	女	是	3811.77	1.20%
16	温耀光	男	是	3653.96	1.15%
17	何维光	男	是	3546.60	1.11%
18	刘金发	男	是	2642.60	0.83%
19	冯冰钊	男	是	2555.65	0.80%
20	谢应林	男	是	2531.30	0.79%
21	黄玉泉	男	是	2528.03	0.79%
22	郑经昌	男	是	2499.60	0.78%
23	梁伙旺	男	是	2466.00	0.77%
24	何达材	男	是	2420.20	0.76%
25	黎汝肇	男	是	2369.25	0.74%
26	朱桂连	女	是	2257.00	0.71%
27	凌五兴	男	是	2200.20	0.69%
28	叶京华	男	是	2025.00	0.64%
29	秦锦养	男	是	1930.13	0.61%
30	刘宗杰	男	是	1701.31	0.53%
31	张祥斌	男	是	1691.60	0.53%
32	朱新光	男	是	1676.00	0.53%
33	陈健兴	男	是	1643.10	0.52%
34	林锦全	男	是	1581.10	0.50%
35	温卫锋	男	是	1505.50	0.47%
36	严 安	男	是	1348.15	0.42%
37	温德仁	男	是	1268.00	0.40%
38	秦开田	男	是	1217.00	0.38%
39	温朝波	男	是	1148.80	0.36%
40	凌卫国	男	是	1109.40	0.35%
41	张小凤	女	是	1084.40	0.34%
42	林南发	男	是	1083.91	0.34%
43	何其泮	男	是	1033.00	0.32%
44	温子荣	男	是	386.83	0.12%
45	陈树汉	男	是	152.00	0.05%
46	6789 名自然人	-	是	155753.30	48.83%
47	中金佳泰（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	-	否	4785.52	1.50%
	合计	-		319000.00	100.00%

附件 2 公司组织结构



附件 3 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.41	20.64	16.86	7.96
资产总额(亿元)	174.38	219.11	239.39	257.81
所有者权益(亿元)	114.37	139.02	126.94	143.99
短期债务(亿元)	9.74	24.25	39.95	47.03
长期债务(亿元)	7.11	9.01	14.91	18.94
全部债务(亿元)	16.85	33.26	54.86	65.97
营业收入(亿元)	309.98	335.11	351.87	263.61
利润总额(亿元)	50.91	29.63	6.79	12.21
EBITDA(亿元)	66.30	45.93	26.04	--
经营性净现金流(亿元)	63.17	37.51	18.60	18.82
财务指标				
销售债权周转次数(次)	264.02	313.85	319.33	--
存货周转次数(次)	5.17	4.87	4.60	--
总资产周转次数(次)	2.11	1.70	1.53	--
现金收入比(%)	100.01	99.46	99.32	102.89
营业利润率(%)	21.34	14.51	6.99	10.07
总资本收益率(%)	39.48	17.75	4.73	--
净资产收益率(%)	44.41	21.06	4.81	--
长期债务资本化比率(%)	5.85	6.09	10.51	11.63
全部债务资本化比率(%)	12.84	19.31	30.17	31.42
资产负债率(%)	34.41	36.55	46.97	44.15
流动比率(%)	200.43	155.12	112.51	119.29
速动比率(%)	101.21	61.41	33.48	37.98
经营现金流动负债比(%)	120.71	53.42	19.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	65.80	35.52	10.42	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.25	0.72	2.11	--

注：2014 年 1~9 月财务数据未经审计；公司 2011 年财务数据采用 2012 年期初数。

附件 4 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期 - 上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期 / 前 n 年)^(1/(n-1)) - 1] × 100%
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	(营业收入 - 营业成本 - 营业税金及附加) / 营业收入 × 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%

注: 现金类资产 = 货币资金 + 交易性金融资产 / 短期投资 + 应收票据

短期债务 = 短期借款 + 交易性金融负债 + 一年内到期的长期负债 + 应付票据

长期债务 = 长期借款 + 应付债券

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 5 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 6 短期融资券信用等级的定义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息