

信用等级公告

联合〔2020〕2755号

联合资信评估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及拟发行的 2020 年度第一期中期票据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，温氏食品集团股份有限公司 2020 年度第一期中期票据信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二〇二〇年七月二十七日



温氏食品集团股份有限公司

2020 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本期中期票据信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项概况:

本期中期票据发行规模: 基础发行规模 9 亿元, 发行金额上限 30 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 按年付息, 到期一次性还本

募集资金用途: 补充营运资金

评级时间: 2020 年 7 月 27 日

本次评级使用的评级方法、模型:

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

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

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

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

评级观点

温氏食品集团股份有限公司(以下简称“公司”或“温氏股份”)为国内大型肉鸡、肉猪养殖和种猪育种企业, 在行业地位、养殖规模、养殖繁育技术、盈利水平和抗风险能力等方面具备综合优势。近年来, 公司资产和权益规模持续增长, 债务负担很轻, 盈利能力处于行业领先水平。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到养殖行业疫情风险以及上游原材料价格波动、环保要求提高推升经营成本等因素可能对公司经营产生的不利影响。

公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。未来, 公司将在稳步发展养鸡业务的前提下, 加速扩大养猪规模, 通过优化养殖结构进一步增强抗风险能力。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司主体偿债风险极小, 本期中期票据的偿还能力极强, 违约风险极低。

优势

1. 公司是国内养殖行业的龙头企业, 技术优势和规模优势明显。公司拥有完整的肉猪、肉鸡繁育体系, 并在饲料营养和疫病防治等方面拥有多项关键核心技术, 紧密型“公司+农户(或家庭农场)”的养殖模式已推广至全国 20 多个省市, 生产规模优势明显。
2. 公司经营情况良好, 盈利能力处于行业领先水平。2017—2019 年, 公司营业总收入年均复合增长 14.64%, 利润总额年均复合增长 44.36%, 盈利能力处于行业领先水平。
3. 公司财务状况良好, 偿债能力极强。2017—2019 年, 公司资产和所有者权益规模均呈逐年增长趋势, 整体债务负担很轻, 现金类资产充裕且经营性现金流持续净流入, 偿债能力极强。
4. 公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

分析师：刘丙江 杨 恒

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

中国人保财险大厦17层（100022）

网址：www.lhratings.com

关注

1. 公司面临着所处行业上下游价格周期性波动等多种**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. 国家环保标准更加严格，未来符合环保标准的土地资源将更难获取，可能相应推升公司经营成本。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
现金类资产(亿元)	12.45	17.67	28.87	36.66
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
利润总额(亿元)	70.92	42.84	147.80	18.49
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(%)	20.97	11.96	30.98	--
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(%)	162.53	164.14	187.77	185.07
经营现金流负债比(%)	66.04	48.89	131.71	--
EBITDA 利息倍数(倍)	57.92	23.60	50.33	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.64	1.02	0.40	--

公司本部（母公司）

项目	2017年	2018年	2019年	2020年3月
资产总额(亿元)	356.25	435.83	470.67	486.07
所有者权益(亿元)	236.73	297.06	317.64	316.62
全部债务(亿元)	59.47	71.30	70.95	83.36
营业总收入(亿元)	13.88	14.32	16.04	3.26
利润总额(亿元)	111.17	77.73	53.47	-1.46
资产负债率(%)	33.55	31.84	32.51	34.86
全部债务资本化比率(%)	20.08	19.36	18.26	20.84
流动比率(%)	311.71	367.38	317.18	267.21
经营现金流负债比(%)	-4.07	-3.85	-1.85	--

注：2020年一季度财务数据未经审计；合并口径现金类资产已剔除受限货币资金

主体评级历史：

信用级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2016.7.8	谭心远、穆浩	养殖行业企业信用评级方法（2016 年） 养殖行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读原文
AA+	稳定	2015.3.4	周天、李阳	主体评级方法总论（2013 年）	阅读原文
AA	稳定	2011.8.26	程晨	《资信评级原理》企业主体评级方法（2009 年）	阅读原文
AA-	稳定	2009.9.8	黄竞、赵广辉	《资信评级原理》企业主体评级方法（2009 年）	阅读原文

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

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

温氏食品集团股份有限公司 2020 年度第一期中期票据信用评级报告

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”，成立于 1993 年。2012 年公司改制为股份有限公司并更名为广东温氏食品集团股份有限公司。2015 年 11 月，广东温氏食品集团股份有限公司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（证券简称“温氏股份”，证券代码“300498”），总股本 36.25 亿元。2018 年 8 月 15 日，公司名称变更为现名，证券简称及证券代码不变。截至 2020 年 3 月底，公司注册资本为 531150.95 万元，温氏家族成员温鹏程、温小琼、温志芬等 11 人合计持有公司 16.31% 的股份（无质押），为公司实际控制人。

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、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）（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 2020 年 3 月末，公司本部下设行政管理部、财务部（共享中心）、人力资源部（温氏学院）、战略投资部、证券事务部、审计监察部、运营部、信息中心、研究院（技术中心）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等多个事业部（见附件 1）。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 655.79 亿元，所有者权益 466.28 亿元（含少数

股东权益 15.16 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 731.44 亿元，利润总额 147.80 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 685.25 亿元，所有者权益 488.95 亿元（含少数股东权益 18.85 亿元）。2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 174.49 亿元，利润总额 18.49 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、本期中期票据概况

公司于 2018 年注册中期票据额度 30 亿元，本期计划发行 2020 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行金额为 9 亿元，发行金额上限为 30 亿元，期限为 3 年。本期中期票据无担保，募集资金将用于补充营运资金。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 1 2016—2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP (万亿元)	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速 (%)	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速 (%)	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速 (%)	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速 (%)	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速 (%)	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅 (%)	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅 (%)	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率 (%)	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速 (%)	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速 (%)	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况

2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价

3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模

4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1—2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年

回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9% 和 -0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4% 和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长 -14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长 -5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1—3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2% 和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周

期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85% 下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于

重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积

极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

四、 行业分析

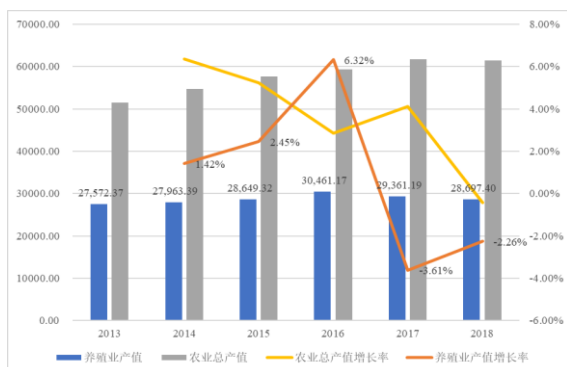
公司主营业务为肉猪养殖和肉鸡养殖，属于养殖业。

1. 行业概况

近年来，中国畜禽养殖行业将长期稳定发展，并呈现规模化、标准化、集约化的发展趋势。

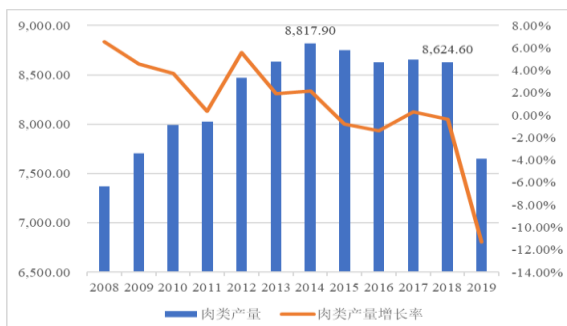
近年来，中国人均可支配收入的增长改善了居民膳食结构，畜禽产品已成为生活必需品，并从需求端拉动了养殖业的发展。2018年，中国养殖业总产值达到2.87万亿元，较上年小幅下降2.26%。目前，中国人均肉类占有量达64公斤，直接从事畜禽养殖的收入占家庭农业经营现金收入的1/6，养殖业日益呈现规模化、标准化、集约化的发展趋势。

图1 2013—2018年中国农业和养殖业总产值及增长率
(单位:万吨、%)



资料来源:国家统计局、前瞻产业研究院

图2 2008—2019年中国肉类产量及增长率
(单位:万吨、%)



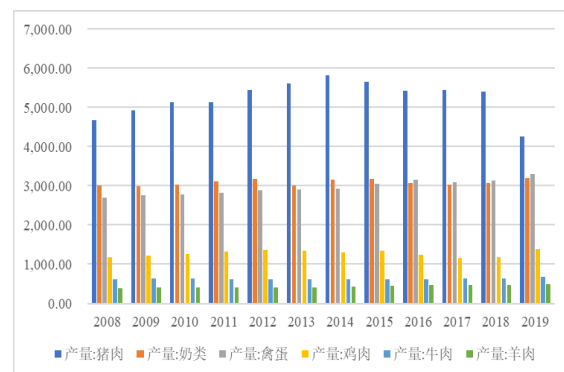
资料来源:国家统计局

受2019年生猪存栏较少、猪肉产量下降影响,中国肉类产量整体呈下降趋势。2017—2019年,中国肉类产量分别为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4255.00万吨,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,受祖代鸡引种受限影响,鸡肉产量自2015年起持续下降至2017年的1160.00万吨,为近十年来最低点。2018年鸡肉产量与上年持平。2019年鸡肉产量为1380.00万吨,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,但由于中国牛、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。

图3 2008—2019年中国各主要畜禽产品产量
(单位:万吨)



资料来源:国家统计局、艾媒数据中心

2. 生猪养殖

中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,中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,中国生猪养殖行业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,导致目前中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,2012年至今,受散养户逐步退出,补栏意愿不强烈等多方面因素影响,能繁母猪存栏量持续下跌。截至2020年3月底,中国能繁母猪存栏量仍处于近十年低位。由于2016年猪价下跌导致养殖户有压栏观望情绪并延迟补栏,2017年中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,中国生猪存栏量34153万头,较年初下降8.91%;生猪出栏量68861万头,较上年上升0.52%。截至2018年底,中国生猪存栏量31111万头,较年初下降7.12%;

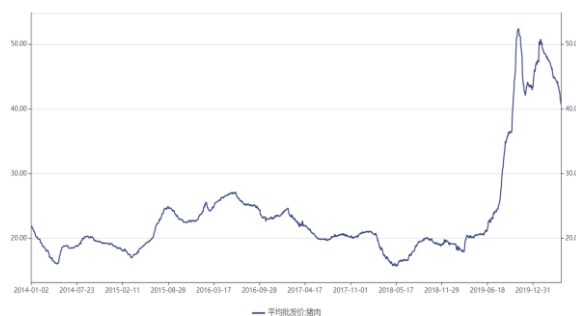
生猪出栏量 69382 万头，较上年上升 0.76%，主要系受非洲猪瘟影响，养殖户加速出栏所致。截至 2019 年 11 月底，中国生猪存栏量 19457 万头，较上年同期下降 39.77%。截至 2019 年底，中国生猪出栏量 54419 万头，较上年同期下降 20.97%，主要系猪周期下行阶段能繁母猪存栏降至历史低点、环保因素以及非洲猪瘟影响复产等因素综合影响所致。短期看，能繁母猪仍处低位将造成一段时间内生猪供给不足。中长期来看，猪肉价格持续处于高位刺激了各大主体的复养扩产步伐，未来生猪供给有望进一步宽松。

需求方面，中国猪肉消费总量在 2014 年之前保持总体增长态势，并于 2014 年达到 5719 万吨的历史高点。2015 年，中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，由于中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的持续走低，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 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 5 月初到达截至目前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 and 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，中国猪肉平均批发价为 43.25 元/公斤，较年初增长了 106.64%。

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。

图 4 近年来猪肉平均批发价变动趋势



资料来源：Wind

3. 肉鸡养殖

中国肉鸡养殖行业集中度很高；近年来受祖代鸡供给收缩影响，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。

中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分别为 60%、37% 和 4%。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，2019 年中国肉鸡规模化率已超 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，从祖代鸡引种情况来看，2015 年以前，美国和法国是中国大多数祖代鸡的进口国。2015 年，由于美国和法国先后发生禽流感，中国对美国 and 法国先后实施了祖代鸡引种禁令；2016 年，中国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缩

减至 63.86 万套，较上年下降 11.33%；2017 年初，波兰、西班牙等地连续爆发高致病性禽流感，导致中国引种禁令再度升级，全年祖代鸡引种量为 68.71 万套，较上年变化不大。2018 年，中国祖代鸡引种量低于 75 万套，引种量持续四年处于低位。2019 年，中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，近年来，中国禽流感情况出现频繁，较大程度影响了鸡肉等禽肉的消费量。2016 年，中国鸡肉消费量为 1273 万吨。2017 年初，中国爆发严重的禽流感，造成工厂、学校等禽肉需求量大幅下降，鸡肉消费量为 1191 万吨，较上年下降 6.43%。2018 年，中国鸡肉消费量为 1197 万吨，较上年变化不大。2019 年，在猪价较高进行替代的情况下，中国鸡肉消费量约 1400 万吨，较上年增长 16.96%。考虑到中国居民膳食习惯和对高价猪肉进行替代，预计未来中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 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，较上年同期增长 7.14%。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。

图 5 近年来白条鸡平均批发价变动趋势



资料来源: Wind

4. 行业政策

近年来，中国畜牧养殖行业政策聚焦于养殖区划、环保指导和促进养殖产能恢复，为行业可持续发展营造了较好的政策环境。

(1) “生猪养殖北上”政策

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》”）的通知。根据《要点》规定，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、湖南等限制发展的南方水网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充，并选择几个典型县开展生猪种养结合循环发展试点。

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。

(2) 环保类政策

2016 年，中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，提升中小养殖场户的生产经营水平。

(3) 促进养殖产能类政策

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。随着中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，中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。

五、 基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年3月底，公司注册资本531150.95万元，温氏家族成员温鹏程、温小琼、温志芬等11人合计持有公司16.31%的股份，为公司实际控制人。

2. 规模及竞争力

公司作为养殖行业龙头企业，养殖规模较大，养殖技术领先，综合竞争力很强。

公司作为大型畜禽养殖企业，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。2019年，公司肉猪和肉鸡产量分别为1851.66万头和9.26亿只，均位于全国前列。截至2019年底，公司合作养殖农户中有养鸡户2.90万户，养猪户1.88万户。公司紧密型“公司+农户（或家庭农场）”的养殖模式已推广至全国20多个省市；公司拥有存栏种鸡约1433.56万只，存栏种猪约165.73万头。

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，保障了饲料的质量和畜禽产品的安全。

截至 2019 年底，公司累计获得国家级科技奖项 8 项，省部级科技奖励 58 项，新兽药证书 35 项，国家计算机软件著作权 59 项，有效发明专利 148 项（其中美国发明专利 3 项），实用新型专利 265 项。

3. 人员素质

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。

公司现有董事、监事及高级管理人员 27 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 12 人（含非董事高级管理人员 10 人）。

公司董事长温志芬先生，1970 年生，中国国籍，理学博士；1993 年进入温氏股份的前身工作，历任公司副总裁、总裁、副董事长，2017 年 4 月起担任公司董事长。

公司总裁梁志雄先生，1969 年生，中国国籍，大专学历；1987 年进入公司前身工作，历任公司技术中心经理、区域总经理、公司副总裁以及养禽事业部总裁，2020 年 2 月起担任公司总裁。

截至 2020 年 3 月底，公司本部及下属子公司共有员工 53224 人；按文化素质划分，本科及以上学历占 11.22%、大专及以下学历占 88.78%；按专业划分，公司研发和技术人员占 3.53%、生产人员占 77.48%、管理人员占 8.02%、销售人员占 3.49%、其他人员占 7.48%。

4. 企业信用记录

公司债务履约情况良好。根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91445300707813507B），截至 2020 年 7 月 13 日，公司无未结清的不良或关注类贷款信息；已结清债务信息中有两笔关注类借款，系银行系统原因导致未能按期自动扣款所致。

六、 管理分析

1. 法人治理结构

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经营与管理需要。

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。

2. 管理体制

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。

截至 2020 年 3 月底，公司本部下设行政管理部、财务部（共享中心）、人力资源部（温氏学院）、战略投资部、证券事务部、审计监察部、运营部、信息中心、研究院（技术中心）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等多个事业部（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施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、投资管理事业部和水禽事业部五大事业部，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。

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 2020 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。

七、 经营分析

1. 经营概况

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；公司主营业务收入逐年增长，主营业务毛利率受肉猪销售价格影响较大。

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。2017—2019年，公司主营业务收入逐年增长，分别为556.26亿元、571.93亿元和730.67亿元。

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。2017—2019年，公司肉鸡类销售收入逐年增长，年均复合增长23.49%，主要系销售均价逐年上升以及肉鸡销量有所增加所致；占主营业务收入的比重逐年

提升，分别为31.58%、34.89%和36.66%。2017—2019年，公司肉猪类销售收入波动增长，年均复合增长9.22%，主要系商品肉猪销售价格波动上升所致；占主营业务收入的比例逐年下降，分别为63.01%、59.04%和57.22%。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，2017—2019年，其他业务收入逐年增长，年均复合增长21.82%，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例分别为5.41%、6.07%和6.12%，逐年略有提升，但对公司收入影响较小。

表2 公司主营业务收入及毛利率状况（单位：亿元、%）

业务	2017年			2018年			2019年			2020年1—3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
肉鸡	175.64	31.58	11.17	199.56	34.89	23.28	267.86	36.66	26.31	48.29	27.70	-19.65
肉猪	350.49	63.01	24.80	337.66	59.04	12.32	418.12	57.22	28.84	113.84	65.31	39.06
其他	30.12	5.41	16.85	34.71	6.07	23.80	44.69	6.12	24.53	12.18	6.99	6.71
合计	556.26	100.00	20.07	571.93	100.00	16.84	730.67	100.00	27.65	174.31	100.00	20.54

资料来源：公司提供

毛利率方面，2017—2019年，公司肉鸡业务毛利率逐年上升，分别为11.17%、23.28%和26.31%，主要系2017年起肉鸡销售均价逐年上升所致。2017—2019年，公司肉猪业务毛利率波动上升，分别为24.80%、12.32%和28.84%，其中2018年肉猪业务毛利率较上年下降12.48个百分点，主要系受猪周期下行阶段叠加非洲猪瘟影响、肉猪销售均价处于阶段性低点所致。2017—2019年，公司其他业务毛利率逐年上升，分别为16.85%、23.80%和24.53%，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，2017—2019年，公司主营业务毛利率波动上升，分别为20.07%、16.84%和27.65%。

2020年1—3月，公司实现主营业务收入174.31亿元，综合毛利率20.54%，其中肉鸡业务毛利率下降至-19.65%，主要系为防控新冠肺炎疫情，全国各地关闭活禽市场，活禽销售受阻，活禽价格下降所致。

2. 原材料采购

近年来，随着养殖业务规模扩大，公司玉米采购量持续增长，采购均价逐年小幅上升；豆粕采购量和采购均价较为稳定。公司采购集中度逐年上升。

公司原材料采购实行以“集团集中采购”为主，“区域集中采购”为辅的采购策略，公司设立原料采购决策委员会，负责大宗原料的远期合同和大宗采购合同的计划制定、审批决策、统筹协调、执行监督等工作；拥有原料集中采购决策权和原料采购定价权，通过加强采购与配方联动，制定阶段性采购策略和采购方案，全面监督和指导下片区采购中心的业务操作。公司总部采购中心下设片区采购中心和各专业采购单位，负责执行决策委员会制定的大宗原料采购决策，与供应商签订采购合同。

公司原材料采购主要集中于玉米、豆粕等饲料生产所需原料，其中玉米主要在东北、华北、华中、西北、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。由于玉米、高粱均属于能量原料，可相互替代，公司可根据其采购价格适当对饲料配方做出调整，以控制养殖成本。

2017—2019 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 28.34%、39.09%和 42.40%，集中度逐年上升。货款结算方面，公司主要采用先货后款的方式。

从采购量以及采购均价来看，2017—2019 年，公司玉米采购量逐年增长，分别 683.25 万吨、809.48 万吨和 819.25 万吨，年均复合增长 9.50%，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；玉米采购均价逐年上升，分别为 1742 元/吨、1922 元/吨和 2039 元/吨，年均复合增长 8.19%，

主要系玉米价格温和上涨所致。

2017—2019 年，公司豆粕采购量波动下降，分别为 189.69 万吨、164.98 万吨和 173.34 万吨，年均复合下降 4.41%，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、公司减少豆粕采购所致；豆粕采购均价波动上升，分别为 2919 元/吨、3109 元/吨和 3014 元/吨，年均复合增长 1.61%。

受进口粮政策趋紧和高粱价格上升影响，2017—2018 年，公司高粱采购量有所下降，分别为 117.72 万吨和 47.75 万吨；2019 年，公司高粱采购量降为 0。

2020 年 1—3 月，豆粕价格相较 2019 年略有下降，公司采购豆粕 36.67 万吨；玉米价格较 2019 年有所上升，公司玉米采购量为 187.48 万吨。

表3 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		2020 年 1—3 月	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
玉米	683.25	1742	809.48	1922	819.25	2039	187.48	2050
豆粕	189.69	2919	164.98	3109	173.34	3014	36.67	2909
高粱	117.72	1667	47.75	1813	0.00	0.00	0.00	0.00

资料来源：公司提供

3. 肉猪、肉鸡养殖

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，公司肉猪产量较稳定，肉鸡产量波动增长。

公司推行紧密型“公司+农户（或家庭农场）”产业分工合作模式，公司与合作农户（或家庭农场）之间为委托养殖关系。

公司作为经营的组织和管理者，负责鸡、猪品种繁育、种苗生产、饲料生产、疫病防治、产品销售等环节的管理及配套体系的建立，并向农户（或家庭农场）提供商品肉鸡和商品肉猪在饲养管理过程中的饲养技术指导；合作农户（或家庭农场）承担养殖义务，负责商品肉

鸡和商品肉猪的饲养管理环节，农户养殖过程中的种苗、饲料、兽药等由公司提供，肉鸡和肉猪达到上市天龄后，公司根据双方签订的委托养殖合同中确定的商品肉鸡（猪）价格和上市重量与合作农户（或家庭农场）进行结算，回收商品肉鸡和商品肉猪进行统一销售。

公司设立育种公司，进行鸡、猪品种的培育、测定、选留和扩繁，将父母代种鸡、种猪群提供给公司的一体化养鸡、养猪公司；每个一体化养鸡、养猪公司均设有 2~4 个父母代种鸡、种猪场，负责生产商品鸡苗和商品猪苗，并提供给合作农户（或家庭农场）用于饲养商品肉鸡和商品肉猪。

饲料生产方面，公司畜禽养殖场和技术服

务部根据合作农户的需求按月向饲料厂报送所需品种和用量，饲料厂根据公司技术中心研制的饲料配方，对原料进行加工，分别经过粉碎、预混、配料、混合、膨化、制粒等不同工艺，制成成品饲料。2017—2019 年，受肉猪产量波动影响，公司饲料产量波动增长，分别为 1178.18 万吨、1286.47 万吨和 1277.23 万吨，年均复合增长 4.12%。

疫病防治方面，公司向合作农户提供猪苗和鸡苗前，要求其按公司统一标准完成猪舍/鸡舍与育雏用具的清洗消毒等准备工作，并参加公司的进苗前技术培训，农户准备工作经公司服务部养户管理员现场检查达标后，准许其进苗；农户需按照公司无害化处理规定处理病死肉猪/肉鸡，自觉接受并配合有关肉猪/肉鸡上市前相关检疫工作。

质量控制方面，公司服务部养户管理员不定期到场检查猪舍/鸡舍环境，并对农户使用的饲料进行监督和管理；公司生产技术部每月抽样检查农户饲养的肉猪/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。

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、陕西等省（市、区）。2017—2019 年，公司合作养殖农户数量受单体养殖规模上升的影响而有所下降，分别为 5.54 万户、5.00 万户和 4.98 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，2017—2019 年，公司鸡养殖户每只鸡的收益分别约为 3.38 元、3.56 元和 4.13 元。猪养殖方面，2017—2019 年，公司猪养殖户每头猪的收益分别约为 256.45 元、207.51 元和 219.82 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，公司可能面临一定的管理风险。

表 4 公司商品肉猪和肉鸡产量

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
商品肉猪（万头）	1904.17	2229.70	1851.66	225.26
商品肉鸡（亿只）	7.76	7.50	9.16	2.22

资料来源：公司提供

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。2017—2019 年，公司商品肉猪产量分别为 1904.17 万头、2229.70 万头和 1851.66 万头，2019 年下降幅度较大主要系公司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。

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。2017—2019 年，肉鸡产量波动增长，分别为 7.76 亿只、7.50 亿只和 9.26 亿只，年均复合增长 9.24%，主要系公司积极发展养禽业务，增加投苗所致。

4. 销售

近年来，公司肉鸡销量波动上升，销售均价持续上升；肉猪销量波动下降，销售均价波动上升；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。

公司在全国各地设立分子公司，将肉鸡、肉猪产品销售给批发商、终端零售商及肉联厂等。商品肉鸡方面，公司销售部首先将合作农户（或家庭农场）的出栏肉鸡统一回收，再与客户进行商品交接；商品肉猪方面，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。公司与客户的货款结算方式基本为现货现结，不占用营运资金。

截至 2019 年底，公司拥有 326 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。2017—2019 年，公司肉鸡销量波动上升，分别为 7.76 亿只、7.48 亿只和 9.25 亿只，年均复合增长 9.18%，主要系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。2017—2019 年，肉鸡销售均价逐年上升，分别为 5.82 元/斤、6.85 元/斤和 7.53 元/斤。

2017—2019 年，公司肉猪销量波动下降，分别销售 1904.17 万头、2229.70 万头和 1851.66

万头，年均复合下降 1.39%，其中，2019 年公司肉猪销量较上年下降 16.95%，主要系公司于 2019 年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。

2017—2019 年，肉猪销售均价波动上升，分别为 7.49 元/斤、6.41 元/斤和 9.40 元/斤，年均复合增长 12.03%，与生猪市场行情较一致。

2017—2019 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。

2020 年 1—3 月，公司肉鸡销售价格 5.19 元/斤，相较 2019 年有所下降，当期肉鸡销售 2.22 亿只，同比增长 20.39%；2020 年 1—3 月，公司肉猪销售 225.26 万头，同比下降 62.22%，主要系公司总体投苗减少、加大种猪选留以及提升肉猪体重所致，肉猪销售价格上升至 18.21 元/斤。

表5 公司销售情况（单位：万头、亿只、元/斤）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—3 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
商品肉鸡	7.76	5.82	7.48	6.85	9.15	7.53	2.22	5.19
商品肉猪	1904.17	7.49	2229.70	6.41	1851.66	9.40	225.26	18.21

资料来源：公司提供

公司销售区域集中在华南区域和华东区域，2017—2019 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 46%和 24%；客户集中程度方面，2017—2019 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 4.52%、6.00%和 5.20%，保持在较低水平。

5. 其他业务

近年来，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。

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，2017—2019 年，其他业务收入逐年增长，分别为 30.12 亿元、34.71 亿元和 44.69 亿元。

2019 年，公司其他业务收入主要由其他养殖类业务收入 20.90 亿元、原奶及乳制品收入 7.28 亿元、兽药收入 6.25 亿元、肉制品加工产品收入 2.98 亿元和设备收入 1.89 亿元等构成。

6. 在建项目

公司投资方向以肉猪养殖为主，主要项目尚需投资金额较大，但考虑到公司现金类资产充裕，投资支出压力不大。

截至 2020 年 3 月底，公司在建项目仍集中于肉猪养殖业，前五大在建项目计划投资额

度合计 30.34 亿元，已投资 8.67 亿元，未来仍需投入一定资金。考虑到公司盈利能力强，现

金类资产充裕，未来资本性支出压力不大。

表6 截至2020年3月底公司主要投资项目（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	设计年产能	预计年收益
埇桥温氏畜牧有限公司	7.78	4.10	3.68	2019 年 12 月	肉猪养殖、销售	60 万头	1.20
寿县温氏畜牧有限公司	6.13	1.34	4.79	2021 年 12 月	肉猪养殖、销售	80 万头	1.60
定襄温氏畜牧有限公司	5.78	1.61	4.18	2020 年 5 月	肉猪养殖、销售	60 万头	1.20
德州温氏畜牧有限公司	5.52	0.23	5.29	2021 年 12 月	肉猪养殖、销售	40 万头	0.80
遵义温氏畜牧有限公司	5.13	1.39	3.75	2020 年 4 月	肉猪养殖、销售	60 万头	1.20
合 计	30.34	8.67	21.69	--	--	--	6.00

资料来源：公司提供

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，为未满足生产时间；“预计年收益”为按照均价 200 元/头核算的满负荷生产情况下的年收益。

7. 经营效率

公司整体经营效率处于行业内中上水平。

2017—2019年，公司销售债权周转次数分别为

351.74次、331.66次和305.00次；存货周转次数分别为4.07次、3.93次和4.17次；总资产周转次数分别为1.23次、1.11次和1.22次。

表7 2019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	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
002157.SZ	正邦科技	68.12	4.41	0.94
000876.SZ	新希望	103.22	9.81	1.46
002714.SZ	牧原股份	1286.37	2.00	0.49
002567.SZ	唐人神	84.23	11.89	2.22
002385.SZ	大北农	11.67	5.78	0.90
300498.SZ	温氏股份	305.00	4.17	1.22

资料来源：根据Wind数据整理

8. 未来发展

环保政策趋严以及非洲猪瘟的出现将迫使生猪养殖企业加大防疫投入、布局屠宰、冷链、生鲜等下游环节，对养殖、防疫技术和资金实力等方面的要求进一步提高，未来生猪养殖行业的集中度可能进一步提高，公司的规模优势将进一步得到巩固，抗风险能力将得到增强。

未来公司将在现有的“公司+农户（或家庭农场）”基础上，积极推动合作农户（或家庭农场）养殖设施设备的自动化、智能化改造，降低劳动强度，提高养殖效率和效益，并探索“公司+养殖小区”的新模式，以应对可获取农村青壮劳动力数量下降、环保要求严格，单

一农户获取土地难度加大等新形势。

销售方面，随着非洲猪瘟疫情影响，各地生猪调运受限，公司逐步全面向“集中屠宰、品牌经营、冷链流通、冷鲜上市”的销售模式转变，继续探索建设温氏生鲜食品流通体系，配套电子商务平台、构建高效物流链，加快深圳及珠三角地区生鲜网点布局，持续提升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。

八、 财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2017—2019 年度合并财务报

告，广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2017 年和 2018 年财务报告进行了审计，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年财务报告进行了审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2020 年 1—3 月合并财务数据未经审计。

从合并范围变化来看，2018 年，公司新增纳入合并范围的子公司 19 家，不再纳入合并范围的子公司 6 家。截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司共 275 家。2019 年，公司新增纳入合并范围的公司 55 家，不再纳入合并范围的公司 4 家。截至 2019 年底，公司纳入合并范围的子公司共 326 家。截至 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司共 364 家。考虑到公司合并范围变动主要系新设子公司造成，且公司主要经营业务未发生变化，财务数据可比性较强。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额 655.79 亿元，所有者权益 466.28 亿元（含少数股东权益 15.16 亿元）。2019 年，公司实现营业收入 731.44 亿元，利润总额 147.80 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额 685.25 亿元，所有者权益 488.95 亿元（含少数股东权益 18.85 亿元）。2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 174.49 亿元，利润总额 18.49 亿元。

2. 资产质量

近年来，在盈利大幅增加带动下，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、交易性金融资产、拆出资金及理财产品合计规模较大，非流动资产中固定资产规模较大；资产受限比例很低，公司整体资产质量较好。

2017—2019 年，公司合并资产总额年均复合增长 15.64%。截至 2019 年底，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

结构以非流动资产为主。

（1）流动资产

2017—2019 年，公司流动资产年均复合增长 15.17%。截至 2019 年底，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。

2017—2019 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 14.03%。截至 2019 年底，公司货币资金为 14.68 亿元，较上年底下降 18.32%，主要系公司购买理财产品所致；以银行存款（占 89.29%）为主。截至 2019 年底，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 年底，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。

2017—2019 年，公司存货波动增长，年均复合增长 4.99%。截至 2019 年底，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。公司消耗性生物资产主要包括种鸡蛋、种鸭蛋、鸡苗、鸭苗、猪苗、肉鸡和肉猪等存栏待售的畜禽，易受疫病影响，且市场价格波动性较强，存在一定的减值风险。

截至 2019 年底，公司拆出资金为 39.20 亿元，较上年底增长 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。

2017—2019 年，公司其他流动资产波动下降，年均复合下降 11.84%。截至 2019 年底，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。

（2）非流动资产

2017—2019 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 15.96%。截至 2019 年底，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 年底，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”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公司股权投资等权益工具投资。

2017—2019 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 25.48%。截至 2019 年底，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；固定资产成新率为 69.81%，成新率一般。

2017—2019 年，公司生产性生物资产逐年增长，年均复合增长 15.77%。截至 2019 年底，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。

2017—2019 年，公司在建工程逐年下降，年均复合下降 8.64%。截至 2019 年底，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 年底，公司受限资产为 0.66 亿元，受限比例很低。

截至 2020 年 3 月底，公司合并资产总额为 685.25 亿元，较 2019 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 2019 年底变化不大。

3. 负债及所有者权益

（1）所有者权益

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，公司权益稳定性一般。

2017—2019 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 18.21%。截至 2019 年底，公司所有者权益为 466.28 亿元，较上年底增长 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 96.75%，少数股东权益占 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 月底，公司所有者权益为 488.95 亿元，较 2019 年底增长 4.86%；所有者权益构成变化不大。

（2）负债

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，但债务负担变化不大。

2017—2019 年，公司负债总额逐年增长，年均复合增长 9.97%。截至 2019 年底，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。

2017—2019 年，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 7.15%。截至 2019 年底，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。

2017—2019 年，公司短期借款波动下降，年均复合下降 8.95%。截至 2019 年底，公司短期借款为 20.72 亿元，较上年底增长 15.01%。公司短期借款均为信用借款。

2017—2019 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 4.57%。截至 2019 年底，公司应付账款为 26.58 亿元，较上年底下降 5.27%。

2017—2019 年，公司应付职工薪酬波动增长，年均复合增长 12.28%。截至 2019 年底，公司应付职工薪酬为 20.01 亿元，较上年底增长 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。

2017—2019 年，公司其他应付款（合计）波动增长，年均复合增长 6.21%。截至 2019 年底，公司其他应付款（合计）为 58.34 亿元，较上年底下降 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。

2017—2019 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长 19.05%，主要系长期借款和应付债券增加所致。截至 2019 年底，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%）和应付债券（占 59.07%）构成。

2017—2019 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 23.27%。截至 2019 年底，公司长期借款为 13.60 亿元，较上年底下降 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。

2017—2019 年，公司应付债券逐年增长，年均复合增长 9.68%。截至 2019 年底，公司应

付债券为 29.86 亿元，较上年底增长 20.12%，主要系 2019 年 9 月发行“19 温氏 01”所致。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额为 196.30 亿元，较上年底增长 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。

有息债务方面，2017—2019 年，公司全部债务年均复合增长 10.13%。截至 2019 年底，公司全部债务为 72.13 亿元，其中短期债务 28.67 亿元，占 39.75%；从债务指标来看，2017—2019 年，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均波动下降，截至 2019 年底分别为 28.90%、13.40% 和 8.53%，较上年底分别下降 5.16、3.30 和 3.58 个百分点。

截至 2020 年 3 月底，公司全部债务为 88.89 亿元，其中短期债务占 56.98%。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%。

4. 盈利能力

近年来，公司营业收入逐年增长；受到行业周期性波动的影响，利润规模波动上升，公司费用控制能力强，盈利能力处于行业领先水平。

公司的营业收入主要来自肉猪养殖和肉鸡养殖。由于肉鸡和肉猪售价分别于 2017 年和 2018 年处于阶段性低点，同时肉鸡销量逐年增加，2017—2019 年，公司营业总收入分别为 556.57 亿元、572.44 亿元和 731.44 亿元，年均复合增长 14.64%；利润总额分别为 70.92 亿元、42.84 亿元和 147.80 亿元。其中，2018 年利润总额下降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；2019 年利润总额同比大幅增长主要系业务规模扩大及肉猪销售均价大幅上升所致。

从期间费用来看，2017—2019 年，公司期

间费用年均复合增长 26.75%，主要系规模扩大、管理费用增长所致。2017 年，公司期间费用为 64.57 亿元，同比增长 27.26%。从构成看，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。2017—2019 年，公司期间费用率分别为 7.22%、8.86%和 8.83%，公司费用控制能力强。

2017—2019 年，公司投资收益和其他收益对营业利润影响很小。2017—2019 年，公司公允价值变动收益分别为 143.35 万元、-0.13 亿元和 10.56 亿元，其中 2019 年公允价值变动收益同比增幅较大，主要系其他非流动金融资产中公司持有的未上市股权 IPO 成功，公允价值明显上升所致；公允价值变动收益占营业利润的比例分别为 0.02%、-0.29%和 7.09%，对营业利润的影响一般。

从盈利指标来看，2017—2019 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率均波动增长，2019 年分别为 27.54%、27.50%和 30.98%。公司整体盈利能力很强。

2020 年 1—3 月，公司实现营业总收入 174.49 亿元，同比增长 24.89%，主要系生猪价格较上年同期上升所致；利润总额 18.49 亿元，较上年同期的-3.72 亿元增幅较大。

5. 现金流分析

近年来，公司经营活动现金流保持净流入状态，收入实现质量尚可；经营活动现金流量净额对投资活动现金净流出规模的覆盖能力较强，对外筹资需求较小。

从经营活动来看，2017—2019 年，公司经营活动现金流入量逐年增长，分别为 545.15 亿元、575.73 亿元和 724.43 亿元，年均复合增长 15.28%。2017—2019 年，公司经营活动现金流出量逐年增长，分别为 465.21 亿元、510.78 亿元和 541.40 亿元，年均复合增长 7.88%。受上述因素影响，2017—2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额波动增长，分别为 79.94

亿元、64.94 亿元和 183.03 亿元，年均复合增长 51.31%。2017—2019 年，公司现金收入比分别为 97.52%、98.83%和 96.68%，收入实现质量尚可。

从投资活动来看，受收回理财产品影响，2017—2019 年，公司投资活动现金流入量波动增长，分别为 26.03 亿元、129.46 亿元和 126.28 亿元，年均复合增长 120.26%。2017—2019 年，受投资理财产品和购建长期资产影响，公司投资活动现金流出量逐年增长，分别为 113.67 亿元、177.14 亿元和 234.39 亿元，年均复合增长 43.59%。受上述因素影响，2017—2019 年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-87.65 亿元、-47.68 亿元和-108.11 亿元，持续净流出且净流出规模波动增长。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量波动下降，分别为 62.52 亿元、51.60 亿元和 51.92 亿元，年均复合下降 8.87%。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出量逐年增长，分别为 51.40 亿元、53.06 亿元和 100.59 亿元，年均复合增长 39.90%，其中 2019 年较上年增长 89.57%，主要系偿还债务和分配股利支付的现金增长所致。受上述因素影响，2017—2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 11.12 亿元、-1.46 亿元和 -48.67 亿元，由净流入转为净流出状态，且净流出规模有所扩大。

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

近年来，公司长短期偿债能力指标表现较好，融资渠道畅通，过往债务履约情况良好，并考虑到公司行业地位突出、经营规模很大等因素，其整体偿债能力极强。

从短期偿债能力来看，2017—2019 年，公司流动比率分别为 162.53%、164.14%和 187.77%；速动比率分别为 68.94%、67.10%和

97.92%；现金类资产（剔除受限货币资金）/短期债务分别为 0.48 倍、0.79 倍和 1.01 倍。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率以及速动比率分别为 185.07%和 102.93%。

从长期偿债能力来看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 93.23 亿元、69.89 亿元和 181.91 亿元；EBITDA 利息倍数分别为 57.92 倍、23.60 倍和 50.33 倍；全部债务/EBITDA 分别为 0.64 倍、1.02 倍和 0.40 倍，EBITDA 对全部债务本息的保障能力极强。

截至 2020 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2020 年 3 月底，公司合并口径共获得银行授信额度 191.18 亿元，未使用授信额度 133.78 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司为上市公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司资产以流动资产为主，所有者权益结构稳定性较弱。母公司收入规模较小，利润主要来自投资收益。

截至 2019 年底，母公司资产总额为 470.67 亿元。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 年底，母公司负债总额为 153.03 亿元，较上年底增长 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。

截至 2019 年底，母公司所有者权益为 317.64 亿元，较上年底增长 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，母公司实现营业收入 16.04 亿元，利润总额 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。

九、 本期中期票据偿还能力分析

本期中期票据的发行对公司现有债务产生一定影响，公司 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度高。

1. 本期中期票据的发行对公司现有债务的影响

本期中期票据发行金额上限为 30 亿元，分别为 2020 年 3 月底公司全部债务和长期债务的 33.75%和 78.45%，对公司现有债务规模产生一定影响。

截至 2020 年 3 月底，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%，本期中期票据发行后，上述指标将分别上升至 31.64%、19.56%和 12.25%。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2017—2019 年，公司经营活动现金净流量分别为本期中期票据发行额度上限的 2.66 倍、2.16 倍和 6.10 倍，公司经营活动现金净流量对本期中期票据的覆盖程度较高；同期公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行额度的 3.11 倍、2.33 倍和 6.06 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度高。

十、 结论

公司为国内养殖行业龙头企业，在行业地位、养殖规模等方面具备综合优势。

近年来，公司资产和权益规模持续增长，

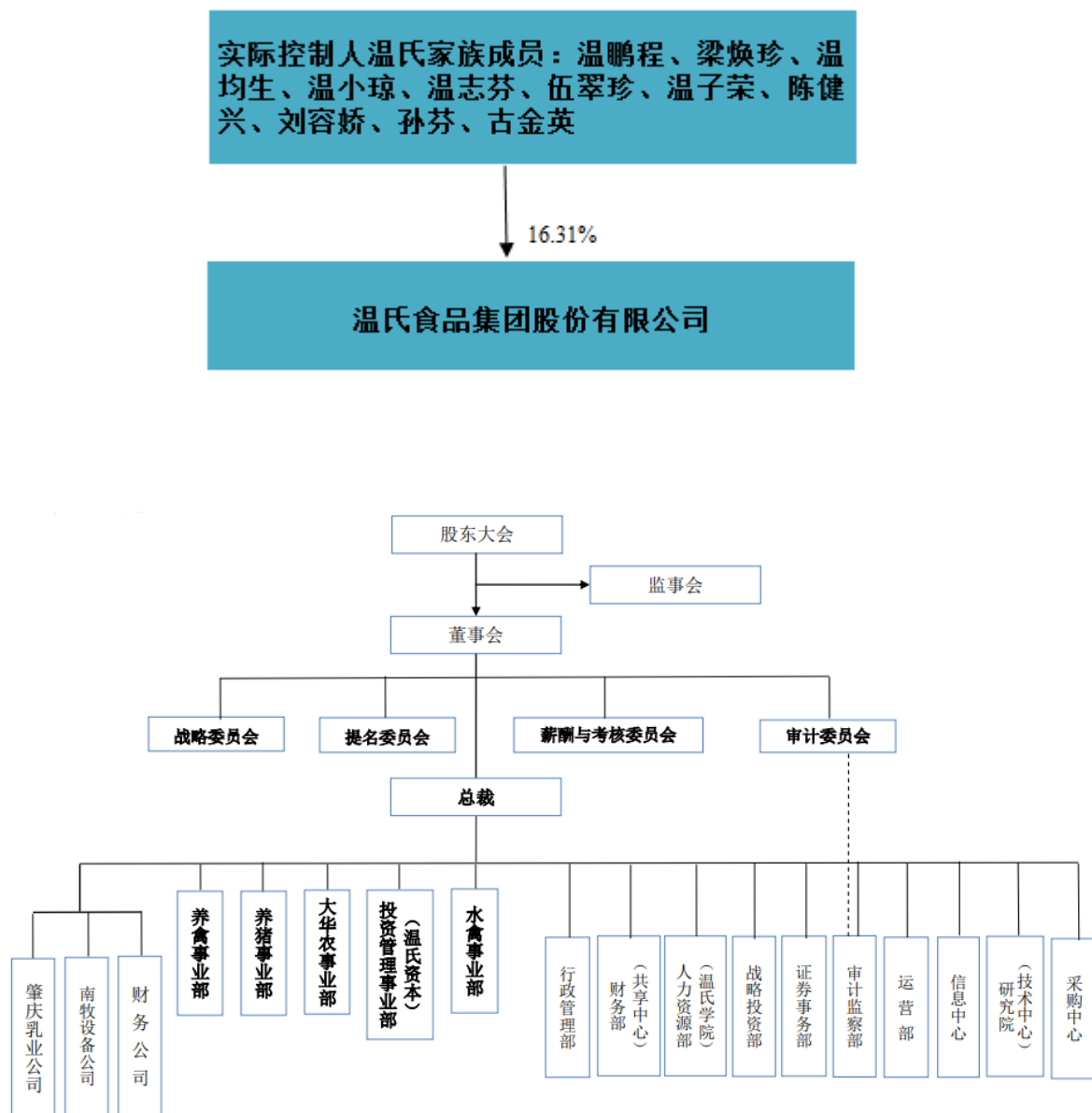
整体资产质量良好，资产流动性强；目前公司债务规模处于较低水平，债务负担轻；公司营业总收入受行业周期影响出现一定波动，但仍保持在较高水平，盈利能力行业领先。

公司EBITDA对本期中期票据覆盖程度高。

未来，公司将在稳步发展养鸡业务的前提下，加速扩大养猪规模，通过优化养殖结构进一步增强抗风险能力。

综合分析，联合资信认为，公司主体偿债风险极小，本期中期票据的偿还能力极强，违约风险极低。

附件 1 截至 2020 年 3 月底公司股权和组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	12.45	17.67	28.87	36.66
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
利润总额(亿元)	70.92	42.84	147.80	18.49
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
财务指标				
销售债权周转次数(次)	351.74	331.66	305.00	--
存货周转次数(次)	4.07	3.93	4.17	--
总资产周转次数(次)	1.23	1.11	1.22	--
现金收入比(%)	97.52	98.83	96.68	84.94
营业利润率(%)	19.95	16.74	27.54	20.49
总资本收益率(%)	18.21	10.66	27.50	--
净资产收益率(%)	20.97	11.96	30.98	--
长期债务资本化比率(%)	9.19	12.11	8.53	7.25
全部债务资本化比率(%)	15.13	16.70	13.40	15.38
资产负债率(%)	31.95	34.06	28.90	28.65
流动比率(%)	162.53	164.14	187.77	185.07
速动比率(%)	68.94	67.10	97.92	102.93
经营现金流动负债比(%)	66.04	48.89	131.71	--
EBITDA 利息倍数(倍)	57.92	23.60	50.33	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.64	1.02	0.40	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除受限货币资金

附件 3 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	6.71	11.76	44.99	21.77
资产总额(亿元)	356.25	435.83	470.67	486.07
所有者权益(亿元)	236.73	297.06	317.64	316.62
短期债务(亿元)	25.70	22.30	27.49	48.65
长期债务(亿元)	33.77	49.00	43.46	34.71
全部债务(亿元)	59.47	71.30	70.95	83.36
营业总收入(亿元)	13.88	14.32	16.04	3.26
利润总额(亿元)	111.17	77.73	53.47	-1.46
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-3.48	-3.44	-2.02	-2.27
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6298.27	1998.26	1061.07	--
存货周转次数(次)	10.90	11.04	9.53	--
总资产周转次数(次)	0.05	0.04	0.04	--
现金收入比(%)	98.30	93.50	98.50	98.03
营业利润率(%)	8.17	13.09	16.42	-7.49
总资本收益率(%)	38.08	21.90	14.69	--
净资产收益率(%)	46.96	26.17	16.83	--
长期债务资本化比率(%)	12.48	14.16	12.03	9.88
全部债务资本化比率(%)	20.08	19.36	18.26	20.84
资产负债率(%)	33.55	31.84	32.51	34.86
流动比率(%)	311.71	367.38	317.18	267.21
速动比率(%)	310.53	366.00	315.76	266.21
经营现金流动负债比(%)	-4.07	-3.85	-1.85	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计

附件 4 同行业企业对比数据

发行人	温氏食品集团 股份有限公司	新希望六和 股份有限公司	牧原食品股份 有限公司
主体信用等级	AAA	AAA	AA ⁺
企业性质	民营企业	民营企业	民营企业
综合毛利率（%）	27.65	12.07	35.95
销售债权周转次数（次）	305.00	103.22	1286.37
财务数据时点	2019 年	2019 年	2019 年
资产总额（亿元）	655.79	642.18	528.87
所有者权益（亿元）	466.28	326.50	317.12
营业总收入（亿元）	731.44	820.51	202.21
利润总额（亿元）	147.80	64.31	63.19
经营活动现金流净额（亿元）	183.03	44.37	99.89
资产负债率（%）	28.90	49.16	40.04

资料来源：联合资信根据公开资料整理

附件 5 主要财务指标的计算公式

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

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 + 一年内到期的非流动负债 + 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 6-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含 义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 6-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 6-3 评级展望设置及其含义

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

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

联合资信评估有限公司关于 温氏食品集团股份有限公司 2020 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

温氏食品集团股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

温氏食品集团股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对温氏食品集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，温氏食品集团股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注温氏食品集团股份有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现温氏食品集团股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对温氏食品集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如温氏食品集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对温氏食品集团股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与温氏食品集团股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。