

信用等级公告

联合〔2020〕1777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面向合格投资者公开发行的 2020 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面向合格投资者公开发行的 2020 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：

二〇二〇年六月十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

温氏食品集团股份有限公司

2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（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 30 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：2020 年 6 月 18 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	490.40	539.50	655.79	685.25
所有者权益（亿元）	333.69	355.74	466.28	488.95
长期债务（亿元）	33.77	49.00	43.46	38.24
全部债务（亿元）	59.47	71.32	72.13	88.89
营业总收入（亿元）	556.57	572.44	731.44	174.49
净利润（亿元）	69.99	42.56	144.45	18.86
EBITDA（亿元）	93.23	69.89	181.91	--
经营性净现金流（亿元）	79.94	64.94	183.03	11.09
营业利润率（%）	19.95	16.74	27.54	20.49
净资产收益率（%）	21.62	12.35	35.14	3.95
资产负债率（%）	31.95	34.06	28.90	28.65
全部债务资本化比率（%）	15.13	16.70	13.40	15.38
流动比率（倍）	1.63	1.64	1.88	1.85
EBITDA 全部债务比（倍）	1.57	0.98	2.52	--
EBITDA 利息倍数（倍）	57.92	23.60	50.33	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	3.11	2.33	6.06	--

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. 2020 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综合竞争优势。近年来，公司资产规模有所增长，债务负担很轻，盈利能力处于行业领先水平，经营性现金流持续净流入。同时，联合评级也关注到公司所处行业上下游价格波动性较大、面临畜禽疫病风险以及权益稳定性一般等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司继续扩张养猪业，稳步发展养鸡业，其盈利能力和综合竞争力有望进一步提升。联合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，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. 公司整体经营情况良好。2017—2019 年，公司营业总收入年均复合增长 14.64%，净利润年均复合增长 43.66%，盈利能力处于行业领先水平。

3. 公司财务状况良好。2017—2019 年，公司资产和净资产规模均呈逐年增长趋势，

整体债务负担很轻且债务结构合理，经营性现金流持续净流入，且净流入规模大。

关注

1. 公司面临着所处行业上下游价格易波动等多种风险。公司所处行业上游原材料价格不稳定，下游畜、禽产品价格容易发生周期性波动，生产过程中还面临疫病、食品安全等风险。

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

分析师

罗 峤 登记编号（R0040217120001）

李敬云 登记编号（R0040220010004）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn

电话：010-85172818

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 10 层（100022）

网址：www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次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他机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：


李敬云

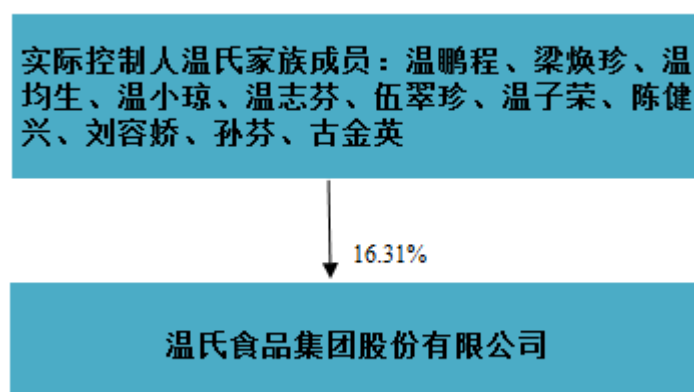
联合信用评级有限公司

一、主体概况

温氏食品集团股份有限公司（以下简称“公司”或“温氏股份”）前身为“广东温氏食品集团有限公司”，于1993年由温鹏程等46位自然人出资组建，注册资本为1,288万元。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，公司通过换股吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司（以下简称“大华农”），在深交所创业板实现整体上市（股票简称“温氏股份”，股票代码“300498.SZ”），总股本为36.25亿元。2018年8月，公司变更现名。历经多次增资，截至2020年3月末，公司注册资本53.12亿元。

公司股本结构较为分散，无持有公司股份5.00%以上的股东，各股东的持股数及持股比例均较小。截至2020年3月末，温氏家族11名成员合计持股16.31%，并在公司日常管理决策中起到重要作用，实际掌握着公司的经营控制权，温氏家族为公司的控股股东及实际控制人。截至2020年3月末，温氏家族成员所持公司股份无质押。

图1 截至2020年3月末公司股权结构图



资料来源：公司提供

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2020年3月末，公司本部内设行政管理部、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2020年3月末，公司纳入合并范围的子公司共366家，在职员工共计53,224人。

截至2019年末，公司合并资产总额655.79亿元，负债合计189.51亿元，所有者权益（含少数股东权益）466.28亿元，其中归属于母公司所有者权益451.12亿元。2019年，公司实现营业总

收入 731.44 亿元，净利润（含少数股东损益）144.45 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润 139.67 亿元；经营活动产生的现金流量净额 183.03 亿元，现金及现金等价物净增加额 26.26 亿元。

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

公司注册地址：云浮市新兴县新城镇东堤北路 9 号；法定代表人：温志芬。

二、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。

本期公司债券名称为“温氏食品集团股份有限公司 2020 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），发行规模为不超过 30 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。本期债券的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优先用于偿还“广东温氏食品集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第二期）”（债券简称“17 温氏 02”，债券代码“112539.SZ”）的回售本金及利息，剩余部分拟用于补充公司流动资金。

三、行业分析

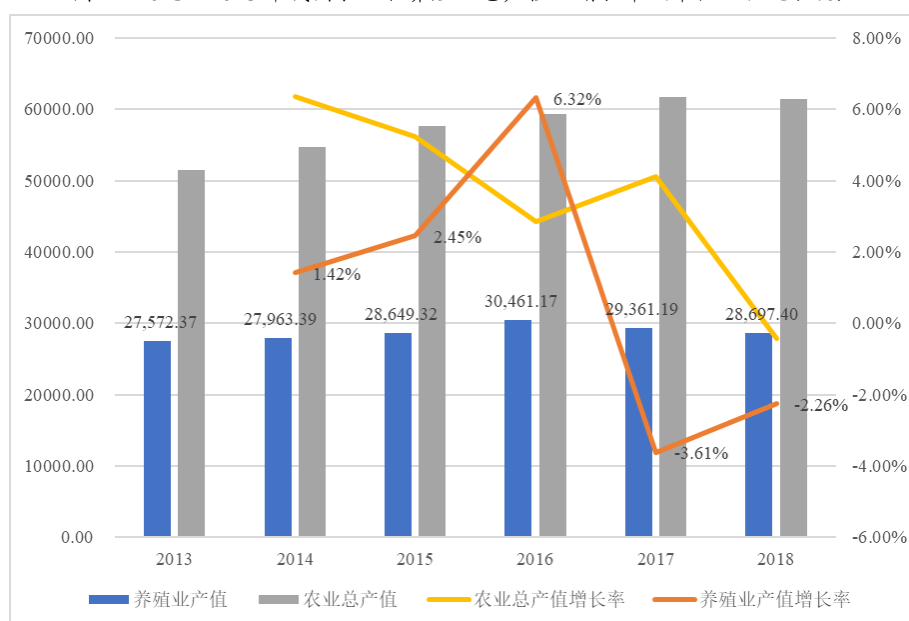
公司主营业务为肉猪养殖和肉鸡养殖，属于养殖业。

1. 行业概况

近年来，我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。

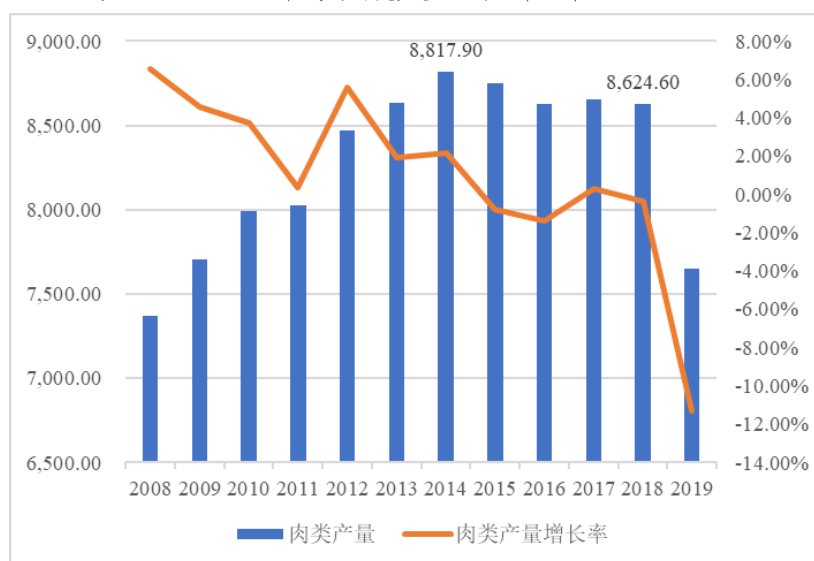
近年来，我国人均可支配收入的增长改善了居民膳食结构，畜禽产品已成为生活必需品，并从需求端拉动了养殖业的发展。2018 年，我国养殖业总产值达到 2.87 万亿元，较上年小幅下降 2.26%。目前，我国人均肉类占有量达 64 公斤，直接从事畜禽养殖的收入占家庭农业经营现金收入的 1/6，养殖业日益呈现规模化、标准化、集约化的发展趋势。

图2 2013—2018年我国农业和养殖业总产值及增长率（单位：亿元、%）



资料来源：国家统计局、前瞻产业研究院

图3 2008—2019年我国肉类产量及增长率（单位：万吨、%）



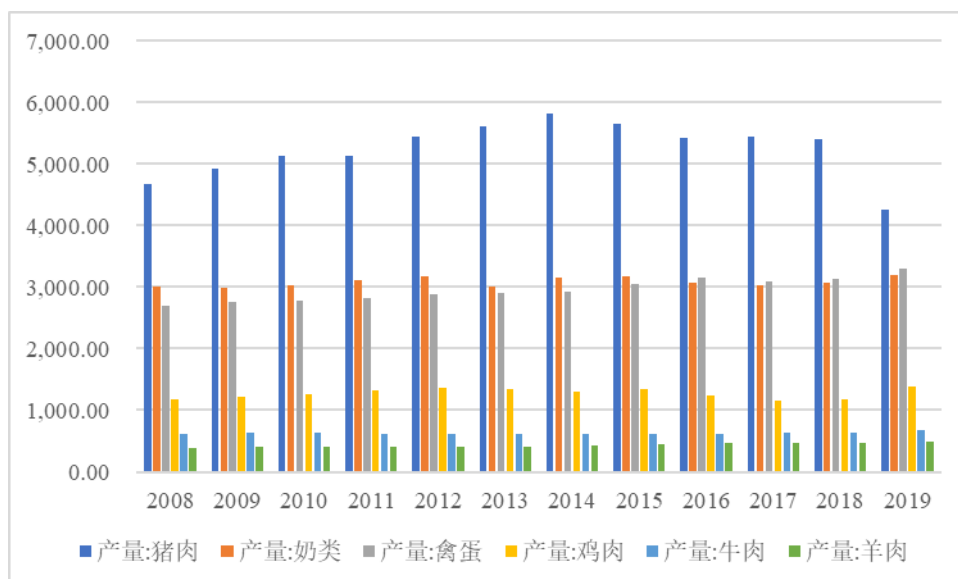
资料来源：国家统计局

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

从畜禽产品的产量上来看，猪肉产量稳居各畜产品之首，为养殖业的主要产品，2019年猪肉产量为4,255.00万吨，较上年下降21.26%，主要系猪周期下行阶段能繁母猪存栏降至历史低点、环保因素以及非洲猪瘟影响复产等因素综合影响所致。排名其后的奶类和禽蛋产量均较上年有所增长。鸡肉产量方面，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1,160.00万吨，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1,380.00万吨，较上年增长17.95%，主要系积极替代猪肉缺口所致。牛、羊肉产量方面，随着居民收入的逐步提高，牛、羊肉的需求量持续增长，带动产量稳步上升，但由于我国牛、羊现代化养殖起步较晚，产量

难以大幅提高，对外依存度持续上升。

图 4 2008—2019 年我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

我国生猪养殖集中度目前仍属较低；2019 年以来，猪价快速上涨，进入高景气周期；未来受供给逐步宽松影响将有所回落。

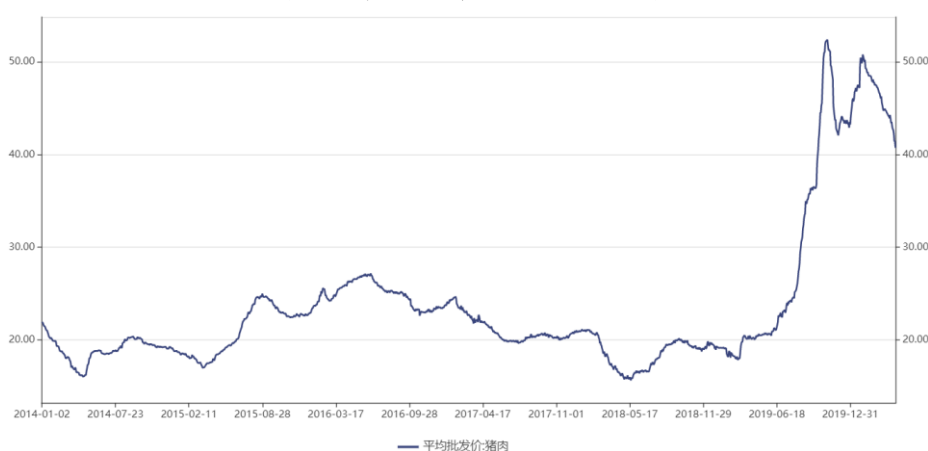
近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及市场发展，我国生猪养殖结构不断优化，行业集中度持续提升，但生猪养殖行业集中度仍比较低，截至 2019 年末，我国生猪养殖行业 CR10 不到 10%，而同期出栏在 50 头以下的生猪养殖场数量占全国总养殖场数量的比例在 90%以上，导致目前我国肉猪养殖主体仍为散养农户。

供给方面，从能繁母猪存栏量来看，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 月末，我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 年末，我国生猪存栏量 34,153 万头，较年初下降 8.91%；生猪出栏量 68,861 万头，较上年上升 0.52%。截至 2018 年末，我国生猪存栏量 31,111 万头，较年初下降 7.12%；生猪出栏量 69,382 万头，较年初上升 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 月末，我国生猪存栏量 19,457 万头，较上年同期下降 39.77%。截至 2019 年末，我国生猪出栏量 54,419 万头，较上年同期下降 20.97%，主要系猪周期下行阶段能繁母猪存栏降至历史低点、环保因素以及非洲猪瘟影响复产等因素综合影响所致。短期看，能繁母猪仍处低位将造成一段时间内生猪供给不足。中长期来看，猪肉价格持续处于高位刺激了各大主体的复养扩产步伐，未来生猪供给有望进一步宽松。

需求方面，我国猪肉消费总量在 2014 年之前保持总体增长态势，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；预计未来猪肉潜在需求量将保持稳定，但不排除猪肉价格过高时，消费者转向鸡肉等替代品。

价格方面，由于我国猪肉需求近年来较为稳定，因此供给在猪肉价格的形成中具有重要影响。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 年末，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，主产区和主销区猪价有所分化，但仍属低迷。2019 年以来，受生猪供给短缺影响，猪肉价格直线上涨。截至 2019 年末，我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5 近年来猪肉平均批发价变动趋势



资料来源：Wind

3. 肉鸡养殖

我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。

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 年我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，美国和法国是我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，我国对美国 and 法国先后实施了祖代鸡引种禁令；2016 年，我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，导致我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，我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，我国祖代鸡引种量有所增长，但全年祖代鸡存栏量

仍维持历史较低水平。考虑到祖代鸡传导到商品代至少需要 22 个月，预计短期内，肉鸡供给量仍属紧平衡。

需求方面，近年来，我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，我国鸡肉消费量为 1,273 万吨。2017 年初，我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 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。2019 年，在猪价较高进行替代的情况下，我国鸡肉消费量约 1,400 万吨，较上年增长 16.96%。考虑到我国居民膳食习惯和对高价猪肉进行替代，预计未来我国鸡肉消费量可能保持小幅增长。

价格方面，受 2015—2018 年连续四年祖代鸡供给处于低位影响，商品代鸡价波动上升。截至 2016 年末，白条鸡平均批发价格为 14.44 元/公斤。截至 2017 年末，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 年末，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 年末，白条鸡平均批发价格上涨至 18.79 元/公斤，较上年同期增长 13.81%，成为近年来的最高点。2020 年以来，随着供给逐步宽松，白条鸡平均批发价格逐步回落。

图6 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，我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上，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，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。随着我国对环境保护问题的日益重视，国家制定了更严格的环保标准和规范。从政绩考核来看，2017年之后，环境因素的考核首次置于比GDP更重要的位置。如果国家及地方政府将来颁布新的法律法规，进一步提高环保监管要求，将使畜禽养殖行业支付更高的环保费用，可能对行业的经营业绩和利润水平产生一定程度的影响。

（3）食品安全事件频发

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

6. 未来发展

近年来，我国畜牧业行业规模较大，但集中度较低；随着行业的不断整合，具有技术、品牌和资金优势的大型生产企业将在竞争中获得先发优势，行业地位有望得到进一步巩固和强化。

未来随着环保政策的趋严，畜禽养殖行业将向增长与环保并重型转变；行业集中度和产业化程度将同步提升。畜禽产品从生产到上市，涉及种养加销售等多个环节，还有饲料、动物保健品等支撑行业。未来畜牧养殖行业有望在大型养殖企业带动下，通过兼并、合资、联营等多种方式，向养殖、种植、加工纵深发展；并衍生出电商与实体结合、互联网与产业融合、生产者与消费者直接对接等新业态。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司作为养殖行业龙头企业，养殖规模较大，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1,851.66万头和9.25亿只，均位于全国前列。截至2019年末，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1,433.56万只，存栏种猪约165.73万头。

2. 养殖技术

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。

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，保障了饲料的质量安全和畜禽产品的安全。

截至2019年末，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月末，公司本部及下属子公司共有员工53,224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. 外部支持

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

(1) 政府补助

近年来，公司每年均获得了各级政府部门的多种补助，主要包括研发类补助、生产设施设备类补助、环保类补助、生产活动类补助以及其他类补助等。2017—2019 年，公司计入当期损益的政府补助分别为 1.23 亿元、0.85 亿元和 1.56 亿元。

(2) 税收优惠

增值税方面，公司及其子公司采取“公司+农户”经营模式从事畜禽饲养，即公司及其子公司与农户签订委托养殖合同，向农户提供畜禽苗、饲料、兽药及疫苗等（所有权属于公司），农户饲养畜禽苗至成品后交付公司及其子公司回收，公司及其子公司将回收的成品畜禽用于销售。在上述经营模式下，根据《中华人民共和国增值税暂行条例》第十五条和《国家税务总局关于纳税人采取“公司+农户”经营模式销售畜禽有关增值税问题的公告》（国家税务总局公告 2013 年第 8 号）的规定，公司及其子公司销售的自产农产品免征增值税；根据 2008 年 11 月 5 日国务院第 34 次常务会议修订通过的《中华人民共和国增值税暂行条例》，作为农业生产者，公司生产销售的原奶、禽蛋产品属于自产自销农产品范畴，可以享受免征增值税的税收优惠；根据财政部、国家税务总局《关于饲料产品免征增值税问题的通知》（财税〔2001〕121 号）的精神，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%。

五、管理分析

1. 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. 内部管理

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 月末，公司本部内设行政管理部、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。

3. 疫病防治

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。

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 月末，公司所属养殖场未发生过非洲猪瘟等重大动物疫情。

六、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。畜禽养殖行业具有较明显的周期性，受肉鸡和肉猪分别于 2017 年和 2018 年出现阶段性价格低点影响，2017—2019 年，公司营业总收入逐年增长，分别为 556.57 亿元、572.44 亿元和 731.44 亿元，年均复合增长 14.64%；净利润波动增长，分别为 69.99 亿元、42.56 亿元和 144.45 亿元，年均复合增长 43.66%，其中 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。2017—2019 年，公司主营业务收入占营业总收入比重均达 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。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重逐年下降，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重分别为 5.41%、6.07%和 6.12%，逐年略有提升，但对公司收入影响较小。

表 1 2017—2019 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

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

资料来源：审计报告

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

2. 养殖产业

(1) 采购

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，采购均价逐年小幅上升；豆粕的采购量和采购均价较为稳定。公司采购集中度逐年上升。

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

表2 2019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	59.25	65.85
委托养殖费用	17.70	20.76
药物及疫苗	4.78	3.87
职工薪酬	7.99	4.00
固定资产折旧及摊销	3.79	1.23
其他	6.48	4.29
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，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1,178.18万吨、1,286.47万吨和1,277.23万吨，年均复合增长4.12%。

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。

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1,742元/吨、1,922元/吨和2,039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 2,919 元/吨、3,109 元/吨和 3,014 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。

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

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

资料来源：公司提供

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。

（2）生产

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）。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。截至2019年末，公司合作农户（或家庭农场）中，养鸡户2.90万户、养猪户1.88万户。

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。

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。2017—2019年，公司商品肉猪产量较稳定，分别为1,904.17万头、2,229.70万头和1,851.66万头，年均复合下降1.39%。

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。

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。

（3）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。

截至 2019 年末，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 1,904.17 万头、2,229.70 万头和 1,851.66 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。

表4 近年来公司销售情况（单位：亿只、万头、元/斤）

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

资料来源：公司提供

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，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%。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，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。

3. 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。

4. 经营效率

近年来，公司整体经营效率较高，处于行业中上水平。

2017—2019 年，公司应收账款周转率分别为 328.74 次、307.95 次和 282.62 次，虽有所下降但处于行业上游水平；公司存货周转率分别为 3.98 次、3.91 次和 4.14 次，处于中等水平；总资产周转率分别为 1.23 次、1.11 次和 1.22 次，处于中等水平。

表5 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	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
002157.SZ	正邦科技	69.02	4.41	0.94
000876.SZ	新希望	112.28	9.81	1.46
002714.SZ	牧原股份	1,286.37	2.00	0.49
002567.SZ	唐人神	84.23	11.89	2.22
002385.SZ	大北农	11.90	5.78	0.90
上述中位数		84.23	5.78	0.94
300498.SZ	温氏股份	304.97	4.17	1.22

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

5. 主要投资

截至 2019 年末，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。

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

表6 截至2019年末公司前五大主要在建项目（单位：亿元、万头/年）

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

注：上述项目均为边生产边建设，而表中“预计投产时间”为第一批猪进苗时间，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

6. 经营关注

（1）畜、禽价格波动风险

畜禽类产品的市场价格易受市场供求关系、养殖成本、疫情及自然灾害等因素的影响而有所

波动。2019 年，生猪产能下降明显，市场肉猪供给大幅减少，生猪养殖行业进入高景气阶段；作为肉猪的替代产品，肉鸡价格在猪价上涨带动下同比上升。后续随着肉猪、肉鸡产能快速恢复，市场上肉猪和肉鸡可能供过于求，相关产品价格将下跌。

（2）畜禽疾病发生和传播风险

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

（3）环保压力增大

肉鸡及肉猪养殖过程中会有污染物排放，其排放标准需符合国家环保监管的相关要求。随着我国对环境保护问题的日益重视，国家制定了更严格的环保标准和规范。考虑到公司经营模式为紧密型“公司+农户（或家庭农场）”，且主要生产基地在我国南部水网密集区域，如政府进一步提高环保监管要求，将对公司的经营业绩和利润水平产生一定程度的影响。

7. 未来发展

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

公司将加快发展养猪业，稳定发展肉鸡业，加快发展蛋鸡、鸭、鹅、鸽、乳业、兽药及农牧设备业，打造以鸡猪双主业为核心、多业态协同发展生态圈；加快完善屠宰、食品加工、生鲜营销产业链；持续提高公司综合经营管理能力，全面提升企业综合实力和竞争优势，向“千亿企业、百年温氏”的目标稳步推进。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2017—2018 年度财务报表已经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计，2019 年度财务报表已经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，审计结论均为标准无保留意见。2020 年一季度财务数据未经审计。公司执行最新企业会计准则。

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 年末，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 年末，公司纳入合并范围的子公司共 326 家。截至 2020 年 3 月末，公司纳入合并范围的子公司共 366 家。考虑到公司合并范围变动主要系新设子公司造成，且公司主要经营业务未发生变化，会计政策连续，其财务数据可比性较强。

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

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

亿元。

2. 资产质量

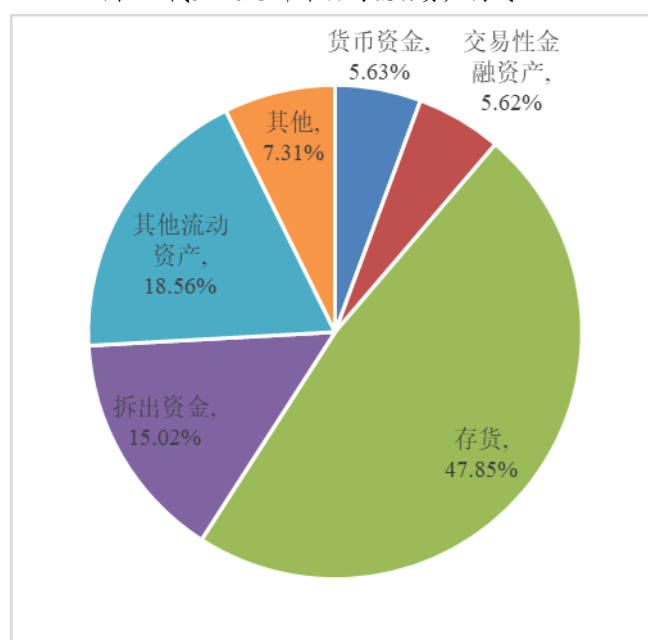
近年来，在盈利大幅增加带动下，公司资产规模持续扩大，以非流动资产为主；流动资产中货币资金、交易性金融资产、拆出资金及理财产品合计规模较大，非流动资产中固定资产规模较大；资产受限比例很低，公司整体资产质量较好。

2017—2019 年，公司合并资产总额逐年增长，年均复合增长 15.64%。截至 2019 年末，公司合并资产总额为 655.79 亿元，较上年末增长 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，公司流动资产逐年增长，年均复合增长 15.17%。截至 2019 年末，公司流动资产为 260.94 亿元，较上年末增长 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。

图 7 截至 2019 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年，公司货币资金波动增长，年均复合增长 14.03%。截至 2019 年末，公司货币资金为 14.68 亿元，较上年末下降 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 年末，公司货币资金中有 0.49 亿元受限资金，受限比例为 3.35%，主要为保证金和存放中央银行法定准备金；受限比例低。

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

2017—2019 年，公司存货波动增长，年均复合增长 4.99%。截至 2019 年末，公司存货为 124.86 亿元，较上年末下降 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。

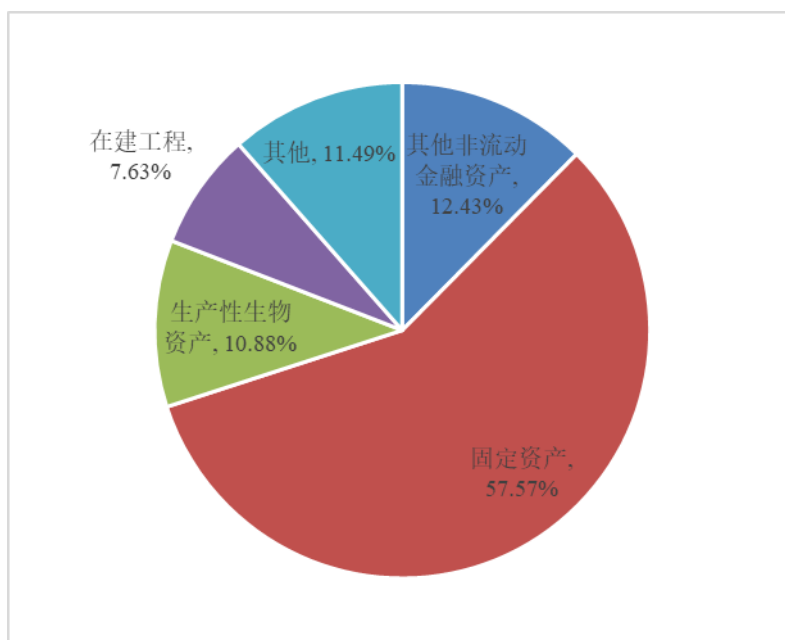
截至 2019 年末，公司拆出资金为 39.20 亿元，较年初增长 291.56%，主要系公司在子公司广东温氏集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）存放同业的资金增加所致。

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 年末，公司其他流动资产为 48.44 亿元，较上年末增长 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 年末，公司非流动资产为 394.85 亿元，较上年末增长 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。

图 8 截至 2019 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至 2019 年末，公司新增其他非流动金融资产 49.07 亿元，主要系原金融工具准则下的“可供出售金融资产”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 年末，公司固定资产为 227.33 亿元，较上年末增长 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 年末，公司生产性生物资产为 42.96 亿元，较上年末增长 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 年末，公司在建工程为 30.12 亿元，较上年末下降 14.12%，主要系前期猪场在建工程项目完工转入固定资产所致。

公司在建工程账面余额主要为猪场工程（占 60.48%）和鸡场工程（占 11.54%），累计计提减值准备 0.18 亿元。

截至2019年末，公司受限资产为0.66亿元，受限比例很低。

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

3. 负债及所有者权益

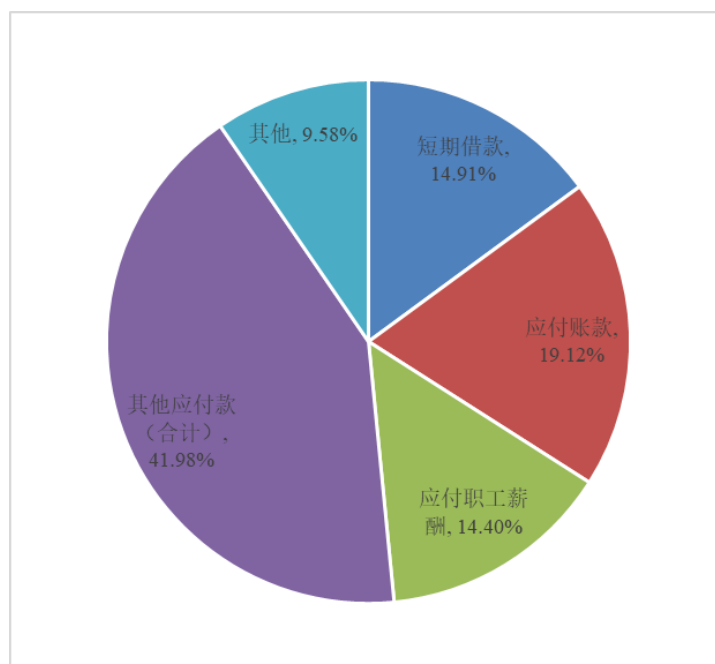
（1）负债

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 年末，公司负债总额为 189.51 亿元，较上年末变化不大。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 年末，公司流动负债为 138.97 亿元，较上年末变化不大。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。

图 9 截至 2019 年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

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

2017—2019 年，公司应付账款波动增长，年均复合增长 4.57%。截至 2018 年末，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。截至 2019 年末，公司应付账款为 26.58 亿元，较年初下降 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 2018 年末，公司

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

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 2018 年末，公司其他应付款（合计）66.25 亿元，较年初增长 28.09%，主要系新增限制性股票回购款 11.85 亿元所致。截至 2019 年末，公司其他应付款（合计）为 58.34 亿元，较年初下降 11.94%，主要系应付专业户款和限制性股票回购款减少所致。公司其他应付款（合计）主要为其他应付款，其他应付款主要由应付专业户款（占 69.01%）、保证金、押金（占 11.38%）和限制性股票回购款（占 11.15%）构成。

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

2017—2019 年，公司长期借款波动增长，年均复合增长 23.27%。截至 2018 年末，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。截至 2019 年末，公司长期借款为 13.60 亿元，较年初下降 43.69%，主要系公司资金流充裕、归还前期借款所致。公司长期借款主要由信用借款（占 99.68%）构成。公司长期借款还款期限较均匀，无集中偿付压力。

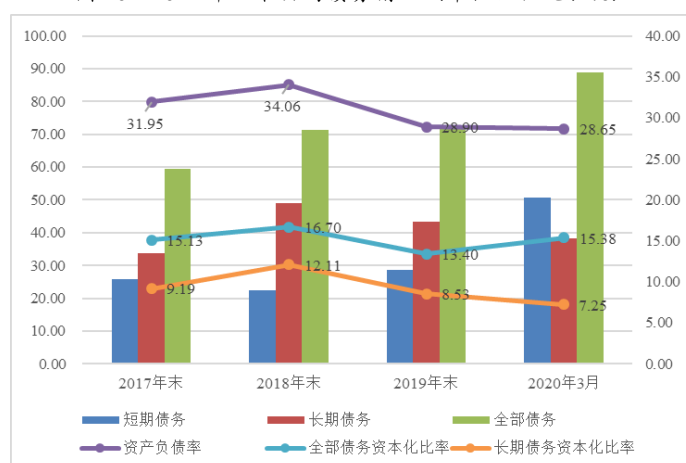
2017—2019 年，公司应付债券逐年增长，年均复合增长 9.68%。截至 2019 年末，公司应付债券为 29.86 亿元，较年初增长 20.12%，主要系 2019 年 9 月发行“19 温氏 01”所致。

2017—2019 年，公司递延收益逐年增长，年均复合增长 56.29%。截至 2019 年末，公司递延收益为 2.85 亿元，较年初增长 66.99%，主要系政府补助增加所致。公司递延收益主要为研发类和生产设施设备类补助。

全部债务方面，2017—2019 年，公司全部债务逐年增长，年均复合增长 10.13%。截至 2019 年末，公司全部债务为 72.13 亿元，较年初基本无变化。其中，短期债务占 39.75%，长期债务占 60.25%，以长期债务为主，债务结构合理。截至 2019 年末，短期债务为 28.67 亿元，较年初增长 28.47%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。长期债务为 43.46 亿元，较年初下降 11.32%，主要系偿还长期借款所致。2017—2019 年，公司资产负债率分别为 31.95%、34.06% 和 28.90%，全部债务资本化比率分别为 15.13%、16.70% 和 13.40%，长期债务资本化比率分别为 9.19%、12.11% 和 8.53%，均呈波动下降趋势。公司整体债务负担很轻。

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

图 10 2017 年以来公司债务情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

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

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

4. 盈利能力

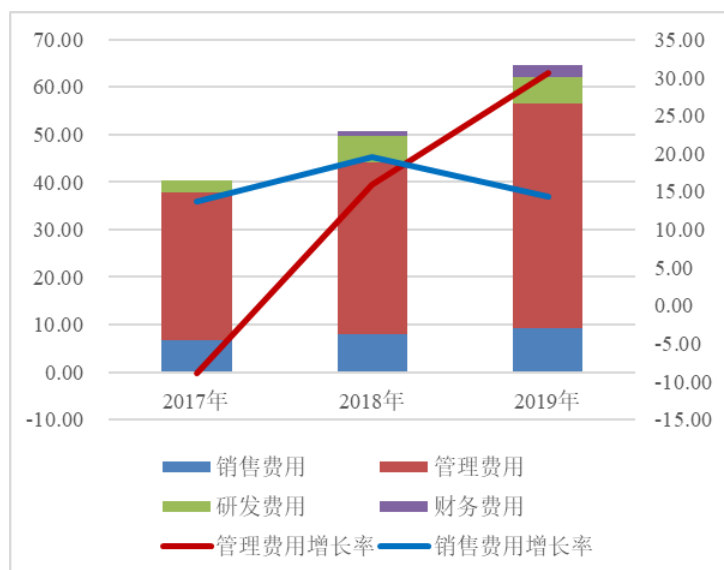
近年来，公司营业收入逐年增长，受到行业周期性波动的影响盈利水平波动上升，公司费用控制能力强，盈利能力处于行业领先水平。

公司的营业收入主要来自肉猪养殖和肉鸡养殖。受肉鸡和肉猪售价分别于 2017 年和 2018 年处于阶段性低点以及肉鸡销量逐年增加的影响，2017—2019 年，公司营业总收入逐年增长，分别为 556.57 亿元、572.44 亿元和 731.44 亿元，年均复合增长 14.64%；净利润波动增长，分别为 69.99 亿元、42.56 亿元和 144.45 亿元，年均复合增长 43.66%。其中，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；2019 年净利润较上年大幅增长 239.38%，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，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 26.75%，主要系公司规模扩大、管理费用增长所致。2019 年，公司期间费用总额为 64.57 亿元，较上年增长 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。其中，销售费用为 9.17 亿元，较上年增长 14.30%，主要系业务规模扩大所致；管理费用为 47.28 亿元，较上年增长 30.68%，主要系经营业绩好、员工薪酬增加所致；研发费用为 5.70 亿元，较上年增长 3.22%；财务费用为 2.41 亿元，较上年增长 139.67%，主要系利息收入减少同时利息支出增加所致。2017—2019 年，公司费用收入比分别为 7.22%、8.86%和 8.83%，公

司费用控制能力强。

图 11 2017—2019 年公司期间费用及其变动情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从利润构成来看，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较上年增幅较大，主要系其他非流动金融资产公允价值上升所致；占营业利润的比例分别为 0.02%、-0.29%和 7.09%，对营业利润的影响一般。截至 2019 年末，公司持有大量以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产，分布在交易性金融资产（14.68 亿元）、其他权益工具投资（9.93 亿元）和其他非流动金融资产（49.07 亿元）。在畜禽养殖行业低景气度年份，上述金融资产公允价值变动可能对公司营业利润形成较大影响。

从盈利指标来看，公司各项盈利指标均呈波动上升趋势。2017—2019 年，公司营业利润率分别为 19.95%、16.74%和 27.54%；总资产收益率分别为 20.26%、11.10%和 30.67%；总资产报酬率分别为 16.03%、8.89%和 25.34%；净资产收益率分别为 21.62%、12.35%和 35.14%。与国内同行业公司主要上市公司比较，公司盈利能力处于行业领先水平，整体盈利能力很强。

表 7 2019 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	15.74	7.86	20.75
000876.SZ	新希望	12.07	12.41	21.17
002714.SZ	牧原股份	35.95	16.63	34.55
002567.SZ	唐人神	9.56	5.46	6.01
002385.SZ	大北农	19.91	4.99	5.17
上述中位数		15.74	7.86	20.75
300498.SZ	温氏股份	27.66	25.34	35.06

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

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

5. 现金流

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。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司流动比率逐年上升，分别为 1.63 倍、1.64 倍和 1.88 倍。2017—2019 年，公司速动比率波动上升，分别为 0.69 倍、0.67 倍和 0.98 倍。公司流动资产对流动负债的保障程度较高。2017—2019 年，公司现金短期债务比逐年上升，分别为 0.48 倍、0.83 倍和 1.02 倍，现金类资产对短期债务的保障程度较高。整体看，公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 分别为 93.23 亿元、69.89 亿元和 181.91 亿元，波动增长。2019 年，公司 EBITDA 为 181.91 亿元，较上年增长 160.28%，主要系利润总额增加所致。从构成看，公司 EBITDA 主要由折旧（占 15.36%）和利润总额（占 81.25%）构成。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 23.60 倍上升至 50.33 倍，EBITDA 对利息的覆盖程度高；公司 EBITDA 全部债务比由上年的 0.98 倍上升至 2.52 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度高。整体看，公司长期债务偿债能力很强。

截至 2019 年末，公司无对外担保事项。

截至 2019 年末，公司无重大诉讼、仲裁事项。

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

未使用额度为 133.78 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

根据公司提供的机构信用代码为 G1044532100001300D 的中国人民银行征信中心《企业信用报告》，截至 2020 年 4 月 17 日，公司已结清信贷中关注类贷款 2 笔，系中国农业银行系统原因，未能按期进行自动扣收，农行已出具情况说明；未结清信贷中无不良或关注类信息，公司过往债务履约情况良好。

7. 公司本部财务概况

截至 2019 年末，公司本部资产规模较上年末有所增长，以流动资产为主；负债规模有所增长，以流动负债为主；所有者权益结构稳定性较弱。2019 年，公司本部收入规模较小，净利润依赖投资收益，经营活动现金流为负。

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

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

截至 2019 年末，公司本部所有者权益为 317.64 亿元，较年初增长 6.93%。其中，实收资本为 53.12 亿元（占 16.72%）、资本公积合计 65.90 亿元（占 20.75%）、未分配利润合计 173.23 亿元（占 54.54%）、盈余公积合计 31.90 亿元（占 10.04%），所有者权益稳定性较弱。

2019 年，公司本部营业收入为 16.04 亿元，净利润为 53.47 亿元。

2019 年，公司本部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。

八、本期债券偿还能力分析

1. 本期债券的发行对目前债务的影响

截至 2020 年 3 月末，公司全部债务为 88.89 亿元，本期拟发行公司债额度为不超过 30.00 亿元，相对于目前公司债务规模，本期债券对公司债务水平有一定影响。

以 2020 年 3 月末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 28.65%、15.38%和 7.25%上升至 31.64%、19.56%和 12.25%，公司负债水平有所上升，债务负担有所加重，但仍处于较轻水平。

2. 本期债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月末，公司现金类资产为 37.85 亿元，为本期债券发行额度（30.00 亿元）的 1.26 倍，公司现金类资产对本期债券的覆盖程度较高；截至 2020 年 3 月末，公司净资产为 488.95 亿元，为本期债券发行额度（30.00 亿元）的 16.30 倍，公司净资产对本期债券按期偿付的保障作用较强。

从经营情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 181.91 亿元，为本期债券发行额度（30.00 亿元）的 6.06 倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。2019 年，公司经营活动产生的现金流入 724.43 亿元，为本期债券发行额度（30.00 亿元）的 24.15 倍，公司经营活动产生的现金流入量对本期债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，并考虑到公司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。

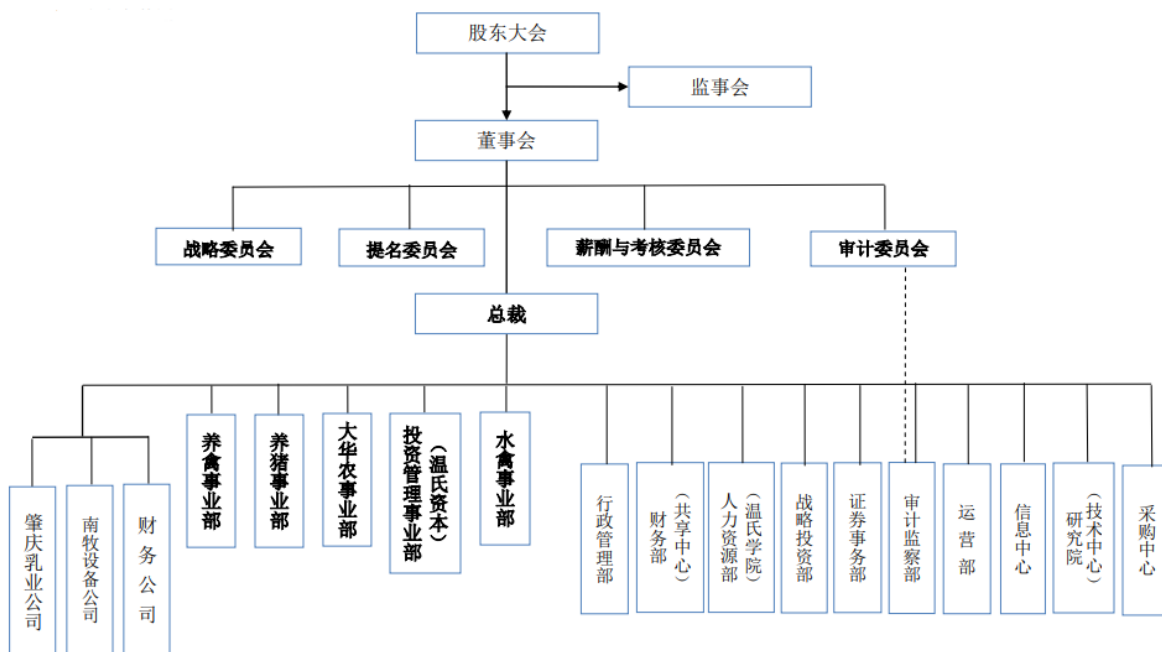
九、综合评价

联合评级对公司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综合竞争优势。近年来，公司资产规模有所增长，债务负担很轻，盈利能力处于行业领先水平，经营性现金流持续净流入。同时，联合评级也关注到公司所处行业上下游价格波动性较大、面临畜禽疫病风险以及权益稳定性一般等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司继续扩张养猪业，稳步发展养鸡业，其盈利能力和综合竞争力有望进一步提升。联合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 2020 年 3 月末温氏食品集团股份有限公司 组织结构图



附件 2 温氏食品集团股份有限公司

主要计算指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额 (亿元)	490.40	539.50	655.79	685.25
所有者权益 (亿元)	333.69	355.74	466.28	488.95
短期债务 (亿元)	25.70	22.32	28.67	50.65
长期债务 (亿元)	33.77	49.00	43.46	38.24
全部债务 (亿元)	59.47	71.32	72.13	88.89
营业总收入 (亿元)	556.57	572.44	731.44	174.49
净利润 (亿元)	69.99	42.56	144.45	18.86
EBITDA (亿元)	93.23	69.89	181.91	--
经营性净现金流 (亿元)	79.94	64.94	183.03	11.09
应收账款周转次数 (次)	328.74	307.95	282.62	--
存货周转次数 (次)	3.98	3.91	4.14	--
总资产周转次数 (次)	1.23	1.11	1.22	0.26
现金收入比率 (%)	97.52	98.83	96.68	84.94
总资本收益率 (%)	20.26	11.10	30.67	--
总资产报酬率 (%)	16.03	8.89	25.34	--
净资产收益率 (%)	21.62	12.35	35.14	3.95
营业利润率 (%)	19.95	16.74	27.54	20.49
费用收入比 (%)	7.22	8.86	8.83	8.54
资产负债率 (%)	31.95	34.06	28.90	28.65
全部债务资本化比率 (%)	15.13	16.70	13.40	15.38
长期债务资本化比率 (%)	9.19	12.11	8.53	7.25
EBITDA 利息倍数 (倍)	57.92	23.60	50.33	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	1.57	0.98	2.52	--
流动比率 (倍)	1.63	1.64	1.88	1.85
速动比率 (倍)	0.69	0.67	0.98	1.03
现金短期债务比 (倍)	0.48	0.83	1.02	0.75
经营现金流动负债比率 (%)	66.04	48.89	131.71	7.37
EBITDA/本期发债额度 (倍)	3.11	2.33	6.06	--

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. 2020 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-税金及附加) / 营业收入×100%
费用收入比	(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本期公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

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

长期债务=长期借款+应付债券

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 2020 年面向合格投资者公开发行人公司债券（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
二〇二〇年六月十八日