

信用评级公告

联合〔2021〕3753号

联合资信评估股份有限公司通过对温氏食品集团股份有限公司及其拟面向合格投资者公开发行的 2021 年公司债券（第一期）的信用状况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 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二一年六月二日

温氏食品集团股份有限公司

2021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

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期公司债券信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期公司债券发行规模：不超过 22 亿元（含）

本期公司债券期限：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

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

募集资金用途：扣除发行费用后拟全部用于补充流动资金

评级时间：2021 年 6 月 2 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（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均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		2
		资本结构			1
		偿债能力			1
		调整因素和理由			

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指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）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、商业模式等方面具有很强的综合竞争优势。近年来，公司资产规模不断扩大，营业总收入逐年增长，经营性现金流持续净流入，整体经营效率较高。同时，联合资信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债务负担持续加重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公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期公司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。2018—2020 年，公司营业总收入年均复合增长 14.42%，利润总额年均复合增长 36.41%，经营效率处于行业中上水平。
3. 公司财务状况良好。2018—2020 年末，公司资产和净资产规模均呈逐年增长趋势，经营性现金流持续净流入。

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呈现上涨趋势，下游畜、禽产品价格面临周期下行风险，生产和销售过程中还面临新冠肺炎疫情、非洲猪瘟疫情、其他畜禽疫病及食品安全等风险。

分析师：刘丽红 李敬云

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

2. 公司债务规模快速上升。由于长、短期借款和应付债券大幅增加，2018—2020年末，公司全部债务增长较快，年均复合增长66.75%。截至2021年3月末，公司全部债务245.27亿元，较上年末增长23.67%。公司债务负担加重。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
现金类资产（亿元）	18.53	29.36	40.45	55.40
资产总额（亿元）	539.50	655.79	805.00	907.26
所有者权益（亿元）	355.74	466.28	475.88	484.06
短期债务（亿元）	22.32	28.67	48.46	95.01
长期债务（亿元）	49.00	44.39	149.88	150.26
全部债务（亿元）	71.32	73.07	198.33	245.27
营业总收入（亿元）	572.44	731.44	749.39	168.18
利润总额（亿元）	42.84	147.80	79.72	5.95
EBITDA（亿元）	69.89	181.91	117.92	/
经营性净现金流（亿元）	64.94	183.03	84.65	-17.06
营业利润率（%）	16.74	27.54	19.51	13.35
净资产收益率（%）	11.96	30.98	15.73	/
资产负债率（%）	34.06	28.90	40.88	46.65
全部债务资本化比率（%）	16.70	13.55	29.42	33.63
流动比率（%）	164.14	187.77	137.24	132.71
经营现金流动负债比（%）	48.89	131.71	50.39	/
现金短期债务比（倍）	0.83	1.02	0.83	0.58
EBITDA利息倍数（倍）	23.60	50.33	28.66	/
全部债务/EBITDA（倍）	1.02	0.40	1.68	/
公司本部（母公司）				
项目	2018年	2019年	2020年	2021年3月
资产总额（亿元）	435.83	470.67	613.77	662.49
所有者权益（亿元）	297.06	317.64	367.74	364.61
全部债务（亿元）	71.30	70.95	189.00	234.76
营业收入（亿元）	14.32	16.04	13.64	3.38
利润总额（亿元）	77.73	53.47	118.16	-3.13
资产负债率（%）	31.84	32.51	40.09	44.96
全部债务资本化比率（%）	19.36	18.26	33.95	39.17
流动比率（%）	367.38	317.18	450.25	333.40
经营现金流动负债比	-3.85	-1.85	-5.37	/

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. 2018—2020年财务数据均引用审计报告的期末数/本期数；4. 2021年1—3月财务数据未经审计，相关指标未年化；5. 本报告已将长期应付款中的应付融资租赁款纳入相关债务指标核算；6. 上表数据除特别注明营业收入外，均采用营业总收入数值计算；7. 因公司本部财务报表注释未披露折旧、摊销等，出于准确性考虑，本报告不披露公司本部EBITDA及相关指标的值。

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	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	2020/12/08	罗峤 李敬云	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	阅读全文
AAA	稳定	2016/07/08	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）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2015/03/04	周天 李阳	主体评级方法总论（2013 年）	阅读全文
AA	稳定	2011/08/26	程晨	《资信评级原理》企业主体评级方法（2009 年）	阅读全文
AA ⁻	稳定	2009/09/08	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编号

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，联合资信评估股份有限公司（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。

分析师：



联合资信评估股份有限公司

温氏食品集团股份有限公司

2021 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

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 1288 万元。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”）。2018 年 8 月，公司变更现名。历经多次增资，截至 2021 年 3 月末，公司注册资本 63.73 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 2021 年 3 月末，温氏家族 11 名成员合计持股占比 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，因此温氏家族为公司的控股股东及实际控制人。截至 2021 年 5 月 21 日，实际控制人温氏家族所持有的公司股份未质押。

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 2021 年 3 月末，公司本部设行政管理部、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）、采购

中心和创新中心等 11 个职能部门，拥有养禽事业部、猪业一部、猪业二部和大华农事业部等多个事业部（见附件 1-2）。

截至 2020 年末，公司合并资产总额 805.00 亿元，所有者权益 475.88 亿元（含少数股东权益 18.00 亿元）；2020 年，公司实现营业总收入 749.39 亿元，利润总额 79.72 亿元。

截至 2021 年 3 月末，公司合并资产总额 907.26 亿元，所有者权益 484.06 亿元（含少数股东权益 23.46 亿元）；2021 年 1—3 月，公司实现营业总收入 168.18 亿元，利润总额 5.95 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、本期公司债券概况

本期公司债券名称为“温氏食品集团股份有限公司 2021 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 22 亿元（含）。本期债券期限为 5 年期，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。

本期债券票面利率将由公司和簿记管理人根据网下利率询价结果在预设利率区间内协商确定，本期债券票面利率采取单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券的募集资金扣除发行费用后拟全部用于补充流动资金。

本期债券无担保。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各

国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。财政政策更加积极有为，通过减税降费、增加政府债务扩大支出等措施稳企保岗，支持“两新一重”领域基建，提高有效投资。稳健的货币政策更加灵活，维护市场流动性合理充裕，引导 LPR 下行，降低企业信贷成本；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息，为小微企

业信贷融资创造良好环境。

在此背景下，中国 2020 年一季度 GDP 下降 6.80%，二季度疫情得到迅速控制，此后进入常态化防控，各季度增速分别为 3.20%、4.90% 和 6.50%，经济逐季复苏，全年累计增长 2.30%，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关。2020 年下半年中国经济复苏强劲，主要是受到超预期的外贸出口及投资的拉动，但消费在局部地区疫情影响下恢复较慢。

表 1 2016—2020 年中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年
GDP（万亿元）	74.64	83.20	91.93	98.65	101.60
GDP 增速（%）	6.85	6.95	6.75	6.00	2.30
规模以上工业增加值增速（%）	6.00	6.60	6.20	5.70	2.80
固定资产投资增速（%）	8.10	7.20	5.90	5.40	2.90
社会消费品零售总额增速（%）	10.40	10.20	8.98	8.00	-3.90
出口增速（%）	-1.90	10.80	7.10	5.00	4.00
进口增速（%）	0.60	18.70	12.90	1.70	-0.70
CPI 增幅（%）	2.00	1.60	2.10	2.90	2.50
PPI 增幅（%）	-1.40	6.30	3.50	-0.30	-1.80
城镇失业率（%）	4.02	3.90	4.90	5.20	5.20
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.60	6.50	5.60	5.00	1.20
公共财政收入增速（%）	4.50	7.40	6.20	3.80	-3.90
公共财政支出增速（%）	6.40	7.70	8.70	8.10	2.80

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；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；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
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

投资和净出口为拉动 GDP 增长的主要动力，消费拖累全年经济增长。2020 年，社会消费品零售总额 39.20 万亿元，同比下降 3.90%，为改革开放 40 多年来首次出现负增长。投资方面，2020 年固定资产投资完成额 51.89 万亿元，同比增长 2.90%。其中制造业投资下降 2.20%，为历史同期最低水平；基础设施建设投资（不含电力）增速为 0.90%，较上年（3.80%）大幅下滑，处历史低位；房地产开发投资增速为 7.00%，较上年（9.90%）有所下滑，是投资增长的主要支撑。外贸方面，2020 年货物进出口总额 32.16 万亿元，同比增长 1.90%，外贸规模创历史新高。其中，出口额 17.93 万亿元，同比增长 4.00%；进口额 14.22 万亿元，同比下降 0.70%。进出口

顺差 3.71 万亿元，较上年（2.91 万亿元）大幅增加。2020 年中国对东盟、欧盟、美国、日本进出口额分别为 4.74 万亿元、4.50 万亿元、4.06 万亿元和 2.20 万亿元，分别增长 7.00%、5.30%、8.80% 和 1.20%，东盟成为中国最大贸易伙伴，对美国贸易快速增长。2020 年经济恢复主要源于投资和外贸的正向拉动。

工业企业稳回升，服务业持续改善。2020 年全国规模以上工业增加值同比增长 2.80%，在上半年大幅下降的情况下取得了全年的正增长。2020 年工业企业利润总额同比增长 4.10%，较上年（-3.30%）转降为升。2020 年服务业生产从 4 月份开始逐月改善，其中信息传输、软件和信息技术等现代服务业保持较快增长（同比

增长 16.90%)，主要受疫情影响下线上教学、办公、购物需求大幅上升的拉动。1—11 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长 1.60%，较上年同期增幅（9.40%）明显回落，服务业企业经营效益处于较低水平。2020 年国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 3.00%、2.60%和 2.10%，其中第三产业增加值同比增长较上年（7.20%）回落幅度最大，对 GDP 累计同比的贡献率（47.30%）也大幅下降 16.20 个百分点，主要是疫情对服务业的冲击较大之故。

居民消费价格指数涨幅回落，生产者价格指数同比降幅扩大。2020 年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 2.50%，涨幅较上年（2.90%）有所回落，其中食品价格上涨 10.60%，涨幅比上年回升 1.40 个百分点；非食品价格上涨 0.40%，涨幅比上年回落 1.00 个百分点。核心 CPI（不包括食品和能源）温和上涨 0.80%，涨幅比上年回落 0.80 个百分点。2020 年工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.80%，工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.30%，降幅较上年（-0.30%和-0.70%）均显著扩大。

社会融资规模增量逐季下降，M2 增速显著上升。截至 2020 年末，社会融资规模存量 284.83 万亿元，同比增长 13.30%，增速较年初（10.69%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，2020 年新增社会融资规模 34.86 万亿元，比上年多增 9.29 万亿元。分季看，各季度社融增量分别为 11.11 万亿元、9.76 万亿元、8.75 万亿元和 5.25 万亿元，呈逐季下降的趋势，其中银行信贷、企业债券融资以及政府债券融资均呈逐季下降的特点，显示货币政策在回归常态。货币供应量方面，截至 2020 年末，M2 余额 218.68 万亿元，同比增长 10.10%，较年初增速（8.70%）显著上升。同期 M1 余额 62.56 万亿元，同比增长 8.60%，较年初增速（4.40%）大幅提高，说明货币政策逆周期调节的力度较大。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。

2020 年，全国一般公共预算收入 18.29 万亿元，同比下降 3.90%，降幅逐季收窄，下降幅度依然较大。其中税收收入 15.43 万亿元，同比下降 2.30%；非税收入 2.86 万亿元，同比下降 11.70%。2020 年一般公共预算支出 24.56 万亿元，同比增长 2.80%，增幅较上年（8.10%）显著下滑。其中社会保障与就业支出 3.26 万亿元，同比增长 10.90%；卫生健康支出 1.92 万亿元，同比增长 15.20%；债务付息 0.98 万亿元，同比增长 16.40%。以上财政支出项目增长显著，主要受疫情及疫情防控影响，同时也表明政府债务付息大幅增加。2020 年财政收支缺口 6.27 万亿元，上年缺口为 4.85 万亿元，受疫情冲击的特殊影响，2020 年财政收支缺口更趋扩大。2020 年全国政府性基金收入 9.35 万亿元，同比增长 10.60%，较上年（12.00%）有所下滑；全国政府性基金支出 11.80 万亿元，同比增长 28.80%，增幅较上年（13.40%）大幅提高。全国政府性基金收支增长主要系地方政府土地出让收入及相关支出增长所致。

就业压力趋于缓和，居民收入增幅放缓。

2020 年，在疫情影响下，服务业呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。2020 年 12 月城镇调查失业率 5.20%，年内逐季回落，与上年同期持平，表现出中国经济和就业的韧性，就业压力趋于缓和。2020 中国城镇居民人均可支配收入 4.38 万元，实际同比增长 1.20%，增速较上年（5.00%）大幅下滑，对居民消费形成较大约束。

2. 宏观政策和经济前瞻

根据中央经济工作会议部署，2021 年中国宏观政策将保持连续性、稳定性、可持续性，要继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，保持对经济恢复的必要支持力度，政策操作上要更加精准有效，不急转弯，同时保证不出现重大系统性风险；要重点落实八项任务，加快形成以内循环为主的“双循环”新格局，“要迈好第一步，见到新气象”。在此基调下，积极的财政政策更加兼顾稳增长和防风险。中央经济工作

会议提出2021年“积极的财政政策要提质增效，更可持续”，强调要兼顾稳增长和防风险需要，保持政府总体杠杆率基本稳定，为今后应对新的风险挑战留出政策空间。“提质增效”一方面强调将建立常态化的财政资金直达机制，提高资金的拨付效率；另一方面强调财政支出的压减，对于非刚性、非重点项目的支出和公用经费要从严从紧，而对于重大项目和刚性支出，要保证支付力度。**稳健的货币政策灵活精准、合理适度。**2021年货币政策将“稳”字当头，保持好正常货币政策空间的可持续性；发挥好定向降准、定向中期借贷便利（TMLF）、再贷款、再贴现等结构性货币政策工具，延续实施针对小微企业的两项直达实体经济工具，引导金融机构加大对“三农”、科技创新、小微和民营企业等国民经济重点领域和薄弱环节的支持力度；进一步健全绿色金融标准体系、政策激励约束体系、产品 and 市场体系，落实碳达峰、碳中和中长期决策部署，引导金融资源向绿色发展领域倾斜，推动绿色金融发展。

作为2020年唯一实现正增长的全球主要经济体，2021年中国有条件、有基础实现持续更高的经济增长。首先，投资增速在制造业投资带动下进一步快速增长，仍将在经济增长中发挥关键作用，同时投资结构将进一步优化，形成“制造业>房地产>基建”的投资增长新格局。其次，消费进一步复苏。影响2020年消费的两大主要因素分别是疫情防控制约和居民收入增速下降，2021年两大因素对消费的抑制作用将会同步减弱，消费继续修复。第三，出口继续保持较高速度增长。预计2021年出口有望继续保持较高的增长，海外疫情形势为出口增长的主要影响因素，整体节奏或为前高后低。综合考虑疫情防控、经济增长潜力及低基数效应影响，联合资信预测2021年中国GDP增速将达到8.50%左右。

四、行业分析

1. 生猪养殖行业

（1）行业概况

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以

及非洲猪瘟影响，我国生猪养殖集中度持续提升，但2020年末CR10仅12%，集中度仍比较低，导致其具有较大的周期波动性。

我国生猪养殖古已有之，下游需求量与人民生活水平息息相关，并具有刚性。近年来，猪肉产量稳居各畜产品之首，无论是产量还是产值均占畜禽养殖行业的50%以上，总产值已接近2万亿。

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，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2020年末，我国生猪养殖行业CR10仅12%，其中行业龙头牧原食品股份有限公司2020年实现出栏1811.5万头，市占率仅3.4%。因此目前我国肉猪养殖主体仍为散养农户，产能上下波动随意性强，导致生猪养殖行业具有较大的周期波动性。

（2）生猪产能及产量分析

2018年，生猪养殖景气度低，非洲猪瘟爆发，我国生猪养户加速出栏、减少补栏。2019年，我国能繁母猪和生猪存栏见底后，生猪养殖景气度大幅提升。2020年，尽管得益于高景气度、生猪存栏有所增加，但非洲猪瘟叠加能繁母猪实际产能恢复不及预期等因素影响下，**生猪出栏量仍处低位。**

生猪养殖的基础产能指标为能繁母猪。根据中国政府网公布数据，2018—2020年末，我国能繁母猪存栏量分别为2988万头、2045万头和4161万头，年均复合增长18.01%，其中2019年较上年末下降31.56%主要系上年生猪养殖景气度低叠加非洲猪瘟、养户加速出栏减少补栏影响所致，2020年末在行业高景气度带动下存栏数较上年末大幅增长103.47%，已超2015—2017年间的平均水平。然后，在高猪价的拉动下，2020年能繁母猪中的三元母猪占比较高，考虑到三元母猪繁殖能力下降20%~50%，折合后能繁母猪的实际产能恢复低于预期。

存栏生猪方面，根据中国政府网公布数据，2018—2020年末，我国生猪存栏量分别为3.11亿头、2.05亿头和4.07亿头，年均复合增长为

14.31%，其中 2019 年末较 2018 年末下降 34.16%，2020 年末较 2019 年末增长 52.10%。我国生猪存栏量于 2019 年见底。

出栏生猪方面，根据国家统计局公布数据，2018—2020 年，我国生猪出栏头数持续下降，分别为 6.94 亿头、5.44 亿头、5.27 亿头，年均

复合下降 12.86%，其中 2019 年同比下降 21.57% 主要系能繁母猪存栏减少叠加非洲猪瘟影响所致，2020 年同比下降 3.15% 主要系非洲猪瘟影响、能繁母猪实际产能恢复不及预期、三元母猪留种以及二次育肥等因素影响所致。

图 1 2015—2020 年末我国生猪产能、产能、价格及先行指标情况（单位：左轴-万头、右轴-元/千克）



资料来源：Wind，联合资信整理

（3）行业上下游及产品价格情况

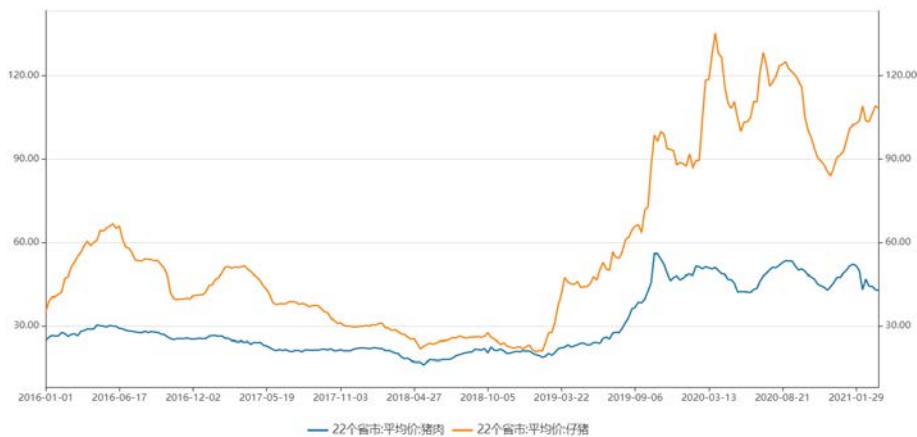
生猪养殖行业的上游为饲料行业，成熟稳健；下游为我国居民的刚需需求，供给基本决定了猪肉价格。2018—2020 年，受供给不足影响，我国猪肉价格年均复合增长 50.91%。2021 年以来，猪肉平均价格仍保持在高位，但已呈现出慢速下行态势。如 2021 年之后生猪产能集中释放，将引致猪价无序下跌以出清，届时行业内企业将面临较大风险。

生猪养殖行业上游主要为饲料行业，整体属于生命周期的成熟期，产能供应充足，但玉米、豆粕等原材料于 2020 年以来处于价格上涨周期。下游主要是居民肉食消费需求。根据世界经合组织与联合国粮农组织(OECD-FAO)联合发布的 2020 年农业展望报告，我国对猪肉的人均年度消费量为 24.37 千克，而且在猪肉比价较低时存在对猪肉消费的明显偏好。因此，在我国饮食和烹饪体系下，猪肉消费为刚性需求，供给端基本决定了猪肉价格。

2018—2020 年末，受生猪产能大幅波动影响，我国 22 个省市猪肉平均价大幅上涨，分别为 20.84 元/千克、47.20 元/千克和 47.46 元/千克，年均复合增长 50.91%。其中，由于同期生猪出栏数量下降 21.57%，2019 年末猪肉平均价较上年末增长 126.49%。

2021 年以来，受①生猪存栏增加、种群密度加大，②能繁母猪中三元母猪占比较高，③年初非洲猪瘟野毒和疫苗毒扩散速度加快三方面因素影响，我国生猪养殖难度加大、供应紧张，猪肉平均价格仍保持在高位，先行指标仔猪价格也出现了反弹。预计 2021 年全年生猪/猪肉平均价格仍将高于非洲猪瘟前一般年份的平均价格，但已呈现出慢速下行态势。如 2021 年之后生猪产能集中释放，将引致猪价无序下跌以出清，届时行业内企业将面临猪价跌破成本价、盈利能力大幅下降、营运现金流紧张、再融资能力弱化等风险。

图2 2016年以来我国猪肉及仔猪价格情况（单位：元/千克）



资料来源：Wind，联合资信整理

（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。但需要关注随着生猪养殖产能逐步恢复，相关政策支持将不断减弱。

“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。

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 and 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。

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。

2021年2月，我国发布《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》，即2021年中央一号文件，提出要深入推进农业供给侧结构性改革，平稳发展生猪产业。需要注意的是，随着生猪养殖产能逐步恢复，国家促进养殖产能类政策支持力度将不断减弱，信贷、财税和土地政策可能收紧。

（5）行业关注

原料端价格上行。生猪养殖过程发生的主要成本是饲料成本。上游饲料产品所需主要原料玉米、豆粕等的价格易受气候变化、国际粮情和国家农业政策的影响而发生波动，进而转嫁到养殖端。当玉米、豆粕价格上行时，养殖企业成本控制难度增加。

生猪价格波动。一般而言，猪周期最低点肯定会跌破行业平均成本线。如生猪价格长期跌破行业平均成本线，将会对行业内大部分企业的现金流和运营造成巨大影响。

非洲猪瘟等疫病。非洲猪瘟等疫病可能使企业生物性资产蒙受巨大损失，对企业产能和产品造成巨大影响。

重大食品安全事件。如瘦肉精等食品安全事件出现，特别是经过媒体曝光放大，将会对行业下游销售严重影响。

（6）未来发展

对于生猪养殖行业而言，本轮猪周期持续期较长，2021年起步入缓慢下行通道。对于猪企而言，可能面临上游成本压力，并进行产业链延伸经营。

对于行业而言，2018—2019年开启的本轮猪周期不同以往，随着非洲猪瘟反复，散户复产困难，行业集中度CR10有望在未来2~3年内迅速提升至30%左右。时间方面，如不考虑通胀因素，本轮猪周期持续期会超过以往4年的规律，2021年起步入缓慢下行通道。

对于猪企而言，上游将面临农产品易涨难跌带来的成本压力；中间生产过程对环保和防疫的重视程度提升，也附加了相关成本；下游产品形式多元化，需针对“调猪向调肉转变”新增一定的屠宰产能或延伸产业链，也可采用生猪期货等金融工具控制风险。未来畜牧养殖企业有望通过兼并、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。

2. 黄羽肉鸡养殖行业

（1）行业概况

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及禽流感疫情影响，我国肉鸡养殖行业集中度持续上升，但集中度仍比较低，叠加作为主要肉食品的猪肉供给恢复对黄羽肉鸡养殖行业的冲击，导致其具有较大的周期波动性。

黄羽肉鸡是我国自主培育的肉鸡品种。黄羽肉鸡具有品种繁多、生长周期长、价格较高的特点，其肉质口感鲜美，更适用于我国传统的烹调和饮食习惯。相较于白羽肉鸡，我国黄羽肉鸡行业的规模化经营起步较晚，行业集中化程度相对较低，规模化养殖场数量相对较少。

黄羽肉鸡的生产和消费分布区域性特征明显，规模以上生产加工企业主要集中在南方，代表企业有温氏股份、立华股份、凤翔集团、湘佳牧业等。近年来，部分黄羽鸡养殖龙头开始拓展北方市场。黄羽肉鸡生产和消费的区域性限制有望打开缺口。随着国家政策驱动、环保因素以及禽流感疫情的影响，中小养殖户逐渐出清，我国肉鸡养殖行业集中度持续上升。2020年，公司和江苏立华牧业股份有限公司作为我国黄羽肉鸡养殖龙头企业，黄羽肉鸡销量分别达到10.37亿只和3.23亿只，分别占当年全国黄羽肉鸡出栏量的23.71%和7.29%。但由于行业集中度仍较低，且禽肉作为猪肉的替代性消费食品，生猪产能的恢复和价格波动对黄羽肉鸡养殖行业影响较大，黄羽肉鸡养殖行业仍具有较大周期波动性。

（2）产能及产量分析

近年来祖代和父母代黄羽肉种鸡存栏量不断增长，2020年达到历史高位。受新冠肺炎疫情影响，2020年我国鸡肉消费动力不足，行业景气度随之下降，供应端放量叠加需求端收缩，行业整体呈现出产能过剩的状态。

产能方面，我国祖代和父母代黄羽肉种鸡存栏量自2017年跌入低点后开启上行通道，2018—2019年，我国祖代黄羽肉种鸡存栏量较上年分别增长3.3%和14.3%，2019年末存栏量达143万套，为2014年以来新高，主要是非洲猪瘟

带来的替代性需求刺激了包括黄羽肉鸡在内的禽养殖行业产能的大幅增加；父母代黄羽肉种鸡存栏量较上年分别增长5.2%和11.6%，2019年末存栏量达4100万套，为2012年以来新高。2020年，行业内产能扩张仍有一定上冲惯性，根据中国畜牧业协会禽业分会统计数据，2020年全国在产祖代黄羽肉种鸡存栏量达153.43万套，较上年增长4.66%；在产父母代黄羽肉种鸡年存栏量达4302.38万套，较上年增长4.35%，黄羽肉种鸡存栏量处于历史高位。商品鸡出栏量方面，2018—2020年全国黄羽肉鸡出栏量约40亿只、49亿只和44亿只，呈波动增长状态。2020年，受新冠肺炎疫情影响，社会餐饮消费低迷，且黄羽肉鸡以活禽销售为主，疫情对下游产生冲击，2020年下半年黄羽肉鸡社会投苗量下降，导致黄羽肉鸡商品鸡出栏量较上年下降10.20%。

（3）价格情况

作为猪肉替代消费品，受非洲猪瘟影响，肉鸡作为替代性肉食品供需关系发生变化，2019年价格达到近年来高点。2020年，受新冠肺炎疫情影响，叠加猪肉供给回升，肉鸡价格回落。2021年一季度，考虑到猪肉供给受疫病影响仍存在缺口，且新冠疫情好转，黄羽肉鸡行业景气度小幅上行。

由于我国鸡肉处于猪肉消费替代地位，随着生猪供给恢复价格下行，黄羽肉鸡行业可能面临下游销量下降、价格下行导致盈利下行的风险。

价格方面，受非洲猪瘟影响，肉鸡作为替代性肉食品供需关系发生变化，销量增加，价格上升，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，受新冠肺炎疫情影响，市场需求不振，消费场景缺失，叠加猪肉供给回升，白条鸡平均批发价格逐步回落，截至2020年末已下降至16.43元/公斤。2021年一季度，考虑到猪肉供给受疫病影响仍存在缺口，且新冠疫情好转，黄羽肉鸡行业景气度小幅上行。

（4）竞争格局

近年来，受政策驱动、环保因素叠加禽类疫病和新冠肺炎疫情影响，行业内散户出清速度加快，规模化、标准化养殖方式是黄羽肉鸡养殖行业的发展方向，未来行业集中度将进一步提升。

据中国畜牧业协会统计，养鸡上市企业的肉鸡出栏量占据全国肉鸡出栏量近25%。近年来，随着《土壤污染防治行动计划》《畜禽养殖禁养区划定技术指南》等政策法规的出台及推进，各地政府部门划分“禁养区”“限养区”，大量养殖场舍拆迁、整改，养殖门槛进一步提高。2020年以来，受到新冠疫情等多重因素影响，行业普遍亏损，加速了散养户的出清速度。各级政府鼓励畜禽养殖产业健康、快速发展，逐步建立规模化、标准化的高效生态养殖模式，确保肉食品供应，保障食品安全。在此大背景下，拥有技术、人才、资金等资源优势的规模化养殖企业，正逐步填补中小养殖户退出的市场份额，未来产业集中度上升空间较大。

（5）未来发展

未来，随着黄羽肉鸡养殖行业的不断整合，具有技术、品牌和资金优势的大型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，使黄羽肉鸡行业产业链得到完善，降低周期性波动造成的不利影响。

现阶段我国传统黄羽鸡以活禽交易为主。黄羽鸡行业曾爆发过数次禽流感疫情，疫情期间部分城市关闭活禽交易市场或者不定期休市，致使黄羽鸡流通渠道受限，造成黄羽鸡价格波动。近年来各级政府相继出台政策，加强对活禽交易市场的管控，鼓励家禽“定点屠宰，杀白上市”，提出科学规划布局家禽定点屠宰厂，加强对家禽定点屠宰厂的监管，加快推进家禽产业转型升级。2020年以来新冠疫情的爆发更加速了黄羽鸡行业向屠宰加工，生鲜上市方向延伸产业链的步伐。未来我国黄羽鸡行业集中屠宰、以冰鲜或冷冻产品进行销售的占比将进一步上升，面对这样的消费升级趋势，我国黄羽肉鸡规模化养殖企业将在产业链进一步延伸、打造品

牌价值等领域纵深发展；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2021年3月末，公司股本为63.73亿元，温氏家族11名成员合计持股占比16.31%，为公司的控股股东及实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司作为养殖行业龙头企业，养殖规模较大，技术优势领先，模式优势和一体化经营优势突出，综合竞争力很强。

规模优势。公司作为养殖行业龙头企业，产品以肉鸡和肉猪养殖为主。2020年，公司肉猪和肉鸡产量分别为954.55万头和10.39亿只，均位于全国前列。尤其是肉鸡产量占全国年均肉鸡消费量近20%，行业地位突出。此外，公司还布局了奶牛、肉鸭、蛋鸡、肉鸽等业务，产品结构多元化，在主要畜禽品种的销售价格周期性波动时，通过多轮驱动，提高营业收入和盈利水平的稳定性。

技术优势。公司的核心技术主要在畜禽良种、饲料营养、疫病防治等方面。在育种方面，公司拥有多项国内领先、世界先进的育种技术，不断推出优秀的肉鸡品种，并快速改善种鸡、种猪、肉鸡、肉猪性能。在饲料营养方面，公司自主建立了科学的畜禽饲料原料数据库，积累了丰富的配方技术、生物技术和品控技术。在疫病防治方面，公司秉持“预防为主、防治结合、防重于治”的疾病防控原则，建立了完善的疫病防控管理体系。截至2020年末，公司累计获得国家级科技奖项8项，省部级科技奖励63项，畜禽新品种10个（其中猪2个，鸡7个，鸭1个），新兽药证书39项，拥有有效发明专利162项（其中美国发明专利3项）、实用新型专利310项，国家计算机软件著作权71项。

模式优势。在大数据基础上，公司有效组织合作农户（或家庭农场）从事养殖，通过利益分

配、流程精益、质量把控和疫病防治等制度安排，充分利用合作农户（或家庭农场）的劳动力和自有场地育肥畜禽，形成了高效的农业产业化经营模式。该模式特点在于①节约企业的资本投入，②可快速复制性较强，③投资回报率较高。截至2020年末，公司合作养殖农户中有养鸡户2.9万户，养猪户1.7万户。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。

一体化经营优势。公司主营业务已涵盖饲料生产、种鸡及种猪繁育、商品肉鸡及肉猪养殖、屠宰销售等产业链主要环节，具有一体化经营优势，有助于从食品安全、疫病防控和成本控制等方面提升公司的市场竞争力。

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。

截至2021年3月末，公司拥有董事12人（其中独立董事4人）、监事5人（其中职工代表监事2人）及非董事高级管理人员12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2021年3月末，公司共有员工52961人。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。

表2 截至2021年3月末公司员工构成情况

（单位：人、%）

按教育程度		
类别	人数	占比
高中及以下	38095	71.93
大专	8276	15.63
本科	5818	10.99

硕士及以上	772	1.46
按岗位分工		
管理人员	4249	8.02
研发人员	1869	3.53
生产人员	41036	77.48
销售人员	1847	3.49
行政人员	3960	7.48
合计	52961	100.00

资料来源：公司提供

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项补助，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。2018—2020年，公司其他收益主要为计入当期损益的政府补助，其他收益分别为0.68亿元、1.39亿元和2.13亿元。

(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）的规定，公司及其子公司销售符合条件的饲料

及预混料产品，免征增值税；公司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）和《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，选择按照简易办法依照3%征收率计算缴纳增值税。

企业所得税方面，根据《中华人民共和国企业所得税法》和《中华人民共和国企业所得税法实施条例》规定，公司及其子公司从事蔬菜和水果的种植、林木的培育和种植、牲畜、家禽的饲养、林产品的采集的所得，免征企业所得税。根据《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，公司及其子公司自己从事或以“公司+农户”经营模式从事农、林、牧、渔业项目生产，可以按照《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第八十六条的有关规定，享受减免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。公司全资子公司大华农于2020—2022年的企业所得税率为15%。公司全资子公司肇庆大华农生物药品有限公司2020—2022年的企业所得税率为15%。公司控股子公司佛山正典2020—2022年的企业所得税率为15%。公司控股子公司江苏京海禽业集团有限公司2020—2022年的企业所得税率为15%。公司控股子公司生物源生物技术（深圳）股份有限公司2020—2022年的企业所得税率为15%。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信

用信息报告（统一社会信用代码：91445300707813507B），截至2021年5月18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，公司已出具情况说明；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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。截至2021年6月2日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

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3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3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. 管理水平

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要求更高。

截至2021年3月末，公司本部内设立行政管理部、财务部（共享中心）、人力资源部（温氏学院）、战略投资部、证券事务部、审计监察部、运营部、信息中心、研究院（技术中心）、采购中心和创新中心等11个职能部门，拥有养禽事业部、猪业一部、猪业二部和大华农事业部等多个事业部（见附件1-2）。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、猪业一部、猪业二部和大华农事业部“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、猪业一部、猪业二部、大华农事业部、投资管理事业部、水禽事业部和种猪事业部等事业部，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，保障畜禽生产的稳定。

七、经营分析

1. 经营概况

2018—2020年，肉猪、肉鸡业务是公司收入和利润的主要来源，公司营业总收入逐年增长，利润总额受非洲猪瘟疫情和新冠肺炎疫情影响波动增长。

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。

2018—2020年，公司营业总收入逐年增长，分别为572.44亿元、731.44亿元和749.39亿元，年均复合增长14.42%。利润总额波动增长，分别为42.84亿元、147.80亿元和79.72亿元，年均复合增长36.41%，其中2020年利润总额同比大幅下降46.07%，主要系肉鸡售价和肉猪出栏下降所致。

从收入结构上看，2018—2020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。2018—2020年，公司肉鸡类销售收入波动增长，年均复合增长10.33%，其中2020年同比下降9.30%主要系新冠肺炎疫情冲击下肉鸡的市场需求不振、售价低迷所致；占主营业务收入的比重在33%左右。

2018—2020年，公司肉猪类销售收入逐年增长，年均复合增长17.15%，主要系商品肉猪销售价格上涨所致；占主营业务收入的比重在60%左右。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，2018—2020年，其他业务收入波动增长，年均复合增长10.25%，主要系肉鸭业务收入增长所致；占主营业务收入的比重在7%左右，对公司收入规模影响较小。

表3 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2018年			2019年			2020年			2021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
肉鸡类	199.56	34.89	23.28	267.86	36.66	26.31	242.94	32.45	0.38	69.33	41.26	19.59
肉猪类	337.66	59.04	12.32	418.12	57.22	28.84	463.43	61.91	30.58	86.38	51.41	7.30
其他类	34.71	6.07	23.80	44.69	6.12	24.53	42.19	5.64	9.28	12.31	7.33	21.49
合计	571.93	100.00	16.84	730.67	100.00	27.65	748.56	100.00	19.58	168.02	100.00	13.41

资料来源：公司提供

毛利率方面，2018—2020年，公司肉鸡业务毛利率波动剧烈，分别为23.28%、26.31%和0.38%，主要系肉鸡销售均价于2018—2019年有所上涨、2020年新冠肺炎疫情冲击下大幅下跌所致。2018—2020年，公司肉猪业务毛利率逐年

上升，分别为12.32%、28.84%和30.58%，其中2019年同比大幅上升主要系生猪供应存在缺口，猪价上行所致。2018—2020年，公司其他业务毛利率波动剧烈，分别为23.80%、24.53%和9.28%；由于其他业务构成以肉鸭为主，其毛利率变动

原因与肉鸡业务相同。受上述因素综合影响，2018—2020年，公司主营业务毛利率波动下降，分别为16.84%、27.65%和19.58%。

2021年1—3月，公司实现营业总收入168.18亿元，同比下降3.62%；营业利润率为13.35%，同比下降7.14个百分点；实现利润总额5.95亿元，同比下降67.80%，主要系猪价有所下行叠加肉猪出栏量同比下降所致。

2. 养殖产业

(1) 采购

受2020年肉猪出栏量缩减影响，近年来公司玉米和豆粕的采购量均波动下降。玉米的采购均价逐年上升；豆粕的采购均价较为稳定。公司采购集中度适中。

公司养殖业务生产成本主要由饲料原料成本(约占60%)、委托农户养殖费用(约占20%)、职工薪酬(约占6%)、药物及疫苗(约占4%)和固定资产折旧及摊销(约占3%)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。

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。

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。

2018—2020年，公司玉米采购量波动下降，年均复合下降12.44%，其中2020年同比下降25.25%主要系肉猪出栏量减少、公司减少玉米采购所致。玉米采购均价逐年上升，年均复合增长7.55%。2020年玉米采购均价同比上涨9.02%，主要系玉米价格上涨所致。

2018—2020年，公司豆粕采购量波动下降，年均复合下降2.72%，其中2020年豆粕采购量同比下降9.93%，主要系肉猪出栏量减少、公司减少豆粕采购所致。豆粕采购均价持续下降，年均复合下降2.57%。

公司视进口粮政策、高粱比价等因素择机采购高粱。2020年，公司采购高粱48.85万吨，采购均价为2177.00元/吨。

表4 公司主要原料采购量及采购价格(单位:万吨、元/吨、亿元)

项目	2018年			2019年			2020年			2021年1—3月		
	采购量	均价	采购额	采购量	均价	采购额	采购量	均价	采购额	采购量	均价	采购额
玉米	809.48	1922.00	155.62	819.25	2039.00	165.83	620.58	2223.00	137.97	68.70	2357.00	16.19
豆粕	164.98	3109.00	51.29	173.34	3014.00	52.25	156.13	2951.00	46.07	22.82	3297.00	7.52
高粱	47.75	1813.00	8.65	0.00	0.00	0.00	48.85	2177.00	10.63	31.62	2218.00	7.01

资料来源：公司提供

2018—2020年，前五名供应商采购金额占年度采购总额的比例分别为39.09%、42.40%和30.19%。公司采购集中度适中。

（2）生产

公司采取紧密型“公司+农户（或家庭农场）”的生产模式发展肉猪和肉鸡业务。2018—2020年，公司肉猪产量波动下降，肉鸡产量逐年增长。

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。

①种猪/种鸡繁育生产流程

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，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。

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。

②“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。在此模式下，农户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。

近年来，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）。2018—2020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5.00万户、4.98万户和4.80万户。截至2020年末，公司合作农户（或家庭农场）中，养鸡户2.90万户、养猪户1.70万户。

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。但随着公司持续扩张、防疫要求增加和单体养殖规模扩大，公司面临的管控难度进一步上升。

③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，2018—2020年，公司商品肉猪产量逐年下降，分别为2229.70万头、1851.66万头和954.55万头，年均复合下降34.57%。其中，2020

年商品肉猪产量同比大幅下降 48.45%，主要系非洲猪瘟冲击以及公司加大选育留种所致。

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。2018—2020 年，肉鸡产量逐年增长，分别为 7.50 亿只、9.26 亿只和 10.39 亿只，年均复合增长 17.70%，主要系公司积极发展养禽业务，增加投苗所致。

(3) 销售

表5 公司肉猪和肉鸡销售情况（单位：万头、亿只、元/斤）

类别	2018年		2019年		2020年		2021年1—3月	
	销售量	销售均价	销售量	销售均价	销售量	销售均价	销售量	销售均价
肉鸡	7.48	6.85	9.25	7.53	10.37	5.90	2.24	7.22
肉猪	2229.70	6.41	1851.66	9.40	954.55	16.79	209.72	15.36

资料来源：公司提供

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。2018—2020 年，公司肉鸡销量逐年增长，年均复合增长 17.74%。肉鸡销售均价波动较大，其中 2020 年同比下降 21.65%主要系新冠肺炎疫情影响下，餐饮市场需求低迷所致。

2018—2020 年，公司肉猪销量逐年下降，年均复合下降 34.57%，其中，2020 年公司肉猪销量同比下降 48.45%，主要系非洲猪瘟疫情冲击下，公司加大种猪选留所致。肉猪销售均价持续上涨，年均复合增长 61.84%。但 2021 年以来，公司肉猪销售均价呈现下行态势。

2018—2020 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。

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。因新冠肺炎疫情影响及非洲猪瘟疫情防控要求，活禽、活猪的交易和调运受到一定的限制。根据国家市场监督管理总局的最新政策，未来将逐步取消活禽市场交易。目前，公司肉鸡和肉猪销售为活禽和活猪销售模式与“集中屠宰、品牌经营、冷链流通、冷鲜上市”销售模式并存。公司逐步向“集中屠宰、品牌经营、冷链流通、冷鲜上市”的销售模式转变。

公司销售区域集中在华南区域和华东区域，

2018—2020 年，公司肉鸡销量逐年上升，2020 年的销售均价受新冠肺炎疫情影响较大。受非洲猪瘟疫情冲击下公司加大种猪选留影响，肉猪销量逐年下降，销售均价持续上升。但 2021 年以来，公司肉猪销售均价呈现下行态势。

截至 2021 年 3 月末，公司拥有 401 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。

2020 年，华南、华东和西南区域收入占营业收入的比例分别为 36%、24%和 16%。货款结算方面，主要是现款现货。但受销售模式转型进程影响，

客户集中度方面，2018—2020 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 6.00%、5.20%和 4.69%，保持在较低水平。

3. 其他类业务

2018—2020 年，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，但目前其他类业务收入占比较小。

公司注重经营发展多元化，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。公司其他类业务以奶牛、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，2018—2020 年，其他类业务收入波动增长，分别为 34.71 亿元、44.69 亿元和 42.19 亿元。

2020 年，公司其他类业务收入主要由其他养殖类业务收入 20.50 亿元、原奶及乳制品收入 8.40 亿元、兽药收入 7.51 亿元、肉制品加工产品收入 3.65 亿元和设备收入 2.37 亿元等构成。

4. 经营效率

2018—2020年，公司整体经营效率较高，处于行业中上水平。

从经营效率指标看，2018—2020年，公司销售债权周转次数持续处于较高水平，分别为331.66次、305.00次和230.64次。存货周转次数持续上升，分别为3.93次、4.17次和4.67次。总资产周转次数较为稳定，分别为1.11次、1.22次和1.03次。

与同行业其他企业相比，2020年，公司经营效率表现处于行业中上水平。

表6 2020年同行业公司经营效率情况（单位：次）

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
牧原股份	3205.64	1.56	0.64
正邦科技	197.63	4.11	1.09
天邦股份	97.08	3.45	0.93

新希望	124.84	7.87	1.26
大北农	23.32	6.05	1.06
中位数	124.84	4.11	1.06
温氏股份	230.63	4.67	1.03

注：Wind与联合资信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. 在建项目

截至2021年3月末，公司在建项目投资方向围绕主业，主要项目尚需投资金额为13.29亿元，考虑到公司现金类资产充裕，投资支出压力不大。

在建工程方面，截至2021年3月末，公司主要在建项目计划投资总额为36.96亿元，已投资23.68亿元，未来仍需投资13.29亿元。公司主要投资项目预计投产时间集中在2021年。公司产能将进一步提升。

表7 截至2021年3月末公司主要在建项目情况（单位：万元）

序号	项目	计划投资	已投资	待投资	预计投产时间	主要业务
1	崧坝种猪场	10252.00	9192.00	1060.00	建设完成	肉猪养殖
2	戈枕猪场	9097.00	2356.00	6741.00	建设完成	肉猪养殖
3	大地坪二期	7265.00	4799.00	2466.00	建设完成	肉猪养殖
4	大地坪一期	14268.00	12199.00	2069.00	建设完成	肉猪养殖
5	普雄猪场	11553.00	7836.00	3717.00	建设完成	肉猪养殖
6	螺丝塘猪场	11834.00	10050.00	1784.00	建设完成	肉猪养殖
7	弥勒总部	8800.00	6869.00	1931.00	建设完成	饲料内销
8	会泽总部	6694.00	6053.00	641.00	建设完成	饲料内销
9	珙县总部	7271.00	6519.00	752.00	建设完成	饲料内销
10	官地猪场	10941.00	5400.00	5541.00	2021年内建设完成	肉猪养殖
11	马站二场	8832.00	5434.00	3398.00	2021年内建设完成	肉猪养殖
12	水泉猪场	12448.00	6115.00	6333.00	2021年内建设完成	肉猪养殖
13	芹池二场	6846.00	4997.00	1849.00	2021年内建设完成	肉猪养殖
14	阳城总部	6026.00	3006.00	3020.00	2021年内建设完成	饲料内销
15	碾张猪场	10058.00	5913.00	4145.00	2021年内建设完成	肉猪养殖
16	斜店养殖小区	6400.00	4579.00	1821.00	2021年内建设完成	肉猪养殖
17	宁阳总部	9316.00	8143.00	1173.00	2021年内建设完成	饲料内销
18	苗馆种猪场	14071.00	8347.00	5724.00	2021年内建设完成	肉猪养殖
19	八斗楼房育肥场	25674.00	15448.00	10226.00	2021年内建设完成	肉猪养殖
20	向阳猪场	13729.00	11379.00	2350.00	2021年内建设完成	肉猪养殖
21	埔桥总部	11700.00	7847.00	3853.00	2021年内建设完成	饲料内销
22	严岗猪场	8365.00	6290.00	2075.00	2021年内建设完成	肉猪养殖
23	官山育肥场二期	8868.00	7272.00	1596.00	2021年内建设完成	肉猪养殖
24	高港育肥场	26190.00	13706.00	12484.00	2021年内建设完成	肉猪养殖
25	角直猪场	17051.00	10613.00	6438.00	2021年内建设完成	肉猪养殖
26	梧州佳丰屠宰项目	10486.00	5193.00	5292.00	2021年8月	屠宰
27	惟东种鸡场项目	10797.00	5138.00	5659.00	2021年9月	肉鸡养殖
28	灌南温氏饲料厂项目	6914.00	1588.00	5326.00	2021年6月	饲料内销
29	葛石小区	14070.00	9805.00	4266.00	2022年6月	肉鸡养殖
30	宾阳公司边山种鸡场项目	8165.00	2284.00	5881.00	2022年4月	肉鸡养殖
31	古龙塘小区（笼养）	5242.00	4113.00	1129.00	2021年6月	肉鸡养殖

32	上塘高效养殖小区（笼养）	9337.00	4610.00	4727.00	2022年6月	肉鸡养殖
33	九彬村高效养殖小区项目	10885.00	7852.00	3033.00	2021年12月	肉鸡养殖
34	进贤公司王家岭养殖小区	10200.00	5815.00	4385.00	2021年7月	肉鸡养殖
合计		369645.00	236760.00	132885.00	--	--

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，为未满足负荷生产时间；“预计年收益”为满足生产后预计年收益

资料来源：公司提供

6. 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。

公司将继续扩张发展养猪业，稳定发展肉鸡业，加快发展蛋鸡、鸭、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。公司还将加快推进屠宰、食品加工、生鲜营销产业发展，延伸养殖产业链，促进自身从传统养殖企业向食品企业转型。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2018—2020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。2021年1—3月财务数据未经审计。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。2020年，公司新增纳入合并范围的公司89家，不再纳入合并范围的公司17家。截至2020年末，公司纳入合并范围的子公司共399家。截至2021年3月末，公司纳入合并范围的子公司共401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2020年末，公司合并资产总额805.00亿元，所有者权益475.88亿元（含少数股东权益18.00亿元）；2020年，公司实现营业总收入749.39亿元，利润总额79.72亿元。

截至2021年3月末，公司合并资产总额

907.26亿元，所有者权益484.06亿元（含少数股东权益23.46亿元）；2021年1—3月，公司实现营业总收入168.18亿元，利润总额5.95亿元。

2. 资产质量

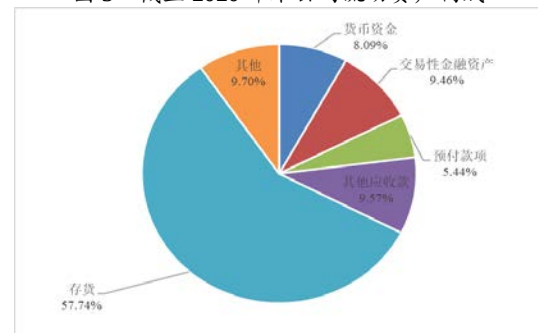
2018—2020年末，随着公司加大升级改造和建设新产能，公司资产规模持续增长，以非流动资产为主；流动资产以货币资金和存货为主，非流动资产以固定资产、在建工程和生产性生物资产为主。公司资产受限比例很低，资产质量较好。

2018—2020年末，公司资产规模持续增长，年均复合增长22.15%。截至2020年末，公司合并资产总额805.00亿元，较上年末增长22.75%，主要系固定资产增加所致。其中，流动资产占28.64%，非流动资产占71.36%。公司资产以非流动资产为主，非流动资产占比由上年末的60.21%上升至71.36%。

（1）流动资产

2018—2020年末，流动资产规模波动增长，年均复合增长2.83%。截至2020年末，流动资产230.55亿元，较上年末下降11.65%，主要系其他流动资产（以理财产品为主）和拆出资金（以存放同业款项为主）减少所致。公司流动资产主要由货币资金（占8.09%）、交易性金融资产（占9.46%）、预付款项（占5.44%）、其他应收款（占9.57%）和存货（占57.74%）构成。

图3 截至2020年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2018—2020年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长1.86%。截至2020年末，公司货币资金18.65亿元，较上年末增长27.03%，主要系债务融资增加所致。货币资金中有0.74亿元受限资金，受限比例为3.99%，为各类保证金和存放中央银行法定准备金。货币资金受限比例低。

2018—2020年末，公司交易性金融资产持续增长，年均复合增长529.48%，主要系权益证券投资增加所致。截至2020年末，公司交易性金融资产21.80亿元，较上年末增长48.54%。

2018—2020年末，公司预付款项持续增长，年均复合增长142.66%。截至2020年末，公司预付款项12.54亿元，较上年末增长309.85%，主要系饲料原材料价格上行预期下，公司预付采购款锁定采购价格所致。预付款项账龄以1年以内（占99.14%）为主，按预付对象归集的期末余额前五名占比44.72%。

2018—2020年末，公司其他应收款持续增长，年均复合增长44.41%。截至2020年末，公司其他应收款22.06亿元，较上年末增长70.49%，主要系养殖户养殖借款增加所致。公司其他应收款主要由养殖户养殖借款（占80.76%）和押金保证金（占12.95%）构成。

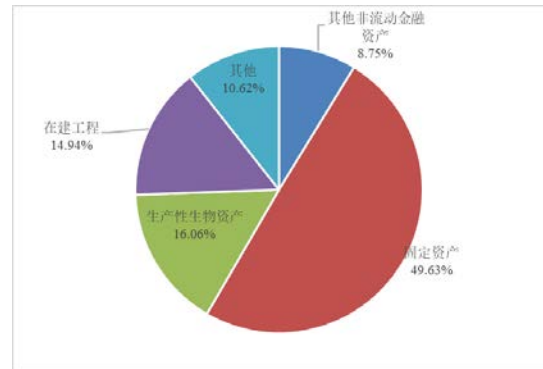
2018—2020年末，公司存货波动增长，年均复合增长1.63%。截至2019年末，公司存货为124.86亿元，较上年末下降3.12%。截至2020年末，公司存货133.12亿元，较上年末增长6.61%。存货账面余额主要由原材料（占22.27%）和消耗性生物资产（占71.70%）构成，累计计提跌价准备0.24亿元，计提比例较低。公司消耗性生物资产主要包括种鸡蛋、种鸭蛋、鸡苗、鸭苗、猪苗、肉鸡和肉猪等存栏待售的畜禽，易受疫病影响，且市场价格波动性较强，存在一定的减值风险。

（2）非流动资产

2018—2020年末，公司非流动资产规模持续增长，年均复合增长33.67%。截至2020年末，公司非流动资产574.45亿元，较上年末增长45.49%，主要系固定资产、生产性生物资产和在建工程增加所致。公司非流动资产主要由其他非流动金融资产（占8.75%）、固定资产（占

49.63%）、生产性生物资产（占16.06%）和在建工程（占14.94%）构成。

图4 截至2020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。截至2020年末，公司其他非流动金融资产50.27亿元，较上年末增长2.44%，较上年末变化不大。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。

2018—2020年末，公司固定资产持续增长，年均复合增长24.98%。截至2020年末，公司固定资产285.08亿元，较上年末增长25.41%，主要系公司硬件升级改造、扩大发展规模所致。固定资产主要由房屋及建筑物（占58.71%）和机械设备（占38.23%）构成，累计计提折旧117.67亿元；固定资产成新率81.00%，成新率较高。

2018—2020年末，公司生产性生物资产持续增长，年均复合增长60.15%。截至2020年末，公司生产性生物资产92.26亿元，较上年末增长114.75%，主要系种猪存栏数量增加所致。公司生产性生物资产账面余额主要由种猪、种鸡和奶牛构成。

2018—2020年末，公司在建工程波动增长，年均复合增长56.45%。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。截至2020年末，公司在建工程85.82亿元，较上年末增长184.98%，主要系公司加大

升级改造和新产能建设所致。

截至2021年3月末，公司合并资产总额907.26亿元，较上年末增长12.70%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占29.88%，非流动资产占70.12%。公司资产以非流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

截至2021年3月末，公司受限资产为3.10亿元，受限比例很低。

表8 截至2021年3月末公司资产受限情况
(单位：亿元、%)

资产名称	账面价值	占资产总额比例	受限原因
货币资金	0.82	0.09	保证金和存放中央银行法定准备金
存货	1.67	0.15	融资租入
固定资产	0.24	0.03	借款抵押
无形资产	0.19	0.02	融资租入
投资性房地产	0.18	0.02	借款抵押
合计	3.10	0.31	--

资料来源：公司提供

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2018—2020年末，得益于利润积累，公司所有者权益持续增长，其中未分配利润占比较高。

2018—2020年末，公司所有者权益持续增长，年均复合增长15.66%，主要系未分配利润增加所致。截至2020年末，公司所有者权益475.88亿元，较上年末增长2.06%。其中，归属于母公司所有者权益占比为96.22%，少数股东权益占比为3.78%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占13.39%、11.36%和65.50%。所有者权益中未分配利润占比较大，权益结构稳定性一般。

截至2021年3月末，公司所有者权益484.06亿元，较上年末增长1.72%。其中，归属于母公司所有者权益占比为95.15%，少数股东权益占比为4.85%。所有者权益构成较上年末变化不大。

(2) 负债

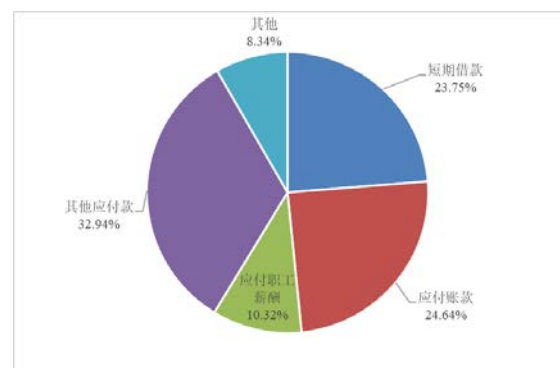
2018—2020年末，公司负债规模逐年增长，负债结构逐步均衡化。随着长期借款和应付债券增加，公司债务规模大幅增长，债务结构迅

速优化，整体债务负担仍属适中。2021年以来，随着短期借款增加，公司债务规模进一步上升，债务负担持续加重。

2018—2020年末，公司负债规模持续增长，年均复合增长33.83%。截至2020年末，公司负债总额329.12亿元，较上年末增长73.67%，主要系非流动负债增加所致。其中，流动负债占51.04%，非流动负债占48.96%。公司负债结构相对均衡，非流动负债占比上升较快。

2018—2020年末，公司流动负债持续增长，年均复合增长12.46%。截至2020年末，公司流动负债167.99亿元，较上年末增长20.89%，主要系短期借款和应付账款增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占23.75%）、应付账款（占24.64%）、应付职工薪酬（占10.32%）和其他应付款（占32.94%）构成。

图5 截至2020年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2018—2020年末，公司短期借款持续增长，年均复合增长48.81%。截至2020年末，公司短期借款39.91亿元，较上年末增长92.56%，主要系长期资产投入增加、借款增加所致。公司短期借款以信用借款（占99.00%）为主。

2018—2020年末，公司应付账款波动增长，年均复合增长21.47%。截至2019年末，公司应付账款为26.58亿元，较上年末下降5.27%。截至2020年末，公司应付账款41.40亿元，较上年末增长55.77%，主要系应付工程款设备款和专业户利润增加所致。应付账款主要由货款（占46.25%）、工程款设备款（占22.32%）和应付专业户利润（占26.92%）构成。

2018—2020年末，公司应付职工薪酬波动

增长, 年均复合增长15.60%。截至2019年末, 公司应付职工薪酬为20.01亿元, 较上年末增长54.21%, 主要系公司经营业绩好, 职工工资、奖金、津贴和补贴增加所致。截至2020年末, 公司应付职工薪酬17.34亿元, 较上年末下降13.35%。

2018—2020年末, 公司其他应付款持续下降, 年均复合下降8.13%。截至2020年末, 公司其他应付款55.33亿元, 较上年末下降5.11%, 主要系限制性股票回购款减少所致。其他应付款主要由应付专业户款(占71.42%)、保证金、押金(占16.24%)和限制性股票回购款(占3.93%)构成。

2018—2020年末, 公司非流动负债波动增长, 年均复合增长77.86%。截至2020年末, 公司非流动负债161.13亿元, 较上年末增长218.81%, 主要系长期借款和应付债券所致。公司非流动负债主要由长期借款(占44.45%)和应付债券(占46.96%)构成。

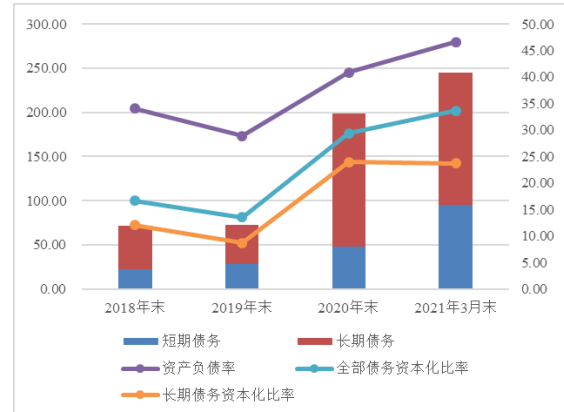
2018—2020年末, 公司长期借款波动增长, 年均复合增长72.21%。截至2020年末, 公司长期借款71.62亿元, 较上年末增长426.59%, 主要系是长期资产投入增加, 增加借款所致。公司长期借款主要由信用借款(占96.80%)构成。公司长期借款还款期限较集中于2023年, 到时可能面临一定的集中偿付压力。

2018—2020年末, 公司应付债券持续增长, 年均复合增长74.49%。截至2020年末, 公司应付债券75.67亿元, 较上年末增长153.46%, 主要系发行20温氏食品MTN001(9亿元)和美元债券(两期合计人民币39.15亿元)所致。

有息债务方面, 2018—2020年末, 公司全部债务持续增长, 年均复合增长66.75%。截至2020年末, 公司全部债务198.33亿元, 较上年末大幅增长171.44%, 主要系长期债务增加所致。债务结构方面, 短期债务占24.43%, 长期债务占75.57%, 以长期债务为主, 其中, 短期债务48.46亿元, 较上年末增长68.98%, 主要系短期借款增加19.18亿元所致; 长期债务149.88亿元, 较上年末增长237.61%, 主要系长期借款增加58.02亿元以及应付债券增加45.82亿元所致。从债务

指标来看, 2018—2020年末, 公司资产负债率波动增长, 分别为34.06%、28.90%和40.88%; 全部债务资本化比率波动增长, 分别为16.70%、13.55%和29.42%; 长期债务资本化比率波动增长, 分别为12.11%、8.69%和23.95%。整体看, 公司债务规模大幅增长, 债务结构迅速优化, 整体债务负担仍属适中。

图6 2018年以来公司债务情况(单位: 亿元、%)



资料来源: 公司审计报告, 联合资信整理

截至2021年3月末, 公司负债总额423.20亿元, 较上年末增长28.59%, 流动和非流动负债均有所增加。其中, 流动负债占48.27%, 非流动负债占51.73%。公司负债结构相对均衡, 较上年末变化不大。

截至2021年3月末, 公司全部债务245.27亿元, 较上年末增长23.67%, 主要系短期借款增加所致。债务结构方面, 短期债务占38.74%, 长期债务占61.26%, 以长期债务为主, 其中, 短期债务95.01亿元, 较上年末增长96.08%, 主要系短期借款增加所致; 长期债务150.26亿元, 较上年末增长0.26%, 较上年末变化不大。从债务指标来看, 截至2021年3月末, 公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为46.65%和33.63%, 分别较上年末提高了5.76个和4.21个百分点。公司长期债务资本化比率为23.69%, 较上年末下降了0.26个百分点。整体看, 公司债务规模进一步上升, 债务负担持续加重。

4. 盈利能力

2018—2020年, 受益于猪价上行和肉鸡销量增加, 公司营业总收入逐年增长。但2020年

公司肉鸡售价下行和猪肉出栏减少，利润总额同比大幅下降。2021年以来，受肉猪价格和出栏出栏同比下行影响，公司营业总收入和利润总额同比下降。

2018—2020年，得益于肉猪售价和肉鸡销量逐年上升，公司营业总收入持续增长，年均复合增长14.41%。营业成本持续增长，年均复合增长12.50%。2018—2020年，公司营业利润率波动上升，分别为16.74%、27.54%和19.51%。2018—2020年，公司利润总额波动增长，分别为42.84亿元、147.80亿元、79.72亿元，年均复合增长36.41%。其中2020年利润总额同比大幅下降46.07%，主要系肉鸡售价和肉猪出栏下降所致。

从期间费用看，2018—2020年，公司费用总额持续增长，年均复合增长21.74%。2020年，公司费用总额为75.19亿元，同比增长16.45%，主要系管理费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为11.70%、76.65%、9.03%和2.61%，以管理费用为主。其中，销售费用为8.80亿元，同比下降4.00%；管理费用为57.64亿元，同比增长21.89%，主要系职工薪酬、折旧摊销、租赁费用增加所致；研发费用为6.79亿元，同比增长19.06%，主要系研发人员薪酬增加所致；财务费用为1.96亿元，同比下降18.70%，主要系利息收入和汇兑收益增加所致。2018—2020年，公司期间费用率¹分别为8.86%、8.83%和10.03%。公司费用控制能力尚可。

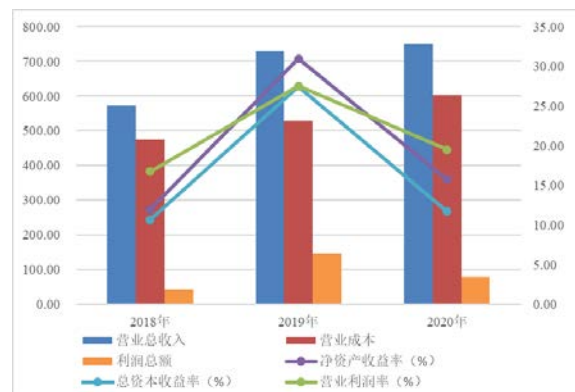
从利润构成来看，2018—2020年，公司计提的资产减值损失和信用减值损失合计数波动增长；2020年为6.15亿元，较上年1.07亿元大幅增加，主要系计提的固定资产减值损失和生产性生物资产减值损失大幅增加所致。2018—2020年，公司投资收益和其他收益对营业利润影响小。

2018—2020年，公司公允价值变动收益分别为-0.13亿元、10.56亿元和13.24亿元，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公允价值上升所致；2020年公允价值变动收益同比增长，主要系同期股票二级市场景气度较高，交易性金融资产中的权益证券公允价值提升所致。2018—2020年，公司公允价值变动收益占营业利润的比例分别为-0.29%、7.09%和15.78%，对营业利润的影响程度逐年上升。截至2020年末，公司持有较多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（21.80亿元）和其他非流动金融资产（50.27亿元）。如处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一定影响。

盈利指标方面，2018—2020年，公司总资本收益率波动增长，分别为10.66%、27.45%和11.71%；净资产收益率波动增长，分别为11.96%、30.98%和15.73%。整体看，公司盈利能力处于较高水平。

图7 2018—2020年公司盈利指标情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

与所选公司比较，受2020年新冠肺炎疫情对公司收入占比较大的肉鸡业务冲击影响，公司盈利能力处于行业中等偏下水平。

表9 2020年同行业公司盈利情况对比（单位：%）

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
牧原股份	60.68	35.39	74.68
正邦科技	22.35	15.17	35.19
天邦股份	42.22	29.57	55.65

¹ 期间费用率=（销售费用+管理费用+研发费用+财务

费用）/营业总收入

新希望	10.61	8.14	15.00
大北农	22.03	14.24	18.55
中位数	22.35	15.17	35.19
温氏股份	19.61	11.18	16.34

注：Wind 与联合资信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

2021年1—3月，公司实现营业总收入168.18亿元，同比下降3.62%；实现利润总额5.95亿元，同比下降67.80%，主要系猪价下行叠加肉猪出栏量同比下降所致。

5. 现金流

2018—2020年，公司经营活动现金流保持净流入状态。随着投资活动开支大幅上升，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弱化，对外筹资需求大幅上升。

从经营活动来看，2018—2020年，公司经营活动现金流入量波动增长，年均复合增长9.16%；经营活动现金流出量持续增长，年均复合增长8.50%。受此影响，公司经营活动现金净额波动增长，分别为64.94亿元、183.03亿元和84.65亿元，年均复合增长14.17%。2018—2020年，公司现金收入比持续下降，分别为98.83%、96.68%和88.54%。其中，2020年现金收入比同比大幅下降，公司收入实现质量一般。

从投资活动来看，2018—2020年，公司投资活动现金流入量波动增长，年均复合增长31.83%；投资活动现金流出量持续增长，年均复合增长46.83%。受此影响，2018—2020年，公司投资活动现金净额分别为-47.68亿元、-108.11亿元和-156.90亿元。

2018—2020年，公司筹资活动前现金流量净额分别为17.27亿元、74.92亿元和-72.25亿元。

从筹资活动来看，2018—2020年，公司筹资活动现金流入量持续增长，年均复合增长99.84%；筹资活动现金流出量持续增长，年均复合增长72.86%。受此影响，2018—2020年，公司筹资活动现金净额分别为-1.46亿元、-48.67亿元和47.53亿元。

表 10 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2018年	2019年	2020年
经营活动现金流入小计	575.73	724.43	686.01
经营活动现金流出小计	510.78	541.40	601.36
经营活动现金流量净额	64.94	183.03	84.65
投资活动现金流入小计	129.46	126.28	225.00
投资活动现金流出小计	177.14	234.39	381.89
投资活动现金流量净额	-47.68	-108.11	-156.90
筹资活动前现金流量净额	17.27	74.92	-72.25
筹资活动现金流入小计	51.60	51.92	206.08
筹资活动现金流出小计	53.06	100.59	158.54
筹资活动现金流量净额	-1.46	-48.67	47.53
现金收入比	98.83	96.68	88.54

资料来源：公司审计报告

2021年1—3月，公司经营活动现金净流出17.06亿元；投资活动现金净流出27.57亿元；筹资活动现金净流入51.84亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债能力尚可，长期偿债能力很强，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，2018—2020年末，公司流动比率波动下降，分别为164.14%、187.77%和137.24%。速动比率波动下降，分别为67.10%、97.92%和58.00%。现金短期债务比波动上升，分别为0.83倍、1.02倍和0.83倍，现金类资产对短期债务的保障程度尚可。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2018—2020年，公司EBITDA波动增长，分别为69.89亿元、181.91亿元和117.92亿元。2020年，公司EBITDA同比下降35.18%，主要系利润总额减少所致；公司EBITDA主要由折旧（占25.14%）和利润总额（占67.60%）构成。2018—2020年，公司EBITDA利息倍数波动增长，分别为23.60倍、50.33倍和28.66倍，EBITDA对利息的覆盖程度高。2018—2020年，公司全部债务/EBITDA分别为1.02倍、0.40倍和1.68倍，波动增长，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 2021 年 3 月末,公司无对外担保事项。

截至 2021 年 3 月末,公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至 2021 年 3 月末,公司及其子公司已获得各商业银行的授信总额为 416.07 亿元,其中未使用额度为 252.20 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。

7. 公司本部财务分析

公司本部为经营主体和投融资平台。截至 2020 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,以非流动负债为主。2020 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。

公司本部为经营主体和投融资平台。截至 2020 年末,公司本部资产总额 613.77 亿元,较上年末增长 30.40%,主要系流动资产增加所致。其中,流动资产 454.91 亿元(占 74.12%),非流动资产 158.86 亿元(占 25.88%)。从构成看,流动资产主要由其他应收款(占 94.10%)构成。非流动资产主要由其他非流动金融资产(占 7.19%)、长期股权投资(占 65.71%)和其他非流动资产(占 20.82%)构成。截至 2020 年末,公司本部货币资金为 17.90 亿元。

截至 2020 年末,公司本部负债总额 246.03 亿元,较上年末增长 60.77%,主要系非流动负债增加所致。其中,流动负债 101.03 亿元(占 41.07%),非流动负债 145.00 亿元(占 58.93%)。从构成看,流动负债主要由短期借款(占 38.92%)、其他应付款(占 52.37%)和一年内到期的非流动负债(占 6.04%)构成;非流动负债主要由长期借款(占 46.83%)和应付债券(占 52.19%)构成。公司本部 2020 年末资产负债率为 40.09%,较上年末提高 7.57 个百分点。

截至 2020 年末,公司本部全部债务 189.00 亿元。其中,短期债务占 24.03%、长期债务占 75.97%。截至 2020 年末,公司本部全部债务资本化比率 33.95%,公司本部债务负担尚可。

截至 2020 年末,公司本部所有者权益为 367.74 亿元,较上年末增长 15.77%,主要系未分配利润增加所致。在所有者权益中,实收资本为 63.73 亿元(占 17.33%)、资本公积合计 54.92 亿元(占 14.94%)、未分配利润合计 219.56 亿元(占 59.71%)、盈余公积合计 31.90 亿元(占 8.67%)。

2020 年,公司本部营业总收入为 13.64 亿元,利润总额为 118.16 亿元。同期,公司本部投资收益为 128.30 亿元。

现金流方面,2020 年,公司本部经营活动现金流净额为-5.43 亿元,投资活动现金流净额-55.89 亿元,筹资活动现金流净额 42.93 亿元。

九、本期债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务影响水平一般,公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期债券的保障能力很强。

1. 本期债券对公司现有债务的影响

截至 2021 年 3 月末,公司全部债务为 245.27 亿元,本期债券拟发行额度为 22.00 亿元,相对于目前公司债务规模,本期债券对公司债务影响水平一般。

以 2021 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 46.65%、33.63% 和 23.69% 上升至 47.91%、35.57% 和 26.25%。公司负债水平有所上升,债务负担有所加重。

2. 本期债券偿还能力分析

2018—2020 年,公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期债券覆盖倍数均处于较高水平,公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期债券保障能力很强。

表 11 本期债券保障能力测算

指标	2018 年	2019 年	2020 年
经营活动现金流入量(亿元)	575.73	724.43	686.01
经营活动现金流入量保障倍数(倍)	26.17	32.93	31.18

经营活动现金流量净额（亿元）	64.94	183.03	84.65
经营活动现金流量净额保障倍数（倍）	2.95	8.32	3.85
EBITDA（亿元）	69.89	181.91	117.92
EBITDA 保障倍数（倍）	3.18	8.27	5.36

注：数据略有差异系四舍五入造成

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

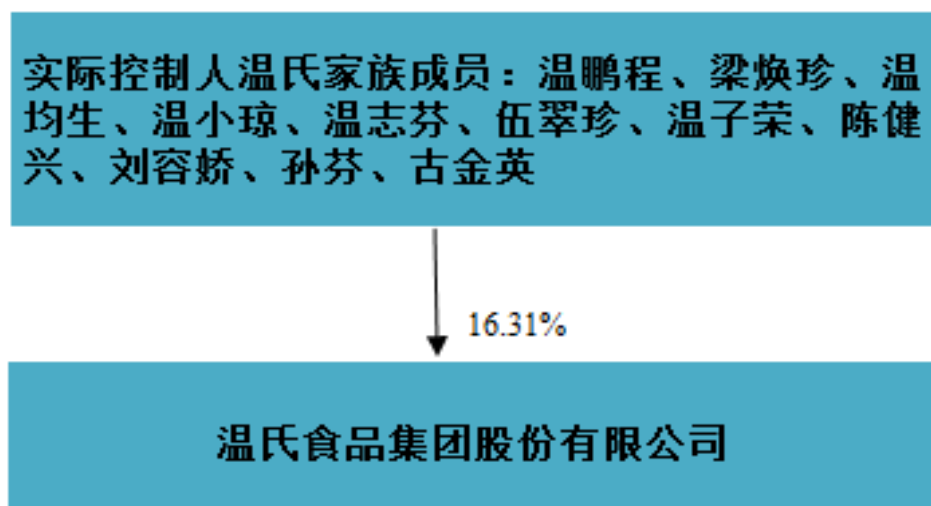
十、结论

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、商业模式等方面具有很强的综合竞争优势。近年来，公司资产规模不断扩大，营业总收入逐年增长，经营性现金流持续净流入，整体经营效率较高。同时，联合资信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债务负担持续加重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。

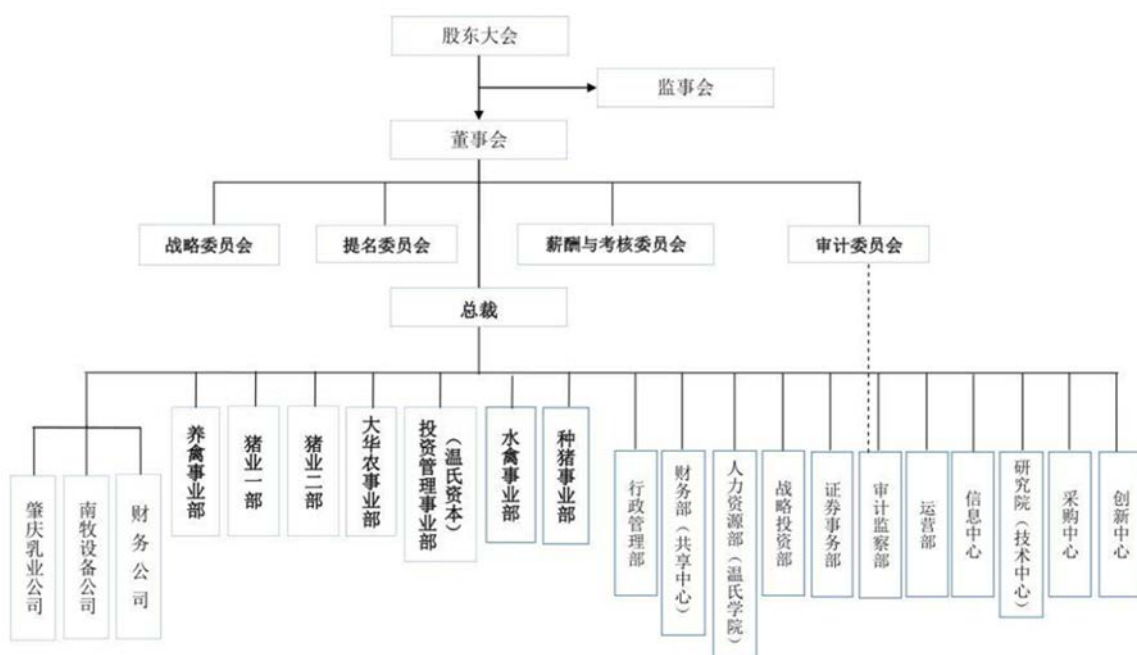
基于对公司主体长期信用状况以及本期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月末温氏食品集团股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月末温氏食品集团股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年 3 月末温氏食品集团股份有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	实收资本 (万元)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)	取得方式
1	淮安温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1,000.00	100.00	100.00	投资设立
2	阳西温氏禽畜有限公司	畜牧养殖、销售	2,500.00	100.00	100.00	投资设立
3	连云港温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1,000.00	100.00	100.00	投资设立
4	盐城温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	10,000.00	100.00	100.00	投资设立
5	齐齐哈尔温氏粮食有限公司	粮食收购、贸易	100.00	100.00	100.00	投资设立
6	新兴县稔村温氏家禽有限公司	畜牧养殖、销售	13,000.00	100.00	100.00	投资设立
7	江永温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1,000.00	100.00	100.00	投资设立
8	亳州温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1,000.00	100.00	100.00	投资设立
9	江华温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1,000.00	100.00	100.00	投资设立
10	龙江温氏穗丰粮食有限公司	粮食收购、贸易	100.00	100.00	100.00	投资设立
11	咸阳温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1,000.00	100.00	100.00	投资设立
12	永寿温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	500.00	100.00	100.00	投资设立
13	曲靖市沾益区温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	500.00	100.00	100.00	投资设立
14	新兴县温氏佳丰食品有限公司	家禽屠宰及销售	1,000.00	100.00	100.00	投资设立
15	郁南广东温氏家禽有限公司	畜牧养殖、销售	3,002.37	76.82	76.82	投资设立
16	河源市温氏禽畜有限公司	畜牧养殖、销售	500.00	93.33	93.33	投资设立
17	广东华农温氏畜牧股份有限公司	畜牧养殖、销售	96,000.00	93.33	93.33	投资设立
18	开平市温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1,000.00	100.00	100.00	投资设立
19	漳州温氏农牧有限公司	畜牧养殖、销售	1,000.00	100.00	100.00	投资设立
20	阳江市阳东温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1,000.00	100.00	100.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	18.53	29.36	40.45	55.40
资产总额（亿元）	539.50	655.79	805.00	907.26
所有者权益（亿元）	355.74	466.28	475.88	484.06
短期债务（亿元）	22.32	28.67	48.46	95.01
长期债务（亿元）	49.00	44.39	149.88	150.26
全部债务（亿元）	71.32	73.07	198.33	245.27
营业总收入（亿元）	572.44	731.44	749.39	168.18
利润总额（亿元）	42.84	147.80	79.72	5.95
EBITDA（亿元）	69.89	181.91	117.92	/
经营性净现金流（亿元）	64.94	183.03	84.65	-17.06
财务指标				
销售债权周转次数（次）	331.66	305.00	230.64	/
存货周转次数（次）	3.93	4.17	4.67	/
总资产周转次数（次）	1.11	1.22	1.03	/
现金收入比（%）	98.83	96.68	88.54	91.60
营业利润率（%）	16.74	27.54	19.51	13.35
总资本收益率（%）	10.66	27.45	11.71	/
净资产收益率（%）	11.96	30.98	15.73	/
长期债务资本化比率（%）	12.11	8.69	23.95	23.69
全部债务资本化比率（%）	16.70	13.55	29.42	33.63
资产负债率（%）	34.06	28.90	40.88	46.65
流动比率（%）	164.14	187.77	137.24	132.71
速动比率（%）	67.10	97.92	58.00	51.95
经营现金流动负债比（%）	48.89	131.71	50.39	/
现金短期债务比（倍）	0.83	1.02	0.83	0.58
EBITDA 利息倍数（倍）	23.60	50.33	28.66	/
全部债务/EBITDA（倍）	1.02	0.40	1.68	/

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. 2018—2020 年财务数据均引用审计报告的期末数/本期数；4. 2021 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；5. 本报告已将长期应付款中的应付融资租赁款纳入相关债务指标核算；6. 上表数据除特别注明营业收入外，均采用营业总收入数值计算

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部口径)

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	11.76	44.99	17.90	23.95
资产总额 (亿元)	435.83	470.67	613.77	662.49
所有者权益 (亿元)	297.06	317.64	367.74	364.61
短期债务 (亿元)	22.30	27.49	45.42	89.44
长期债务 (亿元)	49.00	43.46	143.57	145.32
全部债务 (亿元)	71.30	70.95	189.00	234.76
营业收入 (亿元)	14.32	16.04	13.64	3.38
利润总额 (亿元)	77.73	53.47	118.16	-3.13
EBITDA (亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	-3.44	-2.02	-5.43	-1.68
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	1998.26	1061.07	802.35	/
存货周转次数 (次)	11.04	9.53	9.77	/
总资产周转次数 (次)	0.04	0.04	0.03	/
现金收入比 (%)	93.50	98.50	98.69	98.86
营业利润率 (%)	13.09	16.42	0.78	11.85
总资本收益率 (%)	21.90	14.69	21.89	/
净资产收益率 (%)	26.17	16.83	32.13	/
长期债务资本化比率 (%)	14.16	12.03	28.08	28.50
全部债务资本化比率 (%)	19.36	18.26	33.95	39.17
资产负债率 (%)	31.84	32.51	40.09	44.96
流动比率 (%)	367.38	317.18	450.25	333.40
速动比率 (%)	366.00	315.76	449.06	332.58
经营现金流动负债比 (%)	-3.85	-1.85	-5.37	/
现金短期债务比 (倍)	0.53	1.64	0.39	0.27
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	/

注：1. 上表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. 2018—2020 年财务数据均引用审计报告的期末数/本期数；3. 2021 年 1—3 月财务数据未经审计，相关指标计算未年化；4. 因公司本部财务报表注释未披露折旧、摊销等，出于准确性考虑，本报告不披露公司本部 EBITDA 及相关指标的值

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 3 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	(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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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+长期应付款中的有息债务

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 4-1 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 4-2 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 4-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 温氏食品集团股份有限公司 2021 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（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进行一次定期跟踪评级，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资信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。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。