

信用等级公告

联合[2009] 214 号

联合资信评估有限公司通过对广东温氏食品集团有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

广东温氏食品集团有限公司
2009 年度企业主体长期信用等级为
AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零零九年九月八日



信用评级报告声明

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

二、联合资信与评估人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因广东温氏食品集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、广东温氏食品集团有限公司企业主体长期信用等级自 2009 年 9 月 8 日至 2010 年 9 月 7 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内广东温氏食品集团有限公司的主体长期信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零零九年九月八日



广东温氏食品集团有限公司

企业主体长期信用评级报告

评级结果：AA⁻

评级展望：稳定

评级时间：2009年9月8日

财务数据

项目	2006年	2007年	2008年	09年6月
资产总额（亿元）	41.31	66.24	78.32	84.94
所有者权益（亿元）	24.51	42.29	45.61	48.68
长期债务（亿元）	0.43	0.08	0.21	2.21
全部债务（亿元）	3.03	4.34	10.60	11.80
营业收入（亿元）	76.40	117.49	158.34	76.41
利润总额（亿元）	8.73	20.58	10.88	5.15
EBITDA（亿元）	10.83	23.15	15.13	--
营业利润率（%）	17.93	22.79	12.43	13.83
净资产收益率（%）	35.23	48.04	23.34	--
资产负债率（%）	40.69	36.15	41.76	42.69
全部债务资本化比率（%）	11.01	9.31	18.85	19.51
流动比率（%）	153.89	181.19	136.05	127.72
全部债务/EBITDA（倍）	0.28	0.19	0.70	--
EBITDA 利息倍数（倍）	30.84	89.33	24.71	--

注：公司从2007年开始执行《企业会计准则》，2006年数据为2007年年初数据，2009年6月的财务数据未经审计。

分析师

黄竞 赵广辉

lianhe@lianheratings.com.cn

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址

北京市朝阳区建国门外大街甲6号
中环世贸中心D座7层（100022）

Http: //www.lianheratings.com.cn

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对广东温氏食品集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为养殖行业龙头企业，在养殖规模、养殖技术、商业模式、财务状况等方面的优势。联合资信也注意到，公司所属行业面临养殖和市场风险较大，但公司具备一定规模经济优势，养殖技术水平较高，加之其养殖和饲料加工“一体化”经营，有助于抵御市场风险，公司整体信用风险水平较低。

未来公司将继续扩大养殖规模，并重点发展与养殖相关的高附加值的延伸产业，公司主营业务收入有望继续保持增长。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为养殖行业的龙头企业，养殖技术水平较高，并实行养殖和饲料加工“一体化”经营，整体抗风险实力较强。
2. “公司+农户”经营养殖模式，有利于公司实现养殖的规模化，同时公司对农户回报机制设置较好，有利于其经营模式的稳定。
3. 公司的股权激励机制有利于提高员工工作积极性和团队的稳定。
4. 公司债务负担较轻。

关注

1. 公司所处养殖行业市场 and 疫情风险较大。
2. 近两年豆粕和玉米价格波动较大，加大畜牧养殖企业的成本控制难度。
3. 家族成员参与公司经营程度较高，公司法人治理结构有待进一步完善。

一、主体概况

广东温氏食品集团有限公司（以下简称“公司”）最初由温鹏程等 46 位自然人出资 1288 万元，于 1993 年组建成立，后经过吸纳公司内部职工股东，并经六次增资扩股，截至 2009 年 4 月 7 日，公司注册资本增至 22.59 亿元，其中温鹏程等 44 位自然人出资 11.39 亿元，拥有公司 50.42% 的股份；公司 8000 多名职工代表组成的工会出资 11.20 亿元，拥有公司 49.58% 的股份。公司个人持股最多股东为温鹏程先生，拥有公司 2.94% 股份，以温鹏程为核心的“温氏家族”合计持有公司 15.02% 股份。整体看，职工股东组成的工会持股比例较高，但考虑到公司的发展背景和温氏家族在公司经营管理中的地位，公司实际控制权由“温氏家族”掌握。

公司是从事养殖业，并兼营食品加工、动物保健品的跨行业、跨地区的大型畜牧企业集团，公司自成立至 2008 年底，公司获许经营范围包括：生产、加工、销售：禽畜、罐头食品、冷冻食品、肉食制品、饲料、编织品、塑料制品、纸箱、牛及牛奶制品；畜禽兽药、消毒剂、大输液、粉针剂、口服液、饲料添加剂；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；公司的进料加工和“三来一补”业务（按[99]外经贸政审函字第 951 号文经营）。

公司总部设办公室、人力资源部、生产技术部、市场部、发展部、饲料部、财务部 7 个职能部门。截至 2008 年底，纳入公司合并范围控股和合资子公司共 77 家。

截至 2008 年底，公司（合并）资产总额为 78.32 亿元，所有者权益合计为 45.61 亿元（其中少数股东权益 3.90 亿元）。2008 年，公司实现营业收入 158.34 亿元，利润总额 10.88 亿元。2008 年，公司经营活动产生的现金流入为 181.17 亿元，经营活动产生的现金流量净额

为 15.43 亿元，现金及现金等价物净增加额为 1.40 亿元。

截至 2009 年 6 月底，公司合并资产总额为 84.94 亿元，所有者权益合计为 48.68 亿元。2009 年 1~6 月，公司实现营业收入 76.41 亿元，利润总额 5.15 亿元。

公司注册地址：云浮市新兴县勒竹镇榄根；法定代表人：温鹏程。

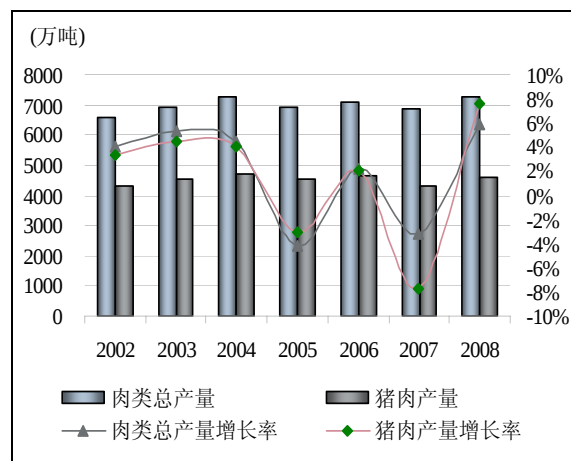
二、行业分析

公司所属畜牧产业，主导产业为养殖业，养殖以鸡、猪为核心。公司产业链条较完整，但公司目前养殖下游延伸链条畜牧产品加工方面还较为薄弱，因此公司易受上游饲料成本和下游鸡、猪等肉类批发市场价格的影响。

1. 畜牧业概况

近几年，中国畜牧业发展快速，肉类产量已连续 5 年增产。根据中国农业部最新公布的数据，2001~2008 年，中国肉类总产量和猪肉产量均缓慢波动增长，年均增长分别为 1.99% 和 1.41%。

图 1 2002 年~2008 年中国肉类产量情况



资料来源：中国农业信息网

2008 年，中国肉类总产量 7269 万吨，比上年增长 5.9%；其中，猪肉产量 4615 万吨，增长 2.6%；牛肉产量 610 万吨，下降 0.5%；羊肉产

量376万吨，下降1.8%。生猪年末存栏46264万头，增长5.2%；生猪出栏60960万头，增长7.9%；牛奶产量3651万吨，增长3.6%；禽蛋产量2638万吨，增长4.3%。

从中国肉类产量结构来看，以猪和禽类为主，其两项占比分别约为64%和18%，两项合计占比约82%左右。

从畜牧业发展空间来看，畜牧业作为存续了几千年的传统产业，畜牧行业具有非周期性需求特征。从国际经验来看，发达国家畜牧业产值占农业产值的比重一般在40%—50%之间，中国目前的比重为34%，仍有约10个百分点的增长空间，相当于5000~6000亿元的产值，加之，中国人均居民收入将每年保持10%的增长水平和总人口持续稳定增加，对畜牧产品的需求也将同步增多。因此未来一段时期内中国畜牧行业仍然具备巨大的需求潜力和广阔的发展空间。

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

2. 行业主要影响因素

(1) 饲料成本

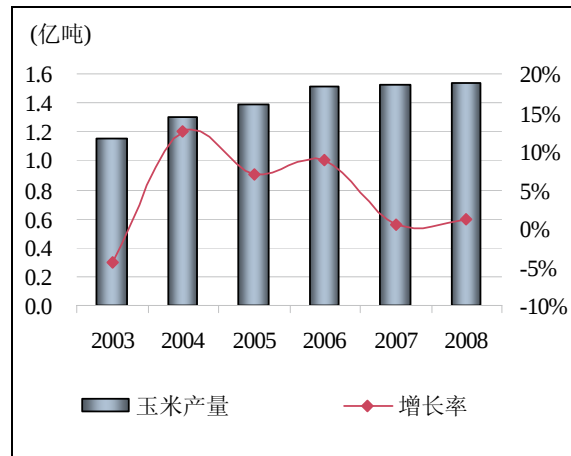
饲料主要由玉米、豆粕以及鱼粉和一些添加剂构成，其中玉米占比较大，单位占比约达到65%左右，豆粕作为动物生长过程中蛋白质摄取的主要来源，单位约占比为25%左右，因此饲料成本主要受玉米和豆粕价格的影响。

① 玉米

玉米产量增长趋缓

中国的玉米栽培种植面积和总产量均居世界第2位。中国玉米种植带主要集中在黑、吉、辽、内蒙、冀、鲁、豫、陕、甘、宁、新等地区。2008年中国玉米播种面积为2880万公顷，较2007年的2948万公顷减少68万公顷，减幅2.30%，主要原因大豆种植效益高于玉米，农户将部分玉米耕地转种大豆。从玉米产量来看，随着玉米单产量的提高和种植面积的扩大，玉米产量已保持连续五年的增产，年均复合增长5.86%，2008年中国玉米产量为15400万吨。未来随着玉米单产量增长的逐步放缓，加之土地的有限，玉米产量增长将更加趋于缓慢。

图2 2003年~2008年中国玉米产量情况



数据来源：wind 资讯

饲料工业加大消费，玉米供求处于紧平衡

中国不仅是世界玉米的主要生产国，也是玉米的主要消费国。

玉米消费主要用于食用、饲料、工业消费等三个方面。消费结构以饲料和工业加工为主，两项约占总消费的90%。

工业消费方面，由于玉米工业加工空间大、产业链长，产品以酒精和淀粉为主。2003~2007年，随着国际油价的高升，玉米工业属性不断加强，加大了玉米工业消费需求；饲料消费方面，随着人们生活的改善，对肉类消费需求的增多，尽管养殖疫情带来阶段性短期饲料需求的下降，但整体上饲料消费需求逐年增

长。在饲料和工业加工消费需求增多的带动下，中国玉米消费量逐年增大，由 2003 年的 1.1 亿吨增加至 2008 年的 1.54 亿吨，年均复合增长 5.86%，尽管同期玉米产量也有所增长，但由于玉米消费量快于产量增长，玉米市场供需已处于紧平衡状态。为缓解国内玉米市场的压力，保障国家粮食安全，国家发改委在 2006 年 12 月份紧急叫停玉米加工乙醇燃料项目的继续上马。此外，根据国家相关政策：十一五期间，玉米工业消费用量规模不得超过玉米消费总量 26%，饲料用量年增长要保持在 4.7% 左右。

未来随着对工业玉米消费量的控制，加之以对饲料行业需求的稳定，预计未来玉米消费量将不会出现大幅增长，但相对于缓慢的玉米产量增长幅度，预计未来中国玉米市场供需仍处于紧平衡状态。

玉米价格大幅回落

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

2003~2008 年，中国玉米价格不断快速上涨，主要是畜牧业和饲料加工行业快速增长带动对玉米的需求所致。玉米价格 2005 年初最低为 1126 元/吨，到 2008 年 7 月份达到最高，为 1780 元/吨。2008 年下半年以来，受到宏观经济对畜牧业的冲击，2009 年 3 月，玉米价格回落到 1465 元/吨左右。

为缓解国内玉米供应紧张和玉米价格高涨的局势，国家宏观调控力度持续增强，目前国内玉米市场已呈现政策主导局面，这主要体现在四个层面：

第一，限制玉米工业能源加工产能继续扩大，从而抑制减缓玉米工业消费需求的快速上涨。国家发改委于 2006 年 12 月紧急叫停玉米加工乙醇燃料项目的继续上马。

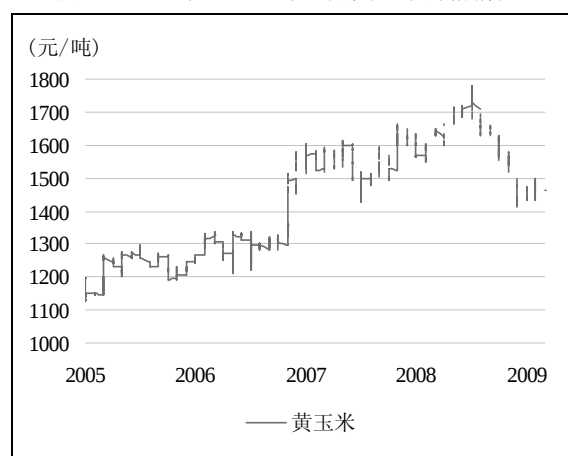
第二，减少国内玉米出口配额，保障国内玉米供应。中国对玉米出口采用配额制管理，

近年来出口配额缩量较快，由 2003 年 1639 万吨减少至 2007 年的 200 万吨。

第三，由于中国玉米主产区主要集中在北方，而养殖行业又较为集中在南方，南北粮食供需矛盾较为严重。近两年，国家加大粮食运输力度，加快调入东北粮食入关，用以缓解南北粮食供需矛盾。

第四，实施竞价销售，控制国内玉米市场价格，国家自 2008 年 7 月 22 日开始举行东北临时储备玉米竞价销售活动。

图 3 2005 年~2009 年 3 月黄玉米价格情况



数据来源：wind 资讯

未来，在国内宏观调控的作用下，国内玉米市场价格有望趋于稳定，但 2009 年度玉米价格进一步回落的空间较小，玉米价格将受畜牧业和饲料行业影响较大；另外，2009 年度玉米能否实现增产还将存在一定不确定性。

② 豆粕

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

国产豆类对外进口依赖程度高

中国的大豆主要依赖进口，大豆进口主要来源美国、巴西、阿根廷三国，2004~2008 年中国大豆进口量逐年递增，且进口均占国内大豆总消费量 60% 以上，这主要由于中国国产大豆为非转基因豆，相对进口转基因大豆成本稍高，伴随着进口大豆多年低价冲击，国内农民种植大豆的积极性不高，导致大豆播种面积

逐年减少，国产大豆产量逐年下降，加之国内对大豆需求不断攀升的双重因素所致。

表 1 中国大豆供需数据分析

项目	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
播种面积(万公顷)	959	959	928	860	965
国内产量(万吨)	1740	1635	1597	1350	1650
消费总量(万吨)	4021	4454	4540	4843	4720
进口总量(万吨)	2580	2832	2873	3440	3744
占比(%)	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
国产占比	35.84	36.42	36.72	28.97	30.59
进口占比	64.16	63.58	63.28	71.03	69.41

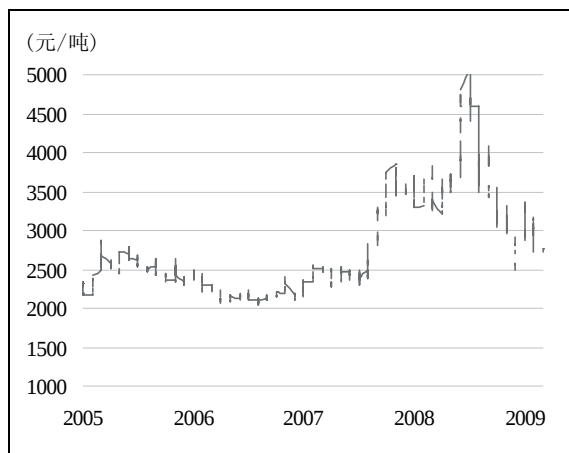
资料来源：中国农业信息网

国内豆粕价格大幅度波动

2005~2006 年，豆粕进口报价有所波动，但整体稳定在 2200~2800 元/吨区间范围内，2007 年开始，豆粕价格开始不断走高，2008 年 7 月，豆粕价格达到 5086 元/吨，但 2008 年下半年后，豆粕价格暴跌，到 2008 年 12 月份已经跌到 2486 元/吨，2009 年 1 季度豆粕价格略有回升，3 月达到 2800 元/吨左右。

豆粕价格大幅度波动，给畜牧养殖企业的成本控制带来了较大的压力。

图 4 2002 年~2008 年中国豆粕期货价情况



数据来源：wind 资讯

大豆价格上涨带动豆粕价格上升，未来大豆行情的不明朗，使得豆粕价格也存在诸多不确定因素，此外豆粕作为大豆压榨豆油的副产品，在受大豆原材料价格主导影响外，油脂加工企业短期市场操控对其也存在一定影响。

总体看，受 2008 年玉米和豆粕价格大幅波动的影响，2008 年度公司饲料成本控制难度加大。

(2) 部分肉类市场价格情况

① 鸡

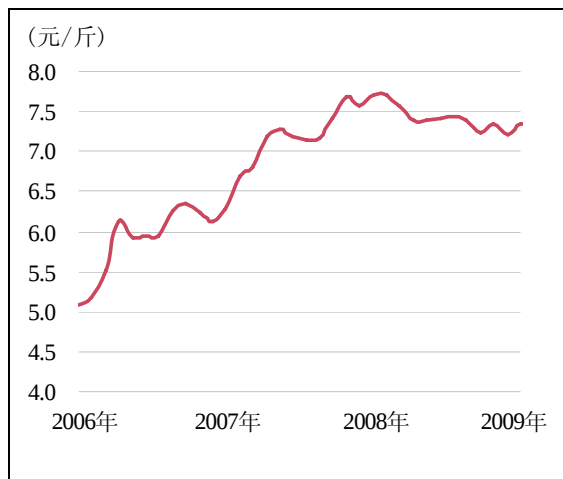
近十年来，中国肉鸡产业发展迅速，根据中国畜牧业信息网数据显示，中国鸡肉产量由 1997 年 729 万吨提高至 2007 年的 1050 万吨。目前中国鸡肉产量已超过欧盟，为世界第二大鸡肉生产国。

从肉鸡消费来看，近十年，人均鸡肉消费量显著提升，根据中国畜牧业信息网数据显示由 1997 年的人均鸡肉消费量 5.82 千克提升至 2007 年的人均鸡肉消费量 8 千克。但与世界其他国家相比，例如：美国的人均鸡肉消费量 43.67 千克，加拿大人均鸡肉消费量 32.14 千克，欧盟人均消费量 15.6 千克，巴西人均消费量 33.3 千克，台湾地区人均消费量也有 28 千克，中国鸡肉人均消费量仍处于较低水平，主要是由于中国肉类消费偏重猪肉所致。目前中国前三大鸡肉消费地区为广东省、广西省和海南省，这三大地区人均鸡肉消费水平基本等同于欧盟地区人均鸡肉消费水平。

从肉鸡市场价格来看，影响肉鸡价格的因素主要包括：疫情、肉鸡存出栏量和饲料成本。由于农场品定价的市场化程度较高，对市场的供需调节能力较强，因此疫情和肉鸡存出栏量对肉鸡短期市场价格影响较大，但饲料成本则影响肉鸡长期价格走势。近几年，肉鸡价格整体呈波动上升趋势，其中 2006 年~2007 年受饲料成本的快速上涨，肉鸡价格增长显著，由 2006 年 6 月的 5.08 元/斤提升至 2007 年 7.27 元/斤，2008 年 10 月，鸡肉价格达到最高，为 7.43 元/斤，但是 2008 年 10 月以后，鸡肉价格不断下降，2009 年 4 月份鸡肉价格降到 9.23 元/斤。近期鸡肉价格不断下降，主要是受 2008 年价格上涨的因素影响，2008 年农户补栏的积极性提高，加大鸡肉的产量，使得近期肉鸡价

格有所下降，但未来肉鸡长期价格走势还将主要依看饲料成本情况。

图5 2006年6月~2009年4月中国城市鸡肉零售价格



资料来源：Wind资讯

② 猪

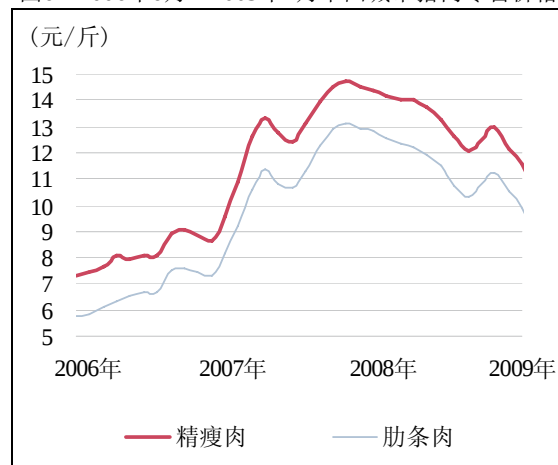
猪肉作为中国第一大消费肉类，近十年来，随着中国人口的增长，加之生活水平的提升，对猪肉需求逐步增多，根据中国农业信息网数据显示，中国猪肉产量由1997年3596万吨提高至2008年的4615万吨。目前中国猪肉产量已占世界总产量的一半。

从猪肉市场价格来看，影响猪肉价格的因素基本与肉鸡相同，疫情和生猪存出栏量对猪肉短期市场价格影响较大，只是由于猪的成长周期相对鸡而言较长，因此短期市场价格调整周期相对有所延长。但饲料成本仍是影响猪肉长期价格走势的重要因素。此外，由于养猪相对养鸡的占地面积较大，对土地的需求较多，因此土地成本也成为影响猪肉长期市场价格走势的重要间接因素。近几年，猪肉价格整体呈上升趋势，其中2007年受饲料成本上升，加之2006年蓝耳病疫情影响导致2007年生猪存出栏量的减少的双重因素的影响，2007年猪肉价格快速上涨，超过同期肉鸡价格增长幅度，2008年7月份达到最高；但2008年9月份以后随着生猪出栏数量逐步增多，市场逐步由需大于供向供大求转变，加之饲料成本的小幅回落，猪肉价格有所下降，2009年3月份，猪肉的平

均价格较上月下降约20%到30%。

整体看，肉类价格走势基本与玉米和豆粕保持一致，未来粮食价格将成为引导肉类长期价格走势主要因素，但受目前粮食价格不稳定，加之短期肉类市场供需调整转换，以及养殖疫情爆发的不确定性等多重因素的影响，预计未来肉类产品的价格波动较大，将加大中小型养殖企业的市场风险，同时给大型的养殖企业提供了发展机遇。

图6 2006年6月~2009年4月中国城市猪肉零售价格



资料来源：Wind资讯

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

3. 畜牧业未来发展方向

2007年2月《国务院关于促进畜牧业持续健康发展的意见》（简称“意见”）正式发布，对中国未来畜牧养殖业的发展提供指导。

根据《意见》，“十一五”期间，中国将加快畜牧业增长方式转变，优化结构，改善品

质,提高效益。在产品结构调整上,稳定发展生猪和禽蛋生产;在产业结构上,大力增强畜牧业产品加工能力,提高加工深度,大力发展畜牧业产业化经营,鼓励畜产品加工企业通过机制创新,建立基地,树立品牌,向规模化、产业化、集团化、国际化方向发展,提高企业的竞争力;在产业技术上,提高畜牧业科学技术对畜牧业的促进作用;到“十一五”末,畜牧业产值占农业总产值比重将由目前的34%上升到38%以上。国家将运用贴息等方式,引导和鼓励各类金融机构增加对畜牧业的贷款;鼓励社会资本参与现代畜牧业建设,建立多元化的融资渠道。

整体看,随着人口的增长,加之生活水平的提升,未来中国畜牧行业的发展空间仍然较大,但粮食价格的不稳定和疫情的不确定性,进一步加大未来畜牧业市场风险,因此中国畜牧行业的产业升级迫在眉睫,抗风险能力较强的规模化企业将成为未来产业结构优化重点培养方向,该方向将有利于公司这类规模化养殖龙头企业的发展。

三、基础素质分析

公司主要从事养殖业,同时涉足与养殖相关的延伸产业。公司养殖主要采取“公司+农户”经营模式,即公司提供培育养殖种苗,并提供饲料、疫苗、养殖技术等一系列配套服务,由农户代工养殖,最终形成的产品,由公司统一对外销售。因此评定公司的素质注重六个方面:生产规模、养殖技术、物流销售、品牌建设、人员配置、政府支持。

1. 生产规模

养殖生产

公司养殖包括鸡、猪、鸭、牛,其中以养鸡、养猪为主导,其养殖生产基地遍布全国,截至2008年底,公司合计拥有181个养殖生产基地,以上养殖基地合计占地面积236.09万平

方米,其中鸡舍90个、猪舍82个、鸭舍6个、牛舍3个,较2007年底鸡舍增加16个、猪舍增加14个、鸭舍增加1个。

公司目前是全国养鸡行业中规模最大的企业,至2008年底,拥有7大系列上百品种合计1128万套种鸡,可年产鸡苗75707万只。

公司也是全国规模最大的种猪育种和肉猪生产企业,也是国家瘦肉型猪生产技术示范基地、无公害肉猪生产基地和国家瘦肉型猪良种工程示范基地。截至2008年底,公司拥有24万头种猪,年产猪苗314万头,其中70%多为三、四元杂优质种型。

此外,公司还逐步涉及养殖鸭和牛,至2008年底,公司拥有5系列18.6万套种鸭,年产872万只鸭苗,拥有奶牛5790头,可年产9804吨原奶。

公司养殖规模较大,截至2008年底,合作代工养殖农户已达到4万多户,由于公司提供的养殖种苗的品质较好,成活率较高,加之对农户代工养殖回报较高,与农户合作关系较为稳定,2006~2008年公司实现养殖产值分别为761644万元、1170156万元、1583352万元。

相关延伸产业

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

饲料加工:由于公司饲料作为配套自给的服务体系,即公司主要生产基地都配有相应的饲料加工厂。截至2008年底,随着公司养殖品种和规模的不断扩大,公司拥有48个饲料加工基地,年可加工饲料达到367万吨,基本能满足自给的需求。

食品加工业:截至2008年底,公司拥有年6.73万头猪屠宰能力,年生产冰鲜鸡2524万只,年加工牛奶3889.56吨的生产能力。

此外,随着公司养殖规模不断扩大,产业链条也将不断延伸,目前公司正逐步发展蔬菜种植、农机具设备制造、有机肥料等产业。

2. 养殖技术

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

第一层面，育种的培育技术，公司自主研发了上百种优质种鸡和种鸭，且生产的种苗成活率均达到 85% 以上，其中新兴黄鸡 2 号、新兴矮脚黄鸡、新兴竹丝鸡、新兴青脚麻鸡等四个种鸡配套系品种获得国家级畜禽品种的认定。此外，公司还在奶牛胚胎移植实验、猪的克隆和转基因技术上取得突破性进展。

第二层面，饲料营养配比技术，公司根据各类养殖品种生长特点和生长周期阶段的不同需求，配比了上百种饲料品种。2007 年公司鸡和鸭的料肉比平均维持在 2.3 倍左右，猪的料肉比保持在 2.3~2.6 倍之间，均处于同行业较低水平。

第三层面，养殖防疫技术，公司拥有动物疫病防控中心、企业研究院、动保产品研发与产业化中心三个防疫单位和院所，并建立了四级防疫技术管理体系，并联合国内外专家共同研发了多种预防疾病疫苗，其中包括禽流感 H5 和 H9 两个型号和蓝耳病普通和高致病性两种型号，目前公司动物防疫整体实力和指标均为国内同行领先水平。近几年，公司肉鸡、肉猪上市率均达到 96% 以上，重大人畜共患病的发生率为 0。

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

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

3. 物流销售

截至 2008 年底，公司拥有 126 家分支机构，遍布全国 22 个省，在完成全国性的生产布局的同时，也形成了一个全国性的营销网络。公司养殖的产品主要通过中间批发商进行销售，截至 2008 年底，公司拥有 5000 多个中间批发商客户。2006~2008 年，公司产品产销率均在 90% 以上。2008 年，公司销售肉鸡约 6.28 亿只，占全国肉鸡上市量的 8%；销售肉猪 250.7 万头。

此外，公司已开始注重养殖产品和终端市场形成联动，加大下游肉类食品加工业的发展，2008 年公司销售冰鲜鸡 1235.24 万只，全部销售于香港，在该地区市场占有率达到 20% 以上。

物流方面，尽管公司销售网络众多，但公司销售主要集中在广东地区，且该两地区产品运输多由中间批发商自行解决，加之公司养殖生产基地多靠近国道或省道，因此运输较为便利。

表 2 2006~2008 年公司地区销售占比

地区分布(%)	2006 年	2007 年	2008 年
广东区	59.2	61.3	57.1
广西区	10.8	7.7	7.77
福建区	5	5.1	4.13
太仓区	9.7	7.5	12.05
湖北区	2.6	3.2	2.85
西南区	5	4.9	4.86
东北区	4.6	6.7	7.64
香港区	3.1	3.6	3.59

资料来源：公司提供

4. 品牌建设

公司一直注重品牌的建设工作，每年约投入 1000 万元的宣传费用。公司品牌推广手段主要采用“硬性广告”和“软性宣传”相结合的宣传方式，即主要针对“温氏”主导品牌进行宣传包装。

公司养殖产品均印有“温氏”品牌字样，但由于公司主要针对中间商进行销售，加之下游食品加工业正处于发展阶段，因此公司在终端市场上品牌知名度一般。

5. 人员素质

公司现有高级管理人员 7 人，包括董事长兼总裁 1 名，常务副总裁 1 人，副总裁 4 人，财务总监 1 人，平均年龄 49 岁。

公司董事长兼总裁温鹏程先生，现年 47 岁，研究生学历，是公司主要创办人，现任广东温氏食品集团有限公司董事长兼总裁，广东华农温氏畜牧股份有限公司董事，云浮市政协副主席，广东省工商联副会长，中国饲料工业协会第五届理事会副会长、中华全国工商业联合会农业产业商会第一届理事会副会长，广东省农业龙头企业协会会长，第九、十、十一届全国人大代表。

公司常务副总裁温志芬先生，现年 39 岁，研究生学历，1993 年获华南农业大学畜牧系畜牧专业学士学位，2002 年获华南理工大学工商管理硕士学位；1993 年 7 月至 2006 年 6 月，华南农业大学动物科学学院任教，任教期间派驻公司工作；2006 年 4 月至今，任公司常务副总裁。

公司财务总监温小琼女士，现年 44 岁，大专学历，2002 年毕业于华南农业大学。1983 年 7 月参加工作至今，先后任公司新兴县勒竹养鸡场出纳、新兴县勒竹养鸡场财务负责人，公司财务部总经理，公司财务总监。

截止 2008 年底，公司本部及下属子公司共有员工 23400 人。按学历构成划分，具有大专及以上学历的 3427 人（包括：博士 20 名，博士后 2 名，硕士 185 名，本科 1540 名，大专 1680 名。），占总数的 14.65%；按年龄构成划分，50 岁及以上占 3%，30~50 岁占 46%，30 岁以下占 51%。

整体看，公司高级管理人员专业管理经验丰富，且以温氏家族人员为主（7 位高管，其中 4 位为温氏家族成员），团队稳定性较好。公司员工的文化程度较高，平均年龄较轻，人员整体素质较高。

6. 外部支持

公司作为一家农业龙头企业，在发展过程中，得到了各级政府的支持。2007~2008 年间，公司共获得国家级、省级的政府补贴收入累计达到 2700 多万元。

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

四、治理结构与公司管理

1. 法人治理结构

公司已按照法人治理结构设立了董事会、监事会及管理层。公司与其他多数未上市民营企业相比，股权结构方面已基本摆脱单一、集中、封闭的模式。但温氏家族成员在董事会、高管层的人员占比较多（公司董事成员 11 人，温氏家族成员有 5 人；公司高管 7 人，温氏家族 4 人）。因此，公司法人治理结构中制衡机制仍需进一步完善。

2. 公司内部管理

内部管理结构方面，公司采取条块化管理模式，四级制公司结构，即包括一级总公司、二级分（子）公司、二级半分（子）公司和三级生产场（厂）。公司总部建立 7 个核心职能部门，包括办公室、财务部、人力资源部、生产技术部、市场部、发展部、饲料部，总部为三级制管理结构，即包括总裁、副总裁、部门总经理。公司在实际经营管理中，大量启用家族以外的成员，通过明确岗位职责，以及合理的价值评价和价值分配体制，提高了公司整个内部管理结构水平。

内部管理制度建设方面，公司已建立了包括人力资源管理、生产技术管理、内部审计管理、财务管理、客户管理、投融资管理等相关制度，并通过加大制度的制约力度，基本满足

公司日常运作管理的需求。公司尤为注重人力资源的获取、利用、保持与开发战略的制定，并加强完善招聘录用、绩效考核、薪酬体系、员工离职管理、员工在职培训管理等制度建设，有利于优质人才的引进与保留，加强全体员工的认同感。

内部管理水平方面，公司核心生产经营环节都已实现信息化管理，并根据自身经营特点和需求，开发应用ERP系统软件；公司注重资金的使用效率，已建立资金结算中心；此外为加强员工积极性，公司三次增资扩股，吸纳职工股东。

整体看，公司管理结构合理，制度建设较完善。

五、经营分析

1. 经营模式及主营业务板块

2008年，公司实现主营业务收入1577476.40万元，较2007年增长34.64%；其中肉禽养殖和肉猪养殖实现收入分别为1033544.74万元和402793.77万元，占公司主营业务收入分别为65.52%和25.53%，是公司目前的核心产业；其他产业占8.95%。

表3 公司主营业务收入情况

项目	2006年			2007年			2008年		
	收入(万元)	成本(万元)	毛利率(%)	收入(万元)	成本(万元)	毛利率(%)	收入(万元)	成本(万元)	毛利率(%)
肉鸡	602675.27	486960.95	19.20	882846.94	696991.36	21.05	1033544.74	952872.01	7.81
肉猪	109223.59	95044.02	12.98	218171.72	150083.14	31.21	402793.77	302378.12	24.93
饲料	12867.55	12159.76	5.50	5690.00	5442.22	4.35	14532.21	11879.51	18.25
肉制品	23714.33	21548.45	9.13	44339.87	36850.03	16.89	83603.45	84901.58	-1.55
其他	11781.84	8950.19	24.03	20563.36	15130.52	26.42	43002.24	32004.41	25.58
合计	760262.58	624663.37	17.84	1171611.89	904497.27	22.80	1577476.40	1384035.63	12.26

资料来源：公司提供

(1) 养殖

① 经营模式

公司主要采用“公司+农户”的经营模式，即公司提供培育养殖种苗，并提供饲料、疫苗、养殖技术等一系列配套服务，由周边的农户与公司挂钩合作养鸡、猪等，最终形成产品，再由公司统一对外销售。销售后形成的利润，由公司与农户按照比例进行分配。由于公司与农户合作的时间较长，公司对农户的分配较为合理，因此公司经营模式比较稳定。

② 养殖成本

由于公司特殊的经营模式，加之公司养殖链条较为完善，因此公司养殖成本主要包括饲料成本(占总成本70%)，合作农户利润分配(劳务费用，占总成本15%)、种苗成本(占总成本10%)、疫苗成本和其他(占总成本5%)等。

③ 养殖规模

公司养殖规模不断扩大，截至2008年底，

公司合计拥有181个养殖生产基地(其中鸡舍90个、猪舍82个)，七个祖代育种培育中心，可实现年产鸡苗75706.6万只，猪苗314万头，公司70%养殖生产基地多集中在两广和福建地区。近几年随着公司养殖能力提升，投放市场的鸡猪产品也不断扩大。

④ 鸡养殖业务经营情况

2006~2008年，纳入公司主营业务收入以鸡类产品为主导，伴随着公司养殖规模的不断扩大，公司鸡养殖收入年均复合增长达到30.95%。

从鸡养殖业务利润率看，2006~2008年，鸡养殖毛利率大幅度波动下降；2006~2007年鸡肉在鸡肉价格不断上升的带动下，公司肉鸡产品毛利率由2006年的19.20%上升到2007年的21.05%；2008年则因为国内肉鸡行业竞争和饲料成本价格上涨的因素影响下，毛利率急剧下降到7.81%。整体上，鸡养殖业务利润水平

下降幅度较大。

⑤ 猪养殖业务经营情况

2006~2008年，纳入公司主营业务收入以肉猪类产品为占有较大比重，伴随着公司养殖规模的不断扩大，公司猪养殖收入高速增长，年均复合增长达到92.04%。

从猪养殖业务利润率看，2006~2008年，鸡养殖毛利率大幅度波动上升，由2006年的12.98%上升到2007年的31.21%；2008年则因为国内肉猪行业竞争和饲料成本价格上涨的因素影响下，毛利率下降到24.93%；整体上，猪养殖业务表现出较好的盈利能力。

总体看，公司所处行业的市场风险较大，盈利能力的稳定性较差。

(2) 其他产业

公司注重经营发展的“多元化”，已涉足与养殖行业相关的上下游产业包括：饲料、食品加工、有机肥、果蔬等产业，但2006~2008年其他产业实现收入较小。

2006~2008年，公司其他产业主要以饲料、肉制品为主，其中饲料毛利率大幅波动上升，2008年为18.25%；肉制品毛利率大幅波动下降，2008年出现亏损。

2. 经营效率

2006~2008年，公司销售债权周转次数处于上升趋势，三年平均为106.28次，2008年为111.40次，主要是公司销售产品90%以上采用保证金订货、现款交易的付款方式，产品销售款回笼较快。公司销售债权周转效率较好。2006~2008年，公司存货周转次数处于上升趋

势，三年平均为5.72次，2008年为5.90次，公司存货周转效率较好。2006~2008年，公司总资产周转次数处于上升趋势，三年平均为2.12次，2008年为2.19次，公司总资产周转效率较好；总体看，公司资产经营效率较高。

3. 未来发展

经营方面，未来公司将继续扩大养殖规模，并注重经营的多元化，大力发展肉食品加工，和其他与养殖相关的高附加值的延伸产业，公司主营业务收入有望基于此经营策略继续保持稳定增长。

投资方面，养殖规模的扩大和前景良好的延伸产业将成为公司未来几年投资重点。公司将主要采用固定资产投资和股权投资的两种方式，目前已立项新增的养殖基地5个，主要分布在天津、盐城、长丰、宿迁、平远等，其所投资资金主要来自自有资金。依据目前公司盈利情况看，公司未来投资将随着养殖规模有计划扩大，总体上不会给公司带来较多债务负担。

负债方面，随着养殖规模的扩大，未来公司短期流动资金需求将有所上升，从而带动公司短期借款的增多。此外随着养殖基地和延伸产业项目建设的增多，也将会给公司增加一部分长期负债。

表4 公司现有产能情况及未来产能预测

产 品	2006 年		2007 年		2008 年		2009 年预测		2010 年预测		2011 年预测	
	销量	增长	销量	增长	销量	增长	产量	增长	产量	增长	产量	增长
肉鸡（亿只）	4.38	15.26%	5.3	21.00%	6.28	18.49%	9	20%	11	22%	13.2	20%
肉猪（万头）	128	39.59%	181.7	41.95%	250.7	37.9%	490	63%	650	33%	845	30%
肉及肉制品（万吨）	2.3	93.28%	3.5	52.17%	5.2	48.57%	7.28	40%	9.46	30%	12.30	30%

资料来源：公司提供

表 5 未来经营预测 (单位: 亿元)

项目	2009 年	2010 年	2011 年
计划投资	10.35	15.81	18.18
销售收入	195.50	244.38	305.48
利润总额	13.80	16.33	18.82
净利润	13.50	15.93	18.32
折旧	2.00	2.60	3.38
摊销	0.53	0.59	0.70
利息支出	0.73	0.88	1.05
短期债务	10.80	12.40	15.00
长期债务	2.00	2.50	3.00
少数股东权益	4.20	4.50	4.80
所有者权益	52.99	60.93	70.07
资产总额	89.87	97.73	112.39
指标	2009 年	2010 年	2011 年
资产负债率 (%)	41.04	37.65	37.65
全部债务资本化比率 (%)	19.46	19.65	20.44
净资产收益率 (%)	25.48	26.14	26.15
EBITDA 利息倍数 (倍)	23.37	23.18	22.81
全部债务/EBITDA (倍)	0.75	0.73	0.75

资料来源: 公司提供

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2006~2008 年财务报表已经广东正中珠江会计师事务所有限公司审计, 均出具了标准无保留意见的审计结论。2007 年公司开始执行财政部 2006 年 2 月 15 日颁布的《企业会计准则》, 会计政策发生变更, 公司对会计政策变更所涉及的有关项目进行了追溯调整。公司 2009 年 6 月报表未经审计。

本报告财务分析以 2008 年合并报表数据为主, 分析涉及 2006 年财务数据比较时, 以调整后的 2007 年期初财务数据为基数。

截至 2008 年底, 公司 (合并) 资产总额为 783150.53 万元, 所有者权益合计为 456116.03 万元 (其中少数股东权益 39007.27 万元)。2008 年, 公司实现营业收入 1583353.00 万元, 利润总额 108800.61 万元。2008 年, 公司经营活动产生的现金流入为 1811692.02 万元, 公司经营活动产生的现金流量净额为 154263.30 万元, 现金及现金等价物净增加额为 14007.14 万元。

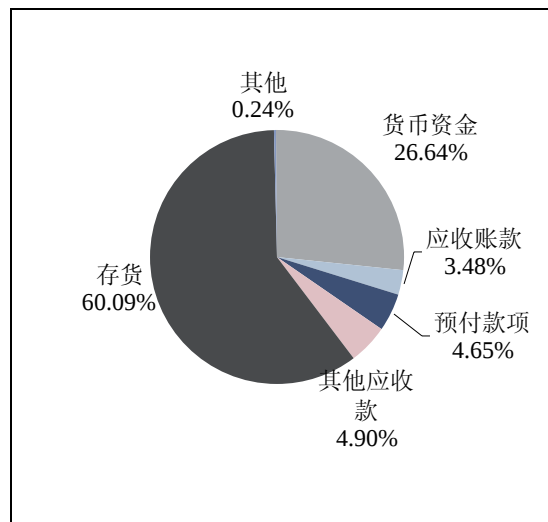
截至 2009 年 6 月底, 公司合并资产总额为 849368.01 万元, 所有者权益合计为 486756.78 万元 (其中少数股东权益 8758.54 万元)。2009 年 1~6 月, 公司实现营业收入 764146.99 万元, 利润总额 51515.72 万元。

2. 资产质量

2006~2008 年底, 公司资产总额快速增长, 年均复合增长 37.68%, 2008 年底为 783150.53 万元, 主要是公司养殖规模不断扩大所致。截至 2008 年底, 公司流动资产占 55.05%, 非流动资产占 44.95%。

2006~2008 年底, 公司流动资产年均复合增长 30.82%, 主要来自存货的增长。2008 年底公司流动资产为 431108.92 万元, 其构成为存货占 60.09%; 货币资金占 26.64%; 其他应收款占 4.90%; 预付款项占 4.65%; 应收账款占 3.48%。公司流动资产以货币资金和存货为主。

图 7 2008 年底公司流动资产构成



资料来源: 公司年报

2006~2008 年, 公司货币年均复合增长 16.05%; 2008 年底为 114852.89 万元, 主要是银行存款 (占 91.46%)。

2006~2008 年, 公司应收账款年均复合增长 33.85%, 2008 年底为 15009.82 万元, 在资产中的占比较小。从账龄来看, 公司应收账款 1

年以内占 80.12%，1~2 年占 19.70%，期末公司计提了 5.91% 的坏账准备，坏账计提比例较充分。

2006~2008 年，公司存货快速增长，年均复合增长 50.50%，2008 年底为 259073.27 万元，主要是公司生产规模扩大所致。从存货构成来看，截至 2008 年底，公司存货主要由原材料（占 22.53%）和消耗性生物资产（占 64.92%）构成，其中消耗性生物资产主要是幼畜（禽）及育肥畜（禽）。公司未提取存货跌价准备，主要是因为存货未发生存货成本高于可变现净值的情形。

综合看，2006~2008 年底，公司流动资产中存货占较大，且随着公司生产规模的扩大，公司存货增长较快，占比不断提升，公司存货主要为幼畜（禽）及育肥畜（禽），具有较好的变现能力，近三年公司存货周转次数达到 5.72 次。基于公司自身经营风险管理策略，公司账面现金类资金一直保持充足，2006~2008 年，公司现金类资产分别为 94280.24 万元、123379.75 万元和 115868.20 万元。

2006~2008 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 47.76%，快于同期资产的增长幅度，2008 年底为 352041.61 万元，主要是固定资产、生产性生物资产、在建工程增加所致。截至 2008 年底，公司非流动资产主要由固定资产（占 49.63%）、生产性生物资产（占 20.61%）、在建工程（占 19.96%）和无形资产（占 7.24%）构成。

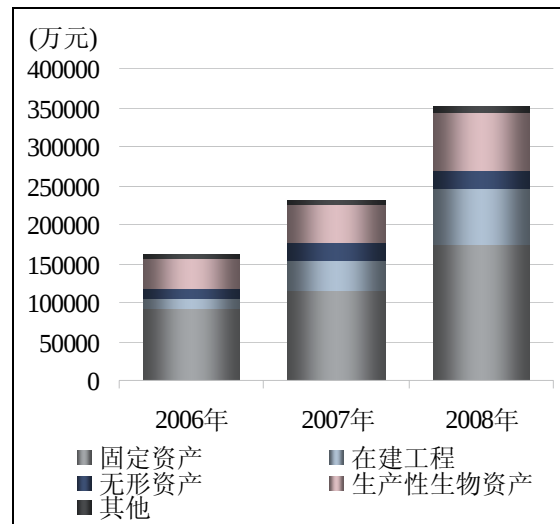
2006~2008 年底，公司固定资产增长较快，年均复合增长 38.14%，2008 年底为 174713.93 万元，主要是公司为扩大生产规模而进行固定资产投资所致。截至 2008 年底，公司固定资产原值主要由房屋及建筑物（占 57.01%、成新率 69.68%）和养殖类生产设施（占 19.35%、成新率 63.85%）构成。

2006~2008 年底，公司在建工程快速增长，年均复合增长 119.19%，2008 年底为 70261.52 万元，公司绝大部分在建工程与畜牧养殖主业相关。

2006~2008 年底，公司无形资产快速增长，年均复合增长 55.09%，主要是公司土地使用权增加所致。2008 年底公司无形资产合计为 25500.44 万元，土地使用权占无形资产比重为 95.07%。

2006~2008 年底，公司生产性生物资产快速增长，年均复合增长 448.18%，2008 年底为 72568.57 万元，全部为种鸡。公司生产性资产快速增长的主要原因是（1）2008 年饲料原材料的价格相比 2007 年上涨导致单位生产性生物资产成本也随之上涨；（2）2008 年公司规模继续扩大，养殖的种鸡数量较 2007 有所增长。

图 8 2006~2008 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

截至 2009 年 6 月底，公司资产总额为 849368.01 万元，较 2008 年底增长 8.46%；其中流动资产占 50.91%，非流动资产占 49.09%，非流动资产比重有所上升，主要是公司固定资产和在建工程增加所致。

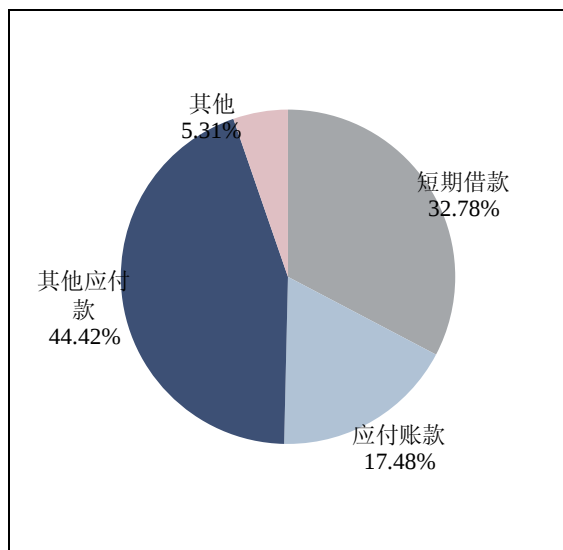
总体看，公司资产总额快速增长；公司现金类资产充足；公司流动资产中存货的比重较大，公司存货具有较好的变现能力，流动性较好；公司非流动资产比重呈上升趋势；整体看，公司资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

负债

2006~2008年底, 公司负债总额快速增长, 年均复合增长 39.48%, 2008 年底为 327034.50 万元, 主要是流动负债增加所致。截至 2008 年底, 公司流动负债占 96.90%, 非流动负债占 3.10%。公司主要以流动负债为主, 公司债务结构有待改善。

图 9 2008 年底公司流动负债构成情况



资料来源: 公司年报

2006~2008年底, 公司流动负债快速增长, 年均复合增长 39.14%, 2008 年底为 316885.19 万元, 主要是短期借款和其他应付款增加所致。截至 2008 年底, 公司流动负债主要由短期借款(占 32.78%)、应付账款(占 17.48%)和其他应付款(占 44.42%)构成。

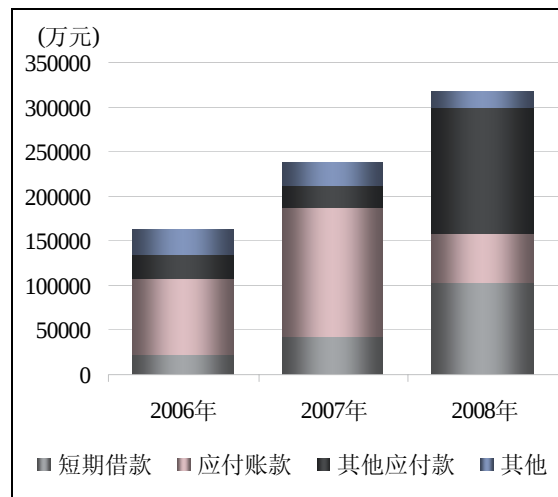
2006~2008 年底, 公司短期借款快速增长, 年均复合增长 110.77%, 2008 年底为 103890.00 万元, 主要由信用借款(占 72.67%)和保证借款(占 27.24%)构成。

2006~2008 年底, 公司应付账款波动下降, 年均复合下降 18.56%, 2008 年底为 55395.41 万元, 一年内需要支付的占 99.15%。

2006~2008 年底, 公司其他应付款快速增长, 年均复合增长 126.89%, 2008 年底为 140775.36 万元, 2008 年底其他应付款较 2007

年底增幅较大, 主要原因是代养农户缴纳的鸡苗押金增加所致。从账龄来看, 其他应付款一年一内需要支付的占 95.46%。

图 10 2006~2008 年底公司流动负债构成



资料来源: 公司年报

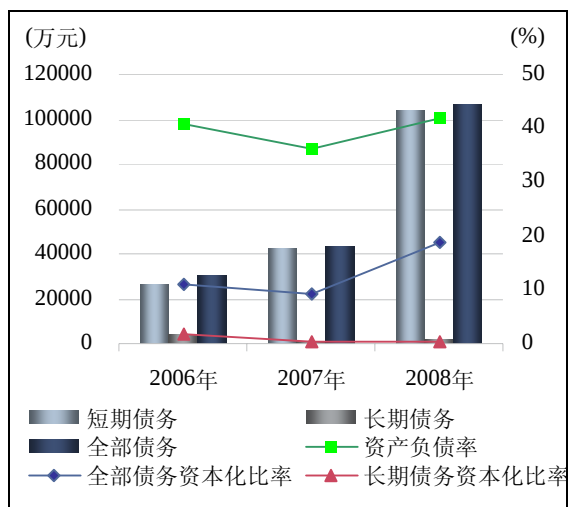
2006~2008 年底, 公司非流动负债快速增长, 年均复合增长 51.74%, 2008 年底为 10149.31 万元, 主要是长期应付款增加所致。截至 2008 年底, 公司非流动负债主要由长期借款(占 20.52%)、长期应付款(占 66.93%)和其他非流动负债(占 12.55%)构成。

2006~2008 年底, 公司全部债务快速增长, 年均复合增长 86.93%, 2008 年底为 105972.50 万元, 短期债务占 98.03%, 长期债务占 1.97%。公司债务结构以短期债务为主。

2006~2008 年底, 公司短期债务快速增长, 年均复合增长 99.79%, 2008 年底为 103890.00 万元, 主要是短期借款增长所致。

2006~2008 年底, 公司全部债务资本化比率波动上升, 3 年平均值为 14.42%, 2008 年为 18.85%。2006~2008 年底, 公司资产负债率波动上升, 3 年平均值为 39.86%, 2008 年底为 41.76%; 公司债务指标呈上升趋势, 整体债务负担较轻。2006~2008 年, 公司长期债务资本化比率分别为 1.72%、0.19%和 0.45%, 3 年平均为 0.63%, 长期债务资本化比率波动下降。

图 11 2006~2008 年公司债务构成情况



资料来源：公司年报

截至 2009 年 6 月底，公司负债总额为 362611.23 万元，较 2008 年底增长 10.88%，其中流动负债占 93.38%，非流动负债占 6.62%，负债仍以流动负债为主。截至 2009 年 6 月底，公司流动负债为 338590.26 万元，较 2008 年底增长 6.85%，主要是其他应付款增加所致。截至 2009 年 6 月底，公司非流动负债为 24020.97 万元，较 2008 年底增长 136.68%，主要是长期借款增加所致。

截至 2009 年 6 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 42.69%、4.34% 和 19.51%，较 2008 年底分别上升 0.93 个百分点、3.89 个百分点和 0.66 个百分点，公司债务负担受长期借款增加影响而有所上升。

所有者权益

2006~2008 年底，公司所有者权益快速增长，年均复合增长 36.43%，2008 年底为 456116.03 万元（少数股东权益占 8.55%），主要是实收资本大幅增加所致。截至 2008 年底，公司归属于母公司的所有者权益由实收资本（占 45.14%）、资本公积（占 2.91%）、盈余公积（占 4.39%）、未分配利润（占 47.56%）构成。公司所有者权益稳定程度一般。

截至 2009 年 6 月底，公司所有者权益为

486756.78 万元，较 2008 年底增长 6.72%，主要是实收资本和盈余公积增加所致。

总体看，公司债务指标呈上升趋势，债务期限结构有待改善，整体债务负担较轻。

4. 盈利能力

2006~2008 年，公司营业收入和营业成本均快速增长，年均复合增长分别为 43.96% 和 48.72%，2008 年分别为 1583353.00 万元和 1386482.65 万元，公司营业成本增幅快于营业收入的增幅主要是一方面，同期肉鸡肉猪市场价格波动回落，另一方面同期原材料成本上涨导致。同期公司营业盈利能力也有所下降，由 2006 年的 17.93% 下降至 12.43%。

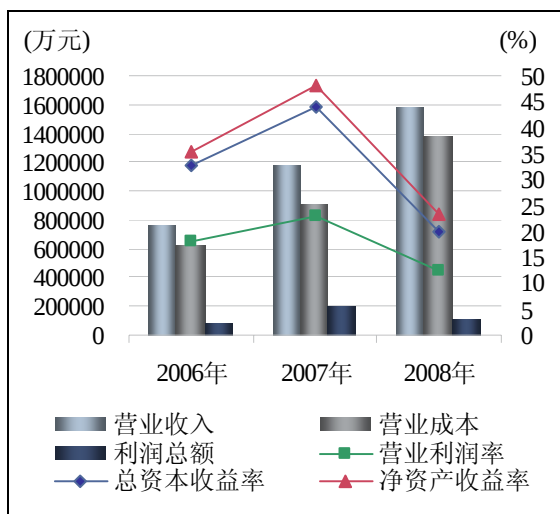
2006~2008 年，公司营业利润、利润总额和净利润年均复合增长，分别为 12.49%、11.66% 和 11.05%，2008 年分别为 111022.60 万元、108800.61 万元和 106472.24 万元。

从公司整体盈利能力看，受资产、净资产增长，营业盈利能力下降的影响，2006~2008 年，公司总资本收益率、净资产收益率有所下降，但整体处于较好水平，2008 年分别为 20.03% 和 23.34%。

从期间费用看，2006~2008 年，公司期间费用（营业费用、管理费用和财务费用）占营业收入的比例分别为 6.32%、5.60% 和 5.63%，期间费用占营业收入的比重处于小幅波动下降状态。

从收入实现质量看，2006~2008 年，公司现金收入比率分别为 99.16%、95.65% 和 105.75%，公司现金收入的实现质量波动中有所提高，整体处于较好水平。

图 12 2006~2008 年公司盈利情况



资料来源：公司年报整理

2009 年 1~6 月，公司实现营业收入和利润总额分别为 764146.99 万元和 51515.72 万元，占 2008 年全年的比重分别为 48.26%和 47.35%，公司整体经营状态正常；公司营业利润率为 13.83%，较 2008 年略有上升，公司整体经营状态正常，公司利润水平处于较高水平。

总体看，公司经营规模不断扩大，营业收入快速增长；整体盈利能力下降幅度较大，处于较好水平。

5. 偿债能力

从短期偿债指标来看，2006~2008 年底，公司流动比率指标波动中有所下降，3 年平均值为 153.16%，2008 年底为 136.05%；公司速动比率波动中也相应有所下降，3 年平均值为 71.75%，2008 年底为 54.29%；公司短期偿债指标减弱。2006~2008 年，公司经营现金流动负债比率波动中有所上升，3 年平均值为 48.19%，2008 年底为 48.68%。2009 年 6 月底，公司流动比率和速动比率分别为 127.72%和 43.99%，较 2008 年有所下降。总体看，公司短期偿债能力在公司良好的现金流的支撑保障下较强。

从长期偿债指标来看，2006~2008 年，公

司 EBITDA 波动中有所增长，年均复合增长 18.22%，2008 年为 151320.53 万元，主要是利润总额和折旧增长所致；公司 EBITDA 利息倍数处于下降趋势，3 年平均值为 45.32 倍，2008 年为 24.71 倍；EBITDA 对利息的保障能力很强。2006~2008 年，公司全部债务/EBITDA 的比率处于上升趋势，3 年平均值为 0.46 倍，2008 年为 0.70 倍；EBITDA 对全部债务的保障能力好。总体看，公司整体偿债能力很强。

截至 2009 年 6 月底，公司以保证担保的形式对外担保余额 13000 万元，主要为对广东大华农动物保健品股份有限公司和肇庆大华农生物药品有限公司的借款担保。公司担保额度占 2009 年 6 月底的净资产比重较小，担保率仅为 2.67%，整体担保风险很小。

截至 2009 年 6 月底，公司共获得国家开发银行、工商银行、农业银行、中国银行、农业发展银行等银行累计授信总额 37.65 亿元，其中已使用额度为 14.43 亿元，未用额度为 23.22 亿元，公司间接融资渠道畅通。

七、综合评价

公司是养殖行业龙头企业，公司在养殖规模、养殖技术方面优势显著。公司内部管理结构合理，制度建设较完善，内部管理水平较高。近年来，尽管公司所属养殖行业面临疫情和市场风险较大，但基于公司养殖规模较大，养殖技术水平较高，加之“一体化”经营战略，伴随着农产品价格的快速上涨，公司保持了较好的经营状况和发展态势。

目前，公司资产总额快速增长；公司现金类资产充足；公司流动资产中存货的比重较大，公司存货具有较好的变现能力，流动性较好；公司非流动资产比重呈上升趋势；整体看，公司资产质量较好。公司经营规模不断扩大，营业收入快速增长；公司债务负担较轻；公司短期偿债能力在公司良好的现金流的支撑保障下较强，整体偿债能力很强。

未来随着公司生产规模进一步扩大，营业收入有望继续保持稳定增长，并支撑公司的信用基本面。联合资信认为，公司整体信用风险水平较低。

附件 1-1 2006 年～2009 年 6 月公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 6 月
流动资产：					
货币资金	85278.03	100845.75	114852.89	16.05	93906.10
交易性金融资产	9002.21	22281.14	1015.31	-66.42	183.40
应收票据		252.85			
应收账款	8377.72	13164.08	15009.82	33.85	10285.14
预付款项	7305.83	38604.94	20053.76	65.68	12665.22
应收利息					
应收股利					
其他应收款	27558.56	45484.26	21103.88	-12.49	26669.66
存货	114380.97	210745.69	259073.27	50.50	283506.72
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					5234.59
流动资产合计	251903.33	431378.72	431108.92	30.82	432450.84
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	920.79	1105.56	967.67	2.51	1831.07
投资性房地产					
固定资产	91550.93	115965.55	174713.93	38.14	195558.79
在建工程	14624.12	37710.82	70261.52	119.19	88464.05
工程物资	16.34	27.65	491.06	448.18	79.38
固定资产清理					1112.73
生产性生物资产	39112.96	48449.05	72568.57	36.21	91349.13
油气资产					
无形资产	10601.27	22609.36	25500.44	55.09	29561.80
开发支出					
商誉	722.78	722.78	0.00	-100.00	
合并价差					
长期待摊费用	3668.84	4345.53	7415.42	42.17	8960.23
递延所得税资产	27.46	71.54	123.01	111.64	
其他非流动资产					
非流动资产合计	161245.49	231007.85	352041.61	47.76	416917.17
资产总计	413148.81	662386.57	783150.53	37.68	849368.01

附件 1-2 2006 年～2009 年 6 月公司合并资产负债表（负债及权益）
 （单位：人民币万元）

项目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 6 月
流动负债：					
短期借款	23387.00	42618.00	103890.00	110.77	87922.01
交易性金融负债					
应付票据	2640.00			-100.00	8000.00
应付账款	83528.96	145201.30	55395.41	-18.56	54285.60
预收款项	2267.52	5179.91	5944.23	61.91	6563.57
应付职工薪酬	7926.75	9925.93	10230.89	13.61	11415.01
应交税费	458.69	1489.48	-1095.85	#NUM!	-528.36
应付利息	48.61	19.33	75.20	24.38	0.00
应付股利	9085.18	7765.81	1669.96	-57.13	444.30
其他应付款	27345.94	22882.85	140775.36	126.89	170440.49
预计负债	7000.00	3000.00		-100.00	
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债					
流动负债合计	163688.64	238082.61	316885.19	39.14	338590.26
非流动负债：					
长期借款	4300.00	800.00	2082.50	-30.41	22082.50
应付债券					
长期应付款			6792.63		1938.47
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债		348.72			
其他非流动负债	107.71	222.63	1274.18	243.94	
非流动负债合计	4407.71	1371.35	10149.31	51.74	24020.97
负债合计	168096.36	239453.96	327034.50	39.48	362611.23
所有者权益：					
实收资本(或股本)	40000.00	40000.00	188274.87	116.95	225909.26
资本公积	76671.07	146860.85	12131.12	-60.22	46000.53
减：库存股					
盈余公积	12007.34	20346.82	18315.77	23.51	62942.83
未分配利润	89377.86	179342.21	198393.05	48.99	143145.63
外币报表折算差额		-4.09	-6.04		
归属于母公司权益合计	218056.27	386545.79	417108.77	38.31	477998.25
少数股东权益	26996.19	36386.83	39007.27	20.20	8758.54
所有者权益合计	245052.46	422932.62	456116.03	36.43	486756.78
负债和所有者权益总计	413148.81	662386.57	783150.53	37.68	849368.01

附件 2 2006 年~2009 年 6 月公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 1~6 月
一、营业收入	763990.43	1174855.93	1583353.00	43.96	764146.99
减: 营业成本	626888.80	906846.86	1386482.65	48.72	658410.46
营业税金及附加	117.54	208.54	138.03	8.37	24.81
销售费用	13112.29	18890.61	25035.12	38.18	14988.68
管理费用	33331.85	46144.56	60607.54	34.84	39827.45
财务费用	1859.13	740.64	3546.31	38.11	2460.09
资产减值损失	1029.56	901.48	663.68	-19.71	4.61
加: 公允价值变动收益		254.39	-940.56		
投资收益	86.51	4222.18	5083.50	666.58	288.16
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	87737.76	205599.81	111022.60	12.49	48719.06
加: 营业外收入	408.96	2129.12	1748.97	106.80	3341.74
减: 营业外支出	882.86	1959.79	3970.96	112.08	545.08
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	87263.86	205769.14	108800.61	11.66	51515.72
减: 所得税费用	929.15	2592.34	2328.37	58.30	988.96
四、净利润	86334.70	203176.79	106472.24	11.05	50526.76

附表 3-1 2006 年~2009 年 6 月公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)	2009 年 1~6 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	757547.71	1123725.69	1674370.37	48.67	769491.00
收到的税费返还	473.94	578.69	1745.35	91.90	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	2056.42	4051.90	135576.30	711.96	3341.74
经营活动现金流入小计	760078.07	1128356.28	1811692.02	54.39	772832.74
购买商品、接受劳务支付的现金	629958.60	910112.86	1424031.63	50.35	657839.60
支付给职工以及为职工支付的现金	26669.95	43006.80	61000.72	51.24	11415.01
支付的各项税费	7148.10	6962.86	14584.78	42.84	13683.10
支付其他与经营活动有关的现金	26767.70	46441.04	157811.60	142.81	57821.30
经营活动现金流出小计	690544.35	1006523.56	1657428.73	54.93	740759.01
经营活动产生的现金流量净额	69533.72	121832.72	154263.30	48.95	32073.73
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	5555.30	229934.21	24936.52	111.87	0.00
取得投资收益收到的现金	611.20	4260.11	6404.28	223.70	11143.33
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	274.46	1812.03	10728.79	525.23	1112.73
处置子公司及其他单位收到的现金净额					
收到其他与投资活动有关的现金	4839.17	301.72	5569.59	7.28	
投资活动现金流入小计	11280.13	236308.07	47639.18	105.51	12256.07
购建固定资产、无形资产等支付的现金	37417.94	88377.76	163887.50	109.28	52523.26
投资支付的现金	426.00	244065.42	15730.00	507.66	
取得子公司等支付的现金净额			1367.21		
支付其他与投资活动有关的现金		329.29	3183.09		
投资活动现金流出小计	37843.94	332772.47	184167.80	120.60	52523.26
投资活动产生的现金流量净额	-26563.82	-96464.40	-136528.62	126.71	-40267.19
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	714.07	12357.62	0.00	-100.00	0.00
取得借款收到的现金	57337.00	54256.62	175736.39	75.07	22032.01
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金			10820.07		22032.01
筹资活动现金流入小计	58051.07	66614.24	186556.46	79.27	44064.02
偿还债务支付的现金	63743.90	41987.00	104522.05	28.05	38000.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	15036.60	29106.38	60115.26	99.95	18817.35
支付其他与筹资活动有关的现金		5321.46	25644.74		
筹资活动现金流出小计	78780.50	76414.84	190282.05	55.41	56817.35
筹资活动产生的现金流量净额	-20729.43	-9800.60	-3725.60	-57.61	-12753.33
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响			-1.94		
五、现金及现金等价物净增加额	22240.47	15567.72	14007.14	-20.64	-20946.78
加: 期初现金及现金等价物余额	63037.56	85278.03	100845.75	26.48	0.00
六、期末现金及现金等价物余额	85278.03	100845.75	114852.89	16.05	-20946.78

附表 3-2 2006 年~2008 年现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2006 年	2007 年	2008 年	变动率(%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	86334.70	203176.79	106472.24	11.05
加: 资产减值准备	1029.56	901.48	17.59	-86.93
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	14872.25	18737.83	33520.72	50.13
无形资产摊销	446.71	516.24	609.31	16.79
长期待摊费用摊销	2175.63	3840.25	2265.90	2.05
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	60.32	148.21	-2581.94	
固定资产报废损失			12.73	
公允价值变动损失		-254.39	940.56	
财务费用	3510.45	2591.04	7122.68	42.44
投资损失	86.51	-4222.18	-5083.50	
递延所得税资产减少		-44.08	-360.38	
递延所得税负债增加		348.72	-81.43	
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-25519.12	-96470.45	-48327.58	37.61
经营性应收项目的减少	-25251.40	-19542.95	23339.38	
经营性应付项目的增加	11788.11	12106.19	36397.02	75.72
其他				
经营活动产生的现金流量净额	69533.72	121832.72	154263.30	48.95
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3.现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	85278.03	100845.75	114852.89	16.05
减: 现金的期初余额	63037.56	85278.03	100845.75	26.48
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	22240.47	15567.72	14007.14	-20.64

附表 4 主要财务计算指标

项目	2006 年	2007 年	2008 年	平均值	2009 年 6 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	91.19	107.81	111.40	106.28	--
存货周转次数(次)	5.48	5.58	5.90	5.72	--
总资产周转次数(次)	1.85	2.18	2.19	2.12	--
盈利能力					
营业利润率(%)	17.93	22.79	12.43	16.64	13.83
总资本收益率(%)	32.63	44.12	20.03	29.78	--
净资产收益率(%)	35.23	48.04	23.34	33.13	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	1.72	0.19	0.45	0.63	4.34
全部债务资本化比率(%)	11.01	9.31	18.85	14.42	19.51
资产负债率(%)	40.69	36.15	41.76	39.86	42.69
偿债能力					
流动比率(%)	153.89	181.19	136.05	153.16	127.72
速动比率(%)	84.01	92.67	54.29	71.75	43.99
EBITDA 利息倍数(倍)	30.84	89.33	24.71	45.32	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.28	0.19	0.70	0.46	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	1.42	0.58	0.17	0.54	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	12.24	9.79	2.90	6.83	--
现金流					
现金收入比(%)	99.16	95.65	105.75	101.40	100.70
利润现金比率(%)	80.54	59.96	144.89	106.54	63.48

注：公司从 2007 年开始执行《企业会计准则（2006）》，2006 年数据为 2007 年年初数据，2009 年 6 月的财务数据未经审计。

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(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	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×100%
营业利润率*	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
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×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率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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/利息支出

注: 长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+利息支出+固定资产折旧+摊销

筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额

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

标*的指标为新会计准则下对应的指标

附件 6 企业主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，企业主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

联合资信评估有限公司关于 广东温氏食品集团有限公司 企业主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在广东温氏食品集团有限公司企业主体长期信用等级有效期内进行定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

广东温氏食品集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。广东温氏食品集团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，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注广东温氏食品集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现广东温氏食品集团有限公司出现重大变化，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，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整企业主体长期信用等级。

如广东温氏食品集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信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，直至广东温氏食品集团有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如广东温氏食品集团有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送广东温氏食品集团有限公司、主管部门、交易机构等。

