

信用等级公告

联合[2010] 545 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
主体长期信用等级为
AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一零年九月十四日



地址：北京市西城区金融大街2号中国人寿大厦19层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhcreditratings.com.cn

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因广东温氏食品集团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主体长期信用等级自 2010 年 9 月 14 日至 2011 年 9 月 13 日有效；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。

联合资信评估有限公司
二零一零年九月十四日

广东温氏食品集团有限公司

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：2010 年 9 月 14 日

财务数据

项目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 6 月
资产总额 (亿元)	66.24	78.32	95.16	104.05
所有者权益 (亿元)	42.29	45.61	51.60	49.55
长期债务 (亿元)	0.08	0.21	3.51	4.11
全部债务 (亿元)	4.34	10.60	15.39	27.00
营业收入 (亿元)	117.49	158.34	167.21	91.74
利润总额 (亿元)	20.58	10.88	9.83	-1.00
EBITDA (亿元)	23.15	15.13	13.91	--
营业利润率 (%)	22.79	12.43	12.05	4.98
净资产收益率 (%)	48.04	23.34	18.51	--
资产负债率 (%)	36.15	41.76	45.78	52.37
全部债务资本化比率 (%)	9.31	18.85	22.97	35.27
流动比率 (%)	181.19	136.05	123.64	102.26
全部债务/EBITDA (倍)	0.19	0.70	1.06	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	89.33	24.71	21.97	--

注：公司从 2007 年开始执行《企业会计准则》，2010 年 6 月财务数据未经审计。

分析师

黄 竞 刘雅南

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
中国人保大厦 17 层（100022）

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对广东温氏食品集团有限公司（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、商业模式等方面的优势。同时，联合资信也注意到，公司所属行业面临市场风险和疫情风险较大，2010 年上半年，受市场低迷和原料成本上升双重因素影响，公司盈利能力下降幅度较大，但由于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”经营模式有助于抵御市场风险，并对公司整体信用水平形成支撑。

考虑生猪养殖周期中存栏—成本—盈利变化对于价格的渐进性影响，加之政府调控力度加大，2010 年 6 月起猪价已出现回升态势。未来公司将继续扩大养殖规模，并适度发展与养殖相关的高附加值的延伸产业，公司经营业绩有望保持增长。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. 公司有息债务负担较轻。

关注

1. 公司所处养殖行业市场风险和疫情风险较大。
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. 受肉类价格下降，饲料成本上涨的影响，公司主营业务盈利水平大幅下降，2010年上半年公司经营出现亏损。
4. 随着公司分支机构和管理层级不断增加，管理费用增幅较大，公司整体经营管理效率有待进一步提高。

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，2010 年 5 月 8 日经历第七次增资扩股，公司注册资本由 22.59 亿元增至 24.85 亿元。其中，温鹏程等 44 位自然人出资 12.37 亿元，持有公司 49.75% 的股权；公司 8000 多名职工代表组成的工会出资 12.48 亿元，拥有公司 50.25% 的股份。公司个人持股比例最高股东为温鹏程先生，持有公司 2.945% 股权。与温鹏程存在亲属关系的“温氏家族”成员合计持有公司 15.66% 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、技术中心、经营部、信息中心、财务部 6 个职能部门。2010 年 2 月，公司完善董事会架构，设立董事会办公室、投资与发展委员会、薪酬与考核委员会，监察委员会。截至 2009 年底，纳入公司合并范围的子公司共 74 家；公司本部及下属子公司共 27530 人。

截至 2009 年底，公司（合并）资产总额为 951597.43 万元，所有者权益合计为 515994.91 万元（其中少数股东权益 38263.63 万元）。2009 年，公司实现营业收入 1672092.10 万元，利润

总额 98328.84 万元。

截至 2010 年 6 月底，公司合并资产总额为 1040460.81 万元，所有者权益合计为 495523.37 万元（其中少数股东权益 12188.54 万元）。2010 年 1~6 月，公司实现营业收入 917416.25 万元，利润总额-9916.74 万元。

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。

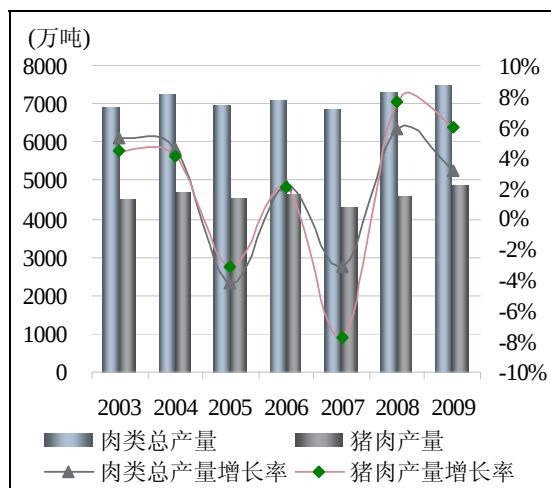
二、行业分析

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

近几年中国畜牧业稳健发展，其中，肉类产品产量波动中小幅增长。2003~2009 年，中国肉类总产量年均增长 1.37%。2009 年，尽管受到金融危机、甲型流感、三聚氰胺、瘦肉精等事件影响，但是中国政府加强质量监管，畜牧业抗风险能力显著增强，中国畜牧业保持增长趋势，中国肉类总产量 7500 万吨，同比增长 3.18%。其中，猪肉产量 4889 万吨，同比增长 5.94%。

图 1 2003 年~2009 年中国肉类产量情况



资料来源：中国农业信息网

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

2. 畜牧业养殖模式

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

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

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

自繁自养模式，尤其是具备完整产业链条的自繁自养模式，一般是集育种、饲料、防疫、养殖、屠宰、加工、食品和配送等各个产业链条于一体的养殖经济模式。这种经营模式对资

本、技术水平、土地、劳动力等综合素质要求较高，一旦产业链条形成，其经营效益和风险抵御能力的优势也较为凸显。这种养殖模式是中国养殖企业长期发展的趋势。这一模式是各地政府的重点扶持对象。

3. 行业主要影响因素

（1）饲料成本

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

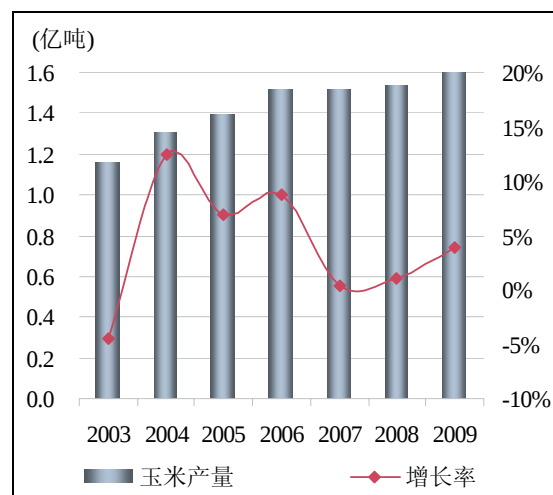
①玉米

玉米产量缓慢增长

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

从玉米产量来看，随着玉米单产量的提高和种植面积小幅扩大，玉米产量保持连续六年增产，但幅度不大，2003~2009年年均复合增长6.06%。据 Informa 公司预测，2009年全国玉米总产量1.60亿吨，比上年度增长3.9%。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~2009年中国玉米产量情况



数据来源：wind 资讯

玉米供求处于紧平衡状态

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约占总消费的 90%，其中饲料消费占比维持在 60%-65%。

饲料消费方面，随着人们生活的改善，对肉类消费需求的增多，尽管养殖疫情带来阶段性短期饲料需求的下降，但整体上饲料消费需求逐年增长；工业消费方面，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。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。由于玉米消费量增速快于产量增速，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。

未来随着饲料行业需求的稳定，加之国家对工业玉米消费量的控制，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。

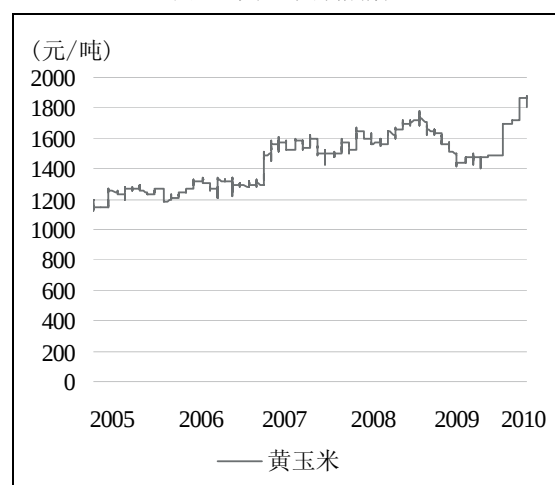
玉米价格处于波动上升趋势

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。

2003~2009 年，中国玉米价格波动上涨，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。但 2009 年下半年以来玉米价格止跌回升。国储价格是市场价格的底

线，2009 年国家发改委《关于做好 2009 年东北地区秋粮收购工作的通知》中玉米（国标三等）临时收储价格为：内蒙古自治区和辽宁省 0.76 元/斤，吉林省为 0.75 元/斤，黑龙江省为 0.74 元/斤。国家粮食最低收购价的不断提高对市场价格回升有持续推动作用。2010 年上半年，玉米价格一路震荡上行，以广东省为例，二级玉米批发价除 2010 年 2 月略有震荡外，总体呈一路盘升走势，至 2010 年 6 月涨至历史高位 2132 元/吨。

图 3 黄玉米价格情况



数据来源：wind 资讯

2010 年 2 季度以来，国家陆续出台恢复东北临储玉米拍卖以及取消玉米淀粉、酒精出口退税平抑玉米深加工产品出口需求等措施，2010 年 7 月玉米价格已有所回落。加之随着四季度新玉米将陆续收获上市等因素影响，预计 2010 年下半年玉米价格继续上涨的空间不大。但从长期看，考虑供给紧平衡及国家收储政策等因素，预期未来中国玉米价格仍将高位运行。

②豆粕

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

中国大豆供给进口依赖程度高，大豆进口量持续增长

中国的大豆主要依赖进口，大豆进口主要来源美国、巴西、阿根廷三国。2005~2009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。2009年，受全球金融危机影响，大豆和豆粕价格下降的影响，中国对大豆消费量增加，为5705万吨，同比增长20.87%；这导致大豆进口量大增为4255万吨，同比增长13.65%。

表1 中国大豆供需数据分析

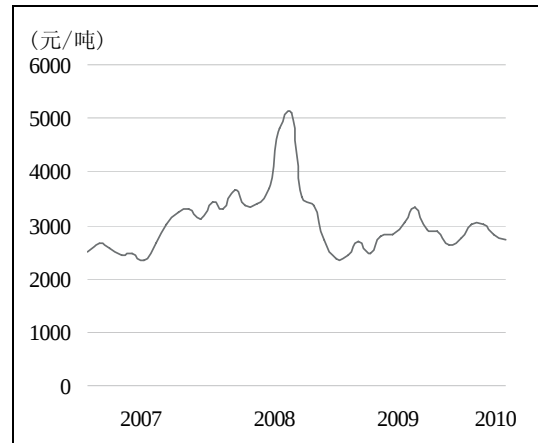
项目	2005	2006	2007	2008	2009
播种面积(万公顷)	959	928	860	965	880
国内产量(万吨)	1635	1597	1350	1650	1450
消费总量(万吨)	4454	4540	4843	4720	5705
进口总量(万吨)	2832	2873	3440	3744	4255
占比(%)	2005	2006	2007	2008	2009
国产占比(%)	36.42	36.72	28.97	30.59	25.42
进口占比(%)	63.58	63.28	71.03	69.41	74.58

资料来源：中国农业信息网

国内豆粕价格大幅度波动后低位运行，给畜牧业的成本控制带来较大难度

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，从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。目前豆粕价格低位运行，2010年2月，豆粕价格为2724元/吨。豆粕价格大幅度波动后低位运行，给养殖企业成本控制带来了较大压力。

图4 2007年~2010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，受玉米价格波动上升和豆粕价格大幅波动影响，养殖企业饲料成本控制难度加大。

(2) 肉类市场

① 鸡

近十年来，中国肉鸡产业发展迅速，根据中国畜牧业信息网数据显示，中国鸡肉产量由1997年729万吨提高至2008年的1190万吨。目前中国鸡肉产量已超过欧盟，为世界第二大鸡肉生产国。

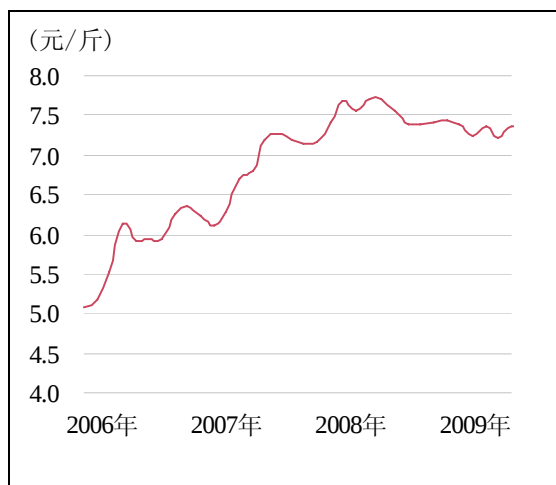
从肉鸡消费来看，近十年，人均鸡肉消费量显著提升，根据中国畜牧业信息网数据显示由1997年的人均鸡肉消费量5.82千克提升至2008年的人均鸡肉消费量9.15千克。但与世界其他国家相比，例如美国的人均鸡肉消费量43.67千克，加拿大人均鸡肉消费量32.14千克，欧盟人均消费量15.6千克，巴西人均消费量33.3千克，台湾地区人均消费量也有28千克，中国鸡肉人均消费量仍处于较低水平，主要是由于中国肉类消费偏重猪肉所致。目前中国前三大鸡肉消费地区为广东省、广西省和海南。

南省，这三大地区人均鸡肉消费水平基本等同于欧盟地区人均鸡肉消费水平。

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

近几年，肉鸡价格波动较大。2005 年底爆发的禽流感导致鸡肉价格暴跌；2006 年低位运行缓慢上升；2007 年由于前期补栏量不足导致的供不应求，猪肉、鸡蛋等替代品的价格快速上涨以及豆粕价格的上涨等因素推动，肉鸡价格明显上扬；2008 年由于前期高利润的吸引导致的补栏大幅跟进的释放效应，以及金融危机导致的需求下降，市场供给大于需求，肉鸡价格基本在比较稳定的范围内呈先涨后跌的趋势；2009 年 1~5 月，肉鸡价格延续了 2008 年的趋势，持续小幅下降，5 月以后，由于前期养殖户补栏不足，出栏量开始减少，加上国家刺激经济发展政策的效果逐步显现，肉鸡价格波动中小幅上涨，2010 年 2 月升至 7.41 元/斤，其后市持续低迷；2010 年 7 月和 8 月肉鸡价格呈快速上涨趋势，8 月底为 7.7 元/斤，整体仍处在低位。

图5 2006年6月~2009年12月中国城市鸡肉零售价格



资料来源：Wind资讯

整体看，肉鸡行业在经历了 2007 年的跨年度高峰期后，价格从高峰期向正常期的回归，并受金融危机所带来的需求下滑的影响至今仍处于低位徘徊。肉食品价格与成本上升相背离，养殖企业经营压力较大。

②猪

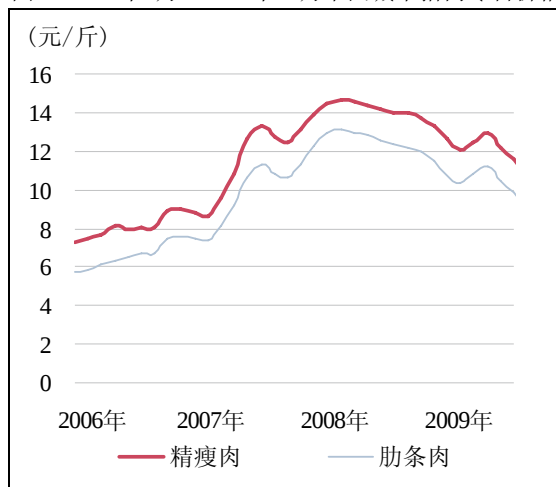
猪肉作为中国第一大消费肉类，近十年来，随着中国人口的增长，加之生活水平的提升，对猪肉需求逐步增多，根据中国农业信息网数据显示，中国猪肉产量由1997年3596万吨提高至2008年的4615万吨。目前中国猪肉产量已占世界总产量的一半。

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；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，猪肉价格整体呈先上升后下降趋势。2006年猪价开始进入上升区间，2007、2008 年两次高热疫病使得生猪产业进入产业整合期，散户逐渐退出，规模养殖户和集约化养殖成为主体，猪价上涨22个月到2008年3月达到顶峰，之后猪价进入下滑区域，猪价走势也表现为震荡下滑，但猪价下滑期间后备母猪更新和扩栏现象比较普遍，因此本次猪价下跌周期将会相应延长。

面对生猪价格的持续下跌，2009年国家颁布《防止生猪价格过度下跌调控预案实施细则(暂行)》，后将猪粮比以5.5-6作为生猪产业盈亏平衡点。当前国家开始建设多个万吨级冻库，2010年猪粮比低于盈亏平衡点时候，政府会收储冻肉以提升猪价。截至2010年8月底，商务部会同财政部、发展改革委、中国农业发展银行共进行了5批公开竞价收储储备冻猪肉，对稳定国内生猪市场价格起到了一定作用。

图6 2006年6月~2009年12月中国城市猪肉零售价格



资料来源：Wind资讯

2010年1~5月，猪肉价格有所波动，但整体仍处于低位。从农业部、商务部发布的2010年4月份相关数据显示看，生猪存栏、能繁母猪存栏数双双出现回落，而屠宰量却出现大幅上涨，短期内生猪市场仍处于供过于求状态。受生猪存栏减少、国家加大冻肉收储等因素影响，2010年6月起猪肉价格小幅上升，预计中秋节前后猪肉消费步入旺季后，猪肉价格将继续保持上升势头。

整体看，猪肉长期价格走势基本与饲料原料价格保持一致，短期价格受供给水平、国家政策等因素影响较大。未来，受粮食价格波动、短期肉类市场供需调整加大以及养殖疫情爆发等多重不确定因素影响，预计未来肉类产品价格波动较大，小型养殖企业仍面临较大市场风险，而具有规模优势、市场优势及多元化生产布局的大型养殖企业将表现出更强的抗风险能力，有望在竞争中进一步做大做强。

(3) 病疫

病疫是畜牧业发展的重要影响因素，近几年，平均每年都有十几起疫情爆发，造成30%的禽畜患病死亡，很多中小型养殖企业也因此破产，同时疫情过后，市场短期消极态势，例如肉类产品价格平均下跌20%，农民补栏的热情减退等，但考虑到畜牧产品非周期性需求特点，加之自身供需调节能力较强，因此疫情仅

为短期影响因素。未来随着国家畜牧防疫技术的提升，加之中国畜牧产业结构的优化以及产业升级都将缓解疫情对畜牧产业的影响。

①禽流感对肉鸡行业影响

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

②口蹄疫对肉猪行业影响

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

2010年3月，广东、江西部分地区相继发生小规模猪口蹄疫疫情。毛猪出栏价受局部疫情影响已连续5周下跌，至3月3日，广州毛猪均价已跌至5.6元一斤。鉴于该疫情并未大面积蔓延，目前价格较疫情发生时有所回升。

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

4. 畜牧业未来发展方向

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。

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，但粮食价格的高位运行以及产品市场价格的低位徘徊给畜牧养殖企业带来了较大经营压力，利润空间将受到一定挤压，行业将进一步整合，具有较完整产业链及经营规模优势的养殖企业将表现出更强的抗风险能力。

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

（1）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2009年底，公司合计拥有213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96个、猪舍106个、鸭舍7个、牛舍4个，较2008年底鸡舍增加7个、猪舍增加24个、鸭舍增加1个、牛舍增加1个。

公司目前是全国养鸡行业中规模最大的企业。截至2009年底，拥有六大系列上百品种合计1303万套种鸡，可年产鸡苗89175万只。

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2009年底，公司拥有35万头种猪，年产猪苗433万头，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2009年底，公司拥有24万套种鸭，年产1243万只鸭苗，拥有奶牛6481头，可年产14310吨原奶。

公司养殖规模较大，截至2009年底，合作代工养殖农户已达到4.3万多户，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。

（2）相关延伸产业

公司还注重加大延伸产业的发展，并涉足进入了相关的饲料加工、食品加工业、疫苗和兽药等行业（2008年已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2009年底，随着公司养殖品种和规模的不断扩大，公司拥有57个饲料加工基地，年可加工饲料达到433万吨，基本能满足自给的需求。

食品加工业：截至2009年底，公司拥有

75-80万头/年的猪屠宰能力，年生产冰鲜鸡4500万只，年加工牛奶7200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。2007~2009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. 销售

截至2009年底，公司拥有110家分支机构，遍布全国21个省（省、市），在完成全国性的生产布局的同时，也形成了一个全国性的营销网络。公司养殖的产品主要通过中间批发商进行销售，截至2009年底，公司拥有5000多个中间批发商客户。2007~2009年，公司产品产销率均在90%以上。2009年，公司销售肉鸡约6.61亿只，较2008年增长5.25%，占全国肉鸡上市量的11.38%；销售肉猪344.4万头，较2009年增长37.37%。

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。目前，公司鸡猪品牌特约经销点、专营店增加到389个，其中广东区313个，西南区61个，浙江15个。

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

5. 人员素质

公司现有高级管理人员7人，包括总裁1名，常务副总裁1人，副总裁4人，财务总监1人，平均年龄53岁。

公司总裁温志芬先生，现年40岁，研究生学历，1993年获华南农业大学畜牧系畜牧专业学士学位，2002年获华南理工大学工商管理硕士学位；1993年7月至2006年6月，华南

农业大学动物科学学院任教，任教期间派驻公司工作；2006年4月至2009年12月，任公司常务副总裁；2009年12月起，任公司总裁。

公司财务总监温小琼女士，现年45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2009年底，公司本部及下属子公司共有员工27530人。按学历构成划分，具有大专及以上学历的3973人，占14.43%；按年龄构成划分，50岁及以上占2.34%，30~50岁占45.85%，30岁以下占51.81%。

整体看，公司高级管理人员专业管理经验丰富，且以温氏家族人员为主，团队稳定性较好。公司员工的文化程度较高，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。2007~2009年，公司共获得国家级、省级的政府补贴收入累计达到4100万元，其中2009年1400万元。

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

公司依《公司法》等设立董事会、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（公司董事会成员11人，温氏家族成员5人；公司高管7人，温氏家族4人；监事会成

员3人，温氏家族成员1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8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、经营部、信息中心、监察部和研究院；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。

人员激励方面，公司实行按劳分配与按股分红结合的分配方式。公司通过制定《员工股份管理办法》等制度，设立持股员工大会，完善公司股权管理及对员工的股权激励机制，从而有利于公司调动员工积极性及维持团队稳定。

整体看，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，这将

对公司的区域统筹能力及管理能力的提出更高要求。

五、经营分析

1. 经营概况

2007~2009年，公司营业收入年均增长21.16%，其中主营业务收入核心来源养殖业，养殖业中偏重养鸡和养猪业。公司养殖模式属于自繁自养模式，其产业链条较为完善，即包括种苗繁殖，饲料配比加工，肉鸡和肉猪生产，以及下游延伸至肉食品加工领域。

2009年度，面对消费需求不旺、产品价格走低、经营成本上升等严峻行业形势，公司主动调低年度增长速度和产量，积极开拓城乡市场，拓宽销售渠道，全年实现营业收入167.21亿元，较2008年增长5.61%；主营业务收入为166.80亿元，其中肉鸡养殖和肉猪养殖实现收入分别为109.19亿元和44.30亿元，占公司主营业务收入比例分别为65.46%和26.56%，是公司目前的核心产业。

2010年1~6月，公司营业收入91.74亿元，其中肉鸡养殖和肉猪养殖实现收入分别59.13亿元和26.40亿元，合计占营业收入的93.23%。

(1) 鸡养殖业务经营概况

鸡类产品为公司营业收入主导产品。伴随着公司养殖规模的不断扩大，公司鸡养殖收入稳步增长，2007~2009年均增长达到11.84%。从鸡养殖业务利润率看，2007~2009年，鸡养

殖毛利率大幅度波动。2007年肉鸡养殖市场行情前高后低，平均价格处于历史高位，公司肉鸡产品毛利率达21.05%；2008年受饲料成本价格上涨以及年底金融危机及食品安全影响，价格急剧下滑，公司肉鸡产品毛利率大幅下滑至7.81%；2009年市场行情略有好转，毛利率回升至8.99%。2010年1~6月，玉米价格上涨使得公司成本压力明显加大，毛利率下跌至2.54%。

(2) 猪养殖业务经营概况

2007~2009年，公司猪养殖收入高速增长，年均增长率达51.51%；2009年猪养殖收入占主营业务收入比重由2007年的18.62%提高至26.56%。

从猪养殖业务利润率看，2007~2009年，猪养殖毛利率呈下降趋势。受金融危机影响下消费需求低迷，生猪屠宰价格下降等因素影响，2009年公司肉猪产品毛利率下滑至19.41%。2010年1~6月，受猪价持续低位徘徊和饲料成本持续走高双重影响，肉猪产品毛利率进一步下滑至8.45%。

整体看，近两年市场需求不旺，产品价格下滑，公司的经营成本也随着玉米等大宗饲料原料价格的持续上涨，因价格走低和成本走高所形成的“剪刀差”效应明显，公司的经营压力日益增大，盈利能力有所下降。

表2 2007~2009年公司主营业务收入及毛利率情况

单位：亿元、%

项目	2007 年			2008 年			2009 年			2010 年 1~6 月		
	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率	收入	成本	毛利率
肉鸡	88.28	69.70	21.05	103.35	95.29	7.81	109.19	99.37	8.99	59.13	57.63	2.54
肉猪	21.82	15.01	31.21	40.28	30.24	24.93	44.30	35.70	19.41	26.40	24.17	8.45
饲料	0.57	0.54	4.35	1.45	1.19	18.25	2.49	1.99	20.08	1.92	1.72	10.54
肉制品	4.43	3.69	16.89	8.36	8.49	-1.55	7.74	7.52	2.84	1.33	1.21	8.92
其他	2.06	1.51	26.42	4.30	3.20	25.58	3.08	2.29	25.65	1.37	1.04	24.09
合计	117.16	90.45	22.80	157.75	138.40	12.26	166.80	146.87	11.95	90.15	85.77	4.86

资料来源：公司提供

2. 养殖产业

(1) 生产

① 养殖模式

公司主要采用“公司+农户”的生产模式，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。2009年公司在经营压力加大的形势下，稳步提高合作农户的收益，2009年第四季度农户每只鸡达到1.8元的水平，提高了合作农户的积极性，巩固了公司发展基础。

总体看，由于公司与农户合作时间较长，且对农户的分配较为合理，公司生产模式比较稳定。

② 养殖基地

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、西南等区域管理的同时，新增江西、云南、安徽、贵州、河北、天津等6个省（市、区）。目前，公司70%养殖生产基地仍集中在两广和福建地区。

公司养殖规模不断扩大，截至2009年底，公司合计拥有213个养殖生产基地（其中鸡舍96个、猪舍106个），可实现年产鸡苗89175万只，猪苗433万头。

③ 养殖管理

面对波动较大的市场环境，公司加强生产管理，深入分析市场变化趋势，主动适时调整经营计划，调整投苗计划。2009年，为保证生产有序进行，公司先后4次对年度、特殊阶段和特定区域的鸡苗投放计划进行研究和调整，准确把握生产节奏，赢得销售主动。在市场好转时期，公司及时要求下属公司重新评估产苗计划，协调鸡苗供应，加强投苗计划的检查和督促，保证公司生产潜能的发挥。

(2) 采购

公司主要采购原料为玉米、豆粕以及鱼粉等粮食及添加剂，由公司饲料采购中心及公司

下属子公司饲料部负责。

采购渠道方面，公司90%左右的玉米采购通过粮食供应商采购，主要粮食供应商包括中牧实业股份有限公司、海康健进出口有限公司、广州唐隆饲料有限公司和中谷集团上海粮油有限公司等，其余通过农户直接收储；豆粕采购渠道主要来自国内油脂加工厂；鱼粉及部分添加剂主要来自国外进口。货款结算方面，主要采用先货后款的方式。

采购成本控制方面，公司主要通过调节采购节奏的方式，并通过饲料配方调整、部分现货套期保值（比例很小）等方式控制采购成本。由表3可见，2010年1~6月，玉米价格大幅上涨，公司原料成本控制难度较大。

表3 公司主要原料采购量及采购价格

单位：万吨，元/吨

项目	2008年		2009年		2010年1-6月	
	采购量	价格	采购量	价格	采购量	价格
玉米	210.50	1794	254.50	1742	164.65	2100
豆粕	52.40	3774	50.40	3348	32.67	3200

资料来源：公司提供

(3) 销售

2007~2009年，公司肉鸡上市量稳步提升，2009年增速有所放缓，全年销售肉鸡6.61亿只，占全国肉鸡上市量的11.38%；公司肉猪上市量快速增长，近三年年均增速44.77%，2009年销售肉猪344.4万头。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，2009年公司销售冰鲜鸡1182万只，全部销售于香港，在该地区市场占有率达到35%以上。

表4 2007~2009年公司主要产品销量

单位：亿只，万头，%

产品	2007年		2008年		2009年	
	销量	增长	销量	增长	产量	增长
肉鸡	5.30	21.00	6.28	18.49	6.61	5.25
肉猪	181.70	41.95	250.7	37.90	344.4	37.37

资料来源：公司提供

销售模式方面，公司通过在全国设立分支机构，构建全国性营销网络，截至2009年底，公司在全国21个省（市、区）拥有分支机构110家。公司养殖的产品主要由分支机构通过中间批发商进行销售，截至2009年底，公司拥有5000多个中间批发商客户。货款结算方面，一般先款后货，不占用公司营运资金。

表5 公司地区销售占比

地区分布(%)	2008年	2009年	2010年上半年
广东区	57.1	58.82	56.92
广西区	7.77	8.09	7.31
福建区	4.13	2.31	4.74
太仓区	12.05	10.09	9.07
湖北区	2.85	3.15	3.09
西南区	4.86	4.91	4.26
东北区	7.64	5.52	5.09
香港区	3.59	0.40	3.08
江西区	--	1.12	1.07
安徽区	--	1.66	1.91
华北区	--	0.31	0.48
海南区	--	1.2	1.03
湖南区	--	2.39	1.95

资料来源：公司提供

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。

3.其他产业

公司注重经营发展的“多元化”，已涉足与养殖行业相关的上下游产业包括：饲料、食品加工、有机肥、果蔬等产业，但2007~2009年其他产业实现收入较小。

2007~2009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，2007~2009年分别为4.35%、18.25%和20.08%；肉制品毛利率亦呈大幅波动，2008年出现亏损，2009年毛利率为2.83%。

4.经营效率

2007~2009年，公司销售债权周转次数处于上升趋势，三年加权平均值为115.79次，2009年为121.61次，公司销售产品90%以上采用保证金订货、现款交易的付款方式，产品销售款回笼快。公司销售债权周转效率较高。2007~2009年，公司存货周转次数波动中小幅下降，三年加权平均值为5.28次，2009年为4.79次，公司存货周转效率较高。2007~2009年，公司总资产周转次数波动中小幅下降，三年加权平均为2.06次，2009年为1.93次。总体看，公司资产经营效率水平较高。

5.未来发展

经营方面，未来公司将继续扩大养殖规模，其中猪养殖业务规模将保持较快增速，鸡养殖规模增速放缓。依据公司2010-2015五年规划，公司年销售收入计划保持年均20%的增长速度，其中肉鸡年均增长13%，肉猪年均增长31%；到2014年计划年上市肉鸡12.5亿只、肉猪1360万头。同时公司将注重经营多元化，适度发展肉食品加工和其他与养殖相关的高附加值的延伸产业。基于此经营策略，未来公司养殖产业的规模优势将进一步发挥。但联合资信也关注到，受金融危机影响，2009年以来肉类市场行情低迷，2010年上半年市场情况仍未出现实质性好转，公司预测偏于乐观。

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，其投资资金来源主要来自自有资金。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6 公司现有产能情况及未来产能预测

单位：亿只，万头，%

产 品	2009 年		2010 年 E		2011 年 E		2012 年 E	
	产量	增长	产量	增长	产量	增长	产量	增长
肉鸡	6.61	5.25	7.88	19.21	9.23	17.13	10.6	14.86
肉猪	344.4	37.37	500	45.18	660	32.00	873	32.27

资料来源：公司提供

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2007~2009 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 2010 年 3 月报表未经审计。本报告财务分析以 2009 年合并报表数据为主。

截至 2009 年底，公司（合并）资产总额为 951597.43 万元，所有者权益合计为 515994.91 万元（其中少数股东权益 38263.63 万元）。2009 年，公司实现营业收入 1672092.10 万元，利润总额 98328.84 万元。

截至 2010 年 6 月底，公司合并资产总额为 1040460.81 万元，所有者权益合计为 495523.37 万元（其中少数股东权益 12188.54 万元）。2010 年 1~6 月，公司实现营业收入 917416.25 万元，利润总额-9916.74 万元。

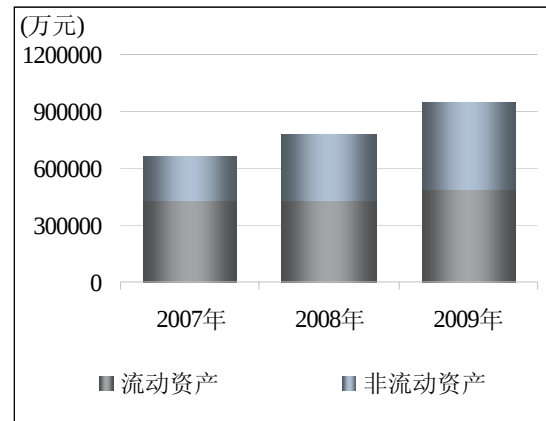
2. 资产质量

2007~2009 年底，公司资产总额快速增长，年均增长 21.83%，2009 年底为 951597.43 万元，主要是公司养殖规模不断扩大所致。截至 2009 年底，公司流动资产占 51.00%，非流动资产占 49.00%。

2007~2009 年底，公司流动资产年均增长 6.26%，主要来自存货的增长。2009 年底公司流动资产为 485357.33 万元，其构成为存货占 73.23%；货币资金占 15.28%；其他应收款占 4.59%；预付款项占 4.06%；应收账款占 2.57%。

公司流动资产以货币资金和存货为主。

图 7 2007~2009 年底公司资产构成



资料来源：公司提供

2007~2009 年，公司货币资金规模先升后降，2009 年底为 74168.75 万元，主要是银行存款（占 91.37%）。

2007~2009 年底，公司应收账款规模先升后降。由于公司大多采取保证金、先款后货等销售模式，公司整体应收账款规模较小，2009 年底为 12488.77 万元，在资产中的占比小；计提坏账准备比例为 4.46%，坏账计提较充分。

2007~2009 年底，公司其他应收款规模呈下降趋势，主要系温氏科技园的大部分欠款、新兴县国土资源局借款以及通辽市双盛粮食有限公司的暂借款于 2008 年年收回所致。2009 年公司其他应收款为 22269.68 万元，主要为公司垫付给下属子公司或分公司的工程款、运费、原料款以及职工生活区的工程款等。

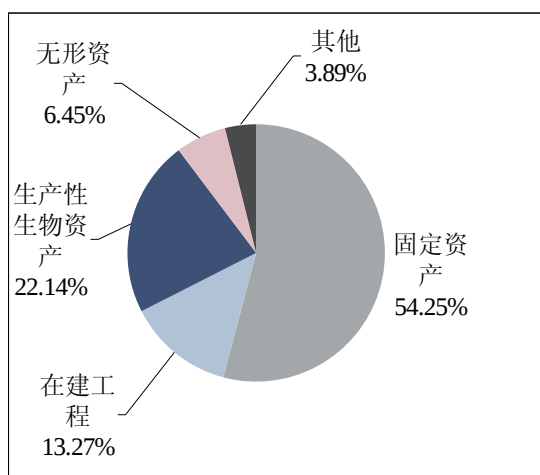
2007~2009 年底，公司存货快速增长，年均增长 34.33%，主要是公司生产规模扩大所致。2009 年底公司存货原值为 355502.67 万元。从存货构成来看，截至 2009 年底，公司存货主要由原材料（占 23.49%）和消耗性生物资产（占 63.88%）构成，其中消耗性生物资产主要是幼畜（禽）及育肥畜（禽）。

综合看，2007~2009 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，近三年公司平均存货周转次数达到 6.58 次。基于公司自身经营风险策略，公司账面现金类资金一直保持较为充足，2007~2009 年，公司现金类资产分别为 123379.75 万元、115868.20 和 75487.09 万元。

2007~2009 年底，公司非流动资产快速增长，年均增长 50.91%，快于同期资产的增长幅度，主要系固定资产、生产性生物资产、在建工程增加所致。2009 年底公司非流动资产为 466240.10 万元，主要由固定资产、生产性生物资产、在建工程和无形资产构成。

图 8 2009 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司提供

2007~2009 年底，公司固定资产大幅增长，年均增长 59.05%，2009 年底为 252917.28 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 2009 年底，公司固定资产原值主要由房屋及建筑物（占 56.35%、成新率 71.57%）和生产设施（占 21.56%、成新率 66.67%）构成。

2007~2009 年底，公司在建工程快速增长，年均增长 32.03%，2009 年底为 61864.66 万元，公司绝大部分在建工程与畜牧养殖主业相关。

2007~2009 年底，公司无形资产年均增长 16.55%，主要是公司土地使用权增加所致。2009 年底公司无形资产合计为 30092.35 万元，土地使用权占无形资产比重为 98.34%。

2007~2009 年底，公司生产性生物资产快速增长，年均增长 56.55%，一方面 2009 年饲料原材料的价格相比前两年上涨，单位生产性生物资产成本也随之上涨；另一方面 2009 年公司规模继续扩大，养殖的种鸡种猪数量有所增长。2009 年底公司生产性生物资产为 103248.11 万元，其中种鸡占 27.13%，种猪占 65.99%。

截至 2010 年 6 月底，公司资产总额为 1040460.81 万元，较 2009 年底增长 9.34%；其中流动资产占 49.28%，非流动资产占 50.72%。

截至 2010 年 6 月底，公司流动资产 512717.45 万元，较 2009 年底增长 5.62%，主要系货币资金增加所致。

截至 2010 年 6 月底，公司非流动资产 527743.36 万元，较 2009 年底增长 13.19%，主要系长期股权投资、固定资产和生产性生物资产增长所致。截至 2010 年 6 月底，公司长期股权投资 27016.82 万元，主要系 2010 年 4 月公司对广东中科白云创业投资有限公司（简称“广东中科”，主营股权投资业务及创业投资业务）增资人民币 25000.00 万元所致，增资后持股比例为 22.73%。

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

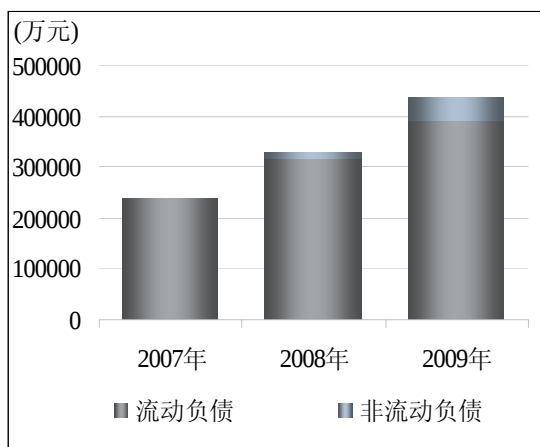
负债

2007~2009 年底，公司负债总额年均增长 40.96%。2009 年底公司负债总额为 435602.52 万元，其中流动负债占 90.12%，非流动负债占 9.88%，公司债务结构仍有待进一步改善。

2007~2009 年底，公司流动负债年均增长 32.44%，2009 年底为 392565.71 万元。截至 2009 年底，公司流动负债主要由短期融资券（占 17.95%）、应付账款（占 15.55%）和其他应付

款（占44.44%）构成。

图 9 2007~2009 年底公司负债构成情况

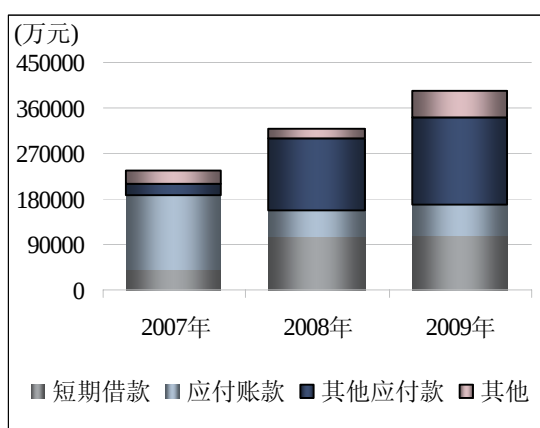


资料来源：公司年报

2007~2009 年底，公司应付账款波动下降，年均下降 28.98%；2009 年底为 61037.38 万元，其中 1 年以内的占 99.15%，主要为公司采购饲料及粮食欠款。

2007~2009 年底，公司其他应付款快速增长，年均增长 331.23%，2009 年底为 174472.52 万元，2009 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，其他应付款一年以内需要支付的占 94.22%。

图 10 2007~2009 年底公司流动负债构成



资料来源：公司年报

2007~2009 年底，公司非流动负债大幅增长，主要系长期借款增加所致。2009 年底公司非流动负债为 43036.81 万元，其中长期借款占

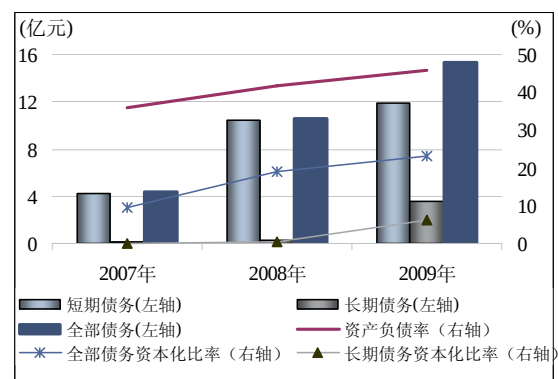
81.63%。

2007~2009 年底，公司全部债务快速增长，年均增长 127.30%，2009 年底为 153872.47 万元，短期债务占 77.18%，长期债务占 22.82%。公司债务结构仍以短期债务为主。

2007~2009 年底，公司短期债务年均增长 89.44%，2009 年底为 118756.97 万元，主要系 2009 年 11 月公司发行 9 亿元短期融资券所致。

2007~2009 年底，公司全部债务资本化比率呈上升趋势，三年加权平均值为 19.00%，2009 年为 22.97%。2007~2009 年底，公司资产负债率呈上升趋势，三年加权平均值为 42.65%，2009 年底为 45.78%；公司债务指标呈上升趋势，但整体债务负担处于适宜水平。2007~2009 年底，公司长期债务占比提高，长期债务资本化比率分别为 0.19%、0.45%和 6.37%。

图 11 2007~2009 年公司债务构成情况



资料来源：公司年报

截至 2010 年 6 月底，公司负债总额为 544937.45 万元，较 2009 年底增长 25.09%，其中流动负债占 92.00%，非流动负债占 8.00%，负债仍以流动负债为主。截至 2010 年 6 月底，公司流动负债为 501371.43 万元，较 2009 年底增长 27.71%，主要系公司为采购玉米等原料而借入的短期借款大幅增长所致。截至 2010 年 6 月底，公司非流动负债为 43566.02 万元。

截至2010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52.37%、7.66%和35.27%，均较2009年底

略有上升。

所有者权益

2007~2009年底,公司所有者权益年均增长11.00%,2009年底为515994.91万元(少数股东权益占4.02%),主要是实收资本大幅增加所致。截至2009年底,公司归属于母公司的所有者权益由实收资本(占47.29%)、资本公积(占2.36%)、盈余公积(占5.46%)、未分配利润(占44.89%)构成。公司所有者权益稳定程度一般。

截至2010年6月底,公司所有者权益为495523.37万元,较2009年底略有减少,主要系经营亏损所致。

总体看,公司债务指标呈上升趋势,债务期限结构有待进一步改善,整体债务负担适宜。

4. 盈利能力

2007~2009年,公司营业收入和营业成本均快速增长,年均增长分别为21.16%和31.07%,2009年分别为1672092.10万元和1470285.90万元,公司营业成本增幅快于营业收入的增幅,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。由此,2009年公司营业利润率由2007年的22.79%下降至12.05%。

2007~2009年,公司期间费用年均增长30.67%,主要系公司规模不断扩大,分支机构及管理层级不断增多带来公司管理费用大幅增加所致。2007~2009年,公司期间费用占营业收入的占营业收入的比重分别为5.60%、5.63%和6.35%,呈小幅上升趋势。2009年公司期间费用为106119.64万元,其中管理费用占73.85%。

2007年,肉类市场行情火爆,公司营业利润及利润总额均达到历史高位;2008年受市场回落影响,公司营业利润及利润总额均有大幅下降;2009年受金融危机影响,市场行情低迷,公司在营业收入规模扩大的基础上,利润水平较2008年仍略有下降。2007~2009年,公司

营业利润和利润总额,年均下降分别为26.05%和26.11%,2009年分别为98481.55万元和98328.84万元。

从公司整体盈利能力看,受资产、净资产增长及利润规模下降影响,2007~2009年,公司总资产收益率、净资产收益率有所下降,但整体处于较好水平,2009年分别为15.25%和18.51%。

从收入实现质量看,2007~2009年公司主营业务现金收入比三年加权均值为101.01%,2009年为100.31%,公司现金收入质量一般。但考虑同期公司主营付现比(购买商品、接受劳务支付的现金/主营业务成本*100%)也相对较低,三年加权均值为97.18%,低于同期主营现金收入比指标,公司主营业务利润现金实现质量较好。

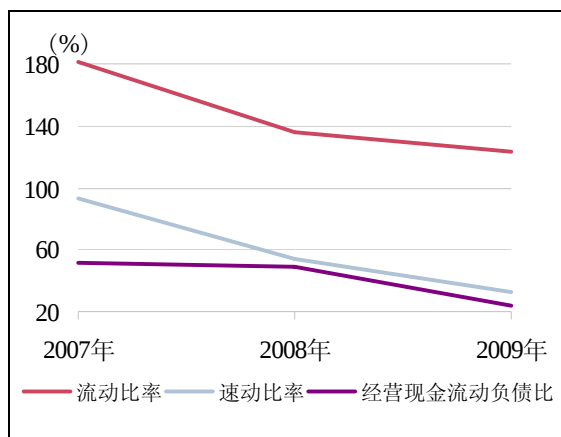
2010年1~6月,一方面由于市场需求不旺,鸡猪产品市场价格低位徘徊,另一方面企业的经营成本也随玉米等大宗饲料原料价格的持续上涨而长期处于高位,公司的经营压力增大。2010年1~6月,公司实现营业收入和利润总额分别为917416.25万元和-9916.74万元;公司营业利润率下滑至4.98%。

总体看,公司经营规模不断扩大,营业收入快速增长;但由于行业景气下滑,公司主业盈利能力下降幅度较大,未来仍面临较大经营压力。此外,随着公司分支机构和管理层级的增加,公司管理费用增幅较大,公司整体管理效率有待进一步提高。

5. 偿债能力

2007~2009年底,2009年公司发行9亿元短券,使得同期公司流动负债快速增长,公司流动比率指标有所下降,三年加权均值为138.87%,2009年底为123.64%。2010年6月底,受公司短期债务进一步增长的影响,公司流动比率下降至102.26%。

图 12 2007~2009 年公司短期偿债主要指标



资料来源:公司审计报告

受公司消耗性生物资产构成存货占比大的原因,公司速动比率指标相对较小,且2007~2009年呈现与流动比率基本一致的下降趋势,公司速动比率三年加权均值为51.37%,2009年底为33.10%。2010年6月底,尽管短期债务有所增长,但同期存货也略有减少,公司速动比上升至35.73%。

2007~2009年,公司经营活动现金流入量整体呈现增长趋势,且流入规模较大,2009年为1694386.52万元,为当期流动负债的4.32倍;2007~2009年,公司经营活动现金净流量有所减少,并随着当期流动负债的增长,公司经营活动现金流流动负债比指标呈现下降,三年加权均值为36.62%,2009年为23.56%。

2007~2009年底,公司现金类资产随着公司整体现金净流入量的减少,逐年减少,但现金类资产整体仍保持一定规模,2009年底公司现金类资产合计为75487.08万元,为当期118756.97万元的短期债务的0.64倍。

整体看,随着公司短期债务的增长,公司整体短期偿债指标2007~2009年均呈现下降趋势,考虑到公司资产周转效率水平较高,加之公司经营活动现金流入规模大,以及充沛现金类资产,公司短期支付能力正常。

从长期偿债指标来看,2007~2009年,公司EBITDA年均下降19.96%,2009年为145715.72万元,主要系利润总额下降所致;

公司EBITDA利息倍数三年加权平均值为36.26倍(公司利息支出全部为费用化利息支出),2009年为21.97倍;EBITDA对利息的保障能力很强。2007~2009年,公司全部债务/EBITDA的比率处于上升趋势,三年加权平均值为0.78倍,2009年为1.06倍;考虑到公司债务结构偏重短期债务,公司偿债支付能力正常。

截至2010年6月底,公司以保证担保的形式对外担保余额7000万元,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2010年6月底的净资产比重很小,担保率仅为1.41%,整体担保风险很小。

截至2010年6月底,公司共获得、工商银行、农业银行、中国银行、农业发展银行、渣打银行、农村信用社等银行累计授信总额43.84亿元,其中已使用额度为18.69亿元,未用额度为25.15亿元,公司间接融资渠道畅通。

七、综合评价

公司是国内养殖行业龙头企业,在养殖规模、养殖技术方面优势显著。公司内部管理制度建设较完善,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,公司保持了较好的经营状况。

近年来,公司经营规模及营业收入快速增长,资产流动性较好;但由于市场低迷及饲料原料价格上涨,公司盈利能力有所下降;公司债务负担较轻;偿债能力适宜。未来随着公司养殖规模进一步扩大,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。

综合分析,联合资信认为,公司整体信用风险水平较低。

附件 1-1 2007 年～2010 年 6 月公司合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	增长率 (%)	2010 年 6 月
流动资产：					
货币资金	100845.75	114852.89	74168.75	-13.23	108148.14
交易性金融资产	22281.14	1015.31	1318.34	-47.04	10000.00
应收票据	252.85			-50.00	0.00
应收账款	13164.08	15009.82	12488.77	-2.56	13540.10
预付款项	38604.94	20053.76	19681.34	-24.51	11954.39
应收利息					
应收股利					
其他应收款	45484.26	21103.88	22269.68	-25.52	31295.04
存货	210745.69	259073.27	355430.47	34.33	333562.19
一年内到期的非流动资产					
待摊费用					4208.38
待处理流动资产净损失					9.22
流动资产合计	431378.72	431108.92	485357.33	6.26	512717.45
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	1105.56	967.67	1530.48	19.22	27016.82
投资性房地产			6795.89		0.00
固定资产	115965.55	174713.93	252917.28	59.05	275915.58
在建工程	37710.82	70261.52	61864.66	32.03	68172.98
工程物资	27.65	491.06	27.49	-0.28	34.71
固定资产清理					915.46
生产性生物资产	48449.05	72568.57	103248.11	56.55	115255.84
油气资产					
无形资产	22609.36	25500.44	30092.35	16.55	30960.05
开发支出					
商誉	722.78			-50.00	
合并价差					
长期待摊费用	4345.53	7415.42	9721.21	61.85	9471.91
递延所得税资产	71.54	123.01	42.63	-20.21	0.00
其他非流动资产					
非流动资产合计	231007.85	352041.61	466240.10	50.91	527743.36
资产总计	662386.57	783150.53	951597.43	21.83	1040460.81

附件 1-2 2007 年～2010 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	2007 年	2008 年	2009 年	增长率 (%)	2010 年 6 月
流动负债：					
短期借款	42618	103890	16900.00	75.42	125760.26
短期融资券			90000.00		90000.00
应付票据			11856.97		13129.23
应付账款	145201.3	55395.41	61037.38	-28.98	79193.37
预收款项	5179.91	5944.23	19372.99	137.00	2325.70
应付职工薪酬	9925.93	10230.89	19731.92	49.40	10041.67
应交税费	1489.48	-1095.85	-2571.36	-136.32	-534.15
应付利息	19.33	75.2	364.79	893.58	0.00
应付股利	7765.81	1669.96	1400.51	-40.98	1292.95
其他应付款	22882.85	140775.36	174472.52	331.23	179054.26
预计负债	3000			-50.00	0.00
一年内到期的非流动负债					0.00
其他流动负债					1108.13
流动负债合计	238082.61	316885.19	392565.71	32.44	501371.43
非流动负债：					
长期借款	800	2082.5	35115.50	2144.72	41115.50
应付债券					0.00
长期应付款		6792.63	6200.24		2450.52
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债	348.72			-50.00	
其他非流动负债	222.63	1274.18	1721.07	336.53	
非流动负债合计	1371.35	10149.31	43036.81	1519.14	43566.02
负债合计	239453.96	327034.5	435602.52	40.96	544937.45
所有者权益：					
实收资本(或股本)	40000	188274.87	225909.26	232.39	248473.81
资本公积	146860.85	12131.12	11284.06	-46.16	44278.26
减：库存股					
盈余公积	20346.82	18315.77	26079.01	14.09	71664.11
本年利润					-10518.27
未分配利润	179342.21	198393.05	214465.51	9.79	129436.92
外币报表折算差额	-4.09	-6.04	-6.56	30.15	
归属于母公司权益合计	386545.79	417108.77	477731.29	11.79	483334.83
少数股东权益	36386.83	39007.27	38263.63	2.58	12188.54
所有者权益合计	422932.62	456116.03	515994.91	11.00	495523.37
负债和所有者权益总计	662386.57	783150.53	951597.43	21.83	1040460.81

附件 2 2007 年～2010 年 6 月公司合并利润表

(单位：人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	增长率 (%)	2010 年 6 月
一、营业收入	1174855.93	1583353.00	1672092.10	21.16	917416.25
减：营业成本	906846.86	1386482.65	1470285.90	31.07	871672.42
营业税金及附加	208.54	138.03	368.73	38.41	31.76
销售费用	18890.61	25035.12	22226.55	8.83	14981.48
管理费用	46144.56	60607.54	78370.28	34.92	36318.24
财务费用	740.64	3546.31	5522.81	322.84	4628.20
资产减值损失	901.48	663.68	-223.11	-62.37	23.38
加：公允价值变动收益	254.39	-940.56	-56.51	-61.11	0.00
投资收益	4222.18	5083.5	2997.12	-14.51	-55.90
其中：对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	205599.81	111022.6	98481.55	-26.05	-10295.15
加：营业外收入	2129.12	1748.97	4023.26	44.48	1692.71
减：营业外支出	1959.79	3970.96	4175.97	56.54	1314.30
其中：非流动资产处置损失			2335.54		
三、利润总额	205769.14	108800.61	98328.84	-26.11	-9916.74
减：所得税费用	2592.34	2328.37	2805.45	4.11	601.53
四、净利润	203176.79	106472.24	95523.40	-26.49	-10518.27

附表 3-1 2007 年~2010 年 6 月公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	增长率 (%)	2010 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	1123725.69	1674370.37	1677233.27	24.63	929200.28
收到的税费返还	578.69	1745.35	1191.99	52.99	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	4051.9	135576.3	15961.27	146.96	23012.08
经营活动现金流入小计	1128356.28	1811692.02	1694386.52	25.08	952212.36
购买商品、接受劳务支付的现金	910112.86	1424031.63	1361427.51	24.79	839493.89
支付给职工以及为职工支付的现金	43006.8	61000.72	70016.12	31.40	43535.04
支付的各项税费	6962.86	14584.78	13430.57	46.44	10733.14
支付其他与经营活动有关的现金	46441.04	157811.6	157006.92	119.04	32914.56
经营活动现金流出小计	1006523.56	1657428.73	1601881.12	29.57	926676.63
经营活动产生的现金流量净额	121832.72	154263.3	92505.40	-12.04	25535.73
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	229934.21	24936.52	300.00	-49.93	
取得投资收益收到的现金	4260.11	6404.28	7876.15	42.44	
处置固定资产和其他长期资产收回现金	1812.03	10728.79	12023.36	281.76	14.16
处置子公司及其他单位收到的现金净额					0.00
收到其他与投资活动有关的现金	301.72	5569.59	580.78	46.25	51.00
投资活动现金流入小计	236308.07	47639.18	20780.30	-45.60	65.16
购建固定资产、无形资产等支付的现金	88377.76	163887.5	136954.43	27.48	35657.74
投资支付的现金	244065.42	15730	6242.09	-48.72	25000.00
取得子公司等支付的现金净额		1367.21			0.00
支付其他与投资活动有关的现金	329.29	3183.09	5128.44	728.71	4822.04
投资活动现金流出小计	332772.47	184167.8	148324.96	-27.71	65479.79
投资活动产生的现金流量净额	-96464.4	-136528.62	-127544.67	16.11	-65414.63
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	12357.62			-50.00	0.00
取得借款收到的现金	54256.62	175736.39	140270.47	79.27	138911.23
发行债券收到的现金			90000.00		0.00
收到其他与筹资活动有关的现金		10820.07	19734.15		36889.70
筹资活动现金流入小计	66614.24	186556.46	250004.62	137.65	175800.93
偿还债务支付的现金	41987	104522.05	193609.30	180.56	52881.05
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	29106.38	60115.26	14448.46	-25.18	15061.04
支付其他与筹资活动有关的现金	5321.46	25644.74	47591.19	397.16	34000.56
筹资活动现金流出小计	76414.84	190282.05	255648.94	117.28	101942.65
筹资活动产生的现金流量净额	-9800.6	-3725.6	-5644.32	-21.20	73858.29
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响		-1.94	-0.55		
五、现金及现金等价物净增加额	15567.72	14007.14	-40684.14	-180.67	33979.39
加: 期初现金及现金等价物余额	85278.03	100845.75	114852.89	17.34	74168.75
六、期末现金及现金等价物余额	100845.75	114852.89	74168.75	-13.23	108148.144

附表 3-2 2007 年~2009 年现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

补充资料	2007 年	2008 年	2009 年	增长率 (%)
1.将净利润调节为经营活动现金流量:				
净利润	203176.79	106472.24	95523.40	-26.49
加: 资产减值准备	901.48	17.59	-223.11	-62.37
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	18737.83	33520.72	37022.92	48.79
无形资产摊销	516.24	609.31	634.44	11.45
长期待摊费用摊销	3840.25	2265.9	3097.55	-9.67
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	148.21	-2581.94	1772.90	548.10
固定资产报废损失		12.73	45.62	
公允价值变动损失	-254.39	940.56	56.51	-61.11
财务费用	2591.04	7122.68	6631.96	77.98
投资损失	-4222.18	-5083.5	-2997.12	-14.51
递延所得税资产减少	-44.08	-360.38	80.38	-141.17
递延所得税负债增加	348.72	-81.43		-50.00
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-96470.45	-48327.58	-96357.19	-0.06
经营性应收项目的减少	-19542.95	23339.38	-36378.44	43.07
经营性应付项目的增加	12106.19	36397.02	83595.58	295.26
其他				
经营活动产生的现金流量净额	121832.72	154263.3	92505.40	-12.04
2.不涉及现金收支的重大投资和筹资活动:				
债务转为资本			2450.00	
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	100845.75	114852.89	74168.75	-13.23
减: 现金的期初余额	85278.03	100845.75	114852.89	17.34
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	15567.72	14007.14	-40684.14	-180.67

附表 4 主要财务计算指标

项目	2007 年	2008 年	2009 年	平均值	2010 年 6 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	107.81	111.40	121.61	115.79	--
存货周转次数(次)	5.58	5.90	4.79	5.28	--
总资产周转次数(次)	2.18	2.19	1.93	2.06	--
现金收入比(%)	95.65	105.75	100.31	101.01	101.28
盈利能力					
营业利润率(%)	22.79	12.43	12.05	14.31	4.98
总资本收益率(%)	44.12	20.03	15.25	22.46	--
净资产收益率(%)	48.04	23.34	18.51	25.87	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	0.19	0.45	6.37	3.36	7.66
全部债务资本化比率(%)	9.31	18.85	22.97	19.00	35.27
资产负债率(%)	36.15	41.76	45.78	42.65	52.37
偿债能力					
流动比率(%)	181.19	136.05	123.64	138.87	102.26
速动比率(%)	92.67	54.29	33.10	51.37	35.73
经营现金流动负债比(%)	51.17	48.68	23.56	36.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	89.33	24.71	21.97	36.26	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.19	0.70	1.06	0.78	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.58	0.17	-0.23	0.05	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	9.79	2.90	-5.28	0.19	--

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	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
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%
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%
经营现金流流动负债比	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: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(非流动) 负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 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

附件 6 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，银行间债券市场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。

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 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主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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。

