

信用等级公告

联合[2015] 2546 号

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

广东温氏食品集团股份有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

特此公告。



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

电话: (010) 85679696

传真: (010) 85679228

邮编: 100022

网址: www.lhratings.com

广东温氏食品集团股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

评级时间: 2015 年 12 月 21 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 9 月
资产总额(亿元)	216.39	239.42	253.37	282.44
所有者权益(亿元)	135.02	126.95	150.94	192.33
长期债务(亿元)	8.95	14.91	9.96	0.00
全部债务(亿元)	33.20	54.86	45.78	31.17
营业收入(亿元)	334.53	351.87	380.40	335.55
利润总额(亿元)	28.45	6.78	29.19	50.62
EBITDA(亿元)	41.67	24.29	45.31	--
营业利润率(%)	13.23	6.99	12.60	18.49
净资产收益率(%)	20.81	4.80	19.06	--
资产负债率(%)	37.60	46.97	40.43	31.91
全部债务资本化比率(%)	19.74	30.17	23.27	13.95
流动比率(%)	151.37	112.09	116.10	150.07
全部债务/EBITDA(倍)	0.80	2.26	1.01	--
EBITDA 利息倍数(倍)	32.22	9.72	13.33	--

注: 2015 年 1~9 月财务数据未经审计; 其他流动负债里的有息债务计入短期债务。

分析师

谭心远 姜帆

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

广东温氏食品集团股份有限公司(以下简称“公司”)是国内养殖行业龙头企业,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对其的评级,反映了公司在养殖规模、养殖技术、商业模式及盈利能力等方面具备的综合优势。近年来,公司资产规模持续增长,随猪肉行情的新一轮上涨,肉猪业务带动公司利润规模大幅增长,债务负担轻;2015 年 11 月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”)实现公司整体上市,提升了公司的抗风险能力。同时,联合资信也关注到,饲料原料价格波动、公司管理费用较高以及养殖行业面临的市场风险和疫情风险较大等因素对公司经营产生的不利影响。

目前肉鸡价格已回升至正常水平,肉猪市场价格进入新一轮上涨周期。未来,公司在稳定发展养鸡业务的前提下,将加速扩大养猪规模,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. 公司是国内养殖行业的龙头企业,养殖规模大,技术水平高,紧密型“公司+农户(家庭农场)”的养殖模式优势明显。
2. 2015年11月2日,公司在深交所整体上市,打造了更完整的产业链,增强了公司的抗风险能力。
3. 近年来,公司加速扩张肉猪养殖规模;目前,肉猪市场价格进入新一轮上涨周期,公司肉猪业务收入、利润规模大幅增长。
4. 近年来,公司总资产及收入规模稳定增长,债务负担轻,财务弹性良好。

关注

1. 公司所处养殖行业周期性较强，市场和疫情风险较大。
2. 近年来，饲料原材料价格波动较大，加大畜牧养殖企业的成本控制难度。
3. 公司存货规模大，其价格存在周期性波动，有一定存货跌价风险。

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股份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股份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股份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股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、广东温氏食品集团股份有限公司主体长期信用等级自 2015 年 12 月 21 日起至 2016 年 12 月 20 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。

一、主体概况

广东温氏食品集团股份有限公司前身为“广东温氏食品集团有限公司”，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，2012 年 4 月 29 日经历第十次增资扩股，公司注册资本增至 31.42 亿元；其中温鹏程等 45 位自然人持有公司 50.11% 的股权，公司职工代表组成的工会持有公司 49.89% 的股份。2012 年 12 月 10 日，改制为股份有限公司；股份公司设立后引入战略投资者中金佳泰（天津）股权投资基金合伙企业（以下简称“中金佳泰”）作为股东，公司注册资本增至 31.90 亿元；2013 年 4 月 2 日对工会代持股进行了公证确权，公司股权结构变为：注册资本为 31.90 亿元，其中：法人股东中金佳泰持股 1.50%，6841 名自然人股东（含原工会解除代持关系的直接持有者）共持股 98.50%；2014 年 9 月，中国证监会向公司出具了《关于同意广东温氏食品集团股份有限公司纳入非上市公众公司监管的函》（证监函[2014]339 号），公司正式纳入非上市公众公司监管。2015 年 11 月，公司换股吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司（以下简称“大华农”），在深交所创业板实现整体上市（股票简称“温氏股份”，股票代码“300498”），总股本 3625247380 元。

温氏集团的股本结构较为分散，无持有公司股份 5% 以上的股东，各股东的持股数及持股比例均较小。截至 2015 年 11 月 02 日，温氏家族 11 名成员合计持股 16.74%，并在公司日常管理决策中起到重要作用，实际上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。

公司是一家拥有 30 多年创业历史的大型畜禽养殖企业，以肉鸡和肉猪养殖为主，以奶牛、肉鸭养殖为辅，同时配套经营食品加工、农牧设备制造等产业。公司经营范围为：本企业自产产品及相关技术的出口业务和生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技

术的进口业务、本企业的进料加工和“三来一补”业务（按[99]外经贸政审函字第 951 号文经营）；生产、加工、销售：禽畜、罐头食品、冷冻食品、肉食制品、饲料；农业科学研究与试验发展、相关技术的检测、推广、培训（上述项目由分支机构凭许可证经营）。

公司总部设办公室、财务部、人力资源部（温氏学院）、技术中心（研究院）、市场部（营销公司筹建办）、饲料采购中心、信息中心、工程管理部 8 个职能部门。

截至 2014 年底，公司（合并）资产总额为 253.37 亿元，所有者权益合计 150.94 亿元（其中少数股东权益 5.46 亿元）；2014 年，公司实现营业收入 380.40 亿元，利润总额 29.19 亿元。

截至 2015 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 282.44 亿元，所有者权益合计 192.33 亿元（其中少数股东权益 5.97 亿元）；2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 335.55 亿元，利润总额 50.62 亿元。

公司注册地址：广东省云浮市新兴县新城镇东堤北路 9 号；法定代表人：温鹏程。

二、宏观经济和政策环境

2014 年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值 636463 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为，在实现 7.4% 的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万，调查失业率稳定在 5.1% 左右，居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可

支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

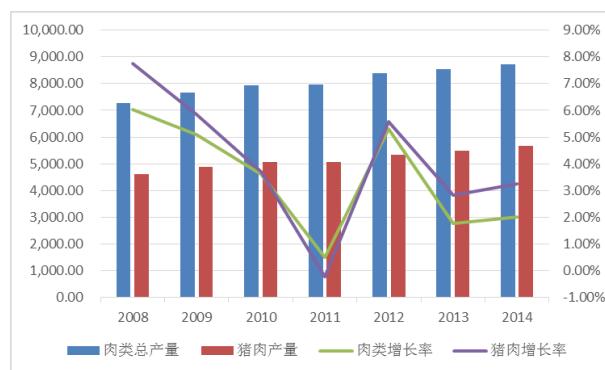
三、行业及区域经济环境

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

畜牧业是农业的重要组成部分，养殖和肉食加工是其重要的环节。2004~2013 年，中国肉类总产量年均复合增长率 1.84%，2014 年中国肉类总产量 8707 万吨，同比增长 2.01%。其中，猪肉产量 5671 万吨，同比增长 3.24%。

图 1 2008~2014 年中国肉类产量情况（单位：万吨）



资料来源：联合资信根据 wind 数据整理

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 1~3 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，是各地政府重点扶持对象。

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，单位占比约为 25%左右，因此饲料成本主要受玉米和豆粕价格的影响。

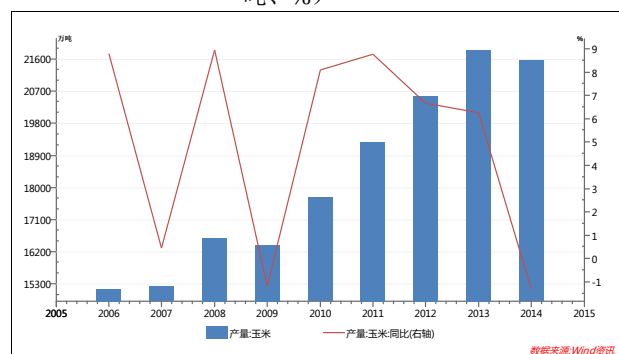
① 玉米

玉米产量维持较高水平

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。

近年来受收储政策的提振，农户种植玉米的意愿较强，而且玉米种子及田间管理水平都在不断提高；另外，近年来国内玉米价格处于高位，农户种植收益不断提高。受上述因素影响，近年来，全国玉米播种面积持续增长，截至 2014 年底，全国玉米播种面积 3707.60 万公顷，同比明显增长。产量方面，2005~2014 年，随着玉米单产量的提高和种植面积持续扩大，玉米产量波动增长，截至 2014 年底，中国玉米产量为 2.16 亿吨，较上年底略有下降，主要系当期华北、东北部分玉米主产区出现严重旱情所致。

图 2 2005~2014 年中国玉米产量情况（单位：万吨、%）



数据来源：wind 资讯

玉米需求增速放缓

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。消费结构中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，近年来随着人们生活的改善，对肉类消费需求的增多，饲料消费整体需求保持增长态势。2014 年，中国整体经济增速放缓，生猪出栏价格持续低迷，生猪及家禽存栏量均处于较低水平，导致饲料消费增速放缓。工业消费方面，近年来玉米深加工企业受上游原材料价格高企、下游需求萎缩的市场格局影响，发展缓慢。2014 年上半年，中国玉米深加工企业开工率较低，部分地区开工率不足三成；2014 年下半年，随着玉米价格的大幅下跌，玉米深加工企业开工率有所恢复。整体看，2014 年中国玉米工业需求不振。

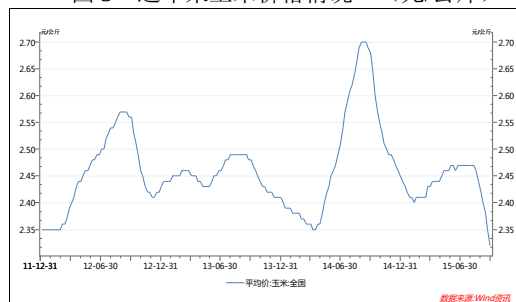
为缓解国内玉米市场的压力，保障国家粮食安全，国家发改委已在 2006 年 12 月份紧急叫停玉米加工乙醇燃料项目的继续上马。

玉米价格波动较大

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。

近年来，中国玉米价格整体呈波动态势。2013 年下半年，由于禽流感影响的逐步加深，许多禽类被屠宰，饲料玉米的销路遇到阻碍，玉米价格快速下降。2014 年，禽流感疫情影响逐渐减弱，加上临储收购力度空前，进口退运等因素影响，2014 年前三季度中国玉米市场出现阶段性供应紧张局面，玉米价格快速上升，截至 2014 年 9 月，中国玉米均价为 2.70 元/公斤，创历史新高；2014 年四季度，随着 9 月底新季玉米的陆续上市及临储粮的释放，逐渐缓解市场偏紧局面，玉米价格持续下跌，截至 2014 年底，中国玉米均价为 2.45 元/公斤。进入 2015 年，中国玉米丰收，加之下游需求增长乏力，玉米价格先升后降，截至 2015 年 9 月底为 2.32 元/公斤。

图 3 近年来玉米价格情况（元/公斤）



数据来源：wind 资讯

总体看，2014 年中国玉米产量略有下降，玉米价格波动较大，消费量长期看呈稳定增长趋势，远期玉米价格或将有所回升。

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的 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。近三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 80%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。2014 年，中国大豆播种面积为 660 万公顷，同比下降 5.71%；大豆产量 1180 万吨，同比下降 7.45%。但近年来随着经济发展和压榨行业产能扩张，国内大豆消费量及进口量持续增长；2014 年，国内大豆消费总量 8605 万吨，同比增长 7.16%；进口占比上升 2.03 个百分点至 82.98%，进口依赖度进一步提升。

表 1 近年来中国大豆供需数据分析

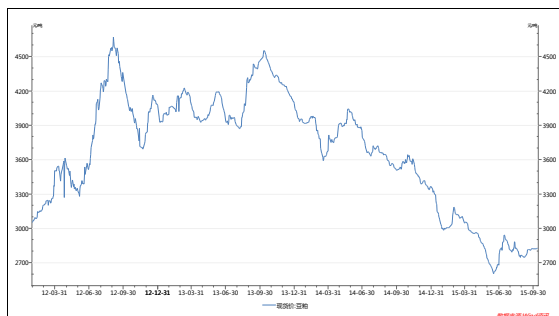
项目	2012 年	2013 年	2014 年
播种面积（万公顷）	720	700	660
国内产量(万吨)	1260	1275	1180
消费总量(万吨)	7618	8030	8605
进口总量(万吨)	6100	6500	7140
进口占比(%)	80.07	80.95	82.98

资料来源：wind 资讯

国内豆粕价格大幅度波动，给畜牧业的成本控制带来较大难度

受国际大豆价格变动影响，国内豆粕价格近年来波动较大。进入 2014 年以来，豆粕价格虽然波动较大，但是总体还是下降趋势。2014 年一季度，生猪价格持续下跌，禽流感疫情影响，养殖业景气度低迷，饲料需求持续下行，受此影响，豆粕价格自 3850 元/吨下跌至 3550 元/吨；2014 年二季度，随着禽流感疫情影响逐渐消退，养殖业景气度有所恢复，豆粕价格有所回暖，自 3550 元/吨上涨至 3950 元/吨；2014 年下半年，受美国大豆丰产预期不断强化，中国抛售国储大豆影响，豆粕价格承压下挫，波动下行，2014 年底，豆粕价格在 3200 元/吨附近震荡。2015 年上半年，豆粕价格短暂回升后继续下跌；2015 年三季度起，豆粕价格有所回升，但保持低位震荡，截至 2015 年 9 月底，豆粕价格为 2822.42 元/吨。

图 4 近年来中国豆粕价格情况（单位：元/吨）



数据来源：wind 资讯

大豆价格波动带动豆粕价格波动，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，受玉米和豆粕价格波动影响，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 年的 729 万吨提高至 2014 年的 1485 万吨。

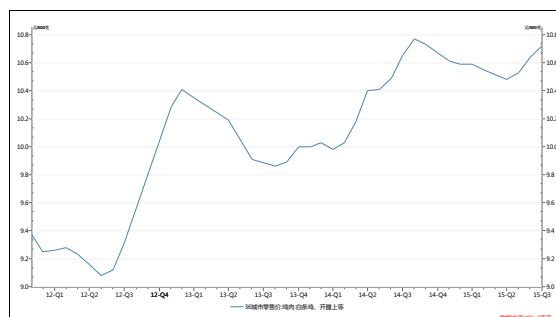
目前中国鸡肉产量已超过欧盟，为世界第二大鸡肉生产国。

从肉鸡消费来看，近十几年来，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/年提升至 2010 年的人均鸡肉消费量 9.50 千克/年。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：需求量、疫情、肉鸡存出栏量和饲料成本。由于农产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。

图 5 2012~2015 年 9 月重点城市鸡肉零售价格

（单位：元/斤）



资料来源：wind 资讯

2012 二季度起鸡肉价格快速上升，年底为 9.31 元/斤，比年初增长了 3.39%。进入 2013 年，鸡肉价格保持了上升的趋势，但随着 3 月末爆发的 H7N9 疫情逐渐扩大，大众产生了一定的恐慌情绪，对鸡肉需求产生了直接影响，2013 年下半年开始，一些城市陆续关闭活禽交易市场导致鸡肉价格下降，截至 2013 年 11 月底，鸡肉价格

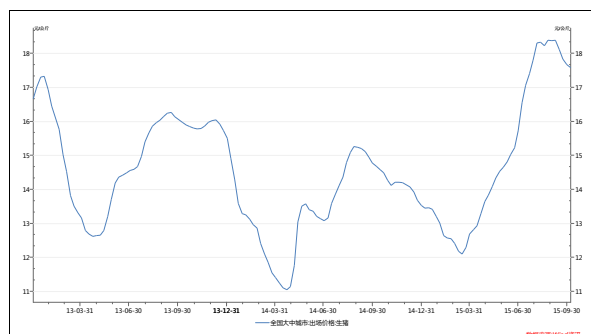
由年初的 10.41 元/斤下降至 9.86 元/斤。但进入 2014 年以来，禽流感疫情对肉鸡市场价格的影响已逐渐减弱，鸡肉的价格波动回升，截至 2014 年 10 月底，鸡肉价格为 10.77 元/斤，已经超过 2013 年初禽流感疫情未爆发时期的水平。此后鸡肉价格经历一波回调，截至 2015 年 6 月底，鸡肉价格为 10.48 元/斤；2015 年三季度起，鸡肉价格有所回升，截至 2015 年 9 月底，鸡肉价格为 10.72 元/斤。

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。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。

图6 2013年~2015年9月中国城市生猪出场价格
(单位：元/公斤)



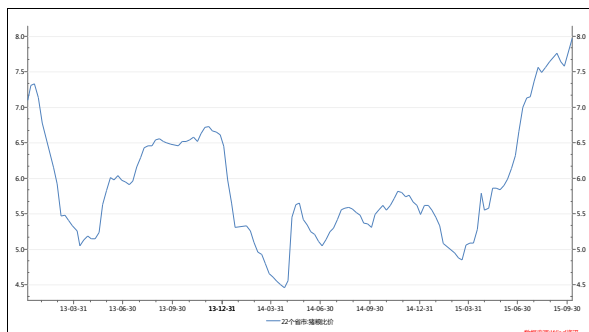
资料来源：wind资讯

2013 年，前两个月由于过节因素导致生猪需求量增加，生猪价格小幅走高，之后随着需求回落和生猪存栏量持续处于高位，生猪价格一路下滑，4 月生猪价格 12.62 元/公斤，比年初 17.32 元/公斤的价格下滑了 27.14%；之后虽然生猪价格有所反弹，但是由于东北地区猪病泛滥引发的

抛售情况席卷了全国各地区，生猪的价格又开始出现快速下滑的态势；2013 年底，生猪价格维持在 16.04 元/公斤，较年初有所下降。2014 年春节期间，生猪价格行情出现了罕见的大幅下跌，其主要原因是春节前终端需求小于之前预期，养殖户对年后行情持悲观心态，因而集中出栏，造成市场供大于求的局面；同时，作为猪肉消费大户的餐饮业因受到“三公”消费的影响，需求下降也导致生猪价格走跌；截至 2014 年 4 月底，生猪价格跌至 11.05 元/公斤的低谷。从 2014 年 5 月起，生猪价格波动上升，2014 年 9 月，生猪价格已经回复至 15.26 元/公斤的年内最高值，此后生猪价格一路下行至 2015 年 3 月的 12.10 元/公斤。2015 年二季度起，生猪价格进入新一轮上涨通道，至 2015 年 9 月为 18.38 元/公斤，为近两年最高点。

实践中常用生猪价格与玉米价格的比率，即“猪粮比”来衡量养殖业的盈利情况。猪粮比越高，说明养殖利润越好，反之则越差。按照相关规定，当猪粮比达到 6 时，生猪养殖基本处于盈亏平衡点。2013 年一季度末期，猪粮比探至 5.00 的水平，生猪养殖业处于深度亏损状态；二季度，国家冻猪肉收储工作陆续展开实施，生猪价格在政策和端午节节日效应的双重利好下，在 5 月中下旬上扬，之后持续走高，至 2013 年底达 6.69。2014 年以来，受季节因素影响，猪粮比大幅回落，2014 年 3 月底，22 省市猪粮比为 4.66。2014 年 12 月底，猪粮比小幅回升至 5.67，但仍距 6 的盈亏平衡点略有差距。2015 年开始，随着市场生猪价格的先降后升，22 省市猪粮比小幅下降后快速上升，2015 年 9 月底达 7.58 高点，生猪养殖户盈利表现良好。

图7 2013年~2015年9月22省市猪粮比



资料来源: wind 资讯

总体看,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因素影响,近几年,鸡肉、猪肉价格虽呈阶段性波动调整但整体上处于上涨趋势;养殖行业较强的周期性特征使得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,市场短期消极态势明显,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。

2013 年 3 月,中国爆发了 H7N9 型禽流感疫情,此次禽流感发病的主要区域集中在上海、浙江、江苏等省份,4 月逐步蔓延至北京、河南所在的华北区域。受此影响,上海、南京、杭州、天津等多个城市逐步关闭了活禽交易,且公众在

选择食用鸡类食品更加慎重,对鸡肉需求产生了直接影响。反映在价格方面,从 3 月 30 日至 4 月 7 日,山东烟台地区毛鸡价格下跌了 11.3%,鸡苗下跌了 57.6%。进入 2014 年,虽然一季度中国内地感染 H7N9 禽流感病例有所增加,深圳、广东、上海等地采取了活禽市场休市等措施,但 2014 年 3 月份以来,随着禽流感疫情影响逐步减弱、鸡肉消费需求回暖,全国禽价格全面回升,已经超过了 2013 年初禽流感疫情爆发前水平。禽流感疫情对鸡肉市场价格影响已经基本消除。

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,当地毛猪出栏价受疫情影响连续 5 周下跌。

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

“十二五”期间,畜牧业将着力构建和完善畜产品标准化生产体系、现代畜禽牧草种业体系、现代饲料产业体系、现代畜牧业服务体系、畜产品质量安全保障体系和草原生态保护支撑体系等“六大体系”。力争用五年时间,推进畜牧业综合生产能力迈上新台阶,饲料和畜产品质量安全跃上新水平,草原生态保护建设取得新突破。

根据“十二五”期间畜牧业的发展方向,农业部制定的发展目标是:①肉、蛋、奶产量分别达 8300 万吨、2900 万吨和 5000 万吨,年均增长率分别达到 1.4%、0.9%和 5%,畜牧业产值占

农业总产值的比重达 36%，工业饲料产量达 2 亿吨。②全国畜禽规模养殖比重在现有基础上再提高 10—15 个百分点，50%的规模养殖场实现标准化养殖；生猪出栏率达到 140%，奶牛平均单产达到 5.5 吨；畜禽规模养殖场（小区）粪污无害化处理设施和农牧结合生态循环养殖覆盖面达到 50%以上；饲料和生鲜乳安全水平进一步提高。③先进适用技术转化应用率大幅提高，科技创新与应用体系得到完善，畜牧业科技进步贡献率提高到 56%以上；在畜禽良种培育、安全高效饲料生产和草原生态保护治理等领域取得新进展。

5. 广东区域经济环境

2014 年全省实现 GDP 为 67792.24 亿元，同比增长 7.8%。其中，第一产业增加值 3166.67 亿元，增长 3.3%，对 GDP 增长的贡献率为 1.7%；第二产业增加值 31345.77 亿元，增长 7.7%，对 GDP 增长的贡献率为 49.1%；第三产业增加值 33279.80 亿元，增长 8.2%，对 GDP 增长的贡献率为 49.1%。三次产业结构为 4.7:46.2:49.1。在现代产业中，高技术制造业增加值 7546.10 亿元，增长 11.4%；先进制造业增加值 14103.95 亿元，增长 9.2%；现代服务业增加值 19438.47 亿元，增长 9.0%。在第三产业中，批发和零售业增长 8.4%，住宿和餐饮业增长 3.2%，金融业增长 12.5%，房地产业增长 4.6%。民营经济增加值 35070.59 亿元，增长 8.3%。

2014 年，全省肉类总产量 429.43 万吨，下降 1.3%。其中，猪肉产量 282.64 万吨，增长 1.8%；禽肉产量 131.86 万吨，下降 7.8%。全年水产品产量 832.61 万吨，增长 2.7%。其中，海水产品 446.87 万吨，增长 1.9%；淡水产品 385.74 万吨，增长 3.2%。

总体来看，广东省经济持续保持快速增长，为公司养殖业发展提供了良好的外部环境。另外，随着人口的增长、人们生活水平的提升以及政府对标准化规模养殖的扶持，具有较完整产业链及经营规模优势的养殖企业将具有良好的发

展前景。

四、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。公司采用紧密型“公司+农户（家庭农场）”的产业链一体化经营模式，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，由公司统一回收并对外销售。

1. 产权状况

公司的股本结构较为分散，无持有公司股份 5%以上的股东，各股东的持股数及持股比例均较小。截至 2015 年 11 月 02 日，温氏家族 11 名成员合计持股 16.74%，并在公司日常管理决策中起到重要作用，实际上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。

2. 生产规模

（1）养殖生产

公司是全国规模最大的肉鸡养殖企业、全国规模最大的种猪育种和肉猪养殖企业，同时也是全国规模最大的黄羽肉鸡产业化供应基地和国家肉鸡 HACCP 生产示范基地，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 2014 年底，公司合计拥有 300 多个养殖生产基地，合作代工养殖农户已达到 5 万多户。

截至 2014 年底，公司拥有 6 个祖代种鸡场、84 个父母代种鸡场、7 个肉鸡场和 3.27 万户肉鸡合作养户；公司拥有存栏种鸡约 1288.19 万只，其中，核心群种鸡约 7 万只。2014 年，公司商品肉鸡销售量达到 6.97 亿只，约占全国商品肉鸡出栏量的 8.51%，占黄羽商品肉鸡出栏量的 19.10%。

截至 2014 年底，公司拥有 15 个原种猪场（其中包括 1 个国家级和省级核心育种场、3 个省级

核心育种场)、47 个扩繁猪场、141 个父母代种猪场和 1.78 万户肉猪合作养户; 公司拥有存栏种猪约 93.99 万头, 其中, 核心群种猪约 2.10 万头。2014 年, 公司商品肉猪销售量达到 1,218.27 万头, 占全国肉猪出栏量的 1.66%。

此外, 公司其他养殖有肉鸭、奶牛养殖, 截至 2014 年底, 公司拥有 1 个祖代种鸭场, 7 个父母代种鸭场; 拥有 3 个奶牛场, 存栏奶牛 13552 头。2014 年, 公司销售肉鸭 1698.92 万只, 销售原奶 3.75 万吨。

(2) 相关延伸产业

公司其他业务主要包括农牧设备、乳制品销售等。2014 年公司农牧设备业务分别实现销售收入为 4367.35 万元。同期, 公司销售乳制品 0.44 万吨, 实现销售收入 4606.10 万元。

3. 养殖技术

公司与包括华南农业大学在内的 20 多所知名农业院校和科研院所进行了长期深度的产学研合作, 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。鸡育种方面, 公司以消费者对肉鸡的消费需要为育种导向, 以生长、繁殖、肉质等指标为主要育种目标。在育种过程中, 应用多项仅为少数世界领先的育种公司所掌握的先进技术。猪育种方面, 公司以高瘦肉率、长速快、高繁殖力、肉质表现好等性能指标要求作为主要育种目标。公司对种猪应用活体 B 超测定, 采用血缘管理、精细化选配、同期测定、终测选种等现场选育技术方法, 同时结合分子标记辅助选择、冻精技术、克隆技术、后裔胴体肉质测定、全基因组选择及料肉比测定等育种新技术, 创立了一套国内领先、世界先进的猪育种技术管理体系。

第二层面, 饲料营养配比技术, 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, 广泛应用安全生物技术产品, 提高饲

料的消化利用率, 构建较完善的饲料品控体系, 保障了饲料的质量和畜禽产品的安全。

第三层面, 养殖防疫技术, 公司拥有国家生猪种业工程技术中心、农业部重点实验室、国家级企业技术中心、博士后科研工作站、广东省企业研究院等等疫病防控科研平台, 成立了由 50 多人组成的疫病防治核心研究团队, 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。近几年, 公司没有发生重大动物疫情。

第四个层面, 养殖信息化技术。公司建立了信息中心, 将大量的养殖过程中的信息数据录入计算机系统, 建立了一个全面覆盖经营各环节的信息系统, 通过 EAS 连接了分布于 20 多个省、市(自治区)的所有下属公司, 时刻监测各地的市场动态与经营情况, 为管理层决策提供了及时有效的信息支持。

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。

4. 人员素质

公司现有高级管理人员 8 人, 包括总裁 1 名, 副总裁 6 人, 董事会秘书 1 人。

公司总裁严居然先生, 汉族, 1962 年出生, 中国国籍, 未有任何国家和地区的永久海外居留权; 1983 年进入温氏集团的前身工作, 历任副总裁、技术总监、常务副总裁, 2014 年 10 月起任公司总裁。现任公司总裁、技术总监。

公司财务总监温小琼女士, 1965 年出生, 中国国籍, 未有任何国家和地区的永久海外居留权, 2001 年香港国际商学院财务管理专业硕士课程结业, 2002 年毕业于华南农业大学农村财会与审计专业, 大专学历。1983 年进入公司的前身工作, 历任温氏集团财务部经理、财务部总经理、财务总监, 2014 年 10 月起任公司副总裁。现任公司副总裁、财务总监。

截至 2015 年 9 月底，公司本部及下属子公司共有员工 41308 人，按学历构成划分，具有大专及以上学历占 16.51%，大专以下占 83.49%；按年龄构成划分，30 岁以下、30~50 岁之间和 50 岁以上占比分别为 35.59%、59.86%和 4.55%。

整体看，公司高级管理人员专业管理经验丰富，以温氏家族为核心，团队稳定性较好；公司员工文化程度和年龄构成合理，能满足公司发展需要。

5. 外部支持

税收优惠方面，根据《中华人民共和国增值税暂行条例》第十五条第（一）项和《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，公司及其子公司回收再销售畜禽，属于农业生产者销售自产农产品，可免征增值税；根据《中华人民共和国企业所得税法》第二十七条第（一）项、《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第八十六条第（一）项和《国家税务总局关于“公司+农户”经营模式企业所得税优惠问题的通知》（国家税务总局公告2010年第2号）的规定，公司直接或采取“公司+农户”经营模式从事牲畜、家禽饲养所得可以免征企业所得税。

整体看，公司作为农业龙头企业，能获得相关政策优惠，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。

五、管理分析

1. 法人治理结构

2012年公司以组织形式变更的方式整体变更设立股份有限公司。公司设股东大会，股东大会是公司的权利机构。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。

公司设立董事会。董事会依法执行股东大会决议，决定公司经营计划和投资方案，制定公司年度财务预算方案、决算方案。董事由股东大会选举或更换，任期三年，连选可以连任。公司董事12人（其中独立董事4人），设董事长1人；首届董事会人选经公司创立大会暨第一次股东大会选举产生，此后历届董事会董事经公司股东大会选举产生；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。监事任期每届三年，连选可以连任。监事会有权检查公司财务、对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。

公司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成员占比较多（公司董事会成员12人，温氏家族成员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（温氏学院）、技术中心（研究院）、市场部（营销公司筹建办）、信息中心、工程管理部、饲料采购中心；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、子公司管理、安全生产管理、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。

投资管理方面，公司主要是利用自有资金进行对外投资及投资管理，为规范投资行为，降低投资风险，提高投资收益，保证资产的有效监管、安全运营和保值增值，公司根据《公司法》等法律、法规及《公司章程》的相关规定，制定了《投资管理制度》。

内部管理水平方面，公司核心生产经营环节已实现信息化管理，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。

公司对分、子公司实行层级管理：公司在全国各地设立分、子公司，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，公司设立若干个区域性二级管理平台，对于下属各分、子公司采取总部管理与区域型二级管理平台管理相结合的管理模式。通过设立区域性二级管理平台，实现层级管理，分、子公司的总经理对区域性二级管理平台的总经理负责，区域性二级管理平台的总经理对总部负责，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。

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。

六、重大事项

2015 年 10 月，根据《广东温氏食品集团股份有限公司换股吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司上市公告书》，公司以 1:0.8070 的比例发行 435247380 股吸收合并大华农。

大华农是一家集研发、生产和销售为一体的大型动物保健品制造企业，主要产品为兽用生物制品、兽用药物制剂、饲料添加剂，同时辅以深海养殖产业等拓展业务。大华农于 2011 年在深圳证券交易所创业板挂牌上市，是广东省兽药行业第一家上市公司，大华农的控股股东及实际控制人均为温氏家族。

截至 2014 年底，大华农资产总额 23.98 亿元，所有者权益合计 21.83 亿元；2014 年，大华农实现营业收入 10.18 亿元，利润总额 1.36 亿元，净利润 1.17 亿元。

2015 年 11 月 2 日，公司股票正式在深交所上市，股票简称“温氏股份”，股票代码“300498”，发行完成后公司总股本为 3625247380 股，大华农股票同时终止上市。公司实现整体上市，成为涵盖畜禽养殖、兽药生产、乳制品生产、农牧设备制造、海洋养殖等多个业务板块的全国性大型现代农牧企业，围绕养殖业务为核心打造更完整的产业链，温氏家族仍然拥有公司的实际控制权。公司实现整体上市提高了公司的抗风险能力。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是一家拥有 30 多年创业历史的大型畜禽养殖企业，以肉鸡和肉猪养殖为主，以奶牛、肉鸭养殖为辅，同时配套经营食品加工、农牧设备制造等产业。近三年，公司肉猪养殖及销售规模扩大，公司销售收入稳定增长，2014 年，公司主营业务收入为 380.01 亿元，

同比增长 8.13%，增长主要来源于养殖业，养殖业中偏重养鸡和养猪业。近三年，公司肉猪销售收入占公司主营业务的比重不断提高，2014 年，肉鸡及肉猪销售收入占公司主营业务收入的比重分别为 45.07%和 49.13%。公司采用紧密型“公司+农户（家庭农场）”的产业链一体化经营模式，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。

2014 年，随着 H7N9 流感疫情影响的逐渐消退，公司肉鸡销售恢复到正常水平；肉猪市场价格持续下降，但肉猪销量快速增长。受此影响，公司肉猪销售收入的增幅仍大于肉鸡销售收入增幅，为 186.71 亿元，同比增长 11.30%；肉鸡销售收入为 171.26 亿元，同比增长 3.98%。

毛利率方面，公司以肉鸡、肉猪销售为主的主营业务毛利率受市场周期及疫情影响较大。2014 年，H7N9 流感疫情影响逐渐消退，公司肉鸡销售毛利率由负转正至 15.56%，受此推动，公司主营业务综合毛利率为 12.58%，同

比上升 5.59 个百分点；同期，公司肉猪销售毛利率为 9.96%，同比下降 6.83 个百分点，主要系猪肉市场价格受行业周期性影响下降所致。

2015 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 335.39 亿元，占 2014 年全年的 88.26%，其中肉鸡及肉猪分别实现收入 130.60 亿元和 190.02 亿元，占主营业务收入的比重分别为 38.94%和 56.66%，肉猪销售收入占比持续提高。毛利率方面，肉鸡销售毛利率为 14.54%，较 2014 年略有下降；肉猪销售毛利率为 21.86%，较 2014 年大幅增长 11.90 个百分点，主要系 2015 年二季度以来肉猪市场进入新一轮周期，肉猪价格快速增长所致。2015 年 1~9 月，公司综合毛利率为 18.47%，较 2014 年增长 5.89 个百分点。目前，肉猪业务已经取代肉鸡业务成为公司最重要的收入利润来源，在肉猪市场进入新一轮上涨周期的大环境下，有望对公司业绩形成有力支撑。

表2 公司主营业务收入及毛利率情况 （单位：亿元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~9 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	178.11	53.31	8.94	164.71	46.87	-2.69	171.26	45.07	15.56	130.60	38.94	14.54
肉猪	136.36	40.82	19.52	167.75	47.73	16.79	186.71	49.13	9.96	190.02	56.66	21.86
其他	19.61	5.87	8.04	18.98	5.40	4.38	22.04	5.80	11.59	14.77	4.40	9.62
合计	334.08	100.00	13.20	351.44	100.00	6.99	380.01	100	12.58	335.39	100.00	18.47

资料来源：公司提供

2. 养殖产业

(1) 生产

①养殖模式

公司推行紧密型“公司+农户（家庭农场）”的产业分工合作模式，公司与农户以委托养殖方式合作，根据职责进行合理的流程分工，在肉鸡及肉猪产品生产过程中承担不同的责任和义务，公司与农户共同合作完成畜禽养殖产业链生产销售工作。在此模式下，农户作为养殖产业链诸多生产环节中的一环，负责肉鸡及

肉猪的饲养管理环节，公司负责其他环节，包括种苗生产、饲料生产、疫病防治、技术服务、回收销售等环节。

近三年来，尽管行业景气度波动对公司经营产生了一定影响，但公司持续保证合作农户收益，提高了合作农户的积极性，巩固了公司发展基础。2012~2014年农户收益每只鸡分别为2.58元、2.49元、2.50元；猪养殖方面，农户收益每头猪分别为181.24元、161.93元、162.92元。在市场行情波动的情况下公司养殖户收益

基本保持稳定，进一步巩固了公司与养殖户的合作关系，从而保证了公司产能的稳步增长。

总体看，由于公司与农户合作时间较长，且对农户收益的分配较为合理，公司生产模式比较稳定。随着物联网设备的推广，公司产能有望进一步提高。

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、东北等区域管理的同时，新增云南、贵州、河北、天津、辽宁、内蒙等6个省（市、区）。

截至2014年底，公司合计拥有300多个养殖生产基地，其中祖代种鸡场6个，父母代种鸡场84个，肉鸡场7个；原种猪场15个，扩繁猪场47个，父母代种猪场141个。

（2）采购

公司成本主要由饲料原料成本（约占70%）、委托农户养殖费用（约占17%）和药物疫苗成本（约占4%）等，其中饲料主要采购原料为玉米、豆粕以及小麦、高粱等粮食及添加剂，公司实行以“集团集中采购”为主，“区域集中采购”为辅的采购策略，两者有机结合，开展原料采购工作。

采购渠道方面，玉米主要在东北、华北、华中、西北、西南等主要粮食产区采购；豆粕主要由沿海地区和川渝内陆等地的油厂和供应商供应；小麦主要在河南、河北、山东、安徽、江苏等地采购；高粱主要是通过进口采购。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，因饲料原料中，玉米、小麦、高粱属于能量原料，具有一定的相互替代性，公司可根据其采购价格适当对饲料配方做出调整，以控制养殖成本。2014年，公司玉米采购均价有所提升，同比增长1.46%，为2437元/吨；豆粕采购均价有所下降，同比减少10.57%，为3640元/吨；2015年1~9月，公司玉米采购量同比有所下降，主要系公司减少玉米使用量提高高粱使用量所致，同期，玉米采购均价较2014年下降2.05%；2015年1~9月，公司

豆粕采购量同比有所增加，豆粕采购均价较2014年下降20.91%。

表3 公司主要原料采购量及采购价格

（单位：万吨，元/吨）

项目	2012年		2013年		2014年		2015年1~9月	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
玉米	290.23	2387	478.11	2402	429.68	2437	175.91	2387
豆粕	74.80	3585	83.81	4070	101.07	3640	113.92	2879

资料来源：公司提供

（3）销售

①销售情况

截至2014年底，公司拥有166家分支机构，遍布全国20多个省（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。2014年，公司销售肉鸡约6.97亿只，同比下降16.13%，主要系2014年一季度H7N9流感影响所致，约占全国肉鸡上市量的8.51%；销售肉猪1218万头，同比增长20.24%，约占全国肉猪上市量的1.66%。2015年1~9月，公司上市肉鸡和肉猪分别为5.32亿只和1104万头，分别占2014年全年的76.33%和90.64%。

销售价格方面，随着H7N9流感疫情影响的减弱以及鸡肉价格的回暖，2014年公司肉鸡销售均价同比上升1.02元/斤至6.79元/斤；受肉猪市场价格周期性波动影响，公司肉猪销售均价同比下降0.59元/斤至6.72元/斤；2015年1~9月，公司肉鸡销售均价小幅下降至6.59元/斤；肉猪销售均价增长至7.42元/斤，较2014年增长10.42%。

表4 2012~2015年9月公司销售情况 (单位: 元/斤、万头、亿只)

项目	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~9 月	
	销售量	平均售价	销售量	平均售价	销售量	平均售价	销售量	平均售价
肉鸡	8.44	6.15	8.31	5.77	6.97	6.79	5.32	6.59
肉猪	814.00	7.29	1013.00	7.31	1218	6.72	1104	7.42

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。公司各销售区域中, 华南地区占比最高, 2014年为59.94%。货款结算方面, 基本是款到发货, 不占用公司营运资金。

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及广西地区, 且两地区产品运输多由客户自行解决, 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5 公司地区销售占比 (单位: %)

地区分布	2012 年	2013 年	2014 年
华南区	64.11	61.44	59.94
华东区	18.98	20.09	19.55
华中区	7.66	9.04	10.14
西南区	7.29	7.54	8.39
港澳台	1.35	1.15	1.07
华北区	0.46	0.44	0.73
东北区	0.12	0.26	0.09
西北区	0.02	0.03	0.09
合计	100	100	100

资料来源: 公司提供

②病疫影响

病疫是影响畜牧业发展的重要因素, 病疫期间禽畜死亡率大幅提升, 短期量价齐跌, 严重影响行业内企业的利润水平及农民的补栏积极性。

自从2013年3月H7N9流感疫情发生后, 家禽业销量和价格均大幅下降, 据中国畜牧协会调查, 2013年上半年, 养殖产业直接经济损失超过600亿元。部分疫情发生地区关闭交易市场、消费者选择恐慌及产品流通受阻等多方面市场因素对公司业绩带来了较大影响。

公司作为中国养鸡行业的龙头企业, 自1997年流感后一直对存栏鸡开展流感病毒检测工作, 并形成了较好的应对机制。2013年以来, 由于公司受H7N9的影响策略性暂时限产导致销售规模略有下降, 但仍保持行业绝对领先地位。

进入2014年第二季度, 随着流感疫情影响的逐步消除以及鸡肉价格的快速回升, 公司恢复了肉鸡的供应规模, 肉鸡业务盈利能力回升至较高水平。

本次疫情对公司2013年和2014年一季度肉鸡业务业绩产生了较大影响, 但随着流感疫情影响的减弱, 公司肉鸡业务盈利快速回升, 体现了公司作为大型畜牧养殖企业集团较强的抗风险能力。

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: 肉食品加工、农牧设备制造、粮食采购等产业, 近三年其他产业收入占比在6%以内。

2014年, 公司其他业务主要以养鸭、养牛、农牧设备制造、肉食品加工为主。公司近年来不断提高肉制品加工技术及质量, 产品主要销往香港。公司其他业务毛利率水平有所波动, 2014年为11.59%, 同比增加7.21个百分点, 主要系当期H7N9流感影响逐步消除, 肉鸭价格上升所致。

2015年1~9月, 养鸭、养牛、农牧设备制造、肉食品加工等收入为14.77亿元, 占主营业务收入比重仅为4.40%, 毛利率降至9.62%。

4. 经营效率

2012~2014年，公司销售债权周转次数逐年上升，三年加权平均值为508.73次，2014年为622.55次，处于行业优秀水平，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；公司存货周转次数基本保持稳定，三年加权平均值为4.48次，2014年为4.23次，存货周转效率较高；总资产周转次数保持稳定，三年加权平均值为1.58次，2014年为1.54次。

总体看，公司资产经营效率水平高。

5. 未来发展

经营方面，公司将主力发展肉猪养殖，稳定发展肉鸡养殖，进一步巩固行业领先地位；调整兽药产品结构，提高猪用兽药产品的市场份额；加快发展奶牛、肉鸭、蛋鸡养殖及农牧设备制造，探索发展肉羊养殖及海洋养殖等新业务；在做强做大现有主营业务的同时，积极推动下游食品加工业的发展；结合资本市场力量，持续提高企业综合经营管理能力，全面提升企业综合实力和竞争优势，逐步将公司打造为世界一流、全产业链的大型农牧企业。

投资方面，未来公司重大资本性支出主要方向是养猪业，包括种猪场和饲料厂等及其配套设施，公司在建的前五大投资项目未来投资额为12.12亿元，资金来源主要是自有资金。

表6 截至2015年9月底公司前五大投资项目进展情况 (单位：万元)

项 目	计划总投资	截至 2015 年 9 月底已投资额	未来投资金额
北票温氏育种有限公司	37800.00	6030.00	31770.00
温氏(朝阳)农牧有限公司	36600.00	18659.64	17940.36
建平温氏农牧有限公司	36200.00	9007.80	27192.20
徐州温氏畜牧有限公司	33153.00	17287.00	15866.00
伊通温氏农牧有限公司	32000.00	3598.00	28402.00
合计	175753.00	54582.44	121170.56

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的2012~2015年6月连审财务报表已经广东正中珠江会计师事务所(特殊普通合伙)审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，以下2012~2014年财务分析基于上述报表。2015年三季报未经审计。

合并范围方面，2014年公司合并范围新增监利温氏乳业有限公司、广东温氏乳业有限公司等13家子公司，减少广东温氏瑞昌食品有限公司等4家子公司。2015年三季度，公司合并范围新增新兴温氏新三板投资合伙企业(有限合伙)、新田温氏畜牧有限公司等10家子公司。上述企业规模不大，对财务数据可比性影响较小。

截至2014年底，公司(合并)资产总额为253.37亿元，所有者权益合计150.94亿元(其中少数股东权益5.46亿元)；2014年，公司实现营业收入380.40亿元，利润总额29.19亿元。

截至2015年9月底，公司(合并)资产总额为282.44亿元，所有者权益合计192.33亿元(其中少数股东权益5.97亿元)；2015年1~9月，公司实现营业收入335.55亿元，利润总额50.62亿元。

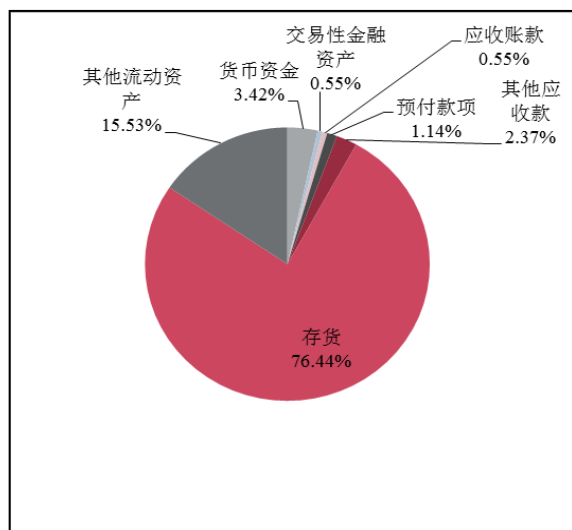
2. 资产质量

2012~2014年，随着公司养殖规模持续扩张及合并范围变化影响，公司资产规模有所增长，年均复合增长8.21%。截至2014年底，公司资产总额253.37亿元，其中流动资产占41.75%，非流动资产占58.25%，公司资产以非流动资产为主。

流动资产

2012~2014年，公司流动资产保持相对稳定，截至2014年底，公司流动资产合计105.79亿元，主要由存货及其他流动资产构成。

图8 2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司货币资金快速下降，年均复合下降53.79%。截至2014年底，公司货币资金为3.62亿元，同比下降72.67%，主要系公司为提高资金使用效率所购买人民币结构性理财产品增加9.05亿元所致；构成以银行存款（3.30亿元）及其他货币资金（0.28亿元）为主，剩余少量库存现金。

公司主要产品肉鸡和肉猪的销售均采用“货款两清”结算的方式，因此应收账款数额较小。2012~2014年，公司应收账款快速下降，年均复合下降20.60%。截至2014年底，公司应收账款账面余额为0.61亿元；从账龄来看，1年以内的应收账款占98.86%，1~2年的占1.14%，账龄较短；从集中度来看，公司前五名应收账款合计0.22亿元，占全部应收账款的35.64%，主要欠款单位为：广州九龙维记牛奶有限公司、广东燕塘乳业股份有限公司、佳联冰鲜禽畜有限公司、宜章佳亨农业有限公司及绿雪生物工程（深圳）有限公司；公司共计提310.81万元的坏账准备，计提比例为5.06%，公司应收账款净额为0.58亿元。

2012~2014年，公司预付款项波动下降，年均复合下降24.87%。2013年底预付款项同比大幅增长80.47%，主要系公司预付的饲料原料采购款增长所致。截至2014年底，公司预付款

项为1.21亿元，同比下降68.72%，主要系玉米采购量减少所致；从账龄来看，1年以内的占95.32%，1~2年的占4.56%，2年以上的占0.12%，账龄较短。

2012~2014年，公司其他应收款波动增长，年均复合增长10.28%。2013年底其他应收款同比大幅增长91.38%，主要系当期公司应向员工收取的温氏科技园二购房款增加所致。截至2014年底，公司其他应收款2.51亿元，主要为垫付合作农户（或家庭农场）鸡舍建造款项、应收员工购房款、预付土地拍卖保证金以及员工备用金等，账龄主要在1年以内，综合计提坏账准备的比例为10.67%，计提较充分。

2012~2014年，随着生产规模的扩大，公司存货不断增长，年均复合增长11.03%。截至2014年底，公司存货为80.87亿元，从存货构成来看，主要由消耗性生物资产（占74.36%）及原材料（占20.95%）构成，消耗性生物资产中，肉鸡占20.33%，肉猪、猪苗占76.49%，存货变现能力较强；公司未计提存货跌价准备，总体来看，公司存货规模大，且价格存在周期性波动，有一定存货跌价风险。

2012~2014年，公司其他流动资产波动幅度较大。截至2014年底，公司其他流动资产为16.43亿元，同比大幅增长125.63%，主要来自于公司购买理财产品的增长，构成以人民币结构性理财产品为主。

非流动资产

2012~2014年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长16.84%，主要系公司固定资产增加所致。截至2014年底，公司非流动资产合计147.58亿元，主要由可供出售金融资产、固定资产及生产性生物资产构成。

2012~2014年，公司可供出售金融资产快速增长，年均复合增长28.69%。截至2014年底，公司可供出售金融资产为21.74亿元，主要包括持有的珠海市农村商业银行股份有限公司、广东中科白云投资管理有限公司和佛山市三水区农村信用合作联社等公司的权益工具；同比

增长38.16%，主要系公司持有以公允价值计量的可供出售权益工具及可供出售债务工具余额增长所致。

2012~2014年，公司固定资产规模快速增长，年均复合增长31.93%，主要由于公司为扩大生产规模而进行固定资产投资所致。截至2014年底，公司固定资产原值为113.58亿元，主要由房屋及建筑物（占61.69%）、生产设施（占14.90%）及机械设备（占14.85%）构成；累计计提折旧33.32亿元，公司未计提减值准备，固定资产净值为80.26亿元，同比增长28.06%。

2012~2014年，公司在建工程规模快速下降，年均复合下降36.06%。截至2014年底，公司在建工程为7.71亿元，同比大幅下降58.27%，主要系部分猪场工程、鸡场工程以及温氏科技园生活区住宅工程三期工程的完工所致。公司在建工程主要项目包括猪场工程5.23亿元、饲料厂工程1.23亿元。

2012~2014年，公司生产性生物资产不断增长，年均复合增长14.79%。截至2014年底，公司生产性生物资产为22.54亿元，同比增长12.97%，主要由于公司规模继续扩大，养殖的种猪数量增长所致，其中种鸡占10.82%，种猪占78.51%。

2012~2014年，公司无形资产快速增长，年均复合增长15.44%。截至2014年底，公司无形资产原值为7.47亿元，同比增长22.12%，系土地使用权增加所致；从构成来看，无形资产原值中土地使用权占96.12%、办公软件占1.93%、专利技术占1.95%。2014年公司累计摊销0.70亿元，无形资产净值为6.77亿元。

截至2015年9月底，公司资产总额282.44亿元，较2014年底增长11.48%，其中流动资产占47.38%，非流动资产占52.62%，流动资产占比有所上升，主要源于货币资金及其他流动资产的增长，其中货币资金为6.77亿元，较2014年底增长87.17%，主要系经营效益增加所致；其他流动资产为37.65亿元，较2014

年底大幅增长129.21%，主要系公司购买理财产品所致。截至2015年9月底，公司非流动资产中可供出售金融资产为15.03亿元，较2014年底减少30.84%，主要系公司减持对外投资而出售股票（主要包括大连友谊、围海股份、博云新材等）以及在持股票公允价值变动所致。

总体看，公司资产总额保持稳定增长，以存货和固定资产为主，存货规模大，变现能力较强，但存在一定价格波动风险。整体看公司资产质量较好。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2012~2014年，公司所有者权益波动增长，年均复合增长5.73%。截至2014年底，公司所有者权益合计150.94亿元，较上年增长18.89%；归属于母公司的所有者权益145.48亿元中，股本、资本公积及未分配利润分别占21.93%、33.32%和39.98%。

截至2015年9月底，公司所有者权益合计192.33亿元，较2014年底增长27.42%。主要来自未分配利润的增长；归属于母公司所有者权益186.36亿元中，股本、资本公积及未分配利润分别占17.12%、26.01%和54.33%。

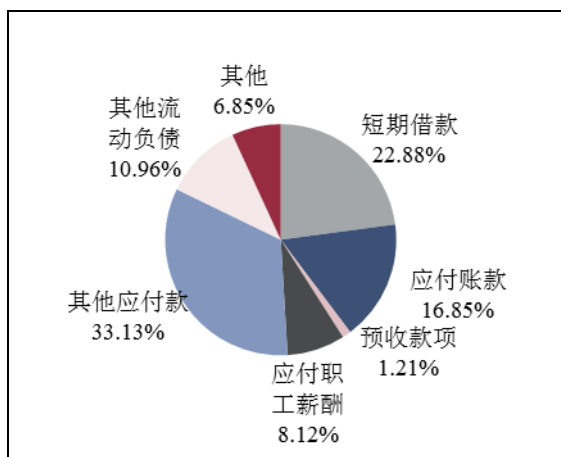
整体看，公司所有者权益中未分配利润占比较大，所有者权益稳定性一般。

负债

2012~2014年，公司负债总额波动增长，年均复合增长12.20%。截至2014年底，公司负债合计102.43亿元，其中流动负债和非流动负债占比分别为88.96%和11.04%，公司负债构成以流动负债为主。

流动负债方面，2012~2014年，公司流动负债波动增长，年均复合增长12.86%。截至2014年底，公司流动负债为91.12亿元，主要由短期借款、应付账款、其他应付款及其他流动负债构成。

图9 2014 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司短期借款波动增长，年均复合增长25.43%。截至2014年底，公司短期借款为20.84亿元，同比下降42.03%，主要系公司借入的保证借款、信用借款减少所致，其中信用借款14.34亿元、保证借款3.23亿元、质押借款2.95亿元、抵押借款0.32亿元。

2012~2014年，公司应付账款波动增长，年均复合增长8.88%。截至2014年底，公司应付账款为15.36亿元，同比下降17.08%，主要系公司部分饲料原料采购量下降所致；账龄在1年以内的占比98.95%，主要为公司采购饲料原料产生的欠款。

2012~2014年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长16.82%。截至2014年底，公司其他应付款合计30.19亿元，同比增长8.43%，主要由于公司业务规模扩大，收取的合作农户保证金增加所致；从构成来看，以收取的合作农户的保证金及应付工程质保金为主。

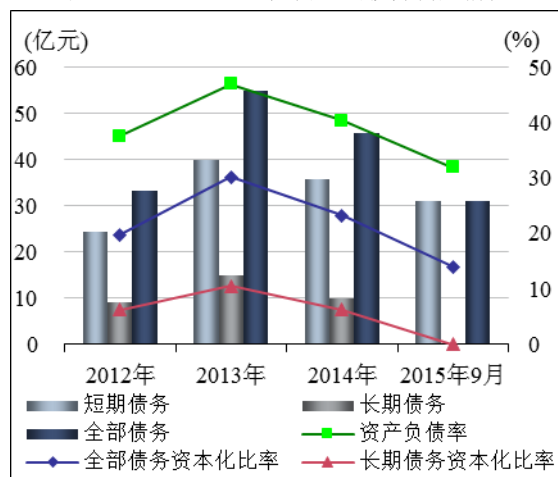
截至2014年底，公司新增其他流动负债9.98亿元，为公司于2014年2月10日发行的5亿元短期融资券“14粤温氏CP001”及2014年9月11日发行的5亿元短期融资券“14粤温氏CP002”，已计入当期短期债务。

非流动负债方面，2012~2014年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长7.28%。截至2014年底，公司非流动负债为11.31亿元，同比下降28.59%，主要由于公司“12粤温氏

MTN1”于2015年4月到期，公司将其调整至一年内到期的非流动负债所致；其中应付债券占88.06%。

截至2014年底，公司应付债券9.96亿元，为公司于2013年2月28日发行的3年期的中期票据“13粤温氏MTN1”及2013年7月25日发行的3年期的中期票据“13粤温氏MTN002”。

图10 2012~2015年9月公司债务构成情况



资料来源：公司审计报告

从有息债务来看，2012~2014年，公司全部债务规模波动增长，年均复合增长17.42%。截至2014年底，公司全部债务为45.78亿元，公司近三年多次发行短期融资券、同时加大短期债务规模，2014年底公司短期债务占比提升至78.25%，长期债务占比下降至21.75%。

从债务指标来看，近三年公司全部债务资本化比率和资产负债率均呈波动上升趋势，2013年增幅较大，三年加权平均值分别为24.64%和41.83%，截至2014年底，分别为23.27%和40.43%；长期债务资本化比率呈波动下降趋势，三年加权平均值为7.49%，截至2014年底，公司长期债务资本化比率为6.19%。公司整体债务负担轻，财务弹性较好。

截至2015年9月底，公司负债合计90.12亿元，较2014年底下降12.02%，其中流动负债占98.95%，非流动负债占1.05%，非流动负债占比下降9.99个百分点，主要系公司应付债

券将于 2016 年到期，转为一年内到期的非流动负债所致；公司全部债务降至 31.17 亿元，较 2014 年底下降 31.91%，全部由短期债务构成。从债务指标来看，截至 2015 年 9 月底，公司资产负债率及全部债务资本化比率分别为 31.91%和 13.95%，较 2014 年底分别下降 8.52 个百分点和 9.32 个百分点，公司整体债务负担进一步减轻。

总体看，公司所有者权益稳定性一般。公司负债以流动负债为主，有息债务构成以短期债务为主，公司整体负债水平较低，财务弹性较好，但债务结构有待改善。

4. 盈利能力

2012~2014 年，公司营业收入年均复合增长 6.64%，2014 年公司实现营业收入 380.40 亿元；公司主要原材料的平均价格增幅较大，公司营业成本增速略高于同期营业收入增速，年均复合增长 7.02%，2014 年公司营业成本为 332.39 亿元。2012~2014 年，公司营业利润率波动较大，三年加权平均值为 11.04%，2014 年为 12.60%。

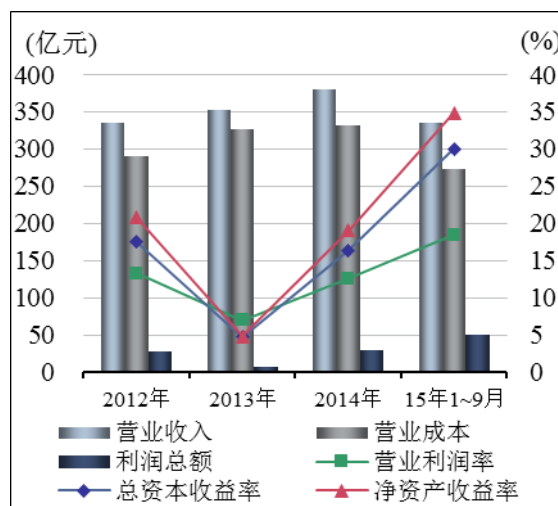
从期间费用来看，2012~2014 年，公司期间费用分别为 16.83 亿元、20.98 亿元和 21.07 亿元，年均复合增长 11.91%，高于营业收入和营业成本的增速。2012~2014 年，公司期间费用占营业收入的比例分别为 5.03%、5.96%和 5.54%，构成以管理费用为主。公司期间费用控制能力在行业内处于较好水平，但期间费用整体规模仍较大，公司期间费用控制能力有待加强。

2012~2014 年，公司投资收益规模波动增长，年均复合增长 29.58%。2014 年，公司实现投资收益 1.01 亿元，主要来源为持有可供出售金融资产等期间取得的投资收益 0.50 亿元。2012~2014 年，公司营业外收入年均复合增长 52.43%，2014 年公司实现营业外收入 2.11 亿元，主要为政府补助（占 82.33%）。

2012~2014 年，公司利润总额、净利润波

动幅度较大，2014 年公司实现利润总额 29.19 亿元，实现净利润 28.77 亿元，同比分别大幅增长 330.68%和 372.16%，主要系 2014 年二季度起，流感疫情的影响逐步消除，鸡肉价格回升以及部分原材料的成本下降所致。

图 11 2012~2014 年公司盈利情况



资料来源：公司审计报告

从盈利指标来看，2012~2014 年，公司营业利润率、总资本收益率及净资产收益率均呈现波动下降趋势，2014 年分别为 12.60%、16.35%和 19.06%，比 2013 年分别增长 5.61、11.62 和 14.26 个百分点，主要由于 2014 年二季度起，流感疫情影响减弱，养鸡业景气度回升所致。

2015 年 1~9 月，公司实现营业收入 335.55 亿元，占 2014 年全年 88.21%；2015 年前三季度，公司实现投资收益 5.26 亿元，主要由出售股票产生的投资收益 2.05 亿元和按权益法确认的对联营企业的投资收益 1.38 亿元构成；当期，公司实现利润总额和净利润分别为 50.62 亿元和 50.31 亿元。

目前鸡肉价格已经企稳回升至正常水平；猪肉价格进入新一轮上涨周期，公司盈利能力显著回升。未来公司将稳定发展养鸡业务并继续加速扩大养猪规模，经营业绩有望保持增长。总体看，公司整体盈利能力较强。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看, 2012~2014 年, 公司流动比率及速动比率均有所下降, 三年加权平均值分别为 121.95%和 35.53%, 截至 2014 年底, 公司两项指标分别为 116.10%和 27.35%, 受公司流动负债同比减少和存货同比增长影响, 上述比率同比分别上升 4.01 个百分点和下降 5.71 个百分点。截至 2015 年 9 月底, 公司流动比率及速动比率分别为 150.07%和 55.15%, 较 2014 年底均有所上升; 从现金流对短期债务保护程度来看, 2012~2014 年, 公司经营现金流动负债比分别为 52.06%、19.09%和 50.17%。总体来看, 公司存货变现能力较强, 经营性现金流入规模大, 公司短期偿债能力较好。

从长期偿债指标来看, 2012~2014 年, 公司 EBITDA 年均复合增长 4.28%, 2014 年为 45.31 亿元; 公司 EBITDA 利息倍数三年加权平均值为 16.03 倍 (公司利息支出全部为费用化利息支出), 2014 年为 13.33 倍; EBITDA 对利息的保障能力很强。2012~2014 年, 公司全部债务/EBITDA 的比率波动上升, 三年加权平均值为 1.34 倍, 2014 年为 1.01 倍。总体看, 公司长期偿债能力强。

截至 2015 年 9 月底, 公司无对外担保。

截至 2015 年 9 月底, 公司共获得国内各商业银行授信总额 89.76 亿元, 未用额度为 80.32 亿元, 公司间接融资渠道畅通。此外, 公司于 2015 年 11 月, 吸收合并大华农并借此实现整体上市, 具备直接融资渠道。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告, 截至 2015 年 12 月 18 日, 公司已结清债务中有 2 笔关注类贷款, 主要是因为农行系统原因, 未能按期进行自动扣收, 农行已出具情况说明。公司过往债务履约情况良好。

7. 抗风险能力

公司作为养殖行业的龙头企业, 实行养殖和饲料加工“一体化”经营, 养殖技术水平较高, 且“公司+农户 (家庭农场)”经营养殖模式有利于公司实现养殖的规模化, 增强抵抗养殖业周期性风险的能力。未来公司将继续扩大猪养殖规模, 经营业绩有望保持稳定。综合考虑, 公司整体抗风险能力很强。

九、结论

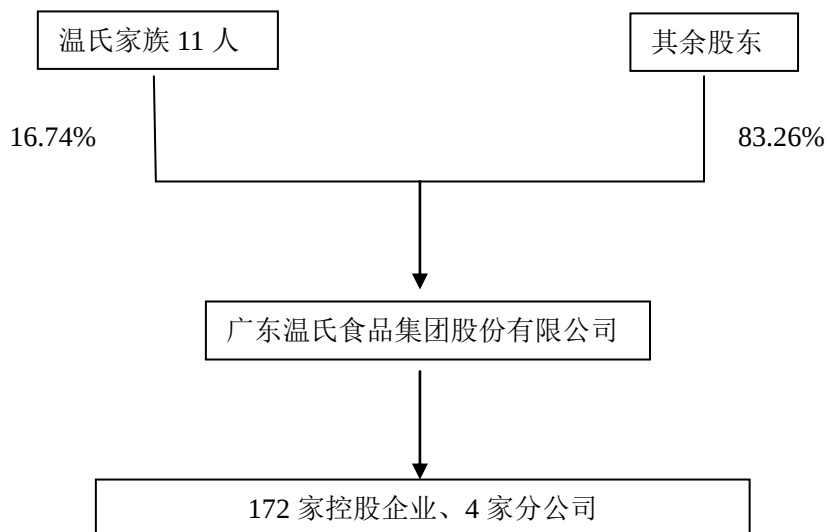
公司是国内养殖行业龙头企业, 在养殖规模、养殖技术方面优势显著。公司内部管理制度建设较完善, 管理水平有待提升。近年来, 尽管公司所属养殖行业面临疫情和市场风险较大, 但基于公司养殖规模较大, 养殖技术水平较高, 加之一体化经营战略, 公司保持了较好的经营状况。

近年来, 公司经营规模快速增长, 资产流动性较好, 资产质量较好; 公司加速扩张猪养殖规模, 营业收入及资产规模不断提升, 吸收合并大华农, 公司实现整体上市, 自身抗风险能力不断增强; 公司债务负担较轻, 整体偿债能力强。但受养殖行业周期性影响, 公司盈利水平存在一定波动性风险; 公司存货规模较大, 存一定跌价风险。

目前鸡肉已经企稳回升至较高水平; 猪肉价格进入新一轮上涨周期。未来公司将稳定发展养鸡业务并继续加速扩大养猪规模, 经营业绩有望保持增长。

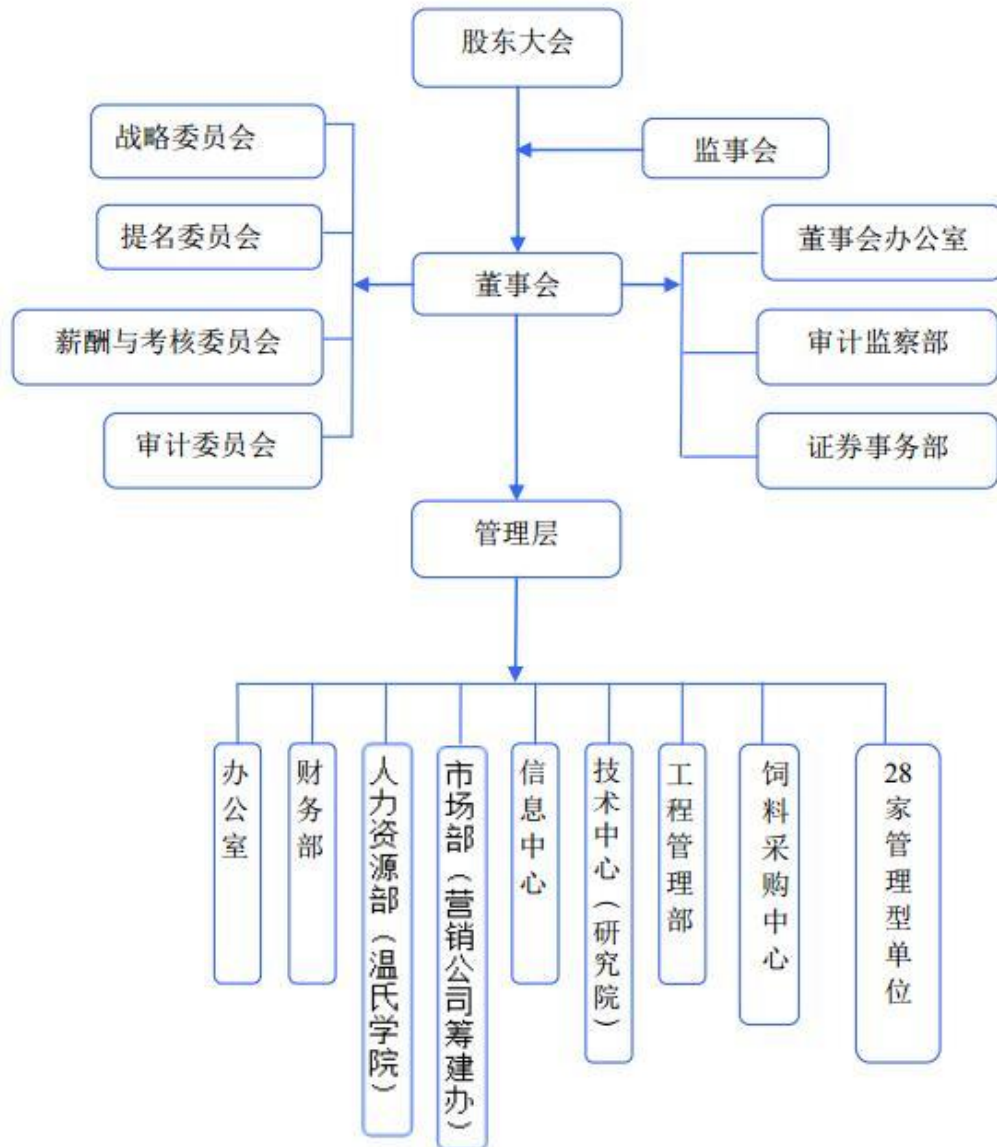
总体看, 公司主体信用风险水平很低。

附件 1 截至 2015 年 11 月 02 日公司股权结构



注：截至 2015 年 11 月 02 日，不存在单一持有公司 5%以上股权的股东，温氏家族为公司实际控制人。

附件2 截至2015年12月10日公司组织结构



附件 3 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	20.64	16.22	4.20	6.77
资产总额(亿元)	216.39	239.42	253.37	282.44
所有者权益(亿元)	135.02	126.95	150.94	192.33
短期债务(亿元)	24.25	39.95	35.82	31.17
长期债务(亿元)	8.95	14.91	9.96	0.00
全部债务(亿元)	33.20	54.86	45.78	31.17
营业收入(亿元)	334.53	351.87	380.40	335.55
利润总额(亿元)	28.45	6.78	29.19	50.62
EBITDA(亿元)	41.67	24.29	45.31	--
经营性净现金流(亿元)	37.24	18.45	45.72	57.77
财务指标				
销售债权周转次数(次)	360.21	449.32	622.55	--
存货周转次数(次)	4.42	4.61	4.23	--
总资产周转次数(次)	1.72	1.54	1.54	--
现金收入比(%)	99.42	99.32	98.49	100.84
营业利润率(%)	13.23	6.99	12.60	18.49
总资本收益率(%)	17.47	4.73	16.35	--
净资产收益率(%)	20.81	4.80	19.06	--
长期债务资本化比率(%)	6.22	10.51	6.19	0.00
全部债务资本化比率(%)	19.74	30.17	23.27	13.95
资产负债率(%)	37.60	46.97	40.43	31.91
流动比率(%)	151.37	112.09	116.10	150.07
速动比率(%)	59.67	33.06	27.35	55.15
经营现金流动负债比(%)	52.06	19.09	50.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	32.22	9.72	13.33	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.80	2.26	1.01	--

注：2015 年 1~9 月财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务计入短期债务。

附件 4 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (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
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期(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

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 5 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，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 广东温氏食品集团股份有限公司 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股份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，提供相关资料。广东温氏食品集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合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股份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股份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，据以确认或调整信用等级。

如广东温氏食品集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法进行全面分析并判定信用等级，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如广东温氏食品集团股份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股份有限公司、主管部门、交易机构等。

