

跟踪评级公告

联合[2013] 642 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持广东温氏食品集团股份有限公司主体长期信用等级为AA,评级展望为稳定,并维持“11粤温氏MTN1”、“12粤温氏MTN1”、“13粤温氏MTN1” AA 的信用等级及“12粤温氏CP001”、“12粤温氏CP002”、“12粤温氏CP003” A-1的信用等级。

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(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

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

广东温氏食品集团股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用

名称	额度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
11 粤温氏 MTN1	4 亿元	2011/11/14~ 2014/11/14	AA	AA
12 粤温氏 MTN1	5 亿元	2012/04/28~ 2015/04/28	AA	AA
12 粤温氏 CP001	4 亿元	2012/07/20~ 2013/07/20	A-1	A-1
12 粤温氏 CP002	3 亿元	2012/09/26~ 2013/09/26	A-1	A-1
12 粤温氏 CP003	4 亿元	2012/11/21~ 2013/11/21	A-1	A-1
13 粤温氏 MTN1	5 亿元	2013/03/04~ 2016/03/04	AA	AA

跟踪评级时间：2013 年 6 月 21 日

财务数据

项目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
现金类资产(亿元)	17.85	18.41	20.64	23.76
资产总额(亿元)	119.99	174.38	219.11	229.55
所有者权益(亿元)	69.02	114.37	139.02	146.91
短期债务(亿元)	14.79	9.74	24.25	25.09
全部债务(亿元)	18.90	16.85	33.26	39.10
营业收入(亿元)	218.23	309.98	335.11	91.05
利润总额(亿元)	20.85	50.91	29.63	8.33
EBITDA(亿元)	28.87	66.30	45.93	--
经营性净现金流(亿元)	23.57	63.17	37.51	1.62
营业利润率(%)	15.39	21.34	14.51	14.47
净资产收益率(%)	29.98	44.41	21.06	--
资产负债率(%)	42.48	34.41	36.55	36.00
全部债务资本化比率(%)	21.49	12.84	19.31	21.02
流动比率(%)	140.99	200.43	155.12	160.26
全部债务/EBITDA(倍)	0.65	0.25	0.72	--
EBITDA 利息倍数(倍)	31.89	65.80	35.52	--
经营现金流流动负债比(%)	51.08	120.71	53.42	--

注：2013 年一季度财务数据未经审计。

分析师

董鏊洋

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

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股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为国内养殖行业龙头企业，在养殖规模、养殖技术、商业模式及盈利能力等方面的优势。同时，联合资信也关注到，公司成本控制难度较大、管理费用较多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负面影响。

养殖行业周期性较强。跟踪期内，肉猪价格回落，玉米豆粕等原料成本及人工成本持续上涨，给行业内企业经营带来了一定影响。受行业景气程度减弱影响，公司利润空间同比明显收窄，经营活动净现金流同比大幅减少。2013年4月，中国禽流感疫情爆发，影响了公司肉鸡销售。

未来公司将继续加速扩大猪养殖规模，并适度发展与养殖相关的高附加值的延伸产业，经营业绩有望保持增长。联合资信对公司评级展望为稳定。

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“11 粤温氏MTN1”、“12 粤温氏MTN1”、“13 粤温氏MTN1” AA 的信用等级以及“12 粤温氏CP001”、“12 粤温氏CP002”、“12 粤温氏CP003” A-1的信用等级。

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. 跟踪期内，公司加速扩张猪养殖规模，近年来营业收入及资产规模稳定增长。
3. 公司债务负担较轻，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. 跟踪期内，受产品销售价格回落和饲料原料成本上升双重挤压，公司利润空间明显收窄。
3. 2013年中国禽流感疫情爆发，影响了公司肉鸡销售。

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、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照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(以下简称“公司”)主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

公司前身为“广东温氏集团有限公司”,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 5 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 49.52%的股权,公司 7000 多名职工代表组成的工会持有公司 50.48%的股份。2012 年 12 月 7 日,公司根据各股东在公司的出资比例,按每股面值 1 元,依法将公司变更为股份公司,公司名称变更为现名,并于 12 月 10 日在云浮市工商行政管理局获取了《企业法人营业执照》(注册号:445300000003757)。2012 年 12 月 22 日,公司召开股东会,决定增资扩股,引入战略投资者,新股东中金佳泰(天津)股权投资基金合伙企业(有限合伙)(“以下简称中金佳泰”)以现金方式增资 4785.52 万元。

截至 2013 年 3 月底,公司注册资本 31.90 亿元,其中温鹏程等 45 名自然人股东持股 49.67%(持股比例排名前十位的股东中温氏家族成员占 5 位,持股比例为 13.69%,其中个人持股比例最高的股东为温鹏程先生,持有公司 3.29%股权)、6789 名自然人(由原公司工会解除代持关系的直接持有者)持股 48.83%、中金佳泰持股 1.50%,公司已经办理了工商变更手续。整体看,公司自然人股东持股比例较高,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: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、技术中心(研究院)、经营部、信息中心和工程管理部 7 个职能部门。公司设立董事会办公室、投资与发展委员会、薪酬与考核委员会、监察委员会。截至 2012 年底,公司共有 26 家二级子公司;公司本部及下属子公司共 36019 人。

截至 2012 年底,公司合并资产总额为 2191096.47 万元,所有者权益合计为 1390154.11 万元(其中少数股东权益 54930.98 万元)。2012 年,公司实现营业收入 3351108.88 万元,利润总额 296308.05 万元。

截至 2013 年 3 月底,公司合并资产总额为 2295477.03 万元,所有者权益合计为 1469126.92 万元(其中少数股东权益 16144.08 万元)。公司实现营业收入 910541.41 万元,利润总额 83281.30 万元。

公司注册地址:广东省云浮市新兴县勒竹镇榄根;法定代表人:温鹏程。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012 年以来,国内宏观经济整体运行平稳,经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算,2012 年,中国实现国内生产总值 519322 亿元,同比增长 7.8%,GDP 前三季度同比增速持续回落,一季度同比增长 8.1%,二季度增长 7.6%,三季度增长 7.4%,但四季度以来,经济增长温和回升态势开始显现,四季度 GDP 增长为 7.9%。2012 年,中国规模以上工业增加值同比增长 10.0%,增

速同比回落 3.9 个百分点。分季度看，一季度同比增长 11.6%，二季度增长 9.5%，三季度增长 9.1%，四季度增长 10.0%。2012 年，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万元以上的企业，下同）实现主营业务收入 915915 亿元，同比增长 11%；规模以上工业企业实现利润 55578 亿元，同比增长 5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求基本保持平稳，对外贸易增速下滑明显。具体而言：①消费继续平稳增长。2012 年社会消费品零售总额为 210307 亿元，同比名义增长 14.3%，同比增速小幅回落 2.8 个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012 年固定资产投资（不含农户）364835 亿元，同比增长 20.6%，较 2011 年同期同比减少 3.9 个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012 年，全年进出口总额为 38667.60 亿美元，同比增长 6.2%，增速同比大幅下降 16.3 个百分点，其中出口金额同比增长 7.9%，增速同比下降 12.4 个百分点，进口金额同比增长 4.3%，增速同比下降 20.6 个百分点，全年贸易顺差达 2311.09 亿美元，较上年的 1551.4 亿美元显著扩大。

2012 年 CPI 全年同比增长 2.6%，整体维持低位。2012 年 3 月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI 翘尾因素走弱，CPI 呈下降态势，10 月份为 1.7%，达年内低点。进入 11 月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12 月 CPI 回调至 2.5%。从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，2012 年全年 PPI 同比下降 1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012 年前三季度 PPI 不断下降，9 月达年内低点-3.6%，10 月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI 降幅持续收窄，12

月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012 年全国教育支出 21165 亿元，同比增长 28.3%；医疗卫生支出 7199 亿元，同比增长 12.0%；社会保障和就业支出 12542 亿元，同比增长 12.9%；住房保障支出 4446 亿元，同比增长 16.4%。2012 年，全国财政累计收入为 117210 亿元，累计支出为 125712 亿元，分别同比增长 12.8%和 15.1%。结构性减税方面，2012 年 8 月 1 日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳 10 个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至 2012 年底，已纳入试点的企业户数约 71 万户，即将纳入试点的户数约 20 万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自 2013 年 1 月 1 日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对 780 多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，国务院总理温家宝 5 月 23 日主持召开国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至 12 月末，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货

币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共1个百分点，公开市场操作净投放1.44万亿元，成为2012年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各0.5个和0.56个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012年全年人民币贷款增加8.20万亿元，同比多增7320亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至2012年末，人民币兑美元汇率中间价仅升值0.25%，同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道，目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产，落实和完善扶持政策，加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣，支持中小企业发展，发展生产性服务业，加强生态建设。房地产方面，坚持房地产调控不放松，一方面温家宝总理多次指出稳定和严格实施房地产调控政策，相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面，支持自住性合理需求，国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施，央行指出满足首套房贷款需求，30多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看，2012年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策，包括通过数量

型工具和价格型工具搭配加强预调微调，基本实现预期政策效果。在产业政策方面，调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线，房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

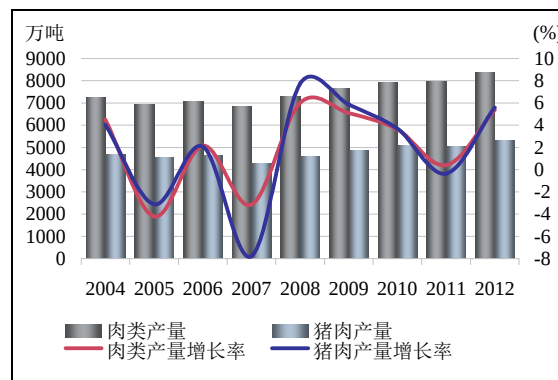
四、行业及区域经济环境

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。2004~2012年，中国肉类总产量年均复合增长率1.84%。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7649万吨，同比增长5.10%，其中猪肉产量4891万吨，同比增长5.85%。2012年，中国肉类总产量8384万吨，同比增长5.36%，其中，猪肉产量5335万吨，同比增长5.78%。

图1 2004年~2012年中国肉类产量情况



资料来源：wind资讯

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，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。

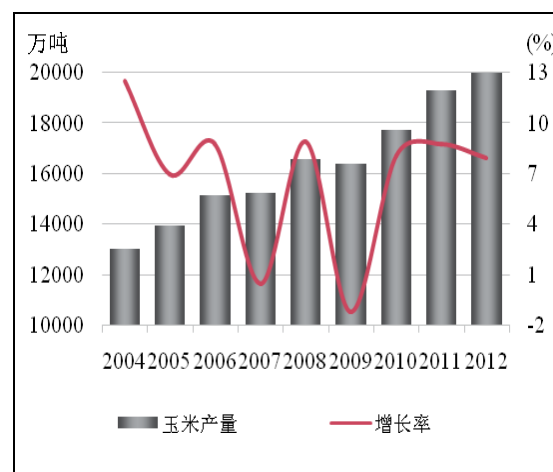
①玉米

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，2004~2012 年，随着玉米单产量的提高和种植面积小幅扩大，玉米产量波动增长，年均复合增长率为 6.03%。2012 年中国玉米产量为 20812 万吨，较 2011 年增长 7.96%。目前中国产量维持在历史较高水平，但增速较为平缓，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 2004 年~2012 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,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上升。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。

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。

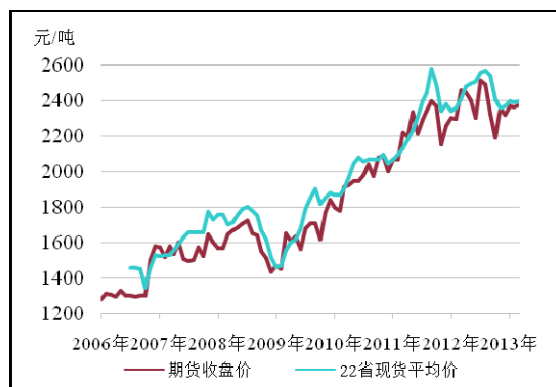
玉米价格处于波动上升趋势

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。

2006~2012 年,中国玉米价格波动上涨。2010 年玉米价格持续在高位区间运行(图 3),猪肉价格上涨致使生猪养殖意愿增强,从而增加了对玉米消费的需求,至 2010 年底玉米现货玉米价为 2116 元/吨,较 2009 年同期上涨 12.31%。进入 2011 年,受美国不断下调玉米产量预期、国内生猪补栏增加,以及贵州等地旱情对玉米产量预期的影响,玉米价格持续上涨,于 2011 年 9 月达到年内高点,至 2597 元/吨;此后,新粮丰产并逐渐进入市场,玉米价格逐渐回落,至 2011 年底,玉米现货价格达到 2378 元/吨,较 9 月下降 8.43%。2012 年,受干旱天气导致玉米减产预期增强影响,玉米价格持续上涨,2012 年 6 月份,玉米现货价格达到 2504 元/吨,9 月底上涨至 2512.95 元/吨,之后玉米价格出现回调,2012 年底下降至 2370 元/吨。进入 2013 年,玉米价格维持平稳,4 月 7 日玉米价格 2370 元/吨,

比年初微幅下降了 0.42%。

图 3 2006 年~2013 年 4 月黄玉米价格情况



数据来源: wind 资讯

总体看,玉米国际产量不容乐观,中国玉米产量增加不明显,但消费量稳定增长,供应紧张平衡局面短期无法解决,远期玉米价格或将继续高位运行。

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。2005~2012 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 59%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。2011 年,受前期价格低位震荡影响,国内大豆播种面积进一步缩减,同时大豆主产区黑龙江 2011 年降雨整体不足,东部地区干旱较重,大豆单产下降,致使 2011 年国内大豆产量较 2010 年下降 10%,至 1350 万吨;但全年消费总量上升至 7010 万吨,大豆进口量较 2010 年增加,进口占比进一步提高至 84.49%。2012 年国内大豆产量约为 1260 万吨,降至 1993 年以来的最低点,同比下降 6.67%。种植大豆的收益远低于玉米,东北地区大豆和玉米的收益比

约为 2.3:1，而且玉米种植管理更加简单，预计国内大豆产量将继续减少。2012 年大豆消费和进口分别达到 7683 万吨和 6100 万吨的历史最高水平。

表 1 中国大豆供需数据分析

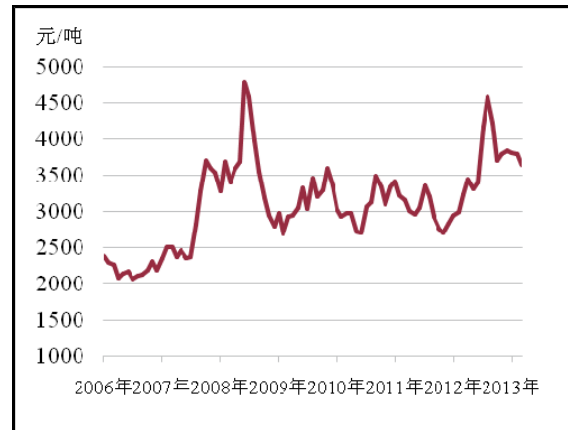
项目	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
播种面积(万公顷)	959	928	860	965	880	840	765	720
国内产量(万吨)	1700	1620	1430	1680	1450	1440	1350	1260
消费总量(万吨)	4475	4810	4835	5187	5501	6885	7010	7683
进口总量(万吨)	2832	2873	3782	4110	5034	5234	5923	6100
进口占比(%)	63.28	59.73	78.22	79.24	91.51	76.02	84.49	79.40

资料来源：wind 资讯

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

受国际大豆价格变动影响，国内豆粕价格近年来波动较大。从 2009 年开始，豆粕价格低位振荡，于 2009 年 12 月达到高点 3600 元/吨。2010 年全年，豆粕期货收盘价维持在 2700 元/吨~3500 元/吨区间运行。2011 年，受国际市场需求低迷、大豆价格波动下降影响，豆粕价格波动下降，截至 2011 年底，豆粕期货收盘价为 2850 元/吨，较年初下降 14.62%。进入 2012 年以来，豆粕价格波动较大。1 月份豆粕价格高企后快速下滑，3 月初达到上半年价格最低点，期货收盘价为 2863 元/吨，3 月中旬开始，豆粕价格快速增长，6 月底，期货收盘价达到 3550 元/吨，较年初上涨 24.56%，9 月 6 日上涨至年内最高点 4638 元/吨，之后又波动下滑，年底收至 3840 元/吨，较年初上涨了 33.80%。2013 年前 2 个月，豆粕价格基本稳定，进入 3 月中旬，由于巴西大豆取得丰收，缓解了供应压力，豆粕价格快速下滑。4 月 11 日豆粕期货收盘价为 3483 元/吨，比年初下降了 7.88%。

图 4 2006 年~2013 年 4 月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

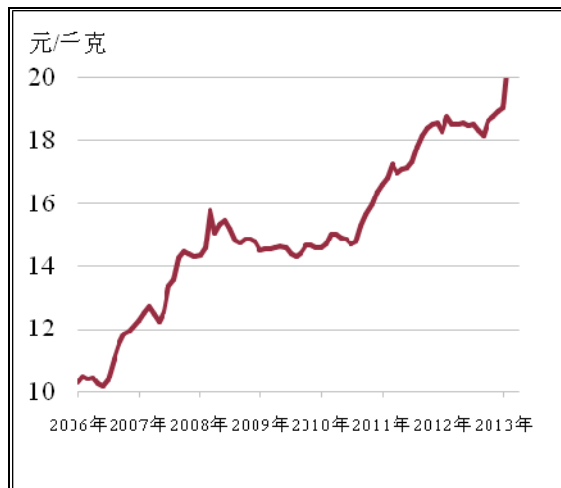
① 鸡

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 2012 年的 1370 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 2006年6月~2013年3月重点城市鸡肉零售价格



资料来源: Wind资讯

近几年,肉鸡价格波动较大。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年上半年,中国肉鸡市场整体处于下滑态势,受年初节日效益影响,价格有所上扬,随后一路下滑,6月份受整体存栏减少及其替代品价格触底反弹,肉鸡市场谷底形成。其后,由于受肉鸡市场供应减少以及中国宏观经济通货膨胀的影响,鸡肉价格一路走高,截至2011年底,中国36个重点城市的鸡肉平均零售价格为18.54元/公斤,较年初上涨11.55%。2012年初,因元旦与春节期间鸡肉需求旺盛,鸡肉价格上涨至18.74元/公斤。随后受猪肉供给量大幅增加肉价持续下降影响,鸡肉价格自2月起开始下滑,9月中国36个重点城市的鸡肉平均零售价降至18.18元/公斤的低点。鸡肉价格一路走高,2012年年底鸡肉价格上涨至18.90元/公斤,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,鸡肉价格快速下降。未来影响程度和持续时间要根据疫情影响程度的大小而决定。

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。

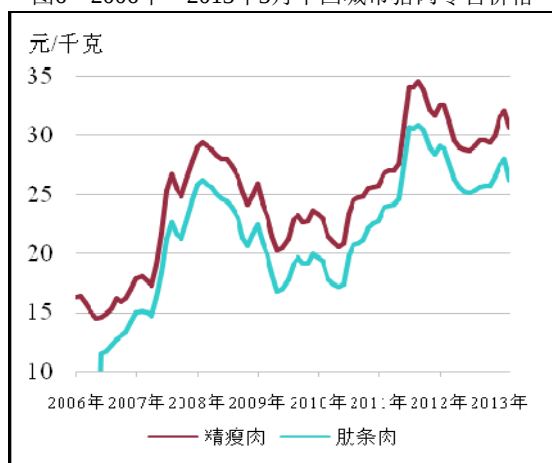
从猪肉市场价格来看,影响猪肉价格的因素基本与肉鸡相同,疫情和生猪存出栏量对猪肉短期市场价格影响较大,只是由于猪的成长周期相对鸡而言较长,因此短期市场价格调整周期相对有所延长;饲料成本仍是影响猪肉长期价格走势的重要因素。此外,由于养猪相对养鸡的占地面积较大,对土地的需求较多,因此土地成本也成为影响猪肉长期市场价格走势的重要间接因素。

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,致使猪价持续上涨22个月到2008年2月达到顶峰,36个重点城市鲜猪肉(精瘦肉)平均零售价达到29.38元/公斤。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较长,至2009年5月猪肉价格跌至低点20.24元/公斤。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5.5~6.0作为生猪产业盈亏平衡点。国家建设了多个万吨级冻库,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。2010年8月,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。

2010年5月起,猪肉价格持续增长,主要由于以下2个原因所致:一是宏观通货膨胀的影响,饲料等价格的提升导致的成本上升,二是由于生猪供应短缺引起。2011年玉米、小麦、稻

谷等主要粮食品种价格大幅度上涨,推高了饲料成本,猪肉价格继续上涨,至9月达到34.54元/公斤。2011年10月正值生猪大量出栏期,生猪供给较为充裕,但需求方面增加不明显,猪肉价格自9月达到高点后开始回落。同时,由于2011年中国进口猪肉逐步增加,猪肉价格过快上涨幅度得到一定抑制。截至2011年底,中国36个重点城市猪肉精瘦肉零售价格为31.72元/千克,较年初上涨23.71%。

图6 2006年~2013年3月中国城市猪肉零售价格



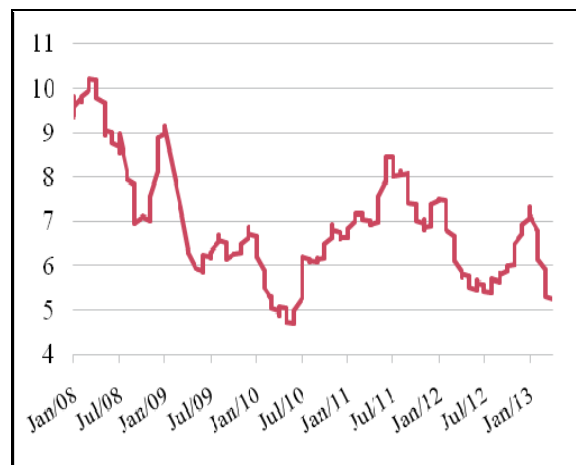
资料来源: Wind资讯

进入2012年,受上年猪肉行情较好影响,养殖户补栏增加,同期消费需求有所回落,猪肉价格持续下跌,7月猪肉价格跌至28.72元/公斤,同比降15.73%,创下2011年5月以来的新低。8月猪肉价格开始缓慢回升,2012年年底猪肉价格回升至30.04元/公斤,比年初下降了7.85%。进入2013年,前两个月由于过节因素导致猪肉需求量增加,猪肉价格小幅走高,之后随着需求回落和生猪存栏量持续处于高位,猪肉价格一路下滑,3月猪肉价格30.68元/公斤,比年初下滑了2.79%。

另外,生猪价格和饲料价格波动较大,导致猪粮比也大幅波动。2009年上半年猪粮比价波动下降,随后在2009年6月份开始出现反弹,但2010年上半年又出现下降,并于2010年创下4.7的阶段性低位,此后开始大幅反弹,并于2011年7月创下8.5的阶段性新高,随后开始波动下降,并于2012年4月跌破6:1的盈亏平衡点,

部分地方养殖户出现明显亏损。截至2012年年底,全国大中城市猪粮比价为6.95。为防止生猪价格过度下跌,发展改革委等六部门于2012年5月11日联合发布了《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》,要求各地适时开展猪肉收储工作,猪肉价格过快下跌的趋势或将得到抑制。由于2012年下半年猪粮比持续走高,生猪存栏量持续处于高位,进入2013年,猪肉价格一路下滑,截至4月7日,猪粮比降至5.23,比年初下降了25.92%,养猪已经进入深度亏损状态,预计新一轮调整周期即将在下半年开始。

图7 2008年~2013年4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。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%。

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%。联合资信认为，本次 H7N9 型禽流感短期内对于鸡肉需求及价格产生了较大影响，但从长期来看，有利于行业产业进一步整合。

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。

五、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. 产权状况

截至 2013 年 3 月底，公司注册资本 31.90 亿元，其中温鹏程等 45 名自然人股东持股 49.67%（持股比例排名前十位的股东中温氏家族成员占 5 位，持股比例为 13.69%，其中个人持股比例最高的股东为温鹏程先生，持有公司 3.29% 股权）、公司 6789 名自然人（由原公司工会解除代持关系的直接持有者）持股 48.83%、中金佳泰持股 1.50%。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。

2. 生产规模

截至 2012 年底，公司合计拥有 286 个养殖生产基地，其中鸡舍 101 个、猪舍 172 个、鸭舍 9 个、牛舍 4 个，与 2011 年底相比，鸡舍减少 1 个、猪舍增加 27 个、鸭舍增加 2 个，牛舍增加 1 个。

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、疫苗和兽药等行业（2008 年已将部分业务从公司中剥离），其中饲料加工主要为配套自用。

3. 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：

4. 品牌建设

公司一直注重品牌的建设工作，每年约投入 1800 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。截至 2012 年底，公司拥有 136 个全资、控股子公司，11 个间接控股，4 个分支机构，遍布全国 23 个省（市）；公司鸡猪品牌特约经销点、专营店达到 2104 个，其中广东省内 694 个，西南公司 652 个，浙江公司 107 个，福

建公司 93 个，湖北公司 146 个，湖南公司 27 个，广西公司 112 个，安徽公司 102 个，江苏公司 142 个，海南公司 27 个。

六、管理分析

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 11 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、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）。因此，公司法人治理结构中制衡机制仍需进一步完善。

七、经营分析

1. 经营概况

公司是一家以养鸡、养猪业为主，以养牛、养鸭为辅，以动物保健品、食品加工、有机肥业、粮食贸易、农牧设备为产业链配套的跨行业、跨地区发展的大型畜牧养殖企业集团。

2010～2012年，公司营业收入年均增长23.92%，2012年为335.11亿元，其中主营业务收入核心来源于养殖业，养殖业中偏重养鸡和养猪业。2012年，肉鸡及肉猪养殖收入占公司主营业务收入的比重分别为53.31%和40.78%。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。

近三年，受益于肉猪和肉鸡价格总体呈上涨趋势以及公司肉猪养殖规模扩大，公司销售收入快速增长，近三年分别实现营业收入218.23亿元、309.54亿元及335.11亿元，其中2011年同比增长42.16%。肉猪销售收入的大幅增长致使其占主营业务收入的比重呈现上涨态势，2012年占40.78%；肉鸡养殖在公司主营业务收入中占比仍最高，2012年占53.31%。

毛利率方面，公司以肉鸡、肉猪销售为主的主营业务毛利受市场周期性影响较大，近三年有所波动。2010年肉鸡、肉猪市场价格不高，公司整体毛利率处于较低水平；2011年市场景气度回升，公司整体毛利提升至21.34%，其中肉猪毛利率达到31.64%的高点；2012年肉猪价格回落，肉鸡价格上涨乏力，同时玉米、豆粕等原材料价格走高，进一步压缩了公司的利润空间，公司整体毛利率为14.50%，低于2010年数据。

2013年1～3月，公司实现主营业务收入88.42亿元，占2012年全年的26.42%，其中肉鸡及肉猪分别实现收入48.82亿元和39.12亿元，占主营业务收入的比重分别为55.21%和44.24%。公司整体毛利率为14.62%，较上年全年变动不大。

表2 2010～2013年3月公司主营业务收入、成本及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2010年			2011年			2012年			2013年1~3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	137.99	117.76	14.66	164.22	139.51	15.05	178.42	159.72	10.48	48.82	43.55	10.78
肉猪	65.73	54.29	17.41	126.70	86.61	31.64	136.49	108.81	20.28	39.12	31.49	19.50
饲料、肉制品及其他	14.02	12.33	12.05	18.62	17.37	6.69	19.74	17.61	10.84	0.48	0.44	8.15
合计	217.74	184.38	15.40	309.54	243.49	21.34	334.66	286.14	14.50	88.42	75.49	14.62

资料来源：公司提供

（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，2010～2012年复合增长13.71%。从鸡养殖业务利润率看，2010年上半年受金融危机影响，公司毛利率处于低位，下半年开始肉鸡价格回升，公司对大宗原材料等货物进行集中采购，成本优势明显，利润空间增大，毛利率上升至14.66%；2011年，受益于鸡肉价格上涨，公司肉鸡毛利率进一步上升至15.67%；2012年肉鸡价格增幅不大，而玉米及豆粕原料价格上涨，导致当期毛利率下滑至10.48%。2013年一季度，公司肉鸡养殖毛利率较上年略有提升，

为10.78%。

（2）猪养殖业务经营概况

2010～2012年，公司猪养殖收入快速增长，年均增长率达44.10%，增速高于鸡养殖业；2012年猪养殖收入占主营业务收入比重由2010年的30.19%提高至40.78%，2013年3月底占比上升至44.24%，符合公司业务结构调整方向，与公司提出的积极发展养猪业、稳健发展养鸡业的经营策略相吻合。

从猪养殖业务利润率看，2010～2012年，猪养殖毛利率波动上升。2010年上半年，受猪价持续低位徘徊和饲料成本持续走高双重影响，肉猪产品毛利空间进一步压缩，三季度始

猪价上涨，盈利能力一路回升，受上半年价格低迷的拉低，全年毛利率仍略低于2009年水平，为17.41%；2011年，受肉猪出栏量降低及需求提升影响，肉猪价格持续大幅攀升，公司肉猪毛利率达到33.22%；2011年四季度开始，肉猪价格大幅下跌，受此影响公司2012年肉猪毛利率仅为20.28%。2013年一季度，肉猪毛利率为19.50%，较上年变动不大。

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。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，公司持续提升合作农户收益，提高了合作农户的积极性，巩固了公司发展基础。2010~2012年农户收益每只鸡分别为1.80元、2.26元、2.30元。猪养殖方面，公司猪养殖户的收入也逐年提高，进一步巩固了与养殖户合作的稳定性，从而保证了公司产能的稳步增长。

近年来，人工成本不断上升，从事养殖行业的农户有减少趋势，公司为保证养殖规模，2012年起在养殖户中推进示范户物联网项目，即通过对养殖户猪养殖设备进行改进，达到半自动养殖，通过手机或桌面电脑控制即可实现栏舍温湿度监控、窗帘控制、灯光控制、喂料控制、氨气检测、清粪、视频监控等。2012年公司已逐步尝试在部分养殖类二级单位各建设合作养户物联网应用示范户，公司专门成立了物联网建设专项资金对示范户予以部分物联网建设补助，目标是通过物联网技术的使用，节省养户体力，使得养户提高生产效率，单个养户产能和收入倍增。目前该项目正在积极扩大推进中。

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。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）。目前，公司60%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2012年底，公司合计拥有286个养殖生产基地（其中鸡舍101个、猪舍172个），年生产和孵化鸡苗12亿只；已有存栏母猪67万头（包括后备猪）、生产商品猪苗878万头，肉猪的料肉比为2.45:1。

(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，公司玉米采购主要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、吉林粮食集团有限公司、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。由下表可见，2010~2012年，公司玉米及豆粕价格均持续提升，年均复合增速分别为9.40%、7.23%；2013年玉米价格变动不大，豆粕价格持续提升。玉米及豆粕价格的波动致使公司原料成本控制难度加大。为应对原料价格波动对公司经营带来的影响，公司尝试改变养殖配方，用小麦代替部分玉米，用棉粕和杂粕代替部分豆粕，目前上述原料成本占比不大。

表3 公司主要原料采购量及采购价格

(单位: 万吨, 元/吨)

项目	2010 年		2011 年		2012 年		2013 年 1-3 月	
	采购量	价格	采购量	价格	采购量	价格	采购量	价格
玉米	323.60	2027	373.07	2315	335.40	2426	132.00	2440
豆粕	70.66	3132	87.57	3252	74.50	3601	18.90	3963

资料来源: 公司提供

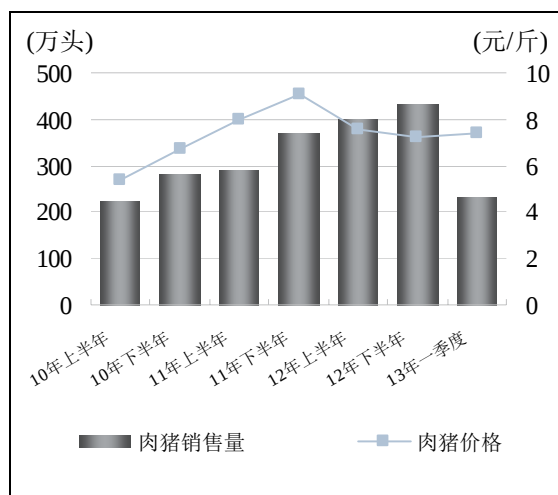
(3) 销售

①销售情况

截至2012年底, 公司拥有142家分支机构, 遍布全国22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, 截至2012年底, 公司拥有7543个中间批发商客户。2010~2012年, 公司产品产销率均在95%以上。2012年, 公司销售肉鸡约8.65亿只, 同比增长11.33%, 约占全国肉鸡上市量的10.08%; 销售肉猪813.89万头, 同比增长22.66%, 约占全国肉猪上市量的1.48%。2013年一季度, 公司上市肉鸡2.13亿只, 上市肉猪230.66万头。

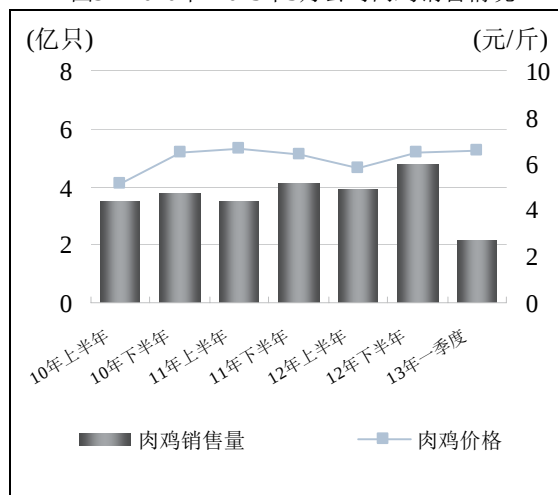
在销售价格方面, 自2010年下半年起, 肉猪销售价格不断上涨, 2011年下半年, 公司肉猪平均售价为9.08元/斤, 同比增长35.32%。2012年受市场供需影响, 肉猪价格持续回落, 2012年下半年公司肉猪平均售价为7.26元/斤, 公司前三季度肉猪平均售价为7.42元/斤, 同比下降了20.04%。2013年一季度, 公司肉猪价格为7.43元/斤, 较上年变动不大。公司肉鸡销售均价2010~2011年呈上升趋势, 2012年2~9月公司肉鸡销售价格受到市场价格波动影响仅为5.77元/斤; 随后逐步回升, 2013年一季度为6.56元/斤。

图8 2010年~2013年3月公司肉猪销售情况



资料来源: 公司提供

图9 2010年~2013年3月公司肉鸡销售情况



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, 广东区销售占比最高, 2012年为58.02%, 前五大销售区域合计占比82.08%。货款结算方面, 一般是款到发货, 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4 公司地区销售占比 (单位: %)

地区分布	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
广东区	57.95	52.16	58.02	58.13
广西区	7.87	11.23	7.92	7.43
福建区	4.88	5.13	3.50	3.32
太仓区	9.93	10.16	9.67	9.83
湖北区	3.18	2.99	2.97	3.62
西南区	4.98	5.19	5.47	6.08
东北区	2.65	2.31	3.69	2.64
香港区	1.27	0.60	0.24	0.19
江西区	1.41	3.24	1.21	1.13
安徽区	2.09	2.84	3.42	3.49
华北区	0.62	0.50	0.43	0.45
海南区	1.06	1.33	1.08	1.01
湖南区	2.11	2.32	2.38	2.68

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。2013年3月中国正式报道人感染H7N9型禽流感疫情以来，截至2013年5月6日全国已确诊感染129人，主要集中在浙江、江苏、上海，还涉及安徽、山东、河南等诸多省市。

公司在重灾区浙江、江苏、上海为主的华东地区共有12家养鸡企业，去年同期销售占比约为21.37%，平均日上市肉鸡60万只。自疫情报道以来，公司对华东地区各成员公司上市肉鸡均开展了H7亚型流感群必检工作，所有样品测试均为阴性。但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。价格方面，肉鸡价格短期内下跌至原高峰期价格的50%以内，销量也急剧下降至原来的15%。

公司作为中国养鸡行业的龙头企业，自1997年禽流感后一直对存栏鸡、猪开展流感病毒检测工作，并形成了较好的应对机制。目前，针对本次疫情，公司成立了危机应急处理应对小组，并在人道毁灭小天龄鸡群、强制减投苗30%、降价促销、保证合作养鸡户2元以上结算效益方面做出了努力。4月份公司加大销售力度，减少库存，减少原材料损失，公司日上市300万只肉鸡，到了5月份，随着库存量的减少，

公司日上市肉鸡数量也减少到目前的215万只左右。

联合资信认为，短期内本次疫情对公司业绩产生了一定影响，公司收益受疫情持续时间、规模的影响尚难以准确预计；但公司作为中国以养鸡、养猪业为主，以养牛、养鸭为辅的大型畜牧养殖企业集团抗风险能力较强，同时公司积极维护与养鸡户的关系，有利于公司在疫情消退后获得更大市场份额。

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，2010~2012年其他产业收入占比在7%以内。

2010~2012年，公司其他产业主要以饲料、肉制品为主。公司近年不断提高肉制品加工技术及质量，产品主要销往香港，饲料、肉制品及其他产品毛利率水平有所波动，2012年为10.84%。公司饲料产品以自用为主，随着养殖规模的扩大，公司内部消化的饲料大幅增加，对外（联营单位）销售量和销售价格上涨幅度均较小，生产成本的增速高于销售价格的增速，导致2012年毛利率大幅下降。

2013年一季度，饲料及肉制品销售占比仅为0.54%；受肉价下降影响，肉制品毛利率降至8.15%，但处微利状态。

4. 经营效率

2010~2012年，公司销售债权周转次数逐年上升，三年加权平均值为295.12次，2012年为360.83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4.46次，2012年为4.35次，存货周转效率较高；总资产周转次数呈下降趋势，三年加权平均值为1.66次，2012年为1.53次。

总体看，公司资产经营效率水平高。

八、募集资金使用情况

“11粤温氏MTN1”募集资金4亿元，其中2亿元已用于偿还银行贷款，2亿元已用于补充营运资金。“12粤温氏MTN1”募集资金5亿元、“13粤温氏MTN1”募集资金5亿元，均已全部用于补充公司营运资金。

“12粤温氏CP001”募集资金4亿元、“12粤温氏CP002”募集资金3亿元、“12粤温氏CP003”募集资金4亿元，均已全部用于补充公司营运资金。

九、财务分析

公司提供的2010~2012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。公司2013年一季度报表未经审计。公司2011年及2012年审计报告中均涉及会计政策、会计估计变更及会计差错变更，由于部分会计科目变动较大，考虑到财务数据可比性，公司2010年财务数据采用2011年期初数、2011年财务数据采用2012年期初数。

1. 盈利能力

2010~2012年，公司营业收入和营业成本快速增长，年均增长分别为23.92%和24.56%，2012年分别为3351108.88万元和2864403.54万元，分别同比增长8.11%和17.52%。近三年虽然肉鸡、肉猪价格呈现总体上涨态势，但公司主要原材料玉米和豆粕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。

从期间费用看，2010~2012年，公司期间费用年均增长23.58%，与营业收入和营业成本的增速基本一致。2010~2012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6.00%、4.97%和5.97%，期间费用占营业收入的比重处于小幅波动下降状

态。

2010~2012年，公司投资收益分别为0.13亿元、0.08亿元、0.64亿元，主要为处置交易性金融资产取得的投资收益及长期股权投资收益；2012年，上述两项分别实现投资收益0.46亿元、0.17亿元。公司营业外收入主要为补贴收入（占80.66%）；营业外支出主要为捐赠支出（占69.91%）。

2010~2012年，公司利润总额、净利润年均复合增长率分别为19.23%、19.00%；2012年实现利润总额296308.05万元；实现净利润292813.38万元。

从盈利指标看，2010~2012年，公司营业利润率和净资产收益率波动下降，2012年分别为14.51%和21.06%，比2011年分别下降6.83和23.35个百分点，主要是因为受行业价格波动影响所致。

2013年1~3月，公司实现营业收入和利润总额分别为910541.41万元和83281.30万元，分别占2012年全年的27.17%和28.10%，营业利润率与2012年底基本持平，下降0.04个百分点，至14.47%。

总体看，养殖行业周期性较强，2011年，市场景气度高，公司营业收入、盈利水平均处于高位；进入2012年，受销售价格回落和成本上升双重挤压，盈利空间缩小，但公司收入规模及利润水平仍处于行业较好水平。

2. 现金流及保障

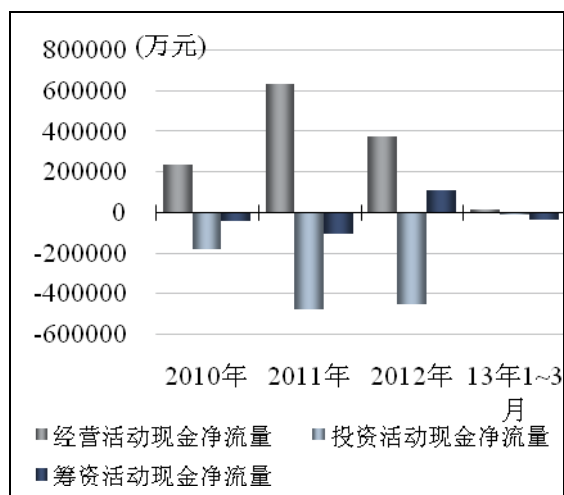
从经营活动看，2010~2012年，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动产生现金流入大幅上升，年复合增长率分别为23.37%和23.17%，2012年分别为3332900.45万元和3382715.20万元，同比分别上升7.51%和8.44%。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金年复合增长22.54%，低于销售商品、提供劳务收到的现金增幅；支付给职工以及为职工支付的现金年均增长53.00%，2012年为211533.47万元，主要是公司增加发放养殖户奖

金；公司支付的其他与经营活动有关的现金（主要为公司销售费用、财务手续费、往来款）整体呈递减趋势，年复合下降 3.00%，2012 年为 98365.75 万元；公司经营活动现金流出年均增速为 22.82%，较同期现金流入增速低 0.36 个百分点；公司经营活动产生的现金流量净额快速增长，年复合增长率达 26.15%，2012 年为 375091.61 万元。从收入实现质量指标看，2010~2012 年，公司现金收入比三年平均值为 99.94%，2012 年为 99.46%，收入的现金实现质量较好。

从投资活动看，2010~2012 年，公司投资活动现金流入波动增长，平均增速 74.14%，2012 年为 148893.04 万元，同比增长 172.86%，主要是因为公司 2011 年所购买的人民币结构性理财和信托产品到期。公司购置固定资产、无形资产等支付的现金保持在较高水平，并且快速增长，年均增长 85.25%，2012 年为 492772.31 万元；2012 年，公司减少对理财产品和金融企业股权投资同时增加长期股权投资，使得投资支付的现金下降至 109854.59 万元。公司投资活动产生的现金流量一直表现为净流出，近三年分别为 -177780.83 万元、-477207.72 万元和 -453733.86 万元。

从筹资活动看，2010~2012 年，公司筹资活动现金流入主要是吸收投资收到的现金、取得借款收到的现金和发行债券收到的现金，筹资活动现金流出主要是偿还债务支付的现金和分配股利、利润和偿付利息支付的现金，2010~2012 年，公司筹资活动现金流净额分别为 -44284.52 万元、-105569.61 万元和 111760.59 万元，2012 年筹资活动现金流净额大幅增加，主要是因为公司新增注册资本和连续发行短期融资券，导致筹资活动现金流入大幅增加。

图 10 2010~2013 年 3 月底公司现金流分析



资料来源：公司审计报告

2013 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 936846.27 万元，占 2012 年全年的 28.11%，现金收入比较 2012 年有所上升，为 102.89%；公司购买商品、接受劳务支付的现金为 783019.83 万元，占 2012 年全年的 29.08%；公司支付给职工以及为职工支付的现金为 91016.49 万元，占 2012 年全年的 43.03%，占比较高主要是因为一季度发放上一年的年终奖。经营活动产生的现金流量净额为 16220.65 万元，占 2012 年全年的 4.32%。

2013 年 1~3 月，投资活动现金流入 156178.88 万元，占 2012 年全年的 104.89%，主要是因为收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金大幅增加。2013 年 1~3 月，收回投资收到的现金和取得投资收益收到的现金分别为 139759.00 万元和 16411.17 万元，分别占 2012 年全年的 275.27%和 239.00%。2013 年 1~3 月，投资活动现金流出为 167079.11 万元，占 2012 年全年的 27.73%；投资活动产生的现金流量净额为 -10900.24 万元，占 2012 年全年的 2.40%。

筹资活动方面，公司筹资活动现金流入主要是吸收投资收到的现金和取得借款收到的现金，现金流出仍以偿还债务和分配股利、利润或偿付利息为主，2013 年 1~3 月，公司筹资活动产生的现金净流量为 -34595.94 万元。

总体看，公司经营活动产生的现金流量充

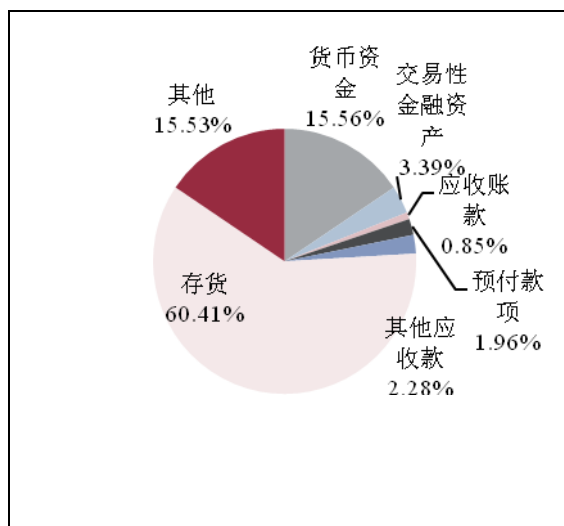
足，投资活动正常，筹资渠道畅通。

3. 资本及债务结构

2010~2012年，公司资产总额快速增长，年均增长35.13%，2012年底为2191096.47万元，主要是公司养殖规模不断扩大所致。截至2012年底，公司资产总额中流动资产占49.71%，非流动资产占50.29%。

2010~2012年，公司流动资产年均增长29.38%，主要来自货币资金和存货的增长。2012年底公司流动资产为1089125.20万元，主要由存货、货币资金、交易性金融资产构成。

图 11 2012 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2010~2012年，公司货币资金快速增长，年复合增长率达38.93%，2012年底为169447.95万元，同比增长24.37%，主要因2012年取得借款和发行债券收的现金大幅增加，从而使筹资活动现金净流入大幅增加所致。

2010~2012年，公司交易性金融资产波动下降，年均增长-36.09%，2012年底为36966.55万元，同比下降22.77%，其中股票投资占99.44%，期货投资占0.56%。2012年公司交易性金融资产大幅下滑，主要是因为公司股票投资的下降。

公司主要产品肉鸡和肉猪的销售均采用现款结算的方式，因此应收账款数额较小，2012年底为9257.13万元，占流动资产的比重为

0.85%，一年以内的账款占99.43%，账龄较短。公司应收账款2012年计提坏账准备484.57万元，计提比例为5.03%，计提较充分。

2010~2012年，公司预付款项波动增长，年复合增长率为46.91%，2012年底为21397.91万元，同比下降54.39%，主要因公司预付的饲料原料采购款减少所致，其中一年以内的预付款项占99.73%。

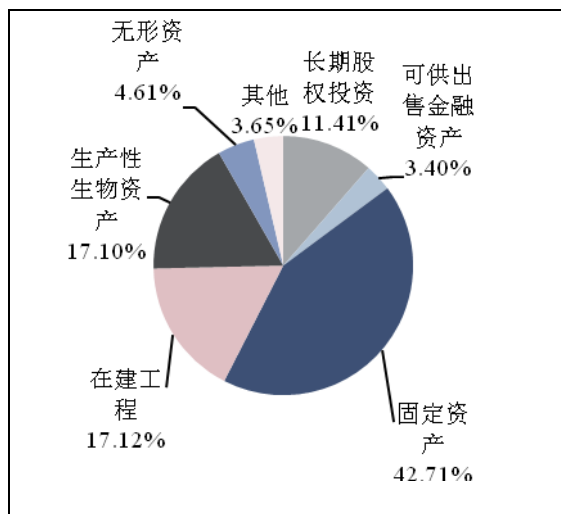
2010~2012年公司其他应收款规模波动中有所下降，年均下降3.42%，截至2012年底，其他应收款余额24875.88万元，同比下降68.05%，主要是因为其他关联方的往来周转款大幅减少。其他应收款中，账龄在1年以内的占86.92%、1-2年的占10.32%，公司共计提坏账准备1752.93万元，计提比例为6.58%。

2010~2012年，公司存货快速增长，年均增长24.55%，主要因公司生产规模扩大所致。截至2012年底，公司存货为657961.05万元，公司未提取存货跌价准备；从存货构成来看，主要由原材料（占18.67%）和消耗性生物资产（占71.55%）构成，消耗性生物资产中，肉鸡、鸡苗、鸡蛋占38.48%；肉猪、猪苗、种猪占60.17%，存货变现能力较强。

公司其他流动资产主要为理财产品，截至2012年底为16.92亿元。2010~2011年，公司理财产品体现在交易性金融资产科目，2012年转入其他流动资产。

2010~2012年，公司非流动资产年均增长41.64%，主要系长期股权投资、固定资产、在建工程和生产性生物资产增加所致。截至2012年底，公司非流动资产为1101971.27万元，主要由可供出售金融资产长期股权投资、固定资产、在建工程、生产性生物资产构成。

图 12 2012 年公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2010~2011年，公司无可供出售金融资产。2012年公司新增可供出售金融资产37486.00万元，为公司通过协议转让取得的大连友谊股份和上市公司限售股光明乳业。

2010~2012年，公司长期股权投资快速增长，年复合增长率为101.90%。截至2012年底，长期股权投资125778.83万元，同比大幅增长，主要是源于增加对珠海市农村信用合作联社等公司的长期股权投资。公司长期股权投资主要投资于金融企业，未来计划在分红方面（投资收益）进行获利。截至2012年底，公司主要长期股权投资明细见下。

表5 公司主要长期股权投资明细
(单位：亿元；%)

单位名称	账面余额	持股比例	核算方法	本期现金红利
珠海市农村信用合作联社	4.46	9.90	成本法	--
广东中科白云创业投资有限公司	2.43	22.72	权益法	--
广州中科白云投资管理有限公司	1.15	6.33	成本法	--
佛山市三水区农村信用合作社	1.09	4.88	成本法	--
招商湘江产业投资有限公司	1.00	8.64	成本法	--
合计	10.13	--	--	--

资料来源：公司审计报告

2010~2012年，公司固定资产年均增长22.62%，主要因公司为扩大生产规模而进行固

定资产投资所致。截至2012年底，公司固定资产原值686941.27万元，主要由房屋及建筑物（占59.20%）、生产设施（占15.55%）和机械设备（占15.85%）构成；累计折旧216314.72万元，公司未计提减值准备，固定资产净值为470626.56万元。

2010~2012年，公司在建工程年复合增长102.75%，截至2012年底，在建工程为188669.91万元，同比增长122.24%，主要因公司2012年新建生产场及办公楼等工程大幅增加。截至2012年底，公司在建工程主要项目包括猪场工程6.59亿元、办公楼工程2.86亿元、机场工程1.64亿元。

2010~2012年，公司生产性生物资产年均增长28.84%，一方面饲料原材料的价格的上涨，单位生产性生物资产成本也随之上涨；另一方面公司规模继续扩大，养殖的种鸡、种猪数量有所增长。2012年底公司生产性生物资产为188387.20万元，其中种鸡占21.50%，种猪占71.11%。

2010~2012年，公司无形资产复合增长28.37%，2012年底为50820.15万元，主要是土地使用权、办公软件和专利技术。

截至2013年3月底，公司资产总额为2295467.03万元，较2012年底增长4.76%，其中流动资产占47.64%，非流动资产占52.36%；流动资产和非流动资产较2012年底分别增长了0.42%和9.06%。流动资产资产方面，其他应收款较年初大幅增加11.60亿元，主要系当期增加了一笔9.92亿元关联往来款，截至报告日已结清；交易性金融资产较年初大幅增加6.05亿元，主要是因为公司大幅增持了银行的理财产品；非流动资产的增长主要是因为在建工程和生产性生物资产大幅增加。

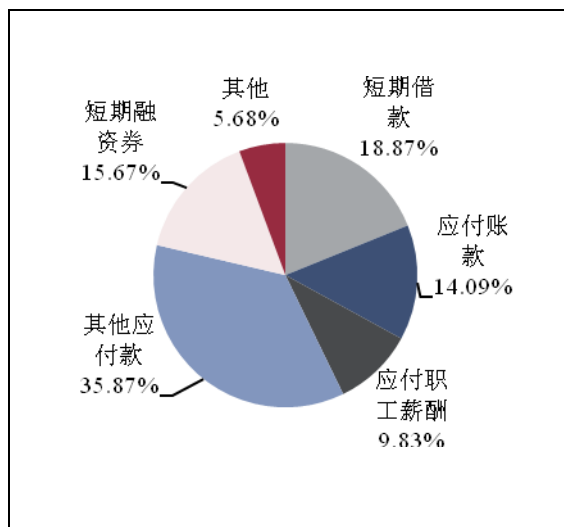
总体看，公司资产总额快速增长，公司资产主要以现金类资产、存货和固定资产为主，存货变现能力较强且周转快，公司资产质量较好。

2010~2012年，公司负债总额年均增长

25.34%。2012年底公司负债总额为800942.36万元，其中流动负债占87.66%，非流动负债占12.34%。

2010~2012年，公司流动负债年均增长23.33%，2012年底为702108.86万元。截至2012年底，公司流动负债主要由短期借款、短期融资券、应付账款和其他应付款构成。

图 13 2012 年公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2010~2012年，公司短期借款波动增长，复合增长率为30.45%，2012年底为132496.02万元，同比增长179.46%，其中主要为信用借款（占42.45%）、保证借款（占30.42%）和质押借款（占16.30%）。

除银行短期贷款外，为满足流动资金需求，2012年，公司连续发行多期一年期短期融资券，融资金额分别为40000.00万元、30000.00万元和40000.00万元。截至2012年底，公司存续期内短期融资券为110000.00万元。

2010~2012年，公司应付账款有所增长，年均增幅6.22%；2012年底为98900.80万元，其中账龄在1年以内的占99.11%，主要为公司采购饲料原料产生的欠款。

2010~2012年，公司应付职工薪酬波动增长，年均增长32.50%。2011年，公司经营效益快速增长，计提员工奖金大幅增加，应付职工薪酬同比增长100.22%；2012年，公司经营效益

增速回落，2012年底应付职工薪酬为68998.57万元，同比下降12.31%。

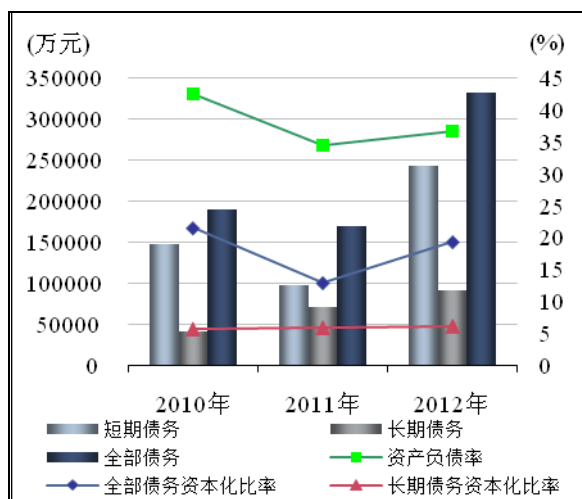
2010~2012年，公司其他应付款年均增长19.67%，主要为代养农户缴纳的鸡苗及猪苗押金。截至2012年底，其他应付款为251860.60万元，同比增长36.84%，主要是因为应付专业户押金增加。；其他应付款主要来自代养农户缴纳的鸡苗及猪苗押金，另外还包括公司计提的研发经费、销售经费、防疫经费及养殖户利润等，从账龄来看，1年以内的占90.54%。

2010~2012年，公司非流动负债年均增长43.19%，主要因公司2012年4月发行5亿元中期票据致使应付债券增加所致。2012年底公司非流动负债为98833.50万元，其中应付债券占91.06%。

2010~2012年，公司全部债务波动增长，年复合增长率为32.67%，2012年底为332611.52万元，其中短期债务242496.02万元、长期债务90115.50万元，公司近三年多次发行短期融资券、同时加大短期借款规模，2012年底公司短期债务占比提升至72.91%，长期债务占降至27.09%。

从债务指标看，2010~2012年，全部债务资本化比率呈波动下降趋势，三年分别为21.49%、12.84%和19.31%，三年平均值为17.81%；资产负债率也呈波动下降趋势，三年分别为42.48%、34.41%和36.55%，三年平均值为37.10%；长期债务资本化比率呈不断逐步上升趋势，长期债务资本化比率分别5.62%、5.85%和6.09%，三年平均值为5.92%。公司整体债务负担轻。

图 14 2010~2012 年公司债务构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2013年3月底，公司负债总额为826350.11万元，较2012年底增长3.17%，其中流动负债占82.58%，非流动负债占17.42%。公司负债以流动负债为主。截至2013年3月底，公司流动负债为682409.20万元，同比下降2.81%，整体保持稳定（2013年一季度公司每股分红0.40元，带动应交税费较上年底明显提升）；公司非流动负债为143940.90万元，较2012年底增长45.64%，主要是因为2012年2月公司发行5亿元中期票据，致使应付债券增加。从债务指标看，公司全部债务增至391032.24万元，较2012年底增长17.56%，短期债务和长期债务分别增长3.47%和55.48%，长期债务增幅较大主要因公司发行5亿元中期票所致，长期债务占比上升至35.83%。截至2013年3月底，公司资产负债率为36.00%，较2012年底下降0.55个百分点，长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为8.71%和21.02%，较2011年底分别上升2.26个和1.17个百分点，公司整体债务负担仍较轻。

2010~2012年，公司所有者权益快速增长，年均增长41.93%，2012年底为1390154.11万元，同比增长21.55%。截至2012年底，公司所有者权益中实收资本占23.89%、资本公积占36.65%、盈余公积占1.30%、未分配利润占38.19%；其中归属于母公司所有者权益占96.05%，少数股东权益占3.95%。公司所有者权益结构稳定性好。

2012年12月，公司召开创立大会，依法将

公司整体变更为股份有限公司，公司申请登记注册资本为31.42亿元，折合31.42亿股，由发起人根据各自在公司出资比例，以2012年10月31日经审计净资产按1:0.4233比例折价入股，每股面值1元，其中31.42亿元作为注册资本、42.81亿元作为资本公积。同年12月，公司引入新股东中金佳泰，以现金出资入股，其中0.48亿元为注册资本、5.22亿元为资本公积。由此，截至2012年底，公司实收资本31.90亿元、资本公积48.94亿元，均同比增加。

截至2013年3月底，公司所有者权益为1469126.92万元，较2012年底增长5.68%。公司所有者权益基本保持稳定。截至2013年3月底，公司所有者权益中股本占21.95%、资本公积占33.94%、盈余公积占10.53%、未分配利润占33.57%；其中归属于母公司所有者权益占98.90%，少数股东权益占1.10%。公司所有者权益结构变化不大。

总体看，公司负债水平较低，债务负担较轻。

4. 偿债能力

近三年，公司流动比率及速动比率波动增长，2012年底分别为155.12%和61.41%。截至2013年3月底，公司流动比率及速动比率分别为160.26%和59.76%。考虑到公司货币资金规模较大，公司短期偿债能力较好。

从长期偿债指标来看，2010~2012年，公司EBITDA年均上升26.13%，2012年为459278.88万元；公司EBITDA利息倍数三年加权平均值为44.40倍（公司利息支出全部为费用化利息支出），2012年为35.52倍；EBITDA对利息的保障能力很强。2010~2012年，公司全部债务/EBITDA的比率波动上升，三年加权平均值为0.54倍，2012年为0.72倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2013年3月底，公司无对外担保。

截至2013年3月底，公司共获得国内各商业银行授信总额85.22亿元，未用额度为53.51亿

元，公司间接融资渠道畅通。

公司目前处于存续期一年内到期债券合计11亿元（包括4亿元“12粤温氏CP001”、3亿元“12粤温氏CP002”、4亿元“12粤温氏CP003”）。截至2012年底公司现金类资产为一年内待偿还债券的1.88倍；截至2013年3月底，公司现金类资产为一年内待偿还债券的2.16倍；公司2012年经营活动现金流入量为一年内待偿还债券的30.75倍，经营活动现金流量净额为一年内待偿还债券的3.41倍。总体看，公司货币资金充足、经营活动现金流入量较大，对一年内到期债券覆盖保护能力强。

公司目前处于存续期一年后到期债券合计14亿元（包括4亿元“11粤温氏MTN1”、5亿元“12粤温氏MTN1”及5亿元“13粤温氏MTN1”）。公司2012年EBITDA为一年后到期债券发行额度的3.28倍，经营活动现金流入量为一年后到期债券发行额度的24.16倍，截至2013年3月底现金类资产为一年后到期债券发行额度的1.70倍。公司货币资金充足，经营活动现金流入规模较大，对存续期中长期债券安全保障程度高，同时考虑到公司一年后到期债券偿还期分布较为分散，公司集中偿付压力不大。

5. 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（报告编号为：A-201304988386），截至2013年4月19日，公司无未结清及已结清不良信贷信息，过往债务履约情况良好。

6. 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”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，适度发展与养殖相关的高附加值的延伸产业，经营业绩有望保持稳定。综合考虑，公司整体

抗风险能力强。

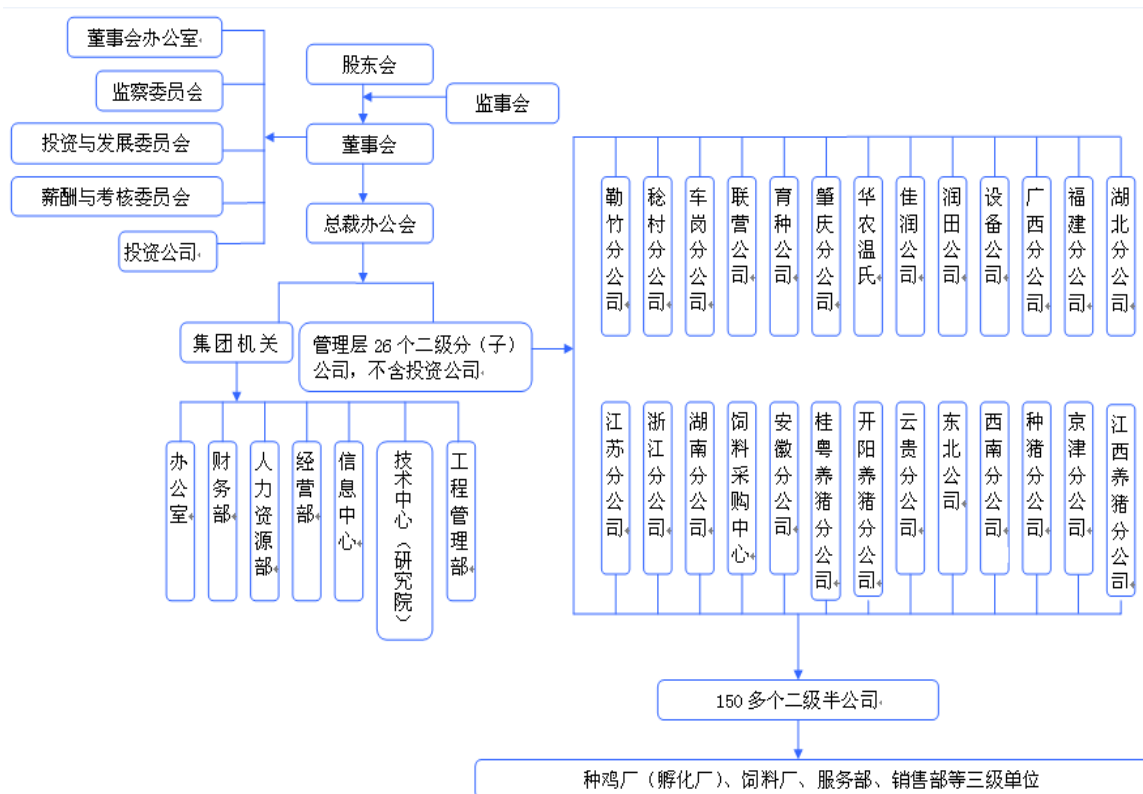
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“11粤温氏MTN1”、“12粤温氏MTN1”、“13粤温氏MTN1”AA的信用等级以及“12粤温氏CP001”、“12粤温氏CP002”、“12粤温氏CP003”A-1的信用等级。

附件 1 公司股权结构

序	股东名称	性别	发起	出资额	持股比例
1	温鹏程	男	是	10485.00	3.29%
2	严居然	男	是	9161.00	2.87%
3	梁焕珍	女	是	8835.60	2.77%
4	温均生	男	是	8568.30	2.69%
5	温小琼	女	是	8000.00	2.51%
6	温志芬	男	是	7767.00	2.44%
7	黎沃灿	男	是	7203.20	2.26%
8	严居能	男	是	6925.80	2.17%
9	黄伯昌	男	是	6787.40	2.13%
10	温木桓	男	是	6580.00	2.06%
11	梁志雄	男	是	5500.00	1.72%
12	黄松德	男	是	4749.50	1.49%
13	黎洪灿	男	是	4679.30	1.47%
14	张琼珍	女	是	4151.70	1.30%
15	伍翠珍	女	是	3811.77	1.20%
16	温耀光	男	是	3653.96	1.15%
17	何维光	男	是	3546.60	1.11%
18	刘金发	男	是	2642.60	0.83%
19	冯冰钊	男	是	2555.65	0.80%
20	谢应林	男	是	2531.30	0.79%
21	黄玉泉	男	是	2528.03	0.79%
22	郑经昌	男	是	2499.60	0.78%
23	梁伙旺	男	是	2466.00	0.77%
24	何达材	男	是	2420.20	0.76%
25	黎汝肇	男	是	2369.25	0.74%
26	朱桂连	女	是	2257.00	0.71%
27	凌五兴	男	是	2200.20	0.69%
28	叶京华	男	是	2025.00	0.64%
29	秦锦养	男	是	1930.13	0.61%
30	刘宗杰	男	是	1701.31	0.53%
31	张祥斌	男	是	1691.60	0.53%
32	朱新光	男	是	1676.00	0.53%
33	陈健兴	男	是	1643.10	0.52%
34	林锦全	男	是	1581.10	0.50%
35	温卫锋	男	是	1505.50	0.47%
36	严 安	男	是	1348.15	0.42%
37	温德仁	男	是	1268.00	0.40%
38	秦开田	男	是	1217.00	0.38%
39	温朝波	男	是	1148.80	0.36%
40	凌卫国	男	是	1109.40	0.35%
41	张小凤	女	是	1084.40	0.34%
42	林南发	男	是	1083.91	0.34%
43	何其泮	男	是	1033.00	0.32%
44	温子荣	男	是	386.83	0.12%
45	陈树汉	男	是	152.00	0.05%
46	6789 名自然人	-	是	155753.30	48.83%
47	中金佳泰（天津）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	-	否	4785.52	1.50%
	合计	-		319000.00	100.00%

附件 2 公司组织结构



附件 3-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：					
货币资金	87787.95	136242.99	169447.95	38.93	140172.42
交易性金融资产	90492.34	47863.27	36966.55	-36.09	97476.59
应收票据	179.46		30.00	-59.11	
应收账款	11413.85	12067.90	9257.14	-9.94	11442.90
预付款项	9914.84	46910.82	21397.91	46.91	11859.43
应收利息					49.98
应收股利					
其他应收款	26670.45	77856.69	24875.88	-3.42	140920.62
存货	424147.20	519262.90	657961.05	24.55	685864.85
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产		208691.61	169188.72		5872.67
流动资产合计	650606.07	1048896.18	1089125.21	29.38	1093659.46
非流动资产：					
可供出售金融资产			37486.00		61854.60
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	30856.07	34110.80	125778.83	101.90	130174.88
投资性房地产	6301.14	5700.60	5434.06	-7.13	
固定资产	312999.35	354522.92	470626.56	22.62	486176.94
在建工程	45896.08	108554.92	188669.91	102.75	227207.94
工程物资	2.61	46.75	41.49	298.76	28.18
固定资产清理	27.89				76.80
生产性生物资产	113480.33	134529.63	188387.20	28.84	212437.14
油气资产					
无形资产	30840.05	35544.92	50820.15	28.37	56723.44
开发支出					
商誉					
合并价差					
长期待摊费用	8798.43	12068.36	25333.41	69.69	26955.98
递延所得税资产	82.05	3.32	153.71	36.87	171.68
其他非流动资产		9832.29	9239.96		
非流动资产合计	549284.01	694914.51	1101971.27	41.64	1201807.57
资产总计	1199890.08	1743810.69	2191096.48	35.13	2295467.03

附件 3-2 公司合并资产负债表（负债及权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债：					
短期借款	77863.36	47410.94	132496.02	30.45	140916.74
短期融资券	70000.00	50000.00	110000.00	25.36	110000.00
应付票据					
应付账款	87663.09	123305.41	98900.80	6.22	105337.73
预收款项	9042.82	35698.82	26348.18	70.70	9198.14
应付职工薪酬	39299.44	78686.36	68998.57	32.50	25127.12
应交税费	467.96	508.83	1676.67	89.29	19606.97
应付利息	1171.17	2906.34	4148.02	88.20	6624.72
应付股利	90.50	745.13	7680.00	821.20	
其他应付款	175860.31	184057.68	251860.60	19.67	259193.58
一年内到期的非流动负债					
其他流动负债					6404.21
流动负债合计	461458.65	523319.51	702108.86	23.35	682409.20
非流动负债：					
长期借款	41115.50	31115.50	115.50	-94.70	115.50
应付债券		40000.00	90000.00		140000.00
长期应付款	4892.83				
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债			1809.51		3071.56
其他非流动负债	2198.43	5695.73	6908.49	77.27	753.85
非流动负债合计	48206.76	76811.23	98833.50	43.19	143940.90
负债合计	509665.40	600130.74	800942.36	25.36	826350.11
所有者权益：					
实收资本(或股本)	273248.91	314214.48	319000.00	8.05	319000.00
资本公积	9854.69	5336.54	489415.34	604.72	493203.25
减：库存股					
盈余公积	34762.28	55649.98	17343.81	-29.37	152990.68
专项储备					
未分配利润	326913.29	704911.67	509858.80	24.88	487788.92
外币报表折算差额	-27.98	-481.46	-394.83	275.62	
归属于母公司权益合计	644751.18	1079631.21	1335223.13	43.91	1452982.84
少数股东权益	45473.49	64048.74	54930.98	9.91	16144.08
所有者权益合计	690224.67	1143679.95	1390154.11	41.92	1469126.92
负债和所有者权益总计	1199890.08	1743810.69	2191096.47	35.13	2295477.03

附件 4 公司合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、营业收入	2182307.15	3099840.44	3351108.88	23.92	910541.41
减: 营业成本	1846233.67	2437398.35	2864403.54	24.56	778621.09
营业税金及附加	145.54	1069.51	511.03	87.39	148.33
销售费用	25908.27	35383.59	37354.35	20.07	8376.84
管理费用	95431.76	112239.03	153212.31	26.71	41463.72
财务费用	9681.24	6432.27	9537.41	-0.75	3463.12
资产减值损失	259.47	1522.91	-288.97		8.07
加: 公允价值变动收益	292.05	-932.84	322.61	5.10	-173.09
投资收益	1311.80	859.39	6358.68	120.17	2613.16
其中: 对合营企业投资收					
其他业务利润					
二、营业利润	206251.05	505721.33	293060.49	19.20	80900.31
加: 营业外收入	5685.18	8991.56	9090.85	26.45	2857.05
减: 营业外支出	3485.28	5627.69	5843.28	29.48	476.06
其中: 非流动资产处置损	229.56	1008.51	770.08	83.15	
三、利润总额	208450.94	509085.21	296308.05	19.23	83281.30
减: 所得税费用	1548.29	1121.36	3494.67	50.24	352.91
四、净利润	206902.65	507963.85	292813.38	18.96	82928.39
其中: 归属于母公司的净利润	192140.81	474897.44	273290.98	19.26	
少数股东损益	14761.84	33066.41	19522.40	15.00	

附件 5-1 公司合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 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	2189874.47	3100165.85	3332900.45	23.37	936846.27
收到的税费返还	1854.23	1850.22	1675.90	-4.93	
收到其他与经营活动有关的现金	37912.28	17387.96	48138.85	12.68	29495.80
经营活动现金流入小计	2229640.99	3119404.03	3382715.20	23.17	966342.07
购买商品、接受劳务支付的现金	1792974.24	2238508.67	2692348.49	22.54	783019.83
支付给职工以及为职工支付的现金	90365.18	150455.45	211533.47	53.00	91016.49
支付的各项税费	6058.56	5114.02	5375.89	-5.80	7436.10
支付其他与经营活动有关的现金	104535.90	93640.04	98365.75	-3.00	68649.00
经营活动现金流出小计	1993933.88	2487718.18	3007623.60	22.82	950121.42
经营活动产生的现金流量净额	235707.11	631685.84	375091.61	26.15	16220.65
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	2390.00	6830.00	50770.69	360.90	139759.00
取得投资收益收到的现金	24221.24	613.81	6866.55	-46.76	16411.17
处置固定资产和其他长期资产收回的现金	16329.51	47122.75	91255.80	136.40	8.71
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	6157.69				
投资活动现金流入小计	49098.43	54566.56	148893.04	74.14	156178.88
购建固定资产、无形资产等支付的现金	143596.62	330221.37	492772.31	85.25	53131.81
投资支付的现金	72927.82	201552.91	109854.59	22.73	52247.31
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金	10354.82				61700.00
投资活动现金流出小计	226879.26	531774.28	602626.90	62.98	167079.11
投资活动产生的现金流量净额	-177780.83	-477207.72	-453733.86		-10900.24
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	100.00	7634.40	62006.19		3506.00
取得借款收到的现金	143131.40		192496.02	15.97	114789.56
发行债券收到的现金	70000.00	137410.94	110000.00	25.36	
收到其他与筹资活动有关的现金	16812.12		1470.39	-70.43	
筹资活动现金流入小计	230043.52	145045.34	365972.60	26.13	118295.56
偿还债务支付的现金	180601.83	157863.36	138410.94	-12.46	68784.39
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	51627.16	81180.44	114660.91	49.03	1995.09
支付其他与筹资活动有关的现金	42099.04	11571.16	1140.16	-83.54	82112.02
筹资活动现金流出小计	274328.04	250614.95	254212.02	-3.74	152891.50
筹资活动产生的现金流量净额	-44284.52	-105569.61	111760.59		-34595.94
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	-22.56	-453.47	86.63		
五、现金及现金等价物净增加额	13619.20	48455.04	33204.96	56.14	-29275.53
加: 期初现金及现金等价物余额	74168.75	87787.95	136242.99	35.53	169447.95
六、期末现金及现金等价物余额	87787.95	136242.99	169447.95	38.93	140172.42

附件 5-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	206902.65	507963.85	292813.38	18.96
加: 资产减值准备	259.47	1522.91	-288.97	
固定资产折旧及其他	65081.97	138589.58	143274.44	48.37
无形资产摊销	935.57	1098.41	1140.71	10.42
长期待摊费用摊销	5179.88	4122.34	5624.05	4.20
处置固定资产、无形资产等损失	6275.93	-3932.94	-27068.81	
固定资产报废损失		766.72	793.79	
公允价值变动损失	-292.05	932.84	-322.61	
财务费用	9052.85	10076.29	14071.80	24.68
投资损失	-1311.80	-859.39	-6358.68	
递延所得税资产减少	-39.42	78.73	-150.40	
递延所得税负债增加			1809.51	
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-68644.52	-95115.71	-138698.15	
经营性应收项目的减少	-10739.92	-5617.75	26689.92	
经营性应付项目的增加	23172.03	72059.97	61761.63	63.26
其他				
经营活动产生的现金流量净额	235832.64	631685.84	375091.61	26.11
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
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	87787.95	136242.99	169447.95	38.93
减: 现金的期初余额	74168.75	87787.95	136242.99	35.53
加: 现金等价物的期末余额			33204.96	
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	13619.20	48455.04	66409.92	120.82

附件 6 主要计算指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	188.24	256.87	360.83	--
存货周转次数(次)	4.35	4.69	4.35	--
总资产周转次数(次)	1.82	1.78	1.53	--
现金收入比(%)	100.35	100.01	99.46	102.89
盈利能力				
营业利润率(%)	15.39	21.34	14.51	14.47
总资本收益率(%)	24.56	39.48	17.75	--
净资产收益率(%)	29.98	44.41	21.06	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	5.62	5.85	6.09	8.71
全部债务资本化比率(%)	21.49	12.84	19.31	21.02
资产负债率(%)	42.48	34.41	36.55	36.00
偿债能力				
流动比率(%)	140.99	200.43	155.12	160.26
速动比率(%)	49.07	101.21	61.41	59.76
经营现金流动负债比(%)	51.08	120.71	53.42	9.51
EBITDA 利息倍数(倍)	31.89	65.80	35.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.65	0.25	0.72	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	0.31	0.92	-0.24	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	6.40	15.33	-6.08	--

注：公司 2013 年一季度财务数据未经审计

附件 7 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
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+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 8 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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 9 短期融资券信用等级的定义

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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息