

跟踪评级公告

联合[2014]1390 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”、“13粤温氏MTN002” AA 的信用等级以及“14温氏CP001” A-1的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一四年七月二十五日

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>

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
13 粤温氏 MTN1	5 亿元	2013/03/04~2016/03/04	AA	AA
13 粤温氏 MTN002	5 亿元	2013/07/26~2016/07/26	AA	AA
14 粤温氏 CP001	5 亿元	2014/02/12~2015/02/12	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	18.41	20.64	16.86	10.10
资产总额(亿元)	174.38	219.11	239.39	241.55
所有者权益(亿元)	114.37	139.02	126.94	121.41
长期债务(亿元)	7.11	9.01	14.91	15.00
全部债务(亿元)	16.85	33.26	54.86	61.40
营业收入(亿元)	309.98	335.11	351.87	75.81
利润总额(亿元)	50.91	29.63	6.79	-11.94
EBITDA(亿元)	66.30	45.93	26.04	--
经营性净现金流(亿元)	63.17	37.51	18.60	-1.42
营业利润率(%)	21.34	14.51	6.99	-10.44
净资产收益率(%)	44.41	21.06	4.81	--
资产负债率(%)	34.41	36.55	46.97	49.74
全部债务资本化比率(%)	12.84	19.31	30.17	33.59
流动比率(%)	200.43	155.12	112.51	95.39
全部债务/EBITDA(倍)	0.25	0.72	2.11	--
EBITDA 利息倍数(倍)	65.80	35.52	10.42	--
经营现金流流动负债比(%)	120.71	53.42	19.25	--

注: 2013 年一季度财务数据未经审计。

分析师

周天 李阳

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,公司原料价格波动、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负面影响。

跟踪期内,受养殖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。同时,为应对禽流感对公司经营产生的不利影响,公司采取的一系列应对措施,在一定程度上或降低对公司盈利能力和偿债能力的不利影响。进入2014年第二季度,随着禽流感疫情影响的减弱,全国鸡肉价格已经接近禽流感疫情爆发前水平。公司在第二季度已经实现盈利,预计在可以在第三季度扭亏为盈,并实现全年的盈利目标。

未来公司将继续扩大生猪养殖规模,并适度发展养殖相关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”、“13 粤温氏MTN002”AA 的信用等级以及“14 温氏CP001” 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。

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。

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，影响了公司肉鸡产品销售。
4. 2014年初，猪肉价格出现了价格下跌，直接导致公司2014年一季度经营出现亏损。

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 2014 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）、市场部、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 2014 年 3 月底，公司共有 26 家二级子公司；公司本部及下属子公司共 36178 人。

截至 2013 年底，公司合并资产总额为 239.39 亿元，所有者权益合计为 126.94 亿元（其中少数股东权益 4.55 亿元）。2013 年，公司实现营业收入 351.87 亿元，利润总额 6.79 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司合并资产总额为 241.55 亿元，所有者权益合计为 121.41 亿元（其中少数股东权益 2.23 亿元）。公司实现营业收入 75.81 亿元，利润总额 -11.94 亿元。

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

2013 年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013 年中国实现国内生产总值 568845 亿元，同比增长 7.7%。

2013 年，中国规模以上工业增加值同比增长 9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在 2000 万以上的企业，下同）实现利润总额 62831 亿元，同比增长 12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013 年社会消费品零售总额为 237810 亿元，同比名义增长 13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013 年固定资产投资（不含农户）436528 亿元，同比增长 19.6%；三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化

改革。10 月 25 日，贷款基准利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54 万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改

企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来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以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，

将有利于推动经济持续健康稳定发展。

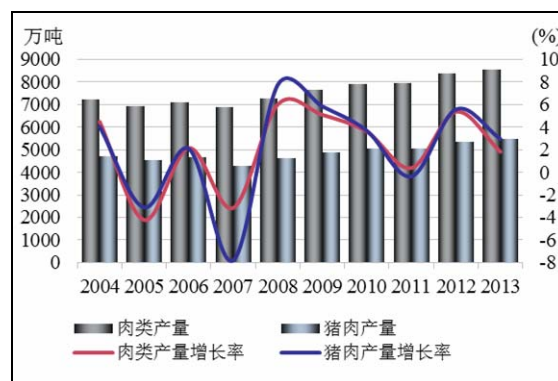
四、行业分析

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

1. 畜牧业概况

近几年中国畜牧业发展较为稳定，其中，肉类产品产量波动中小幅增长。2004~2013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%。2013年，中国肉类总产量8536万吨，同比增长1.81%，其中，猪肉产量5493万吨，同比增长2.96%。

图1 2004年~2013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。

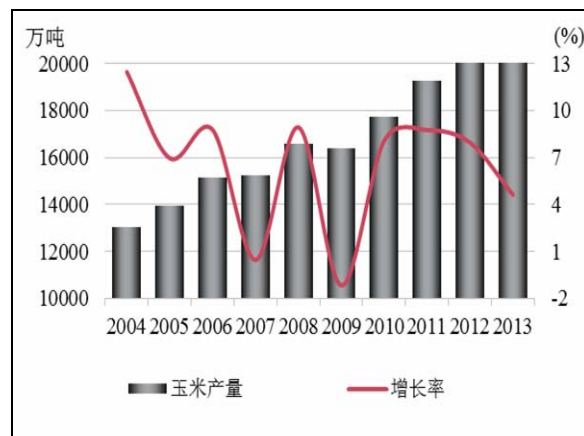
① 玉米

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,2004~2013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%。2013年中国玉米产量为21773万吨,较2012年增长4.62%。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~2013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。

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，由于禽流感的出现，许多禽类被屠宰，饲料玉米的销路遇到阻碍，市场需求出现较大问题，2013 年底，玉米价格降至 2114 元/吨。2013 年 11 月 18 日，国家粮食局发布补贴政策，对收购 2013 年东北产玉米给予一次性费用补贴每吨 140 元。国家对于农业产业扶持的力度稳增不减，对于未来的玉米价格是一项持续、稳定的支持。进入 2014 年，玉米价格出现了小幅增加，截至 2014 年 3 月底，玉米价格为 2369 元/吨。

图 3 2012 年~2014 年 3 月黄玉米价格情况



数据来源：wind 资讯

总体看，中国玉米产量增加缓慢，但消费量稳定增长，供应紧张平衡局面短期无法解决，未来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。2005~2013 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。进入 2013 年，国内大豆产量约为 1275 万吨，同比有

所上升，进口量达到了历年最高的 6500 万吨。

表 1 中国大豆供需数据分析

项目	2011	2012	2013
播种面积 (万公顷)	765	720	700
国内产量(万吨)	1350	1260	1275
消费总量(万吨)	7010	7683	7696
进口总量(万吨)	5923	6100	6500
进口占比(%)	84.49	79.40	84.46

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。进入 2012 年以来，豆粕价格虽然波动较大，但是总体还是增长趋势。年底价格 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。之后，豆粕价格在第三季度反弹，最终在年底达到 3726 元/吨，较 2012 年有所下滑。进入 2014 年，豆粕价格继续下降，2014 年 6 月 31 日，豆粕期货收盘价为 3616 元/吨。

图 4 2012 年~2014 年 5 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 2013 年的 1335 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 2013 年 1 月~2014 年 5 月重点城市鸡肉零售价格



资料来源：Wind 资讯

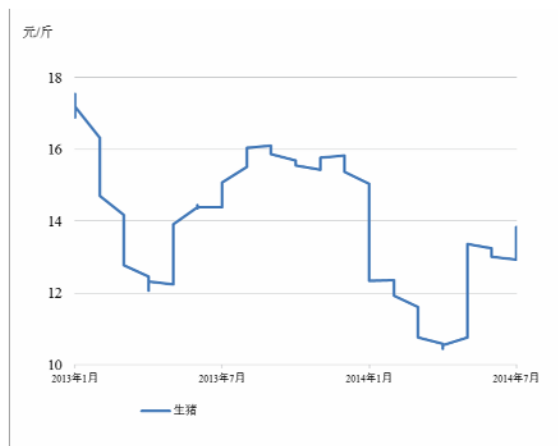
2012 年年底鸡肉价格为 18.90 元/公斤，比年初增长了 3.39%。进入 2013 年，鸡肉价格保持了上升的趋势，但随着 3 月末爆发的 H7N9 疫情逐渐扩大，大众产生了一定的恐慌情绪，对鸡肉需求产生了直接影响，2013 年下半年开始，一些城市陆续关闭活禽交易市场导致鸡肉价格快速下降，截至 2013 年 11 月底，鸡肉价格由年初的 20.58 元/公斤下降至 19.78 元/公斤。但进入 2014 年以来，禽流感疫情对肉鸡市场价格的影响已逐渐减弱，肉鸡的价格不断攀升，截至 2014 年 5 月底，肉鸡价格为 20.36 元/公斤，已经接近 2013 年初禽流感疫情未爆发时期的水平。由此可见，禽流感疫情的影响已经逐渐减弱。

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1月~2014年5月中国城市生猪零售价格

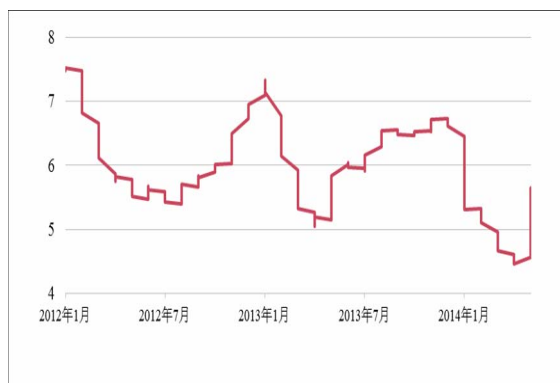


资料来源：Wind资讯

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，3 月生猪价格 12.77 元/斤，比年初 16.89 元/斤的价格下滑了 24.39%。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，生猪的价格也开始出现快速下滑的态势。2013 年底，生猪价格维持在 15.38 元/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，全部母猪的存栏量大大过剩。而目前需求下滑也从客观层面导致了供过于求，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 10.55 元/斤的低谷，较年初的 15.04 元/斤的价格大幅下降了 29.85%。从 2014 年 5 月起，生猪价格开始不断上升，截至 2014 年 7 月 18 日，生猪的价格已经回复至 13.84 元/斤。

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，大中城市猪粮比为 4.66。2014 年 5 月底，猪粮比小幅回升至 5.42。整体上看，养殖户 2014 年一季度亏损严重。

图 7 2012 年 1 月~2014 年 5 月 22 省市猪粮比



资料来源：Choice 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。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省外输出产品，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%。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，全国家禽价格全面回升，已经接近 2013 年初禽流感疫情爆发前水平。联合资信认为，禽流感疫情对鸡肉市场价格影响已经逐渐减弱，行业复苏迹象明显。

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 2014 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2013年底，公司合计拥有310个养殖生产基地，其中鸡舍101个、猪舍195个、鸭舍9个、牛舍5个，与2012年底相比，猪舍增加23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。

4. 品牌建设

公司一直注重品牌建设。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2013年底，公司拥有150个全资、控股子公司，7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2045个，其中广东省内664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。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

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。2013年，公司营业收入为351.87亿元，同比增长5.01%，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。2013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46.87%和47.73%。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。

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，2013年占比为47.73%，同比增长6.95个百分点；肉鸡养殖在公司主营业务收入中占比已经低于肉猪占比，2013年占比为46.87%，同比减少6.44个百分点。

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，近三年毛利率不断下降。2013年，由于禽流感事件的影响，同时豆粕等原材料价格大幅走高，进一步压缩了公司的利润空间，截至2013年底，公司毛利率7.50%，同比下降了7.00个百分点。

2014年1~3月，公司实现主营业务收入

75.81亿元，占2013年全年的21.57%，其中肉鸡及肉猪分别实现收入30.49亿元和38.71亿元，占主营业务收入的比重分别为40.22%和51.06%。由于春节期间猪肉价格的周期性下降，公司整体毛利率转负为-9.44%，体现为净亏损。

进入2014年第二季度，公司已经摆脱2014年一季度持续亏损的不良态势，其中2014年5、6月单月营业收入分别为27.03亿元、26.48亿元，利润总额分别为3.90亿元和2.82亿元（来自公司提供未经审计的财务报告），随着禽流感疫情影响的减弱以及鸡肉价格的回暖，公司的营业收入和盈利能力均已回复至正常水平，预计可以在第三季度扭亏为盈，并实现全年营业收入350.00亿元，净利润17.00亿元的全年指标。

总体看，公司经营业绩在跟踪期内由于禽流感事件以及2014年春节期间猪肉价格的回落出现了大幅亏损情况，但随着禽流感疫情影响减弱，公司的经营情况在2014年第二季度已经明显好转，并预计可以在第三季度扭亏为盈。

表2 2011~2014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	2011年			2012年			2013年			2014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	164.22	139.51	15.05	178.42	159.72	10.48	164.71	168.04	-2.02	30.49	40.43	-32.61
肉猪	126.70	86.61	31.64	136.49	108.81	20.28	167.75	139.34	16.94	38.71	37.05	4.28
饲料、肉制品及其他	18.62	17.37	6.69	19.74	17.61	10.84	18.98	17.70	6.73	6.62	6.23	5.82
合计	309.54	243.49	21.34	334.66	286.14	14.50	351.44	325.07	7.50	75.81	83.71	-9.44

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。跟踪期内，公司鸡养殖收入有所下降，2013年收入为164.71亿元，同比减少7.68%。从鸡养殖毛利率看，2013年，公司肉鸡养殖毛利率体现为净亏损，为-2.02%，主要是由于禽流感造成的肉鸡价格的大幅下降以及原料成本的大幅上升。2014年3月底，禽流感的后续影响仍然持续存

在，虽然一季度肉鸡的原材料价格下降导致营业成本同比下降7.16%至40.43亿元，但是肉鸡的营业收入同比下降了37.55%。肉鸡营业收入的大幅下降直接导致了毛利率下降至-32.61%。

（2）猪养殖业务经营概况

跟踪期内，公司猪养殖收入快速增长，2013年底为167.75亿元，同比增长22.90%，增速高于鸡养殖业；2013年猪养殖收入占主营业务收

入比重由2012年的40.93%提高至47.73%，2014年3月底占比上升至51.06%，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，2013年肉猪毛利率为16.94%，同比下降3.34个百分点，其主要原因是原料豆粕价格的大幅上升。进入2014年一季度，由于肉猪出栏量的大幅增加以及需求降低的双重压力，猪肉价格在春节期间出现了下降的情况，直接导致肉猪销售的毛利率降至4.28%。

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。2011~2013年农户收益每只鸡分别为2.26元、2.30元、2.16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。

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2013年底，

公司合计拥有310个养殖生产基地（其中鸡舍101个、猪舍195个），年生产和孵化鸡苗11.7亿只；已有存栏母猪83.13万头（包括后备猪）、生产商品猪苗1167.34万头，肉猪的料肉比为2.48: 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，2013年，公司玉米价格有所下降，而豆粕价格较快提升，影响了肉猪板块的毛利率；进入2014年，玉米和豆粕价格均有所下降。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	2011年		2012年		2013年		2014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	373.07	2315	335.40	2426	519.62	2411	116.63	2399
豆粕	87.57	3252	74.50	3601	85.33	4110	20.18	3828

资料来源：公司提供

(3) 销售

截至2013年底，公司拥有26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2013年底，公司拥有8761个中间批发商客户。2013年，公司销售肉鸡约8.47亿只，同比下降1.98%，约占全国肉鸡上市量的10.20%；销售肉猪1013万头，同比增长24.49%，约占全国肉猪上市量的1.69%。2014年一季度，公司上市肉鸡1.77亿只，上市肉猪275万头。

在销售价格方面，2012年下半年，公司肉猪平均售价为7.26元/斤，同比下降20.30%。2012年受市场供需影响，肉猪价格持续回落，2013年公司肉猪平均售价为7.36元/斤，公司2014年一季度，公司肉猪价格为6.18元/斤，较上年下降幅度较大。公司肉鸡销售均价2011~2012年呈上升趋势，2013年公司肉鸡销售价格受到市场价格波动影响仅为5.80元/斤；随后逐步回升，2014年一季度为4.82元/斤。

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，2013年为57.28%，前五大销售区域合计占比85.10%。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	2011年	2012年	2013年	2014年3月
广东区	52.16	58.02	57.28	52.37
广西区	11.23	7.92	7.78	7.89
福建区	5.13	3.50	2.94	2.00
太仓区	10.16	9.67	10.19	10.20
湖北区	2.99	2.97	3.71	4.57
西南区	5.19	5.47	5.81	7.05
东北区	2.31	3.69	2.16	3.77
香港区	0.60	0.24	0.52	0.70
江西区	3.24	1.21	1.09	2.01
安徽区	2.84	3.42	4.04	4.44
华北区	0.50	0.43	0.44	0.66
海南区	1.33	1.08	1.13	1.21
湖南区	2.32	2.38	2.89	3.12

资料来源：公司提供

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，2011~2013年其他产业收入占比在7%以内。

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，2013年为6.73%。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2013年毛利率大幅下降。

2014年一季度，饲料及肉制品销售占比仅为8.73%；受肉价下降影响，肉制品毛利率降至5.82%，仍处微利状态。

4. 经营效率

2011~2013年，公司销售债权周转次数逐年上升，三年加权平均值为306.63次，2013年为319.33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4.79次，2013年为4.60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1.70次，2013年为1.53次。

总体看，公司资产经营效率水平有所下降。

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、“13粤温氏MTN002”募集资金5亿元、“14粤温氏CP001”募集资金5亿元，均已全部用于补充公司营运以及流动资金。

九、财务分析

公司提供的2013年审计报告已经由广东正中珠江会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2014年一季度报表未经审计。

1. 盈利能力

截至 2013 年底，公司营业收入为 351.87 亿元，同比增长 5.00%。营业成本为 327.14 亿元，同比增长 14.21%，由于公司主要原材料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，2013 年，公司期间费用为 20.98 亿元，同比增长 4.58%，低于营业收入和营业成本的增速。2013 年，公司期间费用（营业费用、管理费用和财务费用）占营业收入的比例为 5.96%，期间费用占营业收入的比重处于小幅波动上升状态，其中财务费用增长较快，管理费用较高。

截至 2013 年底，公司投资收益为 3.10 亿元，主要为处置交易性金融资产取得的投资收益；2013 年，处置交易性金融资产取得的投资收益 1.79 亿元；投资收益本期发生额比上年发生额增加 2.47 亿元，主要原因是本期成本法核算的长期股权投资收益和股票、基金投资收益大幅增加。公司营业外收入主要为补贴收入（占 84.36%）；营业外支出主要为非流动资产处置损失（占 42.55%），本年度公司非正常损失 0.08 亿元主要是柏梓猪场因 2013 年 6 月 30 日特大洪灾造成种猪死亡 3233 头造成的损失。

截至 2013 年底，公司实现利润总额 6.79 亿元；实现净利润 6.11 亿元，同比分别下降 77.08%和 79.13%。其主要原因是收到 2013 年禽流感疫情的影响造成的鸡肉的收入下降以及原材料的成本上升所致。

从盈利指标看，2013 年，公司营业利润率和净资产收益率波动下降，2013 年分别为 6.99%和 4.81%，比 2012 年分别减少 7.52 和

16.25 个百分点，主要是因为受行业价格波动影响所致。

2014 年 1~3 月，公司实现营业收入和利润总额分别为 75.81 亿元和-11.94 亿元，由于禽流感事件的持续影响，营业利润率和净资产收益率已经由正转负。

总体看，养殖行业周期性较强，进入2013年以来，由于禽流感事件的爆发，使得鸡肉的销售价格大幅回落，使公司的利润水平大幅降低，同时，猪肉价格在2014年一季度的周期性回落，使公司的盈利能力大幅减弱。

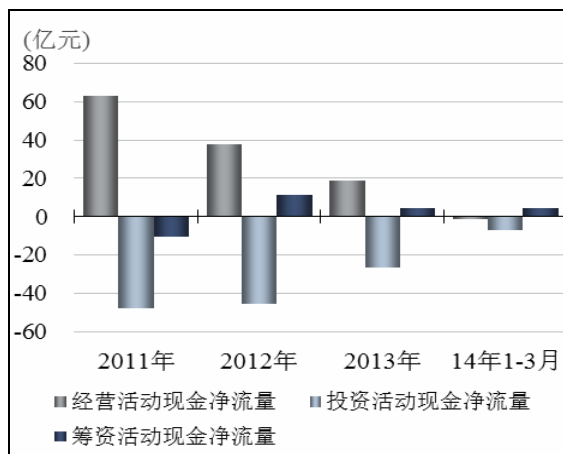
2. 现金流及保障

从经营活动看，跟踪期内，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有所上升，2013 年分别为 349.47 亿元和 357.90 亿元，同比分别上升 4.85%和 5.80%。同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金同比增长 12.96%，高于销售商品、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 30.22%，2013 年为 25.51 亿元，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）整体呈减少趋势，同比下降 11.18%，2013 年为 8.74 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额快速下降，同比下降 50.41%，2013 年为 18.60 亿元。从收入实现质量指标看，2013 年公司现金收入比为 99.32%，同比变化不大，收入的现金实现质量较好。

从投资活动看，公司投资活动现金流入大幅增长，2013 年为 30.27 亿元，同比增长 103.29%，主要是因为公司生产经营规模不断壮大，固定资产投资增多。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，2013 年为 53.62 亿元，同比增长 8.81%；2013 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 3.33 亿元。公司投资活动产生的现金流量一直表现为净流出，2013 年为-26.67 亿元。

从筹资活动看，2013 年，公司筹资活动现金流入主要是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，截至 2013 年底，公司筹资活动现金流净额为 4.40 亿元，2013 年筹资活动现金流净额大幅减少，主要是因为 2012 年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 2011~2014 年 3 月底公司现金流分析



资料来源：公司审计报告

2014 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 78.70 亿元，占 2013 年全年的 22.52%，现金收入比较 2013 年有所上升，为 103.80%；公司购买商品、接受劳务支付的现金为 65.05 元，占 2013 年全年的 21.39%；公司支付给职工以及为职工支付的现金为 7.74 亿元，占 2013 年全年的 30.34%，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-1.42 亿元。

2014 年 1~3 月，投资活动现金流入 17.87 亿元，占 2013 年全年的 59.04%，主要是因为结构性存款增加。2014 年 1~3 月，收回投资收到的现金为 17.84 亿元，占 2013 年全年的 66.42%。2014 年 1~3 月，投资活动现金流出为 24.75 亿元，占 2013 年全年的 43.47%；投资活动产生的现金流量净额为-6.88 亿元。

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，2014 年 1~3 月，公司筹资活动产生的现金净流量为 4.31 亿元。

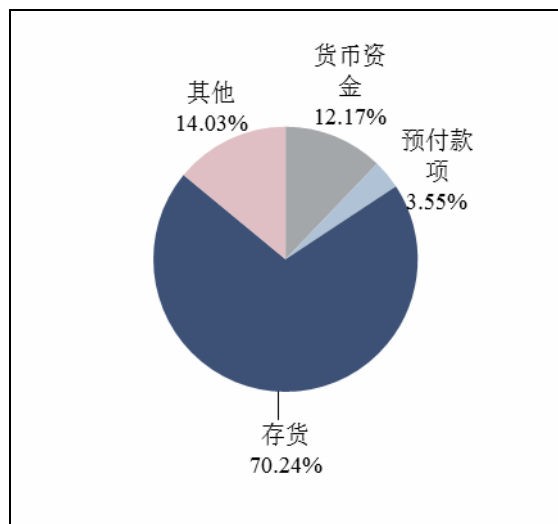
总体看，公司经营活动产生的现金流量充足，投资活动正常。

3. 资本及债务结构

截至2013年底，公司资产总额为239.39亿元，主要是公司养殖规模不断扩大所致。截至2013年底，公司资产总额中流动资产占45.41%，非流动资产占54.59%。

截至2013年底，公司流动资产为108.71亿元，主要由存货、货币资金、交易性金融资产构成。

图 11 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司货币资金为13.24亿元，同比减少21.84%，主要银行存款的下降所致。

截至2013年底，公司交易性金融资产为2.99亿元，同比下降19.19%，其中交易性债券投资占20.07%，交易性权益工具投资占79.93%。2013年公司交易性金融资产大幅下滑，主要是因为公司持有股票数量及期货持仓数量减少。

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，2013年底为0.64亿元，占流动资产的比重为0.59%，一年以内的账款占98.91%，账龄较短。公司应

收账款2013年计提坏账准备0.04亿元，计提比例为3.60%，计提较充分。

截至2013年底，预付款项为3.86亿元，同比上升80.37%，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99.81%。

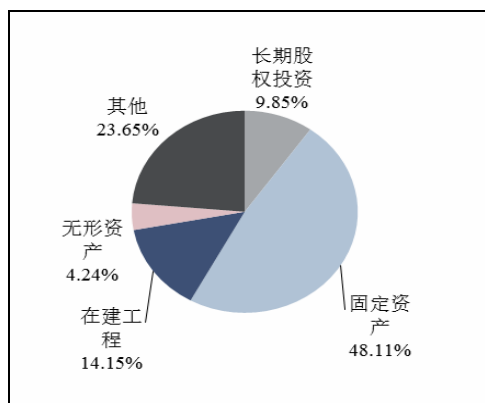
截至2013年底，其他应收款为4.35亿元，同比上升74.70%，主要原因系本期公司向员工收取的温氏科技园二期集资建设放款增加所致。其他应收款中，账龄在1年以内的占66.62%、1-2年的占25.32%，公司共计提坏账准备0.25亿元，计提比例为8.83%。

截至2013年底，公司存货为76.36亿元，公司计提存货跌价准备1.30亿元；从存货构成来看，主要由原材料（占3.17%）和消耗性生物资产（占69.48%）构成，消耗性生物资产中，肉鸡、鸡苗、鸡蛋占31.22%；肉猪、猪苗占67.03%，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2013年底为7.28亿元。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。

截至2013年底，公司非流动资产为130.67亿元，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 2013 年公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013年公司新增可供出售金融资产5.70亿元，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。

截至2013年底，长期股权投资12.88亿元，同比变化不大。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2013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	2.56	22.72	权益法	--
广州中科白云投资管理有限公司	1.15	6.72	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	10.26	--	--	--

资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司固定资产原值89.82亿元，主要由房屋及建筑物（占60.92%）、生产设施（占15.22%）和机械设备（占14.61%）构成；累计折旧26.96亿元，公司未计提减值准备，固定资产净值为62.86亿元。

截至2013年底，在建工程为18.49亿元，同比基本保持稳定。截至2013年底，公司在建工程主要项目包括猪场工程10.86亿元、饲料厂工程1.79亿元、办公楼工程0.92亿元。

截至2013年底，公司生产性生物资产为19.96亿元，同比增长5.94%，其中种鸡占16.43%，种猪占73.50%。其增长的主要原因一方面为饲料原材料的价格上涨，单位生产性生物资产成本也随之上涨；另一方面为公司规模继续扩大，养殖的种鸡、种猪数量有所增长。

截至2013年底，公司无形资产为5.54亿元，主要是土地使用权、办公软件和专利技术。

截至2014年3月底，公司资产总额为241.55亿元，较2013年底增长0.90%，其中流动资产占45.41%，非流动资产占54.59%；流动资产和非流动资产较2014年底分别下降了11.47%和增长了11.20%。流动资产方面，货币资金较年初减

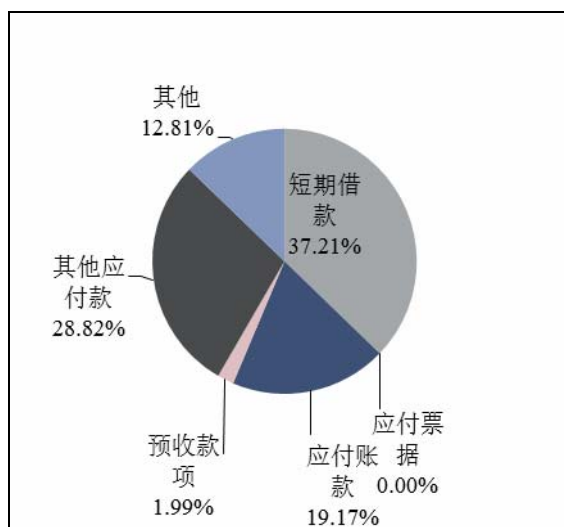
少3.98亿元，主要系受禽流感的影响，经营亏损；存货较年减少8.50亿元，主要是因为肉鸡提前上市、公司进行阶段性减产计划；非流动资产的增长主要是因为在建工程和生产性生物资产大幅增加。

总体看，公司资产总额保持稳定增长，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。

2013年底公司负债总额为112.45亿元，其中流动负债占85.93%，非流动负债占14.07%。

截至2013年底，公司流动负债为96.63亿元，主要由短期借款、应付账款和其他应付款构成。

图 13 2013 年公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至2013年底，公司短期借款为35.96亿元，同比增长171.38%，其中主要为信用借款（占56.73%）、保证借款（占38.24%）和质押借款（占4.17%）。短期借款大幅增加的主要原因是公司本期借入的保证借款增加所致。

截至2013年底，公司应付账款为18.52亿元，账龄均在1年以内，主要为公司采购饲料原料产生的欠款，应付账款同比增幅为87.26%，主要原因是本年末原材料采购量增加，导致应付原材料采购款相应增加。

截至2013年底，其他应付款为27.84亿元，

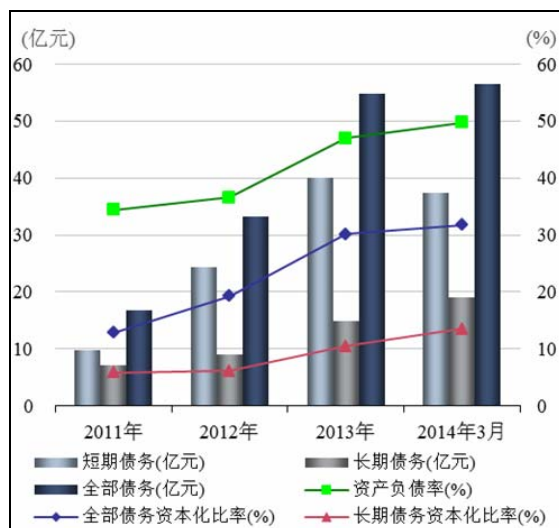
同比增长25.87%，主要是因为公司本年养殖规模扩大，收取专业户的押金相应增加所致。从账龄来看，1年以内的占100.00%。

截至2013年底，公司非流动负债为15.82亿元，其中应付债券占94.25%，同比增长60.12%，主要因公司2013年3月以及7月发行两期5亿元中期票据致使应付债券增加所致。

截至2013年底，公司全部债务为54.86亿元，其中短期债务39.95亿元、长期债务14.91亿元。公司近三年增加短期借款规模，2013年底公司短期债务占比提升至72.82%，长期债务占降至27.18%。

从债务指标看，2011~2013 年，全部债务资本化比率呈不断上升趋势，三年分别为12.84%、19.31%和 30.17%，三年平均值为20.76%；资产负债率也呈不断上升趋势，三年分别为 34.41%、36.55%和 46.97%，三年平均值为 39.31%；长期债务资本化比率呈逐步上升趋势，长期债务资本化比率分别 5.85%、6.09%和 10.51%，三年平均值为 7.48%。公司整体债务负担轻。

图 14 2011~2014 年 3 月公司债务构成情况



资料来源：公司审计报告

截至2014年3月底，公司负债总额为120.14亿元，较2013年底增长6.84%，其中流动负债占83.97%，非流动负债占16.03%。公司负债仍以流动负债为主。截至2014年3月底，公司流动负

债为100.88亿元，同比上升4.40%，整体保持稳定；公司非流动负债为19.26亿元，较2013年底增长21.74%，主要是因为2011年公司发行5亿元中期票据由一年内到期非流动负债调整回应付债券科目，致使应付债券增加。从债务指标看，公司全部债务增至61.40亿元，较2013年底增长11.92%，短期债务和长期债务分别增加16.15%和0.67%，短期债务增幅较大主要因系公司2014年发行5亿元的短期融资券，短期债务占比上升至75.57%。截至2014年3月底，公司资产负债率为49.74%，较2013年底上升2.77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13.53%和33.59%，较2013年底分别上升0.49个和3.02个百分点，公司整体债务负担仍较轻。

截至2013年底，公司所有者权益为126.94亿元，同比减少8.69%。截至2013年底，公司所有者权益中实收资本占25.13%、资本公积占38.58%、盈余公积2.63%、未分配利润占30.14%；其中归属于母公司所有者权益占96.42%，少数股东权益占3.58%。公司所有者权益结构稳定性好。

截至2014年3月底，公司所有者权益为121.41亿元，较2013年底减少4.36%。公司所有者权益基本保持稳定。截至2014年3月底，公司所有者权益中股本占26.27%、资本公积占40.00%、盈余公积占14.76%、未分配利润占14.12%；其中归属于母公司所有者权益占98.16%，少数股东权益占1.84%。公司所有者权益结构变化不大。

总体看，公司负债水平上升，债务负担加重，但仍处于合理范围。

4. 偿债能力

跟踪期内，公司流动比率及速动比率大幅下降，2013年底分别为112.51%和33.48%。截至2014年3月底，公司流动比率及速动比率分别为95.39%和28.13%。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，截至2013年底，公

司EBITDA为26.04亿元，同比下降43.31%；公司EBITDA利息倍数三年加权平均值为29.02倍（公司利息支出全部为费用化利息支出），2013年为10.42倍；EBITDA对利息的保障能力很强。2011~2013年，公司全部债务/EBITDA的比率不断上升，三年加权平均值为1.32倍，2013年为2.11倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2014年3月底，公司无对外担保。

截至2014年3月底，公司共获得国内各商业银行授信总额114.59亿元，未用额度为78.52亿元，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14亿元（包括4亿元“11粤温氏MTN1”、5亿元“12粤温氏MTN1”、5亿元“14粤温氏CP001”）。截至2013年底公司现金类资产为一年内待偿还债券的1.12倍；截至2014年3月底，公司现金类资产为一年内待偿还债券的0.72倍；公司2013年经营活动现金流入量为一年内待偿还债券的25.56倍，经营活动现金流量净额为一年内待偿还债券的1.33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10亿元（包括5亿元“13粤温氏MTN1”及5亿元“13粤温氏MTN002”）。公司2013年EBITDA为一年后到期债券发行额度的2.60倍，经营活动现金流入量为一年后到期债券发行额度的35.79倍，截至2014年3月底现金类资产为一年后到期债券发行额度的1.69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，公司集中偿付压力不大。

5. 过往债务履约情况

根据公司过往在公开市场发行及偿付债务融资工具的历史记录，公司无逾期或违约偿付记录，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

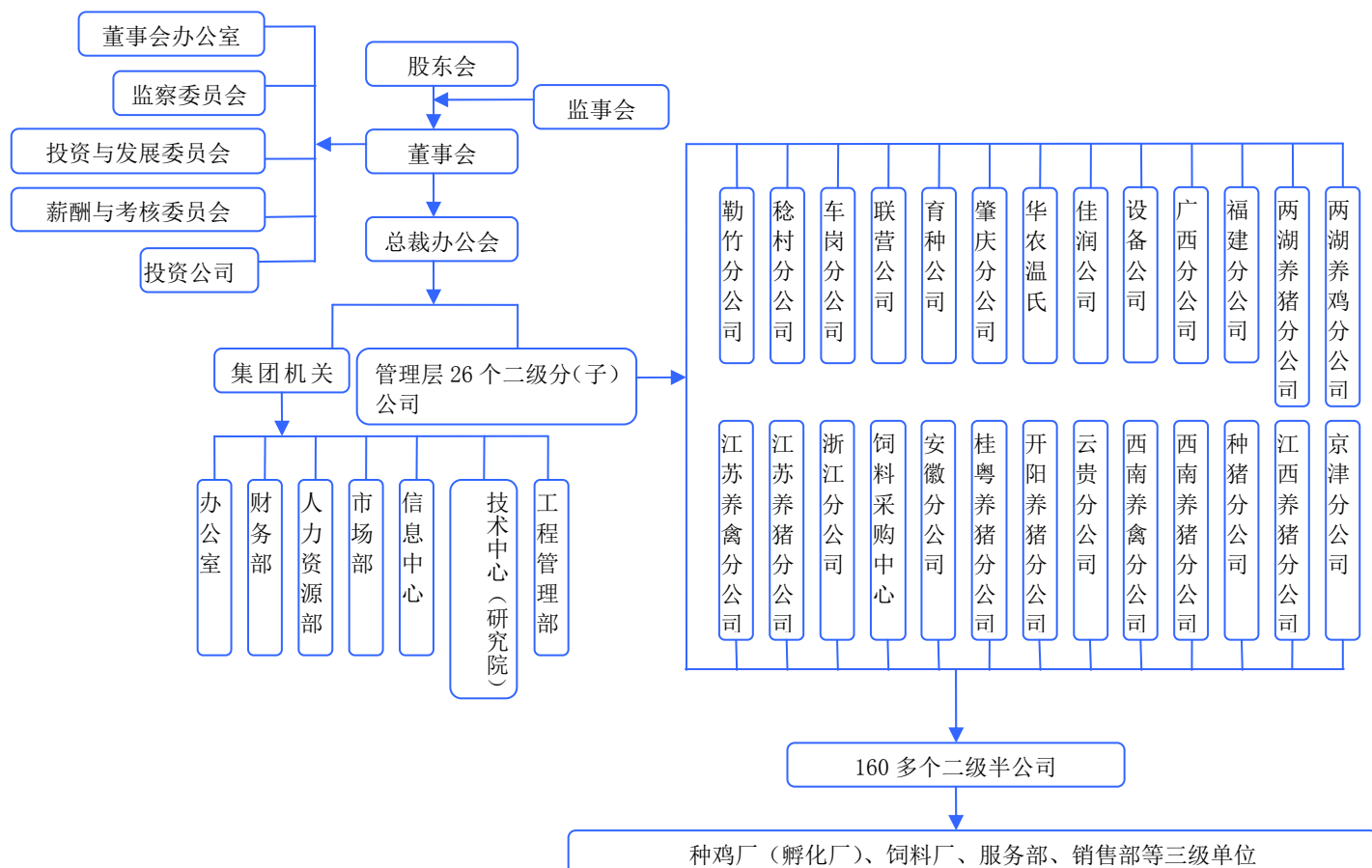
综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“11粤温氏MTN1”、“12粤温氏MTN1”、“13粤温氏MTN1”、“13粤温氏MTN002”AA 的信用等级，维持“14粤温氏CP001” A-1的信用等级。

附件 1 公司股权结构

(单位: 人民币万元)

序	股东名称	性别	发起人	出资额	持股比
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 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.41	20.64	16.86	10.10
资产总额(亿元)	174.38	219.11	239.39	241.55
所有者权益(亿元)	114.37	139.02	126.94	121.41
短期债务(亿元)	9.74	24.25	39.95	46.40
长期债务(亿元)	7.11	9.01	14.91	15.00
全部债务(亿元)	16.85	33.26	54.86	61.40
营业收入(亿元)	309.98	335.11	351.87	75.81
利润总额(亿元)	50.91	29.63	6.79	-11.94
EBITDA(亿元)	66.30	45.93	26.04	--
经营性净现金流(亿元)	63.17	37.51	18.60	-1.42
财务指标				
销售债权周转次数(次)	264.02	313.85	319.33	--
存货周转次数(次)	5.17	4.87	4.60	--
总资产周转次数(次)	2.11	1.70	1.53	--
现金收入比(%)	100.01	99.46	99.32	103.80
营业利润率(%)	21.34	14.51	6.99	-10.44
总资本收益率(%)	39.48	17.75	4.73	--
净资产收益率(%)	44.41	21.06	4.81	--
长期债务资本化比率(%)	5.85	6.09	10.51	13.53
全部债务资本化比率(%)	12.84	19.31	30.17	33.59
资产负债率(%)	34.41	36.55	46.97	49.74
流动比率(%)	200.43	155.12	112.51	95.39
速动比率(%)	101.21	61.41	33.48	28.13
经营现金流动负债比(%)	120.71	53.42	19.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	65.80	35.52	10.42	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.25	0.72	2.11	--

注：公司 2014 年 1 季度财务数据未经审计。

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	(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+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
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 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

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 6 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