跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1317 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，并确定“13粤温氏MTN1”和“13粤温氏MTN002”AA^+的信用等级。

联合资信评估有限公司

二零一五年七月二十七日

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中期票据跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+	评级展望：稳定

债项信用

名　称	额 度	存续期	跟踪评级结果
13 粤温氏 MTN1	5 亿元	2013/03/04~2016/03/04	AA^+
13 粤温氏 MTN002	5 亿元	2013/07/26~2016/07/26	AA^+

跟踪评级时间：2015 年 7 月 27 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
现金类资产(亿元)	20.64	16.22	4.20	9.91
资产总额(亿元)	219.11	239.39	253.37	258.83
所有者权益(亿元)	139.02	126.94	150.94	162.47
短期债务(亿元)	24.25	39.95	35.82	36.29
全部债务(亿元)	33.26	54.86	45.78	46.27
营业收入(亿元)	335.11	351.87	380.40	93.49
利润总额 (亿元)	29.63	6.79	29.19	5.84
EBITDA(亿元)	46.04	26.14	43.78	--
经营性净现金流(亿元)	37.51	18.60	45.72	3.43
营业利润率(%)	14.51	6.99	12.60	10.78
净资产收益率(%)	21.06	4.81	19.06	--
资产负债率(%)	36.55	46.97	40.43	37.23
全部债务资本化比率(%)	19.31	30.17	23.27	22.17
流动比率(%)	155.12	112.51	116.10	128.82
全部债务/EBITDA(倍)	0.72	2.10	1.05	--
EBITDA 利息倍数(倍)	32.72	10.05	23.47	--
经营现金流动负债比(%)	53.42	19.25	50.17	--

注：2015 一季度财务数据未经审计；其他流动负债中的有息债务计入短期债务。

分析师

谭心远　荣 毅

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，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负面影响。

跟踪期内，H7N9禽流感疫情影响已经基本消除，鸡肉价格已经恢复至正常水平，公司收入规模持续增长，债务负担轻，吸收合并大华农计划持续推进，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。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，并确定“13粤温氏MTN1”和“13粤温氏MTN002”的信用级别为AA^+。

优势

1. 2015年5月，大华农董事会通过公司吸收合并大华农计划，目前已获证监会反馈意见，借此公司将实现整体上市，并有助于打造更完整产业链。
2. 跟踪期内，禽流感影响基本消除，公司加速扩张猪养殖规模，利润恢复至2012年水平，资产规模增长迅速，流动性较好。
3. 跟踪期内，公司债务规模下降，整体债务负担轻。
4. 公司EBITDA对“13粤温氏MTN1”和“13粤温氏MTN002”的覆盖能力强。

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，玉米价格整体波动较大，加大了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、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“13 粤温氏 MTN1”和“13 粤温氏 MTN002”的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

广东温氏食品集团股份有限公司前身为“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 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 31.9 亿元；2013 年 4 月 2 日对工会代持股进行了公证确权，目前公司股权结构变为：注册资本为 31.90 亿元，其中：法人股东中金佳泰持股 1.50%，6841 名自然人股东共持股 98.50%；2014 年 9 月，中国证监会向公司核发了《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。

截至 2015 年 3 月底，温氏家族 11 名成员合计持股 15.92%，其他股东持股比例均较小，且无持有公司 5%以上的单一股东。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、技术中心（研究院）、市场部、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，所有者权益合计为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 3 月底，公司（合并）资产总额为 258.83 亿元，所有者权益合计为 162.47 亿元（其中少数股东权益 6.21 亿元）。2015 年 1-3 月，公司实现营业收入 93.49 亿元，利润总额 5.84 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。

三、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。全国一般公共财政收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共财政收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共财政收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共财政收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共财政支出 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，并将带动基础建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业分析

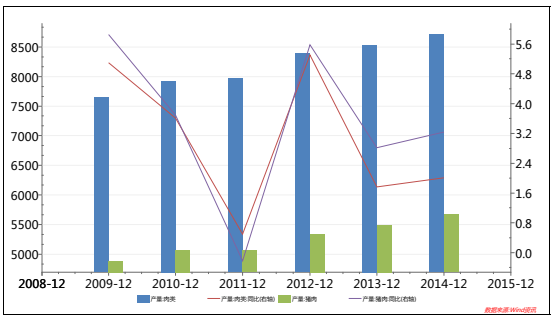
公司所属畜牧产业，主导产业为养殖业，养殖以鸡、猪为核心。公司易受上游饲料成本和下游鸡、猪等肉类批发市场价格的影响。

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　2009～2014 年中国肉类产量情况

（单位：万吨、%）



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。

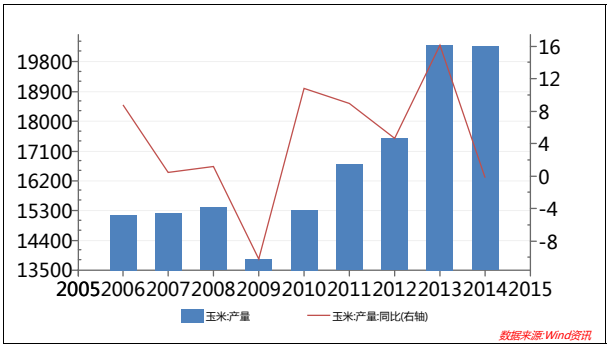
①玉米

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。

从玉米产量来看，2005～2014 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，截至 2014 年底，中国玉米产量为 2.03 亿吨，较去年底变化不大。近几年受收储政策的提振，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。因玉米种植收益高于大豆，玉米播种面积逐年增加，近两年维持在较高水平。

图 2 2005～2015 年中国玉米产量情况（单位：万吨，%）



数据来源：wind 资讯

玉米工业需求有所减弱

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

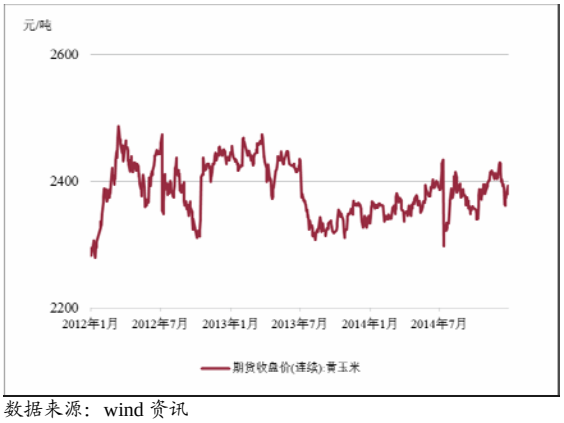
类消费需求的增多，尽管养殖疫情带来阶段性短期饲料需求的下降，但整体上饲料消费需求逐年增长；工业消费方面，2011-2014 年 6 月，原油价格整体维持高位，玉米工业属性不断加强，加大了玉米工业消费需求，在饲料和工业加工消费需求增多的带动下，中国玉米消费量逐年上升。2014 年下半年，原油价格的快速下降，玉米的工业需求减弱。

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。

2012 年，玉米期货整体呈波动态势。进入 2013 年下半年，由于 H7N9 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，玉米期货价格快速回落，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，玉米期货价格呈上升趋势。2014 年，玉米价格整体波动较大，截至 2014 年底，玉米期货价格为 2480 元/吨。

图 3　2012 年～2014 年玉米价格情况



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，但消费量长期看呈稳定增长趋势，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

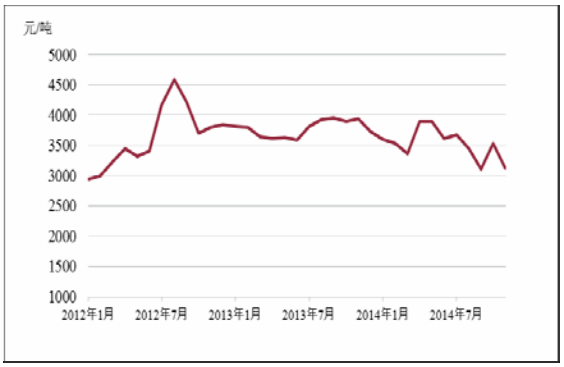
中国的大豆主要依赖进口，大豆进口主要来源于美国、巴西、阿根廷三国。近年来，中国大豆进口量上升趋势非常明显。海关公布的数据显示，中国 2014 年大豆进口量为 7140 万吨，同比增长 12.7%，进口金额 402.9 亿美元。进口量的快速增加令国内大豆产业对外依存度骤增。截至 2014 年底，进口大豆已占国内供给总量 85.41%。

2013 年全国大豆种植面积继续下滑，创下自 1980 年有统计数据以来的新低，主要原因是与玉米、稻谷相比而言，大豆的比较种植效益低下，导致大豆种植面积自 2010 年开始连续缩减。国家粮油信息中心 2014 年 12 月预测，2014 年中国大豆播种面积为 1.04 亿亩，同比减少 0.7%；大豆总产量为 1200 万吨，同比下降 4%

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 11 月 28 日，豆粕期货收盘价已经跌至 3130 元/吨。

图 4　2012 年～2014 年中国豆粕期货价情况



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

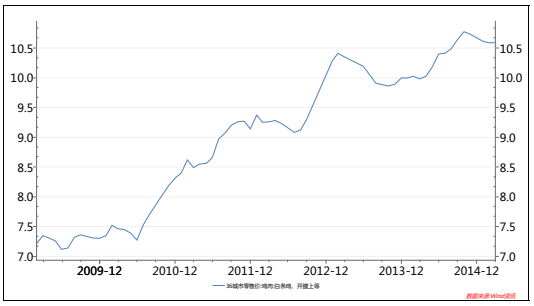
①鸡

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 1308 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，但与世界其他国家相比，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。

图5　2009～2015年3月36个城市鸡肉零售价

（单位：元/斤）



资料来源：wind资讯

从肉鸡市场价格来看，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。

2013 年，中国肉鸡业在生产严重过剩、市场持续低迷的困境中，遭遇“白羽肉鸡”事件和“H7N9 流感”风波双重打击，禽类食品产销急剧下降，损失超过 1000 亿元。春节前鸡肉价格波动上涨，达到当年以来最高的 10.35 元/斤，随后波动下跌，9 月底鸡肉价格达到本年最低价 9.91 元/斤，之后维持该水平，2013 年底鸡肉价格 9.92 元/斤。2014 年一季度，鸡肉价格无明显起色，2014 年二季度起，鸡肉价格有所回升，于 2014 年 10 月达到最高点 10.77 元/斤，此后持续回落，截至 2015 年 3 月为 10.59 元/斤。

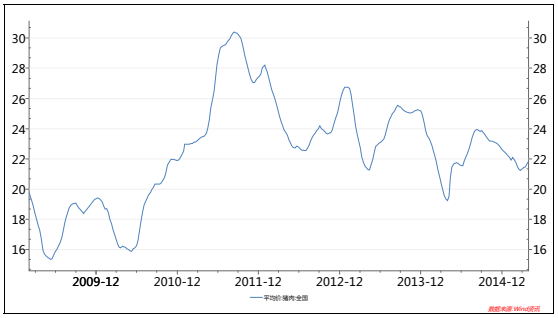
②猪

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。生猪的屠宰量反映了市场的需求，2014 年中国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量分别为 2.37 亿头，同比增长 1.45%；2014 年中国生猪存栏量为 4.66 亿头，生猪屠宰量和存栏量稳中有升，保障了国内猪肉市场的供应。

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　2009～2014年中国城市猪肉零售价格
（单位：元/公斤）

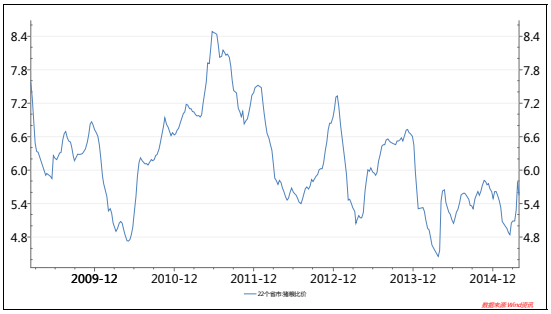


资料来源：wind资讯

2014 年以来，生猪养殖存在较严重的产能过剩，一部分养殖户过分看好春节前后的生猪行情而大量补栏，但节前生猪价格却迅速下滑，节后，不能继续存栏的生猪只能扎堆上市，造成价格恐慌性下降。此外，近年居民消费升级导致牛羊肉替代猪肉作用明显，猪肉需求总量增长幅度下降，致使生猪养殖业步入中、深度亏损已经持续数月，截至 2014 年第 17 周，猪肉平均价格 18.80 元/千克，同比去年同期猪肉价格下跌 2.40 元/公斤，跌幅为 11.32%。

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。2013 年 3 月~7 月猪粮比价持续在 6:1 以下，在 4 月份达到全年最低点 5.24:1，国家在 4 至 5 月份紧急实施收储政策，在一定程度上大大缓解了生猪市场亏损的尴尬局面，从 5 月开始全国猪粮比价开始缓慢回升，生猪价格首次温和性上扬。8 月初，猪粮比回升至 6.32:1，多数地区已经进入保本区间，自繁自养已经能够盈利。进入 10 月，饲料成本回落，猪粮比价保持平稳态势，养殖盈利持续好转。进入 12 月，虽然生猪价格还是保持相对平稳的震荡状态，但全国猪粮比已经小幅上扬，截止到 12 月 9 日，全国猪粮比价为 6.60：1，养殖效益大幅回升，自繁自养可达到 300 元/头，进入年内盈利偏高区间。综合来看，2014 年全国猪粮比价平均水平为 5.51:1，较 2013 年的 6.15:1 下跌 10.41%。

图 7　2009～2015 年 3 月 22 个省市猪粮比价



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、猪肉价格波动较大；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%。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 GDP67792.24 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。

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（家庭农场）”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。

1. 产权状况

截至 2015 年 4 月底，公司注册资本 31.90 亿元，公司股东总人数为 6842 名，其中法人股东 1 名，为中金佳泰，持股 1.50%；其余 6841 名股东全部为自然人，持股 98.50%；温氏家族 11 名成员合计持股 15.92%。公司股本结构较为分散，无持有公司股份 5%以上的单一股东，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

（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 年度，公司合计拥有 311 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 1,288.19 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，保障了饲料的质量安全和畜禽产品的安全。

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7人，包括总裁1名，副总裁5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3月底，公司本部及下属子公司共有员工39491人，按学历构成划分，具有大专及以上学历占15.46%，高中或中专学历占23.68%，初中及以下占60.86%；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36.05%、59.61%和4.34%。

整体看，公司高级管理人员专业管理经验丰富，且以温氏家族人员为主，团队稳定性较好；公司员工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，公司直接或者采取“公司＋农户”经营模式从事畜禽生产销售，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，能获得当地政府支持和相关政策优惠，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。

六、重大事项

2015 年 4 月，广东大华农动物保健品股份有限公司（以下简称“大华农”）发布《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暨关联交易报告书（草案）》，公司拟以换股方式吸收合并大华农，即，公司向大华农的所有换股股东发行股票交换该等股东所持有的大华农股票。本次吸收合并完成后，公司将承继及承接大华农的全部资产、负债、业务、人员、合同及其他一切权利与义务，大华农终止上市并注销法人资格，公司的股票（包括为本次吸收合并发行的 A 股股票）将申请在深交所创业板上市流通。2015 年 5 月大华农董事会审议通过《关于调整本次吸收合并方案发行股数的议案》，确定大华农的最终股本为 539340000 股，公司将以 1:0.8178 的比例发行 441072252 股交换大华农所有股本。2015 年 6 月底，公司收到《中国证监会行政许可项目审查一次反馈意见通知书》。2015 年 7 月，大华农发布关于实施 2014 年权益分派方案后调整换股吸收合并发行价格、换股价格、换股比例和发行股份数量的公告，将本次吸收合并发行股份数量调整为 435247380 股，换股比例调整为 1：0.8070。

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。本次吸收合并完成后，将实现公司的整体上市，公司将成为涵盖畜禽养殖、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。

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。

此次吸收合并尚待中国证监会、商务部等相关机构核准，联合资信将会持续关注其进展，并动态分析其对公司经营的影响。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高管、管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、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。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。2014 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 45.07%和 49.13%。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。

2014 年，随着 H7N9 禽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 禽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1～3月，公司实现主营业务收入93.49亿元，占2014年全年的24.60%，其中肉鸡及肉猪分别实现收入38.91亿元和49.64亿元，占主营业务收入的比重分别为41.62%和53.10%，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17.81%，较2014年略有增长；肉猪销售毛利率为3.12%，较2014年下降6.84个百分点，主要系2015年一季度肉猪市场价格继续下降所致。2015年1~3月，公司综合毛利率为10.80%，盈利水平有所下降。

表1　公司主营业务收入、成本及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~3 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	38.91	41.62	17.81
肉猪	136.36	40.82	19.52	167.75	47.73	16.79	186.71	49.13	9.96	49.64	53.10	3.12
其他	19.61	5.87	8.04	18.98	5.40	4.38	22.04	5.80	11.59	4.94	5.28	32.79
合计	**334.08**	**100.00**	**13.20**	**351.44**	**100.00**	**6.99**	**380.01**	**100**	**12.58**	**93.49**	**100**	**10.80**

2. 养殖产业

（1）生产

①养殖模式

公司推行紧密型“公司+农户（或家庭农场）”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，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。2012~2014年农户收益每只鸡分别为2.50元、2.49元、2.58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）。

截至2014年底，公司合计拥有311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（约占70%）、养户利润（约占12-15%）和兽药及疫苗（约占3%）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，温氏集团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。由下表可见，2014年，公司玉米采购均价有所提升，同比增长1.08%，为2437元/吨；豆粕采购均价有所下降，同比减少11.44%，为3640元/吨；2015年1~3月，玉米采购均价较2014年下降2.79%，豆粕采购均价较2014年下降17.64%。

表 2　公司主要原料采购量及采购均价

（单位：万吨、元/吨）

项目	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~3 月	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
玉米	290.32	2387	478.11	2402	429.68	2437	86.73	2369
豆粕	74.80	3585	83.81	4070	101.07	3640	31.34	2998

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禽流感影响所致，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年一季度，公司上市肉鸡和肉猪分别为1.53亿只和352.37万头，分别占2013年全年的21.95%和28.93%。

在销售价格方面，随着H7N9禽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1~3月，公司肉鸡销售均价小幅上涨至6.85元/斤；肉猪销售均价继续下降至6.11元/斤。

表3　2012～2015年3月公司销售情况情况（单位：元/斤、万头、亿只）

项目	2012 年		2013 年		2014 年		2015 年 1~3 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	1.53	6.85
肉猪	813.89	7.29	1013.00	7.31	1218	6.72	352.37	6.11

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	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。2013年3月中国正式报道人感染H7N9型禽流感疫情以来，截至2014年1月全国禽流感死亡病例31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

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年禽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，随着禽流感疫情影响的减弱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，但随着禽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. 其他业务

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禽流感影响逐步消除，肉鸭价格上升所致

2015年一季度，养鸭、养牛、农牧设备制造、肉食品加工等销售额占比仅为5.28%，毛利率升至32.79%。

4. 经营效率

2012~2014年，公司销售债权周转次数逐年上升，三年平均值为518.24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，三年平均值为4.37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，三年平均值为1.54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；2015年，公司计划固定资产投资25亿元，资金来源主要是自有资金。公司会根据市场情况和公司自身的财务状况调节投资计划，公司未来筹资压力不大。

九、财务分析

公司提供的2014年审计报告已经由广东正中珠江会计师事务所有限公司（特殊普通合伙）

审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2015年一季度报表未经审计。公司2012~2014年财务数据均采用单年度审计报告的数据。

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3家子公司。2015年一季度，公司合并范围新增新田温氏畜牧有限公司等6家子公司。上述企业规模不大，对财务数据可比性影响较小。

1. 盈利能力

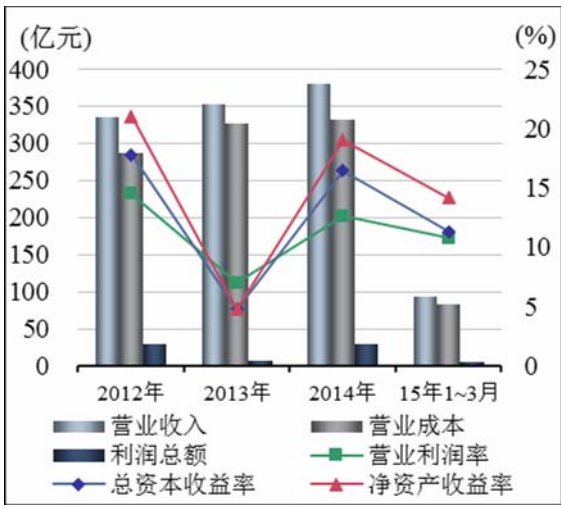
2014 年公司营业收入和营业成本分别为380.40亿元和332.39亿元，分别同比增长8.11%和 1.60%，公司营业收入增速高于同期营业成本增速。

从期间费用看，2014 年，公司期间费用为21.07 亿元，同比增长 0.43%，低于营业收入的增速。公司期间费用以管理费为主，其中财务费用 3.15 亿元，同比增长 53.32%；管理费用15.44 亿元，同比下降 4.52%。2014 年，公司期间费用占营业收入的比例为 5.54%，期间费用占营业收入的比重同比下降 0.42 个百分点。

2014 年，公司投资收益为 1.00 亿元，主要为持有可供出售金融资产期间取得的投资收益0.50 亿元。公司营业外收入为 2.11 亿元，主要为政府补助。

2014 年，公司实现利润总额 29.19 亿元；实现净利润 28.77 亿元，同比分别增长 329.76%和 371.04%。其主要原因是 2014 年二季度起，禽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 8　2012~2015 年 3 月公司盈利情况



资料来源：公司财务报表

从盈利指标看，2014 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 12.60%、16.45%和 19.06%，比 2013 年分别增长 5.61、11.66 和 14.25 个百分点，主要是因为 2014 年二季度起，禽流感疫情影响减弱，养鸡业景气度回升。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入和利润总额分别为93.49亿元和5.84亿元，分别占2014年全年的 24.58%、20.00%。

跟踪期内，禽流感疫情影响已经消除，鸡肉价格已经企稳回升至较高水平；猪肉价格虽持续下滑，但已处于下降周期末期。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，公司盈利能力强。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2014 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分别为 374.68 亿元和 377.31 亿元，同比分别上升 7.21%和 5.43%。公司经营活动现金流出主要以购买商品、接受劳务支付的现金为主，2014 年为 288.56 亿元（占经营活动现金流出比重为 87.02%），同比下降 5.11 个百分点，低于销售商品、提供劳务收到的现金增幅；2014 年公司经营活动产生的现金流量净额为 45.72 亿元。同比增长 145.76%。从收入实现质量指标看，

2014 年，公司现金收入比为 98.49%，同比降低 0.83 个百分点，但仍处于良好水平，公司收入的现金实现质量较好。

从投资活动看，2014 年，公司投资活动现金流入量为 17.25 亿元，同比下降 43.02%，主要系收回投资收到的现金大幅减少所致，同期公司投资活动现金流出量为 54.44 亿元，同比下降 4.40%，主要系固定资产投资减少，投资活动产生的现金净流量为-37.19 亿元。

从筹资活动看，2014 年公司筹资活动现金流入为 44.90 亿元，主要是取得借款收到的现金，筹资活动现金流出为 63.05 亿元，主要是偿还债务支付的现金，2014 年，公司筹资活动现金流净额为-18.15 亿元，同比由正转负，主要系偿还债务支付的现金大幅增长所致。

2015 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 96.06 亿元，占 2014 年全年的 25.64%，现金收入比较 2014 年上升 4.26 个百分点至 102.75%；公司购买商品、接受劳务支付的现金为 81.79 亿元，占 2014 年全年的 28.34%，经营活动产生的现金流量净额为 3.43 亿元。2015 年 1~3 月，公司投资活动产生的现金流量净额为 0.98 亿元；公司筹资活动产生的现金净流量为-0.08 亿元。

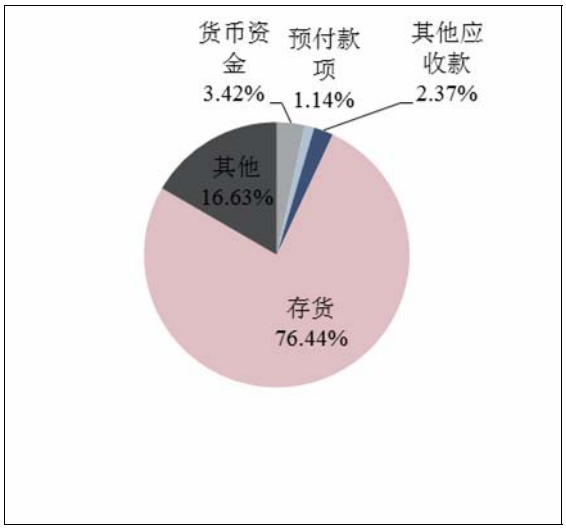
2014 年，公司经营活动现金流入规模大，收入实现质量较好，经营获取现金能覆盖投资支出缺口，对外筹资压力不大。

3. 资本及债务结构

截至2014年底，公司资产总额为253.37亿元，同比增长5.84%，其中主要以非流动资为主（占比58.25%），

截至2014年底，公司流动资产为105.79亿元，主要由存货、货币资金和其他流动资产构成。

图 9　截至 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司货币资金为3.62亿元，主要由银行存款构成（占91.67%），同比减少72.66%，主要为银行存款的下降所致。

截至2014年底，公司存货为80.87亿元，从存货构成来看，主要以消耗性生物资产（占74.35%）和原材料（占20.96%）构成，消耗性生物资产中，肉鸡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，公司存货国模大，且价格存在周期性波动，有一定存货跌价风险。

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、预付土地拍卖保证金以及员工备用金等，账龄主要在一年以内，综合计提坏账准备的比例为7.78%，计提比例尚可。

截至2014年底，公司其他流动资产16.43亿元，主要由人民币结构性理财产品构成，同比增长125.63%，增长主要来自于公司购买理财产品的增长。

截至2014年底，公司非流动资产为147.58亿元，主要由可供出售金融资产、固定资产、在建工程、生产性生物资产和无形资产构成。

2014年公司可供出售金融资产21.74亿元，同比增长281.40%，主要为公司于2014年7月1日执行新准则要求，修订后的《企业会计准则

第2号——长期股权投资》规定，对被投资单位不具有控制、共同控制或重大影响，并且在活跃市场中没有报价、公允价值不能可靠计量的长期股权投资，改由《企业会计准则第22 号-金融工具确认及计量》核算，公司根据相关要求将9.98亿元长期股权投资调为交易性金融资产所致。

截至2014年底，公司固定资产原值113.58亿元，主要由房屋及建筑物（占61.69%）、生产设施（占14.90%）和机械设备（占14.85%）构成；累计折旧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27.68%。

截至2014年底，在建工程为7.71亿元，同比下降58.30%，主要系当期共计11.27亿元在建工程转入固定资产所致。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。

截至2014年底，公司生产性生物资产为22.54亿元，同比增长12.93%，其中种鸡占10.83%，种猪占78.53%。其增长的主要原因为公司规模继续扩大，养殖的种猪数量有所增长。

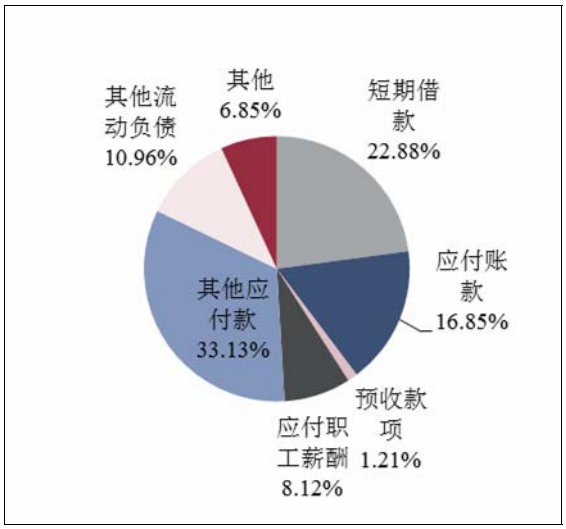
截至2015年3月底，公司资产总额为258.83亿元，较2014年底增长2.15%，其中流动资产占42.47%，非流动资产占57.53%，资产结构较2014年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司现金类资产大幅减少，存货规模大变现能力较强，公司资产质量良好，流动性尚可。

2014年底公司负债总额为102.43亿元，其中流动负债占88.96%，非流动负债占11.04%。

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、其他应付款和其他流动负债构成。

图 10　截至 2014 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

截至2014年底，公司短期借款为20.84亿元，同比下降42.03%，其主要为信用借款（占68.80%）、保证借款（占15.52%）、质押借款（占14.17%）和抵押借款（占1.51%）。短期借款同比下降的主要原因是公司本期借入的信用借款减少所致。

截至2014年底，公司应付账款为15.36亿元，账龄在1年以内的占比98.96%，主要为公司采购饲料原料产生的欠款，应付账款同比下降17.06%，主要原因是本年部分饲料原料采购量下降。

截至2014年底，其他应付款为30.19亿元，主要由收取的合作农户的保证金及应付工程质保金等构成，同比增长8.44%，主要是因为公司本年业务规模扩大，收取的合作农户保证金增加所致。

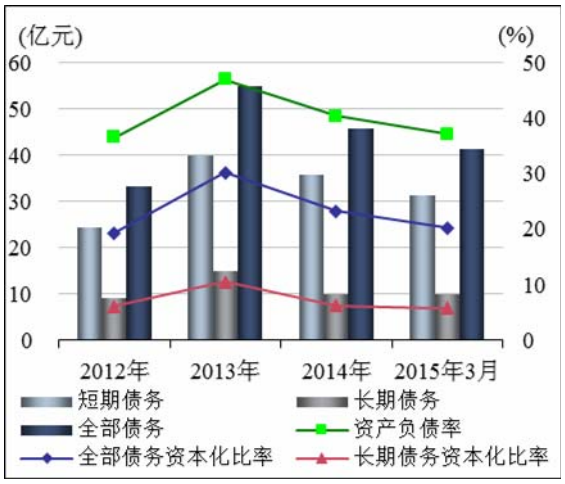
截至2014年底，公司新增其他流动负债9.98亿元，为公司2014年发行的两期短期融资券。

截至2014年底，公司应付职工薪酬7.40亿元，较去年的7.23亿元略有增长。

截至2014年底，公司非流动负债为11.31亿元，主要以应付债券为主，占88.06%，同比下降28.53%，主要因公司“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。

图 11　2012~2015 年 3 月公司债务构成情况



资料来源：公司财务报表

截至2014年底，公司全部债务为45.78亿元，其中短期债务35.82亿元（占比78.24%）、长期债务9.96亿元（占比21.76%）。

从债务指标看，2014 年，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 40.43%、23.27%和 6.19%。同比下降 6.54、11.00 和 4.32 个百分点，公司整体债务负担轻。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额为 96.36 亿元，较 2014 年底下降 5.93%，其中流动负债占 88.56%，非流动负债占 11.44%。公司负债仍以流动负债为主。截至 2015 年 3 月底，公司流动负债为 85.34 亿元，同比下降 6.34%，主要是因为 2014 年 2 月公司发行的 5 亿元短期融资券 2015 年 2 月份到期兑付使得其他流动负债减少。截至 2015 年 3 月底，公司全部债务为 46.27 元，较 2014 年底增长 1.07%，短期债务和长期债务占比分别为 78.43%和 21.57%，债务结构变化不大。从债务指标看，截至 2015 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 37.23%、22.17%和 5.79%，较 2014 年底分别下降 3.20、1.10 和 0.40 个百分点，公司整体债务负担进一步减轻。

截至2014年底，公司所有者权益为150.94亿元，同比上升18.89%。截至2014年底，公司所有者权益中实收资本占21.13%、资本公积占32.11%、盈余公积3.48%、未分配利润占38.53%；其中归属于母公司所有者权益占96.38%，少数股东权益占3.62%。公司所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益为 162.47 亿元，较 2014 年底上升 7.64%。公司所有者权益结构较 2014 年底变化不大。

总体来看，跟踪期内，公司债务规模有所下降，整体债务负担轻。

4. 偿债能力

截至 2014 年底，公司流动比率及速动比率分别为 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 3.59 个百分点和下降 6.13 个百分点。截至 2015 年 3 月底，公司流动比率及速动比率分别为 128.82%和 32.60%，较 2014 年底均有所增长。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，截至 2014 年底，公司 EBITDA 为 43.78 亿元，同比大幅上升 66.12%；EBITDA 利息倍数为 23.47 倍，EBITDA 对利息的保障能力强；公司全部债务/EBITDA 的比率为 1.05 倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2015年3月底，公司无对外担保。

截至2015年3月底，公司共获得国内各商业银行授信总额143.71亿元，未用额度为118.34亿元，公司间接融资渠道畅通。

截至2014年底，公司EBITDA为“13粤温氏MTN1”和“13粤温氏MTN002”的4.38倍；公司2014年经营活动现金流入量为“13粤温氏MTN1”和“13粤温氏MTN002”的37.73倍，经营活动现金流量净额为“13粤温氏MTN1”和“13粤温氏MTN002”的4.57倍。总体看，公司EBITDA、经营活动现金流入量及经营活动现金流量净额对“13粤温氏MTN1”和“13粤温氏MTN002”的覆盖保护能力强。

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，截至 2015 年 7 月 10 日，公司有 2 笔关注类已结清贷款，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。

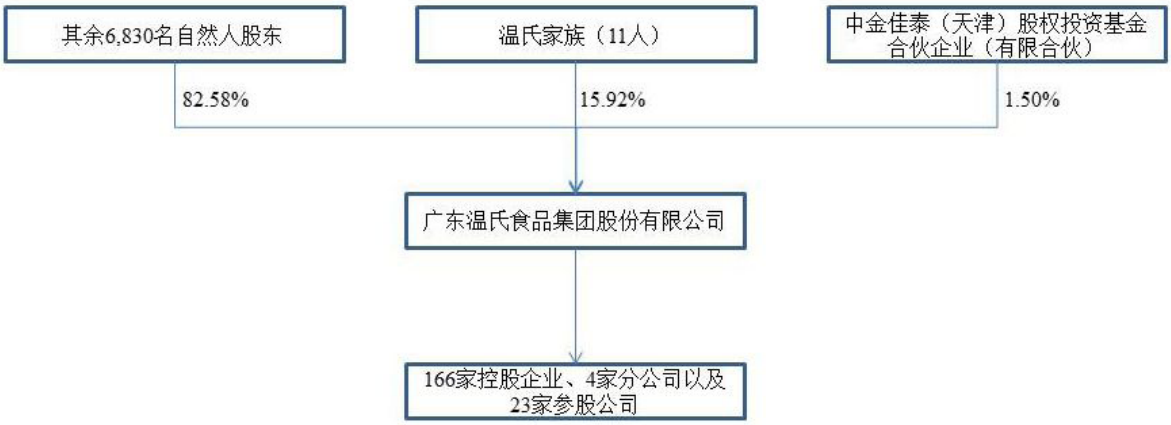
6. 抗风险能力

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（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。未来公司将稳定发展养鸡业务并继续加速扩大肉猪养殖规模，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。

十、结论

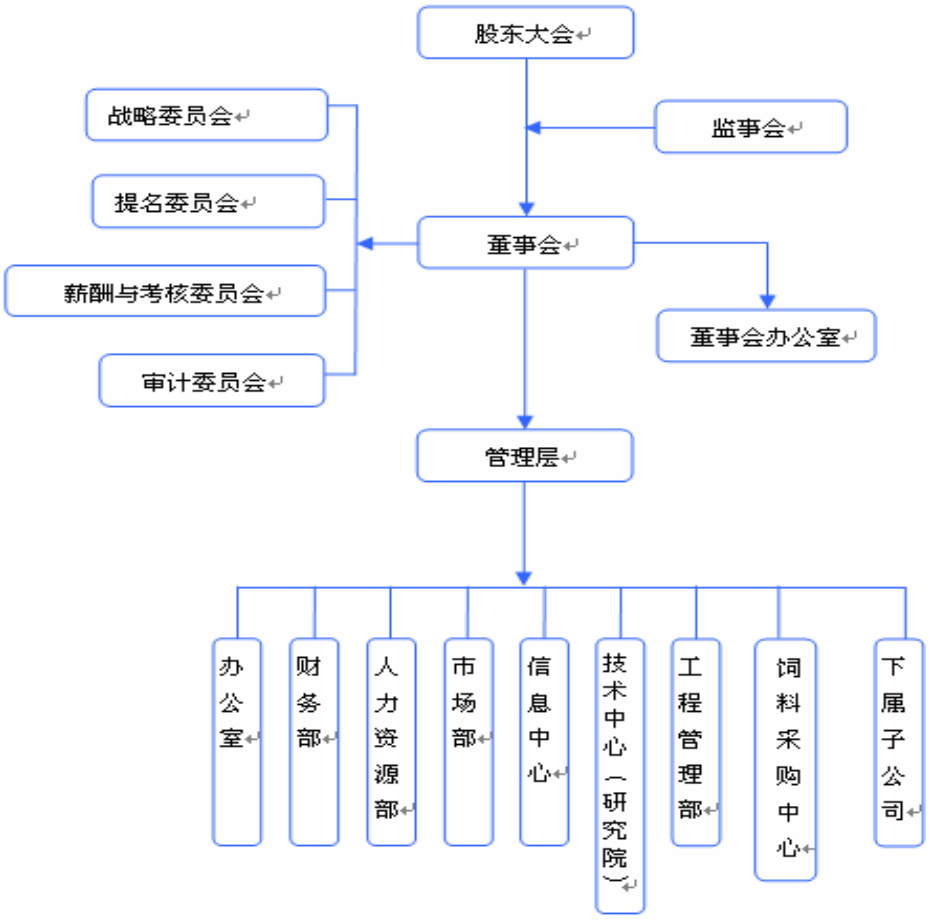
综合考虑，联合资信维持公司AA^+的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并确定“13粤温氏MTN1”和“13粤温氏MTN002”的信用等级为AA^+。

附件 1　截至 2015 年 3 月底公司股权结构



注：截至2015年3月底，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，中金佳泰为唯一非自然人股东。

附件 2　公司组织结构


股东大会
战略委员会
监事会
提名委员会
董事会
薪酬与考核委员会
董事会办公室
审计委员会
管理层
办公室
财务部
人力资源部
市场部
信息中心
技术中心（研究院）
工程管理部
饲料采购中心
下属子公司

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	20.64	16.22	4.20	9.91
资产总额(亿元)	219.11	239.39	253.37	258.83
所有者权益(亿元)	139.02	126.94	150.94	162.47
短期债务(亿元)	24.25	39.95	35.82	36.29
长期债务(亿元)	9.01	14.91	9.96	9.98
全部债务(亿元)	33.26	54.86	45.78	46.27
营业收入(亿元)	335.11	351.87	380.40	93.49
利润总额(亿元)	29.63	6.79	29.19	5.84
EBITDA(亿元)	46.04	26.14	43.78	--
经营性净现金流(亿元)	37.51	18.60	45.72	3.43
财务指标				
销售债权周转次数(次)	360.83	449.32	622.55	1016.27
存货周转次数(次)	4.35	4.60	4.23	4.09
总资产周转次数(次)	1.53	1.53	1.54	1.46
现金收入比(%)	99.46	99.32	98.49	102.75
营业利润率(%)	14.51	6.99	12.60	10.78
总资本收益率(%)	17.81	4.79	16.45	11.03
净资产收益率(%)	21.06	4.81	19.06	--
长期债务资本化比率(%)	6.09	10.51	6.19	5.79
全部债务资本化比率(%)	19.31	30.17	23.27	22.17
资产负债率(%)	36.55	46.97	40.43	37.23
流动比率(%)	155.12	112.51	116.10	128.82
速动比率(%)	61.41	33.48	27.35	32.60
经营现金流动负债比(%)	53.42	19.25	50.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	32.72	10.05	23.47	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.72	2.10	1.05	--

注：2015 年一季度财务数据未经审计；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	（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
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

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