跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1284 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定将广东温氏食品集团股份有限公司主体长期信用等级由AA^{+}调整为AAA，评级展望为稳定，并将“13粤温氏MTN002”的信用等级由AA^{+}调整为AAA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月八日

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：AAA	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
13 粤温氏 MTN002	5 亿元	2013/07/26~2016/07/26	AAA	AA^+

跟踪评级时间：2016 年 7 月 8 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
现金类资产(亿元)	16.22	4.20	14.94	16.23
资产总额(亿元)	239.42	253.37	327.35	343.43
所有者权益(亿元)	126.95	150.94	230.30	263.32
短期债务(亿元)	39.95	35.82	24.30	19.21
全部债务(亿元)	54.86	45.78	24.30	19.21
营业收入(亿元)	351.87	380.40	482.37	134.56
利润总额 (亿元)	6.78	29.19	66.89	32.25
EBITDA(亿元)	24.29	45.31	84.52	--
经营性净现金流(亿元)	18.45	45.72	93.03	23.16
营业利润率(%)	6.99	12.60	19.55	28.94
净资产收益率(%)	4.80	19.06	28.82	--
资产负债率(%)	46.97	40.43	29.65	23.32
全部债务资本化比率(%)	30.17	23.27	9.55	6.80
流动比率(%)	112.09	116.10	166.24	205.60
全部债务/EBITDA(倍)	2.26	1.01	0.29	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.72	13.33	40.60	--
经营现金流动负债比(%)	19.09	50.17	97.22	--

注：2016 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　穆 浩

lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
Http：//www.lhratings.com

评级观点

广东温氏食品集团股份有限公司（以下简称“公司”）是国内养殖行业龙头企业，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对其的评级，反映了公司在养殖规模、养殖技术、商业模式及盈利能力等方面具备的显著优势。跟踪期内，公司肉鸡养殖业务保持稳定发展，肉猪养殖业务发挥前瞻性部署优势、规模效应得到显现，在猪肉价格进入新一轮上涨周期的推动下，公司资产权益规模、收入利润水平大幅增长，债务负担进一步减轻；2015 年 11 月通过换股吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司（以下简称“大华农”）实现公司整体上市，提升了公司融资能力和抗风险能力。同时，联合资信也关注到，饲料原料价格波动、公司管理费用较高以及养殖行业面临的周期性波动风险和疫情风险较大等因素对公司经营产生的不利影响。

跟踪期内，国内未发生重大疫情；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，联合资信将公司主体长期信用等级由AA^+调整为AAA，评级展望为稳定，并将“13粤温氏MTN002”的信用级别由AA^+调整为AAA。

优势

1. 公司是国内养殖行业的龙头企业，养殖规模大，技术水平高，紧密型“公司+农户（家庭农场）”的养殖模式优势明显。
2. 跟踪期内，公司在深交所整体上市，打造了更完整的产业链，增强了公司的融资能力和抗风险能力。
3. 公司前瞻性扩张肉猪养殖规模，跟踪期内，肉猪市场价格进入新一轮上涨周期，公司肉猪业务收入、利润规模大幅增长。

4. 跟踪期内，公司资产权益规模稳定增长，债务负担进一步减轻，财务弹性良好。
5. 公司经营活动现金流和 EBITDA 对本期中期票据覆盖程度极高。

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. 2015年以来，主要饲料原材料价格有所波动，对畜牧养殖企业的成本控制提出更高要求。
3. 公司存货规模大，计提比例低，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“广东温氏食品集团有限公司”，最初由温鹏程等 46 位自然人出资 1288 万元，于 1993 年组建成立，后经过吸纳公司内部职工股东，并经历多次增资扩股，2011 年 4 月 29 日，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，公司改制为股份有限公司；股份公司设立后引入战略投资者中金佳泰（天津）股权投资基金合伙企业（以下简称“中金佳泰”）作为股东，公司注册资本增至 31.90 亿元；2013 年 4 月 2 日对工会代持股进行了公证确权，公司股权结构变为：注册资本为 31.90 亿元，其中：法人股东中金佳泰持股 1.50%，6841 名自然人股东（含原工会解除代持关系的直接持有者）共持股 98.50%；2014 年 9 月，中国证监会向公司出具了《关于同意广东温氏食品集团股份有限公司纳入非上市公众公司监管的函》（证监函[2014]339 号），公司正式纳入非上市公众公司监管。2015 年 11 月，公司发行 4.35 亿股股份换股吸收合并大华农，在深交所创业板实现整体上市（股票简称“温氏股份”，股票代码“300498”），总股本增至 36.25 亿元。2016 年 5 月，公司实施 2015 年度利润分配预案，以 2015 年 12 月 31 日公司总股本为基数，以资本公积（股票溢价）向全体股东每 10 股转增 2 股，合计转增股本 725049476 股。公司于 2016 年 6 月 16 日完成工商登记变更，总股本增资 43.50 亿元。

公司的股本结构较为分散，无持有公司股份 5%以上的股东，各股东的持股数及持股比例均较小。截至 2016 年 3 月底，温氏家族 11 名成员合计持股 16.74%，并在公司日常管理决策中起到重要作用，实际上掌握着公司的经营控制权，因此温氏家族为公司的控股股东及实际控制人。

公司是一家拥有 30 多年创业历史的大型畜禽养殖企业，以肉鸡、肉猪的养殖和销售为主要业务，以奶牛、肉鸭养殖等其他养殖业务为辅，以食品加工、现代农牧装备、兽药生产为配套业务。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）（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）。

公司总部设办公室、财务部、人力资源部（温氏学院）、研究院（技术中心）、市场部、采购中心、信息中心、审计监察部 8 个职能部门。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额为 327.35 亿元，所有者权益合计 230.30 亿元（其中少数股东权益 7.66 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 482.37 亿元，利润总额 66.89 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 343.43 亿元，所有者权益合计 263.32 亿元（其中少数股东权益 8.07 亿元）；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 134.56 亿元，利润总额 32.25 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

2015年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年GDP同比实际增长6.9%，增速创25年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015年，中国国内生产总值（GDP）67.7万亿元，同比实际增长6.9%，增速创25年新低；分季度看，GDP增幅分别为7.0%、7.0%、6.9%和6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年末，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 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，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

四、行业及区域经济分析

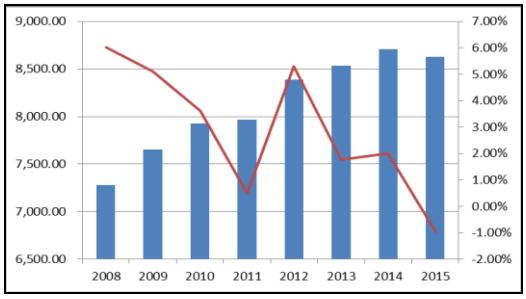
公司所属畜牧产业，主导产业为养殖业，养殖以鸡、猪为核心。公司易受上游饲料成本和下游鸡、猪等肉类批发市场价格的影响。

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。2008～2014 年，中国肉类总产量快速增长，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%。2015 年，中国肉类总产量同比减少 0.94%，为 8625 万吨，其中猪肉产量 5487 万吨，同比下降 3.30%。

图 1　2008～2015 年中国肉类产量及增速情况

（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 1～3 个月，猪出栏周期在 5～6 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

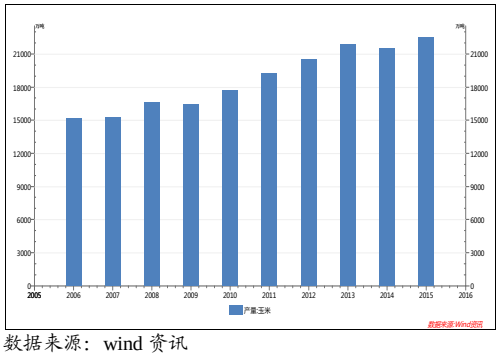
饲料主要由玉米、豆粕以及鱼粉和一些添加剂构成，其中玉米主要提供能量需求，单位占比约达到 65%左右，豆粕作为动物生长过程中蛋白质摄取的主要来源，单位约占比为 25%左右，因此饲料成本主要受玉米和豆粕价格的影响。

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，2005~2015 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 2015 年底，中国玉米产量为 2.25 亿吨，略高于去年。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。

图 2　2005～2015 年中国玉米产量情况

（单位：万吨）



数据来源：wind 资讯

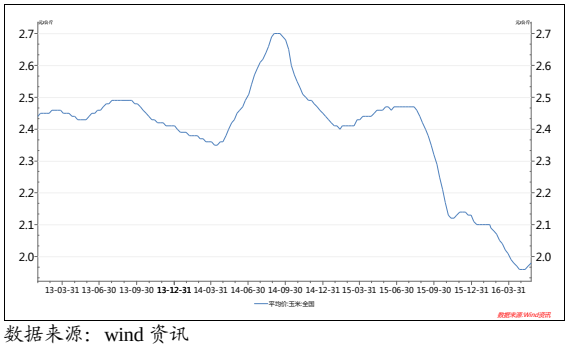
中国不仅是世界玉米的主要生产国，也是玉米的主要消费国。玉米消费主要用于食用、饲料、工业消费等三个方面。消费结构中饲料和工业加工约占总消费的 90%，其中饲料消费占比维持在 60%-65%。

由于近年玉米产量连续增收，但下游饲用需求刚性增长缓慢以及工业消费维持平稳，导致国内玉米期末库存不断增加，2015 年中国玉米期末库存为 1.14 亿吨，国内玉米供需结构逐渐由偏紧转为宽松的局面，玉米自给率一直维持在 98%左右。

2008 年起中国开始实施玉米临时收储政策，受国储政策的有力支撑，至 2014 年三季度玉米价格稳步上涨，玉米种植收益得以保证；2014 年四季度以来，玉米持续丰产带来国内库存压力，并且进口玉米价格较低，导致玉米现货价格大幅下降；受此影响，2015 年 11 月国家首次下调玉米临储价格至 2000 元/吨，较上年同期下降 220~260 元/吨。从全国玉米平均价来看，由 2014 年 9 月的 2.7 元/公斤一路下跌至 2016 年 5 月的 1.96 元/公斤。

图 3　2013~2016 年 5 月全国玉米平均价

（单位：元/公斤）

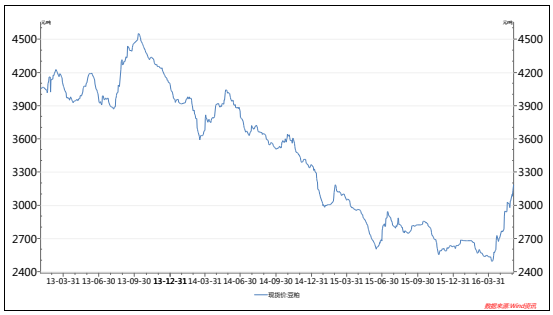


数据来源：wind 资讯

大豆方面，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。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。受国际大豆价格变动影响，国内豆粕价格近年来有所波动。2013 年以来，受“H7N9”流感疫情阶段性爆发、养殖业行情低迷以及北美大豆丰收等因素影响，豆粕供应远大于需求，豆粕价格总体呈下降趋势。2015 年一季度，中国豆粕现货价格经历一小波上扬，2015 年 3 月达到年内最高点，为 3185.76 元/吨；此后一路回跌至 2604.85 元/吨；2015 年 6~7 月短暂回弹后波动下行，2016 年 4 月为 2491.82 元/吨；此后受国内需求增长及阿根廷大豆减产影响，上涨至 3097.27 元/吨。

图 4　2013～2016 年 5 月中国豆粕现货价格情况

（单位：元/吨）



数据来源：wind 资讯

总体看，2015 年受益于玉米和豆粕价格下降，饲料价格下行，一定程度上缓解了养殖企业的生产成本。

（2）肉类市场

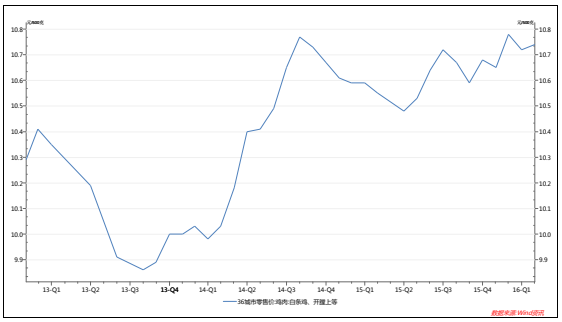
①鸡

近十年来，中国肉鸡产业发展迅速，根据美国农业部数据显示，2015 年，中国鸡肉产量为 1303 万吨，同比基本持平。

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　2013～2016年4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。

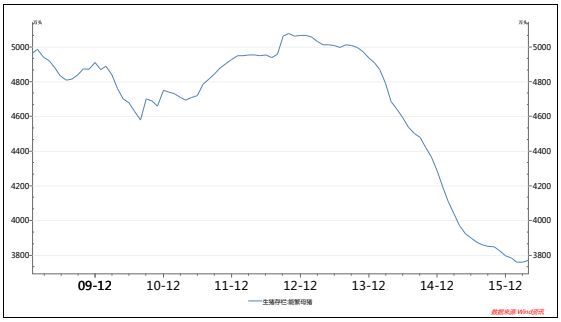
2013 年，中国肉鸡业在生产严重过剩、市场持续低迷的困境中，遭遇“白羽肉鸡”事件和“H7N9 流感”风波双重打击，禽类食品产销急剧下降，损失超过 1000 亿元。春节前鸡肉价格波动上涨，达到当年以来最高的 10.35 元/斤，随后波动下跌，9 月底鸡肉价格达到本年最低价 9.91 元/斤，之后维持该水平，2013 年底鸡肉价格 9.92 元/斤。2014 年一季度，鸡肉价格无明显起色，2014 年二季度起，鸡肉价格有所回升，于 2014 年 10 月达到最高点 10.77 元/斤，此后持续回落，截至 2014 年 12 月为 10.67 元/斤。2015 年以来，鸡肉价格整体波动上行，截至 2016 年 4 月为 10.74 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，对猪肉需求总体呈增长态势；2009 年以来，中国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量波动增长，2015 年为 2.14 亿头，同比下降 9.32%。2009~2013 年，中国猪肉价格进入上升通道，养殖户补栏热情高涨，能繁母猪及生猪存栏量均保持高位。2014 年以来，由于前期补栏数量众多，生猪养殖产能释放速度高于需求增长速度，猪肉价格进入下行周期，同时向上传导影响养殖户补栏欲望，加之国家出台更严厉环保措施，淘汰不合格养殖散户，中国能繁母猪和生猪存栏量均持续下降，2016 年 4 月分别为 0.38 亿头和 3.72 亿头，达到历史低点，在近期猪肉需求保持相对稳定的大环境下，推升猪肉价格进入新一轮上涨周期。由于肉猪生长周期在 8 个月左右，以当前能繁母猪存栏情况推断，在进口猪肉数量保持总体平稳的情况下，预计到 2017 年一季度，生猪供应将维持总体平衡但略显偏紧的态势。

图6　2009~2016年4月中国能繁母猪存栏量

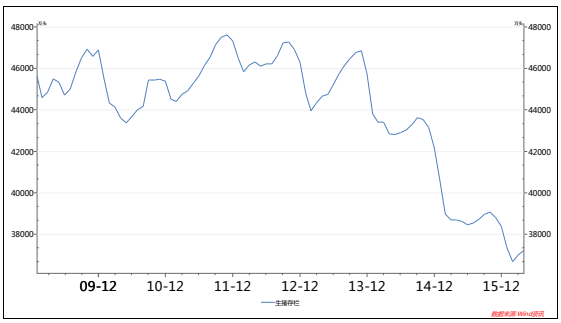
（单位：万头/月）



资料来源：wind资讯

图7　2009~2016年4月中国生猪存栏量

（单位：万头/月）

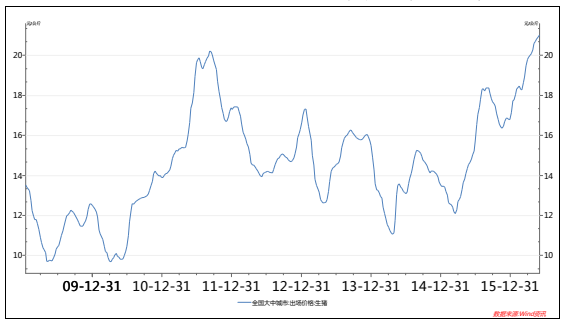


资料来源：wind资讯

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8　2009~2016年4月全国大中城市生生猪出厂价格

（单位：元/公斤）

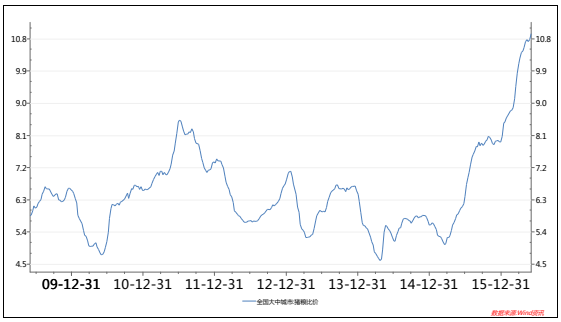


资料来源：wind资讯

受前期部分养殖户过分看好生猪行情而大量补栏影响，2011 年下半年开始生猪养殖户产能过剩严重，猪肉价格开始迅速下滑；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低迷期。2011 年三季度~2014 年，全国大中城市生猪出厂价格波动下行，截至 2014 年最后一周，全国大中城市生猪出厂价格为 13.45 元/公斤，较 2011 年最高点的 20.03 元/公斤大幅下降。进入 2015 年，在能繁母猪和生猪存栏量大幅减少造成供应偏紧的大环境下，全国大中城市生猪出厂价格进入新一轮上涨周期，2016 年 6 月为 21.03 元/公斤，超过历史最高点。

猪粮比是生猪价格和生猪主要饲料玉米价格的比值，反映生猪养殖的盈亏状况。通常情况下，6.0:1 被视为生猪养殖盈亏平衡点的合理区间，猪粮比越高，说明养殖利润越高，反之则越差。2012 年以来，猪肉价格低迷，受此影响，全国大中城市猪粮比维持低位；2014 年全年处于 6.0:1 的盈亏平衡点以下，生猪养殖处于亏损状态。进入 2015 年，受猪肉价格进入新一轮上涨周期，及玉米、大豆等大宗原材料价格下降双重影响，全国大中城市猪粮比持续提升，2016 年 6 月达到 10.95:1 的历史高点，生猪养殖业利润水平大幅提升。

图 9　2009~2016 年 4 月全国大中城市猪粮比价



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。2013 年 3 月，中国爆发了 H7N9 型流感疫情，此次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 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 年初流感疫情爆发前水平，流感疫情对鸡肉市场价格影响已经基本消除；2015 年全国没有发生大规模流感疫情。

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

2013 年，中央一号文件与国家提出发展家庭农场，将使一批大型农牧企业在产业链发展、良种繁育、“公司+农户”模式创新等方面得到支持，结合国内肉制品行业的发展，单个工厂、区域市场、局部运作的模式将失去竞争力，优势企业将在价值链主导下打破资源约束，在全程产业链上谋求联盟与合作，在行业资源的整合上发挥更大的作用。随着人口的增长、城市化进程的加快，人们在肉类产品方面的开支不断加大，养殖全产业链企业面临良好的发展机遇。

农牧类企业享有一系列新农村优惠补贴，主要包括母猪养殖补贴、农业产业龙头企业贴息补贴、种母猪养殖保险补贴、政府配套建设新农村资金补贴、沼气池基础设施补贴、出口信用保险补贴、新型保温节能鸡舍补助资金、农业产业化专项资金定补、中小企业发展成长资金、标准化规模养猪场建设项目补贴、良种补贴、生猪养殖补贴、产值补贴、饲料厂技改补贴、农业综合开发财政补贴、中小企业贷款贴息补贴（非养殖）等。

税收方面，根据《中华人民共和国企业所得税法》从事肉类初加工业务的企业免征企业所得税；牲畜、家禽养殖免征企业所得税；从事动物饲料初加工业务免征企业所得税。

总体来看，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。

5. 区域经济环境

公司总部位于广东省。根据《2015 年广东省国民经济和社会发展统计公报》，2015 年广东省实现地区生产总值（GDP）72812.55 亿元，比上年增长 8.0%。其中，第一产业增加值 3344.82 亿元，增长 3.4%，对 GDP 增长的贡献率为 1.7%；第二产业增加值 32511.49 亿元，增长 6.8%，对 GDP 增长的贡献率为 41.2%；第三产业增加值 36956.24 亿元，增长 9.7%，对 GDP 增长的贡献率为 57.1%。三次产业结构为 4.6:44.6:50.8。在现代产业中，高技术制造业增加值 8172.20 亿元，增长 9.8%；先进制造业增加值 14712.70 亿元，增长 10.0%；现代服务业增加值 22338.12 亿元，增长 11.9%。在第三产业中，批发和零售业增长 5.0%，住宿和餐饮业增长 3.0%，金融业增长 15.6%，房地产业增长 11.4%。民营经济增加值 38846.24 亿元，增长 8.4%。2015 年，广东人均 GDP 达到 67503 元，按平均汇率折算为 10838 美元。

广东省全年粮食产量 1358.13 万吨，增长 0.1%；糖蔗产量 1250.97 万吨，下降 4.4%；油料产量 110.33 万吨，增长 4.6%；蔬菜产量 3439.04 万吨，增长 5.0%；水果产量 1521.02 万吨，增长 5.7%；茶叶产量 7.93 万吨，增长 7.3%。全年肉类总产量 424.36 万吨，下降 1.2%。其中，猪肉产量 274.15 万吨，下降 3.0%；禽肉产量 134.80 万吨，增长 2.2%。全年水产品产量 856.88 万吨，增长 2.5%。其中，海水产品 461.14 万吨，增长 2.3%；淡水产品 395.74 万吨，增长 2.6%。

总体看，广东省经济稳步增长，为公司发展提供了良好的外部环境。

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。公司采用紧密型“公司+农户（家庭农场）”的产业链一体化经营模式，公司与农户以委托养殖方式合作，根据产业流程管理要求进行合理分工，在商品肉鸡及商品肉

猪产品生产过程中承担不同的责任和义务，农户负责饲养管理环节，公司负责种苗生产、饲料生产、药物生产和采购、技术服务、回收销售等环节。

1. 产权状况

公司的股本结构较为分散，无持有公司股份 5%以上的股东，各股东的持股数及持股比例均较小。截至 2016 年 3 月底，温氏家族 11 名成员合计持股 16.74%，并在公司日常管理决策中起到重要作用，实际上掌握着公司的经营控制权，因此温氏家族为公司的控股股东及实际控制人。

2. 生产规模

公司是全国规模最大的肉鸡养殖企业、国内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 2015 年底，公司合计拥有约 350 个养殖生产基地，合作养殖农户已达到 5.52 万户。

截至 2015 年底，公司拥有存栏种鸡约 1454 万只；2015 年，公司商品肉鸡、商品肉猪、商品肉鸭销售量分别达到 7.44 亿只、1535.06 万头、1874.26 万只。此外，截至 2015 年底，公司拥有存栏奶牛 15284 头，全年销售原奶 3.97 万吨。

3. 技术水平

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，公司注重发展育种的培育技术、饲料营养配比技术、养殖防疫技术和养殖信息化技术四个层面的综合养殖技术。2015年，公司科研立项250项，其中获得省级科技奖励7项；获得国家授权专利50项，获得广东省专利金奖和中国专利优秀奖1项。自主培育的“温氏青脚麻鸡2号”和“WS501猪”2个配套系通过国家畜禽新品种审定，科研创新实力进一步增强。

此外，由于公司养殖由农户代工完成，因此公司注重相关配套服务的完善，即通过向农户提供统一高品质饲料、定期接种疫苗、养殖指导，并通过编制内刊，免费发放农户进行养殖技术普及。

4. 人员素质

公司现有高级管理人员8人，包括总裁1名，副总裁6人，董事会秘书1人。

严居然先生，董事，总裁，董事会提名委员会委员。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；高中毕业。1983年进入温氏股份的前身工作，历任公司副总裁、技术总监、常务副总裁，现任公司总裁。2015年12月10日起任温氏股份第二届董事会董事，至2018年12月9日任期届满。过去五年期间，分别担任广东大华农动物保健品股份有限公司董事、广东筠诚投资控股股份有限公司董事。

温小琼女士，董事，副总裁，董事会审计委员会委员。汉族，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，大专学历。1983年进入温氏股份的前身工作，历任公司财务部经理、财务部总经理、财务总监，现任温氏股份副总裁、财务总监。2015年12月10日起任温氏股份第二届董事会董事，至2018年12月9日任期届满。过去五年期间，分别担任广东大华农动物保健品股份有限公司董事、广东筠诚投资控股股份有限公司董事。

截至2016年3月底，公司本部及下属子公司共有员工43772人，按学历构成划分，具有大专及以上学历占16.51%，大专以下占83.49%；按年龄构成划分，30岁以下、30~50岁之间和50岁以上占比分别为34.72%、61.65%和3.63%。

整体看，公司高级管理人员专业管理经验

丰富，团队稳定性较好；公司员工文化程度符合行业特点，年龄构成合理，能满足公司发展需要。

5. 外部支持

税收优惠方面，根据《中华人民共和国增值税暂行条例》第十五条第（一）项和《国家税务总局关于纳税人采取“公司+农户”经营模式销售畜禽有关增值税问题的公告》（国家税务总局公告 2013 年第 8 号）的规定，公司及其子公司采取“公司＋农户”经营模式从事畜禽饲养，即公司及其子公司与农户签订委托养殖合同，向农户提供畜禽苗、饲料、兽药及疫苗等（所有权属于公司），农户饲养畜禽苗至成品后交付公司及其子公司回收，公司及其子公司将回收的成品畜禽用于销售。在上述经营模式下，公司及其子公司回收再销售畜禽，属于农业生产者销售自产农产品，可免征增值税；根据《中华人民共和国企业所得税法》第二十七条第（一）项、《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第八十六条第（一）项和《国家税务总局关于“公司+农户”经营模式企业所得税优惠问题的公告》（国家税务总局公告 2010 年第 2 号）的规定，公司及其子公司以“公司＋农户”经营模式从事农、林、牧、渔业项目生产，可以按照《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第八十六条的有关规定，享受减免企业所得税优惠政策。

整体看，公司作为养殖行业龙头企业，能获得相关政策优惠，公司综合素质较高。联合资信注意到，养殖规模和养殖技术水平是养殖类企业可持续发展的根基，是抵御疫情和市场风险的重要保障，公司作为养殖行业龙头企业，养殖规模较大，养殖技术水平较高，整体抵御风险能力较强。

六、重大事项

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

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

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

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

七、管理分析

跟踪期内，为提升公司专业化管理水平和工作效率，实现以现代农业为核心、多元化业务组合的发展战略，确保各项业务持续高效发展，公司成立养禽事业部、养猪事业部、大华农事业部。公司在其他管理体制、管理制度等方面无重大变化。

八、经营分析

1. 经营概况

公司是一家全国领先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、兽药、农牧设备制造等产业。2015 年，公司营业收入为 482.37 亿元，同比增长 26.81%，增长主要来源于肉猪养殖业务的贡献。2015 年，肉鸡及肉猪养殖收入占公司营业收入的比重分别为 37.42%和 56.57%，肉猪养殖占比进一步提高。公司采用紧密型“公司+农户（家庭农场）”的产业链一体化经营模式，其产业链条较为完善，即包括种苗繁殖，饲料配比加工，肉鸡和肉猪生产，以及下游延伸至肉食品加工领域。

跟踪期内，没有发生重大禽流感疫情，肉鸡市场价格同比略有下滑，但随着销量的提升，公司肉鸡养殖收入稳中有升；受肉猪市场景气度回升影响，公司肉猪业务量价齐升，营业收入大幅提高，肉猪收入增幅远大于肉鸡收入增幅。2015 年，公司肉鸡营业收入为 180.49 亿元，同比增长 5.39%；肉猪营业收入为 272.87 亿元，同比大幅增长 46.15%。同期，公司其他业务收入 29.01 亿元，同比增长 29.34%，主要系合并大华农后新增兽药收入所致。

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。2015 年，肉鸡市场价格略有下降，公司肉鸡业务毛利率为 13.88%，同比下降 1.68 个百分点；同期，猪肉价格进入新一轮上涨周期，公司肉猪业务毛利率同比大幅增长 12.27 个百分点至 22.23%；公司其他业务毛利率为 30.00%，同比增长 17.66 个百分点，主要系合并的大华农兽药业务毛利率较高所致。2015 年，公司综合毛利率为 19.57%，同比增长 6.95 个百分点。

2016年1~3月，公司实现营业收入134.56亿元，同比增长41.06%，其中肉鸡业务及肉猪业务分别实现收入40.42亿元和87.12亿元，占营业收入的比重分别为30.04%和64.74%，肉猪业务收入占比持续提高。毛利率方面，肉鸡业务毛利率为10.09%，较2015年下降3.79个百分点，主要系鸡肉市场价格下降所致；同期，受猪肉市场价格持续增长影响，公司肉猪业务毛利率为37.34%，较2015年大幅增长15.11个百分点。2016年1~3月，公司综合毛利率为28.96%，盈利水平大幅提升。

表1　公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2014 年			2015 年			2016 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
肉鸡	171.26	45.02	15.56	180.49	37.42	13.88	40.42	30.04	10.09
肉猪	186.71	49.08	9.96	272.87	56.57	22.23	87.12	64.74	37.34
其他	22.43	5.90	12.34	29.01	6.01	30.00	7.02	5.21	33.50
合计	**380.40**	**100.00**	**12.62**	**482.37**	**100.00**	**19.57**	**134.56**	**100.00**	**28.96**

资料来源：公司提供

2. 养殖产业

（1）生产

①养殖模式

公司推行紧密型“公司+农户（家庭农场）”的产业分工合作模式，公司与农户以委托养殖方式合作，根据职责进行合理的流程分工，在肉鸡及肉猪产品生产过程中承担不同的责任和义务，公司与农户共同合作完成畜禽养殖产业链生产销售工作。在此模式下，农户作为养殖产业链诸多生产环节中的一环，负责肉鸡及肉猪的饲养管理环节，公司负责其他环节，包括种苗生产、饲料生产、疫病防治、技术服务、回收销售等环节。

近三年，行业景气度波动对公司经营产生了一定影响，但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。2013~2015年，鸡养殖方面，农户收益每只鸡分别为2.49元、2.50元和3.57元；猪养殖方

面，农户收益每头猪分别为161.93元、162.92元和215.79元。

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、陕西、山西等省（市、区）。

截至2015年底，公司拥有194家控股公司，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；公司合计拥有约350多个养殖生产基地，合作养殖农户已达到5.52万户。

③质量控制

公司实施“五统一”管理，“五统一”管理指统一品种、统一防疫、统一进苗、统一用料和统一销售。通过“五统一”管理，一方面公司可以严格控制种苗、饲料、药物、疫苗等原料物资的成本和质量，另一方面可以严格监控生产、销售和防疫等各个环节，公司建立了全覆盖的信息化管理系统，实现了从源头到生产销售全过程对公司产品的有效监控，确保了产品质量和食品安全。

（2）采购

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

采购渠道方面，玉米主要在东北、华北、华中、西北、西南等主要粮食产区采购；豆粕主要由沿海地区和川渝内陆等地的油厂和供应商供应；小麦主要在河南、河北、山东、安徽、江苏等地采购；高粱主要是通过进口采购。货款结算方面，主要采用先货后款的方式。

采购成本控制方面，因饲料原料中，玉米、小麦、高粱属于能量原料，具有一定的相互替代性，公司可根据其采购价格适当对饲料配方做出调整，以控制养殖成本。2015年，公司玉米采购均价有所下降，同比下降4.57%，为2325.38元/吨；豆粕采购均价降幅较大，同比减少21.29%，为2864.78元/吨；高粱采购均价为2150.97元/吨，同比保持基本稳定。2016年1~3月，玉米采购均价为2111.20元/吨，较2015年下降9.21%；豆粕采购均价为2681.82元/吨，较2015年下降6.39%；高粱采购均价为1985.63元/吨，较2015年下降7.69%。采购量方面，由于公司能够灵活调整饲料配方，采用成本更低的高粱部分替代了玉米。受此影响，2015年，公司玉米采购量为230.11万吨，同比大幅减少；高粱采购量为302.20万吨，同比大幅增加。

表 2　公司主要原料采购量及采购均价

（单位：万吨、元/吨）

项目	2014 年		2015 年		2016 年 1~3 月	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
玉米	429.68	2436.75	230.11	2325.38	66.01	2111.20
豆粕	101.07	3639.73	160.39	2864.78	41.61	2681.82
高粱	105.28	2166.26	302.20	2150.97	74.44	1985.63

资料来源：公司提供

（3）销售

①销售情况

截至2015年底，公司拥有194家控股公司，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。2015年，公司销售肉鸡约7.44亿只，同比增长6.74%，主要系H7N9流感影响彻底消除，市场恢复性增长所致；销售肉猪1535.06万头，同比增长26.00%，约占全国肉猪上市量的2.17%。2016年一季度，公司上市肉鸡和肉猪分别为1.72亿只和410.89万头，分别占2015年全年的23.12%和26.77%。

在销售价格方面，2015年，公司肉鸡销售均价同比微降0.37元/斤至6.42元/斤；受猪肉价格进入新一轮上涨周期影响，公司肉猪销售均价同比增长0.93元/斤至7.65元/斤；2016年1~3月，公司肉鸡销售均价继续回落至5.90元/斤；肉猪销售均价继续上涨至9.08元/斤，较2015年涨幅高达1.43元/斤。

表3　2014~2016年3月公司销售情况情况（单位：元/斤、万头、亿只）

项目	2014 年		2015 年		2016 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
肉鸡	6.97	6.79	7.44	6.42	1.72	5.90
肉猪	1218.27	6.72	1535.06	7.65	410.89	9.08

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。作为公司传统优势区域，两广地区占比最高，2015年为57.84%；但随着公司全国布局的推进，两广地区销售占比呈下降趋势。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，公司销售主要集中在两广地区、华东地区和华中地区，公司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	2013 年	2014 年	2015 年
两广区域	62.60	60.55	57.84
东北区域	0.26	1.33	0.53
华东区域	20.09	20.81	21.99
西南区域	7.54	7.56	7.56
华中区域	9.04	8.91	10.44
华北区域	0.44	0.78	1.37
西北区域	0.03	0.06	0.25
合计	**100**	**100**	**100**

资料来源：公司提供

②病疫影响

畜禽疫病是畜禽养殖行业发展过程中面临的主要风险之一。禽畜疫病的发生一方面容易引起企业生产成绩下降、成本上升；另一方面，容易造成消费者心理恐慌，造成市场需求的迅速萎缩，致使禽畜养殖企业面临较大的销量与销售价格压力，影响企业经营。

特别是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。

公司作为中国养殖行业的龙头企业，建立了完善的疫病防控管理体系，并形成了较好的应对机制，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；但由于疫病的不可预知性及其对市场的巨大破坏力，公司仍将面临一定疫病风险。

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、动物保健品等产业，近三年其他产业收入占比在6%左右。

2015年，公司其他业务主要以养鸭、养牛、农牧设备制造、肉食品加工和兽药生产为主。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。2015年公司其他业务实现收入29.01亿元，同比增长29.34%；毛利率为30.00%，同比增长17.66个百分点。

2016年一季度，公司其他业务营业收入为7.02亿元；毛利率为33.50%，较2015年增长3.50个百分点。

4. 经营效率

2013~2015年，公司销售债权周转次数逐年上升，三年加权平均值为478.21次，2015年为403.16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4.47次，2015年为4.57次，存货周转效率较高；总资产周转次数保持稳定，三年加权平均值为1.60次，2015年为1.66次。

总体看，公司资产经营效率水平高。

5. 未来发展

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

投资方面，未来公司重大资本性支出主要方向是养猪业，包括种猪场和饲料厂等及其配套设施；公司在建的前五大投资项目计划总投资17.58亿元，资金来源主要是自有资金，截至2016年3月底已投资6.19亿元。考虑到公司未来投资规模及自有资金规模，公司未来筹资压力不大。

表5 截至2016年3月底公司前五大投资项目进展情况（单位：万元）

项 目	计划总投资	截至 2016 年 3 月底已投资额	2016 年 4~12 月计划投资额	2017 年计划投资额
北票温氏育种有限公司	37800.00	6533.06	2000.00	5000.00
温氏（朝阳）农牧有限公司	36600.00	21190.74	5690.63	6000.00
建平温氏农牧有限公司	36200.00	9112.82	10226.57	10000.00
徐州温氏畜牧有限公司	33153.00	20233.23	2593.78	5000.00
伊通温氏农牧有限公司	32000.00	4876.01	1563.88	10000.00
合计	**175753.00**	**61945.86**	**22074.86**	**36000.00**

注：各猪场较为分散故按项目实施单位归集。

九、募集资金使用情况

截至 2016 年 3 月底，公司募集资金已按募集用途使用完毕，资金用途未发生改变。

十、财务分析

2013~2014年财务数据取自公司提供的2012~2015年6月连审审计报告，2015年财务数据取自公司2015年度审计报告，上述审计报告均经广东正中珠江会计师事务所有限公司（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留意见的审计意见。公司2016年一季度报表未经审计。

2015年公司合并范围新增广东温氏大华农生物科技有限公司、肇庆大华农生物药品有限公司、佛山市正典生物技术有限公司等28家子公司，其中新设子公司17家。另外，广东大华农动物保健品股份有限公司在吸收合并完成后已注销。

2016 年第一季度，公司合并范围新增苍溪温氏畜牧有限公司、巴中温氏畜牧有限公司等 10 家子公司。

1. 盈利能力

2015 年公司营业收入和营业成本分别为 482.37 亿元和 387.96 亿元，分别同比增长 26.81%和 16.72%，公司营业收入增速高于同期营业成本增速。

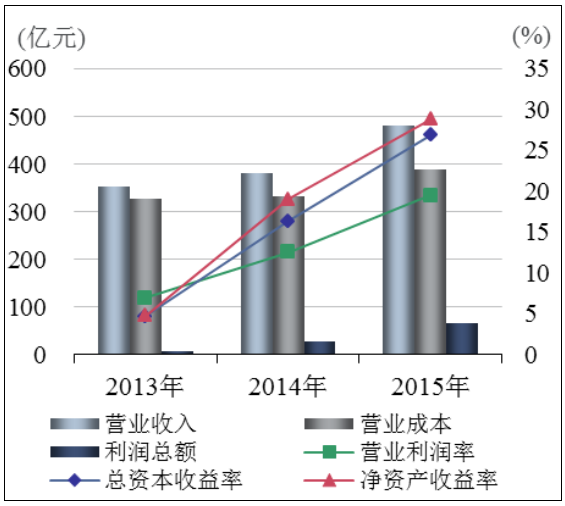
从期间费用看，2015 年，公司期间费用为 31.19 亿元，同比增长 48.01%，高于营业收入

的增速。公司期间费用以管理费为主，其中财务费用 1.00 亿元，同比下降 68.34%；管理费用 25.51 亿元，同比增长 65.14%，主要系职工薪酬和咨询费用增长所致；销售费用 4.68 亿元，同比增长 89.30%，主要系公司销售规模增长所致。2015 年，公司期间费用占营业收入的比例为 6.47%，期间费用占营业收入的比重同比上涨 0.93 个百分点。总体看，公司期间费用控制能力较强。

2015年，公司投资收益为4.91亿元，主要为可供出售金融资产在持有期间的收益2.08亿元。公司营业外收入为1.48亿元，主要为政府补助1.32亿元。

2015年，公司实现利润总额66.89亿元；实现净利润66.36亿元，同比分别增长129.15%和130.66%。其主要原因是2015年第二季度起肉猪价格较快上涨。

图 10　2013~2016 年公司盈利情况



资料来源：公司财务报表

从盈利指标看，2015 年，公司营业利润率、总资本收益率和净资产收益率分别为 19.55%、26.88%和 28.82%，比 2014 年分别增长 6.95 个百分点、10.53 个百分点和 9.76 个百分点，主要是因为 2015 年肉猪价格大幅增长所致。

2016 年 1~3 月，肉猪价格持续上涨，公司实现营业收入和利润总额分别为 134.56 亿元和 32.25 亿元，同比分别增长 41.06%和 343.50%。

跟踪期内，公司养鸡业务盈利能力保持相对稳定；养猪业务随着肉猪价格进入新一轮上涨周期，盈利能力明显增强。总体看，公司盈利能力强。

2. 现金流及保障

从经营活动看，2015 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 474.51 亿元和 479.02 亿元，同比分别增长 26.64%和 26.95%。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，2015 年为 332.39 亿元（占经营活动现金流出比重为 86.11%），同比增长 15.19%，低于销售商品、提供劳务收到的现金增幅；2015 年公司经营活动产生的现金流量净额为 93.03 亿元。同比增长 103.50%。从收入实现质量指标看，2015 年，公司现金收入比为 98.37%，同比降低 0.13 个百分点，公司收入的现金实现质量一般。

从投资活动看，2015 年，公司投资活动现金流入量为 18.83 亿元，同比增长 9.14%，其中处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额为 14.40 亿元，主要由处置种畜禽收到的现金构成（占 89.66%）；同期公司投资活动现金流出量为 79.79 亿元，同比增长 46.56%，主要系投资支付的现金增长所致；公司购建固定资产、无形资产等支付的现金 45.25 亿元，其中在建工程及固定资产支付的现金占 45.72%，生产性生物资产支付的现金占 50.08%，投资活动产生的现金净流量为-60.96 亿元。

从筹资活动看，2015 年公司筹资活动现金流入为 27.89 亿元，主要是取得借款收到的现金，筹资活动现金流出为 59.74 亿元，主要是偿还债务支付的现金，2015 年，公司筹资活动现金流净额为-31.86 亿元。

2016 年 1~3 月，公司销售商品、提供劳务收到的现金为 131.54 亿元，占 2015 年全年的 27.72%，现金收入比较 2015 年下降 0.61 个百分点至 97.76%；公司购买商品、接受劳务支付的现金为 89.61 亿元，占 2015 年全年的 26.96%，经营活动产生的现金流量净额为 23.16 亿元。

2016 年 1~3 月，公司投资活动产生的现金流量净额为-16.12 亿元；公司筹资活动产生的现金净流量为-5.76 元。

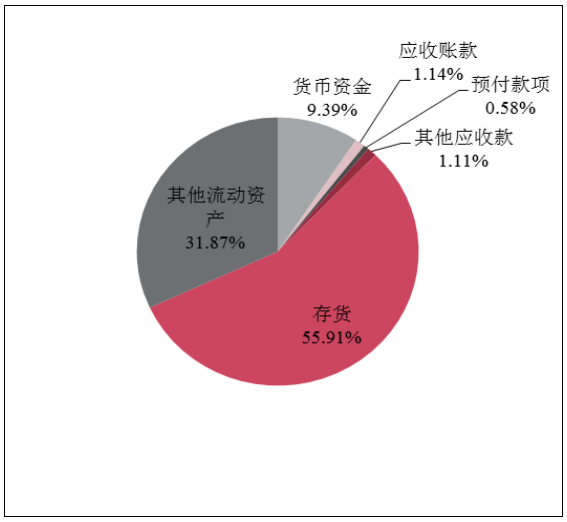
2015 年，公司经营活动净现金流入规模大幅增长，收入实现质量较好，经营获取现金能覆盖投资支出缺口，对外筹资压力不大。

3. 资本及债务结构

截至2015年底，公司资产总额为327.35亿元，同比增长29.20%，其中主要以非流动资产为主（占51.40%），

截至2015年底，公司流动资产为159.08亿元，主要由存货、货币资金和其他流动资产构成。

图 11　截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2015年底，公司货币资金为14.93亿元，主要由银行存款构成，为14.06亿元（占94.17%），货币资金同比增长312.82%，主要系销售收入大幅增长所致。

截至2015年底，公司存货为88.95亿元，同比增长9.99%。从存货构成来看，主要以消耗性生物资产（占75.83%）和原材料（占20.63%）构成，消耗性生物资产主要是肉猪和肉鸡；公司共计提存货跌价准备0.58亿元，综合计提比例为0.65%。总体来看，公司存货规模大，变现能力较强，但考虑到公司存货计提比例低，且养殖行业存在周期性波动，公司仍有一定存货跌价风险。

截至2015年底，公司应收账款净额为1.81亿元，同比增长209.77%，账龄主要在一年期以内，占92.87%。公司应收账款综合计提比例为6.25%。

截至2015年底，公司其他应收款净额1.76亿元，主要为养户倍增计划借款、预付土地拍卖保证金、备用金及往来款等，账龄主要在一年以内，综合计提坏账准备的比例为15.54%，计提比例尚可。

截至2015年底，公司其他流动资产50.70亿元，主要由人民币结构性理财产品构成，同比增长208.69%，增长主要来自于公司购买人民币结构性理财产品的增长。

截至2015年底，公司非流动资产为168.27亿元，同比增长14.02%，主要由固定资产（占比55.68%）、生产性生物资产（占比15.12%）和可供出售金融资产（占比12.56%）构成。

截至2015年底，公司可供出售金融资产21.14亿元，同比下降2.77%，其中按公允价值计量的为8.71亿元，按成本计量的为12.42亿元，未计提资产减值准备，主要为对珠海市农村商业银行股份有限公司、广东中科白云投资管理有限公司、佛山市三水区农村信用合作联社、招商湘江产业投资有限公司等的股权投资。

截至2015年底，公司固定资产原值137.40亿元，累计折旧43.70亿元，固定资产净值为93.70亿元，同比增长16.74%，主要系当期共计14.83亿元在建工程转固所致。固定资产主要由主要由房屋及建筑物（占固定资产净值65.50%）、机械设备（占固定资产净值14.80%）和生产设施（占固定资产净值12.77%）构成。

截至2015年底，在建工程为11.05亿元，同比增长43.19%。公司在建工程主要项目包括猪场工程6.08亿元（占比55.05%）、饲料厂工程1.44亿元（占比13.04%,），办公楼工程1.19亿元（占比10.81%），公司在建工程未出现减值事项，未计提减值准备。

截至2015年底，公司生产性生物资产为25.44亿元，全部采用成本计量，同比增长12.83%，其中种鸡占10.43%，种猪占77.36%。

截至2016年3月底，公司资产总额为343.43亿元，较2015年底增长4.91%，其中流动资产占47.04%，非流动资产占52.96%，资产结构较2015年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司资产规模大幅增长，现金类资产充裕，存货规模大但变现能力较强，整体资产质量良好，流动性较强。

截至2015年底，公司负债总额为97.05亿元，同比下降5.25%，主要是应付债券和短期借款减少所致；其中流动负债占98.60%，非流动负债占1.40%。

截至2015年底，公司流动负债为95.69亿元，主要由其他应付款（占41.82%）、应付账款（占19.27%）、应付职工薪酬（占11.06%）和一年内到期到期的非流动负债（占10.55%）构成。

截至2015年底，公司短期借款为9.10亿元，同比下降56.34%，全部为信用借款。2015年公司短期借款下降的主要原因是偿还了全部的质押借款、抵押借款和保证借款，并偿付了部分信用借款所致。

截至2015年底，公司应付账款为18.44亿元，主要由应付饲料原料款、应付药物疫苗款、应付专业户利润构成，同比增长20.06%，其中账龄在1年以内的占98.65%。

截至2015年底，其他应付款为40.02亿元，同比增长32.55%，主要为应付专业户押金（占90.08%），增长主要系公司业务规模扩大，收取的专业户押金增加所致。

截至2015年底，公司应付职工薪酬10.59亿元，同比增长43.02%，主要是公司2015年度经营业绩较2014年度大幅增长，职工工资、奖金大幅增长所致。

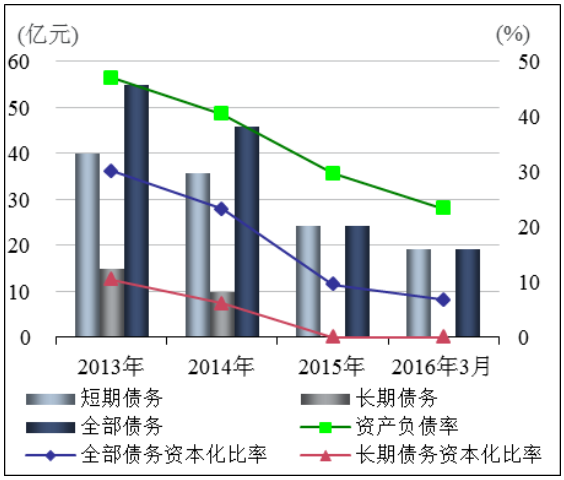
截至2015年底，公司其他流动负债为4.99亿元，同比下降50.01%，下降的主要原因是短期融资券减少。截至2015年底，公司一年内到期的非流动负债10.09亿元，主要是公司发行的“13粤温氏MTN1”和“13粤温氏MTN002”将于一年之内到期兑付调整进该科目所致。

截至2015年底，公司非流动负债为1.36亿元，同比下降87.99%。非流动负债以递延收益为主，占82.29%。2015年，公司非流动负债下降的主要原因是应付债券的减少。

截至2015年底，公司所有者权益合计230.30亿元（少数股东权益7.66亿元），同比增长52.58%，增长主要来自于股本、资本公积和未分配利润的增长，其中股本和资本公积的增长主要系公司当期换股吸收合并大华农所致。截至2015年底，归属母公司所有者权益中股本占16.28%、资本公积占28.95%、盈余公积占3.37%、未分配利润占51.15%。总体看，公司所有者权益中未分配利润占比较大，权益稳定性较弱。

截至2016年3月底，公司所有者权益合计为263.32亿元，较2015年底增长14.34%，未分配利润占比持续增长。

图12　2013~2016年3月公司债务构成情况



资料来源：公司财务报表

截至2015年底，公司全部债务为24.30亿元，全部为短期债务。

从债务指标看，2015年，公司资产负债率、全部债务资本化比率比率分别为29.65%和9.55%。同比下降10.78和13.73个百分点，公司整体债务负担轻。

截至2016年3月底，公司负债总额为80.10

亿元，较2015年底下降17.47%，其中流动负债占98.09%，非流动负债占1.91%，流动负债占比有所增长。截至2016年3月底，公司流动负债为78.57亿元，较2015年底下降17.89%，主要是因为应付职工薪酬以及一年内到期的非流动负债的减少。截至2016年3月底，公司全部债务为19.21元，较2015年底下降20.95%，全部为短期债务。从债务指标看，截至2016年3月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为23.32%和6.80%，较2015年底分别下降6.32和2.75个百分点，公司整体债务负担进一步减轻。

总体来看，跟踪期内，公司债务规模明显下降，整体债务负担很轻。

4. 偿债能力

截至2015年底，公司流动比率及速动比率分别为166.24%和73.29%，受公司流动资产大幅增长影响，上述比率同比分别上升50.14个百分点和上升45.94个百分点。截至2016年3月底，公司流动比率及速动比率分别为205.60%和91.53%，较2015年底均有所增长。总体来看，公司短期偿债能力好。

从长期偿债指标来看，截至2015年底，公司EBITDA为84.52亿元，同比增长86.55%；EBITDA利息倍数为40.60倍，EBITDA对利息的保障能力强；公司全部债务/EBITDA的比率为0.29倍。总体看，公司长期偿债能力强。

截至2016年3月底，公司无对外担保。

截至2016年3月底，公司共获得国内各商业银行授信总额139.56亿元，未用额度为130.46亿元，公司间接融资渠道畅通。跟踪期内，公司实现整体上市，拥有直接融资渠道。

2015年，公司EBITDA为“13粤温氏MTN002”的16.90倍；经营活动现金流入量为“13粤温氏MTN002”的95.80倍，经营活动现金流量净额为“13粤温氏MTN002”的18.61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MTN002”的覆盖保护能力极强。

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2016年7月6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。

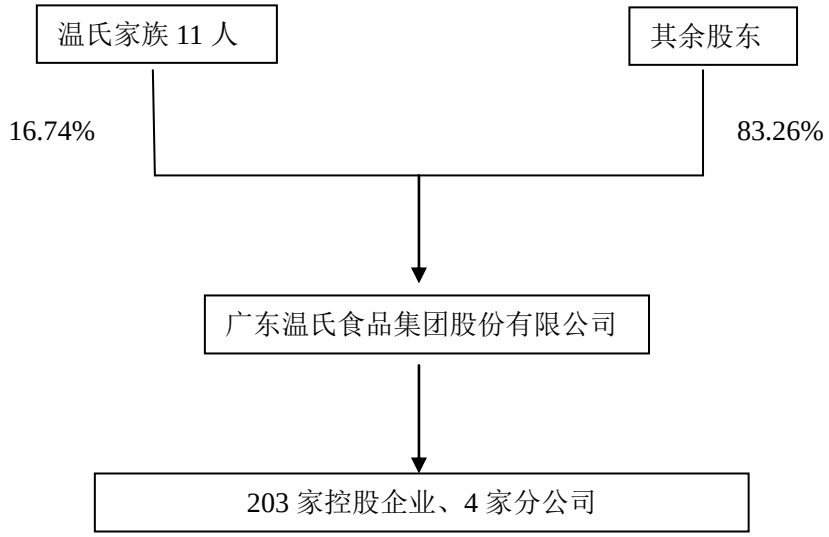
6. 抗风险能力

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；跟踪期内，公司资产权益规模，收入利润水平大幅增长，换股吸收合并大华农，实现整体上市，增强了公司抗风险能力。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，在肉猪价格进入新一轮上涨周期的大环境下，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。

十一、结论

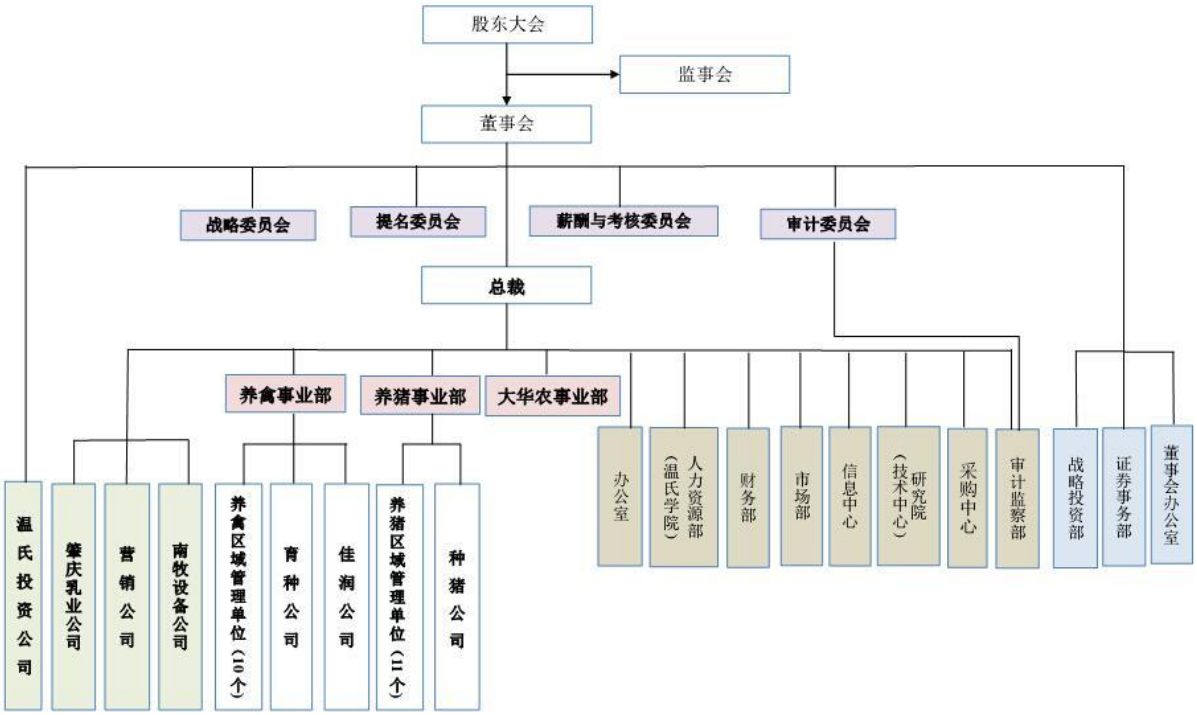
综合考虑，联合资信将公司的主体长期信用等级由AA^+调整为AAA，评级展望为稳定，并将“13粤温氏MTN002”的信用等级由AA^+调整为AAA。

附件 1　截至 2016 年 3 月底公司股权结构



注：截至 2016 年 3 月 31 日，不存在单一持有公司 5%以上股权的股东，温氏家族为公司实际控制人。

附件 2　公司最新组织结构图



备注：

养禽区域管理单位共 10 个，分别为：勒竹分公司、车岗区域养禽公司、稔村区域养禽公司、联营公司、广西区域养禽公司、浙江区域养禽公司、福建区域养禽公司、两湖区域养禽公司、江苏区域养禽公司、西南区域养禽公司。

养猪区域管理单位共 11 个，分别为：华农温氏、桂湘区域养猪公司、两湖区域养猪公司、安徽区域养猪公司、开阳区域养猪公司、江苏区域养猪公司、江西区域养猪公司、西南区域养猪公司、东北区域养猪公司、贵州区域养猪公司、河北区域养猪公司。

附件 3　主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	16.22	4.20	14.94	16.23
资产总额(亿元)	239.42	253.37	327.35	343.43
所有者权益(亿元)	126.95	150.94	230.30	263.32
短期债务(亿元)	39.95	35.82	24.30	19.21
长期债务(亿元)	14.91	9.96	--	--
全部债务(亿元)	54.86	45.78	24.30	19.21
营业收入(亿元)	351.87	380.40	482.37	134.56
利润总额(亿元)	6.78	29.19	66.89	32.25
EBITDA(亿元)	24.29	45.31	84.52	--
经营性净现金流(亿元)	18.45	45.72	93.03	23.16
财务指标				
销售债权周转次数(次)	449.32	622.55	403.16	--
存货周转次数(次)	4.61	4.23	4.57	--
总资产周转次数(次)	1.54	1.54	1.66	--
现金收入比(%)	99.32	98.49	98.37	97.76
营业利润率(%)	6.99	12.60	19.55	28.94
总资本收益率(%)	4.73	16.35	26.88	--
净资产收益率(%)	4.80	19.06	28.82	--
长期债务资本化比率(%)	10.51	6.19	--	--
全部债务资本化比率(%)	30.17	23.27	9.55	6.80
资产负债率(%)	46.97	40.43	29.65	23.32
流动比率(%)	112.09	116.10	166.24	205.60
速动比率(%)	33.06	27.35	73.29	91.53
经营现金流动负债比(%)	19.09	50.17	97.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	9.72	13.33	40.60	--
全部债务/EBITDA(倍)	2.26	1.01	0.29	--

注：2016 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+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5　主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

级别设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

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