

# 信用等级公告

联合[2017]196号

广东温氏食品集团股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对广东温氏食品集团股份有限公司主体长期信用状况和拟发行的 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

**广东温氏食品集团股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”**

**广东温氏食品集团股份有限公司拟发行的 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司  
评级总监：周九彦

二零一七年三月十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

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

# 广东温氏食品集团股份有限公司

## 2017年面向合格投资者公开发行公司债券 (第一期)信用评级报告

债券信用等级: AAA

发行人主体信用等级: AAA

评级展望: 稳定

发行规模: 基础发行规模为3亿元,可超额配售不超过人民币3亿元(含3亿元)

债券期限: 5年,附第3年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权

还本付息方式: 按年付息、到期一次还本

评级时间: 2017年3月13日

主要财务数据:

项目	2013年	2014年	2015年	16年9月
资产总额(亿元)	239.42	253.37	327.35	397.99
所有者权益(亿元)	126.95	150.94	230.30	303.68
长期债务(亿元)	14.91	9.96	0.00	0.00
全部债务(亿元)	54.86	45.78	24.30	0.00
营业收入(亿元)	351.87	380.40	482.37	436.44
净利润(亿元)	6.09	28.77	66.36	113.25
EBITDA(亿元)	24.29	45.31	84.52	--
经营性净现金流(亿元)	18.45	45.72	93.03	114.34
营业利润率(%)	6.99	12.60	19.55	30.75
净资产收益率(%)	4.65	20.71	34.82	--
资产负债率(%)	46.97	40.43	29.65	23.70
全部债务资本化比率(%)	30.17	23.27	9.55	0.00
流动比率(倍)	1.12	1.16	1.66	2.08
EBITDA全部债务比(倍)	0.44	0.99	3.48	--
EBITDA利息倍数(倍)	9.72	13.33	40.60	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	4.05	7.55	14.09	--

注:1、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异,系四舍五入造成;除特别说明外,均指人民币;2、如未特别说明,本报告所有财务数据均为合并口径下的财务数据;3、本期发债额度以6.00亿元为测算基础;4、本报告将其他流动负债调整至短期债务核算;5、2016年1~9月财务数据未经审计。

### 评级观点

联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)对广东温氏食品集团股份有限公司(以下简称“公司”或“温氏股份”)的评级反映了公司作为国内养殖行业龙头企业,在行业地位、经营规模、养殖技术、商业模式及盈利能力等方面具备的综合优势。近年来,公司资产规模持续增长,债务负担轻,盈利能力处于行业领先水平,经营性净现金流持续保持大规模净流入态势;2015年11月公司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”)实现整体上市,进一步提升了抗风险能力。同时,联合评级也关注到养殖行业面临的市场风险和疫情风险较大、饲料原材料价格波动等因素对公司经营产生的不利影响。

目前肉猪养殖业仍保持在高景气周期,市场价格处于较高价位。未来,公司将在稳定发展养鸡业务的前提下,加速扩大养猪规模,经营业绩有望继续保持增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综合上述因素,基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估,联合评级认为,本期债券到期不能偿还的风险极低。

### 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(或家庭农场)”的养殖模式已推广至全国20多个省市,规模优势明显。

2. 公司对农户实施统一品种、统一防疫、统一进苗、统一用料和统一销售的管理,可较好保障产品质量和食品安全,已形成相对成熟的管理体系。

3. 2015年11月2日，公司在深交所整体上市，打造了更完整的产业链，拓宽了融资渠道，增强了公司的抗风险能力。

4. 近年来，公司加速扩张肉猪养殖规模；目前，肉猪养殖业仍保持在高景气周期，市场价格处于较高价位，公司肉猪业务收入、利润规模大幅增长。

5. 近年来，公司总资产及收入规模稳定增长，债务负担轻，经营性净现金流保持大规模净流入态势，整体财务基本面极好。

#### 关注

1. 公司所处养殖行业周期性较强，市场和疫情风险较大。

2. 公司主营业务成本中饲料成本占较大部分，近年来，饲料原材料价格波动较大，加大畜牧养殖企业的成本控制难度。

#### 分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次（期）信用评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

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。

本信用评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

  
杨世龙 孙傲傲

联合信用评级有限公司

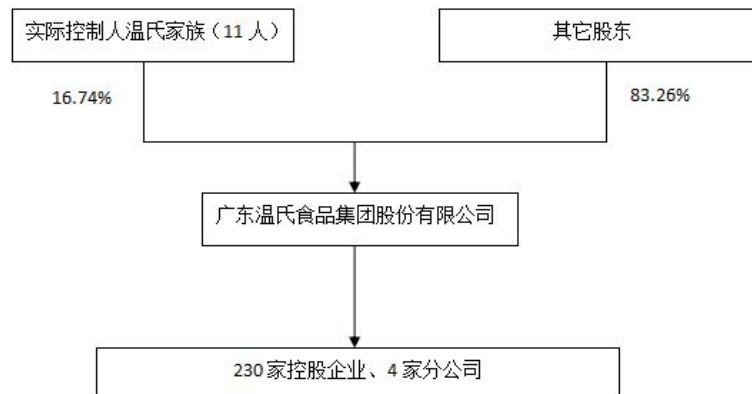


## 一、主体概况

广东温氏食品集团股份有限公司（以下简称“公司”或“温氏股份”）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 1,288 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；公司改制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 日公司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%，6,841 名自然人股东（含原工会解除代持关系的直接持有者）共持股 98.50%；2014 年 9 月，中国证监会向公司出具了《关于同意广东温氏食品集团股份有限公司纳入非上市公众公司监管的函》（证监函【2014】339 号），公司正式纳入非上市公众公司监管。2015 年 11 月，公司换股吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司（以下简称“大华农”），在深交所创业板实现整体上市（股票简称“温氏股份”，股票代码“300498”），总股本 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 725,049,476 股。公司于 2016 年 6 月 16 日完成工商登记变更，总股本增至 43.50 亿元。

公司股本结构较为分散，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 9 月末，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。

图1 截至2016年9月末公司股权结构



资料来源：公司提供

**公司经营范围：**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）。

截至 2016 年 9 月末，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（见附件 1）；公司下辖 230 家控股公司；公司拥有在职员工 48,269 人。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 327.35 亿元，负债合计 97.05 亿元，所有者权益合计为 230.30 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 222.64 亿元。2015 年，公司实现营业收入 482.37 亿元，净利润 66.36 亿元，其中归属于母公司的净利润 62.05 亿元；经营活动产生的现金流量净额 93.03 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.26 亿元。

截至 2016 年 9 月末，公司合并资产总额为 397.99 亿元，负债合计 94.32 亿元，所有者权益合计为 303.68 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 293.75 亿元。2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 436.44 亿元，净利润 113.25 亿元，其中归属于母公司的净利润 108.37 亿元；经营活动产生的现金流量净额 114.34 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.92 亿元。

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

## 二、本期债券及债券募集资金用途

### 1. 本期债券概况

本期债券名称为“广东温氏食品集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”），本期债券发行规模为 3 亿元，可超额配售不超过人民币 3 亿元（含 3 亿元），期限为 5 年，附第 3 年末发行人调整票面利率选择权和投资者回售选择权。本期债券拟向合格投资者公开发行，债券面值为 100 元，按面值平价发行，采用单利按年计息，不计复利；每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券无担保。

### 2. 本期债券募集资金用途

本期债券拟将募集资金扣除承销费后拟用于补充公司营运资金。

## 三、行业分析

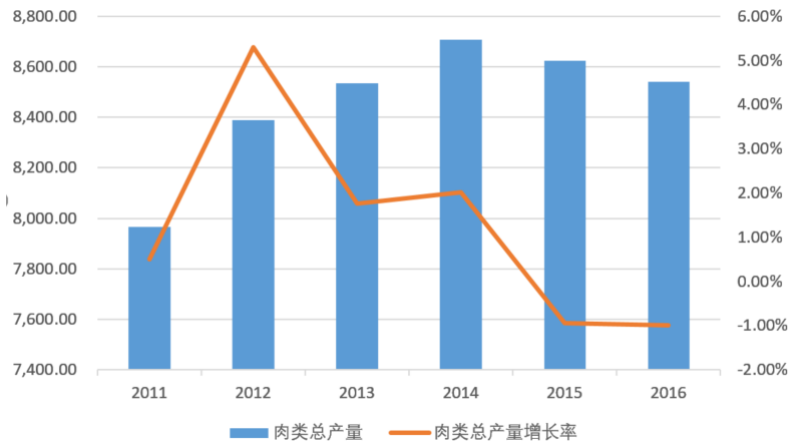
目前公司主营业务收入和利润主要源自于肉鸡、肉猪的养殖业务，属于畜牧产业，基于此，行业分析主要围绕畜牧业中的肉猪养殖和肉鸡养殖展开。

### 1. 行业概况

畜牧业在我国国民经济中占有重要的地位，产业发展关乎畜产品供应、食品质量安全、生态环境安全及农牧民增收等国计民生问题。畜牧业主要包括牛、马、驴、骡、骆驼、猪、羊、鸡、鸭、鹅、兔、蜂等家畜家禽饲养业和鹿、貂、水獭、麝等野生经济动物驯养业。

畜牧业是农业的重要组成部分，其上游行业是种植、饲料等行业，养殖和肉食加工是其重要的中游环节，下游行业是肉食屠宰、加工行业。2010~2015 年，我国畜牧业养殖规模整体呈扩大态势，2015 年我国畜牧业总产值达到 2.98 万亿元，同比增长 2.85%。2006~2016 年，中国肉类总产量年均复合增长 2.45%；2014 年肉类总产量 8,707 万吨，同比增长 2.01%，其中猪肉产量 5,671 万吨，同比增长 3.24%；2015 年，肉类总产量 8,625 万吨，同比减少 0.94%，其中猪肉产量 5,487 万吨，同比下降 3.30%；2016 年，肉类总产量 8,540 万吨，同比减少 0.99%，其中猪肉产量 5,299 万吨，同比下降 3.42%。

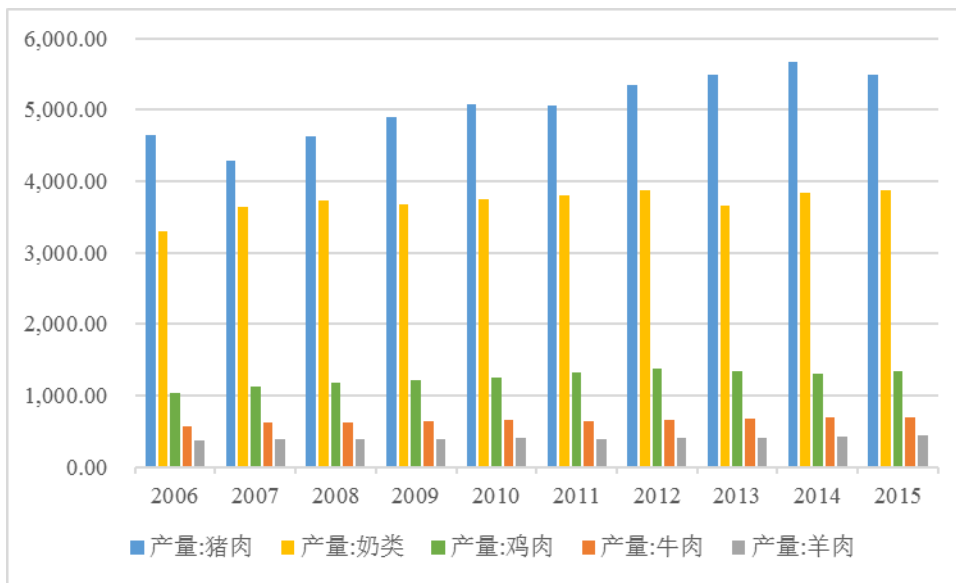
图2 2011~2016年中国肉类总产量变化(单位:万吨、%)



资料来源: Wind 资讯

从不同种类畜产品的产量上来看,猪肉产量稳居各畜产品之首,为中国畜牧业的主要产品;奶类和禽蛋产量位列二、三位;牛、羊肉由于规模化生产程度较低,产量难以实现突破。2011~2016年,猪肉产量整体呈现上升态势;2011年产量下降主要原因来自2010年生猪疫情的大规模爆发,致使2011年的猪肉产量受到严重影响;而2015年、2016年猪肉产量下降主要是由于近年来生猪存栏量的持续减少所致。2011~2015年,中国奶类产量受制于消费需求的疲软,增速明显放缓。受近年来H7N9疫情及成本上升等因素影响,中国鸡肉产量增速趋于平缓,2011~2012年,中国鸡肉产量平稳增长;2013年,受H7N9疫情影响,需求量减弱,鸡肉产量出现近十年的首次下降;2014~2015年呈现回升态势。

图3 2006~2015年中国主要畜产品产量(单位:万吨)



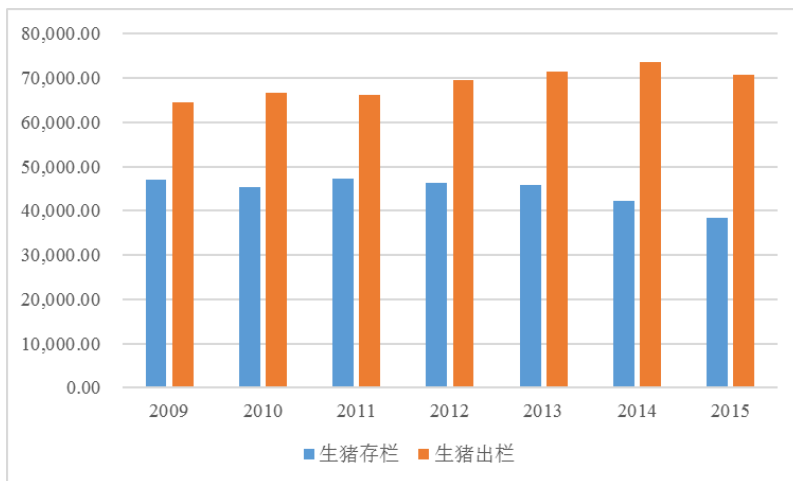
资料来源: Wind 资讯

总体看,畜牧业是我国国民经济重要组成部分,养殖和肉食加工是其重要的环节,猪肉产量稳居各畜产品之首,奶类和禽蛋产量位列二、三位;近两年肉类总产量有所下降,主要系生猪存栏量减少所致。

## 2. 肉猪养殖

近年来，中国生猪存栏量与出栏量居世界第一位。由于养殖成本的提高，养猪对于小规模养殖户的吸引力正在逐步减弱，而环保压力以及土地成本的上升在一定程度上阻碍了规模养殖户的补栏扩产。2008~2015年，生猪存栏量呈现波动下降趋势；同期，生猪出栏量呈现波动上升态势，但由于2013、2014年能繁母猪的大量淘汰及散户退市，2015年生猪出栏70,825万头，同比下降3.65%。2016年6月，中国生猪存栏37,634万头，同比下降2.15%；同期，中国生猪出栏数为31,959万头，相比2015年同期下降4.42%。受此影响，加之气候和疫情等因素，2016年中国生猪价格在时隔四年后再度突破30元/公斤。

图4 2009~2015年我国生猪存栏量与出栏量（单位：万头）



资料来源：国家统计局

从规模场户数统计情况来看，2007~2014年，生猪年出栏数在1~49头的小规模散养户的数量由0.80万户急剧减少至0.47万户；50~99头的养殖户相对保持平稳；而100~499头的养殖户持续增长，年均复合增长5.79%；与此同时，年出栏数在500头以上的各区间规模养殖户的数量急剧增加，增长幅度均在一倍或一倍以上，尤其是出栏数50,000头的大规模养殖户数量增长幅度高达4.52倍。由此可见，中国生猪的规模化养殖正在逐步形成，小规模养殖户逐步退出生猪养殖行业。

图5 生猪饲养规模场情况（单位：户）

	1-49头	50-99头	100-499头	500-999头	1000-2999头	3000-4999头	5000-9999头	10000-49999头	50000头以上
2007	80,104,750	1,577,645	542,014	83,731	30,053	6,164	2,840	1,803	50
2008	69,960,452	1,623,484	633,791	108,676	40,010	8,744	4,172	2,432	69
2009	64,599,143	1,653,865	689,739	129,369	46,429	10,342	5,117	3,083	96
2010	59,086,923	1,685,279	742,772	145,175	53,876	11,721	5,915	3,558	121
2011	55,129,498	1,724,703	782,338	157,036	58,180	12,173	6,315	3,937	162
2012	51,898,933	1,726,108	817,834	167,762	63,509	12,880	6,855	4,364	187
2013	49,402,542	1,619,877	827,262	175,652	65,369	13,355	7,137	4,567	202
2014	46,889,657	1,571,123	810,448	175,213	66,466	13,672	7,304	4,526	226

资料来源：中国畜牧业年鉴

注：以上数据根据年底出栏数统计。绿色箭头代表下降趋势，红色箭头代表上升趋势。

总体看，我国肉猪养殖行业目前增速明显放缓；我国生猪的规模化养殖正在逐步形成，小规模养殖户逐步退出生猪养殖行业。

## 3. 家禽养殖

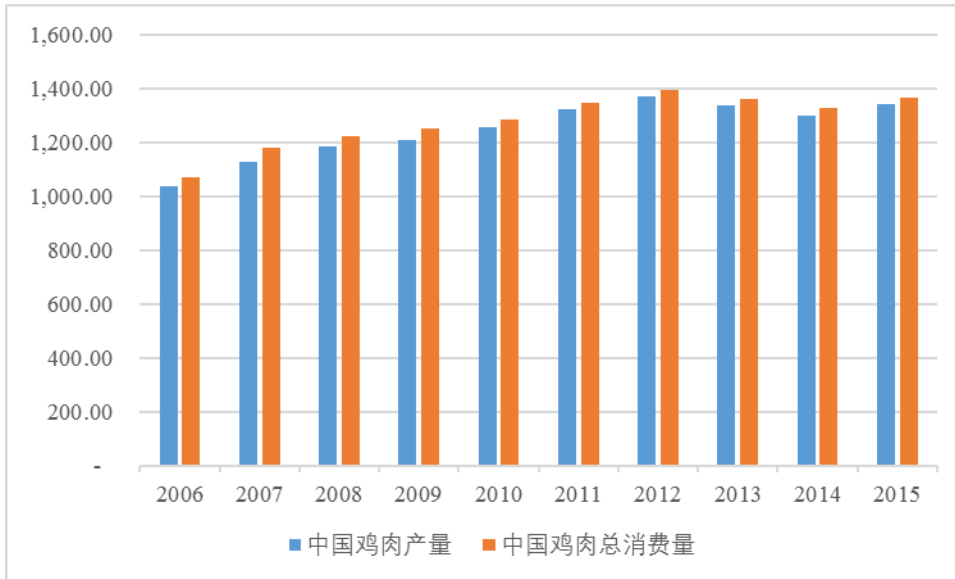
我国家禽饲养行业在全国畜牧业中具有重要地位。根据中国产业信息网数据显示，家禽饲养



行业涉及 4,000 多万养殖场户、7,000 多万从业人员。

家禽产品因低脂肪、低胆固醇、高蛋白、营养均衡，符合消费者的需求，在国内外市场广受消费者欢迎。中国鸡肉产量仅次于美国，居世界第二位。2006~2015 年，中国鸡肉产量总体呈上升趋势，产量与消费量的峰值出现在 2012 年；由于 2011~2013 年引种量不断增加，导致产能过剩严重，养殖户出现亏损情况，加之 2013 年的禽流感疫情影响，2013~2015 年鸡肉产量呈波动下降态势。虽然我国 2015 年的鸡肉产量为 1,303 万吨，仅占肉类总产量的 15.54%，但肉鸡产业的集团化、产业化程度高，一批国家乃至世界级的龙头企业正在快速崛起，成为现代农业的典范。

图 6 2006~2015 年中国鸡肉产量与鸡肉总消费量情况（单位：万吨）



资料来源：美国农业部（USDA）

从养殖成本来看，根据国家发改委统计，2009~2015 年，每百只肉鸡养殖物质与服务费用由 1,845.47 元上升到 2,318.73 元；人工成本由 111.84 元上升到 264.63 元。成本的不断上升，加速产业规模化的推进。2007~2014 年，肉鸡年出栏数在 1~9,999 只的小规模散养户数量由 0.28 万户急剧减少至 0.22 万户；2000~9999 只的养殖户年均复合下降 5.54%；10,000~49,999 只的养殖户数量波动减少，年均复合下降 0.18%；与此同时，年出栏数在 50,000 只以上的各区间规模养殖户的数量几倍增加，增长幅度均在两倍或两倍以上，尤其是出栏数 50.00~99.99 万只的大规模养殖户数量增长幅度高达 4.75 倍。由此可见，中国肉鸡养殖行业集中度正逐步提高。行业集中度的提高，有利于生产效率以及行业稳定性的提升，为现代化养殖业的发展提供有力保障。

图 7 肉鸡饲养规模场情况（单位：户）

	1-1999只	2000-9999只	10000-49999只	50000-99999只	100000-499999只	500000-999999只	100万只
2007	28,613,036	388,233	131,087	10,204	2,161	192	128
2008	27,127,006	358,688	136,833	12,405	2,623	344	147
2009	26,609,204	348,327	155,017	14,802	3,531	369	202
2010	24,834,318	330,819	157,022	17,024	4,843	499	252
2011	25,079,193	335,422	159,237	19,274	5,605	701	309
2012	24,387,555	298,571	152,900	19,731	6,362	897	372
2013	23,172,092	280,290	140,772	20,061	6,644	911	449
2014	21,644,679	258,379	132,780	21,183	6,911	912	564

资料来源：中国畜牧业年鉴

注：以上数据根据年底出栏数统计。绿色箭头代表下降趋势，红色箭头代表上升趋势。

总体看，中国家禽养殖尤其是肉鸡养殖的生产力水平发展较快、相对其他养殖行业规模化程

度较高。随着养殖行业成本逐渐增加、对养殖技术的要求逐渐提高，小规模散养户逐渐退出市场，中大型的养殖场占比正在上升，有利于养殖产业化的推进。

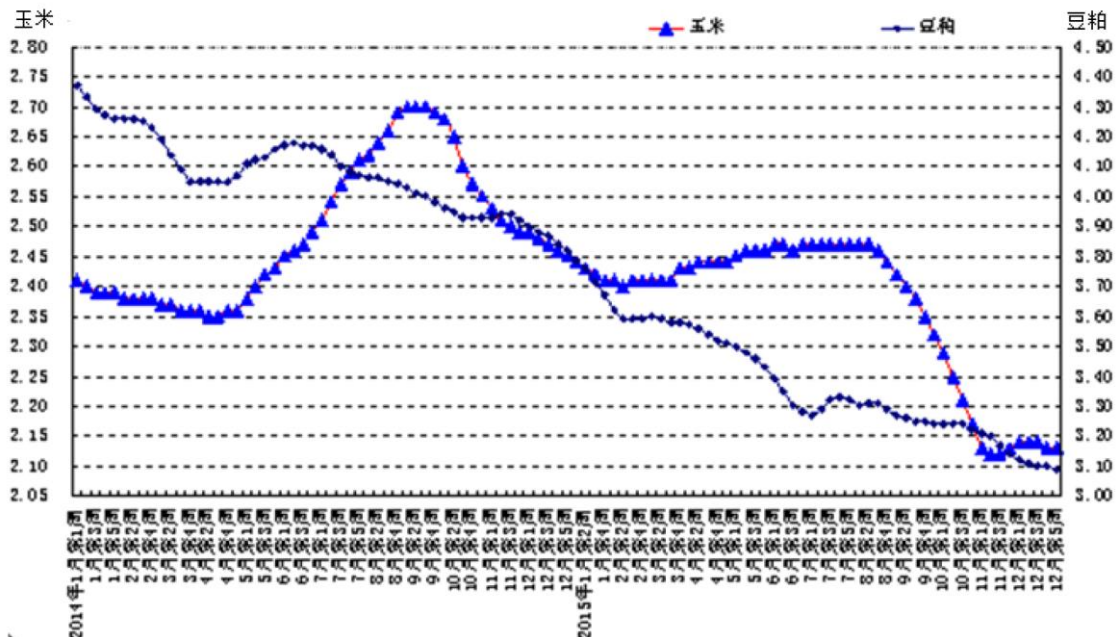
#### 4. 行业上下游

##### 上游原材料情况

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

2006~2015 年，玉米价格先是震荡中走高，后维持在 2,100 元/吨~2,500/吨平台运行，由于玉米供应量充足，新陈玉米无缝衔接、下游需求疲软，加之从 2007 年起实行的玉米国储政策面临调整（将取消玉米主产区东北三省和内蒙古自治区的保护价格，玉米临时收储政策调整为“市场化收购”加“补贴”），玉米价格在 2015 年 8 月发生断崖式下跌。2016 年以来，玉米价格小幅回升后继续走低。由于玉米供应量相对充足，库存较高，玉米价格可能将继续维持低位。

图 8 2014~2015 年全国玉米、豆粕价格曲线（单位：元/公斤）



资料来源：中国农业部

从豆粕价格来看，2008 年，受养殖业的恢复、豆粕消费的提振加之美国大豆期货价格的上涨等多方面利好因素，豆粕价格在 2008 年 7 月创历史新高，达到 5,086.00 元/吨，然而随后的国际金融危机和国外大豆产量增加，把豆粕价格带入低谷。2009~2011 年，豆粕价格基本上维持低位震荡行情。2012 年，受美洲天气干旱影响，导致进口大豆到港量不及预期、国内油厂开机率下降以及生猪存栏量增加等因素，推动豆粕价格持续上涨。2013~2015 年，进口大豆供应相对宽松以及终端养殖业畜禽存栏量未有突破，豆粕价格进入下行通道。

2014 年以前，由于玉米价格受玉米产量、天气变化、国储政策和经济周期等因素影响，前景不明，很多饲料生产企业将高粱作为玉米的主要替代品，2014 年高粱在饲料行业的消费占比为 79.44%。2014 年下半年以来，玉米价格持续下降，导致饲料用高粱进行反替代，高粱在饲料消费占比中大幅下滑，降幅达到 53%，高粱价格整体处于低位，预计未来可能将继续维持低位。

总体看，近两年受益于玉米、豆粕、高粱价格下降，饲料价格下行，一定程度上缓解了养殖企业的生产成本。

### 下游需求

#### (1) 鸡肉

从鸡肉消费来看，近十几年来，我国居民的人均鸡肉消费量已由 1990 年的 2.2 公斤快速增长至 2015 年的 10.0 公斤，年平均增长率达 10.6%。2015 年，我国鸡肉消费量为 1,288 万吨，较上年增长了 0.39%。目前我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。

鸡肉价格方面，2013 年末鸡肉价格 9.92 元/斤；2014 年，肉鸡饲养成本上升，产量下降，出售价格上涨，在 2014 年 10 月达到当年高点 10.77 元/斤之后，价格开始回落；2015 年鸡肉市场行情有所回暖，但全年供应量总体大于需求量，价格降至 10 元/斤以下。2017 年农历新年前，全国鸡肉价格跌幅明显，主要系终端需求疲软，鸡产品销售不畅；另外自 2016 年 12 月份受 H7N9 流感影响，局部地区活禽市场关停，市场需求越发低迷。2017 年 1 月份至 2 月 15 日，全国大肉鸡毛鸡价格震荡走低，均价由 3.38 元/斤降至 2.12 元/斤，降幅 37.28%。

#### (2) 猪肉

目前影响国内猪肉需求的因素主要来自于两大方面：收入水平的提高和替代品的价格。由于我国饮食习惯的特点，猪肉是我国消费者日常饮食中最重要的肉类食品，在我国肉类消费中占比最高。近十年来，我国消费者的猪肉消费量占肉类消费量的比例一直维持在 70% 以上，我国消费者对猪肉消费习惯在短期内难以改变。根据美国农业部统计数据，我国猪肉消费量从 2006 年的 4,601 万吨增长至 2015 年的 5,720 万吨。未来，随着我国居民收入的不断提高，特别是农村居民收入的不断提高，猪肉消费需求有望继续保持稳步增长。

猪肉价格方面，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。

总体看，我国鸡肉消费总量处于世界较高水平，但人均消费处于较低水平；猪肉消费情况受居民收入水平和替代品价格影响较大；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。

## 5. 行业政策

### 生猪大县奖励政策

为调动地方政府发展生猪养殖积极性，2014 年中央财政安排奖励资金 35 亿元，专项用于发展生猪生产，具体包括规模化生猪养殖户(场)圈舍改造、良种引进、粪污处理的支出，以及保险保费补助、贷款贴息、防疫服务费用支出等。奖励资金按照“引导生产、多调多奖、直拨到县、专项使用”的原则，依据生猪调出量、出栏量和存栏量权重分别为 50%、25%、25% 进行测算。2015 年中央财政继续实施生猪调出大县奖励。



### 畜牧标准化规模养殖支持政策

2014年，中央财政共投入资金38亿元支持发展畜禽标准化规模养殖。其中，中央财政安排25亿元支持生猪标准化规模养殖小区(场)建设，安排10亿元支持奶牛标准化规模养殖小区(场)建设，安排3亿元支持内蒙古、四川、西藏、甘肃、青海、宁夏、新疆以及新疆生产建设兵团肉牛肉羊标准化规模养殖场(小区)建设。支持资金主要用于养殖场(小区)水电路改造、粪污处理、防疫、挤奶、质量检测等配套设施建设等。2015年国家继续支持畜禽标准化规模养殖，但因政策资金调整优化等原因，暂停支持生猪标准化规模养殖场(小区)建设一年。

### 动物防疫补贴政策

中国动物防疫补助政策主要包括以下5个方面：一是重大动物疫病强制免疫疫苗补助政策，国家对高致病性禽流感、口蹄疫、高致病性猪蓝耳病、猪瘟、小反刍兽疫等动物疫病实行强制免疫政策；强制免疫疫苗由省级政府组织招标采购；疫苗经费由中央财政和地方财政共同按比例分担，养殖场(户)无需支付强制免疫疫苗费用。二是畜禽疫病扑杀补助政策，国家对高致病性禽流感、口蹄疫、高致病性猪蓝耳病、小反刍兽疫发病动物及同群动物和布病、结核病阳性奶牛实施强制扑杀。国家对因上述疫病扑杀畜禽给养殖者造成的损失予以补助，强制扑杀补助经费由中央财政、地方财政和养殖场(户)按比例承担。三是基层动物防疫工作补助政策，补助经费主要用于对村级防疫员承担的为畜禽实施强制免疫等基层动物防疫工作的劳务补助。2015年中央财政继续安排7.80亿元补助经费。四是养殖环节病死猪无害化处理补助政策，国家对年出栏生猪50头以上，对养殖环节病死猪进行无害化处理的生猪规模化养殖场(小区)，给予每头80元的无害化处理费用补助，补助经费由中央和地方财政共同承担。2015年，病死猪无害化处理补助范围由规模养殖场(区)扩大到生猪散养户。五是生猪定点屠宰环节病害猪无害化处理补贴政策。国家对屠宰环节病害猪损失和无害化处理费用予以补贴，病害猪损失财政补贴标准为每头800元，无害化处理费用财政补贴标准为每头80元，补助经费由中央和地方财政共同承担。

### 农村沼气建设政策

2015年，重点发展以市场为导向、以效益为目标、以综合利用为手段的规模化沼气。规模化生物天然气工程建在原料规模化收集有保障、天然气气源短缺、用户需求量大的地区，主要用于接入市政燃气管网、提供车用生物天然气、给周边工商业用户供气，优先安排日产生物天然气1万立方米以上的大型沼气工程。大型沼气工程主要与畜牧业规模化养殖相配套，在养殖业发达和养殖污染严重的地区以畜禽粪便为原料建设，主要用于养殖场自用和发电上网。中小型集中供气沼气工程建在人口集中、原料丰富的地区，主要用于为村组居民和新农村集中供气，促进美丽乡村建设。鼓励沼气专业运营机构进入农村沼气建设领域，优先支持PPP(政府与社会资本合作)模式。强化科技支撑作用，鼓励提高产气率和节能增效等新技术、新装备、新成果的推广应用。

总体看，国内政策环境有利于畜牧行业的发展。

## 6. 行业关注

### 畜禽疾病发生和传播风险

作为生物体，不可避免地会受到疾病的侵扰，一是自有畜禽在养殖过程中发生疾病带来的风险；二是畜禽养殖行业爆发大规模疫病带来的风险。畜禽的生长过程中伴随着各种疫病的威胁。疫病爆发，将直接给企业的生产带来损害；即使生产不受影响，疫病的发生与流行也会对消费者心理产生冲击，导致销售市场的萎缩。



### 规模化程度低

我国畜牧养殖业起步较晚，规模化程度较低，虽然经过近几年行业景气度不佳，小规模养殖户正在逐步退出，但是中国养殖业仍以小规模养殖户为主。以生猪养殖为例，截至2015年，规模化养殖场（生猪年出栏数大于等于500头）出栏占比为45%。规模化程度低就造成产品价格波动较大、食品安全难以把控等问题。

### 环保压力增大

肉鸡及肉猪养殖过程中会有污染物排放，其排放标准需符合国家环保监管的相关要求。随着我国对环境保护问题的日益重视，国家制定了更严格的环保标准和规范，如2014年颁布的新《环境保护法》，进一步要求从事畜禽养殖的单位对畜禽粪便、尸体和污水等废弃物进行科学处置，防止污染环境。如果国家及地方政府将来颁布新的法律法规，进一步提高环保监管要求，将使畜禽养殖行业支付更高的环保费用，可能对行业的经营业绩和利润水平产生一定程度的影响。

### 食品安全事件频发

近年来，中国畜牧产业一次次受到食品安全事件的冲击，“三聚氰胺”、“瘦肉精”等事件不断影响消费者对于国内畜产品的信心，同时也给广大畜禽养殖户带来了巨大的损失。国家对食品安全制定的相关法规和消费者对食品安全的要求将促使肉鸡和肉猪养殖企业更加严格地控制其养殖环节的食品安全。

## 7. 未来发展

### 规模化养殖

以分散经营为主将转变为以集约化、规模化经营为主。目前中国的畜牧业仍然是以分散经营为主，大多数农户技术水平低，竞争能力弱。市场竞争的结果必然导致集约化、规模化经营的扩大。加快规模化养殖场的建设、促进产业转型升级、提高养殖产品质量、增加生产效率，尽可能的保证畜禽产品的供需平衡，使其价格平稳运行。

### 推进产业化发展

畜产品从生产到上市，涉及种养加销售等多个环节，还有饲料、动物保健品等支撑行业。建设现代畜牧业，要在前伸后延、流通加工、社会化服务等方面综合发力。要完善利益联结机制，通过大型养殖企业带动、兼并、合资、联营等多种方式，并且向养殖、种植、加工纵深发展，打造全产业链，延伸价值链，加强品牌培育。要大力推进电商与实体结合、互联网与产业融合、生产者与消费者直接对接等新业态，创新流通方式，减少流通环节，加强畜产品冷链物流建设，使养殖环节分享更多收益。

### 动物疫病防控

动物疫病对于养殖业的危害较大，不只是对养殖户经济利益造成损失，同时也会在一定时间内影响到人们的消费习惯，造成供给失衡。提高种禽质量、促进动物保育技术提高，是降低动物疫情发生的有效措施。此外，严格的卫生标准也是避免大规模疫情的途径之一。

### 确保食品安全

产品质量安全是实现现代畜牧业发展的重要保证。质量安全事件对一个企业，乃至一个行业具有巨大的冲击力。未来畜牧业需要具备畜禽良种化、养殖设施化、生产规范化、防疫制度化，进一步完善相关标准和规范，建立健全畜禽标准化生产体系，强化生产过程管控，在畜禽养殖企业和规模化家庭牧场、合作社全面推行标准化养殖，不断提高畜禽产品的质量。

总体看，近年来我国鸡肉、猪肉产量、销量逐步增长，未来仍有较大的发展空间。随着行业

的不断整合，具有技术、品牌和资金优势的大型生产企业将在竞争中获得先发优势，行业地位有望得到进一步巩固和强化。

#### 四、基础素质分析

##### 1. 规模与竞争力

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，是全国规模最大的肉鸡养殖企业、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<sup>1</sup>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 年末，公司合计拥有 350 多个养殖生产基地，合作养殖农户已达到 5.52 万户。

截至 2015 年末，公司拥有存栏种鸡约 1,454 万只，存栏种猪约 102 万头；2015 年，公司商品肉鸡、商品肉猪分别达到 7.44 亿只、1,535.06 万头，约占全国商品肉鸡出栏量、商品肉猪出栏量的 9.28% 和 2.17%。此外，截至 2015 年底，公司拥有存栏奶牛 15,284 头，全年销售原奶 3.97 万吨。

总体看，公司作为养殖行业龙头企业，养殖规模较大，综合竞争力较强。

##### 2. 养殖技术

公司建立了完善的生产技术管理体系，形成了公司总部技术中心（研究院）、区域管理公司生产技术部、养殖公司技术管理小组的三级技术管理架构，建立了从“生产实际需求分析”到“技术研发”到“成果转化”的一整套技术研发与应用管理机制，形成了以企业为主体，以市场为导向，以产学研合作为依托的技术创新体系。

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，已建成国家级企业技术中心、国家生猪种业工程技术中心、农业部重点实验室、博士后科研工作站、广东省企业研究院等科研平台，拥有一支由 10 多名行业专家、60 多名博士为研发带头人，460 名硕士为研发骨干的高素质科技人才队伍。

公司掌握了畜禽育种、饲料营养、疫病防治等方面的关键核心技术，拥有多项国内领先、世界先进的育种技术，现有国家畜禽新品种 9 个。公司自主建立了科学的畜禽饲料原料数据库，广泛应用安全生物技术产品，构建了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。

截至 2016 年 9 月末，公司累计获得省部级以上科技奖励 43 项，国家专利 222 项（其中发明专利 91 项）。

总体看，公司与多所高校产学研合作，具有较强技术研发能力，公司养殖技术领先。

##### 3. 人员素质

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

公司董事长温鹏程先生，汉族，1962 年出生，中国国籍，1999 年毕业于北京大学城市与环境学系区域经济学专业，研究生学历。1983 年进入公司工作，历任公司总裁、董事长。2015 年 12 月 10 日起任温氏股份第二届董事会董事长，至 2018 年 12 月 9 日任期届满。

<sup>1</sup> HACCP: Hazard Analysis Critical Control Point, HACCP 体系是国际上共同认可和接受的食品安全保证体系，主要是对食品中微生物、化学和物理危害进行安全控制。

公司总裁严居然先生，汉族，1962年出生，中国国籍；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。

截至2016年9月末，公司本部及下属子公司共有员工48,269人，按学历构成划分，具有大专及以上学历占18.94%，大专以下占81.06%；按年龄构成划分，30岁以下、30~50岁之间和50岁以上占比分别为35.70%、59.62%和4.68%，公司员工以中青年为主；按岗位构成划分，管理人员、研发人员、生产人员、销售人员和专业支持人员占比分别为7.23%、2.70%、78.78%、3.02%和8.27%。

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；公司员工文化程度和年龄构成合理，岗位结构符合行业特点，能满足公司发展需要。

#### 4. 外部支持

2013~2015年，公司确认的政府补助收益分别为1.78亿元、1.74亿元和1.26亿元，计入营业外收入，占当期利润总额的比例分别为26.25%、5.96%和1.88%，2013年，政府补助占公司利润总额的比重较大，主要是由于公司2013年度主营业务利润受到H7N9流感事件影响有所下滑以及流感疫情补助等上升所致。

税收优惠方面，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、动物保健品及疫苗等（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，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，公司及其子公司回收再销售畜禽，属于农业生产者销售自产农产品，可免征增值税。根据《中华人民共和国企业所得税法》第二十七条第（一）项、《中华人民共和国企业所得税法实施条例》第八十六条第（一）项和《国家税务总局关于“公司+农户”经营模式企业所得税优惠问题的通知》（国家税务总局公告2010年第2号）的规定，公司及其子公司以“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，政府在资金补贴、税收优惠等方面给予公司大力支持，公司外部环境良好。

## 五、管理分析

### 1. 治理结构

2012年公司以组织形式变更的方式整体变更设立股份有限公司。

公司设股东大会，股东大会是公司的权力机构。股东大会依法决定公司的经营方针和投资计划、审议批准董事会报告及监事会报告、审议批准公司利润分配方案、财务预算方案、决算方案。

公司设立董事会。董事会依法执行股东大会决议，决定公司经营计划和投资方案，制定公司年度财务预算方案、决算方案。董事由股东大会选举或更换，任期三年，连选可以连任。公司董事12人（其中独立董事4人），设董事长1人；首届董事会人选经公司创立大会暨第一次股东大会选举产生，此后历届董事会董事经公司股东大会选举产生；董事长由全董事过半数选举产生。

公司设监事会。董事、总裁及其他高级管理人员不得兼任监事。公司监事5人，其中职工代

表监事 2 人，非职工代表监事 3 人。非职工监事由公司股东大会选举产生，职工代表监事由公司工会工作委员会或者其他形式民主选举产生，任期三年，连选可以连任。监事会有权检查公司财务、对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。

联合评级关注到，公司与其他多数未上市民营企业相比，股权结构方面已基本摆脱单一、集中、封闭的模式，但温氏家族成员在董事会成员占比较大（公司董事会成员 12 人，其中温氏家族成员 4 人）。因此，公司法人治理结构中制衡机制仍需进一步完善。

总体看，公司履行了上市公司的相关监管规定，治理结构相对清晰，组织机构的设置可以满足经营与管理需要。但温氏家族成员在董事会成员中占比较大，公司法人治理结构中的制衡机制仍需进一步完善。

## 2. 内部管理

内部管理结构方面，公司总部建立 8 个核心职能部门，包括办公室、财务部、人力资源部（温氏学院）、研究院（技术中心）、市场部、采购中心、信息中心、审计监察部；公司在实际经营管理中，大量启用温氏家族以外的成员，通过明确岗位职责，以及合理的价值评价和价值分配体制，提高了公司整个内部管理结构水平。

采购管理方面，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，通过良好的采购模式建立原材料质量与价格优势，降低采购成本，同时负责协调物流运输、监控库存，与区域分公司交流，提供原料采购服务，保障原料供应稳定。

安全生产方面，公司坚持“安全第一，预防为主，综合治理”的方针，建立了安全生产责任制，制定了《公司安全生产管理制度》等安全生产制度。实行养禽事业部、养猪事业部、大华农事业部三大事业部“一把手”责任制，事业部总裁是其业务范围安全生产工作的第一责任人，并在公司事业部和区域管理单位设有安全生产领导小组和工作小组。安全生产领导小组负责贯彻上级有关安全生产工作的方针、政策和法规；研究、协调其内部的重大安全生产问题，部署有关安全生产工作；制定其内部安全生产管理制度，监督检查各生产部门安全生产规章制度的建立健全及落实情况；负责其内部较大和重大安全事故调查与处理的领导与组织工作。工作小组主要负责公司安全生产日常工作，并根据上述制度对日常安全生产活动进行指导、检查、督促、管理和落实。公司下属各生产单位结合相关 ISO 管理体系的要求，制定和完善各个生产环节的安全生产管理规范 and 安全生产管理规定；制定和完善各项生产设备设施的安全生产操作规程。

销售管理方面，公司成立市场部，对销售业务进行统一管理，并制定了《关于加强养殖公司销售部内控管理工作的规定》、《关于加强养殖公司销售内控管理的补充规定》等销售管理制度；建立了三级销售管理组织架构，明确市场部的统筹、服务、协调、指导和监督工作职能；规定了各产业的销售流程，并建立了温氏网上办公销售网信息系统，监控销售、发货、货款结算及回笼等过程，通过岗位分离控制、电子磅自动生成销售单据、价格短信审批控制等手段提高销售过程的可控性。公司下属养殖公司严格执行现货现款、先收款后发货的规定，其他产业公司也制定了货款管理办法，严格监控货款的回收时间。公司所建立销售与收款方面的管理规定和流程控制，确保了销售业务正常、有效地运行。

财务管理方面，公司结合行业特点和自身实际情况，以国家颁发的《企业会计准则》及相关规章制度为准绳，制定并不断完善了多项的财务管理制度和资金管理制度，有效地规范了企业的各项经营活动，保证了公司业务的发展，业绩的稳步增长。公司在财务和资金方面实施高度集中管理，为提高资金的使用效率并降低财务成本，公司下属各单位的资金必须由公司进行统一调配



和使用，超出核定限额的资金应及时划拨到公司财务部指定的账户。分子公司如因业务需要超额保留资金的，须以书面形式提出申请，并经公司财务部审核批准。

对外担保方面，为规范担保行为，切实防范经营风险，公司制订了严格的对外担保决策制度。公司对外担保遵循合法、审慎、互利、安全的原则，对外担保实行统一管理，所有的对外担保（包括公司对控股子公司的担保）都必须经公司董事会或股东大会批准。

公司对分、子公司实行层级管理：公司成立了养禽事业部、养猪事业部、大华农事业部三大事业部，实行业务部负责制。根据畜禽养殖业务管理特点及公司区域发展规划，公司在事业部下面又设立了若干个区域管理单位，每个区域管理单位管理若干个分、子公司。区域管理单位是虚拟管理平台，有少部分区域管理单位结合其所管辖的分、子公司构成情况设置为实体法人。公司建立了《广东温氏食品集团股份有限公司控股子公司管理制度》，对控股子公司主要从章程制定、人事、财务、经营决策、信息管理、检查与考核等方面进行管理。同时，公司设立若干个区域性二级管理平台，对于下属各分、子公司采取总部管理与区域型二级管理平台管理相结合的管理模式。通过设立区域性二级管理平台，实现层级管理，分、子公司的总经理对区域性二级管理平台的总经理负责，区域性二级管理平台的总经理对总部负责，公司下属分、子公司的人事、业务、财务工作，在公司统一指导下独立开展，在保证有效管理、控制风险的同时，提高公司管理效率。

关联交易方面，为规范公司及下属子公司的关联交易行为，确保关联交易的合法性、合理性、公允性，公司依据《公司法》、《企业会计准则》等法律制定了严格的关联交易管理制度。在日常生产经营中，通过对内部关联交易定期及不定期的审查而进行协调监督控制，使内部关联交易合理、规范、顺畅，从而最大限度地维护公司整体利益。

总体看，公司管理结构较合理，制度建设较完善。随着公司经营规模的扩大，公司区域布局多元化，分支机构和管理层级增多，这将对公司的区域统筹能力及管理能力提出更高要求。

### 3. 疫病防治

公司一直秉持着“预防为主、防治结合、防重于治”的疾病防控原则，拥有多年的疫病防治经验，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。公司建立了主要畜禽传染病的病原学、血清学检测方法和方案，具备快速分离鉴定各种病原的能力，并可在较短时间内研发出具有针对性的防控办法，比同行企业更快、更有效地应对复杂疫情。依托于先进的自动化办公系统和 ERP（企业资源计划管理信息系统）管理系统，公司拥有完整的疾病监控系统。同时，基于完善的重大疾病的零汇报制度、常规疾病的周汇报和月汇报制度，公司总部实现了对分公司疾病发生情况进行密切监控，并对相关公司进行信息共享；对重要传染病流行规律实行实时监控制度，从而及时调整疫苗和区域性免疫方案；建立有完善的畜禽免疫程序和调整机制，每年定期调整免疫程序并下达生产单位，保证免疫效果达到最佳。辅助严密的生物安全体系及“全进全出”卫生消毒制度，保障畜禽大生产的稳定。截至 2016 年 9 月末，公司未发生过重大动物疫情。

总体看，公司具有严格的畜禽养殖疫病防治体系，实际执行情况良好。

## 六、经营分析

### 1. 经营概况

公司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、动物保健品制造、农牧设备制造等产业。公司采用紧密型“公司+农户（或家庭农场）”的产业链一体化经营

模式，产业链条较为完善，包括种苗繁殖、饲料配比加工、肉鸡和肉猪生产以及下游肉食品加工领域。

2013~2015年，公司主营业务收入分别为351.44亿元、380.01亿元和482.05亿元，占营业收入比重均达99%以上，主营业务突出。

表1 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2013年			2014年			2015年			2016年1~9月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
肉鸡	164.71	46.87	-2.69	171.26	45.07	15.56	180.49	37.44	13.88	134.03	30.72	12.05
肉猪	167.75	47.73	16.79	186.71	49.13	9.96	272.87	56.61	22.23	280.00	64.18	39.68
其他	18.98	5.40	4.38	22.04	5.80	11.59	28.68	5.95	29.62	22.22	5.10	31.71
合计	<b>351.44</b>	<b>100</b>	<b>6.99</b>	<b>380.01</b>	<b>100</b>	<b>12.58</b>	<b>482.05</b>	<b>100</b>	<b>19.54</b>	<b>436.26</b>	<b>100</b>	<b>30.79</b>

资料来源：公司提供

从收入结构上看，肉鸡、肉猪是公司收入和利润的主要来源。2013~2015年，随着H7N9流感疫情影响的逐渐消退，公司肉鸡销售恢复到正常水平，公司肉鸡收入总体持续增长，年均复合增长4.68%；同期，肉鸡收入占比分别为46.87%、45.07%和37.44%，肉鸡销售收入占公司主营业务收入比重持续下降。2013~2015年，受肉猪市场景气度回升影响，公司肉猪业务量价齐升，受此影响，公司肉猪销售收入的增幅远大于肉鸡销售收入增幅，年均复合增长27.54%；同期，公司肉猪销售收入占公司主营业务的比重分别为47.73%、49.13%和56.61%，逐年提高。公司其他业务主要以养鸭、养牛、动物保健品制造、肉食品加工、农牧设备制造为主，2013~2015年，公司其他业务收入逐年增长，其中2015年较上年大幅增长30.13%，主要系公司吸收合并大华农，合并增加的收入计入其他业务收入所致。

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。2013~2015年，公司肉鸡毛利率波动较大，其中，2014年，H7N9流感疫情影响逐渐消退，肉鸡销售毛利率由2013年的-2.69%转正至15.56%；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。公司肉猪毛利率近三年呈波动上升趋势，其中，2014年猪肉市场价格受行业周期性影响下降，公司肉猪销售毛利率为9.96%，同比下降6.83个百分点；2015年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%。2013~2015年，公司其他业务毛利率快速上升，主要系合并增加的动物保健品业务毛利率较高，以及H7N9流感影响逐步消除，肉鸭价格上升所致。

2016年1~9月，公司实现主营业务收入436.26亿元，占2015年全年的90.50%，其中肉鸡及肉猪分别实现收入134.03亿元和280.00亿元，占主营业务收入的比重分别为30.72%和64.18%，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12.05%，较2015年略有下降；受猪肉市场价格持续增长影响，肉猪销售毛利率为39.68%，较2015年大幅增长17.45个百分点。2016年1~9月，公司综合毛利率为30.79%，较2015年增长11.25个百分点。目前，肉猪业务已经成为公司重要的收入利润来源，在肉猪市场仍继续保持高景气行业周期的大环境下，有望对公司业绩形成有力支撑。

总体看，2013~2015年，公司主营业务收入持续增长，肉猪、肉鸡业务是公司收入和利润的主要来源，主营业务综合毛利率水平不断提升；2016年1~9月受益于肉猪市场行情持续上行，公司毛利率进一步提升。

## 2. 养殖产业

### (1) 采购

公司养殖业务生产成本主要由饲料原料成本（约占 70%）、委托农户养殖费用（约占 17%）和药物疫苗成本（约占 4%）等组成，其中饲料主要采购原料为玉米、豆粕、小麦、高粱等粮食以及添加剂。

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。公司以“集团集中采购”方式采购的原料主要包括大宗能量、蛋白、饲料添加剂等，如玉米、豆粕、小麦、油脂、氨基酸；采取“区域集中采购”方式采购的原料主要包括在公司下属分、子公司所在地生产的原料，如棉粕、菜粕等；原料主要用于公司的下设饲料厂进行饲料加工，加工后的饲料用于养殖基地种猪/种鸡养殖和农户商品猪/商品鸡养殖，2015 年，公司饲料生产产量为 960.30 万吨。

公司设立原料采购决策委员会，负责大宗原料的远期合同和大宗采购合同的计划制定、审批决策、统筹协调、执行监督等工作；拥有原料集中采购决策权和原料采购定价权，通过加强采购与配方联动，制定阶段性采购策略和采购方案，全面监督和指导下片区采购中心的业务操作。公司总部采购中心下设片区采购中心和各专业采购单位，负责执行决策委员会制定的大宗原料采购决策，与供应商签订采购合同。

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。随着公司养殖规模的扩大，原料采购量不断增加。2013~2015 年，公司玉米采购量持续下降，主要系高粱替代量不断上升所致。2013~2015 年，豆粕市场均价持续下降，公司豆粕采购量不断上升。

表2 公司主要原料采购量及采购价格（单位：万吨，元/吨）

项目	2013年		2014年		2015年	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
玉米	478.11	2,402	429.68	2,437	230.11	2,325
豆粕	83.81	4,070	101.07	3,640	160.39	2,865
高粱	--	--	105.28	2,166	302.20	2,151

资料来源：公司提供

2016 年 1~9 月，公司玉米采购量为 298.10 万吨，同比有所增加，主要系玉米采购均价较 2015 年下降 15.35%至 1,968 元；同期，公司豆粕采购量为 136.62 万吨，同比略有下降，豆粕采购均价较 2015 年变化不大；同期，公司高粱采购量为 178.91 万吨，同比有所下降，高粱采购均价较 2015 年下降 12.46%至 1,883 元。

2013~2015 年，公司采购集中度略有上升，基本维持在较低水平，前五名原材料供应商采购金额占主要原材料当期采购总额的比例分别为 19.16%、19.77%和 24.18%。2016 年 1~9 月，公司向前五名原材料供应商的采购金额占当期主要原材料采购总额的比重为 17.09%。

总体看，2013~2015 年，公司原材料采购量整体呈上升态势，采购均价整体呈下降态势；采购集中度较低。

## (2) 生产

公司拥有完整的肉猪、肉鸡繁育体系，推行“公司+农户（或家庭农场）”的产业分工合作模式。肉猪方面，公司以引进曾祖代种猪作为素材，以市场需求为导向开展及加强选育，通过养殖基地自行繁育祖代种猪和父母代种猪，并生产商品代猪苗供，将商品代猪苗交由合作农户（或家庭农场）养殖饲养；肉鸡方面，公司通过养殖基地自主培育曾祖代种鸡，并自行繁育祖代种鸡和父母代种鸡，将商品代鸡苗交由合作农户（或家庭农场）养殖饲养。

2015年，公司商品肉猪产量为1,535.06万头，较上年同比增长26.00%；商品肉鸡产量为7.44亿只，较上年同比增长6.74%。2015年，公司商品肉猪产能为1,684万头，产能利用率为91.16%，较上年同比增长10.07%；商品肉鸡产能为13.16亿只，较上年同比下降5.39%。

2015年，公司主要发展肉猪业务，大力推动高效工厂化猪场建设，2015年全年新增4个养猪一体化项目，新开工29个猪场项目，达产后可增商品猪产能300多万头。

### 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、山西、陕西等省（市、区）。

截至2015年末，公司拥有194家控股公司，遍布全国20多个省（市），完成全国性的生产布局。公司合计拥有350多个养殖生产基地。

### 种猪/种鸡繁育生产流程

#### ①种猪繁育流程

猪育种流程方面，公司从国外进口优秀种猪或从国内挑选具有特色的地方品种作为遗传素材，以生长性能、繁殖性能及体型性状为主要选育指标对素材进行纯系选育，培育出稳定遗传的纯种品系（曾祖代种猪）。随后，公司按照选培计划对曾祖代种猪进行选配，母猪约经114天妊娠后分娩；在仔猪出生后的1~2天内，根据仔猪质量和留种计划进行初生选留；在仔猪约55天龄时，根据生长表现等对其进行再次选留；在仔猪5~6月龄左右，体重达115千克时，对猪群进行生长速度、背膘厚、料肉比和眼肌厚度等性能指标的测定，并结合体型性状，完成选种。性能优秀的个体进入核心育种群，更新优化核心群，繁殖下一代，符合要求的优良个体用于繁育祖代种猪。

种猪繁育流程方面，公司根据性能目标和血缘对祖代种猪进行选配，母猪约经114天妊娠后分娩，在仔猪出生后的1~2天内，对仔猪进行初生选留；在仔猪约55天龄时，根据健康度和生长表现对其进行再次选留；在仔猪4月龄左右进行终测选留；性能优秀的个体按配套模式进行配套杂交，生产父母代种猪。

#### ②种鸡繁育流程

鸡育种流程方面，公司主要以国内地方优质品种作为育种素材，以肉用性能、外观性状和繁殖性能为主要选育指标，培育出遗传稳定的纯种品系，并对各纯种品系进行持续选育。随后，公司收集纯种品系核心群所产种蛋并运往孵化厂进行系谱孵化，待21天后雏鸡出壳，将雏鸡运往育雏舍饲养至5~6周龄，转往育成舍饲养至17~20周龄（因品种而异），再转到产蛋舍饲养至产蛋期结束。在各次转群之前以及在既定的选种日龄，公司都将对鸡群进行选种，选种主要依据其外观性状、体重、体尺、饲料转化率等指标的测定结果，选种所保留的优秀鸡只将作为核心群；核心群在产蛋期某特定时间段内产出的种蛋用于繁殖下一代核心群，其余时间产出的种蛋可以作为曾祖代种蛋。

种鸡繁育流程方面，公司收集祖代种蛋，经孵化出雏后成为祖代鸡群，同样要经过育雏、育成和产蛋过程，各阶段时间、周龄与育种流程相似。祖代鸡也要经过选种、测定；选留鸡群在产



蛋期将与另一品系的祖代鸡群按照配套模式进行配套杂交，生产父母代种蛋。

### 农户养殖

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，准确计算合作农户（或家庭农场）应得的委托养殖费用，在肉鸡及肉猪产品生产过程中承担不同的责任和义务，公司按内部流程定价和核算方式与农户进行结算，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。

2013~2015年，公司合作养殖农户数量分别为5.46万户、5.16万户和5.52万户。近年来，尽管行业景气度波动对公司经营产生了一定影响，但公司持续提升合作农户收益，提高了合作农户的积极性，巩固了公司发展基础。鸡养殖方面，2013~2015年，公司鸡养殖户的收入持续增长，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，2013~2015年公司猪养殖户的收入快速增长，近三年农户收益每头猪分别为161.93元、162.92元和215.79元。在市场行情波动的情况下，公司基本保持养殖户收益的稳定，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。随着公司持续扩张，考虑到未来新增合作农户数量不断增加，管控难度加大，公司仍面临一定的管理风险。

### 质量控制

公司按照农户猪舍/鸡舍规模与农户签订委托养殖合同。进苗前，农户须按公司统一标准完成猪舍/鸡舍与育雏用具的清洗消毒，准备好生产用具，并做好猪舍/鸡舍预温工作，随后参加公司的进苗前技术培训；公司服务部养户管理员现场检查农户准备工作达标后，准许其进苗。农户按照公司的排苗计划去养殖基地领取猪苗/鸡苗，农户和养殖基地工作人员共同清点猪苗/鸡苗数量并确认质量，双方无异议后，养殖基地工作人员将数据录入ERP系统，随后，公司与农户签订《食品安全承诺书》，农户承诺按照公司养殖操作规范进行养殖，全程使用公司提供的种苗、饲料、药物、疫苗，病死肉猪/肉鸡按照公司无害化处理规定进行处理，自觉接受公司并配合有关肉猪/肉鸡上市前相关检疫工作。

养殖管理方面，公司服务部养户管理员不定期到场检查猪舍/鸡舍环境；农户按照公司制定的用料标准去公司下设的饲料厂领取饲料后喂食肉猪/肉鸡，服务部养户管理员对农户进行料量监督和管理；生产技术部每月抽样检查养户饲养的肉猪/肉鸡抗体水平；肉猪/鸡群出栏前7天，公司抽样检测肉猪/肉鸡药物残留和抗体水平，经检测合格后方准出栏，确保出栏肉猪/上市肉鸡的质量和食品安全。

总体看，公司采取紧密型“公司+农户（或家庭农场）”的生产模式，合理布局养殖基地；通过提高合作农户收益，稳定公司产能。

### （3）销售

#### 销售情况

截至2015年末，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流感影响逐渐消退，市场恢复性增长所致；销售肉猪1,535万头，同比增长26.00%，主要系公司业务规模不断扩大，肉猪的出栏量大幅增长所致，肉猪和肉鸡产销率均为100%。2016年1~9月，公司上市肉鸡和肉猪分别为5.85亿只和1,231万头，分别占2015年公司全年上市量的78.63%和80.17%。

公司产品售价随行就市。2015年，随着养鸡产能恢复，市场供求关系发生变化，全年供应量总体大于需求量，肉鸡市场价格有所下降，肉鸡销售均价较2013年下降0.65元/斤至6.42元/斤；受价格进入新一轮上涨周期影响，公司肉猪销售均价较上年上升0.93元/斤至7.65元/斤；2016年1~9月，公司肉鸡销售均价小幅回落至5.94元/斤；肉猪销售均价继续上涨至9.56元/斤，较2015年涨幅高达1.91元/斤。

表3 2013~2015年公司销售情况（单位：万头、亿只、元/斤）

项目	2013年		2014年		2015年	
	销售量	平均售价	销售量	平均售价	销售量	平均售价
肉鸡	8.31	5.77	6.97	6.79	7.44	6.42
肉猪	1,013	7.31	1,218	6.72	1,535	7.65

资料来源：公司提供

销售模式方面，公司通过在全国设立分子公司，构建全国性营销网络，将产品直接销售给批发商、终端零售商及肉联厂等，由客户直接到公司及合作农户（或家庭农场）处拉货并分销至全国各地市场。公司销售区域主要集中在两广区域和华东区域，占比分别为57.84%、21.99%。货款结算方面，基本是款到发货，不占用公司营运资金。

公司销售客户集中程度较低。2013~2015年，公司前五名客户的销售金额占当期公司营业收入的比重分别为3.08%、6.47%和3.24%，维持在较低水平。2016年1~9月，公司向前五名客户的销售金额占当期公司营业收入的比重为3.16%。

物流方面，尽管公司销售网络众多，但公司销售主要集中在广东及广西地区，且两地区产品运输多由客户自行解决，加之公司养殖生产基地多靠近国道或省道，因此运输较为便利。

#### 疫病影响

疫病是影响畜牧业发展的重要因素，疫病期间禽畜死亡率大幅提升，短期量价齐跌，严重影响行业内企业的利润水平及农民的补栏积极性。自从2013年3月H7N9流感疫情发生后，家禽业销量和价格均大幅下降，据中国畜牧协会调查，2013年上半年，养殖产业直接经济损失超过600亿元。部分疫情发生地区关闭交易市场、消费者选择恐慌及产品流通受阻等多方面市场因素对公司业绩带来了较大影响。

公司作为中国养鸡行业的龙头企业，自1997年流感后一直对存栏鸡开展流感病毒检测工作，并形成了较好的应对机制。公司坚持“预防为主、防治结合、防重于治”的疾病防控原则，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，从管理体系上保证肉鸡疾病的有效防控，保证养禽业生产稳定；同时，公司建立了主要畜禽传染病的病原学、血清学检测方法和方案，具备快速分离鉴定各种病原的能力，并可在较短时间内研发出具有针对性的防控办法。

2013年，受H7N9的影响，公司策略性暂时限产，采取了调整养鸡生产计划，整体减产，加大肉鸡屠宰量，及时调整库存结构，增加新冻储，减少肉鸡业务损失等措施，产品销售规模略有下降，但仍保持行业领先地位，公司冻储仓容量约为6,000吨。进入2014年第二季度，随着流感疫情影响的逐步消除以及鸡肉价格的快速回升，公司恢复了肉鸡的供应规模，肉鸡业务盈利能力回升至较高水平。本次疫情对公司2013年和2014年一季度肉鸡业务业绩产生了较大影响，但随着流感疫情影响的减弱，公司肉鸡业务盈利快速回升，体现了公司作为大型畜牧养殖企业集团较强的抗风险能力。

总体看，2013~2015年，公司肉鸡销售量波动下降，销售均价波动上升；肉猪销售量稳步上

升，销售均价波动上升；公司销售网络布局较广，华南地区销售占比高；病疫对公司养殖业影响较大，公司在面对病疫时具备较强的抗风险能力。

### 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：动物保健品制造、肉食品加工、农牧设备制造、粮食采购等产业。公司其他业务主要以养鸭、养牛、动物保健品制造、肉食品加工、农牧设备制造为主，2013~2015年其他产业收入分别为18.98亿元、22.04亿元和28.68亿元，占比均在6%以内。

2015年，公司其他业务收入28.68亿元，主要由养鸭、养牛等其他养殖类业务收入12.91亿元（占比45.01%）、动物保健品收入7.03亿元（占比24.51%）、肉制品加工产品收入5.23亿元（占比18.24%）和原奶及奶制品收入3.34亿元（占比11.65%）构成。

2013~2015年，公司其他业务毛利率水平持续快速上升，由2013年的4.38%上升至2015年的29.62%，主要系合并增加的动物保健品业务毛利率较高，以及H7N9流感影响逐步消除，肉鸭价格上升所致。

2016年1~9月，养鸭、养牛、农牧设备制造、肉食品加工等收入为22.22亿元，占主营业务收入的比重仅为5.09%，毛利率为31.71%。

总体看，公司不断延伸养殖业上下游产业链的布局，以实现多元化发展，其中动物保健品业务毛利率较高，原奶及乳制品业务增长较快；但目前其他业务收入占比较小。

### 4. 经营效率

近年来，公司应收账款周转次数维持在较高水平，2013~2015年分别为427.19次、591.02次和379.40次，周转速度处于行业优秀水平；公司存货周转次数基本保持稳定，2013~2015年分别为4.57次、4.19次和4.55次，存货周转效率较高；总资产周转次数保持稳定，2013~2015年分别为1.54次、1.54次和1.66次。

从与同行业上市公司进行比较看，公司应收账款周转率、存货周转率、总资产周转率处于行业较高水平。公司应收账款周转率，处于行业领先水平，主要是公司销售产品的90%以上采用先款后货或现款现货（全额货款）收款方式，产品销售款回笼快，应收账款规模较低所致。公司存货中，肉猪、猪苗占比较高，在一定程度上影响了公司的存货周转率水平，公司存货周转率较肉鸡养殖企业较低，较肉猪养殖企业较高，整体周转速度较快。受紧密型“公司+农户（或家庭农场）”的轻资产养殖模式影响，公司总资产周转率高于行业平均水平。

表4 养殖行业上市公司2015年经营效率指标（单位：次）

证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
正邦科技	10.05	48.41	1.92
新希望	14.43	136.78	1.79
天邦股份	4.46	21.49	1.11
牧原股份	2.07	--	0.54
雏鹰农牧	2.24	10.48	0.41
<b>温氏股份</b>	<b>4.57</b>	<b>403.07</b>	<b>1.66</b>

资料来源：Wind 资讯

注：为便于同业比较，本表对比公司的数据引自 Wind，应收账款及存货计算均为净额口径，与本报告附表口径有一定差异。

总体看，公司经营效率水平高。

## 5. 主要投资

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，公司前五大在建项目未来投资额为 20.32 亿元。近年来，公司盈利能力较强，经营现金流较为充沛，投资资金主要来源于自有资金。

表5 截至2016年9月末公司前五大主要投资项目（单位：亿元，万头/年）

项目	计划总投资	已投资额	未来投资金额	预计投产时间	主要业务	设计年产能	预计年收益
宁阳温氏畜牧有限公司	4.20	0.00	4.20	2016年10月	肉猪养殖、销售	55万头	1.89
埔桥温氏畜牧有限公司	4.06	0.05	4.01	2017年3月	肉猪养殖、销售	60万头	2.14
旬邑温氏畜牧有限公司	4.41	0.03	4.38	2018年1月	肉猪养殖、销售	46万头	1.15
道县温氏畜牧有限公司	3.99	0.05	3.94	2017年11月	肉猪养殖、销售	50万头	1.25
温氏（朝阳）农牧有限公司	3.66	2.28	1.38	2013年8月	肉猪养殖、销售	50万头	1.00
<b>合计</b>	<b>20.32</b>	<b>2.41</b>	<b>17.92</b>	--	--	--	<b>7.43</b>

资料来源：公司提供

注：上述项目均为边生产边建设，而表中“预计投产时间”为第一批种猪进苗时间，为未满足生产时间；“预计年收益”为满足生产后预计年收益。

公司在建的前五大投资项目全部为肉猪养殖、销售，资金来源主要是自有资金，截至 2016 年 9 月末已投资 2.41 亿元，设计年总产能为 261 万头，预计达产后年收益为 7.43 亿元。

总体看，公司在建项目未来投资额较大，主要依赖自有资金进行建设；项目建成后，公司生产规模将进一步扩大，市场占有率有望进一步提高。

## 6. 重大事项

### 换股吸收合并大华农

2015 年 10 月 8 日，公司获得了中国证监会核发的《关于核准广东温氏食品集团股份有限公司吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司的批复》（证监许可[2015]2217 号）。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 43,524.74 万股吸收合并大华农。

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，是广东省动物保健品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。

吸收合并完成后，公司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，公司股票在深交所创业板上市流通。

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 362,524.74 万股，大华农股票同时终止上市。

### 拟非公开发行股票

2016 年 2 月，公司公布了非公开发行 A 股股票预案，拟向 2016 年度员工持股计划非公开发行不超过 36,699,851 股股票（含本数），发行价格为 31.48 元/股，募集资金总额不超过人民币 1,155,311,309.48 元，认购对象为温鹏程、温志芬、温均生、温小琼以及 2016 年度员工持股计划，



该发行方案于 2016 年 11 月 30 日经中国证监会核准通过。截至 2017 年 3 月 8 日，公司非公开发行 A 股股票尚未有其他进展。

表 6 公司 2016 年非公开发行 A 股募集资金投向（单位：亿元）

项目名称	总投资金额	拟使用募集资金金额
赤峰市松山区温氏农牧有限公司生猪养殖一体化一期项目	4.41	2.95
永寿温氏畜牧有限公司生猪养殖一体化项目一期	4.40	3.00
亳州温氏畜牧有限公司 50 万头生猪养殖建设项目	5.00	2.80
江永温氏畜牧有限公司一体化养猪建设项目	5.10	2.80
<b>合计</b>	<b>18.91</b>	<b>11.55</b>

资料来源：公司提供

公司通过此次非公开发行募集资金投资生猪一体化养殖项目，将进一步提高公司生猪养殖规模，提升主营业务竞争力以及资本实力。此外，员工持股计划参与非公开发行股票的认购，有利于提升公司治理水平，进一步完善公司与员工的利益共享机制，使员工的利益与公司的发展更紧密地结合，实现公司可持续发展。

#### 7. 未来发展

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；调整动物保健品产品结构，提高猪用保健品产品的市场份额；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。

总体看，公司未来发展战略明晰，发展导向明确。

### 七、财务分析

#### 1. 财务概况

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提供的 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（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；公司提供的 2016 年 1~9 月报表财务数据未经审计。公司经审计的财务报表按照财政部颁布的《企业会计准则-基本准则》、具体会计准则和其后颁布的企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定以及中国证券监督管理委员会《公开发行证券的公司信息披露编报规则第 15 号——财务报告的一般规定》（2014 年修订）披露规定。

从合并范围看，截至 2014 年末，公司合并范围新增监利温氏乳业有限公司、广东温氏乳业有限公司等 13 家子公司，减少广东温氏瑞昌食品有限公司等 4 家子公司。截至 2015 年末，公司合并报表范围增加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，广东大华农股份有限公司在吸收合并完成后已注销。截至 2016 年 9 月末，公司合并范围增加苍溪温氏畜牧有限公司等 39 家公司，此外，因注销或吸收合并原因减少广西兴业佳通物流有限公司等 3 家公司。2013~2015 年，公司合并财务报表范围有所变化，但由于新纳入合并范围的子公司规模均较小，公司主营业务未发生变化，公司财务数据可比性较强。

截至 2015 年末，公司合并资产总额 327.35 亿元，负债合计 97.05 亿元，所有者权益合计为

230.30 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 222.64 亿元。2015 年，公司实现营业收入 482.37 亿元，净利润 66.36 亿元，其中归属于母公司的净利润 62.05 亿元；经营活动产生的现金流量净额 93.03 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.26 亿元。

截至 2016 年 9 月末，公司合并资产总额为 397.99 亿元，负债合计 94.32 亿元，所有者权益合计为 303.68 亿元，其中归属于母公司的所有者权益为 293.75 亿元。2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 436.44 亿元，净利润 113.25 亿元，其中归属于母公司的净利润 108.37 亿元；经营活动产生的现金流量净额 114.34 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.92 亿元。

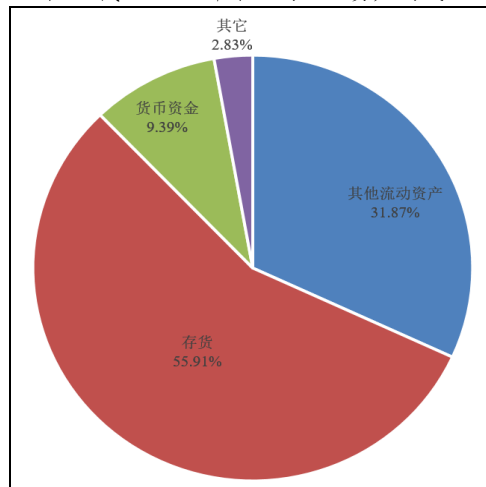
## 2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产规模持续增长，年均复合增长 16.93%，资产结构中非流动资产占比略高。截至 2015 年末，公司合并资产总额 327.35 亿元，其中流动资产占比 48.60%，非流动资产占比 51.40%，公司资产结构较为均衡。

### 流动资产

2013~2015 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 21.19%，主要系货币资金波动所致。截至 2015 年末，公司流动资产合计 159.08 亿元，较上年末增长 50.37%，主要货币资金和其他流动资产快速增长所致；公司流动资产中主要由货币资金（占比 9.39%）、存货（占比 55.91%）和其他流动资产（占比 31.87%）构成（如下图所示）。

图 9 截至 2015 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金大幅波动增长，年均复合增长 6.23%。截至 2015 年末，公司货币资金总额 14.93 亿元，较上年末增长 312.82%，主要系销售收入大幅增长所致。公司货币资金主要由银行存款（占比 94.17%）和其他货币资金（占比 5.63%）构成；其他货币资金主要为公司存入证券、期货账户的可用资金。公司货币资金中无使用受限情况。

2013~2015 年，公司应收账款大幅波动增长，年均复合增长 68.39%。截至 2015 年末，公司应收账款净额 1.81 亿元，较上年末增长 209.77%，增加部分主要为公司合并增加的动物保健品业务产生的应收货款。从账龄上看，1 年以内的应收账款占比 92.87%，1~2 年的应收账款占比 4.13%，其余应收账款账龄为 2 年以上，公司应收账款账龄分布比较集中，以短期为主。截至 2015 年末，公司应收账款坏账准备 0.12 亿元，计提比例为 6.25%。截至 2015 年末，公司应收账款前五名欠款单位欠款总额占应收账款余额的比例为 33.16%，集中度不高。

公司预付款项主要为预付原材料采购款。2013~2015年，公司预付款项持续下降，年均复合减少51.13%。截至2015年末，公司预付款项0.92亿元，较上年末下降23.64%，主要系当期预付原料款减少所致。从账龄上看，主要为1年以内的预付款为主（占比96.63%）；截至2015年末，公司预付款项前五名预付单位合计占账龄1年以内的预付款项的20.67%，集中度不高。

2013~2015年，公司其他应收款逐年下降，年均复合减少33.11%，主要系公司收回部分员工温氏科技园购房款所致。截至2015年末，公司其他应收款净额1.76亿元，较上年末下降29.60%，主要系公司收回部分员工温氏科技园购房款以及先前垫付合作农户（或家庭农场）鸡舍建造款所致。公司其他应收款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、备用金及往来款等。从账龄上看，1年以内的其他应收款占比52.14%，1~2年的其他应收款占比20.52%，其余账龄为2年以上，账龄分布相对分散，以短期为主；公司其他应收款坏账准备0.31亿元，计提比例为15.54%。截至2015年末，公司其他应收款前五名欠款单位欠款总额占其他应收款余额的比例为10.03%，集中度较低。

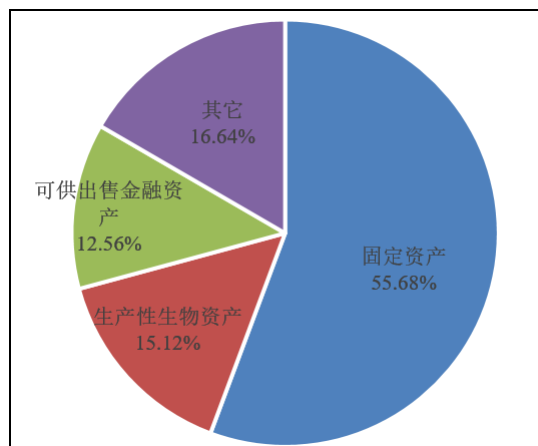
2013~2015年，公司存货逐年增长，年均复合增长7.93%。截至2015年末，公司存货88.95亿元，较上年末增长9.99%。公司存货主要由原材料（占比20.63%）、消耗性生产物资（占比75.83%）构成，其中消耗性生物资产主要包括种鸡蛋、种鸭蛋、鸡苗、鸭苗、猪苗、肉鸡、肉猪等生长中及存栏待售的牲畜。截至2015年末，公司对存货计提跌价准备金额为0.58亿元，计提比例为0.65%，主要为对消耗性生物资产计提的跌价准备。整体看，公司存货规模大，变现能力较强，但考虑到养殖行业存在周期性波动，公司仍存在一定的存货跌价风险。

2013~2015年，公司其他流动资产持续快速增长，年均复合增长163.91%。截至2015年末，公司其他流动资产50.70亿元，较上年末增长208.69%，主要系公司购买的理财产品大幅增长所致。公司购买的理财产品以短期、非保本浮动收益型银行理财产品为主，大部分理财产品收益率在3.50~4.50%之间，公司相关风控部门负责对理财资金的使用与保管情况进行监督。整体看，公司其他流动资产规模较大，流动性较强，但考虑到金融市场波动的影响，公司其他流动资产仍有一定的跌价风险。

### 非流动资产

2013~2015年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长13.29%，主要系公司可供出售金融资产、固定资产、生产性生物资产增加所致。截至2015年末，公司非流动资产合计168.27亿元，较上年末增长14.02%，主要系固定资产和生产性生物资产增加所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比12.56%）、固定资产（占比55.68%）、生产性生物资产（占比15.12%）构成。

图 10 截至 2015 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长 15.90%，其中，截至 2014 年末，公司可供出售金融资产较上年末大幅增长 38.16%，主要系公司认购的基金份额、上市公司非公开发行股份大幅增加所致。截至 2015 年末，公司可供出售金融资产 21.14 亿元，较上年末下降 2.77%，变动较小。截至 2015 年末，公司可供出售金融资产全部由可供出售权益工具构成，其中按公允价值计量的可供出售权益工具（公司持有的上市公司股份）占比 41.23%，按成本计量的可供出售权益工具（公司持有的对被投资单位不具有控制、共同控制或重大影响，且在活跃市场中没有报价、公允价值不能可靠计量的权益工具投资）占比 58.77%，均未计提资产减值准备。按成本计量的可供出售金融资产主要为公司对广东中科白云投资管理有限公司（1.15 亿元）、珠海市农村商业银行股份有限公司（4.46 亿元）、佛山市三水区农村信用合作联社（1.09 亿元）和招商湘江产业投资有限公司（1.00 亿元）等的投资构成。2013~2015 年，公司通过持有可供出售金融资产获得的投资收益整体快速增长，整体看，公司可供出售金融资产整体减值风险较小。

公司的长期股权投资均是对联营企业的投资，按权益法确认投资收益。2013~2015 年，公司长期股权投资逐年增长，年均复合增长 13.68%。截至 2015 年末，公司长期股权投资 3.69 亿元，较上年末增长 23.05%，主要系公司对珠海安赐文创壹号股权投资基金企业（有限合伙）增加投资所致；公司参股公司 5 家，其中公司对广东中科白云创业投资有限公司的股权投资金额为 2.82 亿元，在长期股权投资账面余额中占 76.46%。2013~2014 年，公司处置长期股权投资取得的投资收益分别为 0.26 亿元、0.20 亿元，2015 年公司无处置长期股权投资的投资收益；2015 年公司确认投资收益为 1.56 亿元，其中对广东中科白云创业投资有限公司确认投资收益 1.53 亿元。

公司固定资产主要由房屋及构筑物、生产设施及机械设备构成，其中房屋及构筑物主要包括公司繁育种猪、种鸡、猪苗、鸡苗及生产饲料的厂房及配套的办公楼、员工宿舍等；生产设施、机械设备主要包括鸡舍、猪舍相关设备、饲料厂及孵化厂生产设备等。2013~2015 年，公司固定资产持续增长，年均复合增长 22.27%，主要系公司为扩大生产规模而进行固定资产投资所致。截至 2015 年末，公司固定资产账面价值 93.70 亿元，较上年末增长 16.74%，主要系当期共计 14.83 亿元在建工程转固所致。截至 2015 年末，公司固定资产原值 137.40 亿元，其中，房屋及构筑物占 60.98%、生产设施占 15.35%、机械设备占 14.96%；公司计提固定资产累计折旧 43.70 亿元，固定资产成新率 68.19%，固定资产成新率一般；公司固定资产未出现减值迹象，未计提减值准备。公司有账面价值为 0.45 亿元的固定资产用于授信抵押，占全部固定资产比例为 0.48%，受限比例低。

2013~2015 年，公司在建工程波动下降，年均复合减少 22.70%，其中，截至 2014 年末，公司在建工程 7.71 亿元，较上年末减少 58.27%，主要系部分猪场工程、鸡场工程以及温氏科技园生活区住宅工程三期工程的完工所致，当年转入固定资产金额为 24.98 亿元。截至 2015 年末，公司在建工程 11.05 亿元，较上年末增长 43.19%，主要系公司为进一步提高产能，增加对饲料厂工程、猪场工程以及鸡场工程的投入所致，当年转入固定资产金额为 14.83 亿元。截至 2015 年末，公司在建工程主要项目包括猪场工程 6.08 亿元、饲料厂工程 1.44 亿元、温氏科技园生活区住宅工程 1.30 亿元以及办公楼工程 1.19 亿元。

2013~2015 年，公司生产性生物资产逐年增长，年均复合增长 12.90%。截至 2015 年末，公司生产性生物资产 25.44 亿元，较上年末增长 12.83%，主要系公司业务规模继续扩大，种猪存栏量增加所致。公司生产性生物资产全部采用成本计量，主要由种猪（占比 77.36%）、种鸡（占比 10.43%）和奶牛（占比 9.17%）构成。公司对生产性生物资产按照成本计量模式进行初始计量，截至 2015 年末，公司计提生产性生物资产累计折旧 3.26 亿元，占生产性生物资产原值的比例为



11.36%；公司所持生产性生物资产未出现减值迹象，未计提减值准备，但种鸡、种猪等易受突发疫病影响，存在一定的价值减损风险。

2013~2015年，公司无形资产持续增长，年均复合增长13.19%，主要系随着公司规模持续扩大，土地所有权相应增加所致。截至2015年末，公司无形资产7.10亿元，较上年末增长4.85%。公司无形资产主要由土地使用权（占比94.03%）和专利权（占比5.44%）构成。

截至2015年末，公司总资产中共有0.45亿元的固定资产和0.18亿元的投资性房地产使用权或所有权受限，合计受限金额为0.63亿元，占总资产的比例为0.19%，受限规模及受限比例较低。

截至2016年9月末，公司资产总额397.99亿元，较上年末增长21.58%，主要系公司经营规模持续扩张，存货、其他流动资产和固定资产增加所致；从构成看，流动资产占比48.29%，非流动资产占比51.71%，公司资产结构较2015年末变化较小。

总体看，近年来，公司资产规模持续增长，资产结构较为均衡。公司流动资产中，存货占比较大但变现能力较强；非流动资产以固定资产为主；公司整体资产质量良好，流动性较强。

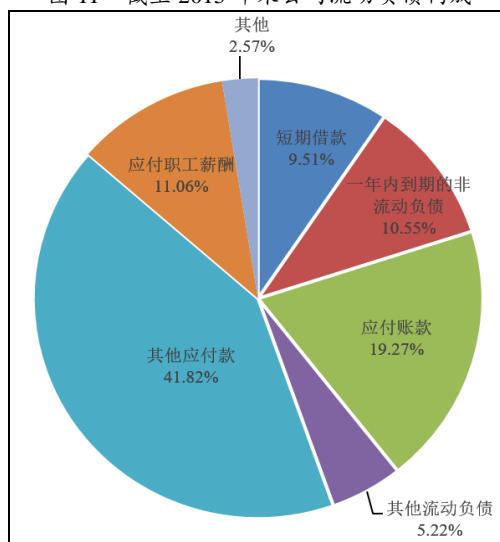
### 3. 负债及所有者权益

2013~2015年，公司负债规模年均复合下降7.10%，流动负债占比呈上升态势。截至2015年末，公司负债合计97.05亿元，其中流动负债占比98.60%，非流动负债占比1.40%，公司负债以流动负债为主。

#### 流动负债

2013~2015年，公司流动负债小幅波动下降，年均复合下降0.48%。截至2015年末，公司流动负债合计95.69亿元，较上年末增长5.02%；公司流动负债主要由短期借款（占比9.51%）、应付账款（占比19.27%）、应付职工薪酬（占比11.06%）、其他应付款（占比41.82%）、一年内到期的非流动负债（占比10.55%）和其他流动负债（占比5.22%）构成（如下图所示）。

图 11 截至 2015 年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年，公司短期借款持续大幅下降，年均复合减少49.69%。截至2015年末，公司短期借款9.10亿元，全部为信用借款，较上年末快速下降56.34%，主要系公司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。

2013~2015年，公司应付账款小幅波动下降，年均复合减少0.23%。截至2015年末，公司应付账款18.44亿元，较上年末增长20.06%，主要系公司业务规模扩大，相应原材料采购增加所致。公司应付账款主要由应付饲料原料款、药物疫苗款以及合作农户（或家庭农场）委托养殖费用构成。从账龄来看，公司应付账款账龄在一年以内的占比98.65%。

2013~2015年，公司应付职工薪酬持续增长，年均复合增长21.05%。截至2015年末，公司应付职工薪酬10.59亿元，较上年末增长43.02%，主要系公司经营业绩大幅增长，职工工资、奖金大幅增长所致。

2013~2015年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长19.88%。截至2015年末，公司其他应付款40.02亿元，较上年末增长32.55%，主要系公司经营规模扩大，合作养殖农户存放在公司的押金金额随之上升所致。公司其他应付款主要由应付专业户押金（占比90.08%）构成。

2013~2015年，公司一年内到期的非流动负债持续大幅增长，年均复合增长59.07%。截至2015年末，公司一年内到期的非流动负债10.09亿元，为公司1年内到期的应付债券（“13粤温氏MTN1”和“13粤温氏MTN002”）。截至2016年9月末，公司已全部付清该款项。

截至2015年末，公司其他流动负债4.99亿元，为公司于2015年6月17日发行的短期融资券“15粤温氏CP001”，已计入当期短期债务。截至2016年9月末，公司以付清该款项。

#### 非流动负债

2013~2015年，公司非流动负债持续大幅下降，年均复合下降70.71%，主要系应付债券大幅减少所致。截至2015年末，公司非流动负债合计1.36亿元，较上年末下降87.99%，主要系应付债券余额转入一年内到期的非流动负债所致；公司非流动负债主要由递延收益（占比82.29%）和递延所得税负债（占比14.36%）构成。

2013~2015年，公司应付债券持续大幅下降，截至2015年末，公司应付债券余额为零，主要系公司发行的“13粤温氏MTN1”和“13粤温氏MTN002”于2015年9月前到期，公司将其调整至一年内到期的非流动负债所致。

公司递延收益均为收到政府等机构的政府补助。2013~2015年，公司递延收益逐年增长，年均复合增长24.36%。截至2015年末，公司递延收益1.12亿元，较上年末增长46.61%。

公司递延所得税负债主要来自可供出售金融资产公允价值变动的应纳税暂时性差异。2013~2015年，公司递延所得税负债波动下降，年均复合下降0.49%。截至2015年末，公司递延所得税负债0.20亿元，较上年末减少66.81%，主要系公司可供出售金融资产公允价值变动形成的应纳税暂时性差异快速减少所致。

2013~2015年，公司全部债务持续大幅下降，年均复合减少33.44%。截至2015年末，公司全部债务24.30亿元，全部为短期债务。

从债务指标来看，2013~2015年，公司资产负债率持续降低，三年资产负债率分别为46.97%、40.43%和29.65%；同期，公司的全部债务资本化比率分别为30.17%、23.27%和9.55%。2013~2014年，公司长期债务资本化比率分别为10.51%和6.19%，2015年公司无长期债务。整体看，2013~2015年，公司债务负担持续减轻，整体债务负担轻。

截至2016年9月末，公司负债总额94.32亿元，较上年末减少2.82%，主要系流动负债减少所致，其中流动负债占比97.81%、非流动负债占比2.19%，公司负债结构较上年末变动较小。

截至2016年9月末，公司全部债务合计1.83万元，均为短期债务；公司资产负债率为23.70%，较上年末减少了5.95个百分点。公司整体债务负担进一步减轻。

总体看，公司负债以流动负债为主，债务以短期债务为主，公司债务规模持续下降，整体债

务负担轻，但债务结构有待改善。

#### 所有者权益

2013~2015年，公司所有者权益持续大幅增长，年均复合增长34.69%，主要系资本公积和未分配利润大幅增长所致。截至2015年末，公司所有者权益230.30亿元，较上年末增长52.58%，主要系股本、资本公积和未分配利润大幅增加所致，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年末，公司所有者权益中，归属于母公司所有者权益为222.64亿元，少数股东权益7.66亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占比16.28%、资本公积占比28.95%、盈余公积占比3.37%、未分配利润占比51.15%。公司未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。

截至2016年9月末，公司所有者权益303.68亿元，较上年末增长31.86%，主要来源于未分配利润68.50亿元的增加；其中，归属于母公司所有者权益中，股本占比14.81%、资本公积占比19.46%、未分配利润占比62.08%，公司未分配利润占比进一步提高。

总体看，公司所有者权益稳定性有待提高。

#### 4. 盈利能力

公司的营业收入主要来自肉猪养殖和肉鸡养殖，其中以肉猪养殖板块为主。2013~2015年，随着公司经营规模扩大，公司营业收入持续增长，三年分别为351.87亿元、380.40亿元和482.37亿元，年均复合增长17.08%，2015年较2014年同比增长26.81%；同期，公司营业成本持续增长，三年分别为327.14亿元、332.39亿元和387.96亿元，年均复合增长8.90%，2015年较2014年同比增长16.72%，公司营业收入增速高于同期营业成本增速。

从期间费用来看，2013~2015年，公司期间费用总额分别为20.98亿元、21.07亿元和31.19亿元，年均复合增长21.92%，高于营业收入的增速，主要系公司规模迅速扩张，管理费用随之增长所致。从费用构成来看，2013~2015年公司销售费用、管理费用占比波动上升，财务费用占比波动下降。2015年公司费用总额31.19亿元，较上年增长48.01%，其中销售费用占比14.99%、管理费用占比81.81%、财务费用占比3.20%，管理费用占比较高，对公司盈利水平影响较大。2013~2015年，公司费用收入比较为稳定，三年分别为5.96%、5.54%和6.47%。整体看，公司费用控制能力较强。

2013~2015年，公司投资收益分别为3.05亿元、1.01亿元和4.91亿元，占同期利润总额的比例为44.97%、3.44%和7.34%，波动较大，2014~2015年投资收益所占比例较小；2015年，公司投资收益较上年同比大幅增长388.51%，主要来自于可供出售金融资产、长期股权投资的投资收益以及处置可供出售金融资产等取得的投资收益。

从利润构成来看，2013~2015年，公司利润总额主要来自于主营业务产生的经营性利润，三年分别为6.78亿元、29.19亿元和66.89亿元，年均复合增长214.15%，主要受猪肉市场行情上行以及公司经营规模快速扩张所致。2013~2015年，公司营业外收入占利润总额比重分别为31.17%、7.24%和2.21%，其中2013年，受H7N9流感疫情影响，市场景气度下行，公司主营业务利润贡献度下降，使得以政府补助为主的营业外收入占利润总额比重较大。2013~2015年，公司实现净利润分别为6.09亿元、28.77亿元和66.36亿元（其中归属于母公司所有者的净利润分别为5.53亿元、26.64亿元和62.05亿元）。

从盈利指标来看，2013~2015年，公司营业利润率、总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率均呈上升趋势，其中公司营业利润率分别为6.99%、12.60%和19.55%，总资本收益率分别

为 4.91%、17.00% 和 30.33%，总资产报酬率分别为 4.07%、13.23% 和 23.75%，净资产收益率分别为 4.65%、20.71% 和 34.82%。与国内同行业其他主要上市公司比较，公司营业利润率处于行业较高水平，总资本收益率和总资产报酬率均处于行业领先水平。

表 7 2015 年主要养殖业上市公司盈利指标情况 (单位: %)

证券简称	净资产收益率 (平均)	总资产报酬率	营业利润率
牧原股份	21.79	12.79	16.83
天邦股份	13.42	9.17	5.05
正邦科技	12.11	6.37	1.71
雏鹰农牧	6.24	4.91	1.42
新希望	12.00	9.93	5.11
<b>温氏股份</b>	<b>33.71</b>	<b>23.28</b>	<b>13.93</b>

资料来源: Wind 资讯

注: Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异, 为便于与同行业上市公司进行比较, 本表相关指标统一采用 Wind 资讯数据。

2016 年以来, 随着肉猪价格持续上涨, 公司经营规模持续扩大, 公司整体经营业绩继续保持着良好的经营状况。2016 年 1~9 月, 公司实现营业收入 436.44 亿元, 占 2015 年全年营业收入的 90.48%; 利润总额 114.24 亿元, 为 2015 年全年利润总额的 1.71 倍; 净利润 113.25 亿元, 为 2015 年全年净利润的 1.71 倍; 其中归属于母公司所有者的净利润 108.37 亿元, 为 2015 年全年的 1.75 倍。

总体看, 公司营业收入规模持续增长, 盈利能力不断提高, 处于行业领先水平; 公司期间费用控制能力较强。

#### 5. 现金流

从经营活动情况来看, 2013~2015 年, 公司经营活动产生的现金流入量持续上升, 三年分别为 357.92 亿元、377.31 亿元和 479.02 亿元, 年均复合增长 15.69%, 主要系公司经营规模扩大, 销售商品、提供劳务收到的现金增长所致。2013~2015 年, 公司经营活动产生的现金流出量分别为 339.47 亿元、331.60 亿元和 385.99 亿元, 波动上升, 年均复合增长 6.63%, 其中, 2014 年公司经营活动现金流出量较上年小幅下降 2.32%, 主要系购买商品、接受劳务支付的现金减少所致; 2015 年公司经营活动现金流出量较上年大幅增长 16.40%, 主要系公司经营规模迅速扩大, 购买商品、接受劳务支付的现金增加所致。购买商品、接受劳务支付的现金增幅低于销售商品、提供劳务收到的现金增幅, 受此影响, 2013~2015 年, 公司经营活动产生的现金流量净额持续增长, 三年分别为 18.45 亿元、45.72 亿元和 93.03 亿元, 年均复合增长 124.56%。从收入实现质量来看, 2013~2015 年, 公司现金收入比分别为 99.32%、98.49% 和 98.37%, 现金收入质量较好, 公司销售回款能力较强。

从投资活动情况来看, 2013~2015 年, 公司投资活动产生的现金流入量分别为 30.46 亿元、17.25 亿元和 18.83 亿元, 波动下降, 其中, 2014 年公司投资活动现金流入量较上年大幅下降 43.37%, 主要系公司收回理财产品使得投资本金减少所致; 2015 年公司投资活动现金流入量较上年增长 9.14%, 主要系公司处置种畜禽收到的现金增加所致。2013~2015 年, 公司投资活动产生的现金流出量分别为 56.98 亿元、54.44 亿元和 79.79 亿元, 波动上升, 其中, 2014 年公司投资活动现金流出量较上年小幅下降 4.45%, 主要系公司放缓固定资产等投资所致; 2015 年公司投资活动现金流出量较上年大幅增长 46.56%, 主要系公司为扩大经营规模、提升产能, 大幅增加投资所致。受上



述因素影响，2013~2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额呈现净流出状态，三年分别流出 26.52 亿元、37.19 亿元和 60.96 亿元。

2013~2015 年，公司筹资活动前现金流分别为-8.07 亿元、8.53 亿元和 32.07 亿元。公司筹资活动前现金流流入规模逐年扩大，公司对外筹资压力持续降低。

从筹资活动情况来看，2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流入量持续下降，三年分别为 46.39 亿元、44.90 亿元和 27.89 亿元，年均复合下降 22.47%，主要系公司减少银行借款所致。2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流出量分别为 42.00 亿元、63.05 亿元和 59.74 亿元，波动上升，其中，2014 年公司筹资活动现金流出量较上年大幅增长 50.14%，主要系公司偿还到期债务增加所致；2015 年公司筹资活动现金流出量较上年小幅下降 5.25%，主要系到期债务减少所致。受上述因素影响，2013~2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额持续下降，三年分别为 4.40 亿元、-18.15 亿元和-31.86 亿元。

2016 年 1~9 月，公司经营活动现金流净额 114.34 亿元，投资活动现金流净额-74.48 亿元，筹资活动现金流净额-45.83 亿元。

总体看，2013~2015 年，公司经营活动净现金流入规模持续大幅增长，收入实现质量较好；经营获取现金对投资支出缺口的覆盖能力持续增强，对外筹资压力较小。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2013~2015 年，随着流动资产的波动增长，公司流动比率总体呈上升趋势，三年分别为 1.12 倍、1.16 倍和 1.66 倍，流动资产对流动负债的覆盖能力较强。由于公司存货占比较大且流动负债规模较大，公司速动比率处于较低水平，2013~2015 年，公司速动比率分别为 0.33 倍、0.27 倍和 0.73 倍。2013~2015 年，公司现金短期债务比分别为 0.41 倍、0.12 倍和 0.61 倍，波动上升，主要系公司减小筹资力度使得短期债务规模下降所致。考虑到公司其他流动资产规模较大，多为理财产品，流动性较强，整体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债指标来看，2013~2015 年，公司资产负债率分别为 46.97%、40.43%和 29.65%，资产负债率水平较低。2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为 24.29 亿元、45.31 亿元和 84.52 亿元，持续增长，年均复合增长 86.53%，主要系利润总额增长所致。2013~2015 年，公司 EBITDA 构成较稳定，其中 2015 年 EBITDA 由利润总额（占比 79.14%）、计入财务费用的利息支出（占比 2.46%）、折旧（占比 17.12%）和摊销（占比 1.28%）构成。2013~2015 年，公司 EBITDA 利息保障倍数分别为 9.72 倍、13.33 倍和 40.60 倍，EBITDA 全部债务比分别为 0.44 倍、0.99 倍和 3.48 倍，EBITDA 对利息的保障能力强，对全部债务的覆盖程度高。整体看，公司长期偿债能力强。

截至 2016 年 9 月末，公司无对外担保。

截至 2016 年 9 月末，公司共获得商业银行累计授信总额 112.28 亿元，均为未使用额度，公司间接融资渠道畅通。此外，公司于 2015 年 11 月，吸收合并大华农实现整体上市，股票简称“温氏股份”，股票代码“300498”，公司已具备直接融资渠道。

截至 2016 年 9 月末，公司不存在重大未决诉讼。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1044532100001300D），截至 2017 年 2 月 14 日，公司有 2 笔关注类贷款，主要是因为中国农业银行系统原因，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。

## 八、本期公司债偿债能力分析

### 1. 本期公司债的发行对目前负债的影响

截至 2016 年 9 月末，公司全部债务 1.83 万元，本期拟发行公司债额度为 6.00 亿元，相对于公司全部债务规模而言，总发债额度较大，预计对公司债务水平影响较大。

以 2016 年 9 月末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 1.94%、1.94% 和 24.83%，分别较发行前提高 1.94 个百分点、1.94 个百分点和 1.13 个百分点，公司的债务负担略有加重，但仍处于低水平。

### 2. 本次公司债偿债能力分析

以 2015 年末相关财务数据为基础，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量分别为本次公司债券发行额度（6 亿元）的 14.09 倍和 79.84 倍。EBITDA 与经营现金流入量对本次债券的覆盖程度很高；经营活动现金净流量为 93.03 亿元，对本次债券覆盖程度高。

综合以上分析，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具有很强的竞争优势，能够通过持续经营取得较高的盈利水平，联合评级认为，公司对本次债券的偿还能力很强。

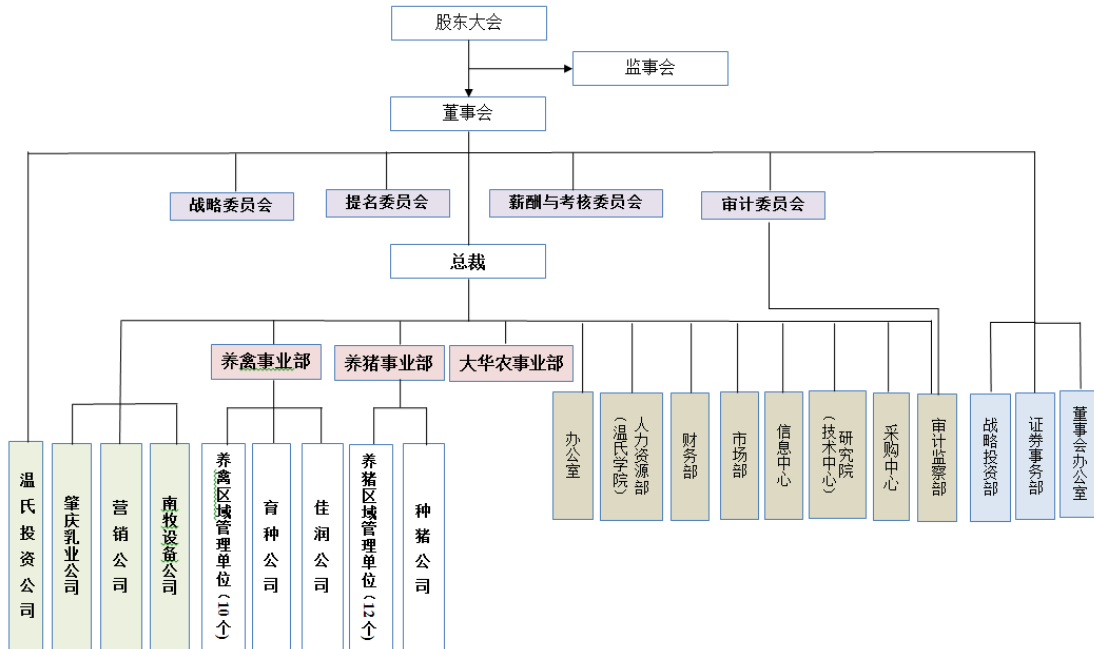
## 九、综合评价

公司作为国内养殖行业龙头企业，在行业地位、经营规模、养殖技术、商业模式及盈利能力等方面具备的综合优势。近年来，公司资产规模持续增长，债务负担轻，盈利能力处于行业领先水平，经营性净现金流持续保持大规模净流入态势；2015 年 11 月公司通过换股吸收合并广东大华农动物保健品股份有限公司实现整体上市，进一步提升了抗风险能力。同时，联合评级也关注到养殖行业面临的市场风险和疫情风险较大、饲料原材料价格波动等因素对公司经营产生的不利影响。

目前肉猪养殖业仍保持在高景气周期，市场价格处于较高价位。未来，公司将在稳定发展养鸡业务的前提下，加速扩大养猪规模，经营业绩有望继续保持增长。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

综合上述因素，基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本期债券到期不能偿还的风险极低。

## 附件 1 广东温氏食品集团股份有限公司 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 12 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、秦晋区域养猪公司。

## 附件 2 广东温氏食品集团股份有限公司 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
资产总额 (亿元)	239.42	253.37	327.35	397.99
所有者权益 (亿元)	126.95	150.94	230.30	303.68
短期债务 (亿元)	39.95	35.82	24.30	0.00
长期债务 (亿元)	14.91	9.96	0.00	0.00
全部债务 (亿元)	54.86	45.78	24.30	0.00
营业收入 (亿元)	351.87	380.40	482.37	436.44
净利润 (亿元)	6.09	28.77	66.36	113.25
EBITDA (亿元)	24.29	45.31	84.52	--
经营性净现金流 (亿元)	18.45	45.72	93.03	114.34
应收账款周转次数 (次)	427.19	591.02	379.40	--
存货周转次数 (次)	4.57	4.19	4.55	--
总资产周转次数 (次)	1.54	1.54	1.66	1.20
现金收入比率 (%)	99.32	98.49	98.37	97.82
总资本收益率 (%)	4.91	17.00	30.33	40.76
总资产报酬率 (%)	4.07	13.23	23.75	31.64
净资产收益率 (%)	4.65	20.71	34.82	42.42
营业利润率 (%)	6.99	12.60	19.55	30.75
费用收入比 (%)	5.96	5.54	6.47	4.81
资产负债率 (%)	46.97	40.43	29.65	23.70
全部债务资本化比率 (%)	30.17	23.27	9.55	0.00
长期债务资本化比率 (%)	10.51	6.19	0.00	0.00
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.72	13.33	40.60	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.44	0.99	3.48	--
流动比率 (倍)	1.12	1.16	1.66	2.08
速动比率 (倍)	0.33	0.27	0.73	1.01
现金短期债务比 (倍)	0.41	0.12	0.61	53,725.07
经营现金流动负债比率 (%)	19.09	50.17	97.22	123.95
EBITDA/本期发债额度 (倍)	4.05	7.55	14.09	--

注：2016 年 1-9 月财务数据未经审计



### 附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(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) <sup>1/(n-1)</sup> -1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[ (期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[ (期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出)/[(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务)/2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出)/[(期初总资产+期末总资产)/2]×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益)/2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本)/主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
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
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
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/(资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本期公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券到期偿还额

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。

## 联合信用评级有限公司关于 广东温氏食品集团股份有限公司 2017 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年广东温氏食品集团股份有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

广东温氏食品集团股份有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。广东温氏食品集团股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。联合评级将密切关注广东温氏食品集团股份有限公司的相关状况，如发现广东温氏食品集团股份有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如广东温氏食品集团股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至广东温氏食品集团股份有限公司提供相关资料。

跟踪评级结果将同时报送广东温氏食品集团股份有限公司、监管部门、交易机构等。若需在本公司和交易所等网站公布，交易所网站公布时间不晚于本公司等网站。

