

# 跟踪评级公告

联合[2017]447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发行的“17 温氏 01”进行了跟踪评级，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发行的“17 温氏 01”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：周旭

二零一七年五月二十二日

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

## 公司债券 2017 年跟踪评级报告

### 主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

### 债项信用等级

债券简称	发行规模	发行期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 温氏 01	5 亿元	3+2 年	AAA	AAA	2017 年 3 月 13 日

跟踪评级时间：2017 年 5 月 22 日

### 主要财务数据：

#### 发行人

项 目	2015 年	2016 年	17 年 3 月
资产总额 (亿元)	327.35	414.38	430.55
所有者权益 (亿元)	230.30	313.79	329.45
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	4.96
全部债务 (亿元)	24.30	0.00	9.96
营业收入 (亿元)	482.37	593.55	128.03
净利润 (亿元)	66.36	122.38	14.72
EBITDA (亿元)	84.52	141.72	--
经营性净现金流 (亿元)	93.03	146.53	9.56
营业利润率 (%)	19.55	28.14	17.72
净资产收益率 (%)	34.82	44.98	--
资产负债率 (%)	29.65	24.27	23.48
全部债务资本化比率 (%)	9.55	0.00	2.93
流动比率 (倍)	1.66	1.88	1.97
EBITDA 全部债务比 (倍)	3.48	--	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	40.60	269.56	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	16.90	28.34	--

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、公司 2017 年 1 季报未经审计，相关指标未予年化；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、本报告将其其他流动负债调整至短期债务核算。

### 评级观点

2016 年，广东温氏食品集团股份有限公司（以下简称“温氏股份”或“公司”）延续以紧密型“公司+农户（或家庭农场）”为核心经营模式。受行业利好及公司经营规模扩大等多方面因素的影响，2016 年公司营业收入及净利润较上年实现大幅增长，公司作为国内养殖行业龙头企业，继续保持其在行业地位、经营规模、养殖技术、商业模式及盈利能力等方面的综合优势。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“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、环保成本上升等因素对公司经营产生的不利影响。

目前，我国肉猪养殖业仍保持高景气周期，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。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“17 温氏 01”的债项信用等级为“AAA”。

### 优势

1. 2016 年，公司仍作为国内养殖行业龙头，延续其紧密型“公司+农户（或家庭农场）”经营模式，养殖规模进一步扩大，截至 2016 年底，合作农户增加至 5.86 万户，较上年底增长 6.16%。

2. 2016 年，受公司加速扩张肉猪养殖规模，且肉猪养殖业仍保持高景气周期，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。

3. 公司资产质量良好，负债处于较低水平；同时，公司货币资金充足，对流动负债的覆盖程度高。

4. 目前，公司非公开发行股票事宜已经

证监会审核通过；未来若非公开发行股票顺利进行，公司资本实力有望得以增强。

#### 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. 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

刘亚利

电话：010-85172818

邮箱：lyl@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

除因本次跟踪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跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（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：

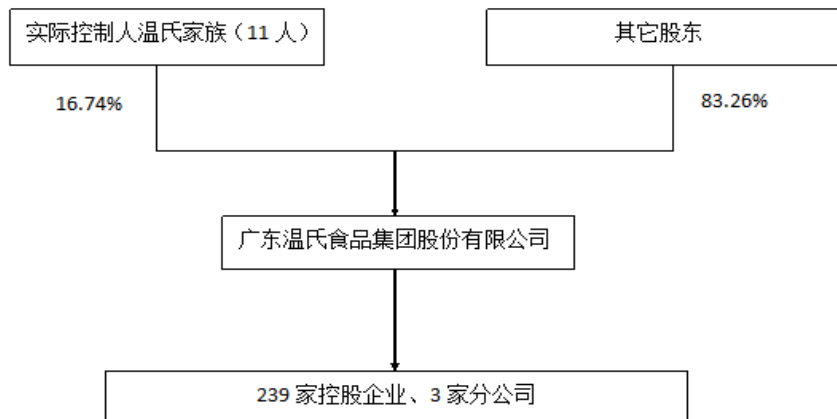


## 一、主体概况

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”，于1993年由温鹏程等46位自然人出资组建成立。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”），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，股权结构未发生变化。（见下图）。

图1 截至2016年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围包括：本企业自产产品及相关技术的出口业务和生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进口业务、本企业的进料加工和“三来一补”业务（按【99】外经贸政审函字第951号文经营）。生产、加工、销售：禽畜、罐头食品、冷冻食品、肉食制品、饲料；农业科学研究与试验发展，相关技术的检测、推广、培训（上述项目由分支机构凭许可证经营）（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年底，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），公司职能部门设置未发生变化。2016年，公司合并范围有所变化，具体来看，新增纳入合并范围的公司49家，全部为新设成立；不再纳入合并范围的公司4家，其中注销2家，吸收合并后注销1家，股权全部转让1家。截至2016年底，公司在职工共49,314名，人员数量较上年末有所增加。

截至2016年底，公司合并资产总额414.38亿元，负债合计100.59亿元，所有者权益（含少数股东权益）313.79亿元，其中归属于母公司所有者权益合计304.61亿元。2016年，公司实现营业收入593.55亿元，净利润（含少数股东损益）122.38亿元，其中归属于母公司净利润117.90亿元；经营活动现金流量净额为146.53亿元，现金及现金等价物净增加额为-7.02亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额430.55亿元，负债合计101.11亿元，所有者权益（含

少数股东权益) 329.45 亿元, 其中归属于母公司所有者权益合计 320.24 亿元。2017 年 1~3 月, 公司实现营业收入 128.03 亿元, 净利润(含少数股东损益) 14.72 亿元, 其中归属于母公司净利润 14.73 亿元; 经营活动现金流量净额为 9.56 亿元, 现金及现金等价物净增加额为 2.16 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: 温志芬。

## 二、债券发行情况及募集资金使用

公司基础发行规模为 3 亿元, 可超额配售不超过人民币 3 亿元(含 3 亿元) 公司债券获得中国证券监督管理委员会证监许可【2016】596 号文核准, 于 2017 年 3 月 20 日发行。经深交所同意, 本期债券于 2017 年 5 月 11 日起在深交所挂牌交易, 简称为“17 温氏 01”, 证券代码 112506, 发行规模为 5 亿元人民币, 期限为 5 年, 附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资人回售选择权, 第 1~3 年的票面利率为 4.60%。

本期债券募集资金总额 5 亿元, 扣除发行费用之后的净募集资金 4.96 亿元, 主要用于补充流动资金。截至 2017 年 3 月 31 日, 公司募集资金专户剩余 0.00 亿元。

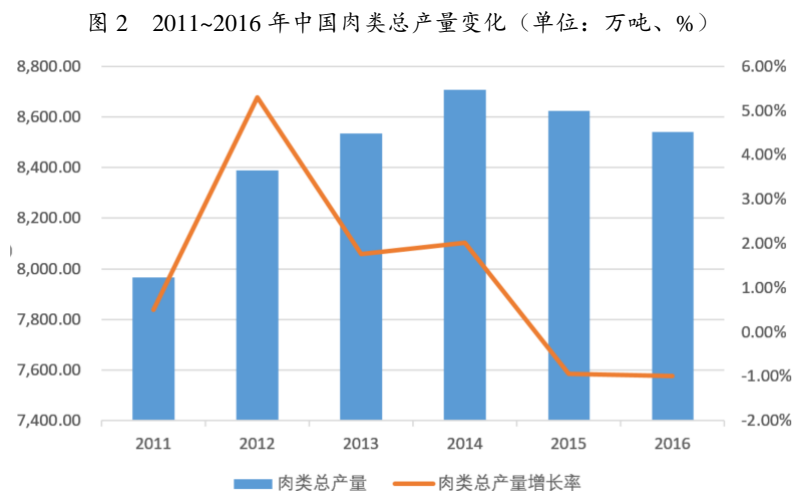
本期债券付息日为存续期内每年的 3 月 20 日, 截至本报告出具日, “17 温氏 01” 尚未到第一个付息日。

## 三、行业分析

2016 年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, 较上年无变化。

### 1. 行业概况

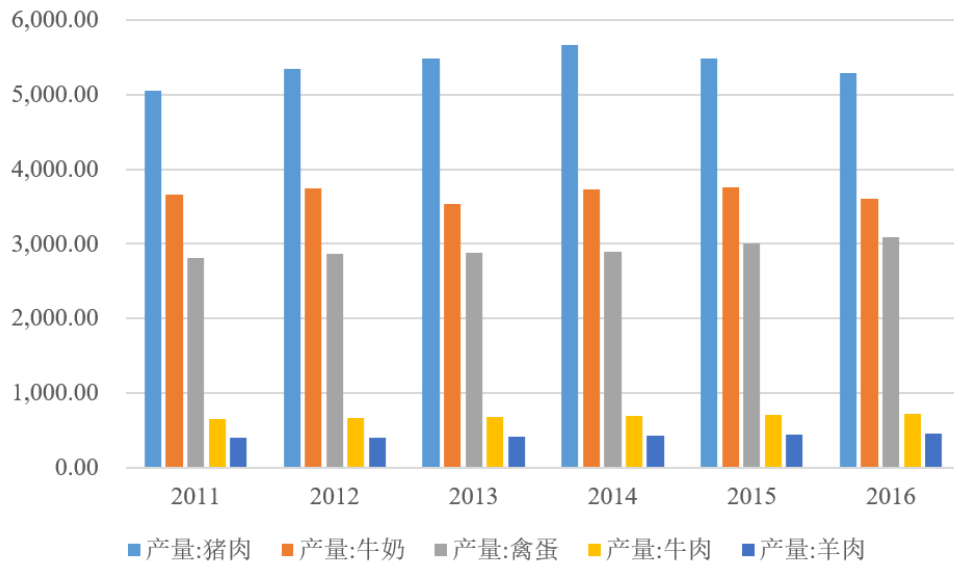
畜牧业是农业的重要组成部分, 其上游行业是种植、饲料等行业, 养殖是其重要的中游环节, 下游行业是肉食屠宰、加工行业。2016 年, 我国畜牧业继续推进转变发展方式, 提质增效。此外, 国家稳步推进了畜牧业供给侧结构性改革, 以稳生猪、促牛羊、兴奶业为重点的畜牧业结构调整迈出坚实步伐。2016 年, 肉类总产量 8,540 万吨, 较上年下降 1.0%。



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;

牛奶和禽蛋产量位列二、三位；牛、羊肉由于规模化生产程度较低，产量难以实现突破。受能繁母猪存栏长时间处于低位，补栏进度偏慢等因素的影响，2016年猪肉产量5,299万吨，较上年下降3.4%；中国牛奶产量受制于消费需求的疲软，2016年牛奶产量3,602万吨，较上年下降4.1%；2016年四季度受近人感染H7N9病例增多等因素影响，中国禽蛋产量增速趋于平缓，2016年禽蛋产量3,095万吨，较上年增长3.2%。

图3 2011~2016年中国主要畜产品产量（单位：万吨）



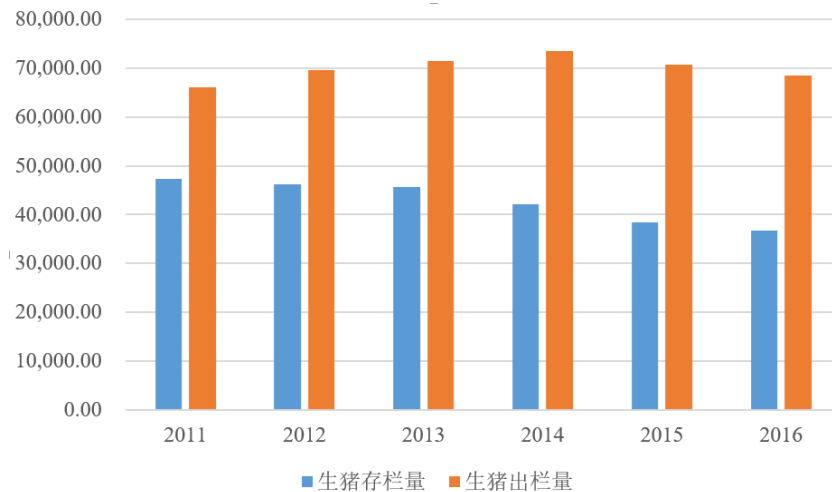
资料来源：Wind 资讯

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，2016年猪肉产量稳居各畜产品之首，奶类和禽蛋产量位列二、三位；肉类总产量有所下降，主要系生猪存栏量长时间处于低位所致。

## 2. 肉猪养殖

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。2011~2016年，生猪存栏量呈下降趋势；同期，生猪出栏量呈现波动态势。2016年生猪出栏68,502万头，较上年下降3.28%；截至2016年底，生猪存栏量36,733万头，较上年底减少4.48%，加之气候和疫情等因素的影响，2016年中国猪肉平均价格在时隔四年后再度突破30元/公斤，最高达31.56元/公斤。

图4 2011~2016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

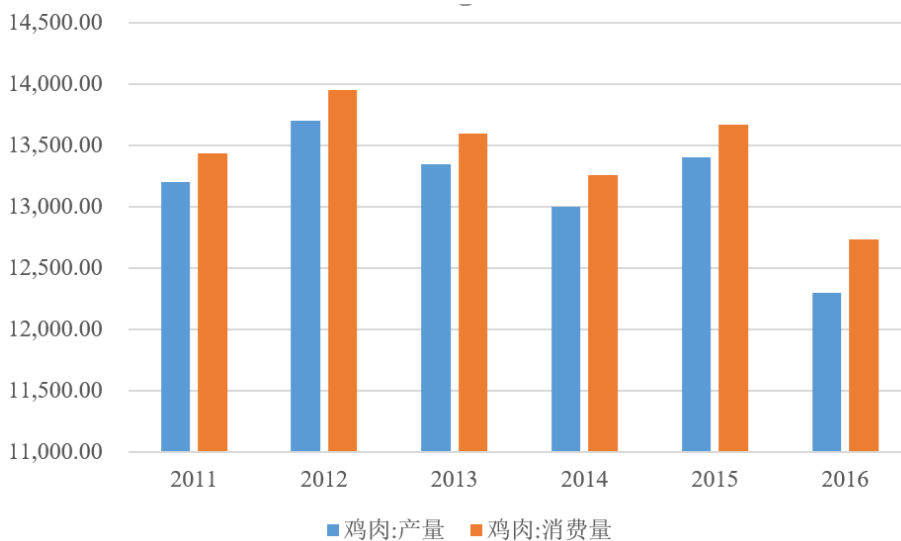
总体看，2016年我国肉猪养殖行业供给偏紧局面持续；随着小规模养殖户逐步退出生猪养殖行业，我国生猪的规模化养殖正在逐步形成。

### 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。2016年鸡肉消费需求整体不旺，特别是四季度受供应充足、人感染H7N9病例增多等因素影响，2016年我国鸡肉产量12,300万吨，较上年下降8.21%，鸡肉消费量13,668万吨，较上年下降6.86%。

图5 2011~2016年中国鸡肉产量与鸡肉消费量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind 资讯

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。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。

总体看，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。

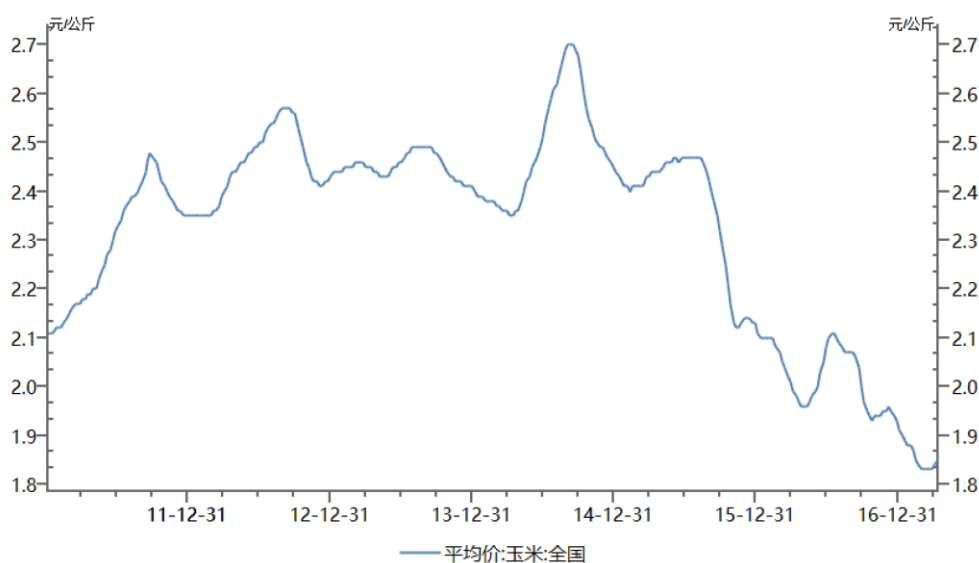
#### 4. 行业上下游

##### (1) 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。

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，尽管国家采取调减玉米种植面积等措施，但玉米库存仍然偏大，市场供应充足，加上生猪养殖复产进程偏慢，玉米价格全年处于低位运行。

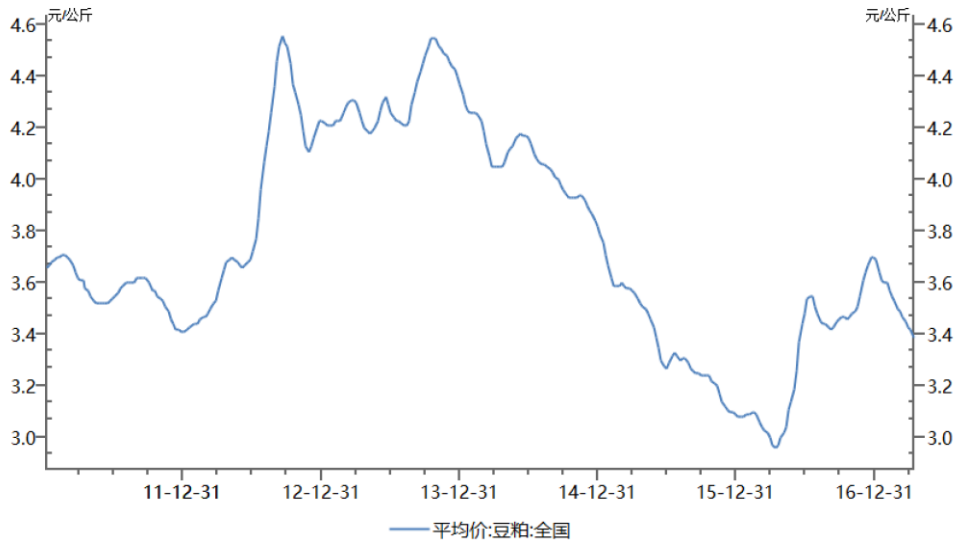
图6 2011~2016年我国玉米收购平均价情况（单位：元/公斤）



数据来源：农业部，wind 资讯。

从豆粕价格来看，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。2016 年受南美大豆产区天气原因、超限导致物流成本上涨、原料进口大豆到港延误、环保整顿等多重因素的影响，豆粕价格较 2015 年有所增长。

图7 2011~2016年我国豆粕收购平均价情况（单位：元/公斤）



数据来源：农业部，wind 资讯。

总体看，2016 年饲料占比较大的玉米价格持续下降，占比较小的豆粕较上年价格有所增长，综合来看，饲料价格维持低位，一定程度上缓解了养殖企业的生产成本压力。

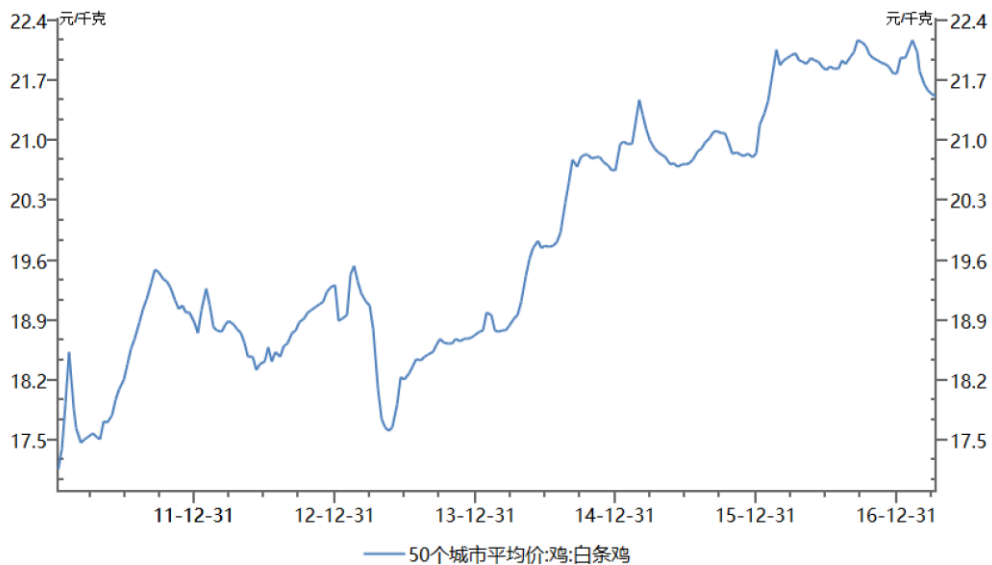
## （2）下游需求

### 鸡肉

2016 年，我国鸡肉消费量为 12,730 千吨，较上年下降了 6.86%。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，以消费量占比较大的白条鸡为例，2016 年第一季度，受产能削减效应显现的影响，鸡肉价格快速上涨，并于 2 月中旬至高点 22.06 元/千克，随后在高位徘徊，于 9 月末达到年内最高位 22.15 元/千克。第 4 季度，出栏量增加、受人感染 H7N9 流感影响，价格下跌至 21.78 元/千克。

图8 2011~2016年我国50个城市白条鸡平均价情况（单位：元/千克）

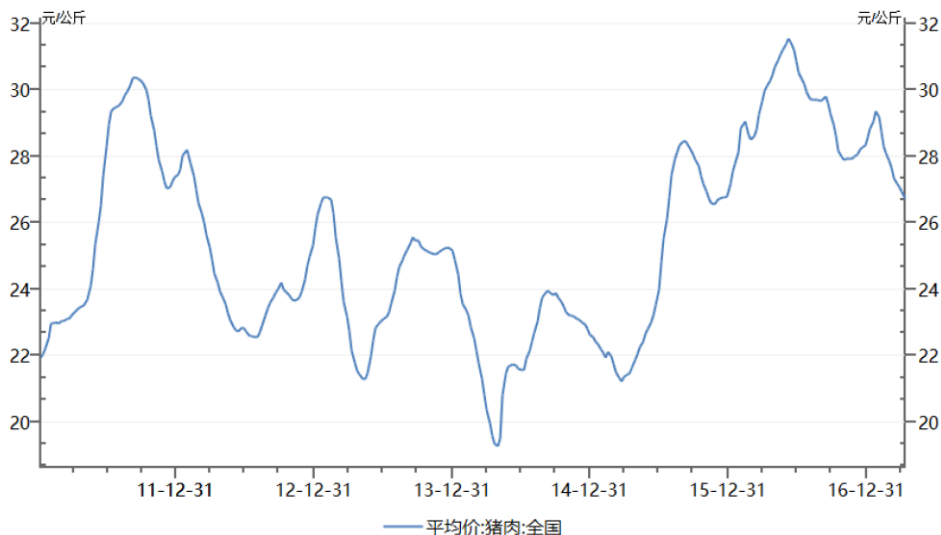


数据来源：国家统计局，wind 资讯。

## 猪肉

猪肉价格方面，2016年我国的猪肉价格延续2015年下半年以来的上涨趋势，全年维持在高位运行，上半年持续猪价持续上涨，刷新2011年历史新高，达到31.32元/公斤，下半年猪价虽有所回调，但仍位于高位区间运行。

图9 2011~2016年我国猪肉平均价情况（单位：元/公斤）



数据来源：国家统计局，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等因素影响，2016年，鸡肉、猪肉价格均有不同程度增长。

### 5. 行业政策

2016年，农业部继续推进稳生猪的策略，根据《全国生猪生产发展规划（2016-2020年）》和《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》，为纾解南方水网地区生猪饲养密度，推动大型养猪企业在东北、西北等潜力发展区布局，养猪生产区域布局出现“生猪养殖北上”的新趋势。同时，规模化养殖快速发展，产业集中度稳步提升，据农业部统计，2016年畜禽规模养殖比例提升为56%，较上年提高两个百分点。

2016年，我国环保政策密集出台，环保门槛持续提高。国务院陆续发布《土壤污染防治行动计划的通知》、《水污染防治行动计划》、《“十三五”生态环境保护规划》等政策，明确要合理确定畜禽养殖布局和规模，大力推进畜禽养殖污染防治。划定禁止建设畜禽规模养殖场（小区）区域，加强分区分类管理，推行绿色发展，把环保列入政府考核，禁养区划定全面展开。

总体看，2016年受养殖成本、环保压力以及土地成本上升的影响，我国鸡肉、猪肉产量、销量较上年有所下降，而价格有不同程度增长。随着行业的不断整合，规模化养殖将得到快速发展。

### 6. 未来发展

未来随着畜禽产品价格的波动加剧及疫病影响的不可预见性增强，加上各级政府加强环保和食品安全管理，预计未来散养户将继续加速退出。政府将加强产业发展的引导，产业结构和区域化布局将进一步优化调整，继续推进规模化畜禽养殖示范场建设，部分大企业加大畜牧业投资，畜牧业的规模化和集约化程度将进一步提高，生产方式将向着优质、高产、高效、生态、安全的

现代产业方向转变。

#### 四、管理分析

2017年4月6日经公司召开第二届董事会第二十次会议，审议通过了关于选举温志芬先生为公司第二届董事会董事长的议案，同意聘任原董事长温鹏程先生为公司名誉董事长，并继续担任公司董事。

温志芬，1970年生，中国国籍，研究生学历；1993年进入温氏股份的前身工作，历任公司副总裁、常务副总裁、总裁、副董事长，2017年4月至今任公司董事长。

除上述变更以外，公司董事、监事和高级管理人员无变动，高管团队稳定，相关管理制度延续以往模式。

#### 五、经营分析

##### 1. 经营概况

公司的主要业务为肉鸡、肉猪的养殖和销售；其他养殖和销售业务为奶牛、肉鸭、蛋鸡、深海鱼、肉羊、肉鸽等；配套业务为食品加工、现代农牧装备制造、兽药生产、生鲜食品流通连锁经营。主要产品为商品肉鸡和商品肉猪；其他养殖产品为肉鸭、鸡蛋、深海鱼、肉羊和肉鸽等；配套业务产品为原奶及乳制品、生鲜类产品、肉制品加工产品、农牧设备和兽药。2016年公司主要业务和产品较上年未发生重大变化。

2015~2016年，公司主营业务收入分别为482.05亿元和593.23亿元，占营业收入比重均达99%以上，主营业务突出。

表1 公司2015~2016年主营业务收入及毛利率情况表（单位：亿元，%）

项目	2015年			2016年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
肉鸡	180.49	37.44	13.88	185.93	31.34	11.01
肉猪	272.87	56.61	22.23	376.43	63.46	38.05
其他	28.68	5.95	29.62	30.87	5.20	11.83
<b>合计</b>	<b>482.05</b>	<b>100</b>	<b>19.54</b>	<b>593.23</b>	<b>100</b>	<b>28.21</b>

资料来源：审计报告

从收入结构上看，肉鸡、肉猪是公司收入和利润的主要来源。2016年肉鸡收入185.93亿元，较上年增长3.01%，基本保持稳定；2016年肉猪收入376.43亿元，较上年大幅增长37.95%，主要系2016年公司养殖规模扩大且肉猪价格高位运行所致；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，2016年其他收入30.87亿元，较上年增长7.64%。

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。2016年公司肉鸡毛利率为11.01%，较上年下降2.87个百分点，主要系黄羽肉鸡行业景气度下降及四季度人感染H7N9病例增多等因素所致；肉猪毛利率为38.05%，较上年增长15.82个百分点。主要系肉猪销售价格高位运行以及饲料等原料价格低位运行所致；2016年公司其他业务毛利率11.83%，较上年下降17.79个百分点，主要系毛利率较高的兽药业务收入较上年有所减少，且占比较高的养鸭业务毛利率下降所致。

2017年1~3月，公司实现营业收入128.03亿元，较上年同期减少4.86%，系去冬今春全国多

地发生人感染 H7N9 病例事件的影响，部分地区关闭活禽交易市场及不定期休市时间的增加，致使活禽流通渠道受限，活禽产品市场行情整体持续低迷所致。

总体看，肉猪、肉鸡业务是公司收入和利润的主要来源，2016 年公司主营业务收入较 2015 年大幅增长，主营业务综合毛利率水平大幅提升，主要得益于 2016 年肉猪销售收入及毛利率增长。

## 2. 养殖产业

### (1) 采购

2016 年公司养殖业务生产成本主要由饲料原料成本（约占 64%）、委托农户养殖费用（约占 20%）和药物疫苗成本（约占 5%）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。2016 年公司主要原料采购策略、采购渠道、采购决策等较上年无变化。

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，“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，2016 年，公司饲料生产产量为 1,110.98 万吨，较上年增长 15.69%。货款结算方面，主要采用先货后款的方式。

此外，公司为控制采购成本风险，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。

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。2016 年公司玉米采购量 472.22 万吨，较上年大幅增长 105.21%，主要受国内玉米托市政策取消影响，2016 年国内玉米价格较上年大幅降低，配方使用优势增加，替代效应显现，同时公司养殖规模增长拉动玉米采购量较上年大幅增长；2016 年公司高粱采购量 218.00 万吨，较上年下降 27.86%，主要系为更好落实玉米去库存，国家进口粮政策从紧，导致 2016 年高粱进口量较上年下降所致；2016 年豆粕采购量 191.57 万吨，较上年增长 19.44%，主要系公司养殖规模扩大所致。

表2 2015~2016年公司主要原料采购量及采购价格（单位：万吨，元/吨）

项目	2015年		2016年	
	采购量	均价	采购量	均价
玉米	230.11	2,325	472.22	1,938
豆粕	160.39	2,865	191.57	2,904
高粱	302.20	2,151	218.00	1,850

资料来源：公司提供

2016 年，公司采购集中度略有下降，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为 19.47%，较上年下降 4.71 个百分点，基本维持在较低水平。

总体看，2016 年公司原材料采购量整体有所上升，采购均价整体有所下降；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，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。

2016 年, 公司商品肉猪产量为 1,712.73 万头, 较上年增长 11.57%; 商品肉鸡产量为 8.19 亿只, 较上年增长 10.08%。

2016 年, 公司继续重点发展肉猪业务。养猪业签订投资协议规模达 2,000 万头, 新批准开工建设的猪场 47 个; 实现竣工猪场 35 个, 竣工猪场设计产能 380 万头, 占 2016 年商品肉猪销售量 22.19%。

### 企业布局

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 2016 年底, 公司已在全国 20 多个省、直辖市或自治区, 拥有 239 家控股公司、5.86 万户合作农户(或家庭农场)。

### 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, 公司作为农业产业化经营的组织和管理者, 将养殖产业链中的鸡、猪品种繁育、种苗生产、饲料生产、饲养管理、疫病防治、产品销售等环节进行产业整合, 由公司与农户(或家庭农场) 分工合作, 共同完成。其中, 公司负责鸡、猪品种繁育、种苗生产、饲料生产、疫病防治、产品销售等环节的管理及配套体系的建立, 并向农户(或家庭农场) 提供商品肉鸡和商品肉猪在饲养管理过程中的饲养技术指导; 合作农户(或家庭农场) 负责商品肉鸡和商品肉猪的饲养管理环节。公司根据与合作农户(或家庭农场) 签订的委托养殖合同回收商品肉鸡和商品肉猪进行统一销售, 并在完成销售后, 与合作农户进行结算。

2016 年公司合作养殖农户数量为 5.86 万户, 较上年增长 6.16%。鸡养殖方面, 2016 年公司鸡养殖户收益每只鸡为 3.57 元, 与上年持平。猪养殖方面, 2016 年公司猪养殖户收益每头猪为 260.39 元, 较上年增长 20.67%, 养殖户收益的增长, 进一步巩固了公司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。

总体看, 2016 年公司延续紧密型“公司+农户(或家庭农场)”的生产模式, 合作农户数量大幅上升, 产能随之增长; 受肉猪养殖行业发展态势良好, 养殖户收益大幅增加。

### (3) 销售

截至 2016 年底, 公司拥有 239 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。公司的肉鸡、肉猪产品主要销售给批发商、终端零售商及肉联厂。2016 年公司销售肉鸡 8.19 亿只, 较上年增长 10.08%; 销售肉猪 1,712.73 万头, 较上年增长 11.57%, 主要系公司业务规模不断扩大, 肉鸡和肉猪的出栏量大幅增长所致, 肉猪和肉鸡产销率均为 100%。

公司产品售价随行就市。2016 年黄羽肉鸡市场供应充足及四季度人感染 H7N9 病例增多等因素影响, 肉鸡市场价格有所下降, 肉鸡销售均价较上年下降 0.62 元/斤至 5.80 元/斤; 受市场供应偏紧的影响, 公司肉猪销售均价较上年上升 1.55 元/斤至 9.20 元/斤。

表3 2015~2016年公司销售情况（单位：万头、亿只、元/斤）

项目	2015年		2016年	
	销售量	平均售价	销售量	平均售价
肉鸡	7.44	6.42	8.19	5.80
肉猪	1,535.06	7.65	1,712.73	9.20

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。2016年，公司销售区域仍集中在两广区域和华东区域，占比分别为53.95%、22.50%，较上年基本稳定。货款结算方面，基本是现货现结，不占用公司营运资金。

公司销售客户集中程度较低。2016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为3.14%，较上年下降0.1个百分点，维持在较低水平。

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。

总体看，2016年受公司业务规模不断扩大，肉猪及肉鸡的销售量均有所增长；受市场供需等方面影响，肉鸡平均售价有所下降，肉猪平均售价有所上升；公司销售网络布局较广，两广及华南地区销售占比高，销售客户集中程度保持较低水平。

### 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：兽药、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、兽药制造、肉食品加工、农牧设备制造为主，2015~2016年其他产业收入分别为28.68亿元和30.87亿元，占比均在6%以内。

2016年，公司其他业务收入30.87亿元，较上年增长7.64%，主要由养鸭、海鱼及养鸽等其他养殖类业务收入13.22亿元、兽药收入4.82亿元、肉制品加工产品收入7.83亿元和原奶及奶制品收入3.90亿元构成。

2016年，公司其他业务毛利率11.83%，较上年下降17.79个百分点，主要系两点原因所致：一是2016年公司养殖规模扩大，生产兽药多用于自身养殖业务，内部交易规模扩大，受此影响，毛利率较高的兽药业务收入较上年度有所减少；二是受2016年鸭肉价格波动的影响，收入占比较高的养鸭业务毛利率下降。

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，2016年其他业务收入有所增长，但收入占比仍较小。

### 4. 经营效率

2015~2016年公司应收账款周转次数分别为379.40次和342.41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，2015~2016年分别为4.55次和4.26次，存货周转效率较高；总资产周转次数保持稳定，2015~2016年分别为1.66次和1.60次。

与同行业上市公司进行比较看，2016年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2016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	9.11	42.39	1.72
新希望	14.74	139.97	1.68
天邦股份	3.87	27.29	1.06
牧原股份	1.61	--	0.56
雏鹰农牧	3.63	17.60	0.45
<b>温氏股份</b>	<b>4.38</b>	<b>365.70</b>	<b>1.60</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，公司前五大在建项目未来投资额为 25.74 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年底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
凌源温氏农牧有限公司	6.21	0.03	6.18	2021 年 12 月	肉猪养殖、销售	60 万头	2.10
定襄温氏畜牧有限公司	5.78	0.02	5.76	2020 年 5 月	肉猪养殖、销售	60 万头	2.10
遵义温氏畜牧有限公司	5.13	0.07	5.06	2018 年 12 月	肉猪养殖、销售	60 万头	2.10
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
莱芜温氏畜牧有限公司	4.36	0.01	4.36	2019 年 7 月	肉猪养殖、销售	50 万头	1.75
<b>合计</b>	<b>25.89</b>	<b>0.16</b>	<b>25.74</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>--</b>	<b>9.20</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，为未满载生产时间；“预计年收益”为满载生产后预计年收益。

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

根据 2016 年 11 月发布的《广东温氏食品集团股份有限公司关于实施 2016 年半年度权益分派后调整非公开发行股票发行价格和发行数量的公告》，公司拟向 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 11.55 亿元（含本数），发行数量具体见下表。

表6 2016年公司非公开发行股票情况（单位：股）

认购对象	发行数量
温鹏程	617,375
温志芬	493,900
温均生	475,379
温小琼	432,162



2016 年度员工持股计划	34,681,035
<b>合计</b>	<b>36,699,851</b>

资料来源：公司公告

目前，本次非公开发行股票申请已获得中国证监会审核通过，尚待收到中国证监会做出的予以核准的决定文件。未来若本次非公开发行股票成功，公司资本实力将进一步增强。

## 7. 经营关注

### （1）市场波动的风险

我国畜禽养殖行业，以大量散养农户和小型养殖场为主，其行为对市场行情的反应往往滞后，导致市场供求关系和产品价格易出现周期性波动。如果市场供需情况发生较大波动导致供应大于需求，公司的产品价格将面临下行风险，公司的经营业绩可能下滑。

### （2）畜禽疫病或公共卫生安全事件风险

畜禽疫病是畜禽养殖行业面临的主要风险之一，禽畜疫病的发生一方面容易引起生产规模下降、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。如果事件发生期间带来产品价格和销量较大的下行压力，将给公司的经营效益带来影响。

### （3）经营模式风险

公司延续紧密型“公司+农户（或家庭农场）”的生产模式，公司规模化的稳步扩张对合作农户的依赖性逐渐加强，公司对合作农户甄选、养殖管理、物料供应、技术服务、质量控制及收益结算等方面的合作监督与支持需求将不断提升；此外，在合作执行中可能存在与合作农户潜在的纠纷或诉讼，对公司经营造成一定影响。

## 8. 未来发展

未来公司将加快种猪育种基地建设，满足公司养猪业的种猪配套需求；促进已布局地区养猪项目的落实；继续加快固定资产投资，优化高效工厂化猪场建设标准，稳步抓好猪场建设，争取2017年完成新养猪项目开工规模为600万头，竣工规模为450万头。此外，公司还将进一步提升动保业务装备水平，扩大产能；加强技术研发与创新，优化市场布局，增强竞争优势，扩大外部市场份额；加快乳品加工产业发展，提升产品品质；创新营销模式，提升温氏牛奶的知名度和竞争力；探索建设温氏生鲜食品流通体系，配套电子商务平台、构建高效物流链，加快深圳及珠三角地区生鲜网点布局，争取早日实现3,000家生鲜门店的计划；加快农牧设备业务发展，继续引进先进技术，加强技术创新，不断提升产品质量与性能。

总体看，公司转型目标清晰、定位合理，具体实施策略切实可行。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司2016年度财务报表已经广东正中珠江会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留审计意见。2016年，公司合并报表范围发生较大变化，新纳入合并范围的主体49家，全部为新设成立；不再纳入合并范围的主体4家，由于新纳入合并范围的子公司规模均较小，且合并范围的变化不涉及主营业务的变化，公司会计政策连续，财务数据可比性强。

截至2016年底，公司合并资产总额414.38亿元，负债合计100.59亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计313.79亿元，其中归属于母公司所有者权益为304.61亿元。2016年公司实现

合并营业收入 593.55 亿元，净利润（含少数股东损益）122.38 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 117.90 亿元；经营活动产生的现金流量净额 146.53 亿元，现金及现金等价物净增加额为 -7.02 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 430.55 亿元，负债合计 101.11 亿元，所有者权益（含少数股东权益）329.45 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 320.24 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 128.03 亿元，净利润（含少数股东损益）14.72 亿元，其中归属于母公司净利润 14.73 亿元；经营活动现金流量净额为 9.56 亿元，现金及现金等价物净增加额为 2.16 亿元。

## 2. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额为 414.38 亿元，较年初增长了 26.59%，主要系非流动资产的大幅增加所致。其中，流动资产合计占 44.51%；非流动资产占 55.49%，较年初提高了 4.08 个百分点。公司资产构成较为均衡。

流动资产方面，截至 2016 年底，公司流动资产共计 184.46 亿元，较年初增长 15.95%，主要系存货和其他流动资产大幅增加所致，占比较大的项目为货币资金（占 4.29%）、存货（占 57.18%）和其他流动资产（占 33.47%）。截至 2016 年底，公司货币资金为 7.92 亿元，较年初下降 46.98%，主要系银行存款减少所致，期末货币资金无使用受限情况。截至 2016 年底，公司存货为 105.48 亿元，较年初增长 18.58%，主要系养殖规模增加所致；公司存货以原材料（占 23.58%）和消耗性生物资产（占 72.45%）为主，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、肉猪等存栏待售的牲畜；存货以可变现净值低于账面成本的差额计提存货跌价准备，合计计提跌价准备 4.94 亿元，计提比例 4.47%。截至 2016 年底，公司其他流动资产为 64.14 亿元，较年初增长 26.50%，主要系公司经营业绩良好，资金充足，购买人民币结构性理财产品增加所致；公司其他流动资产以人民币结构性理财产品（占 95.12%）和国债逆回购（占 4.04%）为主，公司购买的理财产品全部为一年期以内的银行理财产品，理财产品收益率在 2.60%~4.45%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。

非流动资产方面，截至 2016 年底，公司非流动资产共计 229.92 亿元，较年初增长 36.64%，主要系可供出售金融资产和固定资产的增加所致，占比较大的项目为可供出售金融资产（占 18.72%）、固定资产（占 49.45%）、生产性生物资产（占 13.44%）和在建工程（占 8.46%）。截至 2016 年底，公司可供出售金融资产为 43.04 亿元，较年初增长 103.64%，主要系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）公允价值增加所致。截至 2016 年底，公司固定资产为 113.71 亿元，较年初增长 21.35%，主要系公司为扩大生产规模而进行固定资产投资所致；公司固定资产账面价值以房屋及建筑物（占 65.37%）和机械设备类（占 32.74%）为主；公司计提固定资产累计折旧 52.35 亿元，固定资产成新率 68.49%，固定资产成新率一般，计提减值准备 0.08 亿元。公司有账面价值为 0.31 亿元的固定资产用于授信抵押，占全部固定资产比例为 0.27%，受限比例低。截至 2016 年底，公司生产性生物资产 30.91 亿元，较年初增长 21.53%，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主要由种鸡（占 8.72%）、种猪（占 76.52%）和奶牛（占 11.96%）构成；累计计提折旧 3.59 亿元，成新率 89.60%，未计提减值准备。截至 2016 年底，公司在建工程 19.46 亿元，较年初增长 76.15%，主要系公司猪场工程和温氏科技园生活区住宅工程投入增加所致，公司主要在建项目系饲料厂工程（占 7.34%）、鸡场工程（占 5.09%）、猪场工程（占 53.23%）和温氏科技园生活区住宅工程（占 20.86%）。

截至 2017 年 3 月底，公司资产合计 430.55 亿元，较年初增长 3.90%，主要系在建工程投入增

加所致；流动资产和非流动资产分别占 43.25%和 56.75%，基本保持稳定。

总体看，截至 2016 年底，公司规模较年初大幅增长，资产结构较为均衡，存货及其他流动资产占比大且变现能力较强；非流动资产以固定资产为主；公司整体资产质量良好，流动性强。

### 3. 负债及所有者权益

#### 负债

截至 2016 年底，公司负债总计 100.59 亿元，较年初增长 3.64%，主要系流动负债增长所致。其中，流动负债占比为 97.77%，但较年初下降了 0.83 个百分点；非流动负债占比 2.23%，公司负债构成仍以流动负债为主，非流动负债占比较小，以递延收益和递延所得税负债为主，下文不做分析。

截至 2016 年底，公司流动负债为 98.35 亿元，较年初增加了 2.77%，主要系应付账款、应付职工薪酬和其他应付款增加所致，主要由应付账款（占 26.93%）、应付职工薪酬（占 20.35%）和其他应付款（占 48.48%）构成。截至 2016 年底，公司应付账款为 26.49 亿元，较年初增长 43.65%，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 99.26%，账龄较短。截至 2016 年底，公司应付职工薪酬 20.01 亿元，较年初大幅增长 88.99%，主要系受公司经营业绩大幅增长，公司应付职工工资、奖金、津贴和补贴相应增加所致。截至 2016 年底，公司其他应付款 47.68 亿元，较年初增长 19.14%，主要系随着公司经营规模扩大，合作养殖农户存放在公司的押金相应上升所致，占比 87.94%。

截至 2015 年底，公司全部债务为 24.30 亿元，全部为短期债务，受公司盈利规模增长的影响，截至 2016 年底，公司全部债务已偿付完毕，且无新增债务。截至 2016 年底，公司资产负债率 24.27%，较上年减少 5.38 个百分点，主要系公司资产规模增加所致。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 101.11 亿元，较年初增长 0.52%，其中流动负债和非流动负债占比分别为 93.27%和 6.73%；公司全部债务合计 9.96 亿元，系公司短期借款新增 5.00 亿元以及 2017 年公开发行公司债账面价值 4.96 亿元。受此影响，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 23.48%、2.93%和 1.48%，仍保持低水平。

总体看，跟踪期内，公司负债以流动负债为主，公司债务水平低，债务结构与资产结构匹配度较低。

#### 所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 313.79 亿元，较年初上升了增长 36.26%，主要系未分配利润增加所致，其中归属于母公司所有者权益 304.61 亿元，占比 97.07%。2016 年 5 月，公司对《关于公司 2015 年利润分配预案的议案》经批准后实施完毕，具体包括：向全体股东每 10 股派 5 元人民币现金（含税），合计派发金额 18.13 亿元；同时，公司以资本公积（股票溢价）向全体股东每 10 股转增 2 股，合计转增股本 72,504.95 万股，公司总股本增加至 435,029.69 万股。2016 年 9 月，根据审议通过的《关于公司 2016 年中期利润分配预案的议案》，公司向全体股东每 10 股派 5 元人民币现金（含税），合计派发金额 21.75 亿元。截至 2016 年底，归属于母公司所有者权益中，股本、资本公积、其他综合收益、盈余公积、未分配利润分别占比 14.28%、18.76%、1.50%、4.27%、61.19%，公司未分配利润占比较高，所有者权益稳定性较弱。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益为 329.45 亿元，较年初增长 4.99%，系未分配利润增加所致；所有者权益构成较年初变化不大。

总体看，公司所有者权益大幅增加，未分配利润所占比重较大，权益稳定性待进一步提高。

#### 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。2016 年度，公司实现营业收入 593.55 亿元，较上年增长 23.05%，主要系 2016 年公司养殖规模扩大且肉猪价格高位运行带动肉猪收入增长所致。受肉猪板块毛利率增长的影响，2016 年公司实现营业利润 125.01 亿元，较上年增长了 86.01%；实现净利润 122.38 亿元，较上年增长 84.40%；归属于母公司所有者的净利润为 117.90 亿元，较上年增长 89.99%。

费用控制方面，2016 年公司费用总额 38.79 亿元，较上年增长 24.39%，其中销售费用为 5.90 亿元，较上年增长 26.23%，主要系销售人员薪酬增加所致；管理费用为 34.25 亿元，较上年增长 34.27%，主要是管理人员薪酬增加所致；财务费用为-1.37 亿元，2015 年为 1.00 亿元，主要系公司债务规模大幅减少，利息支出相应下降，此外公司购买银行理财产品收益增加使得利息收入增加所致。2016 年公司费用收入比为 6.54%，与 2015 年基本持平。总体看，公司费用总额有所增加，费用收入比基本持平，表明公司费用控制能力很强。

2016 年，公司的资产减值损失为 5.67 亿元，较上年增加 4.96 亿元，主要系公司存货跌价损失较上年增加 4.76 亿元所致，其中存货中消耗性生物资产新增跌价损失 4.35 亿元，主要系 2016 年四季度受人感染 H7N9 病例增多等因素的影响，商品肉鸡销售价格大幅下降，公司根据成本与可变现净值孰低原则，按照成本高于可变现净值的金额计提了存货跌价准备。

从利润构成来看，2016 年公司营业外收入 1.20 亿元，占同期利润总额的 0.97%，主要系政府补助及拆迁补偿收益，公司盈利对非经常性损益依赖程度很低。

从盈利指标来看，2016 年公司主营业务毛利率为 28.21%，较上年提高了 8.67 个百分点；营业利润率为 28.14%，较上年提高了 8.59 个百分点；2016 年公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 43.25%、33.49%和 44.98%，与上年相比分别提高了 12.91、9.74 和 10.17 个百分点，公司盈利能力进一步提高。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 2016 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	50.74	24.82	39.74
天邦股份	29.91	18.10	15.86
正邦科技	23.40	11.23	5.28
雏鹰农牧	18.24	10.05	12.67
新希望	12.41	9.42	5.31
<b>温氏股份</b>	<b>44.72</b>	<b>32.92</b>	<b>21.06</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。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 128.03 亿元，较上年减少 4.86%，系去冬今春全国多地发生人感染 H7N9 病例事件的影响，活禽流通渠道受限，活禽产品市场行情整体低迷；受此影响，公司计提资产减值损失增加，公司实现净利润 14.72 亿元，较上年减少 54.18%。

总体看，2016 年公司营业收入大幅增长，盈利能力有所提高，保持行业领先水平；公司期间费用控制能力很强。

## 5. 现金流

2015~2016年，公司经营活动现金流入分别为479.02亿元和591.26亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金占比超过98%；经营活动现金流出分别为385.99亿元和444.73亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金占比超过85%。2016年经营活动产生的现金流量净额为146.53亿元，较上年增长57.50%，主要系实现收入收到现金增加所致。2016年公司现金收入比为98.23%，与上年基本持平，公司现金收入质量好，销售回款能力强。

从投资活动看，相对于投资活动现金流入，公司投资活动现金流出较大。2015~2016年公司投资活动频繁，投资活动净现金流持续表现为净流出，分别为-60.96亿元和-85.80亿元，主要系公司构建固定资产、无形资产等其他长期资产的资金投入增加所致。

从筹资活动看，2015~2016年，公司筹资活动现金流入分别为27.89亿元和0.25亿元，系公司盈利能力增强，对外融资需求减小所致；筹资活动现金流出分别为59.74亿元和68.04亿元，主要系分配股利、利润或偿付利息支付的现金增加所致。2016年，公司偿还债务支付的现金24.10亿元，主要包括偿还短期借款9.10亿元，一年内到期的非流动负债10.00亿元和公司于2015年6月17日发行的短期融资券“15粤温氏CP001”5.00亿元；公司分配股利、利润或偿付利息支付的现金43.82亿元，其中派发股利39.88亿元。2015~2016年公司筹资活动净流入分别为-31.86亿元和-67.78亿元。

2017年1~3月，公司经营活动产生的现金流量净额为9.56亿元；投资活动产生的现金流量净额为-17.47亿元；筹资活动产生的现金流量净额为10.05亿元。

总体看，2016年，公司经营活动净现金流入规模有所增长，收入实现质量好；筹资活动以偿还债务为主，经营活动获取现金对投资活动支出缺口的覆盖能力增强。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2016年底，公司流动比率和速动比率分别为1.88倍和0.80倍，分别较2015年上升0.22和0.07个百分点，公司高流动性资产对流动负债覆盖能力较强。截至2016年底，公司短期债务已偿付完毕，不存在短期偿债压力。总体看，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，2016年，公司EBITDA为141.72亿元，较上年增长67.67%，主要系利润规模增加所致。2016年EBITDA由利润总额（占比87.28%）、计入财务费用的利息支出（占比0.37%）、折旧（占比11.36%）和摊销（占比0.99%）构成。截至2016年底，公司已将全部债务偿付完毕；EBITDA利息倍数为269.56倍，公司对全部债务利息的保障能力极强。

截至2016年底，公司无对外担保。

截至2016年底，公司无重大诉讼仲裁事项。

截至2016年底，公司已获银行授信额度112.28亿元，已使用0.00亿元，公司间接融资渠道畅通；同时，公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行征信中心企业信用报告（机构信用代码：G1044532100001300D），截至2017年4月21日，公司已结清信贷中关注类贷款2笔，系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；未结清信贷中无不良或关注类信息，公司过往债务履约情况良好。

总体看，公司负债水平低，偿债压力小，同时公司无对外担保，不存在代偿风险；直接、间接融资渠道畅通。

## 七、本次公司偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2017 年 3 月底，公司现金类资产（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）达 11.83 亿元，约为“17 温氏 01”本金合计（5 亿元）的 2.37 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较强；净资产达 329.45 亿元，约为“17 温氏 01”本金合计（5 亿元）的 65.89 倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“17 温氏 01”的按期偿付起到极强的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为 141.72 亿元，约为债券本金合计（5 亿元）的 28.34 倍，公司 EBITDA 对“17 温氏 01”本金的覆盖程度极高。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入 591.26 亿元，约为债券本金合计（5 亿元）的 118.25 倍，公司经营活动现金流入量对“17 温氏 01”本金的覆盖程度极高。

综合以上分析，并考虑到公司规模、行业地位及盈利水平等因素，联合评级认为，公司对“17 温氏 01”的偿还能力极强。

## 八、综合评价

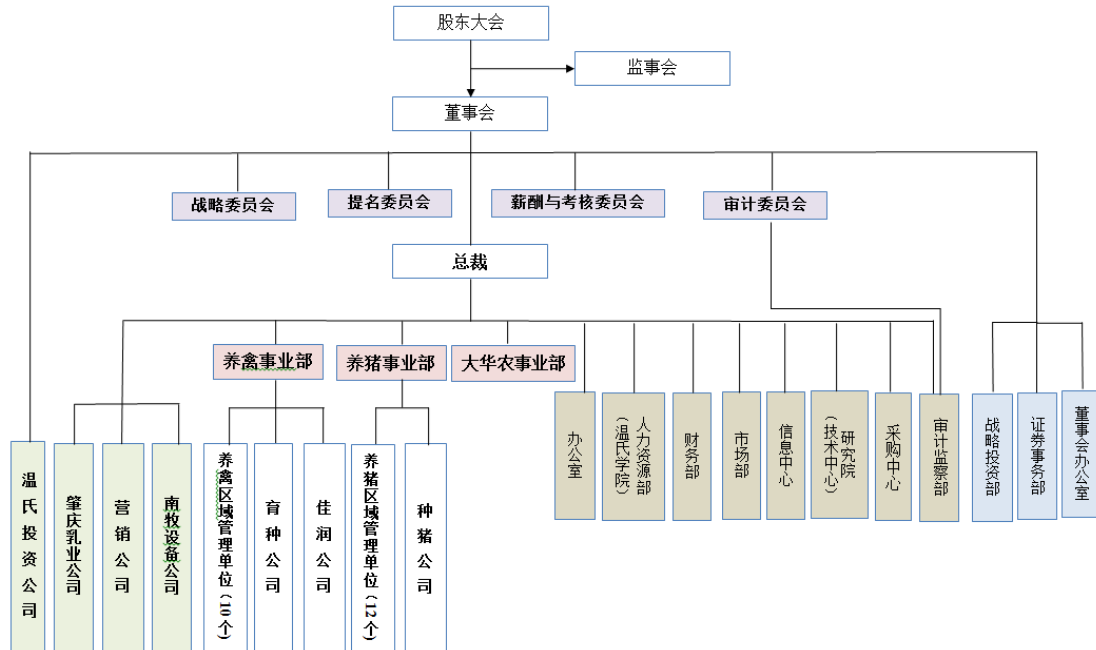
2016 年，公司延续以紧密型“公司+农户（或家庭农场）”为核心经营模式。受行业利好及公司经营规模扩大等多方面因素的影响，2016 年公司营业收入及净利润较上年实现大幅增长，公司作为国内养殖行业龙头企业，继续保持其在行业地位、经营规模、养殖技术、商业模式及盈利能力等方面的综合优势。同时，联合评级也关注到养殖行业面临的市场风险和疫情风险较大、饲料原材料价格波动、环保成本上升等因素对公司经营产生的不利影响。

目前，我国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。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“17 温氏 01”的债项信用等级为“AAA”。

## 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

### 主要计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
资产总额（亿元）	327.35	414.38	430.55
所有者权益（亿元）	230.30	313.79	329.45
短期债务（亿元）	24.30	0.00	5.00
长期债务（亿元）	0.00	0.00	4.96
全部债务（亿元）	24.30	0.00	9.96
营业收入（亿元）	482.37	593.55	128.03
净利润（亿元）	66.36	122.38	14.72
EBITDA（亿元）	84.52	141.72	--
经营性净现金流（亿元）	93.03	146.53	9.56
应收账款周转次数（次）	379.40	342.41	--
存货周转次数（次）	4.55	4.26	--
总资产周转次数（次）	1.66	1.60	--
现金收入比率（%）	98.37	98.23	96.86
总资本收益率（%）	30.33	43.25	--
总资产报酬率（%）	23.75	33.49	--
净资产收益率（%）	34.82	44.98	--
营业利润率（%）	19.55	28.14	17.72
费用收入比（%）	6.47	6.54	5.36
资产负债率（%）	29.65	24.27	23.48
全部债务资本化比率（%）	9.55	0.00	2.93
长期债务资本化比率（%）	0.00	0.00	1.48
EBITDA 利息倍数（倍）	40.60	269.56	--
EBITDA 全部债务比（倍）	3.48	--	--
流动比率（倍）	1.66	1.88	1.97
速动比率（倍）	0.73	0.80	0.87
现金短期债务比（倍）	0.61	--	2.37
经营现金流动负债比率（%）	97.22	148.99	10.14
EBITDA/待偿本金合计（倍）	16.90	28.34	--

注：EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金



### 附件 3 有关计算指标的计算公式

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+应付融资租赁款

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+其他流动负债

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。