

信用评级公告

联合〔2020〕4914号

联合资信评估股份有限公司通过对温氏食品集团股份有限公司及其拟发行的创业板向不特定对象发行可转换公司债券的信用状况进行综合分析和评估，确定温氏食品集团股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，温氏食品集团股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二〇年十二月八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话 (Tel): (010) 85679696 | 邮箱 (Email): lianhe@lhratings.com | 传真 (Fax): (010) 85679228
网址 (Website): www.lhratings.com | 邮编 (Postal Code): 100022

温氏食品集团股份有限公司

创业板向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AAA

本次债券信用等级: AAA

评级展望: 稳定

债项概况:

本次债券发行规模: 92.97 亿元 (含)

本次债券期限: 6 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次还本

转股期限: 自发行结束之日起满 6 个月后的第一个交易日起至本次债券到期日止

募集资金用途: 拟用于养猪类项目、养鸡类项目、水禽类项目和补充流动资金

评级时间: 2020 年 12 月 8 日

本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注: 上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果:

指示评级	aaa		评级结果	AAA	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	A	经营环境	宏观和区域风险	2	
			行业风险	3	
		自身竞争力	基础素质	1	
			企业管理	2	
			经营分析	1	
财务风险	F1	现金流	资产质量	2	
			盈利能力	1	
			现金流量	1	
		资本结构	1		
			偿债能力	1	
			调整因素和理由		

注: 经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级, 各级因子评价划分为 6 档, 1 档最好, 6 档最差; 财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级, 各级因子评价划分为 7 档, 1 档最好, 7 档最差; 财务指标为近三年加权平均值; 通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点

联合资信评估股份有限公司 (以下简称“联合资信”) 对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有很强的综合竞争优势。近年来, 公司资产规模有所增长, 债务负担很轻, 盈利能力处于行业领先水平, 经营性现金流持续净流入。同时, 联合资信也关注到公司所处行业上下游价格波动性较大、面临畜禽疫病风险以及权益稳定性一般等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来, 随着公司继续扩张养猪业, 稳步发展养鸡业, 其盈利能力和综合竞争力有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司本次拟发行 6 年期、不超过 92.97 亿元 (含) 的可转换公司债券, 从本次可转换债券设置的转股价格修正条款和赎回条款中可以看出, 本次可转换公司债券转股的可能性较大。

基于对公司主体长期信用状况以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司主体偿债风险极低, 本次可转换公司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, 技术优势和规模优势明显。公司拥有完整的肉猪、肉鸡繁育体系, 并在饲料营养和疫病防治等方面拥有多项关键核心技术, 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, 生产规模优势明显。
2. 公司整体经营情况良好。2017—2019 年, 公司营业总收入年均复合增长 14.64%, 利润总额年均复合增长 44.36%, 盈利能力处于行业领先水平。
3. 公司财务状况良好。2017—2019 年末, 公司资产和净资产规模均呈逐年增长趋势, 整体债务负担很轻且债务结构合理, 经营性现金流持续净流入, 且净流入规模大。

关注

1. 公司面临着所处行业上下游价格易波动等多种风险。公

分析师：罗 峤 李敬云

邮箱：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）

网址：www.lhratings.com

司所处行业上游原材料价格不稳定，下游畜、禽产品价格容易发生周期性波动，生产过程中还面临疫病、食品安全等风险。

2. 未分配利润占比较高，公司权益稳定性一般。2017—2019年，公司归属于母公司所有者权益中，未分配利润占比分别为61.10%、60.80%和68.59%。若公司未来大规模分红，将影响权益稳定性。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
现金类资产（亿元）	12.45	18.53	29.36	50.94
资产总额（亿元）	490.40	539.50	655.79	776.45
所有者权益（亿元）	333.69	355.74	466.28	484.89
短期债务（亿元）	25.70	22.32	28.67	53.27
长期债务（亿元）	33.77	49.00	44.39	111.73
全部债务（亿元）	59.47	71.32	73.07	165.00
营业总收入（亿元）	556.57	572.44	731.44	554.56
利润总额（亿元）	70.92	42.84	147.80	85.75
EBITDA（亿元）	93.23	69.89	181.91	/
经营性净现金流（亿元）	79.94	64.94	183.03	59.10
营业利润率（%）	19.95	16.74	27.54	23.18
净资产收益率（%）	20.97	11.96	30.98	/
资产负债率（%）	31.95	34.06	28.90	37.55
全部债务资本化比率（%）	15.13	16.70	13.55	25.39
流动比率（%）	162.53	164.14	187.77	142.64
经营现金流负债比（%）	66.04	48.89	131.71	/
现金短期债务比（倍）	0.48	0.83	1.02	0.96
EBITDA 利息倍数（倍）	57.92	23.60	50.33	/
全部债务/EBITDA（倍）	0.64	1.02	0.40	/
公司本部（母公司）				
项目	2017年	2018年	2019年	2020年9月
资产总额（亿元）	356.25	435.83	470.67	594.91
所有者权益（亿元）	236.73	297.06	317.64	370.85
全部债务（亿元）	59.47	71.30	70.95	157.07
营业收入（亿元）	13.88	14.32	16.04	9.91
利润总额（亿元）	111.17	77.73	53.47	120.19
资产负债率（%）	33.55	31.84	32.51	37.66
全部债务资本化比率（%）	20.08	19.36	18.26	29.75
流动比率（%）	311.71	367.38	317.18	393.25
经营现金流负债比（%）	-4.07	-3.85	-1.85	/

注：1. 本报告部分合并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. 2017—2019年财务数据均引用审计报告的期末数/本期数；4. 2020年1—9月财务数据未经审计，相关指标未年化；5. 本报告已将长期应付款中的应付融资租赁款纳入相关债务指标核算；6. 上表数据除特别注明营业收入外，均采用营业总收入数值计算；7. 因公司本部财务报表注释未披露折旧、摊销等，出于准确性考虑，本报告不披露公司本部 EBITDA 及相关指标的值

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2020/7/27	刘丙江 杨恒	一般工商企业信用评级方法 V3.0.201907 一般工商企业主体信用评级模型 V3.0.201907	阅读全文
AAA	稳定	2016/7/8	谭心远 穆浩	养殖行业企业信用评级方法（2016 年） 养殖行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
AA+	稳定	2015/3/4	周天 李阳	主体评级方法总论（2013 年）	阅读全文
AA	稳定	2011/8/26	程晨	《资信评级原理》企业主体评级方法 （2009 年）	阅读全文
AA-	稳定	2009/9/8	黄竞 赵广辉	《资信评级原理》企业主体评级方法 （2009 年）	阅读原文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号

声 明

一、本报告引用的资料主要由温氏食品集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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，符合真实性、准确性、完整性要求。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果仅适用于本次债项，有效期为本次债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：


联合资信评估股份有限公司

温氏食品集团股份有限公司

创业板向不特定对象发行可转换公司债券信用评级报告

一、主体概况

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，注册资本为1288万元。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.SZ”）。2018年8月，公司变更现名。历经多次增资，截至2020年9月末，公司注册资本63.73亿元。

公司股本结构较为分散，无持有公司股份5.00%以上的股东，各股东的持股数及持股比例均较小。截至2020年9月末，温氏家族11名成员合计持股占比16.31%，并在公司日常经营管理决策中起到重要作用，实际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。截至2020年11月5日，温鹏程累计质押公司股份数量为1209.59万股，占其所持公司股份的比例为4.65%；实际控制人除温鹏程的股份存在质押外，其他实际控制人股份未质押。

公司经营范围：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、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2020年9月末，公司本部设行政管理部、财务部（共享中心）、人力资源部（温氏学院）、战略投资部、证券事务部、审计监察部、

运营部、信息中心、研究院（技术中心）、采购中心和创新中心等11个职能部门，拥有养禽事业部、猪业一部、猪业二部和大华农事业部等多个事业部（见附件1-2）。

截至2019年末，公司合并资产总额655.79亿元，所有者权益466.28亿元（含少数股东权益15.16亿元）；2019年，公司实现营业总收入731.44亿元，利润总额147.80亿元。

截至2020年9月末，公司合并资产总额776.45亿元，所有者权益484.89亿元（含少数股东权益17.06亿元）；2020年1-9月，公司实现营业总收入554.56亿元，利润总额85.75亿元。

公司注册地址：云浮市新兴县新城镇东堤北路9号；法定代表人：温志芬。

二、本次可转换公司债券概况及募集资金用途

1. 本次可转换公司债券概况

本次可转换公司债券名称为“温氏食品集团股份有限公司创业板向不特定对象发行可转换公司债券”（以下简称“本次债券”或“本次可转债”），发行规模为不超过92.97亿元（含），期限为自发行之日起6年，转股期限为自发行结束之日起满6个月后的第一个交易日起至本次债券到期日止。本次债券票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平提请公司股东大会授权公司董事会或董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。本次债券面值100元，采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。

本次可转债无担保。

（1）转股条款

转股价格

本次债券的初始转股价格不低于募集说明

书公告日前 20 个交易日公司股票交易均价（若在该 20 个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易均价按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体初始转股价格提请公司股东大会授权公司董事会在发行前根据市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

前 20 个交易日公司股票交易均价=前 20 个交易日公司股票交易总额/该 20 个交易日公司股票交易总量；前 1 个交易日公司股票交易均价=前 1 个交易日公司股票交易总额/该日公司股票交易总量。

在本次发行之后，当公司发生派送股票股利、转增股本、增发新股或配股、派送现金股利等情况（不包括因可转债转股而增加的股本），将按下述公式进行转股价格的调整：

派送股票股利或转增股本： $P_1 = P_0 / (1+n)$ ；

增发新股或配股： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+k)$ ；

上述两项同时进行： $P_1 = (P_0 + A \times k) / (1+n+k)$ ；

派送现金股利： $P_1 = P_0 - D$ ；

上述三项同时进行： $P_1 = (P_0 - D + A \times k) / (1+n+k)$ ；

其中： P_0 为调整前转股价， P_1 为调整后转股价， n 为送股或转增股本率， A 为增发新股或配股价， k 为增发新股或配股率， D 为每股派送现金股利。

转股价格向下修正条款

在本次可转债存续期间，当公司股票在任意连续 30 个交易日中至少有 15 个交易日的收盘价低于当期转股价格的 90% 时，公司董事会有权提出转股价格向下修正方案并提交公司股东大会表决。上述方案须经出席会议的股东所持表决权的三分之二以上通过方可实施。股东大会进行表决时，持有本次发行的可转债的股东应当回避。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前 20 个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价之间的较高者。

（2）赎回条款

到期赎回条款

在本次债券期满后 5 个交易日内，公司将向本次可转债持有人赎回全部未转股的可转债。具体赎回价格提请股东大会授权董事会（或由董事会授权人士）在本次发行前根据市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。

有条件赎回条款

在本次可转债的转股期内，如果公司股票连续 30 个交易日中至少 15 日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含），或未转股余额不足 3000 万元时，公司有权决定按照可转债面值加当期应计利息的价格赎回全部未转股的本次可转债。

（3）回售条款

有条件回售条款

本次发行的可转债的最后两个计息年度内，如果公司股票在任何连续 30 个交易日的收盘价格低于当期转股价格的 70% 时，持有人有权将其持有的本次可转债全部或部分以面值加上当期应计利息回售给公司。本次可转债的最后两个计息年度，持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，持有人不能多次行使部分回售权。

附加回售条款

若本次可转债募集资金运用的实施情况与公司在募集说明书中的承诺相比出现重大变化，且该变化被中国证监会认定为改变募集资金用途的，本次可转债持有人享有一次以面值加上当期应计利息的价格向公司回售其持有的部分或者全部本次可转债的权利。在上述情形下，本次可转债持有人可以在公司公告后的回售申报期内进行回售，该次回售申报期内不实施回售的，自动丧失该回售权。

2. 本次可转换公司债券募集资金用途

本次可转债募集资金用途与公司主营业务密切相关，项目建设完成后公司产能规模将大幅提升，有利于提升公司的竞争实力。

本次可转债拟募集资金总额不超过 929700.00 万元(含), 扣除发行费用后, 拟用于

养猪类项目、养禽类项目、水禽类项目和补充流动资金。

表 1 本次可转债募集资金运用情况(单位: 万元)

序号	项目名称	投资总额	拟投入募集资金
(一)	养猪类项目	585726.00	425200.00
1	一体化项目	505100.00	374200.00
1.1	崇左江州温氏畜牧有限公司一体化生猪养殖项目一期	163900.00	121100.00
1.2	崇左江城温氏畜牧有限公司一体化生猪养殖项目一期	117200.00	87000.00
1.3	营山温氏畜牧有限公司一体化生猪养殖项目一期	39000.00	29400.00
1.4	冠县温氏畜牧有限公司 50 万头生猪养殖项目	64892.00	45900.00
1.5	禹城温氏畜牧有限公司一期	78503.00	55900.00
1.6	北安温氏畜牧有限公司生猪产业化项目一期	41605.00	34900.00
2	子项目	80626.00	51000.00
2.1	北票温氏康宝肉类食品有限公司年 100 万头生猪屠宰项目	30000.00	22000.00
2.2	桂湘道县公司蜈蚣猪场	12000.00	7000.00
2.3	秦晋万荣公司东丁王猪场	18626.00	10000.00
2.4	秦晋垣曲公司华峰猪场	10000.00	5000.00
2.5	河北乐陵公司王道元养殖小区	10000.00	7000.00
(二)	养禽类项目	153140.72	113600.00
1	一体化项目	106820.72	73400.00
1.1	灵宝温氏一体化养鸡公司项目	20000.00	11000.00
1.2	浙江养禽公司无为一体化养殖屠宰项目	45275.85	30000.00
1.3	苍梧一体化公司项目	41544.87	32400.00
2	子项目	46320.00	40200.00
2.1	梧州市温氏农牧有限公司胜洲蛋鸡场扩建项目(胜洲蛋鸡场扩产项目)	30000.00	26000.00
2.2	灌南温氏食品有限公司白羽肉鸡养殖项目	16320.00	14200.00
(三)	水禽类项目	150933.00	113000.00
1	崇左温氏畜牧有限公司肉鸭一体化养殖项目	150933.00	113000.00
(四)	补充流动资金	277900.00	277900.00
	合计	1167699.72	929700.00

资料来源: 公司提供

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年上半年, 突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行, 对各国经济和贸易造成严重冲击, 全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象, 但是依然处于萎缩低迷中, 全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正, 超预期增长 3.2%, 但上半

年同比依然下降 1.6%, 疫情的负面影响尚未消除, 经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散, 疫情对世界经济的冲击将继续发展演变, 外部风险挑战明显增多, 国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制, 经济活动受到严重冲击, 2020 年上半年中国经济出现负增长, GDP 累计同比下降 1.6%, 其中一季度同比下降 6.8%、二

季度同比增长3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表2 2017-2020年上半年中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年一季度	2020年上半年
GDP(万亿元)	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7
GDP增速(%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速(%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速(%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速(%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速(%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速(%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI增幅(%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI增幅(%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率(%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速(%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速(%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速(%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. GDP总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017年为城镇登记失业率，2018年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

数据来源：联合资信根据国家统计局和wind数据整理

三大需求全面收缩。2020年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度(-19.0%)有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达5.15万亿元，同比增长7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资(不含农户)累计同比增长-3.1%，比上季度(-16.1%)明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度(-25.2%)有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设(不含电力)投资增速为-2.7%，较上季度(-19.7%)降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为1.9%，较一季度(-7.7%)转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低13个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低2.7个百分点。2020年1-6月，货物进出口总额14.24万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度(-6.5%)收窄。其中，出口额7.71万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额6.52万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差1.19万亿元，较一季度(993.0亿元)大幅增加，较上年同期(1.21万亿元)略有减少。2020年上半年，中国对欧

盟累计进出口额为1.99万亿元(同比增长-1.8%)，对东盟累计进出口额为2.09万亿元(同比增长5.6%)，对美国累计进出口额为1.64万亿元(同比增长-6.6%)，对日本累计进出口额为1.03万亿元(同比增长0.4%)，东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020年二季度，资本形成总额拉动GDP增长5个百分点，最终消费支出向下拉动GDP2.3个百分点，货物和服务净出口拉动GDP增长0.5个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降36.7%、二季度增长4.8%；尤其是5、6月份，利润总额分别增长6.0%和11.5%，增速逐月加快。1-5月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较1-3月增速(-11.5%)明显回升，但下降幅度依然较大。2020年上半年，国民经济第一产业、第二产业

和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和 -1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数（CPI）累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比下降 1.9%，比上季度（-0.6%）降幅继续扩大，较上年同期（0.3%）转升为降。工业生产者购进价格指数（PPIRM）累计同比下降 2.6%，降幅比一季度（-0.8%）继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅（10.7%）显著提高，为实体经济提供了有力的金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087%和 4.0410%，较上年同期（分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%）均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度（-14.3%）

有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度（-12.0%）降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度（-5.7%）略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期（6.7%）相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出（除债务利息支出之外），其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出（下降 30.0%）、节能环保支出（下降 15.4%）、交通运输支出（下降 13.3%）、科学技术支出（下降 12.2%）、教育支出（下降 7.6%）。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口（0.93 万亿元）大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2%持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅

74.4%)，并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60% 以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全

面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社融规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定资产投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、行业分析

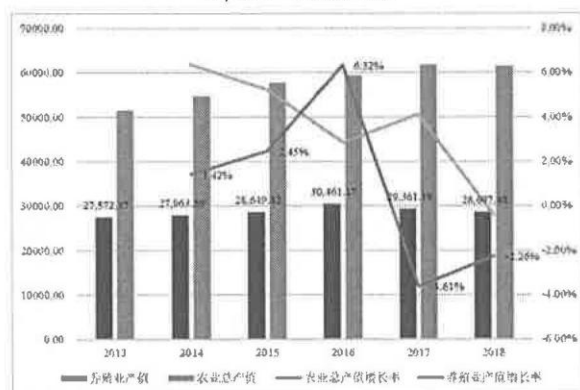
1. 行业概况

近年来，我国畜禽养殖行业将长期稳定发展，并呈现规模化、标准化、集约化的发展趋势。

近年来，我国人均可支配收入的增长改善

了居民膳食结构，畜禽产品已成为生活必需品，并从需求端拉动了养殖业的发展。2018年，我国养殖业总产值达到2.87万亿元，较上年小幅下降2.26%。目前，我国人均肉类占有量达64公斤，直接从事畜禽养殖的收入占家庭农业经营现金收入的1/6，养殖业日益呈现规模化、标准化、集约化的发展趋势。

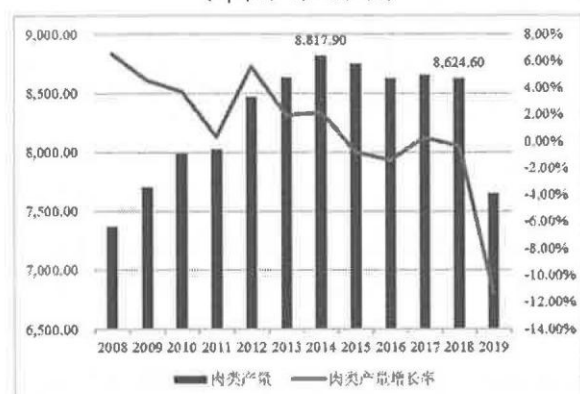
图1 2013—2018年我国农业和养殖业总产值及增长率
(单位：亿元、%)



资料来源：国家统计局、前瞻产业研究院

近年来，受2019年生猪存栏较少、猪肉产量下降影响，我国肉类产量整体呈下降趋势。2017—2019年，我国肉类产量分别为0.87亿吨、0.86亿吨和0.76亿吨，年均复合下降5.99%；同比增速分别为0.30%、-0.34%和-11.31%。

图2 2008—2019年我国肉类产量及增长率
(单位：万吨、%)

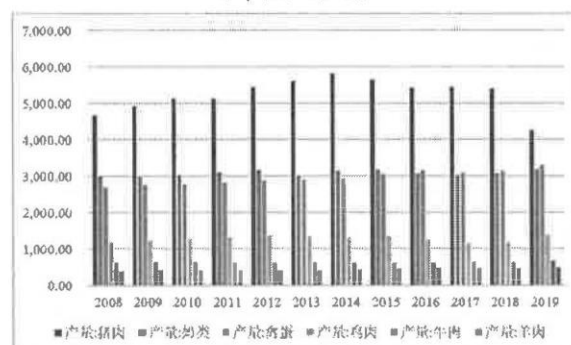


资料来源：国家统计局

从畜禽产品的产量上来看，猪肉产量稳居各畜产品之首，为养殖业的主要产品，2019年猪肉产量为4255.00万吨，较上年下降21.26%，主

要系猪周期下行阶段能繁母猪存栏降至历史低点、环保因素以及非洲猪瘟影响复产等因素综合影响所致。排名其后的奶类和禽蛋产量均较上年有所增长。鸡肉产量方面，受祖代鸡引种受限影响，鸡肉产量自2015年起持续下降至2017年的1160.00万吨，为近十年来最低点。2018年鸡肉产量与上年持平。2019年鸡肉产量为1380.00万吨，较上年增长17.95%，主要系积极替代猪肉缺口所致。牛、羊肉产量方面，随着居民收入的逐步提高，牛、羊肉的需求量持续增长，带动产量稳步上升，但由于我国牛、羊现代化养殖起步较晚，产量难以大幅提高，对外依存度持续上升。

图3 2008—2019年我国各主要畜禽产品产量
(单位：万吨)



资料来源：国家统计局、艾媒数据中心

2. 生猪养殖

我国生猪养殖集中度目前仍属较低；2019年以来，猪价快速上涨，进入高景气周期；未来受供给逐步宽松影响将有所回落。

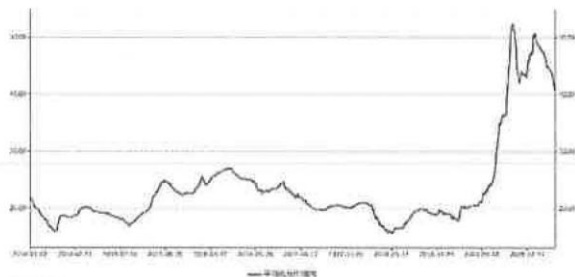
近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及市场发展，我国生猪养殖结构不断优化，行业集中度持续提升，但生猪养殖行业集中度仍比较低，截至2019年末，我国生猪养殖行业CR10不到10%，而同期出栏在50头以下的生猪养殖场数量占全国总养殖场数量的比例在90%以上，导致目前我国肉猪养殖主体仍为散养农户。

供给方面，从能繁母猪存栏量来看，2012年至今，受散养户逐步退出，补栏意愿不强烈等多方面因素影响，能繁母猪存栏量持续下跌。截至2020年3月末，我国能繁母猪存栏量仍处于近十

年低位。由于2016年猪价下跌导致养殖户有压栏观望情绪并延迟补栏，2017年我国生猪存栏量较上年有所下降，出栏量较上年略有增加。截至2017年末，我国生猪存栏量34153万头，较上年末下降8.91%；生猪出栏量68861万头，较上年上升0.52%。截至2018年末，我国生猪存栏量31111万头，较上年末下降7.12%；生猪出栏量69382万头，较上年末上升0.76%，主要系受非洲猪瘟影响，养殖户加速出栏所致。截至2019年11月末，我国生猪存栏量19457万头，较上年同期下降39.77%。截至2019年末，我国生猪出栏量54419万头，较上年同期下降20.97%，主要系猪周期下行阶段能繁母猪存栏降至历史低点、环保因素以及非洲猪瘟影响复产等因素综合影响所致。短期看，能繁母猪仍处低位将造成一段时间内生猪供给不足。中长期来看，猪肉价格持续处于高位刺激了各大主体的复养扩产步伐，未来生猪供给有望进一步宽松。

需求方面，我国猪肉消费总量在2014年之前保持总体增长态势，并于2014年达到5719万吨的历史高点。2015年，我国猪肉消费总量出现负增长，主要系人们饮食结构变化及猪肉价格提升所致。随着人均可支配收入的增加及农村人口对猪肉需求量的增长，2015年后猪肉消费总量降幅收窄；预计未来猪肉潜在需求量将保持稳定，但不排除猪肉价格过高时，消费者转向鸡肉等替代品。

图4 近年来猪肉平均批发价变动趋势



资料来源：Wind

价格方面，由于我国猪肉需求近年来较为稳定，因此供给在猪肉价格的形成中具有重要影响。2016年，受生猪存栏较低以及极端气温影响，猪价快速上涨，并于2016年年中到达21.12

元/公斤的历史高位；2016年下半年，生猪价格先降后升，整体维持高位。2017年，受生猪存栏量和能繁母猪存栏量的持续走低，以及养殖户补栏积极性犹存等多因素影响，猪肉价格呈现出供需博弈格局下的下行趋势。截至2017年末，生猪价格为14.92元/公斤，较上年末18.14元/公斤下降17.75%。2018年上半年，生猪价格延续下降趋势，并于2018年5月初到达截至目前本轮猪周期调整的最低点10.10元/公斤；2018年8月，受非洲猪瘟突然爆发影响，主产区和主销区猪价有所分化，但仍属低迷。2019年以来，受生猪供给短缺影响，猪肉价格直线上涨。截至2019年末，我国猪肉平均批发价为43.25元/公斤，较上年末增长了106.64%。长期来看，在生猪产能进一步扩大、非洲猪瘟疫情得到有效控制后，猪价将受供给逐步宽松影响有所回落。

3. 肉鸡养殖

我国肉鸡养殖行业集中度很高；近年来受祖代鸡供给收缩影响，鸡价波动上升。后续随着供给逐步宽松，白条鸡平均批发价格将逐步回落。

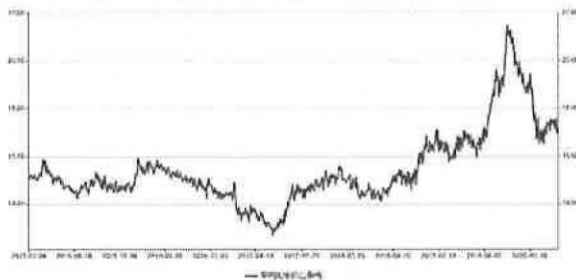
我国肉鸡主要包括白羽肉鸡、黄羽肉鸡和肉杂鸡，在鸡肉产量中的占比分别为60%、37%和4%。就白羽肉鸡和黄羽肉鸡两大主流品种而言，白羽肉鸡具有成长快、抗病差、规模化养殖程度高的特点，多用于快餐市场；黄羽肉鸡具有成长慢、口感好、抗病好、规模化养殖程度不高的特点，多用于鲜食市场。近年来，年出栏5万羽以下的肉鸡养殖户不断减少，5万羽以上的规模化养殖户逐渐增多，2019年我国肉鸡规模化率已超79%，远高于其他畜种。规模化养殖企业凭借不断提升的生产效率及内部治理能力将规模、资金、技术和成本等优势进一步扩大，普通散养户很难与之竞争，特别是在面对H7N9等突发事件时，规模化企业凭借着雄厚的资金实力与全面的疫病预防机制，能够有效化解风险。

供给方面，从祖代鸡引种情况来看，2015年以前，美国和法国是我国大多数祖代鸡的进口国。2015年，由于美国和法国先后发生禽流感，

我国对美国 and 法国先后实施了祖代鸡引种禁令；2016年，我国祖代鸡引种主要来自于波兰、西班牙和新西兰，全年祖代鸡引种规模缩减至63.86万套，较上年下降11.33%；2017年初，波兰、西班牙等地连续爆发高致病性禽流感，导致我国引种禁令再度升级，全年祖代鸡引种量为68.71万套，较上年变化不大。2018年，我国祖代鸡引种量低于75万套，引种量持续四年处于低位。2019年，我国祖代鸡引种量有所增长，但全年祖代鸡存栏量仍维持历史较低水平。考虑到祖代鸡传导到商品代至少需要22个月，预计短期内，肉鸡供给量仍属紧平衡。

需求方面，近年来，我国禽流感情况出现频繁，较大程度影响了鸡肉等禽肉的消费量。2016年，我国鸡肉消费量为1273万吨。2017年初，我国爆发严重的禽流感，造成工厂、学校等禽肉需求量大幅下降，鸡肉消费量为1191万吨，较上年下降6.43%。2018年，我国鸡肉消费量为1197万吨，较上年变化不大。2019年，在猪价较高进行替代的情况下，我国鸡肉消费量约1400万吨，较上年增长16.96%。考虑到我国居民膳食习惯和对高价猪肉进行替代，预计未来我国鸡肉消费量可能保持小幅增长。

图5 近年来白条鸡平均批发价变动趋势



资料来源: Wind

价格方面，受2015—2018年连续四年祖代鸡供给处于低位影响，商品代鸡价波动上升。截至2016年末，白条鸡平均批发价格为14.44元/公斤。截至2017年末，白条鸡平均批发价格上涨至15.41元/公斤，随后延续上涨态势。截至2018年末，白条鸡平均批发价格上涨至16.51元/公斤，较上年同期增长7.14%。截至2019年末，白条鸡平均批发价格上涨至18.79元/公斤，较上年同期

增长13.81%，成为近年来的最高点。2020年以来，随着供给逐步宽松，白条鸡平均批发价格逐步回落。

4. 行业政策

近年来，我国畜牧养殖行业政策聚焦于养殖区划、环保指导和促进养殖产能恢复，为行业可持续发展营造了较好的政策环境。

(1) “生猪养殖北上”政策

2017年2月，农业部办公厅印发了《2017年畜牧业工作要点》（以下简称“《要点》”）的通知。根据《要点》规定，生猪养殖由北京、天津、上海、江苏、浙江、福建、广东、安徽、江西、湖北、湖南等限制发展的南方水网向潜力增长区东北的黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古以及西南的云南和贵州转移，在转移过程中出现的供应缺口将由禽类以及牛羊等肉类来补上，并选择几个典型县开展生猪种养结合循环发展试点。

2019年9月，生态环境部和农业农村部印发《关于进一步规范畜禽养殖禁养区划定和管理，促进生猪生产发展的通知》，指出除饮用水水源保护区，风景名胜区，自然保护区的核心区和缓冲区，城镇居民区、文化教育科学研究区等人口集中区域及法律法规规定的其他禁止养殖区域之外，不得划定禁养区。

(2) 环保类政策

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。

2018年1月，农业部办公厅印发了《2018年畜牧业工作要点》，提出继续推进畜禽养殖废弃物资源化利用，全面实施粮改饲政策，推动规模化养殖水平，提升中小养殖场户的生产经营水平。

(3) 促进养殖产能类政策

2019年12月，农业农村部印发《加快生猪生产恢复发展三年行动方案》，包括落实生猪规模化养殖场建设补助项目、加大农机购置补贴支持力度、保障养殖用地、加大金融保险支持、推进养殖项目环评“放管服”改革等。

2020年3月，国家发改委和农业农村部印发《关于支持民营企业发展生猪生产及相关产业的实施意见》，提出要从加大财政支持力度、完善金融保险支持政策、支持企业克服新冠肺炎疫情带来的特殊困难、保障合理用地需求等方面支持民营企业发展生猪生产。

5. 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。

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。从政绩考核来看，2017年之后，环境因素的考核首次置于比GDP更重要的位置。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。

6. 未来发展

近年来，我国畜牧业行业规模较大，但集

中度较低；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。

未来随着环保政策的趋严，畜禽养殖行业将向增长与环保并重型转变；行业集中度和产业化程度将同步提升。畜禽产品从生产到上市，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。未来畜牧养殖行业有望在大型养殖企业带动下，通过兼并、合资、联营等多种方式，向养殖、种植、加工纵深发展；并衍生出电商与实体结合、互联网与产业融合、生产者与消费者直接对接等新业态。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2020年9月末，公司股本为63.73亿元，温氏家族11名成员合计持股占比16.31%，为公司的控股股东及实际控制人。

2. 企业规模和竞争力

公司作为养殖行业龙头企业，养殖规模较大，综合竞争力很强。

公司作为大型畜禽养殖企业，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。2019年，公司肉猪和肉鸡产量分别为1851.66万头和9.26亿只，均位于全国前列。截至2019年末，公司合作养殖农户中有养鸡户2.90万户，养猪户1.88万户。公司紧密型“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；公司拥有存栏种鸡约1433.56万只，存栏种猪约165.73万头。

3. 养殖技术

公司与多所高校产学研合作，具有较强技术研发能力，养殖技术领先。

公司建立了完善的生产技术管理体系，形成了公司总部研究院（技术中心）、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,拥有一支以 20 多名行业专家、60 多名博士为研发带头人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。目前,公司已培育出国家畜禽新品种(配套系)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,保障了饲料的质量和畜禽产品的安全。

截至2019年末,公司累计获得国家级科技奖项8项,省部级科技奖励58项,新兽药证书35项,国家计算机软件著作权59项,有效发明专利148项(其中美国发明专利3项),实用新型专利265项。

4. 人员素质

公司高级管理人员专业管理经验丰富,员工文化程度构成合理,岗位结构符合行业特点,能够满足公司发展需要。

截至2020年9月末,公司拥有董事、监事及高级管理人员30人,其中董事12人(含独立董事4人),监事5人(含职工监事2人),高级管理人员15人(含非董事高级管理人员13人¹)。

公司董事长温志芬先生,1970年生,中国国籍,理学博士;1993年进入温氏股份的前身工作,历任公司副总裁、总裁、副董事长,2017年4月起担任公司董事长。

公司总裁梁志雄先生,1969年生,中国国籍,大专学历;1987年进入公司前身工作,历任公司

技术中心经理、区域总经理、公司副总裁以及养禽事业部总裁,2020年2月起担任公司总裁。

截至2020年9月末,公司本部及下属子公司共有员工59243人;按文化素质划分,本科及以上学历占12.07%、大专及以下学历占87.93%;按专业领域划分,研发和技术人员占6.18%、生产人员占80.04%、管理人员占7.48%、销售人员占3.30%、其他人员占3.00%。

5. 外部支持

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。

(1) 政府补助

近年来,公司每年均获得了各级政府部门的多项补助,主要包括研发类补助、生产设施设备类补助、环保类补助、生产活动类补助以及其他类补助等。2017—2019年,公司计入当期损益的政府补助分别为1.23亿元、0.85亿元和1.56亿元。

(2) 税收优惠

增值税方面,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、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,根据《中华人民共和国增值税暂行条例》第十五条和《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,公司及其子公司销售的自产农产品免征增值税;根据2008年11月5日国务院第34次常务会议修订通过的《中华人民共和国增值税暂行条例》,作为农业生产者,公司生产销售的原奶、禽蛋产品属于自产自销农产品范畴,可以享受免征增值税的税收优惠;根据财政部、国家税务总局《关于饲料产品

¹ 其中公司副总裁陈峰于2020年11月离任。

免征增值税问题的通知》(财税〔2001〕121号)的精神,公司及其子公司申报免征增值税的饲料以及预混料产品经省级税务机关认可的饲料质量检测机构抽查检验合格,免征增值税;公司的全资子公司广东温氏大华农生物科技有限公司(以下简称“大华农”)和控股子公司佛山市正典生物技术有限公司(以下简称“佛山正典”)生产的兽用疫苗系用微生物制成的生物制品,根据《关于部分货物适用增值税低税率和简易办法征收增值税政策的通知》(财税〔2009〕9号)的规定,按简易办法依照6%的征收率计算缴纳增值税,根据《财政部国家税务总局关于简并增值税征收率政策的通知》(财税〔2014〕57号)的规定,生物制品增值税率自2014年7月1日起由6%调整为3%;公司的全资子公司新兴大华农禽蛋有限公司销售自产的胚蛋等初级农产品免征增值税。

企业所得税方面,根据《中华人民共和国企业所得税法》《中华人民共和国企业所得税法实施条例》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,可以享受免除企业所得税优惠政策;公司及其子公司从事农、林、牧、渔业项目的所得中从事海水养殖、内陆养殖所得享受减半征收企业所得税优惠;公司及其子公司屠宰加工冰鲜鸡、销售原奶属于农产品初加工,可以享受免征企业所得税的优惠;公司及其子公司提供农技推广、兽医等农、林、牧、渔服务业项目可以享受免征企业所得税的优惠;2017年12月,公司的全资子公司大华农通过高新技术企业复审,2017—2019年的企业所得税率为15%;2017年12月,公司的全资子公司肇庆大华农生物药品有限公司通过高新技术企业复审,2017—2019年的企业所得税率为15%。2017年11月,公司的控股子公司佛山正典取得高新技术企业证书,2017—2019年的企业所得税率为15%。

6. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告(统一社会信用代码:91445300707813507B),截至2020年11月4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,该行已出具情况说明;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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录,公司无逾期或违约记录,履约情况良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

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。

公司设股东大会,股东大会是公司的最高权力机构。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3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;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,由公司工会工作委员会或者其他形式民主选举产生。监事任期3年,连选可以连任。监事会拥有检查公司财务、对董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督。

公司设总裁1名、副总裁若干名,由董事会聘任或解聘。公司总裁对董事会负责,主要行使主持公司生产经营管理工作,组织实施董事会决议、年度经营计划和投资方案等职权。

2. 管理水平

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，对公司的区域统筹能力及管理能力的要求更高。

截至2020年9月末，公司本部内设行政管理部、财务部（共享中心）、人力资源部（温氏学院）、战略投资部、证券事务部、审计监察部、运营部、信息中心、研究院（技术中心）、采购中心和创新中心等11个职能部门，拥有养禽事业部、猪业一部、猪业二部和大华农事业部等多个事业部（见附件1-2）。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，提高了公司内部管理的整体水平。

采购管理方面，公司成立了饲料采购中心，负责饲料原料采购、物流以及饲料厂原料仓储的监督工作。公司制定了《饲料原料采购管理办法》《饲料原料货款支付操作细则》，对采购组织体系、采购计划管理、库存控制、合同管理、货款支付等有关内容做出了规定。同时，公司还制定了《饲料原料及药物疫苗采购业务人员行为规范》，进一步明确了采购人员的职业操守和行业准则。公司成立了由副总裁领导的大宗物品集中采购领导小组，对工程设备、生产消耗物资用具和办公用品也实行集中采购，其他小额物料由下属公司制定了采购制度，严格实行“预算-审批-采购-验收-付款”流程，确保采购价格在合理、可控的范围内。通过OA原料采购电子平台和EAS网上管理系统，对原料电子合同、物流运输、验收入库流程、供应商资源等进行统筹协调管理。同时，公司建立健全了供应商档案和物料供应商质量评估体系，并与供应商签订质量安全承诺书。

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、猪业一部、猪业二部和大华农事业部“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和安全生产管理规定；制定和完善各项生产设施设备的安全生产操作规程。

销售管理方面，公司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；规定了各产业的销售流程，并建立了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限额保留资金的，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、猪业一部、猪业二部、大华农事业部、投资管理事业部、水禽事业部和种猪事业部等事业部，实行事业部负责制。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，通过设立事业部和区域管理单位，实现层级管理。分、子公司的经理对区域管理单位的总经理负责，区域管理单位的总经理对事业部负责，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。

3. 疫病防治

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。

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2020年9月末，公司所属养殖场未发生过非洲猪瘟等重大动物疫情。

七、经营分析

1. 经营概况

2017—2019年，肉猪、肉鸡业务是公司收入和利润的主要来源，肉鸡业务的收入占比和毛利率不断提升；公司主营业务收入逐年增长，主营业务毛利率受肉猪销售价格影响较大。

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、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。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。畜禽养殖行业具有较明显的周期性，受肉鸡和肉猪分别于2017年和2018年出现阶段性价格低点影响，2017—2019年，公司营业总收入逐年增长，分别为556.57亿元、572.44亿元和731.44亿元，年均复合增长14.64%；利润总额波动增长，分别为70.92亿元、42.84亿元、147.80亿元，年均复合增长

44.36%，其中 2018 年利润总额较上年下降 39.60%，主要系肉猪毛利率大幅下降和管理费用增加所致。2017—2019 年，公司主营业务收入占营业总收入比重均达 99%以上，主营业务十分突出。

从收入结构上看，肉鸡、肉猪销售是公司收入和利润的主要来源。2017—2019年，公司肉鸡类销售收入逐年增长，年均复合增长23.49%，主要系销售均价逐年上升以及肉鸡销量有所增加所致；占主营业务收入的比重逐年提升，分别为31.58%、34.89%和36.66%。2017—2019年，

公司肉猪类销售收入波动增长，年均复合增长 9.22%，主要系商品肉猪销售价格波动上升所致；占主营业务收入的比重逐年下降，分别为 63.01%、59.04%和57.22%。公司其他业务包括肉鸭产品、肉鸽产品、兽药、肉制品加工产品、原奶及乳制品等，2017—2019年，其他业务收入逐年增长，年均复合增长21.82%，主要系肉鸭业务收入增长所致；其他收入占主营业务收入的比重分别为5.41%、6.07%和6.12%，逐年略有提升，但对公司收入影响较小。

表 3 2017—2019 年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
肉鸡类	175.64	31.58	11.17	199.56	34.89	23.28	267.86	36.66	26.31
肉猪类	350.49	63.01	24.80	337.66	59.04	12.32	418.12	57.22	28.84
其他类	30.12	5.41	16.85	34.71	6.07	23.80	44.69	6.12	24.53
合计	556.26	100.00	20.07	571.93	100.00	16.84	730.67	100.00	27.65

资料来源：审计报告

毛利率方面，2017—2019年，公司肉鸡业务毛利率逐年上升，分别为11.17%、23.28%和26.31%，主要系2017年起肉鸡销售均价逐年上升所致。2017—2019年，公司肉猪业务毛利率波动上升，分别为24.80%、12.32%和28.84%，其中2018年肉猪业务毛利率较上年下降12.48个百分点，主要系受猪周期下行阶段叠加非洲猪瘟影响、肉猪销售均价处于阶段性低点所致。2017—2019年，公司其他业务毛利率逐年上升，分别为16.85%、23.80%和24.53%，主要系占比较高的肉鸭业务收入和毛利率上升所致。受上述因素综合影响，2017—2019年，公司主营业务毛利率波动上升，分别为20.07%、16.84%和27.65%。

2020年1—9月，公司实现营业总收入554.56亿元，较上年同期增长14.80%；实现利润总额85.75亿元，较上年同期增长28.98%，主要公司肉猪价格同比大幅上升所致。

2. 养殖产业

（1）采购

近年来，随着养殖业务规模扩大，公司玉米的采购量持续增长，采购均价逐年小幅上升；豆粕的采购量和采购均价较为稳定。公司采购集中度逐年上升。

公司养殖业务生产成本主要由饲料原料成本、委托农户养殖费用、职工薪酬、药物及疫苗和固定资产折旧及摊销等构成。其中，饲料原料包括能量类原料、蛋白类原料和饲料添加剂等，主要采购品种为玉米、豆粕等粮食和各类添加剂。

表4 2019年公司养殖业务生产成本构成（单位：%）

成本构成	肉猪	肉鸡
饲料原料	59.25	65.85
委托养殖费用	17.70	20.76
药物及疫苗	4.78	3.87
职工薪酬	7.99	4.00
固定资产折旧及摊销	3.79	1.23
其他	6.48	4.29
合计	100.00	100.00

资料来源：公司年报

公司实行以“集中采购为主，区域采购为辅”的采购模式。在决策管理方面，公司设立原料采购决策委员会，负责大宗原料的采购计划审批、采购策略制定、统筹协调、执行监督等工作。采购决策委员会拥有原料集中采购决策权，通过加强采购与养殖生产联动，制定阶段性采购策略和采购方案，全面指导和监督公司原料采购业务的开展；在实施管理方面，公司设立采购中心作为采购管理机构，下设片区采购中心和各专业采购单位，负责执行公司采购决策委员会制定的原料采购决策，与供应商签订采购合同，组织协调物流运输、监控库存，保障原料供应稳定。

公司以“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、油脂和氨基酸；采取“区域采购”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，如棉粕和菜粕等；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。随着公司养殖规模不断扩大，2017—2019年，受肉猪产量波动影响，公司饲料产量波动增长，分别为1178.18万吨、1286.47万吨和1277.23万吨，年均复合增长4.12%。

采购渠道方面，玉米主要在东北、华北、华中、西北和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；高粱主要是通过进口采购，由于高粱对玉米具有替代作用，公司会在衡量二者价格比较优势的基础上采购高粱，以控制养殖成本。货款结算方面，主要采用先货后款的方式。

2017—2019年，公司玉米采购量逐年增长，分别683.25万吨、809.48万吨和819.25万吨，年均复合增长9.50%，主要系公司养殖规模不断扩大，以及公司较多地使用玉米对高粱进行替代所致；玉米采购均价逐年上升，分别为1742元/吨、1922元/吨和2039元/吨，年均复合增长8.19%，主要系玉米价格温和上涨所致。

2017—2019年，公司豆粕采购量波动下降，分别为189.69万吨、164.98万吨和173.34万吨，年均复合下降4.41%，其中2018年豆粕采购量较上年下降13.03%，主要系中美贸易摩擦导致豆粕采购价格上涨、公司减少豆粕采购所致；豆粕采购均价波动上升，分别为2919元/吨、3109元/吨和3014元/吨，年均复合增长1.61%。

受进口粮政策趋紧和高粱价格上升影响，2017—2018年，公司高粱采购量有所下降，分别为117.72万吨和47.75万吨；2019年，公司高粱采购量降为0。

表5 2017—2019年公司主要原料采购量及采购价格
(单位：万吨、元/吨)

项目	2017年		2018年		2019年	
	采购量	均价	采购量	均价	采购量	均价
玉米	683.25	1742	809.48	1922	819.25	2039
豆粕	189.69	2919	164.98	3109	173.34	3014
高粱	117.72	1667	47.75	1813	0.00	0.00

资料来源：公司提供

2017—2019年，公司采购集中度持续上升，前五名供应商采购金额占年度采购总额的比例分别为28.34%、39.09%和42.40%，集中度逐年上升。

(2) 生产

2017—2019年，公司采取紧密型“公司+农户（或家庭农场）”的生产模式，大力发展肉猪和肉鸡业务；通过保证合作农户收益，公司肉猪产量较稳定，肉鸡产量波动增长。

公司拥有完整的肉猪、肉鸡繁育体系，采用紧密型“公司+农户（或家庭农场）”的生产模式。

①种猪/种鸡繁育生产流程

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，繁殖下一世代，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。

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。

② “公司+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，并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。

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、山西和陕西等省（市、区）。2017—2019 年，公司合作养殖农户数量受单体养殖规模上升的影响而有所下降，分别为 5.54 万户、5.00 万户和 4.98 万户。截至 2019 年末，公司合作农户（或家庭农场）中，养鸡户 2.90 万户、养猪户 1.88 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，但公司基本保持了合作农户的收益，巩固了公司发展基础。鸡养殖方面，2017—2019 年，公司鸡养殖户每只鸡的收益分别约为 3.38 元、3.56 元和 4.13 元。猪养殖方面，2017—2019 年，公司猪养殖户每头猪的收益分别约为 256.45 元、207.51 元和 219.82 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；但随着公司持续扩张，在未来合作农户数量增加的预期下，管控难度加大，公司可能面临一定的管理风险。

③肉猪及肉鸡产量

公司肉猪及肉鸡业务均根据合作养殖农户提前提出的养殖需求出栏猪苗与鸡苗。肉猪业务方面，近年来，公司持续优化种猪场生产流程，增强养猪业务的可持续发展能力，并着手布局屠宰加工业务，为未来发展奠定了坚实的基础。2017—2019 年，公司商品肉猪产量较稳定，分别为 1904.17 万头、2229.70 万头和 1851.66 万头，年均复合下降 1.39%。

肉鸡业务方面，近年来，公司大力推进养鸡业转型升级，推动管理组织制度创新，优化升级肉鸡品种。2017—2019 年，肉鸡产量波动增长，分别为 7.76 亿只、7.50 亿只和 9.26 亿只，年均复合增长 9.24%，主要系公司积极发展养禽业务，增加投苗所致。

④养殖质量控制

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。

(3) 销售

近年来，公司肉鸡销量波动上升，销售均价持续上升；肉猪销量波动下降，销售均价波动上升；公司销售网络布局较广，华南区域和华东区域销售占比高；客户集中度维持在较低水平。

截至 2019 年末，公司拥有 326 家子公司，遍布全国 20 多个省（市），在完成全国性生产

布局的同时，也形成了全国性的营销网络。公司的肉鸡、肉猪产品价格随行就市。

肉鸡销售方面，公司以“掌控渠道，直配终端”为目标，积极推进批发与零售相结合的销售模式。2017—2019 年，公司肉鸡销量波动上升，分别为 7.76 亿只、7.48 亿只和 9.25 亿只，年均复合增长 9.18%，主要系受市场供求变化的影响，以及生猪价格上升带动下，肉鸡行情较好所致。2017—2019 年，肉鸡销售均价逐年上升，分别为 5.82 元/斤、6.85 元/斤和 7.53 元/斤。

2017—2019 年，公司肉猪销量波动下降，分别销售 1904.17 万头、2229.70 万头和 1851.66 万头，年均复合下降 1.39%，其中，2019 年公司肉猪销量较上年下降 16.95%，主要系公司于 2019 年上半年调整了投苗与销售计划、下半年加大种猪选留以及提升肉猪体重所致。

2017—2019 年，肉猪销售均价波动上升，分别为 7.49 元/斤、6.41 元/斤和 9.40 元/斤，年均复合增长 12.03%，与生猪市场行情较一致。

2017—2019 年，公司肉猪产销率均为 100%；肉鸡产销率均接近 100%，有少量库存。

表 6 2017—2019 年公司销售情况
(单位：亿只、万头、元/斤)

项目	2017年		2018年		2019年	
	销售量	销售均价	销售量	销售均价	销售量	销售均价
肉鸡	7.76	5.82	7.48	6.85	9.25	7.53
肉猪	1904.17	7.49	2229.70	6.41	1851.66	9.40

资料来源：公司提供

销售模式方面，公司主要产品肉鸡、肉猪销售对象以批发商、终端零售商及肉联厂为主。根据与客户交货地点的不同区分不同情况：销售肉鸡时，均由合作农户（或家庭农场）将肉鸡运输至公司销售部后由公司统一完成对外销售，公司客户在公司销售部进行商品交接；销售肉猪时，考虑其商品特性，由客户在公司完成相应销售手续后，至公司指定的已经完成产品上市前检测的合作农户（或家庭农场）处直接进行提货。公司销售区域集中在华南区域和华东区域，2017—2019 年，华南区域和华东区域销售收入

占营业收入的比例均大致为 46%和 24%。货款结算方面,基本是现款现货,不占用公司营运资金。

客户集中程度方面,2017—2019 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 4.52%、6.00%和 5.20%,保持在较低水平。

3. 其他业务

2017—2019年,公司围绕养殖主业,不断丰富养殖品类和延伸养殖产业链,有助于培育新的业务增长点,但目前其他业务收入在营业收入中的占比较小。

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制造、肉食品加工、农牧设备制造等产业。公司其他业务以奶牛、肉鸭、蛋鸡、肉鸽、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为主,2017—2019年,其他业务收入逐年增长,分别为30.12亿元、34.71亿元和44.69亿元。

2019年,公司其他业务收入主要由其他养殖类业务收入20.90亿元、原奶及乳制品收入7.28亿元、兽药收入6.25亿元、肉制品加工产品收入2.98亿元和设备收入1.89亿元等构成。

4. 经营效率

2017—2019年,公司整体经营效率较高,处

于行业中上水平。

从经营效率指标看,2017—2019年,公司应收账款周转率处于行业上游水平;存货周转率处于较低水平;总资产周转率处于中等水平。

表 7 2019 年同行业公司经营效率对比情况

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
正邦科技	69.02	4.41	0.94
新希望	112.28	9.81	1.46
牧原股份	1286.37	2.00	0.49
唐人神	84.23	11.89	2.22
大北农	11.90	5.78	0.90
上述中位数	84.23	5.78	0.94
温氏股份	304.97	4.17	1.22

注: Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异,为便于比较,本表相关指标统一采用 Wind 数据

资料来源: Wind

5. 在建项目

截至2020年9月末,公司在建项目投资方向以肉猪养殖为主,主要项目尚需投资金额较大,但考虑到公司现金类资产充裕,投资支出压力不大。

在建工程方面,未来公司重大资本性支出方向是养猪业。截至2020年9月末,公司前五大在建项目计划投资总额为31.69亿元,已投资13.36亿元,未来仍需投资18.33亿元。公司主要投资项目预计投产时间集中在2020年和2021年,届时公司产能将进一步提升。

表 8 截至 2020 年 9 月末公司前五大在建项目(单位:亿元、万头/年)

项目	计划总投资	已投资额	未来投资金额	主要业务	设计产能	预计年收益
埇桥温氏畜牧有限公司	7.78	4.43	3.36	肉猪养殖、销售	60.00	1.20
敖汉温氏农牧有限公司	6.18	0.61	5.57	肉猪养殖、销售	60.00	1.20
寿县温氏畜牧有限公司	6.13	2.03	4.09	肉猪养殖、销售	80.00	1.60
宁城温氏农牧有限公司	5.81	3.98	1.83	肉猪养殖、销售	40.00	0.80
定襄温氏畜牧有限公司	5.78	2.31	3.48	肉猪养殖、销售	60.00	1.20
合计	31.69	13.36	18.33	--	--	--

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,为未满足负荷生产时间;“预计年收益”为满负荷生产后预计年收益

资料来源:公司提供

6. 经营关注

畜、禽价格波动风险。畜禽类产品的市场价格易受市场供求关系、养殖成本、疫情及自然灾

害等因素的影响而有所波动。2019年,生猪产能下降明显,市场肉猪供给大幅减少,生猪养殖行业进入高景气阶段;作为肉猪的替代产品,肉鸡价格在猪价上涨带动下同比上升。后续随着肉猪、

肉鸡产能快速恢复,市场上肉猪和肉鸡可能供过于求,相关产品价格将下跌。

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。如2017年H7N9事件和2018年非洲猪瘟在我国的爆发,一方面将增加公司的疫病防治支出,另一方面疫病的发生与流行也会对消费者心理产生冲击,导致公司面对的销售市场萎缩。

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。考虑到公司经营模式为紧密型“公司+农户(或家庭农场)”,且主要生产基地在我国南部水网密集区域,如政府进一步提高环保监管要求,将对公司的经营业绩和利润水平产生一定程度的影响。

7. 未来发展

公司长期发展战略清晰,经营思路具备较好的可实现性,有利于进一步提升改善综合实力。

公司将加快发展养猪业,稳定发展肉鸡业,加快发展蛋鸡、鸭、鹅、鸽、乳业、兽药及农牧设备业,打造以鸡猪双主业为核心、多业态协同发展生态圈;加快完善屠宰、食品加工、生鲜营销产业链;持续提高公司综合经营管理能力,全面提升企业综合实力和竞争优势,向“千亿企业、百年温氏”的目标稳步推进。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2017—2019年度财务报表已经致同会计师事务所(特殊普通合伙)审计,审计结论均为标准无保留意见。2020年1—9月财务数据未经审计。公司执行最新企业会计准则。

从合并范围变化来看,2018年,公司新增纳入合并范围的子公司19家,不再纳入合并范围的子公司6家。截至2018年末,公司纳入合并范围

的子公司共275家。2019年,公司新增纳入合并范围的公司55家,不再纳入合并范围的公司4家。截至2019年末,公司纳入合并范围的子公司共326家。截至2020年9月末,公司纳入合并范围的子公司共396家。考虑到公司合并范围变动主要系新设子公司造成,且公司主要经营业务未发生变化,会计政策连续,其财务数据可比性较强。

截至2019年末,公司合并资产总额655.79亿元,所有者权益466.28亿元(含少数股东权益15.16亿元);2019年,公司实现营业总收入731.44亿元,利润总额147.80亿元。

截至2020年9月末,公司合并资产总额776.45亿元,所有者权益484.89亿元(含少数股东权益17.06亿元);2020年1—9月,公司实现营业总收入554.56亿元,利润总额85.75亿元。

2. 资产质量

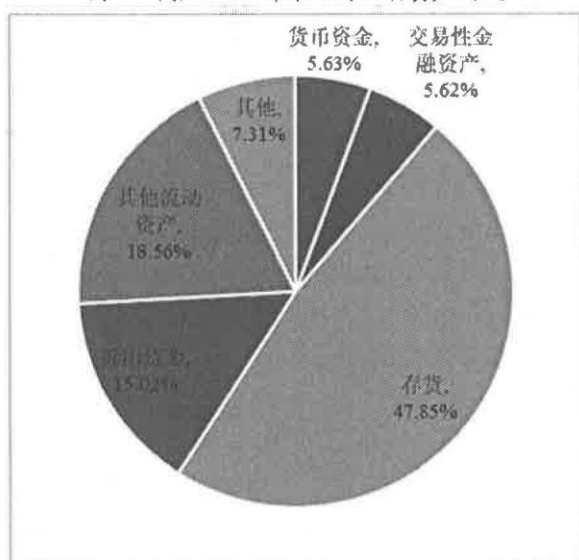
2017—2019年末,在盈利大幅增加带动下,公司资产规模持续扩大,以非流动资产为主;流动资产中货币资金、交易性金融资产、拆出资金及理财产品合计规模较大,非流动资产中固定资产规模较大;资产受限比例很低,公司整体资产质量较好。

2017—2019年末,公司合并资产总额逐年增长,年均复合增长15.64%。截至2019年末,公司合并资产总额为655.79亿元,较上年末增长21.55%,主要系非流动资产增加所致。其中,流动资产占39.79%,非流动资产占60.21%,公司资产结构以非流动资产为主。

(1) 流动资产

2017—2019年末,公司流动资产逐年增长,年均复合增长15.17%。截至2019年末,公司流动资产为260.94亿元,较上年末增长19.69%,主要系交易性金融资产、拆出资金和其他流动资产增加所致。公司流动资产主要由货币资金(占5.63%)、交易性金融资产(占5.62%)、存货(占47.85%)、拆出资金(占15.02%)和其他流动资产(占18.56%)构成。

图6 截至2019年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019年末，公司货币资金波动增长，年均复合增长14.03%。截至2019年末，公司货币资金为14.68亿元，较上年末下降18.32%，主要系公司购买理财产品所致；以银行存款（占89.29%）为主。截至2019年末，公司货币资金中有0.49亿元受限资金，受限比例为3.35%，主要为保证金和存放中央银行法定准备金；受限比例低。

截至2019年末，公司新增交易性金融资产14.68亿元，均为以公允价值计量的权益工具投资，其变动计入当期损益。

2017—2019年末，公司存货波动增长，年均复合增长4.99%。截至2019年末，公司存货为124.86亿元，较上年末下降3.12%。存货账面余额主要由原材料（占24.10%）和消耗性生物资产（占70.78%）构成，累计计提跌价准备0.53亿元。公司消耗性生物资产主要包括种鸡蛋、种鸭蛋、鸡苗、鸭苗、猪苗、肉鸡和肉猪等存栏待售的畜禽，易受疫病影响，且市场价格波动性较强，存在一定的减值风险。

截至2019年末，公司拆出资金为39.20亿元，较上年末增长291.56%，主要系公司在子公司广东温氏集团财务有限公司（以下简称“财务公司”）存放同业的资金增加所致。

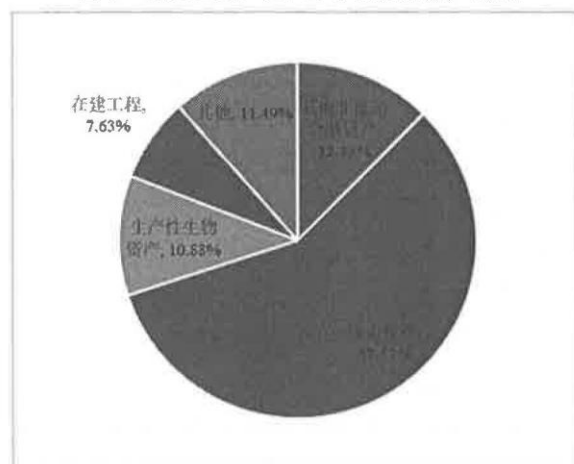
2017—2019年末，公司其他流动资产波动下降，年均复合下降11.84%。截至2019年末，公司

其他流动资产为48.44亿元，较上年末增长34.03%，主要系人民币结构性理财产品增加所致；其他流动资产主要由人民币结构性理财产品（占95.69%）构成。

（2）非流动资产

2017—2019年末，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长15.96%。截至2019年末，公司非流动资产为394.85亿元，较上年末增长22.82%，公司非流动资产主要由其他非流动金融资产（占12.43%）、固定资产（占57.57%）、生产性生物资产（占10.88%）和在建工程（占7.63%）构成。

图7 截至2019年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

截至2019年末，公司新增其他非流动金融资产49.07亿元，主要系原金融工具准则下的“可供出售金融资产”按新金融工具准则的规定进行分类和计量所致。公司其他非流动金融资产主要为非上市公司股权投资等权益工具投资。

2017—2019年末，公司固定资产逐年增长，年均复合增长25.48%。截至2019年末，公司固定资产为227.33亿元，较上年末增长24.56%，主要系公司业务规模扩大、房屋建筑物及机械设备增加所致。固定资产账面余额主要由房屋及建筑物（占59.00%）和机械设备（占38.32%）构成，累计计提折旧98.05亿元；固定资产成新率为69.81%，成新率一般。

2017—2019年末，公司生产性生物资产逐年增长，年均复合增长15.77%。截至2019年末，公司生产性生物资产为42.96亿元，较上年末增

长 19.43%，主要系种猪存栏增加所致。公司生产性生物资产账面余额主要由种猪（占 74.88%）、种鸡（占 11.04%）和奶牛（占 11.91%）构成。

2017—2019 年末，公司在建工程逐年下降，年均复合下降 8.64%。截至 2019 年末，公司在建工程为 30.12 亿元，较上年末下降 14.12%，主要系前期猪场在建工程项目完工转入固定资产所致。公司在建工程账面余额主要为猪场工程（占 60.48%）和鸡场工程（占 11.54%），累计计提减值准备 0.18 亿元。

截至 2019 年末，公司受限资产为 0.66 亿元，受限比例很低。

截至 2020 年 9 月末，公司合并资产总额 776.45 亿元，较上年末增长 18.40%，主要系非流动资产增加所致。其中，流动资产占 31.60%，非流动资产占 68.40%。公司资产以非流动资产为主，非流动资产较上年末占比上升较快，主要系固定资产、生产性生物资产和在建工程增加所致。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2017—2019 年末，得益于利润积累，公司所有者权益持续增长；但未分配利润占比较高，公司权益稳定性一般。

2017—2019 年末，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 18.21%。截至 2019 年末，公司所有者权益为 466.28 亿元，较上年末增长 31.08%，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占比为 96.75%，少数股东权益占比为 3.25%。归属于母公司所有者权益为 451.12 亿元，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 11.77%、14.41%、-0.42%和 68.59%。归属于母公司所有者权益中，未分配利润占比较高，公司的权益结构稳定性一般。若公司未来大规模分红，将影响权益稳定性。

截至 2020 年 9 月末，公司所有者权益为 484.89 亿元，较上年末增长 3.99%；所有者权益构成较上年末变化不大。

（2）负债

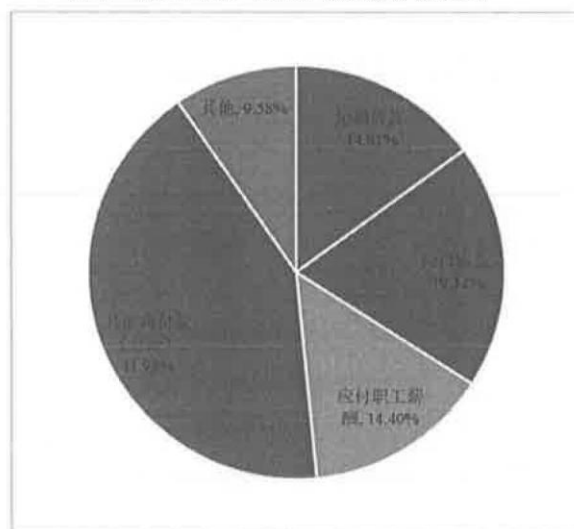
2017—2019 年末，公司负债规模逐年增长，

负债结构以流动负债为主；公司整体债务负担很轻，债务结构合理。2020 年 9 月末，公司短期借款和长期借款大幅增长，带动公司债务规模有所上升，债务负担有所加重。

2017—2019 年末，公司负债总额逐年增长，年均复合增长 9.97%。截至 2019 年末，公司负债总额为 189.51 亿元，较上年末变化不大。其中，流动负债占 73.33%，非流动负债占 26.67%。公司负债以流动负债为主。

2017—2019 年末，公司流动负债逐年增长，年均复合增长 7.15%。截至 2019 年末，公司流动负债为 138.97 亿元，较上年末变化不大。公司流动负债主要由短期借款（占 14.91%）、应付账款（占 19.12%）、应付职工薪酬（占 14.40%）和其他应付款（合计）（占 41.98%）构成。

图 8 截至 2019 年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2017—2019 年末，公司短期借款波动下降，年均复合下降 8.95%。截至 2019 年末，公司短期借款为 20.72 亿元，较上年末增长 15.01%。公司短期借款均为信用借款。

2017—2019 年末，公司应付账款波动增长，年均复合增长 4.57%。截至 2018 年末，公司应付账款为 28.06 亿元，较上年末增长 15.43%，主要系业务规模扩大、原材料等采购项目增加所致。截至 2019 年末，公司应付账款为 26.58 亿元，较上年末下降 5.27%。

2017—2019年末,公司应付职工薪酬波动增长,年均复合增长12.28%。截至2018年末,公司应付职工薪酬为12.98亿元,较上年末下降18.24%,主要系公司业绩下滑,计提的员工绩效奖金减少所致。截至2019年末,公司应付职工薪酬为20.01亿元,较上年末增长54.21%,主要系公司经营业绩好,职工工资、奖金、津贴和补贴增加所致。

2017—2019年末,公司其他应付款(合计)波动增长,年均复合增长6.21%。截至2018年末,公司其他应付款(合计)66.25亿元,较上年末增长28.09%,主要系新增限制性股票回购款11.85亿元所致。截至2019年末,公司其他应付款(合计)为58.34亿元,较上年末下降11.94%,主要系应付专业户款和限制性股票回购款减少所致。公司其他应付款(合计)主要为其他应付款,其他应付款主要由应付专业户款(占69.01%)、保证金、押金(占11.38%)和限制性股票回购款(占11.15%)构成。

2017—2019年末,公司非流动负债波动增长,年均复合增长19.05%,主要系长期借款和应付债券增加所致。截至2019年末,公司非流动负债为50.54亿元,较上年末变化不大。公司非流动负债主要由长期借款(占26.91%)、应付债券(占59.07%)和递延收益(占5.63%)构成。

2017—2019年末,公司长期借款波动增长,年均复合增长23.27%。截至2018年末,公司长期借款为24.15亿元,较上年末增加15.20亿元,主要系公司为满足固定资产与在建工程投资,以及优化融资结构所致。截至2019年末,公司长期借款为13.60亿元,较上年末下降43.69%,主要系公司资金流充裕、归还前期借款所致。公司长期借款主要由信用借款(占99.68%)构成。公司长期借款还款期限较均匀,无集中偿付压力。

2017—2019年末,公司应付债券逐年增长,年均复合增长9.68%。截至2019年末,公司应付债券为29.86亿元,较上年末增长20.12%,主要系2019年9月发行“19温氏01”所致。

2017—2019年末,公司递延收益逐年增长,年均复合增长56.29%。截至2019年末,公司递延

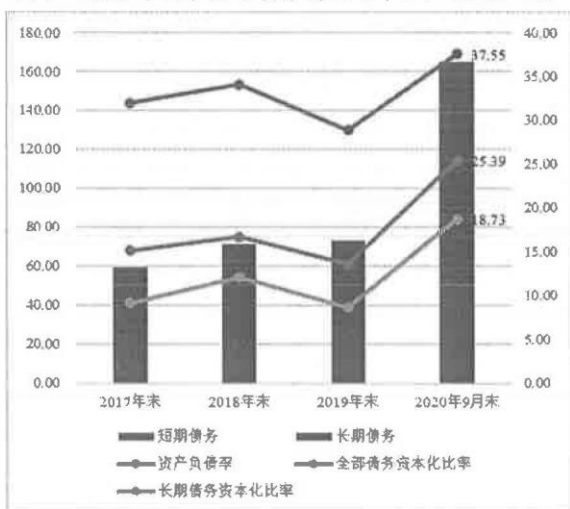
收益为2.85亿元,较上年末增长66.99%,主要系政府补助增加所致。公司递延收益主要为研发类和生产设施设备类补助。

全部债务方面,2017—2019年末,公司全部债务逐年增长,年均复合增长10.85%。截至2019年末,公司全部债务为73.07亿元,较上年末基本无变化。其中,短期债务占39.24%,长期债务占60.76%,以长期债务为主,债务结构合理。截至2019年末,短期债务为28.67亿元,较上年末增长28.47%,主要系短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。长期债务为44.39亿元,较上年末下降9.41%,主要系偿还长期借款所致。2017—2019年末,公司资产负债率分别为31.95%、34.06%和28.90%,全部债务资本化比率分别为15.13%、16.70%和13.55%,长期债务资本化比率分别为9.19%、12.11%和8.69%,均呈波动下降趋势。公司整体债务负担很轻。

截至2020年9月末,公司负债总额为291.56亿元,较上年末增长53.85%,主要系非流动负债增加所致。其中,流动负债占59.00%,非流动负债占41.00%,非流动负债占比较上年末明显上升。

截至2020年9月末,公司全部债务为165.00亿元,较上年末增长125.82%,主要系长期债务增长所致。债务结构方面,短期债务占32.29%,长期债务占67.71%,以长期债务为主,其中,短期债务为53.27亿元,较上年末增长85.78%,主要系短期借款增加所致;长期债务为111.73亿元,较上年末增长151.68%,主要系长期借款增长所致。从债务指标来看,截至2020年9月末,公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为37.55%、25.39%和18.73%,较上年末分别提高8.65个百分点、11.84个百分点和10.03个百分点。公司债务负担较上年末有所加重。

图9 2017年以来公司债务情况(单位:亿元、%)



资料来源:公司审计报告,联合资信整理

4. 盈利能力

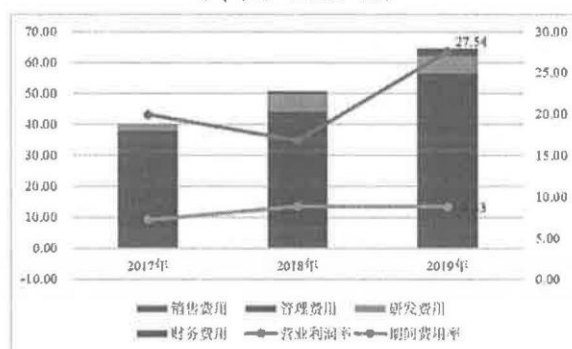
2017-2019年,公司营业收入逐年增长,受到行业周期性波动的影响盈利水平波动上升,公司费用控制能力强,盈利能力处于行业领先水平。

公司的营业收入主要来自肉猪养殖和肉鸡养殖。受肉鸡和肉猪售价分别于2017年和2018年处于阶段性低点以及肉鸡销量逐年增加的影响,2017-2019年,公司营业总收入逐年增长,分别为556.57亿元、572.44亿元和731.44亿元,年均复合增长14.64%;利润总额波动增长,分别为70.92亿元、42.84亿元、147.80亿元,年均复合增长44.36%。其中,2018年利润总额较上年下降39.60%,主要系肉猪产品毛利率下降、新增限制性股票摊销支付费用3.12亿元和计提跌价准备1.08亿元共同影响所致;2019年利润总额较上年大幅增长245.04%,主要系业务规模扩大及肉猪销售均价大幅上升所致。

从期间费用来看,2017-2019年,公司费用总额逐年增长,年均复合增长26.75%,主要系公司规模扩大、管理费用增长所致。2019年,公司期间费用总额为64.57亿元,较上年增长27.26%。从构成看,销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为14.20%、73.23%、8.83%和3.74%,以管理费用为主。其中,销售费用为9.17

亿元,较上年增长14.30%,主要系业务规模扩大所致;管理费用为47.28亿元,较上年增长30.68%,主要系经营业绩好、员工薪酬增加所致;研发费用为5.70亿元,较上年增长3.22%;财务费用为2.41亿元,较上年增长139.67%,主要系利息收入减少同时利息支出增加所致。2017-2019年,公司期间费用率²分别为7.22%、8.86%和8.83%,公司费用控制能力强。

图10 2017-2019年公司期间费用及营业利润率情况(单位:亿元、%)



资料来源:公司审计报告,联合资信整理

从利润构成来看,2017-2019年,公司投资收益和其他收益对营业利润影响很小。2017-2019年,公司公允价值变动收益分别为143.35万元、-0.13亿元和10.56亿元,其中2019年公允价值变动收益较上年增幅较大,主要系其他非流动金融资产公允价值上升所致;占营业利润的比例分别为0.02%、-0.29%和7.09%,对营业利润的影响一般。截至2019年末,公司持有大量以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产,分布在交易性金融资产(14.68亿元)、其他权益工具投资(9.93亿元)和其他非流动金融资产(49.07亿元)。在畜禽养殖行业低景气度年份,上述金融资产公允价值变动可能对公司营业利润形成一定影响。

从盈利指标来看,公司各项盈利指标均呈波动上升趋势。2017-2019年,公司营业利润率分别为19.95%、16.74%和27.54%;总资本收益率分别为18.21%、10.66%和27.45%;净资产收益率分

² (销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入×100%。

别为20.97%、11.96%和30.98%。与国内同行业主要上市公司比较,公司盈利能力处于行业领先水平,整体盈利能力很强。

与所选公司比较,公司盈利能力处于行业领先水平,整体盈利能力很强。

表9 2019年同行业公司盈利情况对比

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
正邦科技	15.74	7.86	20.75
新希望	12.07	12.41	21.17
牧原股份	35.95	16.63	34.55
唐人神	9.56	5.46	6.01
大北农	19.91	4.99	5.17
上述中位数	15.74	7.86	20.75
温氏股份	27.66	25.34	35.06

注:Wind与联合资信在上述指标计算上存在公式差异,为便于比较,本表相关指标统一采用Wind数据

资料来源:Wind

2020年1—9月,公司实现营业总收入554.56亿元,较上年同期增长14.80%;实现利润总额85.75亿元,较上年同期增长28.98%,主要公司肉猪价格同比大幅上升所致。

5. 现金流

2017—2019年,公司经营活动现金流保持净流入状态,收入实现质量尚可;经营活动现金流量净额对投资活动现金净流出规模的覆盖能力较强,对外筹资需求较小。

从经营活动来看,2017—2019年,公司经营活动现金流入量逐年增长,分别为545.15亿元、575.73亿元和724.43亿元,年均复合增长15.28%。2017—2019年,公司经营活动现金流出量逐年增长,分别为465.21亿元、510.78亿元和541.40亿元,年均复合增长7.88%。受上述因素影响,2017—2019年,公司经营活动产生的现金流量净额波动增长,分别为79.94亿元、64.94亿元和183.03亿元,年均复合增长51.31%。2017—2019年,公司现金收入比分别为97.52%、98.83%和96.68%,收入实现质量尚可。

从投资活动来看,受收回理财产品影响,2017—2019年,公司投资活动现金流入量波动增长,分别为26.03亿元、129.46亿元和126.28亿元,年均复合增长120.26%。2017—2019年,

受投资理财产品和购建长期资产影响,公司投资活动现金流出量逐年增长,分别为113.67亿元、177.14亿元和234.39亿元,年均复合增长43.59%。受上述因素影响,2017—2019年,公司投资活动产生的现金流量净额分别为-87.65亿元、-47.68亿元和-108.11亿元,持续净流出且净流出规模波动增长。

从筹资活动来看,2017—2019年,公司筹资活动现金流入量波动下降,分别为62.52亿元、51.60亿元和51.92亿元,年均复合下降8.87%。2017—2019年,公司筹资活动现金流出量逐年增长,分别为51.40亿元、53.06亿元和100.59亿元,年均复合增长39.90%,其中2019年较上年增长89.57%,主要系偿还债务和分配股利支付的现金增长所致。受上述因素影响,2017—2019年,公司筹资活动产生的现金流量净额分别为11.12亿元、-1.46亿元和-48.67亿元,由净流入转为净流出状态,且净流出规模有所扩大。

2020年1—9月,公司经营活动现金净流入59.10亿元;投资活动现金净流出109.05亿元;筹资活动现金净流入32.03亿元。

6. 偿债能力

公司长短期偿债能力指标表现较好,融资渠道畅通,过往债务履约情况良好,并考虑到公司行业地位突出、经营规模很大等因素,其整体偿债能力极强。

从短期偿债能力指标看,2017—2019年末,公司流动比率分别为162.53%、164.14%和187.77%;速动比率分别为68.94%、67.10%和97.92%;公司流动资产对流动负债的保障程度较高。2017—2019年末,公司现金短期债务比逐年上升,分别为0.48倍、0.83倍和1.02倍,现金类资产对短期债务的保障程度较高。整体看,公司短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标看,2017—2019年,公司EBITDA分别为93.23亿元、69.89亿元和181.91亿元,波动增长。2019年,公司EBITDA为181.91亿元,较上年增长160.28%,主要系利润总额增加所致。从构成看,公司EBITDA主

要由折旧(占 15.36%)和利润总额(占 81.25%)构成。2017—2019 年,公司 EBITDA 利息倍数波动下降,分别为 57.92 倍、23.60 倍和 50.33 倍,EBITDA 对利息的覆盖程度高;全部债务/EBITDA 波动下降,分别为 0.64 倍、1.02 倍和 0.40 倍,EBITDA 对全部债务的覆盖程度高。整体看,公司长期债务偿债能力很强。

截至2020年9月末,公司无对外担保事项。

截至2020年9月末,公司无重大诉讼、仲裁事项。

截至2020年9月末,公司已获各金融机构授信额度为238.88亿元,已使用额度为120.20亿元,未使用额度为118.68亿元,公司间接融资渠道畅通。同时,公司作为上市公司,具备直接融资渠道。

7. 公司本部财务分析

截至 2019 年末,公司本部资产规模较上年末有所增长,以流动资产为主;负债规模有所增长,以流动负债为主;所有者权益结构稳定性较弱。2019 年,公司本部收入规模较小,净利润依赖投资收益,经营活动现金流为负。

截至 2019 年末,公司本部资产总额为 470.67 亿元,较上年末增长 7.99%。其中,流动资产为 346.54 亿元(占 73.63%),非流动资产为 124.13 亿元(占 26.37%)。从构成看,流动资产主要由货币资金(占 10.64%)、其他应收款(占 75.52%)和其他流动资产(占 11.04%)构成,非流动资产主要由长期股权投资(占 83.13%)构成。

截至 2019 年末,公司本部负债总额为 153.03 亿元,较上年末增长 10.28%。其中,流动负债为 109.25 亿元(占 71.39%),非流动负债为 43.78 亿元(占 28.61%)。从构成看,流动负债主要由短期借款(占 18.97%)、其他应付款(占 72.06%)和一年内到期的非流动负债(占 6.19%)构成,非流动负债主要由长期借款(占 31.07%)和应付债券(占 68.20%)构成。公司本部 2019 年末资产负债率为 32.51%,较上年末变化不大。

截至 2019 年末,公司本部所有者权益为 317.64 亿元,较上年末增长 6.93%。其中,实收

资本为 53.12 亿元(占 16.72%)、资本公积合计 65.90 亿元(占 20.75%)、未分配利润合计 173.23 亿元(占 54.54%)、盈余公积合计 31.90 亿元(占 10.04%),所有者权益稳定性较弱。

2019 年,公司本部营业收入为 16.04 亿元,净利润为 53.47 亿元。

2019 年,公司本部经营活动现金流量净额为-2.02 亿元;投资活动现金流量净额为 74.48 亿元;筹资活动现金流量净额为-47.36 亿元。

九、本次可转换公司债券偿还能力分析

本次可转换公司债券的发行对公司债务水平影响大,公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本次债券的保障能力很强。

1. 本次债券对公司现有债务的影响

截至2020年9月末,公司全部债务为165.00 亿元,本次可转债拟发行额度为不超过92.97 亿元,相对于目前公司债务规模,本次可转债对公司债务水平影响大。

以2020年9月末财务数据为基础,本次债券发行后,在其他因素不变的情况下,公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由37.55%、25.39%和18.73%上升至44.23%、34.73%和29.68%,公司负债水平有所上升,债务负担有所加重,但仍处于合理水平。考虑到可转换债券具有转股的可能性,如果公司股价未来上涨超过转股价,公司本次发行的可转换债券转换为公司的权益,公司实际债务负担将低于上述预测值。

2. 本次债券偿还能力分析

2017—2019年,公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本次债券覆盖倍数均处于较高水平,公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本次债券保障能力很强。

表 10 本次债券保障能力测算

指标	2017 年	2018 年	2019 年
经营活动现金流入量(亿元)	545.15	575.73	724.43
经营活动现金流入量保障倍数(倍)	5.86	6.19	7.79

经营活动现金流量净额（亿元）	79.94	64.94	183.03
经营活动现金流量净额保障倍数（倍）	0.86	0.70	1.97
EBITDA（亿元）	93.23	69.89	181.91
EBITDA 保障倍数（倍）	1.00	0.75	1.96

注：数据略有差异系四舍五入造成

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

十、结论

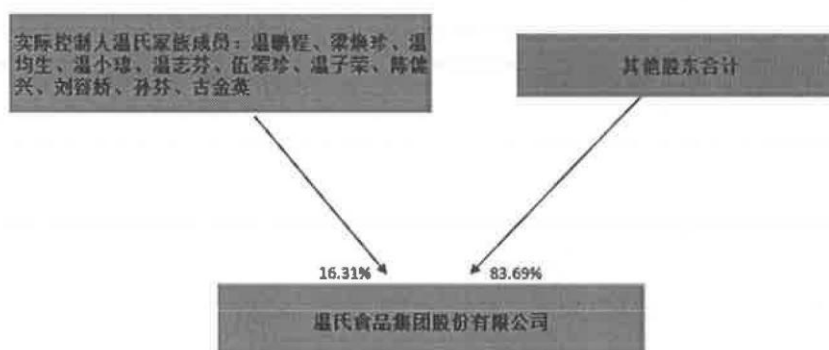
公司作为国内养殖行业龙头企业，在行业地位、经营规模、养殖技术、商业模式及盈利能力等方面具有很强的综合竞争优势。近年来，公司资产规模有所增长，债务负担很轻，盈利能力处于行业领先水平，经营性现金流持续净流入。同时，联合资信也关注到公司所处行业上下游价格波动性较大、面临畜禽疫病风险以及权益稳定性一般等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司继续扩张养猪业，稳步发展养鸡业，其盈利能力和综合竞争力有望进一步提升。联合资信对公司的评级展望为稳定。

公司本次拟发行6年期、不超过92.97亿元（含）的可转换公司债券，从本次可转换债券设置的转股价格修正条款和赎回条款中可以看出，本次可转换公司债券转股的可能性较大。

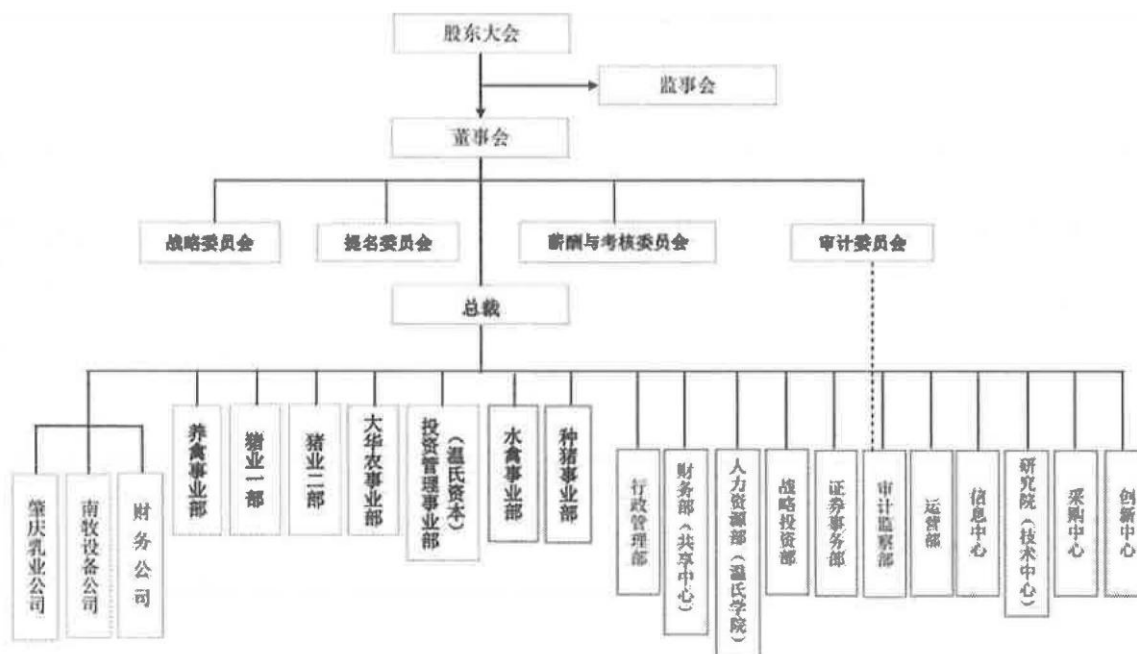
基于对公司主体长期信用状况以及本次可转换公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本次可转换公司债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年 9 月末温氏食品集团股份有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 9 月末温氏食品集团股份有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 9 月末温氏食品集团股份有限公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	实收资本 (万元)	持股比例 (%)	表决权比例 (%)	取得 方式
1	广东华农温氏畜牧股份有限公司	畜牧养殖、销售	96000.00	93.33	93.33	投资设立
2	广东温氏大华农生物科技有限公司	疫苗生产、销售	15000.00	100.00	100.00	投资设立
3	淮安温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1000.00	100.00	100.00	投资设立
4	盐城温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	10000.00	100.00	100.00	投资设立
5	阳江市阳东温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1000.00	100.00	100.00	投资设立
6	玉屏温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1000.00	100.00	100.00	投资设立
7	监利温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1000.00	100.00	100.00	投资设立
8	亳州温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1000.00	100.00	100.00	投资设立
9	江永温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1000.00	100.00	100.00	投资设立
10	新兴县稔村温氏家禽有限公司	畜牧养殖、销售	13000.00	100.00	100.00	投资设立
11	阳西温氏禽畜有限公司	畜牧养殖、销售	2500.00	100.00	100.00	投资设立
12	郁南广东温氏家禽有限公司	畜牧养殖、销售	3002.37	76.82	76.82	投资设立
13	江华温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1000.00	100.00	100.00	投资设立
14	新兴县温氏食品联营有限公司	畜牧养殖、销售	2300.00	61.46	61.46	投资设立
15	河源市温氏禽畜有限公司	畜牧养殖、销售	500.00	93.33	93.33	投资设立
16	龙江温氏穗丰粮食有限公司	粮食收购、贸易	100.00	100.00	100.00	投资设立
17	广西玉林市广东温氏家禽有限公司	畜牧养殖、销售	2000.00	80.00	80.00	投资设立
18	怀集广东温氏禽畜有限公司	畜牧养殖、销售	5000.00	100.00	100.00	投资设立
19	连云港温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1000.00	100.00	100.00	投资设立
20	咸阳温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1000.00	100.00	100.00	投资设立
21	滁州温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1000.00	100.00	100.00	投资设立
22	中江仓山温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1000.00	100.00	100.00	投资设立
23	潼南温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1000.00	100.00	100.00	投资设立
24	信丰温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1000.00	100.00	100.00	投资设立
25	富川广东温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	8000.00	100.00	100.00	投资设立
26	汉川温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1000.00	100.00	100.00	投资设立
27	漳州温氏农牧有限公司	畜牧养殖、销售	1000.00	100.00	100.00	投资设立
28	桂林温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1000.00	100.00	100.00	投资设立
29	桂林广东温氏家禽有限公司	畜牧养殖、销售	2300.00	85.00	85.00	投资设立
30	丰顺温氏家禽有限公司	畜牧养殖、销售	2000.00	95.60	95.60	投资设立
31	合肥温氏畜牧有限公司	畜牧养殖、销售	1000.00	100.00	100.00	投资设立
32	南宁市广东温氏家禽有限公司	畜牧养殖、销售	1500.00	100.00	100.00	投资设立
33	开平温氏农牧有限公司	畜牧养殖、销售	500.00	100.00	100.00	投资设立
34	广东温氏饲料有限公司	原料采购、贸易	3000.00	100.00	100.00	投资设立
35	齐齐哈尔温氏粮食有限公司	粮食收购、贸易	100.00	100.00	100.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	12.45	18.53	29.36	50.94
资产总额 (亿元)	490.40	539.50	655.79	776.45
所有者权益 (亿元)	333.69	355.74	466.28	484.89
短期债务 (亿元)	25.70	22.32	28.67	53.27
长期债务 (亿元)	33.77	49.00	44.39	111.73
全部债务 (亿元)	59.47	71.32	73.07	165.00
营业总收入 (亿元)	556.57	572.44	731.44	554.56
利润总额 (亿元)	70.92	42.84	147.80	85.75
EBITDA (亿元)	93.23	69.89	181.91	/
经营性净现金流 (亿元)	79.94	64.94	183.03	59.10
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	351.74	331.66	305.00	/
存货周转次数 (次)	4.07	3.93	4.17	/
总资产周转次数 (次)	1.23	1.11	1.22	/
现金收入比 (%)	97.52	98.83	96.68	88.28
营业利润率 (%)	19.95	16.74	27.54	23.18
总资本收益率 (%)	18.21	10.66	27.45	/
净资产收益率 (%)	20.97	11.96	30.98	/
长期债务资本化比率 (%)	9.19	12.11	8.69	18.73
全部债务资本化比率 (%)	15.13	16.70	13.55	25.39
资产负债率 (%)	31.95	34.06	28.90	37.55
流动比率 (%)	162.53	164.14	187.77	142.64
速动比率 (%)	68.94	67.10	97.92	58.59
经营现金流动负债比 (%)	66.04	48.89	131.71	/
现金短期债务比 (倍)	0.48	0.83	1.02	0.96
EBITDA 利息倍数 (倍)	57.92	23.60	50.33	/
全部债务/EBITDA (倍)	0.64	1.02	0.40	/

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. 2017-2019 年财务数据均引用审计报告的期末数/本期数；4. 2020 年 1-9 月财务数据未经审计，相关指标未年化；5. 本报告已将长期应付款中的应付融资租赁款纳入相关债务指标核算；6. 上表数据除特别说明营业收入外，均采用营业总收入数值计算

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 9 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	6.71	11.76	44.99	22.72
资产总额 (亿元)	356.25	435.83	470.67	594.91
所有者权益 (亿元)	236.73	297.06	317.64	370.85
短期债务 (亿元)	25.70	22.30	27.49	51.44
长期债务 (亿元)	33.77	49.00	43.46	105.63
全部债务 (亿元)	59.47	71.30	70.95	157.07
营业收入 (亿元)	13.88	14.32	16.04	9.91
利润总额 (亿元)	111.17	77.73	53.47	120.19
EBITDA (亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	-3.48	-3.44	-2.02	-4.90
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	6298.27	1998.26	1061.07	/
存货周转次数 (次)	10.90	11.04	9.53	/
总资产周转次数 (次)	0.05	0.04	0.04	/
现金收入比 (%)	98.30	93.50	98.50	98.77
营业利润率 (%)	8.17	13.09	16.42	-0.91
总资本收益率 (%)	38.08	21.90	14.69	/
净资产收益率 (%)	46.96	26.17	16.83	/
长期债务资本化比率 (%)	12.48	14.16	12.03	22.17
全部债务资本化比率 (%)	20.08	19.36	18.26	29.75
资产负债率 (%)	33.55	31.84	32.51	37.66
流动比率 (%)	311.71	367.38	317.18	393.25
速动比率 (%)	310.53	366.00	315.76	392.16
经营现金流动负债比 (%)	-4.07	-3.85	-1.85	/
现金短期债务比 (倍)	0.26	0.53	1.64	0.44
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	/

注: 1. 上表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. 2017-2019 年财务数据均引用审计报告的期末数/本期数; 3. 2020 年 1-9 月财务数据未经审计, 相关指标计算未年化; 4. 因公司本部财务报表注释未披露折旧、摊销等, 出于准确性考虑, 本报告不披露公司本部 EBITDA 及相关指标的值

资料来源: 公司财务报告及提供资料, 联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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	(营业总收入-营业成本-税金及附加) / 营业总收入×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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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+长期应付款中的有息债务

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 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

联合资信评估股份有限公司关于 温氏食品集团股份有限公司 创业板向不特定对象发行可转换公司债券 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年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，且不晚于每一会计年度结束之日起六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。

温氏食品集团股份有限公司应按联合资信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。温氏食品集团股份有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对温氏食品集团股份有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，温氏食品集团股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注温氏食品集团股份有限公司的相关状况，以及包括转股、赎回及回售等在内的可转换债券下设特殊条款，如发现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，联合资信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。

如温氏食品集团股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对温氏食品集团股份有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送温氏食品集团股份有限公司、监管部门等。



营业执照

(副本)
统一社会信用代码 91120104738471845H

名称 联合信用评级有限公司
 类型 有限责任公司(外商投资企业法人独资)
 住所 天津市南开区水上公园北道38号爱丽园公寓508
 法定代表人 万华伟
 注册资本 叁仟万元人民币
 成立日期 二00二年五月十日
 营业期限 2002年05月10日至 2032年05月09日

从事企业资信评估及相关业务的人员培训、咨询服务(不含中介);从事证券市场资信评级业务。(国家有专项专营规定的按国家专项专营规定办理)



登记机关



每年1月1日至6月30日,应登录公示系统报送年度报告,逾期列入经营异常名录

企业信用信息公示系统网址: www.tjcredit.gov.cn

中华人民共和国国家工商行政管理总局监制



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

公司名称：联合信用评级有限公司
业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：万华伟

注册地址：天津市南开区水上公园北道38号爱丽园公寓508

编号：ZP005



中国证券监督管理委员会(公章)

2018年8月29日

登记基本信息

姓名	李敬云	性别	女	
执业机构	联合信用评级有限公司	登记编号	R0040220010004	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2020-01-11			

6-7-42

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
R0040220010004	2020-01-11	联合信用评级有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	

登记基本信息

姓名	罗峤	性别	男	
执业机构	联合信用评级有限公司	登记编号	R0040217120001	
执业岗位	证券投资咨询(其他)	学历	硕士研究生	
登记日期	2015-12-25			

6-7-43

登记变更记录

登记编号	登记日期	执业机构	执业岗位	登记状态	离职登记日期
S135011509C035	2015-09-19	九州证券股份有限公司	一般证券业务	离职注销	2016-01-22
R004021712C001	2017-12-25	联合信用评级有限公司	证券投资咨询(其他)	正常	