

上海新世纪资信评估投资服务有限公司信用评审委员会

## 信用评级结果通知书

编号：2019—债评—1006

广东海大集团股份有限公司：

经过本评级机构信用评级委员会评审，确定贵公司主体信用等级为 AA+ 级，评级展望为“稳定”，广东海大集团股份有限公司公开发行可转换公司债券信用等级为 AA+ 级。

特此通知。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

信用评级委员会

2019年8月22日



广东海大集团股份有限公司

公开发行可转换公司债券

# 信用评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

*Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.*

## 概述

编号:【新世纪债评(2019)011091】

**评级对象:** 广东海大集团股份有限公司公开发行可转换公司债券

**主体信用等级:** AA<sup>+</sup>

**评级展望:** 稳定

**债项信用等级:** AA<sup>+</sup>

**评级时间:** 2019年9月4日

**注册额度:** 不超过 34.21 亿元 (含 34.21 亿元)

**本期发行:** 不超过 34.21 亿元 (含 34.21 亿元)

**发行目的:** 项目投资、偿还银行贷款

**存续期限:** 6年

**偿还方式:** 按年付息,一次还本

**增级安排:** 无

### 主要财务数据及指标

项目	2016年	2017年	2018年	2019年 上半年度
金额单位:人民币亿元				
<b>母公司口径数据:</b>				
货币资金	11.62	9.09	12.37	8.98
刚性债务	13.56	16.77	37.03	42.12
所有者权益	47.38	52.35	64.40	72.01
经营性现金净流入量	-2.83	-0.86	-15.55	-14.45
<b>合并口径数据及指标:</b>				
总资产	102.88	131.60	173.66	198.22
总负债	44.80	63.24	91.42	111.90
刚性债务	16.14	23.32	46.73	57.74
所有者权益	58.08	68.37	82.24	86.32
营业收入	271.85	325.57	421.57	210.64
净利润	8.73	12.26	14.84	7.16
经营性现金净流入量	11.42	4.94	10.36	3.28
EBITDA	15.39	20.06	24.94	—
资产负债率[%]	43.54	48.05	52.64	56.45
权益资本与刚性债务 比率[%]	359.94	293.22	176.00	149.49
流动比率[%]	122.53	114.62	133.68	114.58
现金比率[%]	36.37	23.57	25.80	19.70
利息保障倍数[倍]	14.72	15.90	10.32	—
净资产收益率[%]	16.00	19.40	19.71	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	31.33	9.55	15.98	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	3.85	-10.69	-12.54	—
EBITDA/利息支出[倍]	20.22	20.16	13.16	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.19	1.02	0.71	—

注:根据海大集团经审计的2016~2018年及未经审计的2019年上半年度财务数据整理、计算。

### 分析师

翁斯喆 wsz@shxsj.com

黄梦蛟 hmj@shxsj.com

Tel: (021)63501349 Fax: (021)63500872

上海市汉口路398号华盛大厦14F

http://www.shxsj.com



### 评级观点

#### 主要优势:

- **行业环境较好。**近年来,我国饲料需求量整体呈稳步增长态势,且随着饲料行业去产能的逐步推进,市场集中度有望持续提升,海大集团面临的行业环境较好。
- **细分行业地位较突出。**海大集团是国家农业产业化重点龙头企业,近年来公司饲料新建产能释放效果较好,饲料业务规模居行业前列。目前公司饲料产品涵盖除反刍饲料外的所有品类,具有较强的产品竞争力和较高的品牌知名度,抵御市场波动风险的能力较强。
- **经营业绩逐年稳步增长。**近年来,海大集团饲料加工、生猪养殖业务规模逐年扩大,产品销售情况良好,公司营业收入和净利润均呈稳步增长态势。
- **主业获现能力较强。**海大集团主业获现能力较强,经营性现金流呈持续净流入状态,且公司拥有一定存量的货币资金,融资渠道较畅通,可为即期债务偿付提供良好保障。

#### 主要风险:

- **饲料原材料价格波动风险。**饲料产品对原材料价格敏感度高,近年来主要原材料玉米、豆粕价格受供需、国际贸易等影响波动较大,海大集团持续面临原材料价格波动风险。
- **养殖业务周期性波动大。**生猪养殖行业周期性波动明显,随着海大集团生猪养殖规模的扩大,公司面临的周期性风险加大。此外,公司计划持续扩张养殖规模,后续产能释放效益面临一定的不确定性。
- **债务规模增长,偿付压力加大。**近年来,随着

海大集团新增产能建设以及经营规模的扩大，公司负债规模持续增长，债务压力加大。且公司刚性债务结构以短期为主，公司面临的即期偿付压力较大。

- **资本性支出压力较大。**近年来，海大集团饲料和生猪养殖相关的在建和拟建项目较多，投资规模较大，公司面临的资本性支出压力较大。
- **经营管控压力逐步加大。**海大集团下属生产经营企业数量众多，且饲料业务产销的地域分布较分散，近年来随着公司饲料和养殖业务规模持续扩张，公司面临的管控压力逐步加大。
- **疫病、环保和食品安全风险。**近年来，海大集团饲料和养殖业务规模逐步扩大，对其防疫、环保和食品安全管理意识、管理能力和相关制度执行力提出很高要求。
- **套期保值风险。**海大集团通过套期保值等手段来控制原材料采购价格波动风险，公司期货套期保值业务规模较大，面临一定的套期保值风险。

#### ➤ 未来展望

通过对海大集团及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AA+ 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很高，并给予本期债券 AA+ 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



# 广东海大集团股份有限公司

## 公开发行可转换公司债券

# 信用评级报告

## 概况

### 1. 发行人概况

该公司前身为 2004 年 1 月成立的广东海大实业有限公司(简称海大实业),由薛华、许英灼、谭莉莉、罗强和江谢武五位自然人共同投资设立,初始注册资本为 1,000 万元。后经多次增资,截至 2005 年 12 月,公司注册资本增至 6,000 万元。2006 年 10 月,公司原股东将其各自所持的全部股权转让给深圳市海大投资有限公司(简称深圳海大<sup>1</sup>),公司同时更名为广东海大集团有限公司。2006 年 12 月,公司引入境外投资者鼎晖投资<sup>2</sup>,注册资本增至 15,600 万元,其中,深圳海大和鼎晖投资持股比例分别为 88.11%和 11.89%。2007 年 5 月,经中华人民共和国商务部《商务部关于同意广东海大集团有限公司转为外商投资股份有限公司的批复》(商资批[2007]905 号)批准,公司以 2006 年 12 月 31 日为基准日整体变更为广东海大集团股份有限公司,总股本为 16,800 万元。

2009 年 11 月,经证监会证监许可字[2009]1149 号文批准,该公司首次公开发行人民币普通股(A 股)股票 5,600 万股,募集资金净额 15.11 亿元,并于 2009 年 11 月 27 日在深圳证券交易所挂牌交易(股票代码:002311.SZ)。后公司经过多次资本公积转增股本、股权激励实施及非公开发行<sup>3</sup>等,截至 2019 年 6 月末,公司总股本为 158,087.09 万元。

该公司从事水产饲料、禽饲料和猪饲料的研发、生产和销售,在水产饲料领域具有较强的竞争地位,其水产饲料销量长期居于国内行业前列。在大力发展饲料业务的同时,公司也围绕饲料业务培育和发展农牧业上下游其他相关的业务,公司业务逐步拓展至生猪养殖、水产动物种苗育种、动物保健品销售和原材料贸易等领域。

<sup>1</sup> 深圳海大于 2011 年 9 月更名为广州市海灏投资有限公司(简称海灏投资)。

<sup>2</sup> 全称为 CDHNemo (HK) Limited。

<sup>3</sup> 2013 年 11 月 11 日,经中国证券监督管理委员会证监许可[2013]867 号文核准,该公司向特定对象非公开发行 6,850 万股,净募集资金 7.58 亿元。

## 2. 债项概况

### (1) 债券条款

该公司拟申请注册发行规模不超过 34.21 亿元（含 34.21 亿元）的可转换公司债券的议案已于 2019 年 8 月获公司股东大会审议通过。本次债券拟发行额度不超过 34.21 亿元（含 34.21 亿元），期限为 6 年。公司拟将本次募集资金用于项目投资和偿还银行贷款。

图表 1. 拟发行的本次债券概况

债券名称:	广东海大集团股份有限公司公开发行可转换公司债券
总发行规模:	不超过 34.21 亿元（含 34.21 亿元）
本期发行规模:	不超过 34.21 亿元（含 34.21 亿元）
本期债券期限:	6 年
债券利率:	由发行人与主承销商按照国家有关规定协商一致在利率询价区间内确定
定价方式:	按面值发行
偿还方式:	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一同支付。
增级安排:	无

资料来源：海大集团

截至本报告出具日，该公司无尚在存续的债券。公司已发行债券情况如图表 2 所示。

图表 2. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
11 海大债	8.00	5 年	7.00	2011.12.19	—	已到期兑付
14 海大 CP001	2.00	365 天	5.00	2014.11.13	10 亿元/2014.02.15	已到期兑付

资料来源：海大集团

### (2) 募集资金用途

#### A. 项目投资

该公司拟将本期债券募集资金中的 29.91 亿元用于项目建设，包括南通海大年产 24 万吨饲料项目、清远海大年产 24 万吨饲料项目、淮安海龙年产 20 万吨饲料项目等 15 个饲料生产项目。项目合计投资总额 35.27 亿元，拟使用本次募集资金中的 29.91 亿元，剩余部分投资金额由公司自筹解决。

其中（1）南通海大生物科技有限公司年产 24 万吨饲料项目设计规模为建设 7 条饲料生产线，设计产能为 24 万吨/年，预计年均营业收入 70,929.86 万元，年均净利润 2,703.65 万元，内部收益率为 24.80%，投资回收期 5.52 年。

（2）清远海大生物科技有限公司年产 24 万吨饲料项目设计规模为建设 4 条饲料生产线，设计产能为 24 万吨/年，项目预计年均营业收入 48,840.00 万元，年均净利润 1,750.44 万元，内部收益率为 22.34%，投资回收期 5.96 年。（3）淮安海龙饲料有限公司年产 20 万吨饲料项目设计规模为建设 6 条饲料生产线，

设计产能为 20 万吨/年，项目预计年均营业收入 82,495.33 万元，年均净利润 2,746.72 万元，内部收益率为 15.66%，投资回收期 7.32 年。(4) 南宁海大生物科技有限公司年产 48 万吨饲料项目设计规模为建设 10 条饲料生产线，设计产能为 48 万吨/年，项目预计年均营业收入 104,484.29 万元，年均净利润 2,488.69 万元，内部收益率为 15.17%，投资回收期 7.43 年。(5) 肇庆高要海大生物科技有限公司年产 24 万吨饲料项目设计规模为建设 6 条饲料生产线，设计产能为 24 万吨/年，项目预计年均营业收入 99,006.88 万元，年均净利润 3,303.98 万元，内部收益率为 19.11%，投资回收期 6.50 年。(6) 福州海大饲料有限公司年产 18 万吨饲料项目设计规模为建设 7 条饲料生产线，设计产能为 18 万吨/年，项目预计年均营业收入 84,927.36 万元，年均净利润 3,260.14 万元，内部收益率为 14.17%，投资回收期 7.94 年。(7) 清远海贝生物技术有限公司年产 3 万吨饲料项目设计规模为建设 4 条饲料预混料生产线，预混料设计产能为 3 万吨/年，项目预计年均营业收入 19,800.00 万元，年均净利润 4,417.50 万元，内部收益率为 31.61%，投资回收期 4.76 年。(8) 韶关海大生物科技有限公司年产 40 万吨饲料项目设计规模为建设 5 条饲料生产线，设计产能为 40 万吨/年，项目预计年均营业收入 68,016.67 万元，年均净利润 1,434.16 万元，内部收益率为 13.89%，投资回收期 7.97 年。(9) 清远海龙生物技术有限公司年产 72 万吨饲料项目设计规模为建设 15 条饲料生产线，设计产能为 72 万吨/年，项目预计年均营业收入 171,539.36 万元，年均净利润 4,682.20 万元，内部收益率为 18.10%，投资回收期 6.69 年。(10) 宜城海大生物科技有限公司年产 38 万吨饲料项目设计规模为建设 6 条饲料生产线，设计产能为 38 万吨/年，项目预计年均营业收入 68,276.93 万元，年均净利润 1,908.39 万元，内部收益率为 16.56%，投资回收期 7.18 年。(11) 和县海大生物科技有限公司年产 30 万吨饲料项目设计规模为建设 7 条饲料生产线，设计产能为 30 万吨/年，项目预计年均营业收入 77,193.88 万元，年均净利润 2,282.17 万元，内部收益率为 15.93%，投资回收期 7.23 年。(12) 开封海大饲料有限公司年产 30 万吨饲料项目设计规模为建设 7 条饲料生产线，设计产能为 30 万吨/年，项目预计年均营业收入 61,038.41 万元，年均净利润 1,590.21 万元，内部收益率为 13.35%，投资回收期 8.10 年。(13) 湛江海大饲料有限公司年产 20 万吨饲料项目设计规模为建设 4 条饲料生产线，设计产能为 20 万吨/年，项目预计年均营业收入 82,500.00 万元，年均净利润 2,746.88 万元，内部收益率为 18.95%，投资回收期 6.56 年。(14) 玉林海大饲料有限公司年产 45 万吨饲料项目设计规模为建设 9 条饲料生产线，设计产能为 45 万吨/年，项目预计年均营业收入 117,650.13 万元，年均净利润 3,114.50 万元，内部收益率为 14.98%，投资回收期 7.42 年。(15) 四川容川饲料有限公司年产 20 万吨饲料项目设计规模为建设 5 条饲料生产线，设计产能为 20 万吨/年，项目预计年均营业收入 71,236.72 万元，年均净利润 2,390.23 万元，内部收益率为 14.00%，投资回收期 7.41 年。

图表 3. 本次债券募集资金拟投资项目概况（万元）

序号	项目名称	项目审批情况			项目总投资	拟投入募集资金额
		备案名称	备案编号	环评 <sup>4</sup>		
1	南通海大年产 24 万吨饲料项目	南通海大二期年产 24 万吨生物饲料生产项目	通州湾行审备 [2017]74 号	通州湾行审批 [2018]48 号	17,053.96	10,144.21
2	清远海大年产 24 万吨饲料项目	清远海大生物科技有限公司年产 24 万吨饲料生产项目二期	2018-441800-13-03-812991	广清环影字 [2019]15 号	11,665.03	7,493.11
3	淮安海龙年产 20 万吨饲料项目	年产 20 万吨饲料项目	金发改投资备 [2019]69 号	金环表复 [2018]98 号	27,100.12	18,123.49
4	南宁海大年产 48 万吨饲料项目	南宁海大生物科技有限公司年产 48 万吨生物配合饲料生产项目	2018-450123-05-03-020698	隆环建字 [2019]22 号	25,259.70	23,589.07
5	肇庆高要年产 24 万吨饲料项目	1.肇庆高要海大生物科技有限公司年产 24 万吨生物配合饲料项目 2.肇庆高要海大生物科技有限公司年产 24 万吨生物配合饲料办公楼、宿舍楼项目	1.2018-441283-13-03-813394 2.2019-441204-13-03-037566	高环建[2019]28 号	26,666.67	9,979.43
6	福州海大年产 18 万吨饲料项目	福州海大饲料有限公司年产 18 万吨生物饲料项目	闽发改备 [2018]A120088 号	连环审表 [2019]37 号	34,544.54	30,775.05
7	清远海贝年产 3 万吨饲料项目	年产饲料 3 万吨、粉散剂 0.02 万吨、消毒液 0.05 万吨建设项目	2017-441803-05-03-812580	清新环审 [2018]8 号	21,600.09	17,053.58
8	韶关海大年产 40 万吨饲料项目	韶关海大生物科技有限公司年产 40 万吨生物配合饲料项目	2018-440205-13-03-837183	韶曲环审 [2019]26 号	15,384.67	13,964.32
9	清远海龙年产 72 万吨饲料项目	清远海龙生物科技有限公司年产 72 万吨生物配合饲料项目	2019-441803-13-03-022436	—	39,723.30	36,955.30
10	宣城海大年产 38 万吨饲料项目	年产 38 万吨饲料项目	2019-420684-13-03-002633	宣环函[2019]21 号	17,000.14	16,509.88
11	和县海大年产 30 万吨饲料项目	年产 30 万吨生物配合饲料项目	和发改行审 [2019]17 号	马环审 [2019]116 号	21,946.95	21,344.95
12	开封海大年产 30 万吨饲料项目	开封海大饲料有限公司年产 30 万吨生物配合饲料项目	2019-410222-13-03-015114	通环审表 [2019]67 号	18,000.25	17,069.03
13	湛江海大年产 20 万吨饲料项目	第四期新增膨化车间扩建项目	2019-440881-13-03-032560	廉环审[2019]16 号	22,092.88	21,471.74
14	玉林海大年产 45 万吨饲料项目	玉林海大饲料有限公司年产 45 万吨生物配合饲料项目	2019-450922-13-03-024851	—	31,186.61	31,186.61
15	四川容川年产 20 万吨饲料项目	年产 20 万吨生物配合饲料项目	川投资备【2019-511424-13-03-371459】FGQB-0046 号	—	23,431.64	23,431.64
合计		—			<b>352,656.53</b>	<b>299,091.39</b>

资料来源：海大集团（截至 2019 年 8 月 6 日）

## B. 偿还银行贷款

该公司拟将本期债券募集资金中的 4.30 亿元用于偿还银行贷款。

<sup>4</sup> 其中清远海龙年产 72 万吨饲料项目、玉林海大年产 45 万吨饲料项目、四川容川年产 20 万吨饲料项目的环境影响评价手续正在办理过程中。



### (3) 信用增进安排

本次债券未安排信用增级。

## 业务

### 1. 外部环境

#### (1) 宏观因素

2019年上半年,全球经济景气度持续下降,主要央行货币政策正在转向宽松;美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大,中东等热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素;我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。从短期看,我国宏观经济增长压力加大的同时,各类宏观政策正协同合力保持经济增长在目标区间内运行。从中长期看,随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化,我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。

2019年上半年,全球经济景气度持续下降,主要央行货币政策正在转向宽松;美国挑起的贸易冲突对全球贸易环境影响较大,中东等热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素;我国经济发展面临的外部需求走弱且更加复杂多变。在主要发达经济体中,美国经济增长动能下降,就业及物价增速均在放缓,美联储降息预期上升且将停止缩表,美国对外贸易政策加剧全球贸易局势紧张;欧盟经济增长前景下行,制造业疲软、消费者信心不佳,欧洲央行将在更长时间内维持低利率且将推出第三轮定向长期再融资操作,英国脱欧、意大利债务问题等联盟内部风险是影响欧盟经济发展的重要因素;日本经济复苏不稳,物价水平增速持续位于低位,制造业增长乏力,货币政策持续宽松。在除中国外的主要新兴经济体中,物价上涨速度普遍加快,货币贬值、资本外流压力在美联储货币政策转向下有所缓解,降息刺激经济的空间扩大;印度经济增长速度仍较快但有所放缓,印度央行多次降息,就业增长缓慢及银行坏账高企仍是痼疾;油价回升及俄罗斯央行降息有利于俄罗斯经济复苏,但受经济制裁及地缘政治摩擦影响波动较大;巴西经济复苏放缓,前期铁矿石价格的快速上升或将提供一定支撑;南非经济在衰退边缘反复,大选落定有利于前景改善,但面临的挑战依然很大。

我国就业情况良好、物价水平上涨有所加快,经济增长压力加大但依然位于目标区间内。我国消费新业态增长仍较快,在居民消费支出增长稳定情况下而实际消费增速持续探底,社会集团消费是后期消费能否企稳的关键;地产投资增长依然较快,制造业投资增速随着产能利用率及经营效益增速的下降而明显放缓,专项债新政后基建投资节奏有望加快并稳定整体投资;以人民币计价的进出口贸易增速受内外需求疲弱影响双双承压,中美贸易摩擦具有长期性和

复杂性，对我国出口有一定负面影响但程度有限。我国工业生产放缓但新旧动能持续转换，代表技术进步、转型升级和技术含量比较高的相关产业和产品保持较快增长；工业企业经营效益近期有所改善但较上年相比仍放缓明显，存在经营风险上升的可能。房地产调控政策总基调不变，住房租赁市场发展机遇期较好，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。我国区域发展计划持续推进，中部地区对东部地区制造业转移具有较大吸引力，“长江经济带发展”和“一带一路”覆盖的国内区域的经济增长相对较快，我国新的增长极和新的增长带正在形成。

国内经济增长压力加大的同时，我国各类宏观政策逆周期调节力度加大，协同合力确保经济的稳定运行。我国积极财政政策加力提效，赤字率上调，减税降费力度加大且在逐步落实，对稳增长及促进经济结构调整发挥积极作用；地方政府债券发行提速和使用效率提升，专项债券可作为重大项目资本金使用，隐性债务问责及防控机制更加完善，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化的同时债务风险总体可控。稳健货币政策松紧适度，央行持续降准并“精准滴灌”支持实体融资改善，在保持市场流动性合理充裕的同时疏通货币政策传导渠道、降低实际利率水平。宏观审慎监管框架根据调控需求不断改进和完善，金融监管制度补齐的同时适时适度调整监管节奏和力度，影子银行、非标融资收缩节奏放缓但方向未变，长期内有利于严守不发生系统性金融风险的底线。人民币汇率虽有波动但幅度不大，汇率形成机制市场化改革有序推进，我国充足的外汇储备以及长期向好的经济基本面能够对人民币汇率提供保障。

我国拟进一步新设自由贸易试验区，促进贸易和投资自由化便利化、缩减外资准入负面清单等各项举措正在积极推进，金融业对外开放稳步落实，我国对外开放力度加大且节奏加快。在扩大开放的同时人民币国际化也在稳步推进，人民币跨境结算量仍保持较快增长，国际社会对人民币计价资产的配置规模也在不断增长。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2019年，“稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期”是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内虽然我国宏观经济增长压力加大，但在各类宏观政策协同合力下将继续保持在目标区间内运行。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速增长趋势。同时，在地缘政治、国际金融仍面临较大的不确定性以及国内去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

## (2) 行业因素

该公司主营业务涉及饲料生产与销售及生猪养殖，相关行业的市场环境变化将对公司各业务板块的经营状况产生较大影响。

## A. 饲料行业

饲料行业介于种植业与畜牧养殖业之间，易受上下游供需波动影响。近年来，我国饲料产量整体呈增长态势，其增速变化主要与下游养殖业景气度相关。饲料价格主要与原材料价格呈同向波动态势，近年玉米价格有所波动，但整体仍处于低位，豆粕主要来源于进口，受天气、政策、供需关系等因素影响，2018年以来受中美贸易战影响，价格波动较大。饲料行业门槛较低，市场竞争较为激烈，近年来随着我国对食品安全、环保重视程度增加，以及国家陆续颁布和修订了针对饲料产品质量的管理政策，有助于行业日趋规范以及行业集中度提升，规模化企业竞争优势将更为明显，后续发展空间较大。

### 行业概况

饲料行业介于种植业与畜牧养殖业之间，易受上游种植业的影响，同时也受制于下游畜牧养殖业发展规模。从我国饲料产量情况看，根据农业部发布的数据显示，多年来我国饲料产量呈现逐年增长态势，其增速变化主要与下游养殖业景气度变化有关。根据国家统计局数据，2016~2018年我国饲料总产量分别为29,051.57万吨、28,465.50万吨和24,213.00万吨，按可比口径计算，同比分别增长3.78%、5.30%和3.36%。

从饲料品种来看，猪饲料、蛋禽料和肉禽料每年产量约占全部饲料产量的85%。根据中国饲料信息网最新统计数据<sup>5</sup>，2016~2018年全国商品饲料总产量分别为20,918万吨、22,161万吨和22,788万吨，同比分别增长4.5%、5.94%和2.83%。各类饲料的产量主要受相关养殖行业的景气度变化的影响，近三年成品商品饲料中猪饲料产量分别为8,726万吨、9,633万吨和9,720万吨；蛋禽饲料产量分别为3,005万吨、2,931万吨和2,984万吨；肉禽饲料产量分别为6,011万吨、6,016万吨和6,509万吨；水产饲料产量分别为1,930万吨、2,080万吨和2,211万吨；反刍动物饲料产量分别为880万吨、922万吨和1,004万吨。

图表 4. 我国饲料产量情况（万吨）



资料来源：Wind

<sup>5</sup> 相关数据的参考来源：[www.feedtrade.com.cn/news/china/2017-07-07/2029042.html](http://www.feedtrade.com.cn/news/china/2017-07-07/2029042.html)；  
[www.feedtrade.com.cn/news/feedmarket/2019-04-09/2032544.html](http://www.feedtrade.com.cn/news/feedmarket/2019-04-09/2032544.html)；  
[www.sohu.com/a/318444951\\_775892](http://www.sohu.com/a/318444951_775892)。

我国饲料价格主要按成本加成模式确定，原材料价格波动是导致饲料价格波动的主要原因，下游养殖行业景气度也对价格造成一定影响。2016 年我国饲料价格呈大幅波动态势；2017 年整体呈现先降后升态势，全年均价相对较低。2018 年 1~4 月饲料价格延续上年上升态势；5~7 月有所下滑，主要是生猪养殖持续亏损导致养殖户养殖意愿下降，需求减少所致；8 月以来，主要受益于豆粕价格上涨以及养殖景气度回升，饲料价格有所回升。2019 年以来，主要受饲料原材料价格波动的影响，1~4 月饲料价格整体下滑，5 月以来呈现上升趋势。

图表 5. 我国饲料产品价格变化情况（元/公斤）



资料来源：Wind

饲料加工的主要原材料包括玉米、豆粕、鱼粉等，以及氨基酸、维生素、矿物质微量元素等添加剂，其中玉米和豆粕为主要原材料。

我国玉米消费以饲料消费为主，2009~2015 年，国内饲料用玉米需求迅速扩大，玉米供需格局由平衡转为出现供给缺口，玉米进口量也大幅上升，玉米产量整体呈增长态势；2016 年以来由于政策调控以及国家层面调减玉米种植面积，导致产量有所下滑，但目前玉米供需环境相对宽松。从玉米价格看，由于供需环境宽松，2016 年国内玉米价格整体呈下滑态势；2017 年玉米供应量的减少对玉米价格形成一定支撑，全年玉米价格小幅上升。2018 年至今，玉米价格总体较为平稳。

从豆粕价格来看，我国大豆主要来源于进口，受海外市场影响较大。2016 年，大豆价格受到气候、下游需求等因素影响，价格波幅大，整体呈波动上涨态势。2017 年，受畜禽养殖业整体形势较低迷、市场需求疲软、环保检查等因素影响，豆粕价格整体呈下滑态势。2018 年，豆粕价格变动较大，主要是受中美贸易摩擦影响所致，3 月下旬中美贸易战升级，4 月上旬中美互相抛出加征关税计划，其中中国决定对美豆加征 25%关税，使得豆粕价格快速上涨至 3,400 元/吨的高点；5 月中美协商并达成共识，贸易战情绪得以缓解，豆粕价格呈现下跌态势；6 月中旬美国宣布对中国 500 亿美元商品加征关税，中国随即回应同等措施，导致豆粕价格再次上涨；10 月下旬以来豆粕价格持续下跌，主要是国内“非洲猪瘟”的大面积爆发导致豆粕需求量下降所致，此外，中美元首在 11 月 G20 峰会上就中美经贸问题达成基本共识，双方决定暂停升级关

税等贸易限制措施，中美贸易争端局势缓和使得豆粕市场看空情绪上涨。2019年年初豆粕价格延续上年下滑态势，至5月美国政府宣布对从中国进口的2,000亿美元清单商品加征的关税税率由10%提高到25%，中美贸易形势恶化导致豆粕价格快速上升，预计后续短期内豆粕价格将进一步上升，且仍较大程度地受到市场供需和中美贸易战的影响。

图表 6. 近年来我国玉米及豆粕价格走势情况（元/吨）



资料来源：Wind

### 政策环境

2014年1月我国农业农村部颁布的《饲料质量安全规范》中制定了从原料采购到产品销售的全程质量安全控制规范措施。2017年12月，农业农村部修订发布《饲料添加剂安全使用规范》，对饲料添加剂由原《规范》涉及的4类73个品种扩大到目前的8类120个品种，基本涵盖风险较大的饲料添加剂品种，此外还对饲料添加剂使用最高限量全面进行下调。饲料产品质量管理政策实施有助于行业的日趋规范，有利于行业集中度的提升。2018年1月，农业农村部印发了《2018年畜牧业工作要点》，提出加快构建饲料大数据平台，推广饲料精准配方和发酵饲料等增效技术，鼓励饲料企业和科研机构针对中小养殖户，研发推广饲料配制技术、饲喂饲养工艺和自动化智能化装备，依托“技术、工艺、设施”三配套，带动中小养殖户跟上现代畜牧业发展行列；在健全饲料质量安全保障体系方面，提出研究推进药物饲料添加剂减量退出计划，对促生长和疾病预防产品严格执行分类管理，力争到“十三五”末禁止预防疾病用药物作为饲料添加剂使用，督促饲料企业认真执行饲料添加剂安全使用规范；在质量安全监管方面，进一步完善饲料质量安全监管工作，推进行业管理和安全监管结合联动，探索采取饲料企业监督检查和产品抽样相结合、异地质检机构检测等方式，提高饲料质量安全监测监管效率。另外，根据《全国饲料工业“十三五”发展规划》，到2020年，我国配合饲料总产量预计达到2亿吨，浓缩饲料1,200万吨，添加剂预混合饲料800万吨；按动物品种分，猪饲料9,400万吨，肉禽饲料6,000万吨，蛋禽饲料3,100万吨，水产饲料2,000万吨，反刍饲料1,000万吨。

国家质量监督检验检疫总局、国家标准化管理委员会发布的新版饲料卫生标准《GB13078-2017 饲料卫生标准》将于2018年5月1日开始实施，该新标

准拓展了对饲料原料和饲料产品的覆盖范围、增补了污染物的控制项目、更新了检测方法、修订了部分限量指标，新标准的实施有助于规范饲料行业生产经营秩序、提高产品质量和安全水平。

从行业补助和税收方面来看，根据国家税务总局[2001]121号文规定，销售饲料免征增值税，另外2017年财政部国家粮食局发布支持实施饲料加工企业补贴政策，在东北三省和内蒙古自治区出台饲料加工企业补贴政策。

### 竞争格局/态势

饲料行业进入壁垒低且布局分散，同质化现象严重，行业集中度低，未来随着下游养殖散户逐步退出，产业链较为完整的大型养殖企业市场份额逐步扩大，对饲料的需求也发生改变，品牌实力强、产品质量佳的规模化饲料企业的产品需求量将有所增长，大型饲料企业市场份额有望逐步扩大。

目前猪饲料生产企业主要有新希望、正邦科技、大北农和唐人神等，水产饲料主要生产企业有通威股份和海天集团等，具备资本实力、规模化经营及技术等优势的企业有机会通过并购整合、产业链延伸等方式扩大市场份额。

图表 7. 行业内核心样本企业基本数据概览（2018 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（饲料业务）			核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	销量（万吨）	总资产	资产负债率	归属于母公司股东的权益/带息债务（倍）	净利润	经营性净现金流
新希望	394.19	7.62	1,703.87	479.44	42.98	1.77	27.22	33.37
正邦科技	132.79	10.11	479.59	213.26	68.02	0.76	1.93	13.31
大北农	169.48	20.05	459.75	180.96	40.79	2.69	4.86	10.67
唐人神	142.86	8.32	481.01	65.31	39.48	2.84	1.95	5.63
金新农	21.78	11.77	66.36	40.54	63.01	0.73	-2.62	0.35
通威股份	152.36	14.60	423.36	384.84	60.43	1.41	20.31	31.00
海天集团	349.65	11.04	1,070.14	173.66	52.64	1.67	14.84	10.36

资料来源：Wind，新世纪评级整理。

### 风险关注

**成本控制压力。**饲料产品价格基本按成本加成模式定价，行业利润率水平较低，企业的经营规模和对原材料成本控制能力是其核心竞争力。原材料价格波动使得饲料企业始终面临成本控制压力。

**食品安全风险。**饲料产品的安全性直接影响畜牧产品的质量，近年来我国农业农村部组织开展多项饲料质量安全专项监测，对“瘦肉精”、三聚氰胺等违禁添加物等进行重点检测。2018年农业农村部制定并实施了《全国饲料质量安全监管工作方案》，全年抽检各类饲料产品7,424批次，饲料产品总体合格率为93.2%。我国饲料产品的合格率仍有待提升，饲料产品质量如果出现问题，将对相关企业经营造成重大不利影响。

### B. 生猪养殖行业

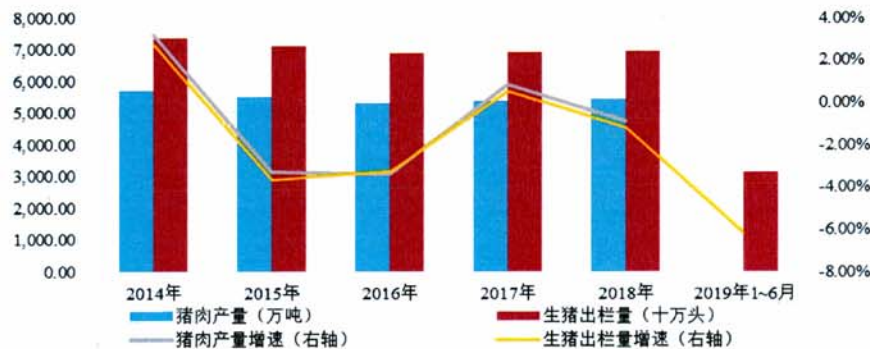
我国是世界最大的猪肉生产国和消费国，近年来我国生猪养殖行业保持较快发展，规模化养殖比例虽然逐年提升但目前主要参与者仍为中小养殖散户，

市场集中度较低。生猪价格因供需变化呈现较为明显的周期性波动，对养殖企业盈利造成较大影响，2016年6月以来进入下行周期，至2018年上半年行业进入深度亏损状态，下半年起由于“非洲猪瘟”影响，生猪供应量减少对猪价形成支撑，但短期内仍有所波动，且各地区有所分化。供给方面，目前我国生猪存栏量和能繁母猪存栏量保持在低位，产能下降导致生猪市场产生供需缺口，2019年8月，国家提出稳定生猪生产和猪肉保供稳价的五项举措，未来将促进国内生猪产能产量提升。受“非洲猪瘟”的影响，目前行业已逐步进入上升周期。

### 行业概况

猪肉消费一直是我国肉类消费的重点，猪肉年产量占肉类总产量比重接近2/3，占世界猪肉年产量的近50%，已成为世界最大的猪肉生产国和消费国。猪价波动直接导致农民养猪意愿变化，2016年由于前期猪价持续低迷，农民养猪意愿下降，根据《2016年国民经济和社会发展统计公报》，2016年猪肉产量为5,299万吨，按可比口径计算，同比下降3.40%。2017年，主要由于前期养殖利润丰厚，行业养殖规模扩大，加上规模化养殖企业生猪扩张产能释放，生猪出栏量出现增长，我国猪肉产量为5,340万吨，按可比口径计算，同比增长0.80%。2018年受“非洲猪瘟”影响，生猪出栏量同比下降1.20%，猪肉产量同比下降0.90%至5,404万吨。

图表 8. 近年来我国猪肉产量和生猪出栏量情况



资料来源：Wind，2014~2018年《国民经济和社会发展统计公报》

一般来说，能繁母猪（二元猪）的规模直接决定了生猪（商品猪、三元猪）的规模，且生猪养殖具有一定的周期性。一般（二元）出生仔猪需生长8个月左右成为能繁母猪，一头能繁母猪需经过4.5~5个月的妊娠期和哺乳期，生产9~10头（三元）仔猪，仔猪生长成生猪则需再经过4~5个月。正常来说，从初期（二元）仔猪生长、繁殖（三元）仔猪到最终生猪，总共需经过1.5年。

生猪养殖周期性由其供求关系变化所决定，生猪价格呈现较为明显的周期性波动，根据养殖时间来看，一般生猪价格的“猪周期”为3~4年。2016年猪价整体呈先升后降态势，其中上半年生猪行情延续上年快速上涨态势；但下半年由于前期猪价大幅上涨导致养殖户补栏意愿持续增强，且前期因猪肉价格过高导致养殖户惜售，而屠宰企业下游需求下滑使得生猪收购量减少，6月中

旬以来生猪出栏量大幅增长，生猪价格明显下滑，8月由于我国长江流域暴雨导致洪涝灾害发生，对相关地区养殖场造成较大损失，生猪价格有所回升但随后又呈现下滑态势，2016年10月末跌至16.23元/公斤，2016年11月以来，受益于“元旦”、“春节”备货影响，猪价持续增长并于2017年1月恢复至18.14元/公斤，后因节日因素消退价格持续下降，2017年6月起因当年环保力度加大以及各地“禁养令”的逐步实施，猪价呈上涨态势，整体稳定在15元/公斤左右。

2018年1~5月，主要由于养猪仍能实现盈利，生猪出栏量和猪肉产量同比实现增长，加之春节过后市场需求低迷及猪肉进口量增加等因素，导致行业呈现供大于求状态，猪价持续快速下滑，截至5月中旬，生猪价格跌至近三年最低点10.01元/公斤；2018年5~7月，由于前期猪价低迷导致行业亏损，养殖户退出市场导致供应端减少，猪价触底反弹；8月爆发“非洲猪瘟”疫情<sup>6</sup>，扩散速度快、影响大，由于尚未研制出疫苗，一旦发现感染，仅能通过捕杀进行处理，对生猪供应量造成一定影响，使得生猪价格出现地区性分化，呈现疫区内价格低迷、疫区外价格上涨态势，并对猪价形成短期支撑。11月至年末，猪瘟疫情持续扩散导致生猪需求下滑，猪价开始下跌。

2019年第一季度，市场需求疲软导致猪价整体低迷，至2月达到低位拐点；较长时间的猪瘟疫情使得行业产能下降，并导致生猪市场产生供需缺口，因此3月以来，猪价快速攀升。目前生猪行业逐步进入上升周期。

图表 9. 我国生猪和猪肉价格变动情况（元/公斤）



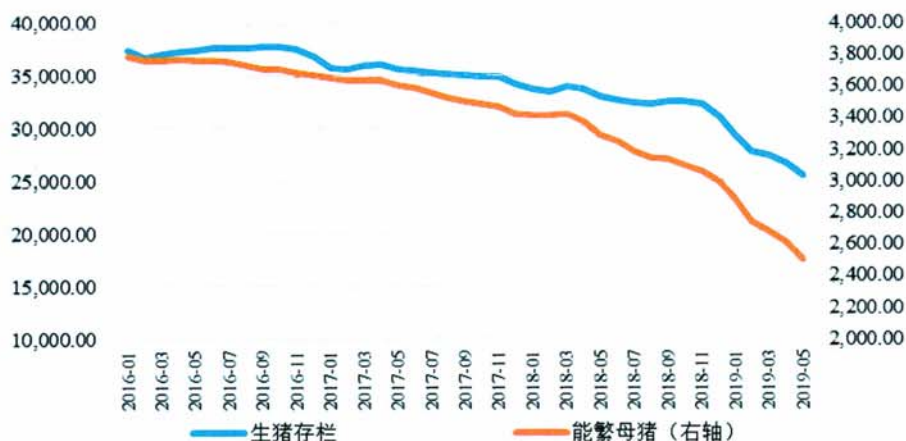
资料来源: Wind

根据中国政府网统计数据，截至2018年末，全国生猪存栏数为31,111万头，较上年末下降8.91%；能繁母猪存栏量2,988万头，较上年末下降12.73%。整体看，考虑到目前我国生猪存栏量和能繁母猪存栏量保持在低位，从供应端来看能够对猪价形成一定支撑，生猪养殖行业有望逐步回暖。

<sup>6</sup> 截至2019年5月末，全国范围内共32个省份发生家猪（125起）和野猪（3起）“非洲猪瘟”疫情，已有21个省份111起疫情解封。



图表 10. 我国生猪存栏量和能繁母猪存栏量（万头）



资料来源: Wind

猪粮比是衡量生猪养殖效益情况的重要指标，在生猪养殖过程中，饲料成本占养猪成本的60%以上。猪粮比是生猪价格和作为生猪主要饲料的玉米价格的比值<sup>7</sup>。2016年上半年，猪粮比持续上升至近年最高值11.16:1，6月中旬至10月，随着生猪价格持续下跌，猪粮比呈下降态势，2016年10月猪粮比约为9:1左右。11月以来，节日因素对猪价形成一定支撑，猪粮比持续增长，2017年1月猪粮比达到10.31:1。2017年2~5月，由于生猪价格持续下滑，猪粮比呈持续下降态势；6月以来由于生猪价格的上涨，6~12月生猪价格波幅较小，猪粮比维持在约7.5:1~8.2:1。2018年生猪价格整体波动较大，第一季度猪价持续下滑，自当年3月跌破6:1的盈亏平衡点后至7月，行业处于深度亏损状态；7~9月来随着生猪价格逐步恢复，猪粮比逐步回升至7.3:1；10月以来猪价下滑，但猪粮比保持在盈亏平衡点之上，行业总体盈利。2019年初随着猪价下滑，猪粮比持续下滑，2月达到最低点5.78:1；3月以来随着猪价大幅增长，猪粮比亦快速上升。预计后续生猪价格将继续上升，猪粮比将继续提升。

图表 11. 我国生猪存栏量和猪粮比情况（万头，%）



资料来源: Wind

<sup>7</sup> 猪粮比值6:1为生猪养殖企业盈亏平衡点，处于5.5:1~6:1之间为轻度亏损，处于5:1~5.5:1之间为中度亏损，而处于5:1以下为重度亏损。

后续来看，随着我国环保力度进一步加强、食品安全重视程度的提升，生猪养殖行业将从分散经营为主转变为集约化和规模化发展，生猪产品供应稳定性和产品质量预计能够得到保证，从而导致行业周期有所延长，且价格波动幅度将减小。

### 政策环境

2016年4月农业农村部印发《全国生猪生产发展规划（2016-2020年）》，把广东、福建、浙江、江西、湖北、湖南、安徽、江苏这八个水网密集的省份规划为约束发展区，北京、上海、天津等特大城市也在约束发展的范围之内，提出在2017年底前关闭或搬迁禁养区畜禽养殖场。2017年以来全国各地陆续划定禁养区，目前10多个省份已经启动（或准备启动）生猪禁养区划定，禁养区内养殖场进行搬迁，影响2,000多万头生猪出栏量。2017年6月，《中华人民共和国水污染防治法》指出畜禽养殖场、养殖小区应当保障畜禽粪便、废水的综合利用或者无害化处理设施正常运转，防止污染环境；禁止在饮用水水源一级、二级保护区新建、改建与保护水源无关的项目，已建成的由政府部门责令拆出或关闭。2018年2月，“2018年中央一号文件”指出要加快发展现代农作物、畜禽、水产、林木种业，提升自主创新能力，高标准建设国家南繁育种基地；推进有机肥替代化肥、畜禽粪污处理；同月农业农村部印发《2018年畜牧业工作要点》，其中指出要持续推进畜禽养殖废弃物资源化利用、全面实施粮改饲政策、大力发展现代草业、启动现代化示范牧场创建、推进现代畜禽种业振兴、提升中小养殖场户的生产经营水平、支持畜牧业差异化特色化发展、深入推进畜牧业扶贫工作等。

2019年1月30日，农业农村部发布关于《2019年畜牧兽医工作要点》的通知，通知以“优供给、强安全、保生态”为目标，以稳生猪、防疫病、减兽药、治粪污、调结构为重点，深化畜牧业供给侧结构性改革，加快转变畜牧业发展方式，稳步提升畜牧业综合生产能力和核心竞争力；强化饲料兽药等投入品风险管控，毫不松懈地抓好屠宰肉品和生鲜乳质量监测与专项整治，巩固提升畜产品质量安全保障能力；打好非洲猪瘟防控攻坚战，加快构建从养殖到屠宰全链条兽医卫生风险控制闭环，加快补齐产业链中生物安全薄弱环节，着力提升动物疫病防控能力；践行绿色发展理念，大力推进畜禽养殖废弃物资源化利用，严格规范病死畜禽无害化处理，持续提升畜牧业可持续发展能力。此外，随着我国《环境保护法》的实施，各省防止污染条例纷纷出台，各地环保督查力度加强，环保压力提升也加速生猪养殖行业集中度提升。

2019年8月21日，国务院总理李克强主持召开国务院常务会议，确定稳定生猪生产和猪肉保供稳价的五项举措，包括：（1）综合施策恢复生猪生产；（2）地方要立即取消超出法律法规的生猪禁养、限养规定；（3）发展规模养殖，支持农户养猪；（4）加强动物防疫体系建设，提升疫病防控能力；（5）保障猪肉供应。在当前“非洲猪瘟”导致国内生猪市场产生供需缺口的情况下，相关措施的提出将促进国内生猪产能产量提升。

根据农业农村部印发的《全国生猪生产发展规划（2016-2020年）》，到2020

年，生猪生产要保持稳定略增，猪肉保持基本自给，规模比重稳步提高，规模场户成为生猪养殖主体，生猪出栏率、母猪生产效率、劳动生产率持续提高，养殖废弃物综合利用率大幅提高，生产与环境协调发展。

从行业补助和税收方面来看，近年来中央财政投入资金支持生猪良种项目和畜禽标准化规模养殖。我国在动物防疫补助政策方面包括重大动物疫病强制免疫疫苗补助、畜禽疫病扑杀补助、基层动物防疫工作补助、养殖环境病死猪无害化处理补助和生猪定点屠宰环节病害猪无害化处理补助等五类补助。税收方面，《国家税务总局关于农、林、亩、渔业企业所得税优惠问题公告》（国家税务总局公告 2011 年第 48 号）明确生猪养殖企业免征企业所得税，此外根据《中华人民共和国增值税暂行条例》第十六条，生猪养殖企业销售商品猪、种猪等免征增值税。

### 竞争格局/态势

我国生猪养殖以养殖散户为主，规模化养殖程度不高，目前我国年出栏 500 头以上生猪规模养殖比重为 44%，我国生猪养殖体系产业化程度低、市场集中度不高。同时养殖散户相对于规模化养殖企业而言，资金实力弱、技术落后、食品安全和环保问题难以得到保障，且由于进入和退出市场成本低，短时间内易对生猪养殖行业造成供需失衡。近年来，生猪价格持续低迷倒逼中小散户退出养殖，且环保、食品安全要求日益严格也加剧散户退出，产业链较为完整的大型生猪养殖企业逐步扩大市场份额。从养殖规模看，目前行业中大型生猪养殖企业有温氏股份、牧原股份和正邦科技等。

图表 12. 行业内核心样本企业基本数据概览（2018 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（生猪业务）			核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	销售量（万头）	总资产	资产负债率	归属于母公司股东的权益/带息债务（倍）	净利润	经营性净现金流
温氏股份	337.66	12.32	2,229.7	539.50	34.06	4.85	42.56	64.94
牧原股份	132.62	9.83	1,101.11	298.42	54.07	1.05	5.28	13.58
正邦科技	76.26	7.93	553.99	213.26	68.02	0.76	1.93	13.31
雏鹰农牧	13.01	-60.11	197.24	210.67	87.89	0.12	-41.50	-8.34
罗牛山	4.94	8.50	26.71	63.15	35.22	4.90	3.91	0.57
海大集团	<b>8.94</b>	<b>8.39</b>	<b>69.51</b>	<b>173.66</b>	<b>52.64</b>	<b>1.67</b>	<b>14.84</b>	<b>10.36</b>

资料来源：新世纪评级整理

### 风险关注

**周期性波动风险。**生猪养殖行业周期性波动较大，行业处于上行周期时，生猪养殖企业盈利状况佳，而处于下行周期时亏损情况也较为严重。此外，生猪养殖主要成本为饲料，其价格波动对生猪养殖企业盈利也有较大影响。

**疫病防治风险。**目前国内对生猪养殖影响较大的疫病主要有猪瘟、蓝耳病、口蹄疫等，这些疫病防治难度较大，疫病防治涉及生猪养殖的各个阶段。一旦发生疫病，除了对生猪养殖企业直接产生的经济损失外，在一定时间内也会对下游需求产生不利影响，导致消费市场的萎缩，造成供需失衡。2018 年 8 月，

我国爆发“非洲猪瘟”疫情，虽然目前尚能得到一定控制，但疫情根治需较长时日，一旦发生疫病将对企业经营造成较大负面影响。

**环保压力增大。**生猪养殖排泄物需经过处理和处置后进行排放，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，包括要求从事生猪养殖的单位对粪便、尸体和污水等废弃物进行科学处置，防止污染环境；要求从事生猪养殖企业远离水源地，对于靠近水源地的养殖场需要进行搬迁。环保监管要求的提高，使得生猪养殖企业的环保费用支出有所加大，且一旦发生环境污染事件，可能对企业的运营产生重大不利影响。

## 2. 业务运营

该公司主营业务为饲料生产与销售和生猪养殖，此外还向原材料贸易、动物保健等产业链上下游拓展业务。从主业看，公司在饲料行业经验丰富，行业地位稳固，近年来在全国及越南等海外持续布局和扩张饲料产能，新增产能释放效果较好，饲料业务产销量持续大幅增长；生猪业务目前规模较小，但公司持续加快生猪业务发展速度，生猪出栏量逐年提升。受益于公司较强的原材料采购及服务营销能力，公司营业收入增长的同时保持了较为稳定的盈利能力。后续公司计划继续扩张饲料产能和养殖业务规模，公司面临的资本性支出压力较大。公司主业经营持续面临疫病、自然灾害及食品安全等挑战。

该公司主营业务为饲料生产和生猪养殖，业务经营主体为公司下属子公司。公司自成立以来，一直专注于饲料行业，目前经营的饲料品类涵盖除反刍饲料外的所有产品，主要包括水产饲料、禽饲料和猪饲料等，近年来通过产品和区域复制，实现饲料生产和销售规模的迅速扩张。公司自2012年起涉足生猪养殖领域，2012~2016年公司逐步探索生猪养殖业务的运营模式和盈利模式，并通过采购仔猪委托给农户养殖的方式打开和扩大市场；2017年以来，在积累了较为丰富的经验且拥有一定市场规模后，公司加速发展生猪养殖业务。公司生猪养殖业务经营模式为“公司+农户”<sup>8</sup>及自繁自养，目前以“公司+农户”模式为主，即由公司承担饲料、仔猪、兽药疫苗等原料的统一采购和供应、养殖技术的输出、肥猪的销售等工作，农户、农场主承担猪场建设、肥猪饲养管理工作，公司与农户、农场主根据权责对等原则，结算成本和收益，各负其责，各享其利。

2016~2018年及2019年上半年度，该公司实现营业收入分别为271.85亿元、325.57亿元、421.57亿元和210.64亿元，呈稳步增长态势。从收入结构来看，饲料和养殖业务为公司收入和盈利的主要来源，2018年两者收入合计占比为87.07%，其中饲料业务收入占比为82.94%、养殖业务收入占比为4.13%。

<sup>8</sup> “公司+农户”模式下，公司为农场主提供种苗、饲料、疫苗等养殖必须产品，商定养殖过程及主要技术要求后由农场主完成养殖过程，公司回收成品对外销售

图表 13. 公司主业基本情况

主营业务	行业归属	市场覆盖范围	业务的核心驱动因素
饲料生产及销售	农业	全国及越南、印度等境外国家	规模/成本/管理/研发与技术
生猪养殖	农业	华南、华中等地区	规模/价格/管理

资料来源：海大集团

该公司在大力发展饲料业务的同时，也围绕饲料业务培育和发展农牧业上下游其他相关的业务，逐步向到技术和经济附加值更高的种苗繁育、兽药和疫苗产品研发制造等领域拓展。公司其他业务主要包括原材料贸易和动物保健品销售。

### (1) 主业运营状况/竞争地位

图表 14. 公司核心业务收入及变化情况（亿元，%）

主导产品或服务		2016 年度	2017 年度	2018 年	2019 年 上半年度	2018 年 上半年度
营业收入合计		271.85	325.57	421.57	210.64	176.81
其中：核心业务营业收入	金额	225.79	277.41	367.07	179.43	155.06
	占比	83.05	85.21	87.07	85.18	87.70
其中：（1）饲料	金额	216.74	265.35	349.65	167.33	146.97
	占比	95.99	95.65	95.26	93.25	94.78
（2）养殖 <sup>9</sup>	金额	9.05	12.06	17.42	12.10	8.09
	占比	4.01	4.35	4.74	6.75	5.22

资料来源：海大集团

#### A. 饲料业务

该公司主要以“贴近市场、物流便利、资源丰富”为目标，在全国及东南亚地区近百个城市进行多点布局，设立华南、华中、华东等大区/事业部，合计拥有 101 家饲料厂。公司饲料生产品种包括禽配合饲料（鸡料、鸭料等）、猪配合饲料和水产配合饲料（鱼料、虾料等），产品品类齐全，公司有“海大”、“海龙”、“大川”、“海瑞达”等 30 多个产品品牌，其中“海大”为水产饲料领域知名品牌，此外，2017 年公司旗下两个商标获得由广东省注册商标评审委员会颁发的《广东省著名商标证书》。

饲料销售收入为该公司主要收入来源，约占公司营业收入的 80%。近年来随着业务规模持续扩张，公司饲料销售收入逐年增长，2016~2018 年及 2019 年上半年度，公司饲料销售收入分别为 216.74 亿元、265.35 亿元、349.65 亿元和 167.33 亿元；业务毛利率分别为 9.69%、11.56%、11.04%和 12.17%，其中 2016 年毛利率相对较低主要是当年受华中地区水灾影响，毛利率相对较高的水产饲料销售占比下降所致；2018 年同比下滑主要是猪饲料毛利率同比下降所致，2018 年生猪行情低迷，养殖户减少毛利率较高的前端料的使用，导致猪饲料毛利率同比下降，对饲料业务整体毛利率影响较大。

<sup>9</sup> 含肉禽屠宰业务收入。

该公司饲料业务核心驱动因素主要为规模因素、成本因素、管理因素和研发与技术因素。

从规模因素来看，该公司饲料生产主要通过内部专业团队分析和判断饲料市场行情，预测饲料价格变动趋势等，同时考虑下属饲料生产企业的需求，综合决策饲料产量。近年来随着新建饲料厂的逐步投产，公司饲料产能和产量逐年增长。截至 2019 年 6 月末，公司饲料生产线共 486 条，饲料总产能从 2016 年 1,286.07 万吨/年扩张至 2019 年 6 月末 1,875.00 万吨/年。2016~2018 年及 2019 年上半年度饲料总产量分别为 737.89 万吨、855.89 万吨、1,065.37 万吨和 541.94 万吨；产能利用率分别为 57.38%、55.17%、58.48%和 57.81%，其中 2017 年产能利用率同比有所下滑，主要是 2017 年下半年新增产能约 500 万吨尚未完全释放所致。饲料生产线设计产能为特定饲料品种标准状态下的生产能力，近年来产能和产量均持续增长，产能利用率总体呈波动态势。从行业生产情况来看，水产饲料由于生产的季节性，产能利用率较低，一般为 30~40%，禽饲料和猪饲料的产能利用率高于水产饲料，公司的综合产能利用率尚可。

图表 15. 公司饲料产能及产量情况（万吨/年，万吨）

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年度
设计产能	1,286.07	1,551.29	1,821.72	1,875.01（年化）
产量 <sup>10</sup>	737.89	855.89	1,065.37	541.94
其中：禽饲料	412.61	445.90	523.53	309.67
猪饲料	115.24	152.23	230.05	95.73
水产饲料	210.04	257.76	311.79	136.54
产能利用率（%）	57.38	55.17	58.48	57.81

注：根据海大集团提供的数据绘制

2016~2018 年及 2019 年上半年度，该公司共新增 46 个饲料厂，新增 134 条生产线，当期新增产能分别为 153.36 万吨、265.22 万吨、270.43 万吨和 26.64 万吨<sup>11</sup>。同期公司新增海外饲料子公司 3 个，分别为同奈海大、海阳海大和印度升龙<sup>12</sup>，设计产能合计 40.00 万吨，产能释放仍待提升。总体看，近年来公司新投产饲料厂产能释放情况较好，产能利用率基本可以达到 50%，但是固定资产等摊销成本较大，目前多数仍处于净利润亏损状态。

销售方面，该公司饲料销售分为内销和外销，其中内销主要系公司将部分猪饲料供给生猪养殖使用。2016~2018 年及 2019 年上半年度公司饲料对外销售总量分别为 733.43 万吨、849.08 万吨、1,070.14 万吨和 538.69 万吨，其中禽饲料销量约占 50%，猪饲料销量约占 20%，水产饲料销量约占 30%，均呈稳步增长态势。公司猪饲料对内销量规模不大，约占猪饲料总销量的 10%，后续随着公司养殖规模扩张，饲料对内销售量将有所增长。同期公司饲料产品产销率分别为 99.40%、99.20%、100.45%和 99.40%，产销率保持在较好水平。

<sup>10</sup> 为对外销售的饲料对应的产量。

<sup>11</sup> 包括新增饲料厂和原饲料扩建增加的产能。

<sup>12</sup> 同奈海大全称 HAI D FEED COMPANY LIMITED；海阳海大全称 HAI DUONG HAI D COMPANY LIMITED；印度升龙全称 SHENGLONG BIO-TECH(INDIA)PRIVATE LIMITED。

图表 16. 近年来公司饲料对外销售情况（万吨，%）

	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年度	2018 年上半年度
对外销量	733.43	849.08	1,070.14	538.69	456.37
其中：禽饲料	412.16	444.22	527.13	308.03	237.72
猪饲料	114.89	151.59	231.88	96.49	103.02
水产饲料	206.38	253.27	311.13	134.17	115.63
产销率	99.40	99.20	100.45	99.40	100.96

注：根据海大集团提供的数据绘制

从饲料产品的销售区域来看，该公司销售集中于华南、华中和华北地区，公司在上述三个区域实现销售收入占比超过 80%。华南地区历来为公司业务比重最大的市场区域；华中和华北地区次之，华东地区产品销售结构以水产饲料为主。从地区收入占比变动来看，2016~2018 年，随着公司在华东地区水产饲料业务的扩张，华东地区收入占比提升较快，华东地区收入小幅提升；华中地区收入占比较稳定；华南地区收入占比逐年下滑。境外市场方面，2012 年以来公司通过投建越南生产基地进一步开拓海外市场，目前已逐步扩展至越南、印度、印尼及厄瓜多尔等国家，2016 年公司境外业务以原材料贸易为主；2017 年以来，公司减少境外贸易业务规模，目前业务主要为饲料产品生产与销售。

图表 17. 近年来公司主要销售区域情况<sup>13</sup>（亿元，%）

	2016 年		2017 年		2018 年	
	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
华南地区	181.85	66.89	214.36	65.84	252.68	59.94
华东地区	30.69	11.29	45.41	13.95	59.45	14.10
华北地区	44.87	16.50	68.82	21.14	130.48	30.95
华中地区	60.46	22.24	76.69	23.55	94.11	22.32
境外地区	30.14	11.09	24.19	7.43	29.82	7.08
合并抵销	-76.16	-28.01	-103.90	-31.91	-144.97	-34.39
合计	271.85	100.00	325.57	100.00	421.57	100.00

注：根据海大集团提供的数据绘制

从价格因素看，原材料价格方面，该公司饲料产品原材料为玉米、豆粕、鱼粉和菜粕等，其中玉米、豆粕和鱼粉分别约占原材料总成本的 30%、15%和 10%，其价格变动对公司成本控制影响较大。公司原材料采购价格为随行就市，2016~2017 年玉米价格呈下滑态势，2018 年以来玉米价格有所恢复，但目前仍处于低位；豆粕价格受天气、供需平衡和国际贸易摩擦等影响波动较大；鱼粉主要用于水产饲料加工，采购量相对较小，虽然价格波动较大但影响可控。

图表 18. 近年来公司主要原材料采购情况（万吨、元/吨）

	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年上半年度	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
玉米	318.58	1,699.31	527.51	1,591.09	583.51	1,705.63	314.86	1,785.41

<sup>13</sup>该表为公司业务收入总和的区域分类明细，部分产品存在内部销售，该表未进行合并抵销，因此收入总额较当期营业收入大。考虑到近三年公司饲料业务收入占收入总额的比重约 80%，公司收入总额的区域分布与饲料业务的区域分布基本一致，由于公司未披露饲料业务收入的区域分类明细，因此本文采用总收入的区域分布情况分析饲料业务的区域分布特点。

	2016年		2017年		2018年		2019年上半年度	
	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价	采购量	采购均价
豆粕	112.13	3,141.16	155.65	2,976.60	149.18	3,155.97	80.00	2,779.20
鱼粉	23.31	8,944.30	32.87	8,569.06	34.12	9,044.65	9.00	8,831.40
菜粕	34.43	2,269.61	49.39	2,406.18	59.87	2,452.64	16.75	2,311.85
小麦	18.77	1,877.91	7.19	2,355.70	27.07	1,900.11	10.10	2,025.80
合计	<b>507.22</b>	—	<b>772.61</b>	—	<b>853.75</b>	—	<b>430.70</b>	—

注：根据海大集团提供的数据绘制

该公司饲料产品价格基本按成本加成方式定价，其价格与原材料价格波动基本保持一致。近年来公司禽饲料和水产饲料销售价格均呈上涨态势，其中2017年同比均上涨较多，主要是原材料价格上涨所致；猪饲料销售价格呈波动上升态势，其中2017年有所下滑，主要是当年生猪行情低迷、农户养殖意愿下降导致市场需求减少所致，2018年以来呈上涨态势，主要是原材料价格上涨所致。

图表 19. 近年来公司主要饲料产品销售价格（元/吨）

主要饲料产品	2016年	2017年	2018年	2019年上半年度
禽饲料	2,221.56	2,292.05	2,401.91	2,410.72
猪饲料	2,756.64	2,729.97	2,956.62	2,859.87
水产饲料	4,530.67	4,823.03	4,965.14	4,880.23

注：根据海大集团提供的数据绘制

从管理因素来看，采购管理方面，该公司采取“集团+区域中心”的采购模式，采购业务主要由公司总部采购中心负责，采购中心对采购数量、库存数量、原材料价格等进行判断和决策，并负责公司原材料、产品包装物等的统一采购；对于部分地处主产区的区域中心，采购中心给予一定的采购权限，但授权的采购量较小。为提高并保证原材料质量、稳定采购价格，2015年起公司在东北地区建立玉米收储基地收购周边农户的玉米，与农户结算方式为现款现货。公司收储的玉米均为高质量玉米（一等玉米和二等玉米），年收储量约占公司玉米总需求量的50%。其他原材料公司主要向供应商进行采购，目前已经形成了以长期稳定的供应商为主、辅以其他供应渠道的多层次原料供应商体系，公司与一批具有一定规模实力的供应商建立长期合作关系，并通过较为严格的检验手段和方法，保障原料供应的稳定性和原料品质的安全性。公司对主要供应商的依赖程度较低，2016~2018年公司前五名供应商合计采购金额占年度采购总金额的比重分别为8.19%、8.29%和9.00%，结算方式上，对于主要供应商，公司会先预付部分定金，待货到检验完成后付清剩余货款，部分大型供应商给予公司一定的授信额度，但授信额度较小。进口采购方面，公司从境外采购的原材料金额约占总额的20%，主要采购品种为玉米、豆粕、鱼粉等饲料原材料。公司境外原材料采购价格为随行就市，结算方式主要为信用证，公司通过与银行开展远期结售汇业务和人民币对外汇期权组合业务，来减少汇率波动风险。物流运输方面，供应商先将原材料运输至约定码头，运费由供应商负责，之后由公司负责将原材料由码头运输至饲料厂，运费由分、子公司承担。



该公司采购中心建立了专门的原料信息研究部门，通过实时跟踪、研究、判断国内外大宗原材料的行情走势安排采购计划，并通过期货套期保值、原材料贸易等工具对大宗原材料进行头寸风险管理，从而控制采购风险。公司每年根据经营目标，预估年度开展商品套期保值业务保证金最高占用额，并经董事会及股东大会审议，预计 2019 年公司开展商品套期保值业务所需保证金最高占用额不超过人民币 15 亿元（不含期货标的实物交割款项），有效期内可循环使用。目前公司套期保值操作主体为公司本部及广州市海大饲料有限公司（简称广州海大）、大连海大容川贸易有限公司（简称大连海大）及海大国际（海外）等子公司。截至 2019 年 6 月末，公司期货保证金结存余额为 1.45 亿元。公司通过套期保值操作，锁定了部分原料采购成本，在一定程度上规避了原料价格剧烈波动给企业带来的经营风险。

生产管理方面，目前该公司饲料生产线已基本实现自动化生产，主体生产设备基本均为进口设备，生产效率高，故障和残留低；配套生产设备为国产设备。公司制定了《海大集团生产安全管理制度》，对车间设备安全操作、特种设备安全操作、设备维修安全操作等要求进行了规定，公司会定期组织操作人员学习安全操作规程、安排特种安全教育等，以提高安全生产水平。截至 2019 年 6 月末，公司未发生过重大安全事故。

销售管理方面，该公司饲料产品的销售由大区统筹各分、子公司自主安排及实施。各分、子公司内部均设有销售部，按属地原则进行客户开发及市场销售管理。销售渠道方面，公司饲料主要通过经销商进行销售，此外，公司建立了“服务带动销售”的营销模式，通过对养殖户提供从“苗种-放养模式-水质控制-疫病防治-饲料”全流程的技术支持，通过终端用户增加而拉动经销商的发展。目前公司经销商约有 2 万多家，公司与经销商一般在年底签订下一年销售合同，约定年度销量目标、应收账款管理、货款结算方式及奖励措施等内容，如果供应商达到约定的销量目标，公司通过返利等措施给予奖励。货款结算上，公司主要采取“预收款+现款”的结算方式；赊销占比较小，主要是华南地区水产季节性销售导致的赊销，第三季度赊销额占比约 7%，其他季度一般约 2%。公司对经销商的应收账款进行分层管理，定期跟踪并评估各家经销商的信誉质量，对于超过账期仍未结算的经销商停止发货。

环保方面，该公司制定了《安全环保应急准备和响应管理办法》、《安全环保事故事件管理办法》、《EHS 隐患排查管理办法》、《EHS 委员会管理办法》、《饲料板块 EHS 目标指标管理办法》等，并依据上述管理制度，设立 EHS 委员会，集团设置安全管理部及养殖板块设置生产管理部，完善环保安全专项组织架构，完善环境保护认可及问责机制。近年来公司在环保方面投入逐年增长，2016~2018 年及 2019 年上半年度分别为 0.26 亿元、0.48 亿元、0.36 亿元和 0.66 亿元。近年来，公司下属子公司多次受到环保处罚，部分子公司因环保检查被当地政府要求限产，但规模较小且时间较短，一般为 2~3 天。公司已对相关处罚进行整改。

从研发与技术因素来看，该公司设立海大研究院作为公司科研开发中心，

海大研究院被认定为“国家企业技术中心”、“广东省农业科技创新中心”等。海大研究院组建了企业博士后科研工作站畜牧水产研究分站，并于 2017 年 6 月经广东省科技厅批准成立广东海大畜牧兽医研究院基于畜禽重要疫病诊断技术院士工作站。公司建立了三级研发体系，对技术成果“边孵化、边转化、边应用”，从而保障技术成果的快速转化并迅速在市场上占据有力地位。公司拥有国内专业的技术与研发团队，截至 2019 年 6 月末，公司研发团队共有 1,346 人，占员工总数的 7.15%，其中博士和硕士共 307 人，涉及动物营养需求、饲料配方技术、品种繁殖和优良种质选育、健康养殖模式等研究领域，为公司的发展提供了有力的技术支持。

该公司重视产品和技术研发，2016~2018 年及 2019 年上半年度公司研发投入分别为 1.96 亿元、2.58 亿元、3.10 亿元和 1.66 亿元。截至 2019 年 6 月末，公司共拥有专利 245 个，其中发明专利 164 个、实用新型专利 66 个、外观设计专利 15 个。在研发获奖方面，近三年公司获得省级以上奖励 4 项，其中国家奖 1 项，为 2016 年 12 月高效生物饲料的产业化技术集成与示范推广获得的全国农牧渔业丰收奖。在新产品开发方面，近三年公司开发新产品共 200 多项，其中 2017 年和 2018 年获得被认定为农业部新品种或广东省高新技术产品分别有 53 项和 44 项；此外，2017 年公司与国内知名水产院校合作研发选育的团头鲂“华海 1 号”、凡纳滨对虾“海兴农 2 号”和长珠杂交鳊经由国家农村农业部认定为水产新品种<sup>14</sup>。在饲料配方技术研发方面，公司建立了动物营养需求数据库，储备了多种原材料配方技术，能在原材料价格波动时具备快速调整配方以控制成本的能力。

## B. 养殖业务

该公司养殖业务以生猪养殖为主，还涉及水产种苗养殖及肉禽加工业务，但收入占比相对较小。水产种苗养殖方面，公司主要研发优质水产动物种苗，近年来公司通过提升虾苗抗病力品质使得对虾存活率及产出量表现更佳；此外，公司研发和培育的草鱼、罗非鱼、鲫鱼、鳊鱼、黄颡鱼和生鱼等鱼苗品种都获得了一定的市场认可；肉禽加工业务方面，主要为肉鸭屠宰加工业务。2016~2018 年及 2019 年上半年度公司养殖业务收入分别为 9.05 亿元、12.06 亿元、17.42 亿元和 12.10 亿元；业务毛利率分别为 19.87%、12.18%、13.71%和 10.99%，整体呈下滑态势，主要是猪价下降，生猪养殖业务毛利率下滑导致养殖业务整体毛利率下滑。

其中，生猪养殖方面，该公司从 2012 年开始涉足生猪养殖行业，经过几年对生猪行业的探索，公司积累了一定业务经验，2015 年以来公司开始扩张养殖规模。业务经营模式为“自繁自养”和“公司+农户”相结合的模式，由于目前业务尚处于起步阶段，公司通过外购仔猪并养殖后对外销售来开拓市场。公司生猪养殖业务主要由岳阳县益豚农牧有限公司、阳西县丰沃生态农业有限公司等 30 家子公司负责经营。近年来，公司生猪养殖业务收入持续增长，2016~2018 年及 2019 年上半年度分别为 6.40 亿元、7.84 亿元、8.94 亿元和 6.49

<sup>14</sup> 2017 年，国家认定的水产新品种共 7 个。

亿元；业务毛利率为 18.75%、7.65%、8.39%和 2.89%，整体呈下滑态势，主要是猪价下降所致，其中 2019 年上半年度毛利率低，主要是受“非洲猪瘟”疫情影响，一方面仔猪采购成本上升，另一方面防疫防控成本增加。

**图表 20. 公司养殖业务主要业务模式**

模式	主要内容
自繁自养	公司自建猪场、引种、配种至母猪分娩仔猪，然后将仔猪育肥至肥猪
公司+农户	由公司统一提供猪苗、饲料、兽药、技术服务，由农户/家庭农场进行养殖，公司再回收销售

注：根据海大集团提供的数据绘制

该公司养殖业务的核心驱动因素主要为规模因素、价格因素和管理因素。

“自繁自养”模式下，近年来，该公司通过自建及对外收购方式持续扩大养殖规模，养殖场分布在华南、华中、西南等地区，截至 2019 年 6 月末，公司共拥有 4 个种猪场和 6 个商品猪场，目前共存栏祖代种猪 0.6 万头、父母代种猪 2 万头。2016~2018 年及 2019 年上半年度公司生猪产能分别约为 13 万头/年、14 万头/年、22 万头/年和 37 万头/年<sup>15</sup>，生猪产量分别约为 12 万头、13 万头、18 万头和 5 万头。

从出栏品种看，该公司出栏生猪主要为商品猪；仔猪出栏量相对较少但近年大幅增长；种猪主要用于自繁自养，对外销售少。从出栏量来看，2016~2018 年及 2019 年上半年公司生猪出栏量分别约为 30 万头、46 万头、70 万头和 39 万头，其中“公司+农户”模式下出栏量分别约为 18 万头、33 万头、52 万头和 34 万头；“自繁自养”模式下出栏量分别约为 12 万头、13 万头、18 万头和 5 万头。目前公司生猪销售区域主要集中在广东省和湖南省。

从价格因素来看，2016~2018 年及 2019 年上半年度，该公司商品猪销售价格分别约 9.3 元/斤、7.0 元/斤、6.7 元/斤和 7.6 元/斤，其中 2017~2018 年，由于生猪行业进入下行周期，公司商品猪销售价格明显下滑；2019 年以来，商品猪销售价格有所上涨。

从采购管理来看，该公司生猪养殖所需的饲料均由子公司供应，价格为协议价。公司除了自行繁养的仔猪外，也从外部采购仔猪，主要是目前公司种猪存栏量少导致仔猪较少，公司为开拓市场从而外购部分仔猪。

养殖管理方面，该公司与农户签订委托养殖合同，合同约定生猪回收单价、养殖要求、结算方式等，由公司提供仔猪、疫苗等，由农户负责养殖，回收时按照约定的单价核算生猪价格，将扣除仔猪、疫苗等费用外的差价支付给农户。

销售管理方面，该公司商品猪销售由下属企业负责，销售对象主要为经销商，公司与客户建立了较为稳定的合作关系，目前生猪销售客户数量不多。公司与客户签订年度销售框架协议，约定销量目标、销售次数、返利规则等，当客户达到销售目标时，公司给予相应的月度或年度返利；结算方式为现款现货，按批次结算；销售价格为随行就市。

<sup>15</sup> 生猪产能系公司按照行业平均 PSY（每头母猪每年所能提供的断奶仔猪头数）为 23 估算得出的年化产能。

疫情防疫管理方面，该公司从猪场选址、防疫距离到猪场内隔离措施安排等方面均建立了严格的管控流程；养殖场的建设远离人口密集区，采用为全封闭式管理，所有人员和物资的进入都要经过数道消毒处理，降低疫病发生的风险。目前公司尚未发生过重大疫情，但 2018 年“公司+农户”模式下农户养殖的部分生猪由于存在潜在疫情感染风险被扑杀，公司进一步加强农户养殖的防疫措施。后续随着公司生猪养殖规模的扩大，公司在疫情防疫方面的管控压力加大。公司注重业务经营中的环保管理，公司新增养殖建设投资额中约 20%是用于环保设施配置，目前公司生猪养殖业务无重大环保处罚。

总体看，该公司生猪养殖业务目前处于初步发展阶段，规模相对较小，但其作为公司重点发展的业务，一方面猪瘟等不确定性因素对公司业务经营的影响需持续关注，另一方面该业务后续资本性投入大，且生猪产能释放后，价格易受市场波动影响，经营效益有待观察。随着养殖规模的扩大，防疫、环保等方面也对公司管理提出较大挑战。

### C. 其他业务

原料贸易业务方面，该公司主要依托公司饲料原材料供应优势，在满足公司饲料生产原料采购需求的前提下，开展一部分原料贸易业务。公司原料贸易业务的经营主体主要为广州海大和大连海大等子公司<sup>16</sup>，贸易产品主要是玉米等饲料原材料。原材料采购由公司总部采购中心负责，其中玉米主要由公司东北储备基地供应，其他贸易原材料主要从国内粮食贸易商采购。在贸易业务经营中，公司原材料采购和销售价格存在一定敞口，不完全锁定成本和销售价格。公司贸易业务客户主要为国内外粮食贸易商，客户集中度低，近三年贸易业务前五大客户销售额约占公司总收入的 3~10%。贸易业务整体较为稳定。

该公司设立了专门的商品套期保值操作团队和监控团队，通过商品期货和商品期权交易，来控制玉米、豆粕、小麦等原材料价格大幅波动风险，同时公司制定了《期货管理制度》及《期货管理办法》等制度，对套期保值业务的审批权限、内部审核流程、风险处理程序等作出了明确规定。2016~2018 年及 2019 年上半年度公司套期保值业务损益分别为 0.62 亿元、1.41 亿元、0.90 亿元和 0.38 亿元。

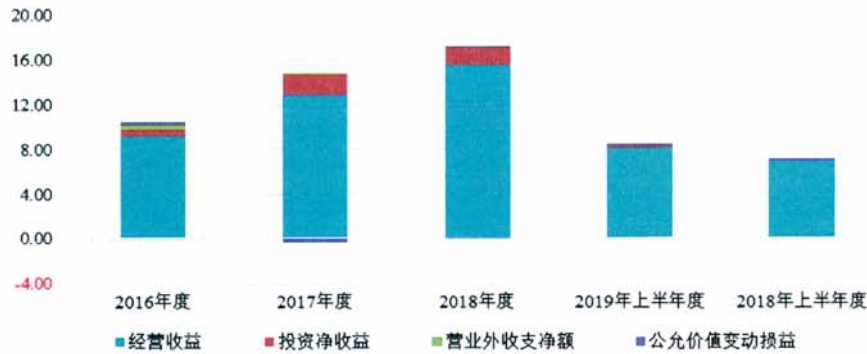
2016~2018 年及 2019 年上半年度，该公司贸易业务收入分别为 42.61 亿元、43.54 亿元、48.75 亿元和 27.33 亿元，逐年增长；业务毛利分别为 1.10 亿元、1.24 亿元、1.52 亿元和 1.13 亿元；毛利率分别为 2.58%、2.84%、3.12%和 4.14%。从贸易产品结构看，2016 年公司主要贸易产品为高粱和玉米，其贸易收入占比分别约为 30%和 30%；2017 年以来主要贸易产品为玉米，2017~2018 年及 2019 年上半年度玉米贸易量分别为 166.92 万吨、189.17 万吨和 115.68 万吨，贸易收入分别为 25.04 亿元、32.33 亿元和 20.01 亿元。除此之外，公司贸易产品还包括菜粕、大麦、鱼粉、各类氨基酸等。

<sup>16</sup> 公司贸易业务经营主要一共有 10 家子公司，其中目前广州海大和大连海大的贸易量合计约占贸易总量的 80%。

动物保健品业务方面，该公司动物保健品业务由清远海贝生物技术有限公司（简称清远海贝）、四川海林格生物制药有限公司、石家庄卫科生物科技有限公司等子公司经营，公司主要提供微生态制剂、调水类、底改类、肥水类等水产动保产品及畜禽疫苗药品，并辅之以养殖技术整体解决方案，帮助客户在实现健康养殖的同时，能够较好的控制养殖成本。公司动保业务相关产品均已取得 GMP<sup>17</sup> 认证资格，由于动保产品是养殖业务的配套产品，在市场布局上主要跟随饲料业务的布局。目前公司动物保健品业务收入规模相对较小，但近年来呈稳步增长态势，2016~2018 年及 2019 年上半年度，公司动物保健品销售收入分别为 2.87 亿元、3.95 亿元、4.73 亿元和 3.30 亿元，毛利分别为 1.37 亿元、1.96 亿元、2.24 亿元和 1.86 亿元，毛利率分别为 47.57%、49.73%、47.32% 和 56.46%。

## （2）盈利性

图表 21. 公司盈利来源结构（亿元）



资料来源：根据海大集团所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

从盈利来源结构看，该公司盈利主要来源于主业经营收益，来源稳定，可持续性较强。2016~2018 年公司经营收益分别为 9.19 亿元、12.86 亿元和 15.49 亿元，占总收益<sup>18</sup>比重分别为 88.35%、89.74%和 90.56%。公司投资净收益、营业外收支净额和公允价值变动损益对盈利影响较小，同期投资净收益分别为 0.55 亿元、1.75 亿元和 1.51 亿元，主要为套期保值业务产生的投资净收益和理财产品投资收益；营业外收支净额分别为 0.40 亿元、0.05 亿元和-0.02 亿元，2017 年以来大幅减少，主要是会计政策变更后将与日常活动有关的政府补助从“营业外收入”科目重分类至“其他收益”科目所致；公允价值变动损益主要为期货和货币掉期业务浮动盈亏，同期分别为 0.26 亿元、-0.33 亿元和 0.13 亿元。

<sup>17</sup> GMP 标准是适用于制药、食品等行业的强制性标准。

<sup>18</sup> 总收益=经营收益+投资净收益+营业外收支净额+公允价值变动损益

图表 22. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 上半年度	2018 年 上半年度
营业收入合计 (亿元)	271.85	325.57	421.57	210.64	176.81
毛利率 (%)	9.42	10.99	10.77	11.89	11.57
其中: 饲料 (%)	9.69	11.56	11.04	12.17	11.86
养殖 (%)	19.87	12.18	13.71	10.99	10.91
毛利 (亿元)	25.60	35.77	45.41	25.04	20.46
其中: 饲料 (亿元)	21.01	30.66	38.59	20.37	17.43
养殖 (亿元)	1.80	1.47	2.39	1.33	0.88
期间费用率 (%)	5.84	6.75	6.82	7.72	7.27
其中: 财务费用率 (%)	0.26	0.25	0.52	0.55	0.48
全年利息支出总额 (亿元)	0.76	0.99	1.89	—	—
其中: 资本化利息数额 (亿元)	—	—	—	—	—

资料来源: 根据海大集团所提供数据整理。

近年来, 该公司经营规模持续扩大, 2016~2018 年实现营业收入分别为 271.85 亿元、325.57 亿元和 421.57 亿元, 同比分别增长 6.33%、19.76%和 29.49%; 实现营业毛利分别为 25.60 亿元、35.77 亿元和 45.41 亿元; 综合毛利率分别为 9.42%、10.99%和 10.77%, 整体呈波动上升态势。2016~2018 年饲料业务毛利率分别为 9.69%、11.56%和 11.04%, 其中 2018 年同比下降主要是猪饲料毛利率下降所致; 养殖业务毛利率分别为 19.87%、12.18%和 13.71%, 整体呈下滑态势, 主要是生猪销售价格下降所致。

在收入增长的同时, 该公司期间费用也持续增长, 2016~2018 年公司期间费用分别为 15.88 亿元、21.98 亿元和 28.73 亿元, 期间费用率分别为 5.84%、6.75%和 6.82%, 虽然逐年上升但控制在较低水平。具体看, 公司期间费用以管理费用和销售费用为主, 同期管理费用分别为 5.73 亿元、7.93 亿元和 9.67 亿元, 主要为职工薪酬, 近年来持续增长; 销售费用分别为 7.61 亿元、10.70 亿元和 13.78 亿元, 逐年增长主要是销售规模扩大导致职工薪酬、产品运输费及港杂费增加所致; 财务费用分别为 0.70 亿元、0.80 亿元和 2.19 亿元, 其中 2018 年同比大幅增长主要是债务规模大幅增长所致; 研发费用分别为 1.83 亿元、2.54 亿元和 3.09 亿元。此外, 同期公司资产减值损失分别为 0.19 亿元、0.45 亿元和 0.66 亿元, 主要为计提的坏账准备。

图表 23. 影响公司盈利的其他关键因素分析 (亿元)

影响公司盈利的其他关键因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 上半年度	2018 年 上半年度
投资净收益	0.55	1.75	1.51	0.15	0.07
其中: 理财产品	0.10	0.29	0.16	0.02	0.08
处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得投资收益	0.42	1.39	1.25	0.10	-0.04
营业外收入和其他收益	0.58	0.70	0.83	0.24	0.42
其中: 政府补助	0.45	0.59	0.66	0.17	0.38

影响公司盈利的其他关键因素	2016 年度	2017 年度	2018 年度	2019 年 上半年度	2018 年 上半年度
公允价值变动损益	0.26	-0.33	0.13	0.24	0.19
其中：以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融资产	0.25	-0.16	0.40	0.08	0.26
以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融负债	0.01	-0.17	-0.27	0.32	-0.07

资料来源：根据海大集团所提供数据整理。

该公司投资收益主要为处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得投资收益和理财产品投资收益，2016~2018 年公司投资收益分别为 0.55 亿元、1.75 亿元和 1.51 亿元，其中处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得投资收益分别为 0.42 亿元、1.39 亿元和 1.25 亿元。营业外收入和其他收益主要为政府补助和财政拨款，同期合计分别为 0.58 亿元、0.70 亿元和 0.83 亿元。整体看，近年来公司主业盈利逐年增长，期间费用控制整体较好，营业利润和净利润保持较快增长，同期营业利润分别为 10.04 亿元、14.77 亿元和 17.68 亿元，净利润分别为 8.73 亿元、12.26 亿元和 14.84 亿元。

2019 年上半年，该公司实现营业收入 210.64 亿元，同比增长 19.14%；毛利率为 11.89%，同比提升 0.32%。当期公司期间费用为 16.27 亿元，同比增长 26.53%，其中销售费用、管理费用、财务费用和研发费用同比分别增长 28.44%、24.76%、37.05%和 16.91%；期间费用率为 7.72%，同比上升 0.45%。同期公允价值变动损益同比增长 29.45%至 0.24 亿元，主要是衍生金融工具盈利增加所致。2019 年上半年，公司营业利润和净利润分别为 8.65 亿元和 7.16 亿元，同比分别增长 15.77%和 14.84%。

### (3) 运营规划/经营战略

该公司发展定位为“国内一流的农业企业”，公司的发展目标是成为中国领先、具有持续发展能力的高科技农牧业公司。未来公司将继续围绕养殖环节，为养殖户提供全面的解决方案，包括饲料、苗种、动保和养殖技术服务，及养殖户、经销商的金融服务等其他需求，进一步提升公司养殖户、经销商的盈利能力，实现公司与客户的共同发展。未来，公司仍将以饲料产品的生产与销售为核心业务，同时开拓和发展原料、动保、苗种、养殖、流通和食品加工等业务，培养公司在产业链各个环节上的专业能力，提升公司全产业链的综合竞争力，从而实现专业化基础上的规模化、核心竞争力基础上的产业链延伸。

未来三年，随着该公司饲料产能的扩大、生猪养殖业务的布局速度加快，公司在建和拟建项目规模较多，投资规模较大。公司项目投建资金主要来源于自有资金和债务融资。

目前该公司主要在建项目包括清远海大二期饲料项目、淮安海龙饲料项目及肇庆高要饲料项目等饲料产能建设项目及平果益豚生猪养殖项目、都匀益豚生猪养殖项目等养殖场建设项目，预计总投资额为 15.58 亿元，截至 2019 年 8

月6日累计已投资5.23亿元，2019年8月7日至12月、2020年和2021年计划投资额分别为5.21亿元、3.90亿元和1.09亿元，资金来源为自有资金。公司拟建项目主要为饲料厂建设，预计投资总额为24.83亿元，2019~2021年计划投资额分别为2.53亿元、12.75亿元和7.68亿元。

图表 24. 公司主要在建项目情况（亿元）

项目名称	预计总投资	截至2019年8月6日已投资额	计划投资额			资金来源
			2019年8月7日至12月	2020年	2021年	
南通海大二期饲料项目	1.71	0.69	0.59	0.30	0.13	自有资金
清远海大二期饲料项目	1.17	0.42	0.40	0.26	0.09	自有资金
淮安海龙饲料项目	2.71	0.90	0.92	0.69	0.20	自有资金
南宁海大饲料项目	2.53	0.17	0.55	1.31	0.35	自有资金
肇庆高要饲料项目	2.67	1.67	0.57	0.22	0.21	自有资金
清远海贝饲料项目	2.16	0.45	0.81	0.79	0.11	自有资金
平果益豚生猪养殖项目	0.86	0.35	0.44	0.07	—	自有资金
都匀益豚生猪养殖项目	0.87	0.24	0.60	0.03	—	自有资金
宾阳益豚生猪养殖项目	0.90	0.34	0.33	0.23	—	自有资金
合计	15.58	5.23	5.21	3.90	1.09	—

资料来源：根据海大集团提供的数据绘制

图表 25. 公司主要拟建项目情况（亿元）

项目名称	预计总投资	计划投资额			资金来源	预计工期
		2019年	2020年	2021年		
福州海大饲料项目	3.45	0.76	1.88	0.50	自有资金	2年
韶关海大饲料项目	1.54	0.20	0.94	0.30	自有资金	2年
清远海龙饲料项目	3.97	0.37	1.79	1.58	自有资金	2年
宣城海大饲料项目	1.70	0.23	1.04	0.33	自有资金	2年
和县海大饲料项目	2.19	0.26	1.22	0.58	自有资金	2年
开封海大饲料项目	1.80	0.14	1.00	0.55	自有资金	2年
湛江海大扩建项目	2.21	0.00	0.79	1.25	自有资金	2年
广西玉林饲料项目	3.12	0.00	1.46	1.42	自有资金	2年
四川容川饲料项目	2.34	0.00	0.75	1.12	自有资金	2年
宣城益豚生猪养殖	2.50	0.57	1.88	0.05	自有资金	2年
合计	24.83	2.53	12.75	7.68	—	—

资料来源：根据海大集团提供的数据绘制

根据该公司2018年9月3日发布的《关于签署战略合作框架协议的公告》，公司与茂名市人民政府签订了《战略合作框架协议》（简称合作协议），拟以自有资金25亿元在茂名市投资动保、种苗、饲料、生态养殖、原材料供应链平台、农业金融等全产业链项目。该合作协议仅为框架性意愿，后续的具体投资事项需另行约定，具体合作协议的签署尚存在不确定性；投建具体项目尚需履行决策程序及相关部门批准，也存在不确定性。



## 管理

### 1. 产权关系与公司治理

该公司为民营上市公司，近年来股权结构稳定，实际控制人为自然人薛华，其对日常经营管理参与程度高，控制力较强。公司已建立起符合监管要求的治理结构与内控体系。公司高级经营管理团队较为稳定，且从业经验丰富，为公司战略规划的有效执行和持续稳定运作提供了较好的保障。

#### (1) 产权关系

该公司控股股东为广州市海灏投资有限公司（简称海灏投资），截至 2019 年 6 月末，海灏投资持有公司股票 91,058.94 万股，持股比例为 57.60%，其中质押股数为 6,581.90 万股，占其持股总数的 7.23%，主要用于对外投资<sup>19</sup>。公司实际控制人为自然人薛华，间接持有公司 22.90% 股权。

海灏投资成立于 2006 年 9 月，由薛华等发起设立，注册资本 3,000 万元，主营业务为股权投资<sup>20</sup>。薛华为海灏投资第一大股东，截至 2019 年 6 月末，其持股比例为 39.75%。薛华现任海灏投资执行董事，对海灏投资日常经营管理参与程度高，控制力较强。其自 1995 年以来一直从事饲料行业相关工作，具有较为丰富的行业及管理经验。2018 年末，海灏投资资产总额为 7.04 亿元，净资产 1.60 亿元；2018 年营业收入为 0 亿元，净利润为 1.90 亿元，经营性现金流净额为 0.06 亿元。

#### (2) 主要关联方及关联交易

该公司与关联方之间主要为购销环节的关联交易。2018 年，公司购销环节的关联交易主要系向关联方采购饲料和销售原材料，当年公司向关联方销售饲料金额为 0.48 亿元，向关联方采购原材料金额为 0.89 亿元，相关交易以市场价或协议方式定价。截至 2019 年 6 月末，公司关联方应收项目余额合计 0.01 亿元，关联方应付项目余额合计 39.27 万元，关联方应收应付款项规模均较小。

#### (3) 公司治理

该公司严格按照《公司法》等法律、法规的相关规定，建立了较为健全的公司治理结构。公司设有股东会、董事会、监事会和经理层，形成了较为完善的决策、监督和执行独立运行的管理体系。日前董事会由 7 名董事组成，设董事长 1 人，其中 3 名为独立董事；监事会由 3 名监事组成，设监事会主席 1 人。公司董事会对股东大会负责，是公司的经营决策机构；董事会下设战略委员会、审计委员会、提名委员会和薪酬与考核委员会，为董事会的科学决

<sup>19</sup> 投资方向与饲料产业无关。

<sup>20</sup> 股权投资方向与饲料产业无关。

策提出建议和意见。监事会对股东大会负责，对公司董事、高管人员的履职情况以及公司财务运作情况进行监督和检查。

该公司控股股东依法行使出资人的权利，公司与控股股东之间在业务、机构、人员、资产和财务上完全分开，具有独立完整的业务体系及自主经营能力。公司与控股股东之间不存在同业竞争、不存在股东违规占用公司资金、资产及其它资源而损害公司利益的情况。

该公司高管团队由总经理、副总经理、财务总监、总工程师和董事会秘书组成，具有较为丰富的产业经营和管理经验。公司高管团队近年来基本保持稳定，为公司战略规划的有效执行和持续稳定运作提供了较好保障。

在高级管理人员考核方面，该公司董事会薪酬与考核委员会按年度对高级管理人员业绩和履职情况进行考评，并将考评结果作为高级管理人员激励奖惩的主要依据之一。此外，公司实施了股权激励计划，有助于调动管理者和骨干员工的积极性，吸引和保留优秀管理人才和业务骨干，从而更好地促进公司发展。

## 2. 运营管理

### (1) 管理架构/模式

该公司根据自身经营特点建立了较合理的组织机构，各部门间职责分工较清晰。公司在关联交易管理、子公司管理、担保管理和投融资管理等方面建立了相应的运行管理制度，能够满足现阶段生产经营的需要。但公司下属生产经营企业数量众多，且饲料业务产销的地域分布较分散，在保持管控的统一性方面难度较大。近年来，公司下属子公司受到多起环保处罚，公司环保管理能力有待提升。

该公司秉承“管理集中、运营分散”的原则，采取了“中心+分子公司”的运营模式，设有多个专业中心和部门对各分子公司进行专业管理和技术支持。因饲料产品销售经济半径小，业务的地理分散度高，公司下属生产经营企业数量众多，对公司管控能力提出一定的挑战。

该公司不断加强内部管理制度建设，明确了各部门及岗位在内部管理与风险控制方面的职责和权限，以控制经营管理风险和保障资产的安全。经过多年的运营管理，公司已建立起一套较完整的内部管理制度，覆盖了财务、采购、生产、销售和品控等各个环节，从而保障了各项经营管理工作的有序进行。

### (2) 经营决策机制与风险控制

在关联交易管理上，该公司制定了《关联方和关联交易管理制度》，对关联交易决策权限、审议程序、关联董事和关联股东回避表决等事项作出了明

确规定，保证公司关联交易符合公平、公正和公开的原则。

在子公司管理方面，该公司制定了《控股子公司管理制度》，公司通过推荐董事、监事和高级管理人员等办法实现对控股子公司的治理监控。控股子公司股东会是控股子公司的权力机构，依照《公司法》等法律、法规以及控股子公司章程的规定行使职权，公司通过控股子公司股东会对控股子公司行使职权。公司董事会、各职能部门根据公司内控制度，对控股子公司的经营、财务、重大投资等方面进行监督、管理和指导。

在担保管理上，该公司制定了《对外担保管理制度》，对对外担保的岗位分工、授权批准、担保审查、担保审批程序、担保执行、担保财产保管、担保业务记录和监督检查等都做了明确的规定。

在生产管理上，为加强生产安全管理，保障员工生命和财产安全，该公司制定了《生产安全管理制度》，对设备安全管理、消防安全管理、生产安全教育、安全检查与整改等提出了明确要求，规定由工厂运营中心负责制定和完善生产安全管理制度，由大区/事业部监督和检查各分子公司做好生产安全管理工作，由分子公司内务负责人监督实施并督促安全整改。

### **(3) 投融资及日常资金管理**

在投资管理上，该公司制定了《对外投资管理制度》，规定了对外投资的审批权限，并建立了严格的审查和决策程序；对于重大投资项目，公司组织相关专家和专业人员进行评审，并报股东大会批准。

在融资管理上，该公司制定了《银行融资及其担保管理制度》，规定公司财务中心资金计划部作为公司银行融资的管理部门，集中管理公司银行融资及银行担保业务。财务中心根据公司经营计划，组织安排年度银行融资及其担保计划，提交董事会或股东大会审议，并根据审计结果进行具体规划和安排。公司签订的银行融资及其担保合同必须符合有关法律规定，在合同中明确双方权利和义务，对违约责任应有清晰的表述。

在对控股子公司的资金管理上，控股子公司与该公司实行统一的会计制度，由公司财务部对控股子公司的会计核算和财务管理实施指导、监督；对控股子公司经营计划的上报和执行、财务会计、资金调配、对外担保以及关联交易等方面进行监督管理。对于国内子公司的资金管理，公司采取集中管理方式，分子公司收取货款遵循“公司统收为主、分子公司自主收款为辅”的原则，纳入公司资金集中管理的分子公司的资金结算由总部统一管理，公司和分子公司之间以往来款记账，年度进行清算。

### **(4) 不良行为记录**

根据该公司提供的《企业信用报告》所载，截至 2019 年 6 月 25 日，公司不存在欠贷欠息情况。

安全生产方面，近年来，该公司及核心子公司<sup>21</sup>因违反安全生产方面的规定受到行政处罚且处罚金额超过 1,000 元（含 1,000 元）的情况有 1 例。2018 年 8 月，子公司珠海海龙生物科技有限公司（简称珠海海龙）因“未在除尘器上采用泄爆、隔爆、惰化、抑爆等任一种控爆措施，且部分电机为非防爆电机”，被予以罚款 1.80 万元。

环保处罚方面，近年来，该公司的核心子公司因违反环境保护方面的规定而受到行政处罚且处罚的情况包括：（1）2016 年 1 月，子公司珠海海龙因“在市人民政府划定的高污染燃料禁燃区内燃用煤”，被处以罚款 6 万元的行政处罚；2016 年 11 月，因“不按排污许可证的要求排放污染物”，被处以 10 万元的行政处罚。（2）2016 年 1 月，珠海容川饲料有限公司因“不正常使⽤大气污染物处理设施，配套处理工艺废气的喷淋塔处理设施喷淋工序没有进行，喷淋塔周围地面有大量粉尘沉积”，被处以罚款 4 万元的行政处罚；2016 年 11 月，因“未依法取得排污许可证排放污染物”，被处以罚款 12 万元的行政处罚；2017 年 3 月，因“超过大气污染物排放标准排放大气污染物”，被处以罚款 12 万元的行政处罚。（3）2018 年 7 月，子公司广东海因特生物技术集团有限公司广州分公司因“饲料生产项目需要配套建设的环境保护设施未经验收，主体工程正式投入生产”，被处以罚款 8 万元的行政处罚。除上述环保处罚之外，公司其他子公司也涉及一定数额的环保处罚，公司环保管理能力有待加强。

图表 26. 公司及核心子公司不良行为记录列表（最近三年，截至查询日）

信息类别	信息来源	查询日期	控股股东	母公司	核心子公司
欠贷欠息	中国人民银行征信局	2019.06.25	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露及企业提供	2019.07.10	不涉及	无	不涉及
重大诉讼	公开信息披露及企业提供	2019.07.10	无	无	无
工商	公开信息披露及企业提供	2019.07.10	无	无	无
质量	公开信息披露及企业提供	2019.07.10	无	无	无
安全	公开信息披露及企业提供	2019.07.10	无	无	涉及
环保	公开信息披露及企业提供	2019.07.10	无	无	涉及

资料来源：根据海大集团所提供数据及公开信息查询，并经新世纪评级整理。

备注：“未提供”指的是公司应该提供但未提供；“无法提供”指的是公司因客观原因而不能提供相关资讯；“不涉及”指的是无需填列。

## 财务

近年来，随着该公司新产能建设以及经营规模的扩大，公司负债规模持续增长，资产负债率也呈逐年上升态势。公司刚性债务规模相对较大且扩张较快，期限结构以短期为主，公司面临的即期偿债压力较大。后续公司饲料新产能项

<sup>21</sup> 报告期内营业收入或净利润占发行人比例超过 5%的各级子公司。

目、生猪养殖项目等建设持续推进，预计将进一步增加债务规模。公司经营发现能力较强且较为稳定，经营性现金流净额整体处于较好水平，并拥有一定的货币资金存量，可为到期债务偿付提供一定支撑。公司本部收益主要来源于部分饲料产品的销售收入和少量原材料贸易收入，目前公司本部具有一定规模的刚性债务，面临一定的偿付压力，公司对内部资金进行统一管理，对子公司的控制力强。

### 1. 数据与调整

中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2016~2018 年财务报表进行了三年连审，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）及其补充规定，以及财政部 2014 年、2017 年发布的《企业会计准则第 30 号—财务报表列报》等多项具体会计准则，并按照 2018 年财政部发布了《关于修订印发 2018 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15 号）对财务报表格式进行了修订。公司 2016~2018 年财务报表均采用最新财务报表格式审计，因此本评级报告按照最新财务报表格式进行同比分析。

由于该公司下属饲料厂和生猪养殖场基本通过设立子公司方式拓展，因此近年来公司合并范围变化大。2016 年末公司合并范围子公司合计 158 家。2017 年公司新设子公司 57 家、收购子公司 19 家、注销子公司 5 家、转让子公司 1 家<sup>22</sup>，2017 年末公司合并范围子公司 228 家。2018 年，公司收购子公司 5 家、新设子公司 40 家、处置 1 家<sup>23</sup>，2018 年末公司合并范围子公司合计 272 家。2019 年以来，公司新设子公司 18 家，注销 2 家，2019 年 6 月末合并范围子公司合计 288 家。

图表 27. 近年来收购的主要子公司明细（万元）

公司名称	股权取得成本	股权取得时间	持股比例 (%)	股权取得方式	形成商誉	业务承诺
山东大信	28,643.17	2017.12.31	60.00	购买	11,590.20	有，2017~2018 年完成业务承诺
溧阳久和	6,404.37	2017.07.10	80.00	购买	—	无
湖南金汇龙	3,162.00	2017.12.31	51.00	增资	240.05	无
肥城和瑞丰	20,037.03	2018.06	80.00	购买、增资	5,709.25	无
潍坊旭恒	5,031.93	2018.06	100.00	购买	3,050.74	无
新疆瑞利恒	1,100.00	2018.10	50.00	增资	141.10	无

资料来源：海大集团

<sup>22</sup> 公司将持有的广州迪立维信息科技有限公司全部 55%股权转让给自然人黄勤，转让对价为 95.85 万元，已收到全部股权款转让款。

<sup>23</sup> 公司将持有的常州谷德模具科技有限公司全部 62%股权对外转让，转让对价为 223.82 万元，已收到全部股权款转让款。

## 2. 资本结构

### (1) 财务杠杆

图表 28. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据海大集团所提供数据绘制。

近年来，随着该公司新产能建设、股权收购以及经营规模的扩大，公司资金需求持续上升，2016~2018 年末及 2019 年 6 月末，公司负债总额分别为 44.80 亿元、63.24 亿元、91.42 亿元和 111.90 亿元，负债经营程度也呈逐年上升态势，分别为 43.54%、48.05%、52.64%和 56.45%，但在行业中处于中等水平。同期末公司权益负债比分别为 1.30 倍、1.08 倍、0.90 倍和 0.77 倍，主要因债务规模增长而呈现逐年下降态势。

从权益资本来看，随着经营积累的增加，该公司资本实力逐年增强，2016~2018 年末及 2019 年 6 月末，公司所有者权益分别为 58.08 亿元、68.37 亿元、82.24 亿元和 86.32 亿元。同期末资本公积和实收资本合计分别为 30.54 亿元、34.25 亿元、35.92 亿元和 36.67 亿元，其中 2017 年末较上年末增加较多主要是合并范围扩大所致；未分配利润分别为 23.24 亿元、29.74 亿元、38.79 亿元和 40.78 亿元，其中 2016~2018 年公司现金分红金额分别为 4.73 亿元、3.95 亿元和 4.74 亿元；少数股东权益分别为 1.59 亿元、3.62 亿元、4.78 亿元和 5.40 亿元，其中 2017 年末较上年末大幅增长 128.51%，主要是当年收购山东大信集团有限公司（简称山东大信）60%股权和湖南金汇龙农牧发展有限公司 51%股权导致。

后续看，随着该公司饲料新产能项目、生猪养殖项目等建设持续推进，预计公司仍将继续面临较大的资金需求，公司债务规模及杠杆水平降低的可能性较低。

## (2) 债务结构

图表 29. 公司债务结构及核心债务



核心债务	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
刚性债务 (亿元)	14.27	9.69	16.14	23.32	46.73	57.74
应付账款 (亿元)	8.37	6.58	9.39	12.28	15.13	17.07
预收账款 (亿元)	4.55	7.06	11.58	11.87	13.07	21.74
刚性债务占比 (%)	43.71	31.39	36.02	36.87	51.11	51.60
应付账款占比 (%)	25.64	21.30	20.96	19.42	16.55	15.26
预收账款占比 (%)	13.93	22.88	25.85	18.78	14.30	19.43

资料来源：根据海大集团所提供数据绘制。

从债务期限结构看，该公司债务结构以流动负债为主，2016~2018 年末及 2019 年 6 月末长短期债务比分别为 3.30%、5.24%、31.51%和 19.41%，债务期限结构有待改善。

从债务构成来看，该公司负债主要以刚性债务、应付账款和预收款项为主，2018 年末占负债比重分别为 51.11%、16.55%和 14.30%。公司应付账款主要为应付原料采购款及工程款，2016~2018 年末分别为 9.39 亿元、12.28 亿元和 15.13 亿元，逐年增长主要是业务规模扩大所致；同期末公司预收款项分别为 11.58 亿元、11.87 亿元和 13.07 亿元，主要是预收的货款。此外，同期末其他应付款分别为 1.29 亿元、5.50 亿元和 4.30 亿元，其中 2017 年末较上年末大幅增长 325.12%，增量主要为限制性股票回购义务款 3.03 亿元和山东大信股权转让款 1.05 亿元。

## (3) 刚性债务

图表 30. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
短期刚性债务合计	6.33	9.69	16.14	23.28	27.92	42.01
其中：短期借款	4.17	1.62	16.09	23.04	27.16	41.08
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0.04	0.03	0.02	0.19	0.46	0.14

刚性债务种类	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
一年内到期的长期借款	—	—	—	—	—	0.45
其他短期刚性债务	2.12	8.04	0.03	0.05	0.30	0.34
<b>中长期刚性债务合计</b>	<b>7.94</b>	<b>—</b>	<b>—</b>	<b>0.04</b>	<b>18.81</b>	<b>15.73</b>
其中：长期借款	—	—	—	—	18.43	15.34
应付债券	7.94	—	—	—	—	—
其他中长期刚性债务	—	—	—	0.04	0.38	0.39
<b>综合融资成本（年化，%）</b>	<b>—</b>	<b>3.77</b>	<b>3.43</b>	<b>3.75</b>	<b>4.54</b>	<b>4.42</b>

资料来源：根据海大集团所提供数据整理，其中综合融资成本系海大集团根据财务报表数据估算。其中，其他短期刚性债务包括应付利息和短期应付融资租赁款；其他中长期刚性债务为中长期应付融资租赁款。

近年来，随着该公司新产能建设和业务规模的扩大，刚性债务规模呈逐年上升态势，2016~2018 年末分别为 16.14 亿元、23.32 亿元和 46.73 亿元，公司刚性债务以短期刚性债务为主，同期末分别为 16.14 亿元、23.28 亿元和 27.92 亿元。公司短期刚性债务主要为短期借款，同期末分别为 16.09 亿元、23.04 亿元和 27.16 亿元；公司以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债主要是期货等衍生金融工具，同期末分别为 0.02 亿元、0.19 亿元和 0.46 亿元；其他短期刚性债务主要为应付利息。2017 年末公司中长期刚性债务规模小，主要是 IDC 设备、打印机设备的融资租赁款；2018 年末中长期刚性债务大幅增加，主要为长期借款，期末长期借款余额为 18.43 亿元。

该公司综合融资成本约保持在 3.43%~4.54%之间，近年来公司融资成本整体呈上升态势，基本与市场融资成本变动趋势相符。公司刚性债务主要以银行借款为主，且全部为信用借款。从债务期限结构和融资成本来看，公司刚性债务期限以 1 年以内为主，融资成本集中于 4%~5%之间，融资成本处于适中水平。

2019 年 6 月末，该公司负债总额为 111.90 亿元，其中刚性债务期末余额为 57.74 亿元，较上年末增长 23.56%，主要是公司自建产能投资额增长以及为改善债务结构从而增加银行借款，其中短期借款较上年末增长 51.26%至 41.08 亿元，长期借款较上年末下降 16.78%至 15.34 亿元，公司新增借款均为信用借款，融资成本基本为基准下浮 10%。此外，公司业务规模扩大使得应付账款较上年末增长 12.84%至 17.07 亿元，预收款项较上年末增长 66.33%至 21.74 亿元。同期末，一年内到期的非流动负债较上年末增长 196.28%至 0.93 亿元，主要是一年内到期的长期借款增加所致；其他流动负债较上年末增长 36.37%至 2.19 亿元，主要是预提水电费和蒸汽费等增加所致。从承债主体看，母公司刚性债务为 42.12 亿元，子公司的刚性债务总额为 15.62 亿元，主要是海大国际有限公司（简称海大国际）、越南升龙<sup>24</sup>的银行借款，子公司的债务由其自行偿还。其他科目虽有变动但影响较小。总体看，由于公司固定资产投资规模较大，营运资金需求随业务规模扩张也较快增长，公司融资

<sup>24</sup>海大国际和越南升龙均为境外融资类公司，境外子公司的资金管理由他们进行统一管理，两者管理区域不同。



力度持续加大，目前债务主要集中在短期，即期偿债压力较大。

图表 31. 公司 2019 年 6 月末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（亿元）

综合融资成本或利率区间\到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%以内	2.69	—	—	—	—
3%~4%（不含 4%）	13.13	—	—	—	—
4%~5%（不含 5%）	23.14	4.20	4.20	—	3.81
5%~6%（不含 6%）	2.24	—	3.50	—	—
7%及以上	0.36	—	—	0.02	—
合计	41.56	4.20	7.70	0.02	3.81

资料来源：海大集团

### 3. 现金流量

#### (1) 经营环节

图表 32. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上半年度
营业周期（天）	40.78	35.84	34.96	41.75	47.95	—
营业收入现金率（%）	100.32	101.33	103.31	103.03	100.49	102.56
业务现金收支净额（亿元）	12.58	18.69	16.36	14.36	19.51	7.39
其他因素现金收支净额（亿元）	-1.87	-4.55	-4.94	-9.42	-9.15	-4.11
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	10.71	14.14	11.42	4.94	10.36	3.28
EBITDA（亿元）	11.47	14.51	15.39	20.06	24.94	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.85	1.21	1.19	1.02	0.71	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	13.27	18.03	20.22	20.16	13.16	—

资料来源：根据海大集团所提供数据整理。

注：业务收支现金净额是指剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

2016~2018 年，该公司营业周期分别为 34.96 天、41.75 天和 47.95 天，基本符合饲料行业周转较快的行业特点，但由于生猪养殖规模的扩张而有所延长。从现金流状况看，公司经营收现能力较强且较为稳定，2016~2018 年及 2019 年上半年度，公司营业收入现金率分别为 103.31%、103.03%、100.49% 和 102.56%。同期公司经营性现金流净额分别为 11.42 亿元、4.94 亿元、10.36 亿元和 3.28 亿元，其中 2017 年同比下降较多，主要因公司判断玉米等原材料价格呈上升态势从而加大原材料采购导致“购买商品、接受劳务支付的现金”增加，以及公司“支付给职工以及为职工支付现金”增加有关。2016~2018 年公司经营性现金净流量与流动负债的比率分别为 31.33%、9.55% 和 15.98%，可为即期债务偿付提供较好保障。

2016~2018 年，该公司 EBITDA 分别为 15.39 亿元、20.06 亿元和 24.94 亿元，主要来源于同期的利润总额和固定资产折旧。公司 EBITDA 对同期利

息支出和短期刚性债务的覆盖程度均处于较好水平。

## (2) 投资环节

图表 33. 公司投资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上 半年度
回收投资与投资支付净流入额	-0.26	-2.08	-3.45	1.24	-1.40	-0.44
其中：理财产品投资回收与支付净额	—	-0.15	-1.90	-0.71	-4.14	0.02
其中：与主业有关的投资净额	—	-1.93	-1.55	1.95	2.74	-0.18
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-5.33	-4.32	-6.57	-12.04	-18.59	-11.98
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.05	0.26	0.06	0.09	-0.07	—
投资环节产生的现金流量净额	-5.54	-6.14	-9.96	-10.71	-20.06	-12.42

资料来源：根据海大集团所提供数据整理。

近年来，该公司处于业务扩张期，新建饲料厂及生猪养殖场等发生的资本性支出较大，2016~2018 年及 2019 年上半年度，公司投资性现金净流出分别为 9.96 亿元、10.71 亿元、20.06 亿元和 12.42 亿元，其中“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”分别为 6.69 亿元、12.17 亿元、18.65 亿元和 12.06 亿元。2018 年，公司理财产品投资净支出为 4.14 亿元，主要是公司购买广州农村商业银行股份有限公司（简称广州农商银行）、交通银行等的理财产品的投资支出，主要购买的是非保本浮动收益型理财产品。后续公司还计划继续投建饲料厂和生猪养殖场，整体投资规模较大，预计公司投资环节仍将面临资金压力，公司债务规模及杠杆水平降低的可能性较小。

## (3) 筹资环节

图表 34. 公司筹资环节现金流量状况 (亿元)

主要数据及指标	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年上 半年度
权益类净融资额	-1.14	-0.61	-3.43	-1.63	-2.62	-4.58
债务类净融资额	-7.37	-4.82	5.86	5.89	20.02	9.86
其中：现金利息支出	—	0.75	0.72	1.01	2.15	1.33
筹资环节产生的现金流量净额	-8.51	-5.43	2.43	4.26	17.40	5.28

资料来源：根据海大集团所提供数据整理。

该公司投资环节资金缺口部分可通过经营性现金流弥补，其余主要通过银行借款方式筹集资金，2016~2018 年及 2019 年上半年度公司筹资现金流量净流入分别为 2.43 亿元、4.26 亿元、17.40 亿元和 5.28 亿元，预计未来几年，公司仍有一定的筹资性需求。

#### 4. 资产质量

图表 35. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	39.18	37.71	53.14	68.87	92.92	107.38
	51.11	46.08	51.65	52.33	53.51	54.17
其中：现金类资产 <sup>25</sup> （亿元）	9.77	11.79	15.77	14.16	17.93	18.46
应收账款（亿元）	4.96	5.56	5.75	7.60	10.96	18.12
预付款项（亿元）	2.23	1.68	5.20	7.45	4.25	12.80
存货（亿元）	19.60	16.35	20.57	33.84	48.44	50.51
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	37.48	44.13	49.74	62.75	80.73	90.84
	48.89	53.92	48.35	47.67	46.49	45.83
其中：固定资产（亿元）	25.64	27.76	31.13	37.61	45.55	49.67
在建工程（亿元）	1.26	1.93	2.09	3.32	7.24	11.27
无形资产（亿元）	4.65	5.45	6.06	8.46	9.29	10.82
商誉（亿元）	0.72	1.70	1.82	2.95	3.81	3.81
期末全部受限资产账面金额（亿元）	<b>0.88</b>	<b>0.35</b>	<b>0.07</b>	<b>0.18</b>	<b>0.07</b>	<b>0.13</b>
期末抵质押融资余额（亿元）	—	—	—	—	—	—
受限资产账面余额/总资产（%）	<b>1.14</b>	<b>0.43</b>	<b>0.07</b>	<b>0.14</b>	<b>0.04</b>	<b>0.07</b>

资料来源：根据海大集团所提供数据整理。

2016~2018 年末，该公司资产总额分别为 102.88 亿元、131.60 亿元和 173.66 亿元，公司资产以流动资产为主，同期末占比分别为 51.65%、52.33% 和 53.51%。公司流动资产主要由现金类资产、应收账款、预付款项和存货构成，2016~2018 年末，公司现金类资产分别为 15.77 亿元、14.16 亿元和 17.93 亿元，主要为货币资金，余额分别为 15.44 亿元、13.92 亿元和 17.35 亿元，其中不可动用的货币资金余额很小，分别为 0.07 亿元、0.18 亿元和 0.07 亿元；公司应收账款主要为应收饲料货款，近年来由于业务规模扩张而呈逐年上升态势，同期末公司应收账款余额分别为 5.75 亿元、7.60 亿元和 10.96 亿元，应收账款周转速度分别为 48.05 次、48.75 次和 45.52 次，整体保持稳定；预付款项主要为预付原材料采购款，余额分别为 5.20 亿元、7.45 亿元和 4.25 亿元；同期末存货账面价值分别为 20.57 亿元、33.84 亿元和 48.44 亿元，其中 2017 年末较上年末大幅增长 64.48%，主要是公司考虑到玉米等原材料价格呈上涨态势，提前储备一部分原材料所致；2018 年末较上年末增长 43.14%，主要是随着饲料产能增长，增加部分原材料备货所致，公司存货以原材料和库存商品为主，2018 年末分别为 33.53 亿元和 11.61 亿元，2016~2018 年公司存货周转速度分别为 13.34 次、10.65 次和 9.14 次，处于较高水平。此外，公司其他应收款主要为外部往来款、期货保证金等，余额分别为 2.63 亿元、3.60 亿元和 5.00 亿元；其他流动资产主要为理财产品、待抵扣及待认证进项税等，余额分别为 3.15 亿元、2.15 亿元和 6.29 亿元，变动较大，主要是购买和赎回

<sup>25</sup> 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收银行承兑汇票

理财产品所致，同期末理财产品余额分别为 2.00 亿元、1.00 亿元和 4.30 亿元，主要为购买的商业银行的浮动收益型理财产品，期限主要集中在 3 个月内，年化收益率约 3%~4%，存在一定的理财投资风险。

从非流动资产来看，2016~2018 年末该公司非流动资产分别为 49.74 亿元、62.75 亿元和 80.73 亿元，主要包括固定资产、在建工程、无形资产和商誉。近年来，由于公司饲料新产能建设和生猪养殖场建设持续推进，公司固定资产、在建工程和无形资产规模逐年扩大。2016~2018 年末，公司固定资产余额分别为 31.13 亿元、37.61 亿元和 45.55 亿元，主要是用于饲料生产的建筑物和机器设备等，其中每年由在建工程转入固定资产金额合计分别为 5.17 亿元、7.25 亿元和 9.02 亿元。在建工程余额分别为 2.09 亿元、3.32 亿元和 7.24 亿元，其中 2017 年新增在建工程 8.25 亿元、转入固定资产 7.25 亿元，2018 年新增在建工程 12.70 亿元、转入固定资产 9.02 亿元；2018 年末公司在建工程主要包括饲料项目配套工程（3.99 亿元）和养殖项目配套工程（2.36 亿元）。公司无形资产主要为土地使用权，同期末无形资产余额分别为 6.06 亿元、8.46 亿元和 9.29 亿元。此外，2016~2018 年末公司商誉分别为 1.82 亿元、2.95 亿元和 3.81 亿元，其中 2017 年末较上年末大幅增长 61.12%，主要是当年公司收购山东大信 60%股权形成 1.16 亿元商誉所致，公司于 2017 年 12 月 31 日向刘建兵、于海波、王玉钦、邢飞、段现来和杨明君等 6 名自然人收购其合计持有的山东大信 60%股权，投资金额为 2.86 亿元，山东大信进行业绩承诺，截至目前均完成业绩承诺<sup>26</sup>。后续若山东大信经营业绩不达预期，公司存在商誉减值风险；2018 年末较上年末增长 29.22%，主要是当年收购肥城和瑞丰、潍坊旭恒等的股权形成商誉所致。此外，同期末其他非流动资产分别为 0.73 亿元、1.26 亿元和 3.11 亿元，主要为预付设备款及工程款。

截至 2019 年 6 月末，该公司资产总额为 198.22 亿元，其中流动资产和非流动资产分别为 107.38 亿元和 90.84 亿元。同期末，公司应收账款较上年末增长 65.33%至 18.12 亿元，预付款项较上年末增长 201.22%至 12.80 亿元，一方面是季节性增长，另一方面是业务规模扩大所致；其他流动资产较上年末下降 52.58%至 2.98 亿元，主要是赎回理财产品所致，公司的理财产品均为非保本浮动收益型产品，存在一定投资风险；在建工程较上年末增长 55.72%至 11.27 亿元，主要为饲料厂及养殖场项目持续投资所致；其他非流动资产较上年末下降 27.33%至 2.26 亿元，主要是预付设备及工程款减少所致。其余科目虽有变动，但影响较小。

该公司所有权受限资产规模很小，2016~2018 年末及 2019 年 6 月末分别为 0.07 亿元、0.18 亿元、0.07 亿元和 0.13 亿元，为信用证保证金和土地复垦金。

<sup>26</sup> 2017 年实现净利润不低于 0.50 亿元、2017~2018 年累计实现净利润不低于 1.05 亿元、2017~2019 年累计实现净利润不低于 1.65 亿元、2017~2020 年累计实现净利润不低于 2.30 亿元，根据协议若当年累计净利润未达到承诺利润，则业绩承诺方当年向公司支付补偿金=（累计当年承诺净利润-累计当年实际净利润）/业绩承诺总额 23,000 万元\*交易总价 29,877.60 万元-业绩承诺方已累计向公司支付的补偿金净额。

## 5. 流动性/短期因素

图表 36. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年 6 月末
流动比率 (%)	167.07	127.65	122.53	114.62	133.68	114.58
速动比率 (%)	73.97	66.65	63.10	45.90	57.88	47.02
现金比率 (%)	41.66	39.90	36.37	23.57	25.80	19.70

资料来源：根据海大集团所提供数据整理。

近年来，随着该公司流动资产和流动负债规模持续增长，公司资产流动性呈波动态势。截至 2019 年 6 月末，公司流动比率、速动比率<sup>27</sup>和现金比率分别为 114.58%、47.02%和 19.70%，公司资产流动性一般。

## 6. 表外事项

近三年，该公司无重大未决诉讼、资产重组等表外事项。截至 2019 年 6 月末，公司对外担保余额为 1,063.74 万元，主要是对子公司客户的担保，对外担保规模小。

## 7. 母公司/集团本部财务质量

该公司本部主要经营部分饲料产品的销售及少量原材料贸易业务。截至 2018 年末，公司本部资产总额为 123.04 亿元，所有者权益为 64.40 亿元，公司本部刚性债务为 37.03 亿元，货币资金余额 12.37 亿元。2018 年，公司本部实现营业收入 6.61 亿元，净利润 13.68 亿元，经营性现金流净额为-15.55 亿元，投资性现金流净额为 5.40 亿元，筹资性现金流净额为 13.65 亿元。公司对内部资金进行统一管理，对子公司的控制力强。

## 外部支持因素

### 1. 政策支持

农业作为基础产业，受政策支持力度大。该公司专注于农牧业产业化，所处的农牧产业在税收减免、融资优惠等方面能得到国家及地方政府的政策支持。根据财政部国家税务总局《关于饲料产品免增值税问题的通知》（财税〔2001〕121 号文）的规定，公司及子公司饲料产品免征增值税；根据《中华人民共和国增值税暂行条例》，公司及子公司销售自产农产品免征增值税；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，公司子公司清远海贝、四川海林格生物制药有限公司、石家庄卫科生物科技有限公司符合规定的销售收入按 3%的简易征收率缴纳增值

<sup>27</sup> 速动比率=（期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额）/期末流动负债合计×100%。

税。此外，2016~2018 年公司获得政府补助分别为 0.45 亿元、0.60 亿元和 0.66 亿元<sup>28</sup>。

## 2. 国有大型金融机构支持

该公司已与多家商业银行建立了长期的合作关系。截至 2019 年 6 月末，公司合并口径已获得银行授信总额为 84.82 亿元，其中尚未使用的授信余额为 42.82 亿元。公司授信总额中大型国有金融机构综合授信额度和放贷规模占比分别为 27.48%和 36.29%，同期末大型国有金融机构综合授信额度为 23.31 亿元，尚未使用的授信额度为 8.07 亿元，贷款利率区间为 2.35%~8.91%<sup>29</sup>。

图表 37. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	放贷规模	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	84.82 <sup>30</sup>	42.00	2.35%~8.91%	信用
其中：工农中建交五大商业银行（亿元）	23.31	15.24	境内：3.40%~4.75% 境外：3.20%~5.85%	信用
其中：大型国有金融机构占比（%）	27.48	36.29	—	—

资料来源：根据海大集团所提供数据整理（截至 2019 年 6 月末）。

## 债项信用分析

### 1. 本次债券特定条款

本次债券设置发行人赎回条款及投资者回售选择权。在本次发行的可转债期满后五个交易日内，该公司将赎回未转股的可转债；在本次发行的可转债转股期内，如果公司股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价不低于当期转股价格的 120%（含 120%），或本次发行的可转债未转股余额不足人民币 3,000 万元时，公司董事会有权按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债。

在本次发行的可转换公司债券最后一个计息年度，如果该公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价格低于当期转股价的 70%时，可转换公司债券持有人有权将其持有的全部或部分可转换公司债券按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。

### 2. 增信措施及效果

本次债券未安排增信措施。

<sup>28</sup> 包括计入营业外收入、其他收益的补助及冲减财务费用的财政贴息。

<sup>29</sup> 利率超过 7%的部分主要是境外子公司的借款，系东道国当地的本国货币利率基准较高所致。

<sup>30</sup> 授信总额不包括未签订授信协议但给予贷款的相应授信额度，因此放贷规模也小于银行借款余额不一致。

### 3. 其他偿付保障措施

#### (1) 核心业务盈利保障

近三年，随着该公司业务规模的扩大，公司合并口径营业收入和净利润均保持稳步增长，2016~2018 年公司分别实现营业收入 271.85 亿元、325.57 亿元和 421.57 亿元，公司净利润分别为 8.73 亿元、12.26 亿元和 14.84 亿元。2016~2018 年，公司利息保障倍数<sup>31</sup>分别为 14.72 倍、15.90 倍和 10.32 倍。公司盈利可为到期债务的偿付提供保障。

#### (2) 偿债资金来源保障分析

该公司经营收现能力较强且较为稳定，2016~2018 年及 2019 年上半年度，公司营业收入现金率分别为 103.31%、103.03%、100.49%和 102.56%，同期公司经营性现金流净额分别为 11.42 亿元、4.94 亿元、10.36 亿元和 3.28 亿元，可为公司即期债务的偿付提供基本支撑。此外，公司作为上市公司，融资渠道畅通；公司具有一定的货币资金存量，且与国内多家商业银行间建立良好的合作关系，外部融资渠道较畅通，截至 2019 年 6 月末，公司合并口径尚未使用的银行授信额度为 42.82 亿元，可为债券的按期偿付提供支撑。

## 评级结论

该公司为民营上市公司，近年来股权结构稳定，实际控制人为自然人薛华，其对日常经营管理参与程度高，控制力较强。公司已建立起符合监管要求的治理结构与内控体系。公司高级经营管理团队较为稳定，且从业经验丰富，为公司战略规划的有效执行和持续稳定运作提供了较好的保障。公司下属生产经营企业数量众多，且饲料业务产销的地域分布较分散，在保持管控的统一性方面难度较大。近年来，公司下属子公司受到多起环保处罚，公司环保管理能力有待提升。

该公司主营业务为饲料生产与销售和生猪养殖，此外还向原材料贸易、动物保健等产业链上下游拓展业务。从主业看，公司在饲料行业经验丰富，行业地位稳固，近年来在全国及越南等海外持续布局和扩张饲料产能，新增产能释放效果较好，饲料业务产销量持续大幅增长；生猪业务目前规模较小，但公司持续加快生猪业务发展速度，生猪出栏量逐年提升。受益于公司较强的原材料采购及服务营销能力，公司营业收入增长的同时保持了较为稳定的盈利能力。后续公司计划继续扩张饲料产能和养殖业务规模，公司面临的资本性支出压力较大。公司主业经营持续面临疫病、自然灾害及食品安全等挑战。

<sup>31</sup> 利息保障倍数=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)×100%。

近年来，随着该公司新产能建设以及经营规模的扩大，公司负债规模持续增长，资产负债率也呈逐年上升态势。公司刚性债务规模相对较大且扩张较快，期限结构以短期为主，公司面临的即期偿债压力较大。后续公司饲料新产能项目、生猪养殖项目等建设持续推进，预计将进一步增加债务规模。公司经营收现能力较强且较为稳定，经营性现金流净额整体处于较好水平，并拥有一定的货币资金存量，可为到期债务偿付提供一定支撑。公司本部收益主要来源于部分饲料产品的销售收入和少量原材料贸易收入，目前公司本部具有一定规模的刚性债务，面临一定的偿付压力，公司对内部资金进行统一管理，对子公司的控制力强。



## 跟踪评级安排

根据相关主管部门的监管要求和本评级机构的业务操作规范，在本次公司债存续期（本次公司债发行日至到期兑付日止）内，本评级机构将对其进行跟踪评级。

定期跟踪评级报告每年出具一次，跟踪评级结果和报告于发行人年度报告披露后 2 个月内出具，且不晚于每一会计年度结束之日起 6 个月内。定期跟踪评级报告是本评级机构在发行人所提供的跟踪评级资料的基础上做出的评级判断。

在发生可能影响发行人信用质量的重大事项时，本评级机构将启动不定期跟踪评级程序，发行人应根据已作出的书面承诺及时告知本评级机构相应事项并提供相应资料。

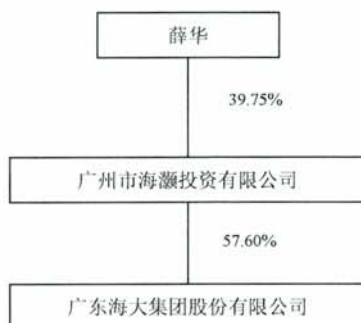
本评级机构的跟踪评级报告和评级结果将对发行人、监管部门及监管部门要求的披露对象进行披露。

在持续跟踪评级报告出具 5 个工作日内，本评级机构将把跟踪评级报告发送至发行人，并同时发送至交易所网站公告，且交易所网站公告披露时间将不晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行人不能及时提供跟踪评级所需资料，本评级机构将根据相关主管部门监管的要求和本评级机构的业务操作规范，采取公告延迟披露跟踪评级报告，或暂停评级、终止评级等评级行动。

附录一：

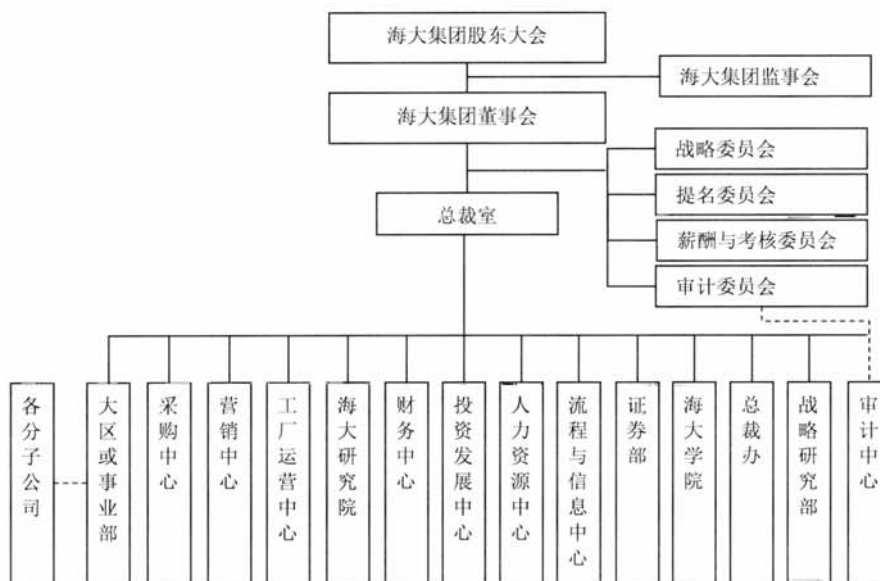
公司与实际控制人关系图



注：根据海大集团提供的资料绘制（截至 2019 年 6 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据海大集团提供的资料绘制（截至 2019 年 6 月末）。

## 附录三：

## 相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2018年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金流量净流入量	EBITDA	
广州市海澜投资有限公司	海澜投资	控股母公司	57.60	投资管理	6.61	1.60	—	1.90	0.06	2.10	
<b>广东海大集团股份有限公司</b>	<b>海大集团</b>	<b>本级</b>	<b>—</b>	<b>投资管理、贸易</b>	<b>37.03</b>	<b>64.40</b>	<b>6.61</b>	<b>13.68</b>	<b>-15.55</b>	<b>16.39</b>	母公司口径
广东海因特生物技术集团有限公司	广东海因特	核心子公司	100.00	饲料产品生产及销售	6.22	6.62	13.51	5.29	-0.26	6.22	
清远海贝生物技术有限公司	清远海贝	核心子公司	100.00	饲料产品生产及销售	3.28	2.75	8.07	2.69	0.59	3.28	
Sheng Long Bio-Tech International Co., Ltd	升龙科技	子公司	100.00	饲料生产及销售	5.36	3.76	17.99	1.16	0.52	1.65	越南子公司
山东大信集团有限公司	山东大信	子公司	60.00	饲料产品生产及销售；生猪养殖；饲料原料贸易	0.82	2.33	10.07	0.54	0.42	0.82	2017新收购的子公司，该数据为合并口径数据

注：根据海大集团2018年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：

主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2016年	2017年	2018年	2019年 上半年度
资产总额 [亿元]	102.88	131.60	173.66	198.22
货币资金 [亿元]	15.44	13.92	17.35	17.88
刚性债务[亿元]	16.14	23.32	46.73	57.74
所有者权益[亿元]	58.08	68.37	82.24	86.32
营业收入[亿元]	271.85	325.57	421.57	210.64
净利润[亿元]	8.73	12.26	14.84	7.16
EBITDA[亿元]	15.39	20.06	24.94	—
经营性现金净流入量[亿元]	11.42	4.94	10.36	3.28
投资性现金净流入量[亿元]	-9.96	-10.71	-20.06	-12.42
资产负债率[%]	43.54	48.05	52.64	56.45
权益资本与刚性债务比率[%]	359.94	293.22	176.00	149.49
流动比率[%]	122.53	114.62	133.68	114.58
现金比率[%]	36.37	23.57	25.80	19.70
利息保障倍数[倍]	14.72	15.90	10.32	—
担保比率[%]	0.12	—	0.06	0.12
营业周期[天]	34.96	41.75	47.95	—
毛利率[%]	9.42	10.99	10.77	11.89
营业利润率[%]	3.69	4.54	4.19	4.11
总资产报酬率[%]	12.13	13.49	12.81	—
净资产收益率[%]	16.00	19.40	19.71	—
净资产收益率*[%]	16.07	19.91	20.21	—
营业收入现金率[%]	103.31	103.03	100.49	102.56
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	31.33	9.55	15.98	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	3.85	-10.69	-12.54	—
EBITDA/利息支出[倍]	20.22	20.16	13.16	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.19	1.02	0.71	—

注：表中数据依据海大集团经审计的2016~2018年度及未经审计的2019年上半年度财务数据整理、计算。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/(报告期营业收入/(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2)+365/(报告期营业成本/(期初存货余额+期末存货余额)/2)
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(期初资产总计+期末资产总计)/2×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

### 评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	发行人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	发行人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	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投机级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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	发行人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	发行人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	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投机级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性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券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

## 评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、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。

本评级机构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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构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。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级在本次债券存续期内有效。本次债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

## 本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于2014年6月）
- 《食品饮料行业信用评级方法（2018版）》（发布于2018年4月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。



# 营业执照

统一社会信用代码 913101101322067210

证照编号 10000000201608180124

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
 类型 有限责任公司(国内合资)  
 住所 上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22  
 法定代表人 朱荣恩  
 注册资本 人民币3000.0000万元整  
 成立日期 1992年7月30日  
 营业期限 1992年7月30日至不约定期限  
 经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供  
 投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。  
 【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】



登记机关

2016年03月18日





# 营业执照

统一社会信用代码 91310110132206721U

证照编号 10000000201608180125

名称 上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
 类型 有限责任公司(国内合资)  
 住所 上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22  
 法定代表人 朱荣恩  
 注册资本 人民币3000.0000万元整  
 成立日期 1992年7月30日  
 营业期限 1992年7月30日至不约定期限  
 经营范围 资信服务, 企业资产委托管理, 债券评估, 为投资者提供投资咨询及信息服务, 为发行者提供投资咨询服务。  
 【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】

## 年报提示

请于每年1月1日至6月30日  
申报年报, 逾期  
将列入经营异常名录



登记机关



2016年08月18日



# 企业名称变更核准通知书

沪工商注名变核字第01200407260808号

上海新世纪投资服务有限公司

根据《企业名称登记管理规定》、《企业名称登记管理实施办法》等规定，同意变更企业名称为：

上海新世纪资信评估投资服务有限公司

该企业的注册资本为：1000.0000 万元（人民币）

该企业名称保留期至2005年01月26日。在保留期内，企业名称不得用于经营活动，不得转借。经企业登记机关变更登记，颁发营业执照后企业名称正式生效。

经办人：

上海市工商行政管理局  
浦东分局档案室  
材料证明

上海市工商行政管理局  
2004年07月27日

## 附承诺书

许可企业名称：

上海新世纪资产评估有限责任公司/上海新世纪财务管理有限公司

注：1、变更核准的企业名称未到企业登记机关完成变更登记的，通知书规定的有效期满后自动失效。有正当理由，可延长变更核准名称有效期的，申请人应在有效期满前1个月内申请延期，有效期延长时间不超过6个月。

2、名称变更核准时不审查投资人资格和企业变更条件，投资人资格和企业变更条件在企业登记时审查，申请人不得以企业名称已核为由抗辩企业登记机关对投资人资格和企业变更条件的审查。企业登记机关也不得以企业名称已核为由不予审查就准予企业变更登记。

3、根据《企业名称登记管理规定》第五、二十五条规定：登记主管机关有权纠正已登记注册的不适宜的企业名称；两个以上的企业因已登记注册的企业名称相同或者近似而发生争议时，登记主管机关依照注册在先原则处理。

4、变更核准的企业名称中如果含有法律、行政法规规定需报经审批内容，该企业变更登记时，必须提交有关批准文件。如不能提交，不得以本通知核准的企业名称办理变更登记，应另行申请变更企业名称。

5、企业变更登记后，企业登记机关应将本通知书原件存入企业档案。

签收人：

*张景*

签收日期：2004年8月2日

# 中国人民银行文件

银发〔1997〕547号

资格的机构外,其他机构所进行的企业债券信用评级人民银行不予承认。

二、企业债券发行前,必须经人民银行总行认可的企业信用评级机构进行信用评级。

三、取得企业债券资信评级资格的评级机构可以在全国范围内从事企业债券信用评级。任何地区和部门不得阻挠其开展业务。

四、总行将另行制定包括企业债券在内的证券评级业务的管理办法。

以上通知,请严格遵照执行。

## 关于中国诚信证券评估有限公司等机构从事企业债券信用评级业务资格的通知

中国人民银行各省、自治区、直辖市分行,深圳经济特区分行:

为了加强企业债券资信评级工作,总行决定,凡取得总行颁发的企业债券资信评级资格,并经总行核准,在中国境内从事企业债券资信评级业务的机构,大公网资信评估有限公司、深圳资信评估有限公司、上海资信评估有限公司、云南资信评估有限公司、长城资信评估有限公司、辽宁资信评估有限公司、上海新世纪投资评估有限公司、广东资信评估有限公司、福建资信评估委员会。有关事项如下:

一、除中国人民银行总行认可具有企业债券资信评级



主题词:金融市场管理 企业债券 信用评级 通知

抄送:中国诚信证券评估有限公司、大公国际资信评估有限责任公司  
内部发送:办公厅、非银行司、银行司、稽核局、条法司

打字:刘 葵 校 对:卢志城 谢金荣  
中国人民银行办公厅

一九九七年十二月十七日印发

信息公开

新闻发布 | 总行地址 | 货币政策 | 信贷政策 | 信用评级 | 金融标准 | 金融统计 | 支付清算 | 金融科技 | 金融标准 | 金融统计 | 支付清算 | 金融科技 | 金融标准

服务互动

公共信息 | 征信服务 | 征信异议 | 征信投诉 | 征信咨询 | 征信培训 | 征信宣传 | 征信合作 | 征信交流 | 征信研究 | 征信标准 | 征信统计 | 征信支付 | 征信清算 | 征信科技 | 征信标准 | 征信统计 | 征信支付 | 征信清算 | 征信科技

2014年4月30日 星期三

信用评级系统

信用评级

评级结果可以在银行间债券市场使用的评级机构名单

信用评级系统

2014-07-15 17:22:40

2014-07-15 17:22:40

信用评级系统



信用评级系统

信用评级系统

信用评级系统

信用评级系统

信用评级系统

# 中国证券监督管理委员会

## 信用评级项目使用

### 关于核准上海新世纪资信评估投资服务有限公司关于 有限公司从事证券市场资信评级业务批复

上海新世纪资信评估投资服务有限公司：

你公司报送的《上海新世纪资信评估投资服务有限公司关于证券市场资信评级业务许可的申请》（沪新信评〔2007〕19号）及相关文件收悉。根据《证券法》、《证券市场资信评级业务管理办法》（证监会令第50号）的有关规定，经审核，**现批准如**

- 一、核准你公司从事证券市场资信评级业务。
- 二、你公司应当严格按照《证券法》、《证券市场资信评级业务管理办法》的规定，开展证券市场资信评级业务。

三、你公司应当自本批复下发之日起30个工作日内，到我会领取《证券市场资信评级业务许可证》，并依法办理工商变更登记。

四、你公司应当依据《公司法》及本批复修改公司章程，并报我会备案。

五、你公司在开展证券市场资信评级业务过程中，遇到重大问题，应当及时向我会报告。



主题词：信用评级 批复

分送：会领导、办公厅、基金部、国际部、发行部、稽查一局、稽查二局、市场部、机构部、上市部、期货部、稽查一局、稽查二局、稽查三局、稽查四局、稽查五局、稽查六局、稽查七局、稽查八局、稽查九局、稽查十局、稽查十一局、稽查十二局、稽查十三局、稽查十四局、稽查十五局、稽查十六局、稽查十七局、稽查十八局、稽查十九局、稽查二十局、稽查二十一局、稽查二十二局、稽查二十三局、稽查二十四局、稽查二十五局、稽查二十六局、稽查二十七局、稽查二十八局、稽查二十九局、稽查三十局、稽查三十一局、稽查三十二局、稽查三十三局、稽查三十四局、稽查三十五局、稽查三十六局、稽查三十七局、稽查三十八局、稽查三十九局、稽查四十局、稽查四十一局、稽查四十二局、稽查四十三局、稽查四十四局、稽查四十五局、稽查四十六局、稽查四十七局、稽查四十八局、稽查四十九局、稽查五十局、稽查五十一局、稽查五十二局、稽查五十三局、稽查五十四局、稽查五十五局、稽查五十六局、稽查五十七局、稽查五十八局、稽查五十九局、稽查六十局、稽查六十一局、稽查六十二局、稽查六十三局、稽查六十四局、稽查六十五局、稽查六十六局、稽查六十七局、稽查六十八局、稽查六十九局、稽查七十局、稽查七十一局、稽查七十二局、稽查七十三局、稽查七十四局、稽查七十五局、稽查七十六局、稽查七十七局、稽查七十八局、稽查七十九局、稽查八十局、稽查八十一局、稽查八十二局、稽查八十三局、稽查八十四局、稽查八十五局、稽查八十六局、稽查八十七局、稽查八十八局、稽查八十九局、稽查九十局、稽查九十一局、稽查九十二局、稽查九十三局、稽查九十四局、稽查九十五局、稽查九十六局、稽查九十七局、稽查九十八局、稽查九十九局、稽查一百局。

证监会办公厅 2007年10月9日印发

打穿：祖晓光 校对：张 倩 共印40份

# 项级信用

## 中华人民共和国信用

# 项级信用

## 证券市场资信评级业务许可证



公司名称：上海新世纪资信评级投资咨询有限公司  
业务许可种类：证券市场资信评级  
法定代表人：朱荣恩

注册地址：上海市杨浦区控江路1555号A座103室K-22  
编号：ZPJ003



中国证监会(公章)

2012年11月2日

# 中国保险监督管理委员会文件

保监发[2003]133号

## 关于增加认可企业债券信用评级机构的通知

各保险公司、保险资产管理公司：

根据《保险公司投资企业债券管理暂行办法》（保监发[2003]74号）第二条的有关规定，经研究决定，增加上海新世纪资信评估投资服务有限公司（以下简称“新世纪”）为AA级以上的企业债券

特此通知



二〇〇三年十月二十五日

## 关于认可7家信用评级机构能力备案的公告

发布日期: 2013-10-17 访问量: 610 打印 大 中 小

**信用评级机构能力备案公告 (2013) 9号**

根据《中国保监会关于加强保险资金投资债券使用外部信用评级监管的通知》(保监发〔2013〕6号)的目的, 中国保监会对下列7家信用评级机构能力认可的备案材料进行了评估, 现予以公告:

具体名单如下 (按公司名称字母顺序排列):

- 大公国际资信评估有限公司
- 东方金诚国际信用评估有限公司
- 联合信用评级有限公司
- 联合资信评估有限公司
- 上海新世纪资信评估投资服务有限公司
- 中诚信国际信用评级有限责任公司
- 中诚信证券评估有限公司

上述信用评级机构承诺接受中国保监会的持续监管及行业协会的自律管理, 配合中国保监会对相关信用评级业务的询问和检查, 依法履行报告义务。

中国保险监督管理委员会

二〇一三年十月九日

## 中国保险监督管理委员会

### 评级机构信用评级能力认可备案公告

报告单位 (加盖公章)	上海新世纪资信评估投资服务有限公司	材料清单	公司网址
报告事项	评级机构信用评级能力认可备案公告	1. 书面报告	√
报告日期	2013年8月25日 文件齐备日期	2. 承诺函	√
		3. 组织架构及核心团队说明	√
		4. 管理制度及业务规范说明	√
		5. 定作情况说明	√
		6. 证明文件	√
		7. 报送材料电子文档光盘	√

中国保监会资金运用  
备案章  
2013年10月9日 15/ 号

注: 附件齐备日期及备案日期, 由中国保监会填写。



中国 银行间 市场 交易 商 协会  
National Association of Financial Market Institutional Investors

地址: 北京市西城区金融大街甲9号金融街中心16层(100033)  
Address: 16/F, Financial Street Center, 9A Financial Street, Xicheng  
District, Beijing 100033, P.R. China  
电话/Tel: 86 10 66539000 传真/Fax: 86 10 66539100  
网站/Website: www.nafmi.org.cn

仅股评级项目使用

中国银行间市场交易商协会  
2016 年度会员会费缴纳通知



各常务理事会员单位:

协会 2016 年度会费收缴工作现已开始。根据《中国银行间市场交易商协会章程》、《中国银行间市场交易商协会会员管理规则》及第二届会员代表大会第二次会议相关决议(见附件 1), 协会决定自 2016 年起对会费标准及会费收缴工作机制作适当调整。贵单位是协会金融机构常务理事会员, 会费标准由 55 万元/年调整为 63 万元/年。请于 2016 年 4 月 30 日前缴纳本年度会费陆拾叁万元正。缴费后请登录协会会员信息管理系统(<http://huiyuan.nafmi.org.cn>)填写会费缴纳回执。工作中如有疑问, 可参阅《会费缴纳常见问题》(见附件 2)。

账户名称: 中国银行间市场交易商协会

开户银行: 招商银行北京金融街支行

账 号: 866580226510001

联系人: 吕晗冰 010-66538386

蔡阳子 010-66538379



附件：1. 第二届会员代表大会第二次会议决议

2. 会费缴纳常见问题

**仅限评级项目使用**

中国银行间市场交易商协会

二〇一六年二月二十六日



全国统一票据

数字指紋: 000E19C731A1ABB38E  
No. 1600272492

国财 01403 电子票号: 1600272492 2016年 08月 03日  
收款单位或个人: 上海新世纪资信评估投资服务有限公司

项目	名称	单位	标准	数量	金额(元)
05001	合票		630,000.00	1	630,000.00
金额合计(大写)					630,000.00

文票号:

票号:

收款单位(盖章):

上海新世纪资信评估投资服务有限公司  
SHANGHAI NEW CENTURY CREDIT RATING & INVESTORS SERVICE CO., LTD.  
收票人: 王...  
日期: 2016年08月03日



# 中国证券业执业证书

反限于广东海大集团股份有限公司公开发行  
可转换公司债券使用  
执业注册记录



姓名：翁斯喆

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号：R0070216050002



2018年11月19日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。

# 中国证券业执业证书

仅限于广东大亚湾石化股份有限公司公开发行  
可转换公司债券使用

执业注册记录



姓名：黄梦姣

性别：女

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：上海新世纪资信评估投资服务有限公司

编号：R0070218020001



证书取得日期 2018-02-06



2018年11月19日

本执业证书所列各项信息的有效性仅限于打印日期，从业人员的执业注册信息以中国证券业协会网站实时公布的内容为准。