

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：2020—跟踪—0311

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跟踪信用等级为 AA+ 级。

特此通知。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



2020 年 6 月 16 日

广东海大集团股份有限公司公开发行可转换公司债券

跟踪评级报告



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.

跟踪评级概述

编号：【新世纪跟踪(2020)100252】

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

海大转债

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪： AA+/稳定/AA+/2020 年 6 月 18 日

前次跟踪： —

首次评级： AA+/稳定/AA+/2019 年 9 月 4 日

主要财务数据及指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
金额单位：人民币亿元				
母公司口径数据：				
货币资金	9.09	12.37	8.35	49.76
刚性债务	16.77	37.21	25.37	72.15
所有者权益	52.35	64.40	73.14	77.86
经营性现金净流入量	-0.86	-15.55	9.14	-6.59
合并口径数据及指标：				
总资产	131.60	173.66	188.54	251.48
总负债	63.24	91.42	91.12	145.74
刚性债务	23.32	46.73	38.72	87.60
所有者权益	68.37	82.24	97.42	105.74
营业收入	325.57	421.57	476.13	104.92
净利润	12.26	14.84	17.90	3.69
经营性现金净流入量	4.94	10.36	32.47	-2.64
EBITDA	20.06	24.94	29.83	—
资产负债率[%]	48.05	52.64	48.33	57.95
权益资本与刚性债务 比率[%]	293.22	176.00	251.57	120.70
流动比率[%]	114.62	133.68	110.49	135.10
现金比率[%]	23.57	25.80	23.83	56.33
利息保障倍数[倍]	15.90	10.32	10.24	—
净资产收益率[%]	19.40	19.71	19.92	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	9.55	15.98	43.71	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-10.69	-12.54	12.38	—
EBITDA/利息支出[倍]	20.16	13.16	13.16	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.02	0.71	0.70	—

注：根据海大集团经审计的 2017~2019 年及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、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>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司（简称本评级机构）对广东海大集团股份有限公司（简称海大集团、发行人、该公司或公司）及其发行的海大转债的跟踪评级反映了跟踪期内海大集团细分市场地位、经营业绩增长和主业获现能力等方面所保持的优势，同时也反映了公司在饲料业务价格波动、养殖业务周期性波动、债务偿付、经营管控、疫病环保和食品安全管理等方面继续面临压力。

主要优势：

- **细分行业地位稳固。**跟踪期内，海大集团饲料新建产能释放效果较好，产品覆盖面广，仍具有较强的产品竞争力和较高的品牌知名度，饲料业务规模保持行业前列。
- **经营业绩持续增长。**跟踪期内，海大集团饲料业务和生猪养殖业务规模持续扩张，产品销售情况较好且生猪价格处于高位，公司营业收入和净利润持续增长。
- **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：

- **饲料业务价格波动风险。**2019 年，由于饲料产品结构调整，海大集团饲料业务毛利率有所下滑。此外，饲料原材料价格受供需、国际贸易等影响而波动较大，公司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，2020 年以来在国家大力推进恢复生猪养殖产能后，生猪价格持续下滑，跟踪期内海大集团生猪养殖规模扩张较快，后续产能释放效益面临一定的不确定性。

- **债务规模大幅增长，偿付压力加大。**跟踪期内，随着海大集团新增产能建设以及经营规模的扩大，公司负债规模大幅增长，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加大。
- **资本性支出压力较大。**目前海大集团仍有一定规模的饲料和生猪产能在建计划，公司面临的资本性支出压力仍较大。
- **经营管控压力加大。**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，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加大。
- **疫病、环保和食品安全风险。**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。
- **可转债转股风险。**海大集团可转债转股情况需持续关注，若转股情况不理想，则公司需要偿还相关债券本息，增加公司刚性债务负担。

➤ 未来展望

通过对海大集团发行的本次债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA⁺主体信用等级，评级展望为稳定；认为本次债券还本付息安全性很高，并维持本次债券 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

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照广东海大集团股份有限公司公开发行可转换公司债券（简称海大转债）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据海大集团提供的经审计的 2019 年财务报表、未经审计的 2020 年第一季度财务报表及相关经营数据，对海大集团的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司于 2020 年 2 月获得中国证监会发行批复，核准公司向社会公开发行为面值总额 28.30 亿元的可转换公司债券。2020 年 3 月，公司发行了本金 28.30 亿元的海大转债，期限 6 年，转股期为 2020 年 9 月 25 日至 2026 年 3 月 18 日。截至 2020 年 3 月末，本次债券已使用募集资金 3.90 亿元。

图表 1. 本次募集资金使用情况（万元）

序号	项目名称	项目总投资	拟投入募集资金	已使用的募集资金
1	南通海大年产 24 万吨饲料项目	17,053.96	7,144.21	2,942.41
2	清远海大年产 24 万吨饲料项目	11,665.03	6,493.11	1,905.02
3	淮安海龙年产 20 万吨饲料项目	27,100.12	16,123.49	3,051.92
4	南宁海大年产 48 万吨饲料项目	25,259.70	23,589.07	5,783.51
5	肇庆高要年产 24 万吨饲料项目	26,666.67	4,679.43	4,679.43
6	福州海大年产 18 万吨饲料项目	34,544.54	29,075.05	2,036.22
7	清远海贝年产 3 万吨饲料项目	21,600.09	15,053.58	1,665.02
8	韶关海大年产 40 万吨饲料项目	15,384.67	13,964.32	2,801.43
9	清远海龙年产 72 万吨饲料项目	39,723.30	36,955.30	9,466.90
10	宣城海大年产 38 万吨饲料项目	17,000.14	16,509.88	50.82
11	和县海大年产 30 万吨饲料项目	21,946.95	21,344.95	1,762.13
12	开封海大年产 30 万吨饲料项目	18,000.25	17,069.03	891.98
13	湛江海大年产 20 万吨饲料项目	22,092.88	20,380.35	0.00
14	玉林海大年产 45 万吨饲料项目	31,186.61	31,186.61	1,224.77
15	四川容川年产 20 万吨饲料项目	23,431.64	23,431.64	755.95
合计		352,656.53	283,000.00	39,017.51

资料来源：海大集团（截至 2020 年 3 月末）

截至本报告出具日，公司存续债券待偿还本金余额合计 28.30 亿元。公司注册发行债务融资工具如下表。

图表 2. 公司注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限	发行利率 (%)	起息日	注册额度/注册时间	本息兑付情况
海大转债	28.30	6 年	0.20 ¹	2020.3.19	28.30/2020 年 2 月	未到期

资料来源：海大集团

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至 0 且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推

¹ 海大转债的票面利率设定为：第 1 年 0.20%、第 2 年 0.40%、第 3 年 0.80%、第 4 年 1.20%、第 5 年 1.50%、第 6 年 2.00%

进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR 报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

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。2020 年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，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，易受上游种植业收成的影响，同时也受制于畜牧养殖业发展规模。2018 年以来，我国饲料行业受到中美贸易摩擦加剧和非洲猪瘟疫情等多重挑战，但行业整体发展仍较为平稳，产量实现增长。随着我国环保要求趋严，以及下游养殖企业规模化程度不断提高带来需求特征的改变，倒逼饲料行业市场和产品结构转型，饲料行业规模化生产程度

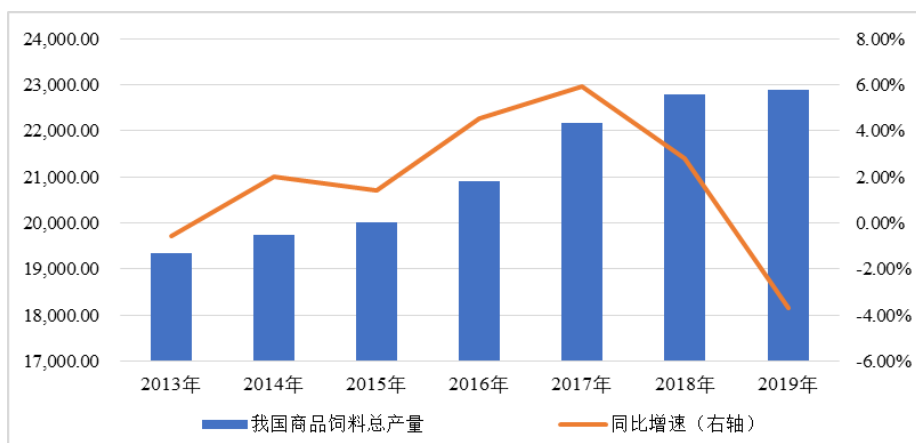
进一步提高，产业集中度持续提升。我国饲料价格与玉米、豆粕等主要粮食作物价格呈同向波动态势，预计后期在生猪及禽类养殖规模增长的驱动下，行业景气度将上升。

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，2017~2019 年我国饲料总产量分别为 28,465.50 万吨、24,213.00 万吨和 26,184.00 万吨，按可比口径计算，同比分别增长 5.30%、3.36%和 1.20%。

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²，2017~2019 年全国商品饲料总产量分别为 22,161 万吨、22,788 万吨和 22,885 万吨，同比增速分别为 5.94%、2.83%和-3.70%，其中 2019 年同比下降，主要是受生猪产能下降导致猪饲料产量大幅下降所致。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 9,633 万吨、9,720 万吨和 7,663 万吨；蛋禽饲料产量分别为 2,931 万吨、2,984 万吨和 3,116 万吨；肉禽饲料产量分别为 6,016 万吨、6,509 万吨和 8,464 万吨；水产饲料产量分别为 2,080 万吨、2,211 万吨和 2,202 万吨；反刍动物饲料产量分别为 922 万吨、1,004 万吨和 1,108 万吨。

图表 3. 我国饲料产量情况（万吨）



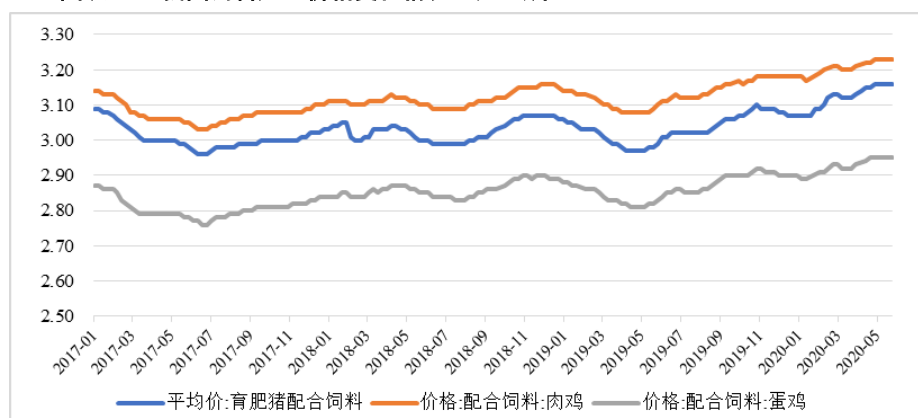
资料来源：公开资料整理，新世纪评级。

2020 年初新冠肺炎疫情爆发后，各项防控措施快速落地，交通受限和节后人员返岗滞后导致饲料行业短期内原材料短缺、开工率较低，且原材料价格及物流成本上升推升了饲料价格。随着国家相关政策的落实以及疫情逐步恢复，饲料生产行业较快恢复至常态。总体看，疫情对饲料生产的影响相对不大。

² 相关数据的参考来源：www.feedtrade.com.cn/news/feedmarket/2019-04-09/2032544.html;
www.sohu.com/a/318444951_775892;
<http://www.feedtrade.com.cn/additive/news00/2020-03-06/2115610.html>。

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。2019 年，主要由于“非洲猪瘟”导致下游生猪养殖饲料需求减少，1~4 月饲料价格持续下降，5~12 月由于豆粕价格整体上涨以及下游畜禽养殖行业回暖带动饲料需求增加，饲料价格持续上涨。2020 年以来，新冠肺炎疫情爆发后，受原材料供应困难及饲料企业开工不足的影响，饲料供应量明显下降，加之物流运输难度短期内加大，导致饲料价格呈上涨态势。

图表 4. 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。从玉米价格来看，2017 年开始国家层面调减玉米种植面积，近年玉米价格总体保持平稳上升态势。从豆粕价格来看，豆粕是大豆提取豆油后的一种副产品，我国大豆主要来源于进口，受海外市场影响较大，2018~2019 受中美贸易摩擦反复升级影响，豆粕价格变动幅度较大；2020 年初新冠肺炎疫情导致豆粕生产延缓，短期内供应量下降使得豆粕价格上涨，3 月以来海外疫情快速蔓延，市场对国际大豆进口运输受阻的担忧情绪上涨，加之国内豆粕供应紧张，引发豆粕价格大幅增长；但 4 月以来国际大豆进口运输情况良好，且国内豆粕供应紧张的格局改善，豆粕价格回落。未来我国豆粕价格走势仍将受到供需关系、大豆进口情况及国际贸易关系等的影响。

图表 5. 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

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 5 月，国家质量监督检验检疫总局、国家标准化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。

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。2019 年 1 月，农业农村部印发了《2019 年畜牧兽医工作要点》，提出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。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。

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。

疫情发生以来，政府出台多项政策保障农产品稳产保供。2020 年 2 月 13 日，国务院发布《关于压实“菜篮子”市长负责制、做好农产品稳产保供的工作通知》，提到（1）推进水产品绿色健康养殖，保障水产饲料和苗种供应；（2）畅通农业生产资料物流通道，不得拦截蔬菜种苗、仔猪雏禽及种畜禽、水产种苗、饲料等农资运输车辆；（3）推动饲料、屠宰等养殖行业上下游企业尽快复工复产，促进养殖业健康发展；（4）及时将与疫情防控重点物资保障相关的饲料、种畜禽及种子（苗）等骨干生产企业纳入国家专项再贷款和贴息政策支持范围。

竞争格局/态势

饲料行业进入壁垒低且布局分散，同质化严重，行业集中度低且竞争激烈。近年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。2018 年“非洲猪瘟”疫情发生以来，下游养殖行业中生猪养殖减少而禽类养殖增多，导致饲料市场的品种结构大幅调整，对饲料生产企业带来很大挑战，但大型饲料企业受益，行业集中度加速提升。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大集团等，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，且有望受益于市场结构转型。

图表 6. 行业内核心样本企业基本数据概览（2019 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）				
	业务收入	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	424.31	8.10	1,872.00	642.18	49.16	1.34	61.81	44.37
正邦科技	117.64	9.73	405.81	308.32	67.65	0.97	16.93	39.24
大北农	130.40	19.19	379.20	189.04	39.36	2.48	6.21	17.87
唐人神	135.51	7.74	467.63	72.81	47.81	1.65	2.88	5.42
金新农	13.90	14.30	43.76	41.57	50.68	1.88	1.81	2.17
通威股份	166.89	13.35	490.05	468.21	61.37	1.35	26.82	23.57
海大集团	448.71	10.64	1,228.64	188.54	48.33	2.34	17.90	32.47

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，为推动饲料工业高质量发展、确保动物产品质量安全，我国已经连续多年组织开展饲料质量安全监督抽查工作。2019 年我国饲料抽查合格率为 96.20%，总体处于较好

水平，但饲料的食品安全仍是需长期关注的问题。

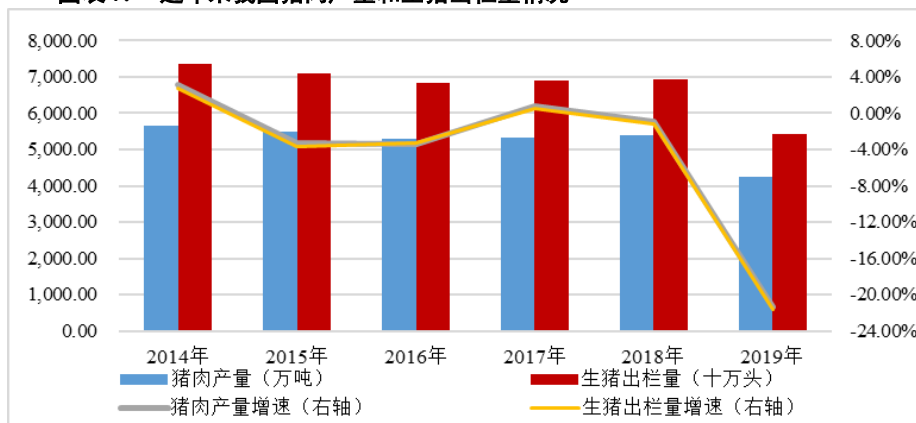
B. 生猪养殖行业

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，2018年8月开始受“非洲猪瘟”影响，生猪存栏量持续下降，2019年3月起生猪价格开始飞速上升并于2019年10月末达到历史最高点，国家通过向市场多次投放储备冻猪肉方式调节市场猪肉价格，并在国家一系列鼓励生猪养殖的政策推动下，目前我国生猪养殖产能正逐步恢复，生猪价格逐步回归正常，预计2020年我国生猪价格将呈现前高后低的情况，但整体维持较高水平。

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，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8月以来“非洲猪瘟”导致我国生猪产能快速下降，2018年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；2019年生猪出栏量同比下降21.60%，猪肉产量同比下降21.30%至4,255万吨。

图表 7. 近年来我国猪肉产量和生猪出栏量情况



资料来源：Wind，历年《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。

由于生猪养殖具有周期性，所以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。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³，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年初，市场需求疲软导致猪价整体低迷，至2月达到低位拐点；因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，生猪行业自2019年3月起进入上升周期，猪价持续快速攀升，2019年10月末到达40.98元/公斤的历史最高价。后因政府多次投放储备猪肉、出台多项鼓励生猪养殖政策，以缓解猪肉价格过快上涨压力，生猪价格整体呈明显的下降趋势。2020年初因春节备货以及新冠疫情导致的养殖成本增加、短期供应影响，生猪价格有小幅回升，但3月以来，随着交通运输逐步恢复正常、饲料供应充足，以及生猪养殖产能的逐步恢复，猪价逐步下降，预计全年回归正常水平。

图表 8. 我国生猪和猪肉价格变动情况（元/公斤）

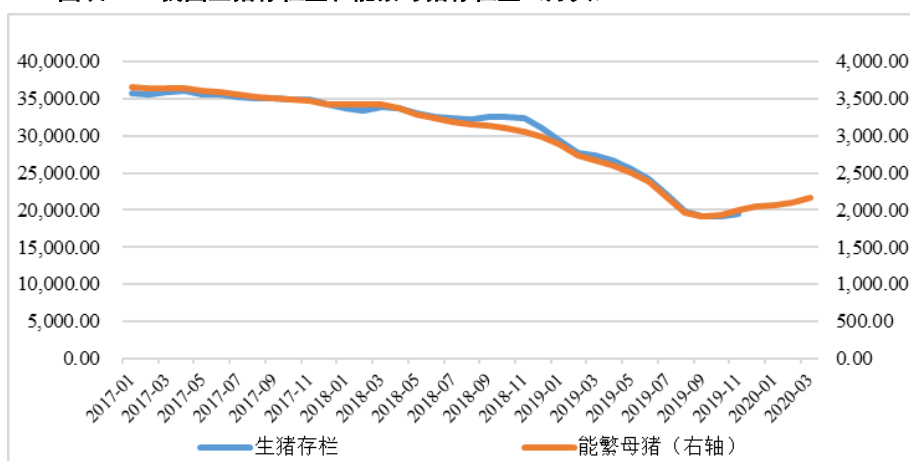


资料来源: Wind

根据农业农村部统计数据，我国能繁母猪存栏量自2019年10月以来止降回升，至2020年4月连续7个月恢复增长，生猪存栏量连续3个月增长。根据国家统计局2020年4月17日召开的2020年一季度国民经济运行情况新闻发布会，2020年3月末我国生猪存栏32,120万头，较上年末增长3.5%，其中能繁殖母猪存栏3,381万头，较上年末增长9.8%。我国生猪生产恢复总体趋势较好，预计随着生猪产能继续恢复，生猪价格将逐步回落。

³ 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。

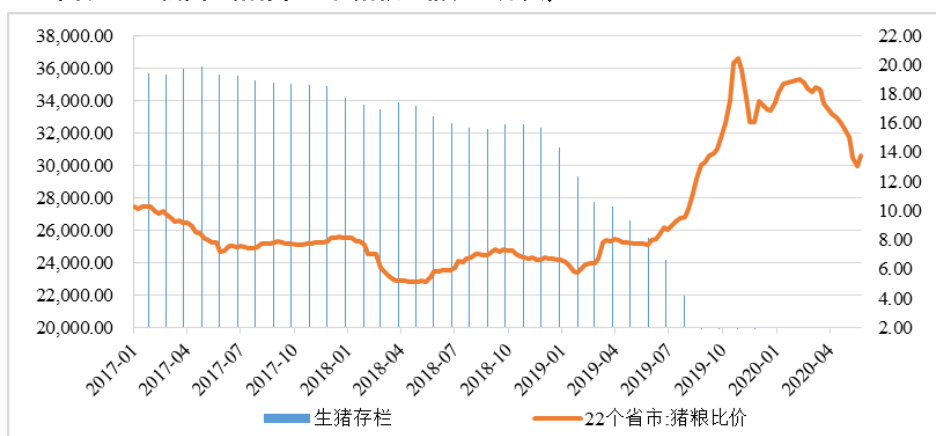
图表 9. 我国生猪存栏量和能繁母猪存栏量（万头）



资料来源：中国政府网

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⁴。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 2 月猪粮比达到最低点 5.78: 1；3~11 月随着猪价飞速上涨，猪粮比快速上升，并达到历史高点 20.39: 1。2019 年 11 月以来，猪粮比呈波动下降态势，但是超过 10:1 的较高水平。预计 2020 年全年随着猪价的下降，猪粮比也将回归正常水平。

图表 10. 我国生猪存栏量和猪粮比情况（万头，%）



资料来源：Wind

整体看，在国家出台多项支持生猪养殖扶持政策以促进生猪稳产保供情况下，我国生猪产能已出现稳步增长，后续将逐步回复至正常水平，其中大型规模猪场迅猛发展，市场份额不断提升，生猪养殖行业的集约化和规模化发展程度将持续提升。预计后续生猪产品供应稳定性和产品质量预计能够有所提升，从而导致行业周期有所延长，同时随着生猪产能恢复，生猪价格将逐步回落至

⁴ 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。

正常水平，价格波动幅度也将减小。

政策环境

受“非洲猪瘟”疫情影响，我国生猪产能大幅下降，生猪市场价格快速上涨，为保证生猪供应、维持猪价稳定，我国政府出台多项政策扶持生猪养殖。2019年1月，农业农村部发布《2019年畜牧兽医工作要点》，提出以“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；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。

2019年9月，财政部、农业农村部发布《关于支持做好稳定生猪生产保障市场供应有关工作的通知》，主要提出（1）提高能繁母猪保险和育肥猪保险，（2）加大信贷支持力度，（3）推进保险资金深化支农支小融资试点，以扶持生猪养殖企业。同年12月，农业农村部提出，要尽快遏制生猪存栏下滑势头，确保年底前止跌回升，确保明年元旦春节和全国“两会”期间猪肉市场供应基本稳定；确保2020年年底前产能基本恢复到接近常年的水平，2021年恢复到正常水平。

2020年初疫情发生以来，农业农村部、财政部、银保监会联合发布《关于进一步加大支持力度促进生猪稳产保供的通知》，通过对生猪养殖企业给予政府补助、放款贷款要求等，支持生猪养殖企业复工复产。同时中国人民银行表示“重点支持畜禽养殖等企业复工复产”，要求人民银行各分支机构要进一步管好用好5,000亿元再贷款再贴现政策，重点支持现阶段亟需解决、受疫情影响较大的“难点”和“痛点”，包括支持生猪等畜禽养殖、水产养殖、磷肥生产等春耕备耕关键领域。

2020年4月，证监会批准大连商品交易所开展生猪期货交易，生猪期货功能的充分发挥，对于完善生猪价格形成机制、提升市场主体风险管理能力和助力生猪产业发展具有积极的促进作用。生猪期货将为我国生猪产业提供有效的风险管理工具，推动行业健康高效发展。

图表 11. 近年来生猪养殖行业主要相关政策

发文时间	文件名	发文部门	主要相关内容
2018年2月	2018年中央一号文件	国务院	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
2019年1月	《2019年畜牧兽医工作要点》	农业农村部	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。
2019年9月	《关于支持做好稳定生	财政部、农业	（1）截至到2020年12月31日阶段性提高能繁母猪、育肥猪保

发文时间	文件名	发文部门	主要相关内容
	猪生产保障市场供应有关工作的通知》	农村部	险保额，将能繁母猪保额从 1000-1200 元增加至 1500 元、育肥猪保额从 500-600 元增加至 800 元。（2）保险资金要更好服务生猪屠宰、肉类加工、仓储等生猪产业发展，加强与生猪养殖产业链上龙头企业的合作，支持新建和异地重建的生猪规模养殖场发展。（3）银行业金融机构要进一步加大对生猪产业的支持。对符合授信条件但暂时遇到经营困难的种猪场（地方猪保种场）、生猪规模养殖场和屠宰加工企业，要做好相关金融服务，不得盲目限贷、抽贷、断贷。
2019 年 12 月	《加快生猪生产恢复发展三年行动》	农业农村部	今年要尽快遏制生猪存栏下滑势头，确保年底前止跌回升，确保明年元旦春节和全国“两会”期间猪肉市场供应基本稳定；确保 2020 年年底前产能基本恢复到接近常年的水平，2021 年恢复正常。
2019 年 12 月	《关于设施农业用地管理有关问题的通知》	自然资源部、农业农村部	（1）生猪养殖用地按农用地管理，不需办理建设用地审批手续，允许生猪养殖用地使用一般耕地。（2）生猪养殖圈舍、场区内通道及绿化隔离带等生产设施用地，取消 15 亩上限规定，保障生猪养殖生产的废弃物处理等设施用地需求。（3）养殖设施允许建设多层建筑。
2020 年 2 月	《2020 年畜牧兽医工作要点》	农业农村部	深化畜牧业供给侧结构性改革，全力完成生猪生产恢复发展和畜禽粪污资源化利用两大硬任务，大力推进畜牧业转型发展，加快构建现代化畜禽养殖体系、动物防疫体系、畜禽产品流通体系，不断强化饲料、兽药、生鲜乳和屠宰行业质量安全监管，稳步提高畜产品供应保障能力，持续增强畜牧业质量效益和竞争力。
2020 年 3 月	《关于进一步加大支持力度促进生猪稳产保供的通知》	农业农村部、财政部、银保监会	（1）将享受临时贷款贴息补助政策的规模猪场条件由年出栏 5000 头以上调整为年出栏 500 头以上。（2）提高生猪贷款风险容忍度，将生猪养殖贷款不良贷款率放宽至不高于涉农贷款不良率 3 个百分点以内。（3）支持银行将养殖圈舍、大型养殖机械、生猪活体纳入可接受押品目录。（4）农业发展银行在三年内要安排不少于 500 亿元的信贷规模，重点用于支持包括生猪养殖在内的生猪全产业链发展和储备调控体系建设，实施差别化贷款政策。农业银行、邮储银行等国有银行要在满足大中规模猪场新建、改扩建及流动资金贷款需求上加大力度。

资料来源：公开资料整理

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、牧、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。

此外，2020 年 3 月，国家发改委、农业农村部发布《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（1）加大财政支持力度，继续安排中央预算内投资支持生猪良种繁育、疫病防控、标准化规模养殖、畜禽粪污资源化利用等项目建设；（2）完善金融保险支持政策，引导开发性、政策性金融机构加大对生猪产业的支持，尤其加大对符合授信条件但暂时遇到经营困难的种猪养殖场、生猪规模养殖场和屠宰加工企业的支持力度；将生猪养殖场户贷款贴息补助范围由年出栏 5000 头以上调整为 500 头以上。

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%，整体产业化程度低、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（2019 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）				
	业务收入	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	706.87	27.72	1,851.66	655.79	28.90	6.25	144.45	183.03
牧原股份	196.27	37.05	1,025.33	528.87	40.04	2.73	63.36	99.89
正邦科技	113.82	20.65	578.40	308.32	67.65	0.97	16.93	39.24
天邦股份	44.44	11.89	243.94	75.34	61.53	1.31	1.00	5.32
罗牛山	2.67	32.80	19.51	65.45	35.71	4.39	0.31	-0.38
海大集团	27.41	22.51	65.52	188.54	48.33	2.34	17.90	32.47

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。2020 年以来在国家出台多项政策鼓励恢复生猪产能的情况下，预计生猪价格将逐步下降并恢复至正常水平，企业经营效益同比将减少。

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，经过一段时间的严控之后，虽然目前暂时得到一定控制，但目前暂无疫苗能够根治，一旦疫情再次爆发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

跟踪期内，该公司业务规模继续扩张，营业收入和净利润保持增长态势。随着饲料新增产能释放，公司饲料销售收入持续增长，但饲料产品结构有所调整，导致饲料业务盈利水平有所波动；公司生猪业务规模扩张较快且受益于2019年生猪价格飞速上涨，生猪业务收入大幅增长且毛利率大幅提升。目前公司仍有一定规模的产能扩建项目，面临的资本性支出压力仍较大，且后续新增产能释放情况仍有待关注。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。跟踪期内，公司业务规模保持扩张态势，营业收入实现较快增长，2019年及2020年第一季度，公司营业收入分别为476.13亿元和104.92亿元，同比分别增长12.94%和18.22%。从收入结构看，饲料生产是公司主要的收入来源，2019年饲料生产收入占总收入比重为81.88%；养殖业务是公司重要的战略发展方向，同期占比为5.76%，同比上升1.63个百分点。

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，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。

2020年新冠肺炎疫情爆发后，按照国务院对新冠肺炎疫情联防联控机制印发的《关于压实“菜篮子”市长负责制，做好农产品稳产保供工作》的要求，该公司春节后正常复工，公司饲料生产受影响相对较小；由于养殖行业对饲料需求较稳定，且疫情期间各销售地区的政府给予公司在物流运输上的一定支持，公司饲料销售受疫情影响也较小。公司境外子公司主要集中在东南亚地区，且主要向国内销售，其生产和销售受疫情影响也相对不大。疫情对生猪养殖业务的影响主要在于饲料等原材料的供应短期内受到一定影响，但公司生猪养殖所用饲料基本均由公司内部供应，因此公司生猪养殖业务受疫情影响不大。

(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	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计	325.57	421.57	476.13	104.92	88.75
其中：核心业务营业收入（亿元）	277.41	367.07	417.26	94.80	75.58
在营业收入中所占比重（%）	85.21	87.07	87.64	90.36	85.16
其中：（1）饲料	265.35	349.65	389.85	86.67	70.36
在核心业务收入中所占比重（%）	95.65	95.26	93.43	91.42	93.10
（2）养殖 ⁵	12.06	17.42	27.41	8.14	5.22
在核心业务收入中所占比重（%）	4.35	4.74	6.57	8.58	6.90
毛利率（%）	10.99	10.77	11.32	12.06	9.98
其中：饲料（%）	11.56	11.04	10.84	10.67	10.08
养殖（%）	12.18	13.71	22.51	26.00	8.16

资料来源：海大集团

A. 饲料业务

该公司饲料业务在全国及东南亚地区近百个城市进行多点布局，截至 2020 年 3 月末合计拥有 115 家饲料分、子公司。跟踪期内，公司饲料业务规模继续扩张，业务收入保持增长态势，2019 年及 2020 年第一季度饲料销售收入分别为 389.85 亿元和 86.67 亿元，同比分别增长 11.50%和 23.17%；业务毛利率分别为 10.84%和 10.67%，同比分别下降 0.20 个百分点和上升 0.59 个百分点，其中 2019 年毛利率下滑主要是毛利率相对较低的禽饲料销量占比提升所致。

生产

跟踪期内，该公司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 2020 年 3 月末，公司饲料生产线共 522 条，饲料总产能从 2018 年 1,821.72 万吨/年扩张至 2020 年 3 月末 2,005.67 万吨/年，其中 2019~2020 年 3 月末，公司共新增 20 个饲料子公司，2019 年及 2020 年第一季度新增产能分别为 131.92 万吨和 52.03 万吨⁶。2019 年和 2020 年第一季度新增子公司中新增海外饲料子公司 1 个，为印尼海大⁷，其设计产能为 14.00 万吨，目前产能释放仍待提升。总体看，2017 年和 2018 年公司新增产能在跟踪期内的产能释放情况尚可，多数项目的产能利用率可达到 50%，但是固定资产等摊销成本较大，较多项目仍处于净利润亏损状态，后续新增产能的释放情况仍待关注。

2019 年及 2020 年第一季度，该公司饲料总产量分别为 1,240.49 万吨和 283.23 万吨⁸，同比分别增长 16.44%和 21.56%；产能利用率分别为 63.50%和 56.48%，同比分别提升 5.02 个百分点和 4.63 个百分点。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，跟踪期产能和产量均持续增长，产能

⁵ 含肉禽屠宰业务收入。

⁶ 包括新增饲料厂和原饲料扩建增加的产能。

⁷ 印尼海大全称 PT.HAIDA AGRICULTURE INDONESIA。

⁸ 不包括内部养殖耗用量。

利用率有所提升。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）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
设计产能（年化）	1,551.29	1,821.72	1,953.64	2,005.67
产量 ⁹	855.89	1,065.37	1,240.49	283.23
其中：禽饲料	445.90	523.53	720.31	192.83
猪饲料	152.23	230.05	165.02	36.93
水产饲料	257.76	311.79	355.16	53.46
产能利用率（%）	55.17	58.48	63.50	56.48

注：根据海大集团提供的数据绘制

生产管理方面，截至 2020 年 3 月末该公司尚未发生重大安全性事故。环保方面，2019 年以来，下属公司由于违反大气污染和环保设施要求受到一定处罚，2019 年及 2020 年第一季度受罚金额合计分别为 34.00 万元和 16.50 万元，公司已对相关处罚进行整改。2019 年公司环保投入 1.08 亿元，同比增加 0.72 亿元。

采购

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、豆粕和鱼粉成本分别约占原材料总成本的 30%、15%和 10%。公司采取“集团+区域中心”的采购模式，公司总部采购中心负责原材料、产品包装物等的统一采购，但对于部分地处主产区的区域中心，给予其一定采购权限。公司在东北地区建立了玉米收储基地收购周边农户的玉米，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%，结算方式为现款现货。其他原材料公司主要向供应商进行采购，并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，公司对主要供应商的依赖程度较低，2019 年公司前五名供应商合计采购金额占年度采购总金额的 8.12%。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。采购产品的物流运输主要由供应商负责。

原材料采购价格方面，该公司原材料采购价格为随行就市，跟踪期内，玉米价格延续上涨态势；豆粕价格受天气、供需平衡和国际贸易摩擦等影响仍呈较大波动态势；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

⁹ 为对外销售的饲料对应的产量。

较大但影响可控。此外，公司通过期货套期保值操作，锁定部分原料采购成本，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，截至 2020 年 3 月末，公司期货保证金结存余额为 1.81 亿元。

图表 16. 近年来公司主要原材料采购情况（万吨、元/吨）

	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	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	527.51	1,591.09	583.51	1,705.63	586.90	1,831.98	152.26	1,884.98
豆粕	155.65	2,976.60	149.18	3,155.97	185.29	2,898.43	38.02	2,831.27
鱼粉	32.87	8,569.06	34.12	9,044.65	23.22	8,576.41	6.17	8,474.47
菜粕	49.39	2,406.18	59.87	2,452.64	46.12	2,370.92	7.00	2,254.51
小麦	7.19	2,355.70	27.07	1,900.11	23.01	2,069.93	4.14	1,923.35
合计	772.61	—	853.75	—	864.54	—	207.58	—

注：根据海大集团提供的数据绘制

销售

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。公司饲料主要通过经销商渠道销售，目前经销商约有 2 万多家，公司与经销商一般在年底签订次年销售合同，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，公司会根据经销商的业绩情况给予适当的返利。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。

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。2019 年及 2020 年第一季度公司饲料对外销售总量分别为 1,228.64 万吨和 281.52 万吨，同比分别增长 14.81%和 20.92%，其中 2019 年禽饲料、猪饲料和水产饲料销量占比分别为 57.84%、13.66%和 28.49%。2019 年以来，禽饲料和水产饲料销量均呈增长态势，其中禽饲料销售量占比由上年的 49.26%上升至 2019 年的 57.84%；猪饲料对外销量下滑，主要是生猪养殖行情低迷导致下游需求下降。同期公司饲料产品产销率分别为 99.05%和 99.40%，总体保持在较好水平。

图表 17. 近年来公司饲料对外销售情况（万吨，%）

	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度	2019 年第一季度
对外销量	849.08	1,070.14	1,228.64	281.52	232.81
其中：禽饲料	444.22	527.13	710.68	194.72	143.37
猪饲料	151.59	231.88	167.89	37.61	53.16
水产饲料	253.27	311.13	350.07	49.19	36.28
产销率 ¹⁰	99.20	100.45	99.05	99.40	99.92

注：根据海大集团提供的数据绘制

¹⁰ 按照对外销量与总产量的比重计算。

该公司销售集中于华南、华北和华中地区，公司在上述三个区域实现销售收入占比超过 80%。跟踪期内，各地区销售额均保持增长，其中华南地区受“非洲猪瘟”影响，猪饲料需求下降，导致华南地区收入占比下滑；禽饲料需求反之上涨，以禽饲料销售为主的华北地区的销售收入占比提升；华东和华中地区主销畜禽料和水产饲料，由于 2019 年水产饲料行情低迷，华东和华中地区收入占比均有所下滑。目前公司境外市场逐步扩展至越南、印度、印尼及厄瓜多尔等国家，境外业务主要为饲料产品生产与销售，2019 年境外饲料业务收入占比有所提高。

图表 18. 近年来公司主要销售区域情况¹¹（亿元，%）

	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年第一季度	
	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比	销售额	占比
华南地区	214.36	65.84	252.68	59.94	260.45	54.70	57.26	54.57
华东地区	45.41	13.95	59.45	14.10	63.01	13.23	12.37	11.79
华北地区	68.82	21.14	130.48	30.95	165.84	34.83	39.11	37.28
华中地区	76.69	23.55	94.11	22.32	100.76	21.16	20.10	19.16
境外地区	24.19	7.43	29.82	7.08	42.85	9.00	11.23	10.70
合并抵销	-103.90	-31.91	-144.97	-34.39	-156.78	-32.93	-35.16	-33.51
合计	325.57	100.00	421.57	100.00	476.13	100.00	104.92	100.00

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。跟踪期内，主要受玉米价格上涨影响，禽饲料和猪饲料价格均呈上涨态势；水产饲料价格呈波动态势，其中 2019 年下跌，主要是鱼粉等原材料价格下降所致，2020 年第一季度水产饲料价格上涨较多，主要一方面下游养殖行业回暖，另一方面原材料价格上涨。

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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一季度
禽饲料	2,292.05	2,401.91	2,442.61	2,481.56
猪饲料	2,729.97	2,956.62	2,981.79	3,205.64
水产饲料	4,823.03	4,965.14	4,747.63	5,344.35

注：根据海大集团提供的数据绘制

研发

该公司拥有国内专业的技术与研发团队，截至 2020 年 3 月末，公司研发团队共有 1,701 人，占员工总数的 7.89%，其中博士和硕士共 371 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。2019 年及 2020 年第一季度公司研发投入分别为 4.28 亿元和 0.72 亿元，同比分别增长 38.06%和 2.86%。截至 2020 年 3 月末，公司共拥有专利 259 个，其中发明专利 176 个、实用新型专

¹¹ 该表为公司营业总收入的区域分类明细。考虑到近三年公司饲料业务收入占收入总额的比重约 80%，公司营业总收入的区域分布与饲料业务收入的区域分布基本一致，本文采用营业总收入的区域分布来分析饲料业务的区域分布特点。

利 68 个、外观设计专利 15 个。在研发获奖方面，2019 年 6 月公司的“猪链球菌病高通量快速诊断新技术研究与示范推广”获得山东省农牧渔业丰收奖-农业技术推广成果奖二等奖。在新产品开发方面，2019 年公司共有 25 项产品被认定为广东省高新技术产品，6 项产品被认定为广东省名牌产品；针对“2020 全面禁抗”¹²，公司 2019 年研发了无抗饲料产品配方，在云贵地区、广西、东北地区等地区进行了实验且效果较好，6 月以来逐步将无抗配方逐步投入使用。疫苗和检测试剂盒方面，跟踪期内公司的非洲猪瘟病毒（ASFV）核酸检测试剂盒、猪圆环病毒 2 型亚单位疫苗等 5 项证书申报取得进展。整体看，公司较强的研发实力为公司饲料产品的销售提供了保障。

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。水产种苗养殖业务主要是研发和生产优质水产动物种苗，包括虾苗、鱼苗等；肉禽加工业务主要是肉鸭屠宰加工。2019 年及 2020 年第一季度公司养殖业务收入分别为 27.41 亿元和 8.14 亿元，同比分别增长 57.40%和 55.99%；业务毛利率分别为 22.51%和 26.00%，同比分别提升 8.80 个百分点和 17.84 个百分点，主要是猪价上涨使得生猪养殖毛利率提高所致。从养殖业务收入分类来看，2019 年养殖业务收入包括生猪业务收入 13.71 亿元、水产种苗业务 3.54 亿元和肉禽屠宰业务 8.28 亿元。

生猪养殖方面，该公司采取“自繁自养”和“公司+农户”相结合的模式，目前仍通过外购仔猪并养殖后对外销售来开拓市场。截至 2020 年 3 月末，公司生猪养殖业务的经营主体为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子公司，在运营的养殖场合计 17 个，其中 2019 年及 2020 年第一季度合计新增 9 个。随着生猪养殖规模扩大以及猪价上涨，跟踪期内生猪养殖业务收入持续增长、毛利率大幅提升，2019 年及 2020 年第一季度分别为 13.71 亿元和 3.97 亿元，同比分别增长 53.32%和 43.96%；业务毛利率为 28.85%和 45.50%，同比分别提升 20.51 个百分点和 48.41 个百分点。

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

“自繁自养”模式下，该公司通过自建及对外收购方式扩大养殖规模，养殖场分布在华南、华中、西南等地区。2020 年 3 月末，公司共拥有 5 个种猪场和 14 个商品猪场¹³，共存栏祖代种猪 0.9 万头、父母代种猪 5 万头。2019

¹² 2019 年 7 月，我国农业农村部发布第 194 号公告，规定自 2020 年 1 月 1 日起，退出除中药外的所有促生长类药物饲料添加剂品种，自 2020 年 7 月 1 日起，饲料生产企业停止生产含有促生长类药物饲料添加剂（中药类除外）的商品饲料。该政策的出台，意味着我国于 2020 年起正式全面禁止在饲料中添加促生长药物。

¹³ 其中有 2 个养殖场同时有种猪存栏和生猪存栏。

年及 2020 年第一季度公司生猪年产能分别为 38 万头和 59 万头，生猪产量分别为 22 万头和 9 万头，其中 2019 年产能和产量同比分别增长 73%和 21%；同期产能利用率分别为 57%和 61%，产能利用率较低主要是新增产能尚未释放所致，猪场建成后从引种至生猪出栏需要 1~2 年时间，所以产能释放有一定的延后，目前公司生猪产能尚未完全释放。

“公司+农户”模式下，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。

疫情防疫管理方面，该公司尚未发生过重大疫情，但“非洲猪瘟”爆发以来“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猪规模的扩大，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，2019 年及 2020 年第一季度公司生猪养殖业务上的环保投资额分别为 1,905 万元和 240 万元，公司生猪养殖业务未发生重大环保处罚。

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；种猪主要用于自繁自养，对外销售少。从出栏量来看，2019 年及 2020 年第一季度公司生猪出栏量分别约 65 万头和 8 万头，其中“公司+农户”模式下出栏量分别约 56 万头和 7 万头；“自繁自养”模式下出栏量分别约 9 万头和 1 万头。目前公司生猪销售区域仍主要集中在广东省和湖南省。

从价格来看，该公司生猪销售均价随着生猪市场价格飞速上涨，2019 年及 2020 年第一季度公司商品猪销售均价分别约为 9.3 元/斤和 18.50 元/斤，同比分别增长 42%和 201%。

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。公司除了自行繁育的仔猪外，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。销售管理方面，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。生猪销售的结算方式为现款现货，按批次结算；销售价格为随行就市。

总体看，该公司生猪养殖业务目前仍处于初步发展阶段，规模相对较小但扩张较快，后续公司生猪产能扩建仍有一定的资本性投入，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。公司原料贸易业务主要由广州海大和大连海大负责经营，贸易产品主要是玉米等饲料原材

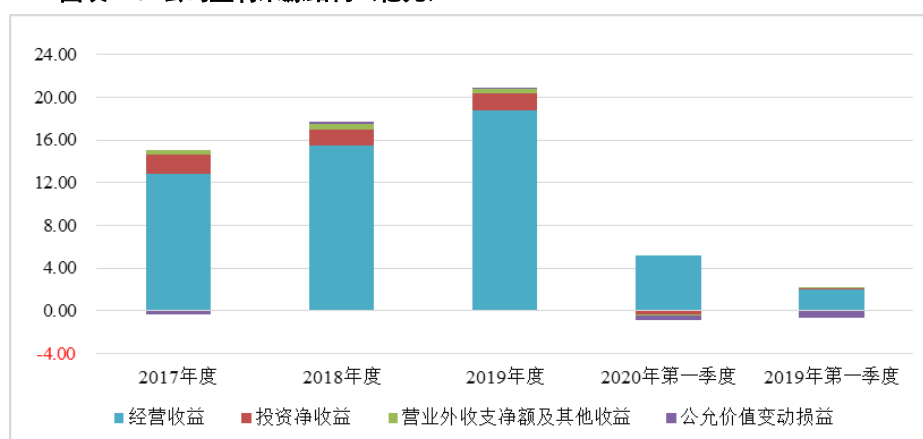
料。原材料采购由公司总部采购中心负责，其中玉米主要由公司东北储备基地供应，其他贸易原材料主要从国内粮食贸易商采购。在贸易业务经营中，公司原材料采购和销售价格存在一定敞口，不完全锁定成本和销售价格。公司贸易业务客户主要为国内外粮食贸易商，客户集中度低，2019 年贸易业务前五大客户销售额约占公司总收入的 2.40%。贸易业务整体较为稳定。公司设立了专门的商品套期保值操作团队和监控团队，通过商品期货和商品期权交易，来控制玉米、豆粕、小麦等原材料价格大幅波动风险，2019 年及 2020 年第一季度公司套期保值业务损益分别为 1.17 亿元和-0.81 亿元。

2019 年及 2020 年第一季度，该公司贸易业务收入分别为 51.99 亿元和 8.11 亿元，同比分别增长 6.66%和下降 29.71%，其中 2020 年第一季度大幅下降主要是疫情期间物流运输受到负面影响，导致公司贸易业务规模下降；毛利率分别为 3.00%和 2.01%，同比分别下降 0.13 个百分点和 1.56 个百分点。从贸易产品结构看，公司主要贸易产品为玉米，2019 年及 2020 年第一季度玉米贸易量分别为 217 万吨和 29 万吨，同比分别增长 14.82%和下降 43.00%；贸易收入分别为 37.27 亿元和 5.16 亿元，同比分别增长 15.28%和下降 40.35%。除此之外，公司贸易产品还包括高粱、菜粕、大麦、鱼粉、各类氨基酸等。

动物保健品业务方面，该公司动物保健品业务收入规模相对较小，跟踪期内业务收入保持增长态势。2019 年及 2020 年第一季度，公司动物保健品销售收入分别为 5.74 亿元和 1.74 亿元，同比分别增长 21.28%和 28.56%；业务毛利率分别为 54.04%和 53.94%，同比分别上升 6.73 个百分点和下降 2.80 个百分点。

(2) 盈利能力

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。2019 年及 2020 年第一季度公司经营收益分别为 18.74 亿元和 5.23 亿元，同比分别增长 21.00%和 160.29%。公司投资净收益、营业外收支净额及其他收益、公允价值变动损益等对盈利影响均较小，同期投资净收益分别为

1.60 亿元和-0.40 亿元，主要为套期保值业务产生的投资损益；营业外收支净额及其他收益合计分别为 0.48 亿元和-0.04 亿元，主要为政府补助；公允价值变动损益分别为 0.08 亿元和-0.45 亿元，主要为期货和货币掉期业务浮动盈亏。

图表 22. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	325.57	421.57	476.13	104.92	88.75
毛利率（%）	10.99	10.77	11.32	12.06	9.98
其中：饲料（%）	11.56	11.04	10.84	10.67	10.08
养殖（%）	12.18	13.71	22.51	26.00	8.16
毛利（亿元）	35.77	45.41	53.89	12.65	8.86
其中：饲料（亿元）	30.66	38.59	42.26	9.25	7.09
养殖（亿元）	1.47	2.39	6.17	2.12	0.43
期间费用率（%）	6.75	6.82	7.10	6.81	7.30
其中：财务费用率（%）	0.25	0.52	0.45	0.57	0.48
全年利息支出总额（亿元）	0.99	1.89	2.27	—	—
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。

跟踪期内，该公司经营规模保持扩张态势，且盈利能力因养殖毛利率的大幅增长有所提升。2019 年及 2020 年第一季度营业收入分别为 476.13 亿元和 104.92 亿元，同比分别增长 12.94%和 18.22%；营业毛利分别为 53.89 亿元和 12.65 亿元，同比分别增长 18.68%和 42.75%。

随着收入规模增长，该公司期间费用呈增长态势但整体控制较好，2019 年及 2020 年第一季度公司期间费用分别为 33.81 亿元和 7.14 亿元，同比分别增长 17.69%和 10.14%；期间费用率分别为 7.10%和 6.81%，控制在较低水平。具体看，公司期间费用以销售费用和管理费用为主，同期销售费用分别为 15.63 亿元和 2.78 亿元，同比分别增长 13.41%和下降 2.80%，其中 2019 年同比增长较多主要是销售人员的薪酬、市场开发及推广费用增加所致；管理费用分别为 11.91 亿元和 3.06 亿元，同比分别增长 23.12%和 22.21%，主要是管理人员薪酬增加所致；研发费用分别为 4.16 亿元和 0.70 亿元，同比分别增长 34.56%和 1.68%；财务费用分别为 2.12 亿元和 0.59 亿元，同比分别下降 3.24%和增长 39.91%。此外，同期公司资产及信用减值损失合计分别为 0.73 亿元和 0.13 亿元，其中 2019 年主要为计提的商誉减值损失 0.34 亿元和应收账款坏账准备 0.17 亿元。

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	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
投资净收益	1.75	1.51	1.60	-0.40	0.09
其中：理财产品	0.29	0.16	0.03	—	0.02

影响公司盈利的其他关键因素	2017 年度	2018 年度	2019 年度	2020 年 第一季度	2019 年 第一季度
处置交易性金融资产/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	1.39	1.25	—	-0.40	0.06
交易性金融资产或可供出售金融资产持有期间的投资收益	0.04	0.04	1.16	—	—
营业外收入和其他收益	0.70	0.83	0.87	0.17	0.11
其中：政府补助	0.59	0.66	0.72	0.15	0.10
公允价值变动损益	-0.33	0.13	0.08	-0.45	-0.66
其中：交易性金融资产/以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融资产	-0.16	0.40	-0.40	-0.29	-0.20
交易性金融负债/以公允价值计量的且其变动计入当期损益的金融负债	-0.17	-0.27	0.44	-0.04	-0.46

资料来源：根据海大集团所提供数据整理。

2019 年及 2020 年第一季度，该公司投资收益分别为 1.60 亿元和-0.40 亿元，主要为套期保值业务产生的投资损益。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 0.87 亿元和 0.17 亿元。整体看，跟踪期内公司主业盈利保持增长，期间费用控制仍较好，营业利润和净利润保持较快增长，同期营业利润分别为 20.98 亿元和 4.53 亿元，同比分别增长 18.65%和 194.39%；净利润分别为 17.90 亿元和 3.69 亿元，同比分别增长 20.59%和 199.09%。

（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。

后续随着该公司饲料产能的扩大、生猪养殖的进一步布局，公司在建项目较多，投资规模仍较大。公司项目投建资金主要来源于债务融资。目前公司主要在建项目包括清远海大二期饲料项目和淮安海龙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 37.90 亿元，截至 2020 年 3 月末累计已投 11.45 亿元，2020 年 4~12 月、2021 年和 2022 年计划投资额分别为 15.49 亿元、8.94 亿元和 2.02 亿元，资金来源为自有资金。

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 2020 年 3 月末已投资额	计划投资额			资金来源
			2020 年 4~12 月	2021 年	2022 年	
南通海大二期饲料项目	1.71	1.00	0.58	0.13	—	自有资金
清远海大二期饲料项目	1.17	0.61	0.47	0.09	—	自有资金
淮安海龙饲料项目	2.71	1.20	1.31	0.20	—	自有资金
南宁海大饲料项目	2.53	0.75	1.16	0.47	0.15	自有资金
肇庆高要饲料项目	2.67	2.14	0.53	—	—	自有资金
清远海贝饲料项目	2.16	0.63	1.42	0.11	—	自有资金
福州海大饲料项目	3.45	0.58	2.06	0.50	0.31	自有资金
韶关海大饲料项目	1.54	0.42	0.65	0.37	0.10	自有资金
清远海龙饲料项目	3.97	1.25	0.66	1.82	0.24	自有资金
宜城海大饲料项目	1.70	0.05	1.22	0.33	0.10	自有资金
和县海大饲料项目	2.19	0.24	1.24	0.58	0.13	自有资金
开封海大饲料项目	1.80	0.18	0.96	0.55	0.11	自有资金
湛江海大扩建项目	2.21	0.06	0.73	1.25	0.17	自有资金
广西玉林饲料项目	3.12	0.12	1.34	1.42	0.24	自有资金
四川容川饲料项目	2.34	0.08	0.67	1.12	0.47	自有资金
平果益豚生猪养殖项目	0.86	0.58	0.28	—	—	自有资金
都匀益豚生猪养殖项目	0.87	0.70	0.17	—	—	自有资金
宾阳益豚生猪养殖项目	0.90	0.86	0.04	—	—	自有资金
合计	37.90	11.45	15.49	8.94	2.02	—

资料来源：根据海大集团提供的数据绘制

管理

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，实际控制人对日常经营管理参与程度高，控制力较强。公司进一步完善内部治理和内控体系，并继续提高治理水平。公司高管在换届选举后发生一定变动，但均系公司内部人员调任，一定程度上保证了公司发展规划的连贯性和战略执行的有效性。

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，广州市海灏投资有限公司（简称海灏投资）仍为公司控股股东，薛华仍为公司实际控制人，其对日常经营管理参与程度高，控制力较强。截至 2020 年 3 月末，海灏投资持有公司 57.62% 股权，其持有的股份中 18.30% 用于质押，主要用于投资“海大转债”；薛华间接持有公司 39.75% 股权。

该公司已制定涵盖生产经营、财务管理、投资融、对外担保及子公司管理等方面的内部控制制度，以规范业务运营、控制经营管理风险及保障资金安全。跟踪期内，公司进一步完善各项内部管理制度和内控体系，并持续提高公司治理水平。2019 年 7 月，公司高管进行换届选举，原董事商晓君届满离任，选举程琦担任董事；原副总经理许英灼、田丽届满离任，选举刘国祥、江谢武、米国成、陈中柱担任副总经理。随着公司业务规模扩大，公司对业务管理进一步细分，公司相应增加高管人员，公司新任高管均为公司内部人员，有利于保

证了公司发展规划的连贯性和战略执行的有效性。

该公司与关联方之间主要为购销环节的关联交易。2019 年，公司向贵州福海化工有限责任公司采购饲料原材料 1.17 亿元，向佛山市海航兴发农牧发展有限公司和罗定市兴发邢记农牧发展有限公司销售饲料及动保产品合计 0.66 亿元，上述交易以交易时点销售方统一对外报价的市场价为基础，双方协商确定交易价格。截至 2019 年末，公司应收关联方款项余额合计 10.73 万元，应付关联方款项余额合计 751.40 万元，关联方应收应付款项规模均较小。

根据该公司提供的 2020 年 5 月 13 日《企业信用报告》所载，公司无欠息欠贷情况发生。跟踪期内，公司子公司因违反环保法受到一定处罚，但受罚金额较小，公司环保管理能力待进一步加强。

图表 25. 公司及核心子公司不良行为记录列表（跟踪期内）

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	2020.5.13	无	无	无
各类债券还本付息	公开信息披露及企业提供	2020.5.25	不涉及	无	不涉及
重大诉讼	公开信息披露及企业提供	2020.5.25	无	无	无
工商	公开信息披露及企业提供	2020.5.25	无	无	无
质量	公开信息披露及企业提供	2020.5.25	无	无	无
安全	公开信息披露及企业提供	2020.5.25	无	无	无
环保	公开信息披露及企业提供	2020.5.25	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

跟踪期内，随着该公司新产能建设以及经营规模的扩大，公司负债规模呈较快增长态势，资产负债率明显上升。公司刚性债务规模快速扩张，且以短期刚性债务为主，公司面临的即期偿债压力较大。公司经营收现能力较强，经营性现金流净额保持在较好水平，且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。公司本部刚性债务快速增长，面临一定的偿付压力。

1. 数据与调整

致同会计师事务所（特殊普通合伙）¹⁴对该公司的 2019 年财务报表进行了审计，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、2018 年发布的多项具体会

¹⁴ 中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）对海大集团 2016~2018 年财务报表进行了三年连审，2019 年公司将会计师事务所更换为致同会计师事务所（特殊普通合伙）。

计准则，并按照 2019 年发布的《财政部关于修订印发 2019 年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2019]6 号）对财务报表格式进行了修订。本报告中应收票据、应收账款、其他应收款、应付账款、应付票据、其他应付款口径同“财会[2018]15 号文件”前报表审计口径，其他科目口径同 2019 年新金融工具准则口径。

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，因此公司合并范围变化较大。2019 年公司收购高唐华育养猪有限公司和阿拉尔瑞泰生物蛋白有限公司（简称新疆瑞泰生物）两家子公司，股权取得成本合计 1,744.08 万元，其中新疆瑞泰生物系通过参与挂牌交易取得，其主营棉粕生产，公司收购目的主要是为获得其生产线以进行饲料原材料生产。此外，2019 年新设子公司 48 家、注销子公司 4 家、处置子公司 1 家¹⁵，截至 2019 年末公司合并范围内子公司合计 317 家。2020 年第一季度，公司新设 12 家子公司，截至 2020 年 3 月末公司合并范围内子公司合计 329 家。

图表 26. 2019 年收购的子公司明细（万元）

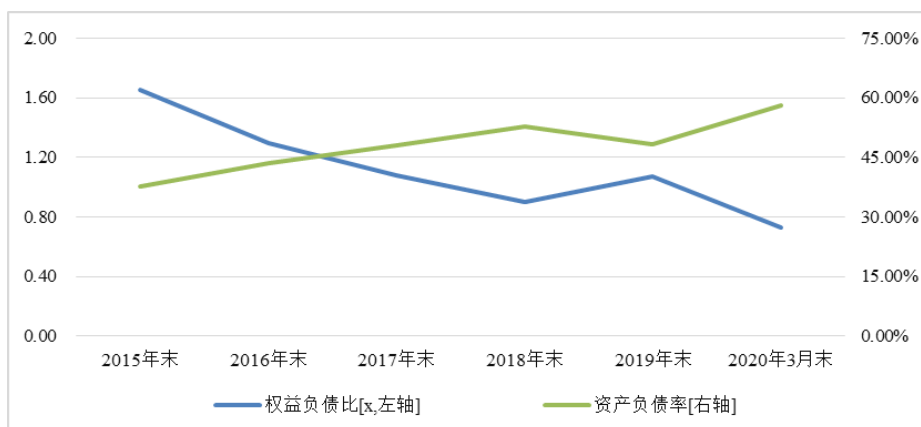
公司名称	股权取得成本	股权取得时间	股权取得比例	股权取得方式	形成商誉	业务承诺
高唐华育	100.00	2019 年 8 月	100%	购买	145.54	无
新疆瑞泰生物	1,644.08	2019 年 11 月	100%	购买	-319.93	无

资料来源：海大集团

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 27. 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。

跟踪期内，随着该公司新产能建设及经营规模扩大，公司资金需求增加，公司负债规模呈波动上升态势。2019 年末及 2020 年 3 月末负债总额分别为 91.12 亿元和 145.74 亿元，较上年末分别下降 0.32% 和增长 59.94%，其中 2020 年第一季度公司发行了本金 28.30 亿元的“海大转债”以及大幅增加银行借

¹⁵ 2019 年 8 月，公司将持有的海南海维饲料有限公司 100% 股权分别转让给自然人杨海彤 52%、揭召辉 16%、何增胜 16% 和孙志刚 16%，转让款为 1,963.85 万元，已收到全部股权款转让款。

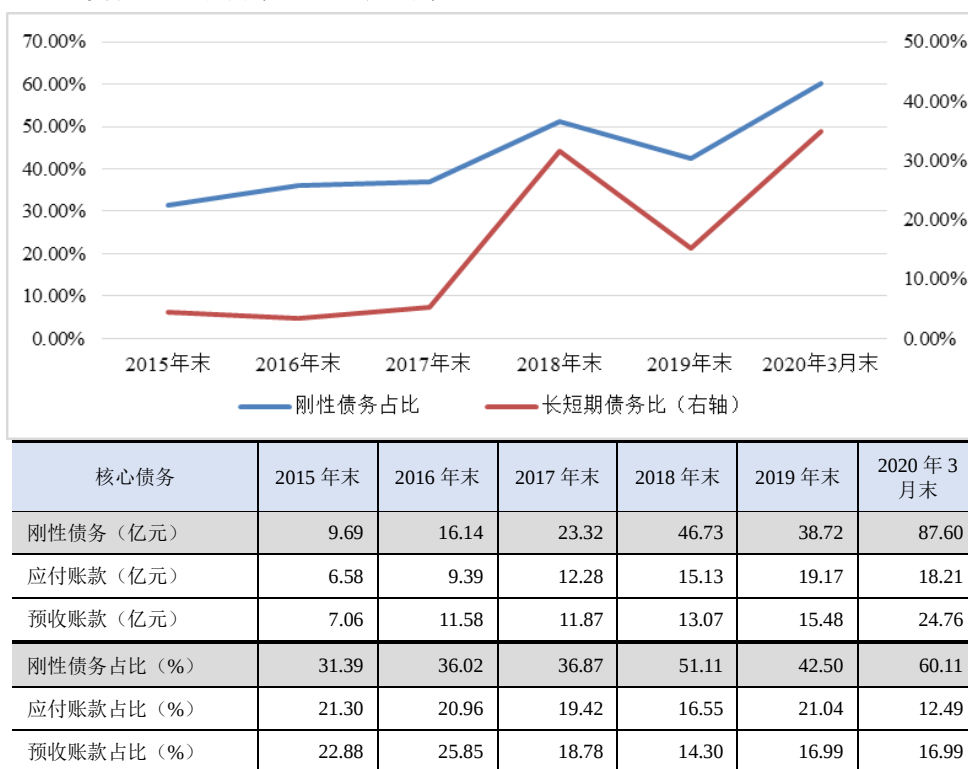
款导致刚性债务规模快速上升。同期末公司资产负债率分别为 48.33%和 57.95%，分别较上年末下降 4.31 个百分点和上升 9.62 个百分点，已积聚了较大的债务规模。同期末公司权益负债比分别为 1.07 倍和 0.73 倍。

从权益资本来看，随着经营积累的增加，该公司资本实力持续增强，2019 年末及 2020 年 3 月末，公司所有者权益分别为 97.42 亿元和 105.74 亿元，较上年末分别增长 18.46%和 8.54%，其中实收资本和资本公积变动均较小；未分配利润分别为 49.37 亿元和 52.41 亿元，较上年末分别增长 27.30%和 6.15%，2019 年公司现金分红金额（含税）5.53 亿元；少数股东权益分别为 6.38 亿元和 6.97 亿元，较上年末分别增长 33.52%和 9.14%，其中 2019 年末较上年末增长较多主要是控股子公司经营利润增加所致。

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，短期内公司债务压力仍较大。

（2）债务结构

图表 28. 公司债务结构及核心债务



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，该公司债务结构仍以流动负债为主，2019 年末及 2020 年 3 月末长短期债务比分别为 15.26%和 34.93%，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，2019 年末占负债比重分别为 42.50%、21.04%和 16.99%。公司应付账款主要为应付原料采购款及工程款，2019 年末及 2020 年 3 月末分别为 19.17 亿元和 18.21 亿元，较上年末分别增长 26.72%和下降 5.02%；预收款项（含

合同负债)主要是预收的货款,同期末分别为 15.48 亿元和 24.76 亿元,分别较上年末增长 18.44%和 59.90%,主要是业务规模扩大所致。其他科目虽有变动但影响较小。

(3) 刚性债务

图表 29. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
短期刚性债务合计	9.69	16.14	23.28	27.92	30.28	53.26
其中: 短期借款	1.62	16.09	23.04	27.16	30.21	52.79
交易性金融负债/以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债	0.03	0.02	0.19	0.46	0.03	0.42
其他短期刚性债务	8.04	0.03	0.05	0.30	0.05	0.05
中长期刚性债务合计	—	—	0.04	18.81	8.44	34.34
其中: 长期借款	—	—	—	18.43	8.22	10.67
应付债券	—	—	—	—	—	23.45
其他中长期刚性债务	—	—	0.04	0.38	0.23	0.22
综合融资成本 (年化, %)	3.77	3.43	3.75	4.54	4.18	3.42

资料来源: 根据海大集团所提供数据整理。其中, 其他短期刚性债务包括应付利息和一年内到期的应付融资租赁款; 其他中长期刚性债务为中长期应付融资租赁款。

2019 年末及 2020 年 3 月末, 该公司刚性债务总额分别为 38.72 亿元和 87.60 亿元, 其中 2019 年末较上年末下降 17.13%, 主要是偿还较多长期借款所致; 2020 年 3 月末较上年末增长 126.21%, 主要是发行“海大转债”及增加银行借款所致。公司刚性债务以短期刚性债务为主, 同期末分别为 30.28 亿元和 53.26 亿元, 分别较上年末增长 8.48%和 75.87%, 其中短期借款分别为 30.21 亿元和 52.79 亿元, 分别较上年末增长 11.23%和 74.75%; 交易性金融负债/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 0.03 亿元和 0.42 亿元; 其他短期刚性债务主要为应付利息和一年内到期的应付融资租赁款。同期末公司中长期刚性债务分别为 8.44 亿元和 34.34 亿元, 其中长期借款分别为 8.22 亿元和 10.67 亿元, 较上年末分别下降 55.42%和增长 29.87%; 2020 年 3 月末新增应付债券 23.45 亿元, 系公司于 2020 年 4 月发行的本金 28.30 亿元的“海大转债”; 其他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。

该公司综合融资成本约保持在 3.42%~4.54%之间, 跟踪期内公司融资成本呈下降态势, 主要因“海大转债”融资成本低所致。2020 年 3 月末公司刚性债务主要为银行借款和应付债券, 其中银行借款主要为信用借款。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”和“5 年以上”为主, 融资成本集中于 4%以下, 融资成本控制在较好水平。

从承债主体看, 2020 年 3 月末, 该公司本部刚性债务为 72.15 亿元, 子

公司的刚性债务总额为 15.45 亿元，主要是海大国际有限公司（简称海大国际）、越南升龙等的银行借款，子公司的债务由其自行偿还。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，公司融资力度持续加大，目前债务主要集中在短期，即期偿债压力加大。

图表 30. 公司 2020 年 3 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	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%以内	23.78	—	—	1.77
3%~4%（不含 4%）	12.17	—	—	1.78
4%~5%（不含 5%）	15.32	1.40	0.80	28.35
5%~6%（不含 6%）	1.56	—	—	—
7%及以上	0.43	—	—	0.22
合计	53.26	1.40	0.80	32.12

资料来源：海大集团

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 31. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年第一 季度
营业周期（天）	35.84	34.96	41.75	47.95	48.35	—
营业收入现金率（%）	101.33	103.31	103.03	100.49	104.40	103.99
业务现金收支净额（亿元）	18.69	16.36	14.36	19.51	43.10	-2.77
其他因素现金收支净额（亿元）	-4.55	-4.94	-9.42	-9.15	-10.63	0.12
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	14.14	11.42	4.94	10.36	32.47	-2.64
EBITDA（亿元）	14.51	15.39	20.06	24.94	29.83	—
EBITDA/刚性债务（倍）	1.21	1.19	1.02	0.71	0.70	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	18.03	20.22	20.16	13.16	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。

该公司营业周期较短，基本符合饲料行业周转较快的特点，但近年由于生猪养殖规模的扩张而有所延长，2019 年公司营业周期为 48.35 天。从现金流状况看，公司经营收现能力较强且较为稳定，2019 年及 2020 年第一季度营业收入现金率分别为 104.40%和 103.99%。同期公司经营性现金流净额分别为 32.47 亿元和-2.64 亿元，同比分别增长 213.49%和 61.04%，其中 2020 年第一季度为净流出状态，主要是当期发放职工工资及奖金较多所致。2019 年公司经营性现金净流量与流动负债的比率为 43.71%，同比提升 27.73 个百分点，可为即期债务偿付提供较好保障。

2019 年该公司 EBITDA 为 29.83 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仍保持在较好水平。

(2) 投资环节

图表 32. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
回收投资与投资支付净流入额	-2.08	-3.45	1.24	-1.40	1.84	-1.71
其中：理财产品投资回收与支付净额	-0.15	-1.90	-0.71	-4.14	0.03	—
其中：与主业有关的投资净额	-1.93	-1.55	1.95	2.74	1.81	-1.71
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	-4.32	-6.57	-12.04	-18.59	-23.00	-6.02
其他因素对投资环节现金流量影响净额	0.26	0.06	0.09	-0.07	-0.01	0.00
投资环节产生的现金流量净额	-6.14	-9.96	-10.71	-20.06	-21.17	-7.74

资料来源：根据海大集团所提供数据整理。

由于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持续增加，2019 年及 2020 年第一季度，公司投资性现金净流出分别为 21.17 亿元和 7.74 亿元，同比分别增长 5.56%和 27.78%，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 23.25 亿元和 6.08 亿元。后续公司仍有一定规模的饲料厂和生猪养殖场投建计划，预计公司投资环节仍将面临资金压力。

(3) 筹资环节

图表 33. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
权益类净融资额	-0.61	-3.43	-1.63	-2.62	-4.85	0.02
债务类净融资额	-4.82	5.86	5.89	20.02	-10.03	52.65
其中：现金利息支出	0.75	0.72	1.01	2.15	2.38	0.47
筹资环节产生的现金流量净额	-5.43	2.43	4.26	17.40	-14.88	52.67

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和发行债券方式筹集资金。2019 年及 2020 年第一季度公司筹资性现金流净额分别为-14.88 亿元和 52.67 亿元，其中 2019 年主要是偿还较多银行借款所致；2020 年第一季度同比大幅增长，主要是发行“海大转债”所致。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 34. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	37.71	53.14	68.87	92.92	87.35	145.93
	46.08	51.65	52.33	53.51	46.33	58.03
其中：现金类资产 ¹⁶ （亿元）	11.79	15.77	14.16	17.93	18.84	60.85
应收账款（亿元）	5.56	5.75	7.60	10.96	10.22	17.09
预付款项（亿元）	1.68	5.20	7.45	4.25	4.53	9.79
存货（亿元）	16.35	20.57	33.84	48.44	44.63	48.43
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	44.13	49.74	62.75	80.73	101.19	105.55
	53.92	48.35	47.67	46.49	53.67	41.97
其中：固定资产（亿元）	27.76	31.13	37.61	45.55	62.98	62.52
在建工程（亿元）	1.93	2.09	3.32	7.24	6.58	8.22
无形资产（亿元）	5.45	6.06	8.46	9.29	11.22	11.31
商誉（亿元）	1.70	1.82	2.95	3.81	3.49	3.52
期末全部受限资产账面金额（亿元）	0.35	0.07	0.18	0.07	0.25	0.22
期末抵押融资余额（亿元）	0.06	—	—	0.01	0.35	0.10
受限资产账面余额/总资产（%）	0.43	0.07	0.14	0.04	0.13	0.09

资料来源：根据海大集团所提供数据整理。

2019 年末及 2020 年 3 月末，该公司资产总额分别为 188.54 亿元和 251.48 亿元，分别较上年末增长 8.57%和 33.38%，其中流动资产占比分别为 46.33%和 58.03%。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，同期末现金类资产分别为 18.84 亿元和 60.85 亿元，主要为货币资金，余额分别为 18.50 亿元和 60.73 亿元，其中不可动用的货币资金余额小，分别为 0.25 亿元和 0.22 亿元，2020 年 3 月末货币资金较上年末大幅增长主要是发行“海大转债”募集资金。随着业务规模扩大，公司应收账款和预付款项均呈增长态势，同期末应收账款分别为 10.22 亿元和 17.09 亿元，分别较上年末增长 5.90%¹⁷和 67.23%；预付款项主要为预付原材料采购款，余额分别为 4.53 亿元和 9.79 亿元，较上年末分别增长 6.59%和 116.23%。存货账面价值分别为 44.63 亿元和 48.43 亿元，分别较上年末下降 7.85%和增长 8.50%，公司存货以原材料和库存商品为主，2019 年末分别为 28.97 亿元和 8.75 亿元，2019 年公司存货周转速度为 9.07 次，保持在较好水平。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 1.86 亿元和 3.24 亿元，其中 2019 年末较上年末下降 62.79%，主要是往来款减少 2.90 亿元及期货保证金减少 0.75 亿元所致；2020 年 3 月末较上年末增长 74.00%，主要是往来款增加所致。其他流动资产主要为发放贷款和垫款，2019 年末及 2020 年 3 月末

¹⁶ 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收银行承兑汇票

¹⁷ 2019 年新金融工具准则对应收账款的核算会计政策进行变更，按照新会计准则核算的 2019 年初应收账款余额为 96,484.44 万元。

余额分别为 6.92 亿元和 6.20 亿元。

从非流动资产来看,2019 年末及 2020 年 3 月末该公司非流动资产分别为 101.19 亿元和 105.55 亿元,主要包括固定资产、在建工程、无形资产和商誉。同期末固定资产分别为 62.98 亿元和 62.52 亿元,分别较上年末增长 38.29% 和下降 0.63%,其中 2019 年末增长较快,主要是公司产能扩建项目完工转固所致。在建工程分别为 6.58 亿元和 8.22 亿元,较上年末分别下降 9.15%和增长 24.92%,其中 2019 年在建工程转固 19.68 亿元、新增在建工程 19.79 亿元,年末在建工程主要包括饲料项目配套工程(4.55 亿元)和养殖项目配套工程(1.33 亿元);2020 年 3 月末增加较多,主要是公司推进产能扩建项目的建设进度所致。无形资产分别为 11.22 亿元和 11.31 亿元,较上年末分别增长 20.83%和 0.76%,主要是土地使用权增加所致;商誉分别为 3.49 亿元和 3.52 亿元,分别较上年末下降 8.29%和增长 0.87%,其中 2019 年计提商誉减值准备 0.34 亿元,包括四川海林格生物制药有限公司(简称四川海林格)(0.27 亿元)、山东大信集团有限公司(0.03 亿元)等的商誉减值准备¹⁸。此外,同期末生产性生物资产分别为 1.65 亿元和 2.59 亿元,分别较上年末增长 190.83% 和 56.60%,主要是能繁母猪数量增加所致;其他非流动资产分别为 2.66 亿元和 3.80 亿元,分别较上年末下降 14.63%和增长 43.12%,主要是预付设备款及工程款变动所致。其他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,2019 年末及 2020 年 3 月末分别为 0.25 亿元和 0.22 亿元,主要是土地复垦保证金及信用证保证金等。

5. 流动性/短期因素

图表 35. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年末	2019 年末	2020 年 3 月末
流动比率(%)	127.65	122.53	114.62	133.68	110.49	135.10
速动比率(%)	66.65	63.10	45.90	57.88	48.30	81.20
现金比率(%)	39.90	36.37	23.57	25.80	23.83	56.33

资料来源:根据海大集团所提供数据整理。

跟踪期内,随着该公司流动资产波动及流动负债增长,公司资产流动性有所波动,但总体流动性一般。2020 年 3 月末,公司流动比率和速动比率¹⁹分别为 135.10%和 81.20%。

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 2020 年 3

¹⁸ 根据审计报告,公司采用预计未来现金流现值的方法计算资产组的可收回金额,2019 年公司根据过往表现及其对市场发展的预期等计提商誉减值准备合计 0.34 亿元。

¹⁹ 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%。

月末，公司对外担保余额为 1,453.51 万元，主要是对子公司客户的担保，对外担保规模小，风险较可控。

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 2019 年末，公司本部资产总额为 127.45 亿元，所有者权益为 73.14 亿元，公司本部刚性债务为 25.37 亿元，货币资金余额 8.35 亿元。2019 年，公司本部实现营业收入 8.01 亿元，净利润 11.57 亿元，经营性现金流净额为 9.14 亿元，投资性现金流净额为 4.75 亿元，筹资性现金流净额为-18.22 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扶持。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、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税。此外，2019 年公司获得政府补助 1.19 亿元²⁰。

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 2020 年 3 月末，公司合并口径已获得银行授信总额为 221.84 亿元²¹，其中尚未使用的授信余额为 155.84 亿元。公司授信总额中大型国有金融机构综合授信额度为 137.45 亿元，占比为 61.96%，尚未使用的授信额度为 96.08 亿元，贷款利率区间为 2.05%~8.91%²²。

图表 36. 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）	221.84	63.46	2.05%~8.91%	信用、质押
其中：政策性银行（亿元）	53.57	10.79	3.15%~4.75%	信用
工农中建交五大商业银行（亿元）	83.88	30.58	2.05%~5.30%	信用

²⁰ 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。

²¹ 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。

²² 利率超过 7% 的部分主要是印度子公司的借款，系印度当地的货币利率基准较高所致。

机构类别	综合授信	放贷规模	利率区间	附加条件/增信措施
其中：大型国有金融机构占比（%）	61.96	65.19	—	—

资料来源：根据海大集团所提供数据整理（截至 2020 年 3 月末）。

附带特定条款的债项跟踪分析

海大转债：发行人赎回条款、投资者回售选择权

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格的 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。回售条款的设置，使该公司面临一定的提前偿付压力。

海大转债转股情况需持续关注，若转股情况不理想，则该公司需要偿还相关债券本息，增加公司刚性债务负担。

跟踪评级结论

跟踪期内，该公司业务规模继续扩张，营业收入和净利润保持增长态势。随着饲料新增产能释放，公司饲料销售收入持续增长，但饲料结构有所调整，导致饲料业务盈利水平有所波动；公司生猪业务规模扩张较快且受益于 2019 年生猪价格飞速上涨，生猪业务收入大幅增长且毛利率大幅提升。目前公司仍有一定规模的产能扩建项目，面临的资本性支出压力仍较大，且后续新增产能释放情况仍有待关注。公司主业经营持续面临疫病、自然灾害及食品安全等挑战。

跟踪期内，该公司股权结构保持稳定，实际控制人对日常经营管理参与程度高，控制力较强。公司进一步完善内部治理和内控体系，并继续提高治理水平。公司高管在换届选举后发生一定变动，但均系公司内部人员调任，一定程度上保证了公司发展规划的连贯性和战略执行的有效性。

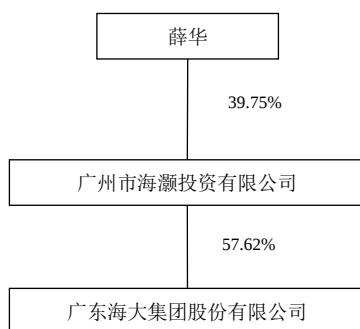
跟踪期内，随着该公司新产能建设以及经营规模的扩大，公司负债规模呈较快增长态势，资产负债率明显上升。公司刚性债务规模快速扩张，且以短期刚性债务为主，公司面临的即期偿债压力较大。公司经营收现能力较强，经营性现金流净额保持在较好水平，且拥有一定的货币资金存量，可为到期

债务偿付提供一定支撑。公司本部刚性债务快速增长，面临一定的偿付压力。

同时，本评级机构仍将持续关注：（1）饲料原材料价格波动对该公司饲料业务经营业绩及盈利能力的影响；（2）生猪价格波动对生猪业务经营业绩及盈利能力的影响；（3）新建产能及后续扩建产能的释放情况；（4）公司产能投建的投融资压力及资金平衡情况；（5）公司近年收购子公司的业绩实现情况。

附录一：

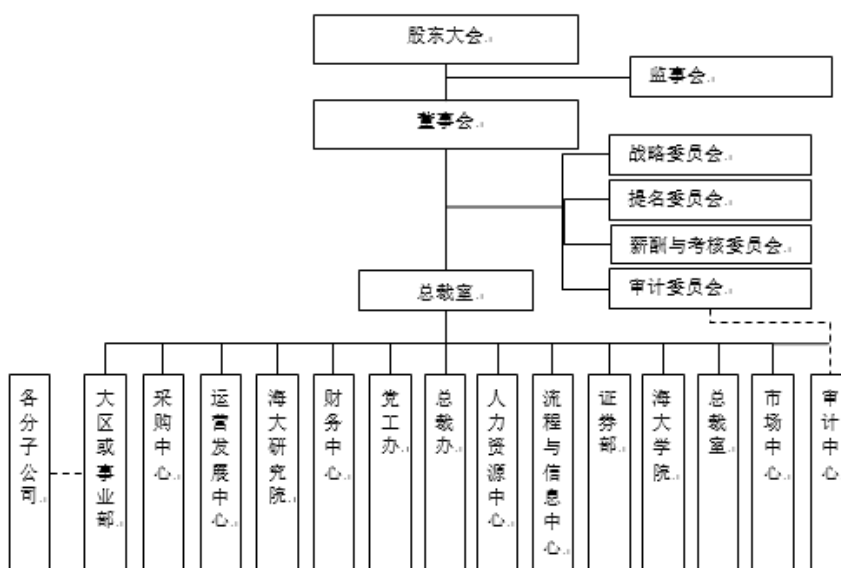
公司与实际控制人关系图



注：根据海大集团提供的资料绘制（截至 2020 年 3 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 2020 年 3 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	2019 年（末）主要财务数据						备注
					刚性债务余额 （亿元）	所有者权益 （亿元）	营业收入 （亿元）	净利润 （亿元）	经营环节现 金净流入量 （亿元）	EBITDA （亿元）	
广州市海灏投资有限公司	海灏投资	控股母公司	57.60	投资管理	5.48	1.86	—	2.26	-0.49	2.47	本部口径
广东海大集团股份有限公司	海大集团	本级	—	投资管理、贸易	25.37	73.14	8.01	11.57	9.14	12.74	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	—	6.57	12.69	5.17	0.08	6.07	本部口径
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	—	5.94	9.87	3.19	0.50	3.88	本部口径
Sheng Long Bio-Tech International Co.,Ltd	升龙科技	子公司	100.00	饲料生产及销售	3.18	5.27	21.74	1.71	-1.20	2.51	越南子公司，本部口径
衡阳县吉盛农牧发展有限公司	衡阳吉盛	子公司	100.00	生猪养殖	—	0.52	0.55	0.30	0.17	0.32	本部口径
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	—	2.79	8.88	0.46	0.05	0.70	合并口径

注：根据海大集团 2019 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]	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 第一季度
资产总额 [亿元]	131.60	173.66	188.54	251.48
货币资金 [亿元]	13.92	17.35	18.50	60.73
刚性债务[亿元]	23.32	46.73	38.72	87.60
所有者权益[亿元]	68.37	82.24	97.42	105.74
营业收入[亿元]	325.57	421.57	476.13	104.92
净利润[亿元]	12.26	14.84	17.90	3.69
EBITDA[亿元]	20.06	24.94	29.83	—
经营性现金净流入量[亿元]	4.94	10.36	32.47	-2.64
投资性现金净流入量[亿元]	-10.71	-20.06	-21.17	-7.74
资产负债率[%]	48.05	52.64	48.33	57.95
权益资本与刚性债务比率[%]	293.22	176.00	251.57	120.70
流动比率[%]	114.62	133.68	110.49	135.10
现金比率[%]	23.57	25.80	23.83	56.33
利息保障倍数[倍]	15.90	10.32	10.24	—
担保比率[%]	—	0.06	0.15	0.14
营业周期[天]	41.75	47.95	48.35	—
毛利率[%]	10.99	10.77	11.32	12.06
营业利润率[%]	4.54	4.19	4.41	4.32
总资产报酬率[%]	13.49	12.81	12.81	—
净资产收益率[%]	19.40	19.71	19.92	—
净资产收益率*[%]	19.91	20.21	19.57	—
营业收入现金率[%]	103.03	100.49	104.40	103.99
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	9.55	15.98	43.71	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-10.69	-12.54	12.38	—
EBITDA/利息支出[倍]	20.16	13.16	13.16	—
EBITDA/刚性债务[倍]	1.02	0.71	0.70	—

注：表中数据依据海大集团经审计的 2017~2019 年度及未经审计的 2020 年第一季度财务数据整理、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评级调查和诚信义务，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。

本跟踪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。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，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。