

## 海大集团 (002311.SZ) 危中求机，饲料航母砥砺前行

2020年04月22日

——公司首次覆盖报告

投资评级：买入（首次）

陈雪丽（分析师）

关雪（联系人）

chenxueli@kysec.cn

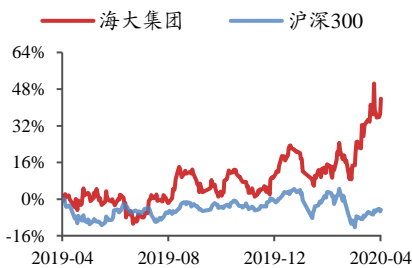
guanxue@kysec.cn

证书编号：S0790520030001

证书编号：S0790120030042

日期	2020/4/22
当前股价(元)	43.68
一年最高最低(元)	45.70/26.31
总市值(亿元)	690.30
流通市值(亿元)	678.61
总股本(亿股)	15.80
流通股本(亿股)	15.54
近3个月换手率(%)	38.51

### 股价走势图



数据来源：贝格数据

### ● 饲料行业竞争加剧，公司各业务仍稳健增长，首次覆盖，给予“买入”评级

公司为大型综合性饲料企业，从水产预混料业务起步，主要产品包括水产和畜禽饲料、水产动物种苗、动物保健品和生物制品、生猪养殖等。2019年受非洲猪瘟影响，饲料行业竞争加剧，公司各板块业务规模继续增长，实现营业收入476.13亿元，同比增长12.94%；归母净利润16.49亿元，同比增长14.71%。2020年生猪产能逐步恢复，水产养殖行业景气回升，公司饲料业务有望继续保持增长。我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为25.87/33.25/38.94亿元（其中生猪养殖业务利润为5.91/8.96/9.40亿元），EPS分别为1.64/2.10/2.46元，当前股价对应PE分别为26.7/20.8/17.7倍，首次覆盖，给予“买入”评级。

### ● 公司内修产品外修服务，铸就核心竞争力

公司拥有领先的采购、配方、销售及生产运营能力，四项能力灵活联动配合，使得公司成本控制和运营效率远高于同行，打造行业中最具性价比的产品。公司定位为围绕养殖的服务型企业，以实现双赢为目标，聚焦优质客户资源，与客户共同成长，提升自身综合竞争力，放大公司品牌价值。

### ● 饲料主业产品线丰富，各项业务发挥协同效应

公司饲料包含水产及畜禽饲料，产品线全面，结构均衡稳定，抗风险能力强。未来公司将进一步加大对畜禽和特种水产饲料的产能建设，保障饲料主业高增速。产业链延伸方面，公司围绕养殖不断发展种苗、动保及生猪养殖业务。种苗及动保业务研发实力居前，帮助养殖户提升收益。2019年公司签署多个生猪养殖项目合作协议，可带来累积超过400万头生猪出栏增量，公司业绩弹性增加。各项业务与公司饲料主业形成协同效应，对公司业绩贡献持续增强。

### ● 风险提示：原材料价格上涨、疫病及自然灾害风险、公司产能投产不及预期。

#### 财务摘要和估值指标

指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	42,157	47,613	60,119	72,409	83,480
YOY(%)	29.5	12.9	26.3	20.4	15.3
净利润(百万元)	1,437	1,649	2,587	3,325	3,894
YOY(%)	19.1	14.7	56.9	28.5	17.1
毛利率(%)	10.8	11.3	12.0	12.5	12.4
净利率(%)	3.4	3.5	4.3	4.6	4.7
ROE(%)	18.0	18.4	22.6	23.3	22.1
EPS(摊薄/元)	0.91	1.04	1.64	2.10	2.46
P/E(倍)	48.0	41.9	26.7	20.8	17.7
P/B(倍)	8.9	7.6	6.2	4.9	4.0

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

## 目 录

1、 饲料行业白马，率先启动养殖服务战略.....	5
1.1、 20 年持之以恒，铸就饲料企业龙头.....	5
1.2、 灵活运用股权激励计划，建立长效激励机制.....	6
1.3、 公司组织架构清晰，职能分工明确.....	8
2、 公司业绩跨周期增长，10 年归母净利润翻 10 倍.....	9
2.1、 公司经营稳健，跨周期稳步增长.....	9
2.2、 饲料销量增速可观，资产高周转带来高 ROE.....	10
3、 公司内外兼修，产品力+服务力多环节全面发展.....	12
3.1、 各环节能力专业化，“四位一体”强者恒强.....	12
3.1.1、 领先的采购、配方、销售能力，构成公司产品护城河.....	12
3.1.2、 “四位一体”联动机制，为卓越产品力保驾护航.....	15
3.2、 坚持围绕养殖进行服务，授人以鱼不如授人以渔.....	16
3.2.1、 服务型企​​业集聚优质客户资源，发展快于行业水平.....	16
3.2.2、 综合竞争力提升，公司品牌价值不断增长.....	18
3.3、 以核心竞争力为基础，分区域稳步推进全产业链.....	19
4、 饲料产品全线发展，动保种苗协同性突出.....	20
4.1、 非洲猪瘟加速饲料业整合，水产料稳定禽料增长较快.....	21
4.1.1、 水产料行业整体向好，2020 年公司有望迎来量价齐升.....	22
4.1.2、 禽料业务多年打磨，单吨盈利能力强.....	26
4.1.3、 猪料将充分受益于生猪产能提升.....	28
4.2、 全方位提升养殖收益，苗种及动保业务协同效应明显.....	28
4.2.1、 加强水产育种和繁殖工作，不断推动苗种产业化.....	28
4.2.2、 水产微生态制剂持续积淀，动保业务成为新的利润增长点.....	29
4.3、 生猪养殖业务稳步推进，有望进入快速发展阶段.....	29
5、 盈利预测与投资建议.....	30
6、 风险提示.....	31
附：财务预测摘要.....	32

## 图表目录

图 1: 公司 1998 年成立，历经 20 年不断发展壮大.....	5
图 2: 公司产业链设立包含饲料、动保、种苗、养殖及食品加工.....	6
图 3: 公司设有采购中心、营销中心、海大研究院等职能部门支持业务部门工作.....	8
图 4: 公司营业收入近 10 年年复合增速为 25%.....	9
图 5: 公司归母净利润近 10 年年复合增速为 27%.....	9
图 6: 饲料业务营业收入占比最大.....	10
图 7: 饲料业务毛利整体稳健.....	10
图 8: 公司整体毛利率表现较稳定.....	10
图 9: 动保业务毛利率较高.....	10
图 10: 公司饲料销量快速增长.....	11
图 11: 公司水产料市占率较高.....	11
图 12: 公司饲料种类全面.....	11
图 13: 公司毛利率表现稳定.....	11

图 14: 公司 ROE 处于同行业较高水平 .....	12
图 15: 公司采购与生产和销售协作 .....	13
图 16: 公司套期保值所需保证金最高占用额增加 .....	13
图 17: 建立原料数据库可以实时调整饲料配方 .....	14
图 18: 人均饲料销量增长 .....	15
图 19: 人均饲料销售收入增加 .....	15
图 20: 公司应收账款占营业收入比重维持稳定较低水平 .....	15
图 21: 公司“四位一体”联动机制运行灵活 .....	16
图 22: 公司 2006 年开始坚定向服务型企业转型 .....	17
图 23: 销售服务人员数量稳步增长 .....	18
图 24: 公司下属多个品牌 .....	18
图 25: 公司 2019 年中国上市公司品牌价值榜前 90 名, 品牌价值 343 亿 .....	19
图 26: 公司产业链延伸不冒进, 稳步探索全产业链 .....	19
图 27: 公司进行全球化的区域布局 .....	20
图 28: 公司华南区域收入占比最高 .....	20
图 29: 全国饲料产量增速放缓 .....	20
图 30: 配合饲料占比最大, 产量逐年增长 .....	21
图 31: 受非洲猪瘟扰动, 2019 年猪料产量下降, 禽料产量增长 .....	21
图 32: 2020 年饲料加工行业规模以上企业数或降至 3000 家 .....	22
图 33: 水产养殖产值高于捕捞产值 .....	23
图 34: 水产养殖总产值稳步增长 .....	23
图 35: 2019 年全国水产饲料产量为 2202.9 万吨 .....	24
图 36: 华东、华南和华中区域为水产饲料主要产区 .....	24
图 37: 2019 年公司水产饲料增长 13% .....	24
图 38: 特种水产品鱼饲料增速快于公司水产饲料增速 .....	24
图 39: 2018-2019 年大宗品鱼价整体表现较为低迷 .....	25
图 40: 普通鱼类产量年复合增速低 .....	25
图 41: 特种水产鱼类产量年复合增速高 .....	25
图 42: 公司多产品模式的饲料销量增长快于以猪料为主的双胞胎 .....	27
图 43: 公司禽料业务同比增速快 .....	27
图 44: 公司毛利率并未受禽料放量影响 .....	27
图 45: 能繁母猪存栏量环比增长, 同比降幅改善 .....	28
图 46: 公司 3 个养殖新品种为国际级品种 .....	29
图 47: 公司持续关注动保业务对环境造成的影响 .....	29
表 1: 广州市海灏投资有限公司持股比例为 57.6%, 股权较为集中 .....	6
表 2: 公司通过三次不同方式的股权激励计划及一次员工持股计划, 建立完善员工激励机制 .....	7
表 3: 公司股权激励计划期间净利润年复合增速超 21% .....	8
表 4: 2018 年 ROE 杜邦分析显示公司资产周转率突出 .....	12
表 5: 公司通过人员级别分层进行不同形式考核 .....	14
表 6: 公司服务人员客户拜访频率远高于同行业其他公司 .....	17
表 7: 2025 年工业饲料需求量有望超 2.5 亿吨 .....	22
表 8: 水产饲料品类以鱼料和虾蟹料为主 .....	23
表 9: 以公司草鱼膨化料为例, 膨化料亩产量增加为养殖户带来更多单位收益 .....	26
表 10: 公司预计新增产能 456 万吨, 主要以特种水产膨化料为主 .....	26

---

表 11: 公司 2020 年新增项目累计超过 400 万头生猪出栏.....	30
表 12: 可比公司估值: 海大集团饲料产品结构良好, 盈利能力强, PE 估值略高于行业平均水平.....	31

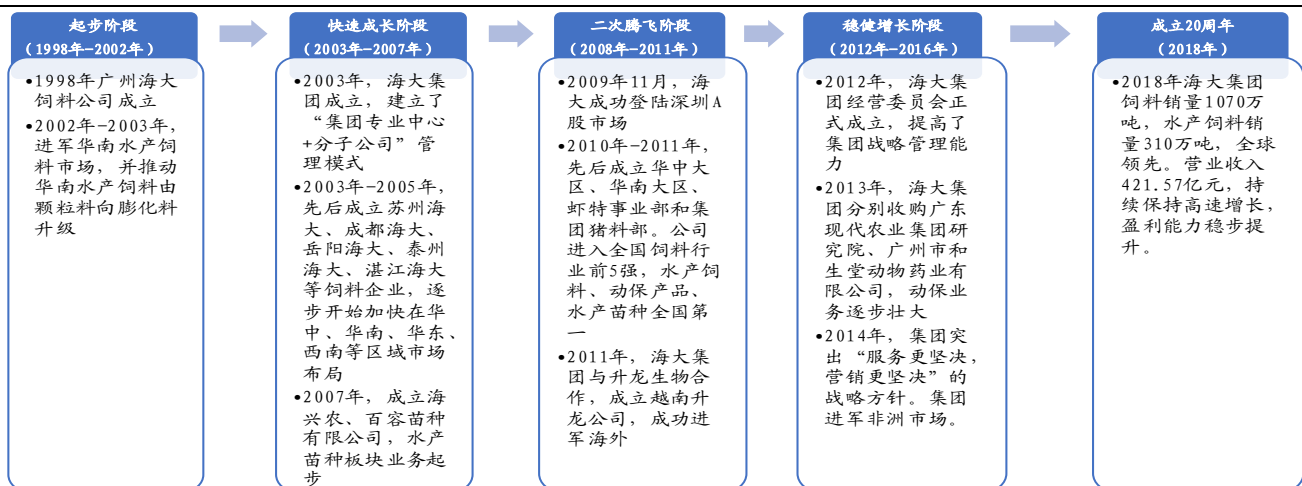
## 1、饲料行业白马，率先启动养殖服务战略

公司是一家集研发、生产和销售水产饲料、水产饲料预混料和畜禽饲料以及健康养殖为主的养殖服务型公司。公司业务主要围绕动物养殖过程中需要的产品和服务展开，主要产品包括水产和畜禽饲料、优质水产动物种苗、动物保健品和生物制品、生猪养殖等，覆盖各类产品的研发、设计、生产、销售、服务等全部业务环节。其中，水产和畜禽饲料生产销售为公司最主要的业务。公司拥有一千多人的研发团队，280多家国内外分子公司。

### 1.1、20年持之以恒，铸就饲料企业龙头

**起步于水产预混料，逐步发展为围绕养殖环节的服务型公司。**公司1998年起步于水产预混料，同时成立广东海大畜牧水产研究中心，主要进行水产预混料的研究生产和销售，同年在湖北嘉鱼成立分公司，开始水产配合料生产。2001年公司水产预混料销量达到全国第一，并一直保持水产预混料行业龙头地位。2002-2003年期间，先后成立了广州市番禺大川饲料有限公司、汕头海隆饲料有限公司、广州市海维饲料有限公司，进军华南水产饲料市场，并推动华南水产饲料由颗粒料向膨化料的升级。2004年公司开始进入虾料和禽料领域，并开始在华中、华南、华东及西南地区成立饲料公司，加快区域布局。2007年公司成立海兴农、百容种苗有限公司，水产种苗板块业务起步。2009年公司在深圳A股成功上市，公司成功上市后，坚定2006年设立的战略定位，即从技术领先型企业升级为服务型公司。一方面立足于公司主营的饲料业务，加强对技术、采购、生产、人力资源等专业能力的提升，另一方面加大对优质种苗、科学养殖模式和养殖技术、疫病防治等环节的研发和管理投入。围绕这一战略，2010年至2011年公司水产饲料、动保产品及水产种苗实现全国销量第一，2013年收购广东现代农业集团研究院、广州市和生堂动物药业有限公司，公司动保业务不断壮大。2018年公司成立20周年，已经实现饲料销量突破1000万吨，营业收入421.53亿元的优异成绩。对内不断打磨自身产品质量，对外通过对养殖户提供整个养殖流程所需的专业服务（包括优质种苗、科学养殖模式和技术、动保产品、饲料、流通加工）与下游养殖户实现共赢，保证养殖户获利，同时企业获得长足发展。

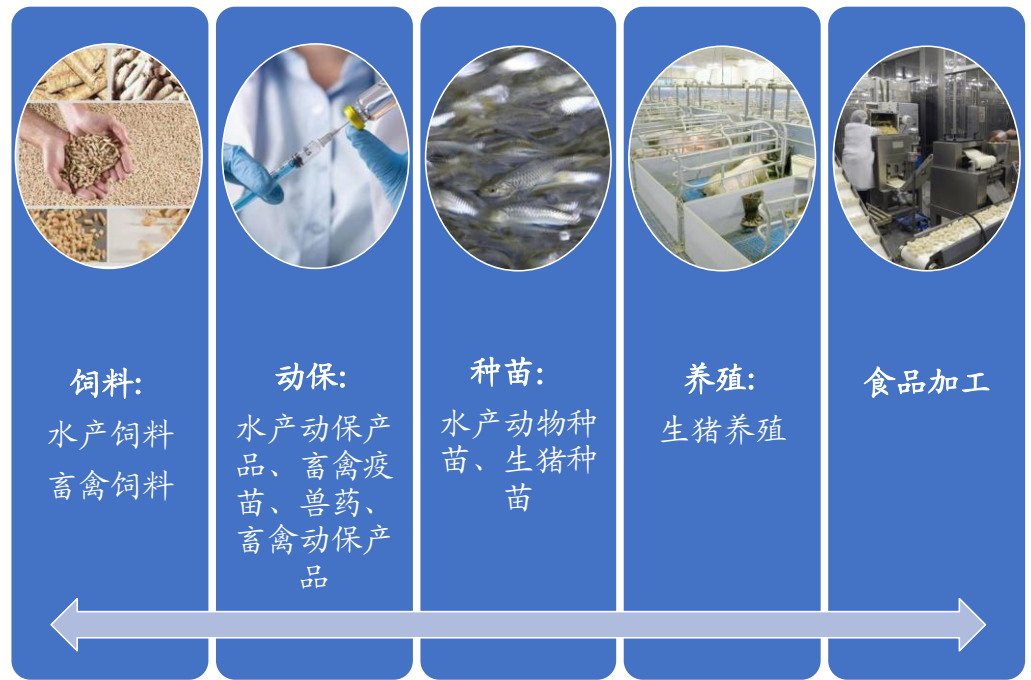
图1：公司1998年成立，历经20年不断发展壮大



资料来源：公司官网、开源证券研究所

以饲料产品为核心业务，构建综合的产业链竞争优势。公司的核心业务为饲料业务，在挖掘和理解客户需求的基础上，丰富对客户提供的产品和服务，由饲料不断延伸至经济附加值更高的兽药、疫苗及种苗产品的研发和生产。同时通过有效的产业链的延伸，公司尝试性进入生猪养殖和食品加工环节，经营模式得到了有序的发展，各产业板块互相支撑、共同发展。未来公司产业链发展的基本策略是专业化基础上的规模化，核心竞争力基础上的产业链延伸。公司将以饲料产品为核心业务，同时积极发展原料、动保、种苗、养殖、流通和食品加工等业务，培养公司全产业链条上的专业能力，构建起产业链上综合的核心竞争能力。

图2：公司产业链设立包含饲料、动保、种苗、养殖及食品加工



资料来源：公司官网、公司公告、开源证券研究所

## 1.2、灵活运用股权激励计划，建立长效激励机制

公司实际控制人兼上市公司董事长为创始人薛华，通过持有广州市海灏投资有限公司股份间接持有上市公司股份。Wind 数据显示，董事长薛华持有投资平台 39.75% 股份，投资平台持有上市公司 57.6% 股份，公司股权结构稳定。

表1：广州市海灏投资有限公司持股比例为 57.6%，股权较为集中

排序	股东名称	占总股本比例 (%)
1	广州市海灏投资有限公司	57.6
2	香港中央结算有限公司(陆股通)	4.22
3	全国社保基金四零六组合	1.5
4	挪威中央银行-自有资金	1.38
5	全国社保基金四一六组合	1.27

资料来源：Wind、开源证券研究所

公司依据不同阶段发展需求制定股权激励方案，建立健全人才梯队。公司自上市以来分别在 2011 年、2014 年及 2016 年开展了三次股权激励，2017 年开展核心员

工持股计划。为了实现公司围绕饲料主业转型服务型企业的目标，公司转型升级的过程中，需要面对研发、采购、生产以及资产管理等方面的经营管理问题。在此背景下对员工的工作能力提出了更高要求。股权激励计划可以将公司的发展绩效与员工的薪酬挂钩，借助其激励作用，激发员工的工作积极性，完成业绩考核指标，最终实现公司的发展战略目标。公司的股权激励主要分为四个阶段，灵活性逐渐增加。

**第一阶段（2011-2013）：**上市之初，公司正处于业务高速扩张时期，对优秀管理人员和核心技术人员的需求很高，因此首次股权激励采取了股票期权方式，对 2 名公司高管及 119 名核心技术管理及业务人员进行股票期权激励，此种模式激励对象不用承担股价下跌带来的损失，可以最大程度的调动员工的工作积极性，有利于公司上市后各项业务的快速扩张；

**第二阶段（2014-2016）：**公司发展进入稳定扩张期，除了追求规模扩张外，公司对业绩也有了更高的要求，对部分已经获得股票期权的激励对象采取相对保守的限制性股票激励方式，而对部分未获得过股票期权的激励对象授予股票期权，一方面稳定已有人才梯队，另一方面最大限度的吸引新进人才；

**第三阶段（2016 年至今）：**公司发展逐步进入成熟期，公司需要在现有产业模式下继续进行规模扩张，更需要员工与公司共同成长，长期为更大的发展目标努力，因此公司只选择了限制性股票激励一种方式，为公司长远发展提供更多稳定性；

**第四阶段（2017 年至今）：**公司开始推行方式更为灵活的核心员工持股计划，可以制定业绩考核目标，更加长远的绑定核心员工与公司的利益。

**表2：公司通过三次不同方式的股权激励计划及一次员工持股计划，建立完善员工激励机制**

时间	激励方式	操作方法及模式特点	股票来源
2011	股票期权	公司激励对象没有必须行权的义务，不用承担股价下跌带来的损失	向激励对象定向发行
2014	股票期权加限制性股票	公司对在第一次股权激励计划中授予了股票期权的激励对象，基本上都授予了限制性股票，对新的激励对象授予了股票期权	向激励对象定向发行
2016	限制性股票	公司激励对象在满足授予条件的情况下获得股票后，股票价格的涨跌会直接增加或减少限制性股票的价值，进而影响激励对象利益	向激励对象定向发行
2017	员工持股计划	公司可根据员工持股计划实施目标、发展阶段、等具体情况综合考虑，对员工持股计划的业绩考核进行设定。绩效考核方面具有灵活性和自主性。	二级市场购买

资料来源：公司公告、经管之家、开源证券研究所

**股权激励期间实现净利润年复合增速超 21%，为公司长远发展打下基础。**根据公司公告梳理得到，2011 年股权激励计划中，仅 2013 年受行业不景气影响，未达到净利润和 ROE 的解锁条件，其余三期均满足，在此期间，公司实现净利润由 2011 年的 3.37 亿元增长至 2014 年的 5.15 亿元，总增幅为 52.82%，饲料销量由 339 万吨增长至 554 万吨，总增幅为 63.42%，扣非后加权平均 ROE 维持在 10%以上。2014 年股权激励计划期间，仅 2016 年公司营业收入及扣非后净利润增长率不满足解锁条件，2015-2017 年实现营业收入由 255.67 亿元增长至 325.57 亿元，总增幅为 27.34%，2017 年扣非后净利润相比基期 2013 年增长 264.17%。2016 年股权激励计划还在进行中，根据 2017-2018 年业绩情况，已解锁第一期、第二期。2019 年归母净利润相比基期增长率为 111.41%，满足第三期解锁条件。在灵活有计划的股权激励模式下，公司 2011 年至 2019 年归母净利润已由 3.44 亿元突破至 16.49 亿元，年复合增速为 21.64%。公司通过建立完善的激励机制，实现了与管理、研发、业务人才跨越周期的飞速成长。

表3: 公司股权激励计划期间净利润年复合增速超 21%

行权期	业绩年度	净利润(亿元)	营业收入(亿元)	饲料销量(万吨)	ROE(扣除/加权)	净利润增长率	是否解锁
2011 第一期	2011	3.37 (扣非)	119.76	339.00	14.38%	-	是
2011 第二期	2012	4.24 (扣非)	154.51	437.00	15.75%	-	是
2011 第三期	2013	3.19 (扣非)	179.30	479.00	10.52%	-	否
2011 第四期	2014	5.15 (扣非)	210.90	554.00	14.25%	-	是
2014 第一期	2015	7.30 (扣非)	255.67	630.24	15.58%	128.84% (扣非)	是
2014 第二期	2016	8.16 (扣非)	271.85	733.43	15.38%	155.80% (扣非)	否
2014 第三期	2017	11.63 (扣非)	325.57	849.08	19.05%	264.17% (扣非)	是
2016 第一期	2017	12.07 (归母)	325.57	849.08	19.05%	54.78% (归母)	是
2016 第二期	2018	14.37 (归母)	421.57	1070.00	18.00%	84.27% (归母)	是
2016 第三期	2019	16.49 (归母)	476.13	1229.00	17.36%	111.41% (归母)	是

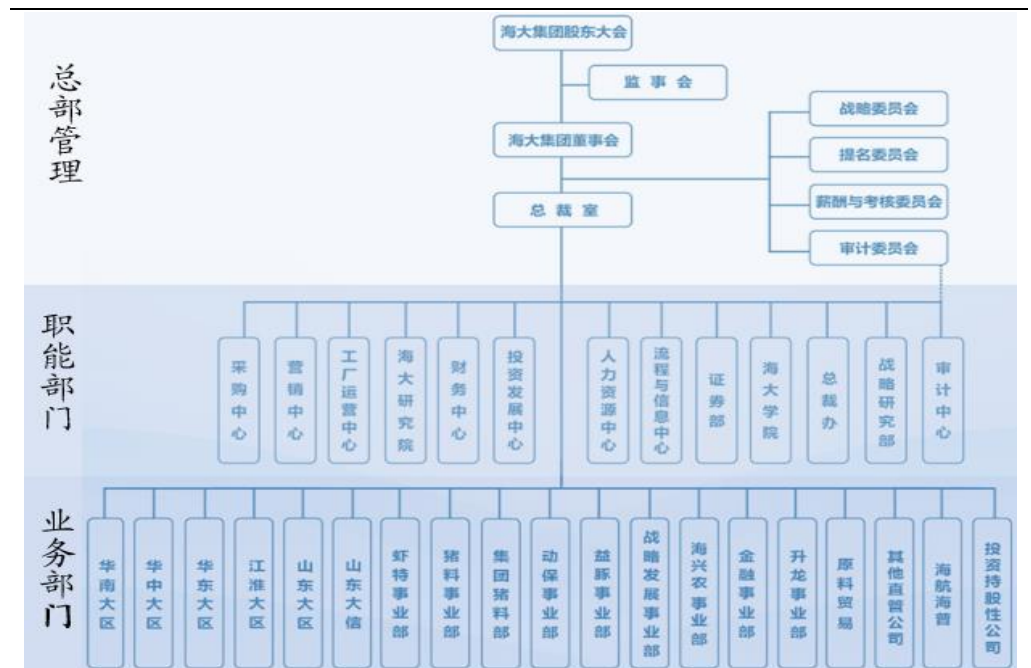
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

注: 2011 年股权激励计划中, 净利润考核绝对值, 非增长率; 2014 年股权激励计划中, 以 2013 年为基数考核扣非后净利润增长率; 2016 年股权激励计划中, 以 2015 年为基数考核归母净利润增长率。

### 1.3、公司组织架构清晰, 职能分工明确

公司在总部设置了技术研究院、采购中心、财务中心、工厂运营中心、营销中心、流程与信息管理中心和人力资源中心等专业职能部门, 各专业中心以取得在本专业领域的技术和管理领先性为目标, 为大区、事业部及各分子公司提供技术和管理标准、并提供一体化、专业化的管理与服务支持。集团下属按照区域或经营品类设置多个大区、事业部, 各大区、事业部主要组织及管理下属分子公司的生产、销售和服务等。

图3: 公司设有采购中心、营销中心、海大研究院等职能部门支持业务部门工作



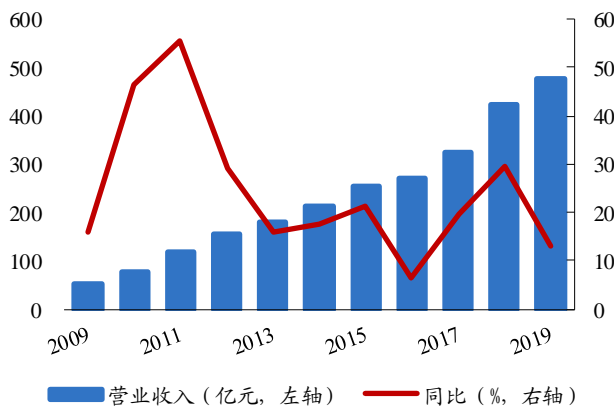
资料来源: 公司官网、公司公告、开源证券研究所

## 2、公司业绩跨周期增长，10年归母净利润翻10倍

### 2.1、公司经营稳健，跨周期稳步增长

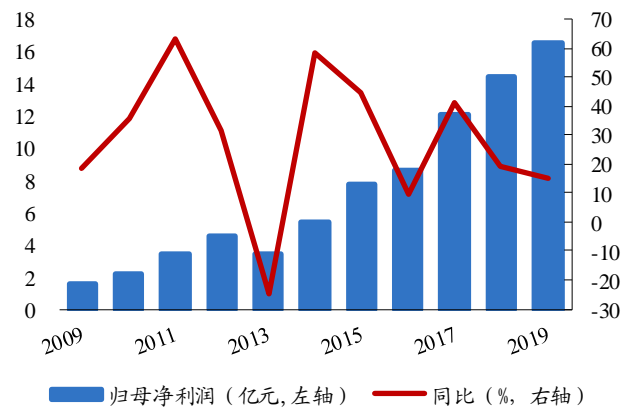
2019年公司年报显示，2019年海大集团实现营业收入476.13亿元，同比增长12.94%，归属于上市公司股东净利润16.49亿元，同比增长14.75%。2009-2019年公司营业收入及归母净利润规模不断增加，营业收入从2009年的52.5亿元增加至2019年的476.13亿元，增长超9倍，年复合增速为25%，归母净利润从2009年的1.55亿元增加至2019年的16.49亿元，增长超10倍，年复合增速为27%。

图4：公司营业收入近10年年复合增速为25%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

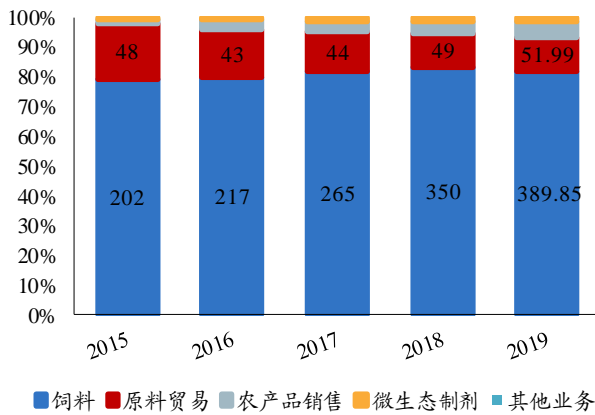
图5：公司归母净利润近10年年复合增速为27%



数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

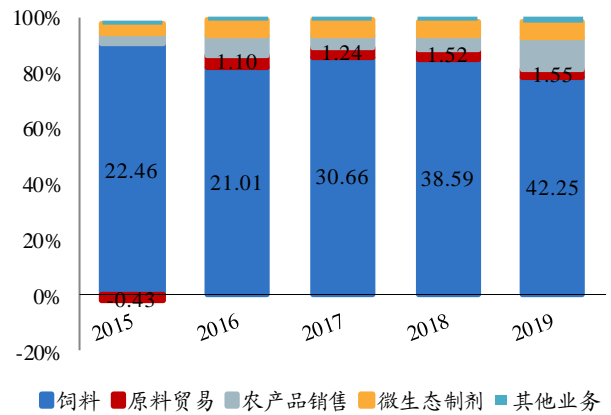
**公司业务稳定增长，各板块规模全面发展。**公司主营业务涵盖饲料、动保（微生物制剂）、农产品业务及贸易收入，其中农产品业务包括种苗、生猪养殖、禽肉加工业务，贸易收入以饲料原材料贸易为主。2019年公司饲料销量突破1200万吨，实现销售收入389.85亿元，同比增长11.50%，占公司营业收入比重为81.88%。农产品销售中，2019年公司生猪养殖业务实现收入13.71亿元，同比增加53.36%；水产种苗业务2019年实现营业收入3.54亿元，同比增长26.43%。动保业务方面，2019年实现营业收入5.74亿元，同比增长21.28%。原材料贸易方面，主要是将公司集中采购、规模采购、及期现结合的采购优势直接转为公司贸易优势，增加利润增长点。2019年原料贸易实现销售收入51.99亿元。

图6: 饲料业务营业收入占比最大



数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

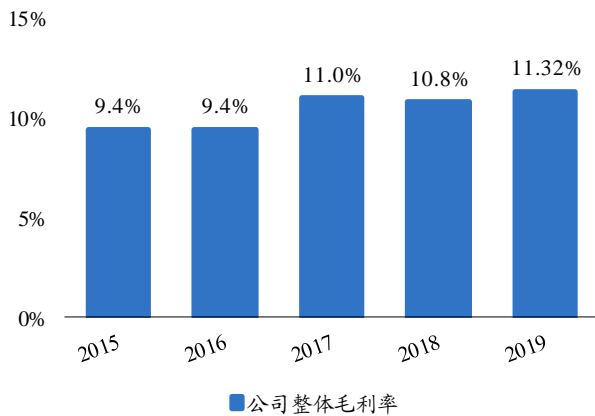
图7: 饲料业务毛利整体稳健



数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

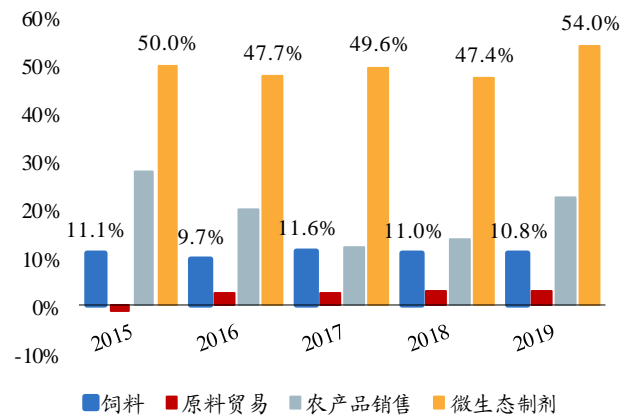
饲料业务毛利率稳定,动保业务毛利率较高。公司毛利率自2017年以来超过10%,各项主营业务中动保(微生态制剂)业务毛利率最高,近五年平均毛利率为49.70%。饲料业务毛利率表现较为稳定,除2016年受洪灾天气影响,饲料需求下降,毛利率仅为9.69%,其余年份毛利率均高于10%。

图8: 公司整体毛利率表现较稳定



数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

图9: 动保业务毛利率较高

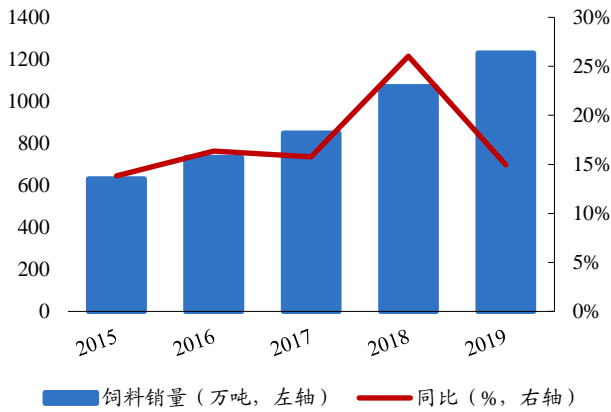


数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

## 2.2、饲料销量增速可观,资产高周转带来高ROE

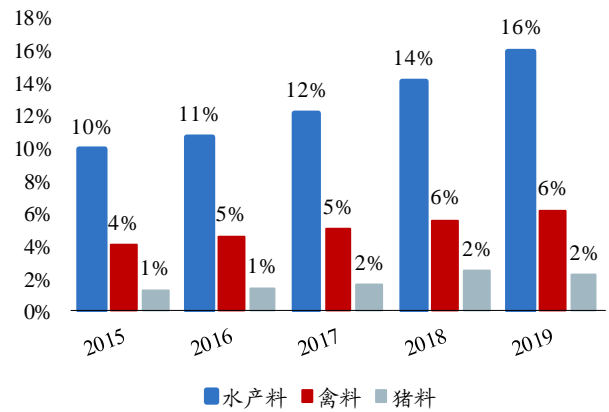
禽料发力公司饲料销量实现高增速,未来占比有望继续提升。根据公司年报数据显示,2015年到2019年公司饲料销售从630万吨增长至1229万吨,年复合增速为18%。其中禽料销售增速较快,带动公司饲料销量快速增长。市占率方面,公司水产料市占率最高,2019年达16%,猪料占比较小,2019年仅2%,禽料市占率稳步提升,2019年达6%。公司饲料销量有望保持快于行业的增长速度,未来各品类市占率都有较大提升空间。

图10: 公司饲料销量快速增长



数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

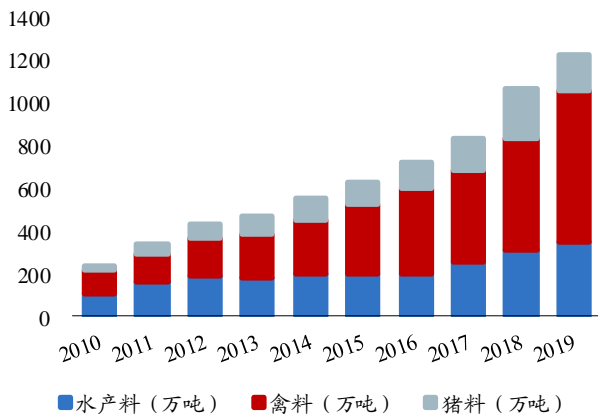
图11: 公司水产料市占率较高



数据来源: 公司公告、中国饲料工业协会、开源证券研究所

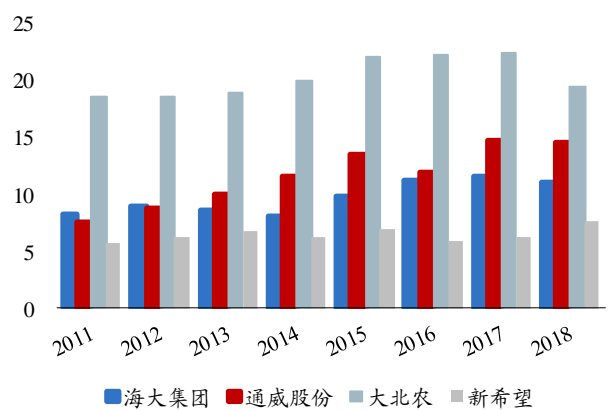
**公司饲料产品线全面，饲料毛利率保持稳定。**根据 Wind 数据显示，公司可比公司饲料产品毛利率呈现一定差异，其中大北农和通威股份饲料产品毛利率靠前，主要原因在于大北农和通威股份以销售毛利率较高的猪饲料和水产饲料为主，新希望饲料产品毛利率最低，主要由于公司饲料结构中低毛利率的禽料占比较大，使得公司饲料整体毛利率不高。公司毛利率处于可比公司中间水平，并且常年保持稳定发展态势，得益于公司全面的饲料产品线，公司饲料产品中水产饲料、畜禽饲料占比相对均衡。

图12: 公司饲料种类全面



数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

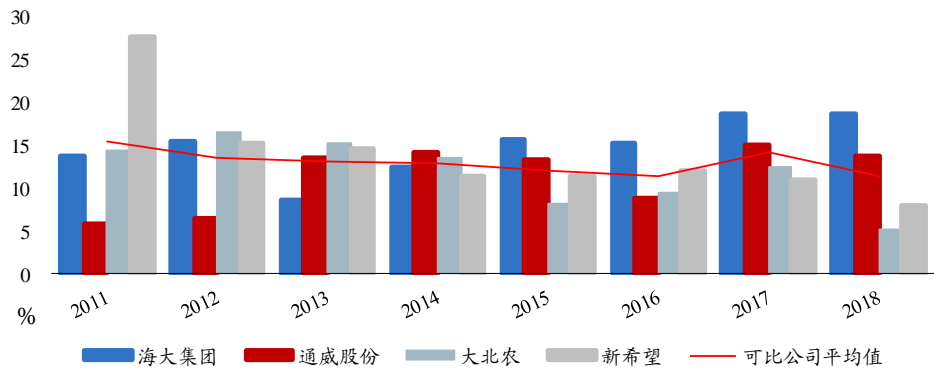
图13: 公司毛利率表现稳定



数据来源: 中国饲料工业协会、开源证券研究所

注: 选取主要饲料上市公司进行对比, 由于部分公司 2019 年年报未出, 对比数据截至 2018 年

**高于同行业公司的 ROE，得益于优秀的资产周转率。**公司 ROE 常年高于同行业平均水平，除 2013 年行业遭受终端消费不旺、恶劣天气和养殖疫病暴发的打击，公司 ROE 水平下降，其余年份公司均保持优异的 ROE 水平。通过对公司及可比公司的杜邦分析可看到，公司盈利能力高于行业平均，主要由于公司拥有较高的资产周转率，体现出公司优秀的运营能力和销售能力。

**图14: 公司 ROE 处于同行业较高水平**


数据来源: 海大农牧公众号、开源证券研究所

注: 选取主要饲料上市公司进行对比, 由于部分公司 2019 年年报未出, 对比数据截至 2018 年

**表4: 2018 年 ROE 杜邦分析显示公司资产周转率突出**

杜邦分析	销售净利率	总资产周转率	权益乘数	ROE (平均)
海大集团	3.41%	2.76	2.15	20.21%
通威股份	7.33%	0.86	2.28	14.38%
大北农	2.63%	1.03	1.87	5.07%
新希望	2.47%	1.53	2.13	8.04%

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 销售净利率=归属母公司股东的净利润/营业总收入; 部分公司 2019 年数据未更新, 选取 2018 年数据进行比较

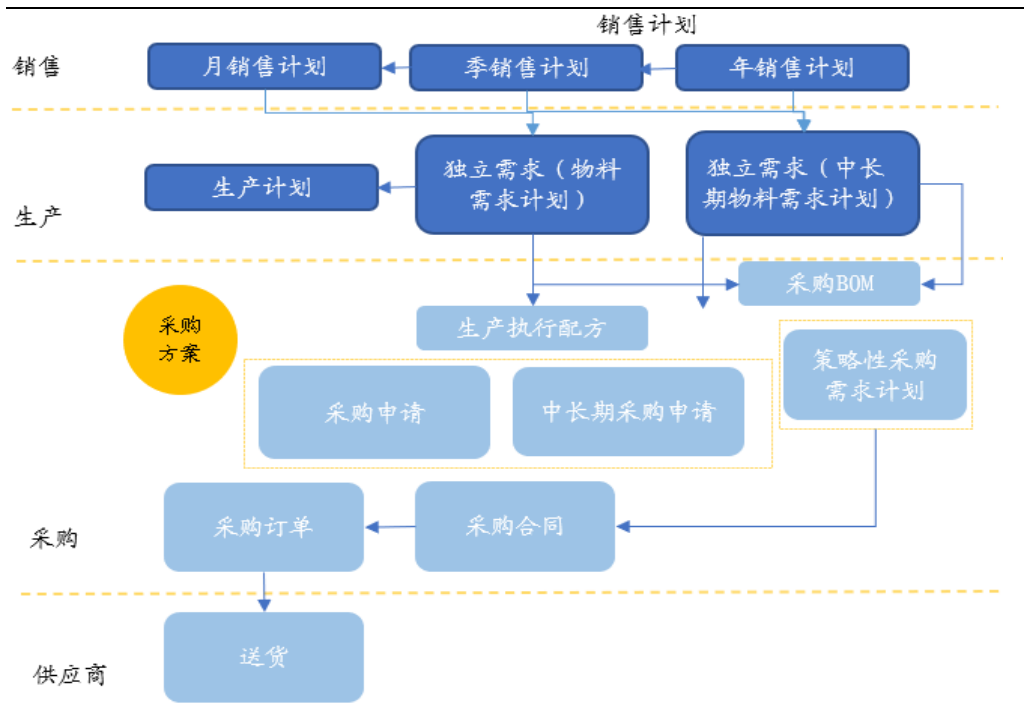
### 3、公司内外兼修，产品力+服务力多环节全面发展

#### 3.1、各环节能力专业化，“四位一体”强者恒强

##### 3.1.1、领先的采购、配方、销售能力，构成公司产品护城河

原材料采购直接决定生产成本，公司主要采用集中采购模式。玉米、豆粕、鱼粉、菜粕和棉粕为公司饲料产品最主要的原料。各原料采购金额占原料采购总金额占比超过 60%。公司采购业务实行“集中采购与授权管理”相结合的采购模式，采购业务设有集团总部采购中心与分、子公司采购部两个层级，授权采购金额占比不足 10%。公司以集中采购模式为主，由总部采购中心统一根据各分子公司的采购需求进行供应商的询价和选择，并代表各分子公司集中与供应商谈判，确定最后交易条件后，由各用货分子公司采购部门与供应商签订采购合同，并由采购中心监督合同执行。集中采购模式下，采购与销售和生产环节的合作至关重要，公司销售按月、季度及年度制定销售计划，生产环节制定生产计划及独立需求，最终采购部门形成采购方案，再进行集中采购。

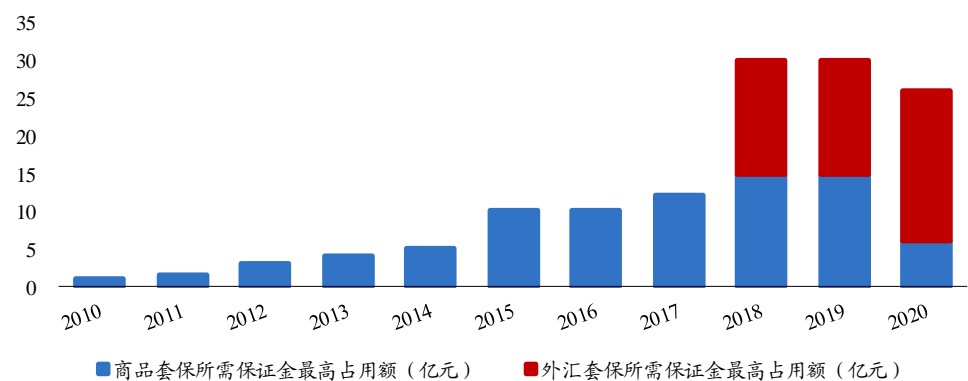
图15: 公司采购与生产和销售协作



资料来源: 海大农牧公众号、开源证券研究所

公司通过期现结合方式进行采购风险控制，套期保值表现稳定。公司采购原材料涉及国内国外，公司需要进行商品套期保值业务及外汇套期保值业务来降低原材料价格波动风险和公司进行跨国采购面临的货币贬值风险。由于公司在境外业务逐步扩大，国际政治、经济环境等多重因素的影响，各国货币波动的不确定性增强，公司2018年开始增加外汇套期保值，整体套期保值所需保证金最高占用额增加。公司套期保值根据自身需求进行，不进行投机行为，稳定有效地降低了采购环节的大宗商品价格波动风险。

图16: 公司套期保值所需保证金最高占用额增加



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

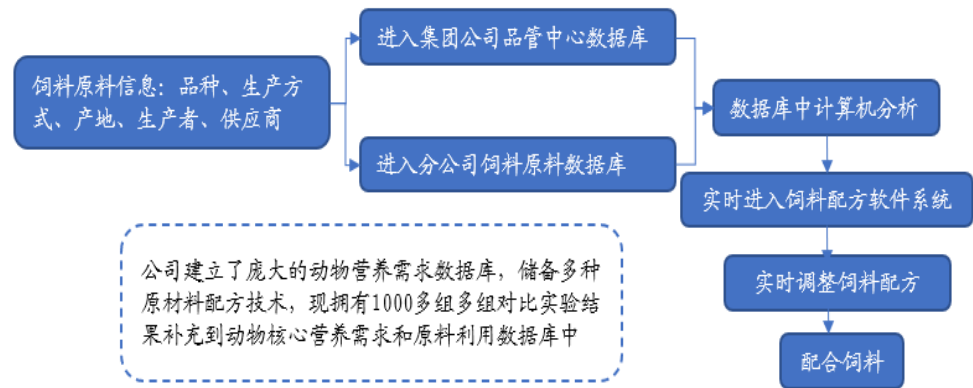
进行量化考核，建立采购人员激励机制。公司对采购人员采取两种考核方式，对采购人员采取日常重点项目内容管理，对经理及以上人员考核他们的采购方案和使用价和市场价的对比，结合公司最后的年度经营指标、预算及销量，尽可能量化考核指标。最后根据量化后的绩效进行相应的奖励，合理激励采购人员。

**表5: 公司通过人员级别分层进行不同形式考核**

人员	考核方式	考核内容
采购人员	PBC 管理方式	重点工作包括计划跟踪、询价议价
经理及以上人员	KPI 考核	采购方案，采购价和市场价的对比

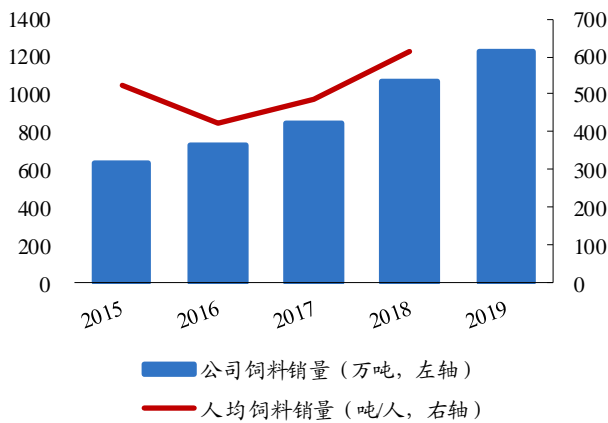
资料来源：广东饲料公众号、开源证券研究所

**公司饲料产品配方能力突出，拥有自主研发水产动物营养数据库。**公司以水产预混料起家，水产饲料配方技术超前。国内外对猪、鸡的原料数据库公开较多，而水产养殖原料利用报道较少，大部分水产饲料企业的配方仅依靠技术人员的经验配置而成，缺乏系统的理论体系支撑。原料数据库可以帮助公司实时调整饲料配方，进行原料替代，降低生产成本。公司经过多年的研发，目前拥有主要水产养殖动物原料利用数据库及肉鸭、蛋鸭原料利用数据库，对公司水产配合饲料及肉鸭、蛋鸭配合饲料发展提供了强有力的技术支撑，可以根据原材料价格变动，实时调整饲料配方，从而降低生产成本。

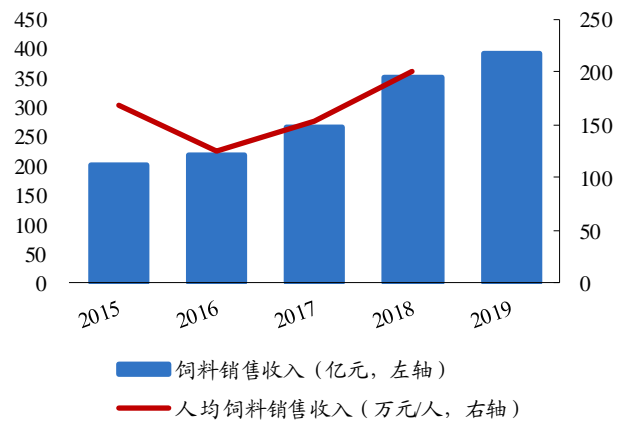
**图17: 建立原料数据库可以实时调整饲料配方**


资料来源：《新时期中国水产饲料产业技术体系的发展》、公司公告、开源证券研究所

**公司销售能力强，人均饲料销量及收入持续增长。**销售环节是公司业务开展的关键部分，公司主要采取经销+直销的销售模式，侧重本地化营销，充分组建经销渠道以高效的解决养殖户的资金和运输需求。根据公司年报数据显示，公司人均饲料销量及销售收入保持持续增长，产品销售能力较强。

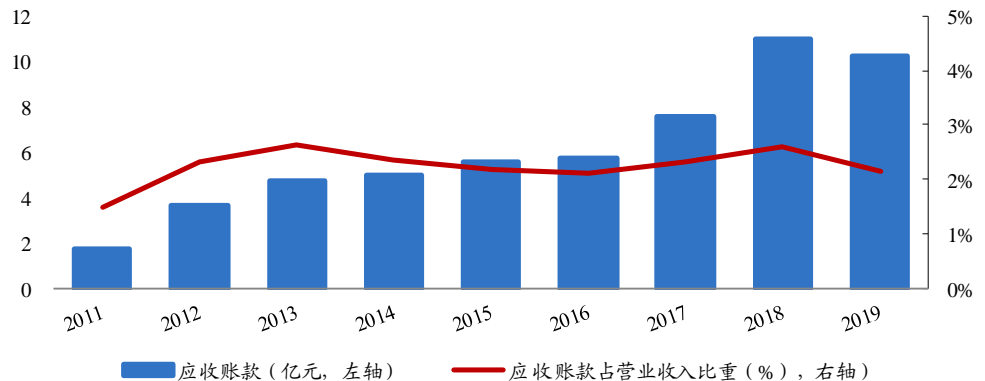
**图18: 人均饲料销量增长**


数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

**图19: 人均饲料销售收入增加**


数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

**公司客户质地良好，应收账款占比较低。**公司应收账款规模随着业务规模逐步增长，由于公司一直要求饲料板块现金操作不赊欠，应收账款占营业收入的比重一直维持稳定偏低水平。2011年至2019年公司应收账款占营业收入比重的平均值仅为2.24%，同时也从侧面反应了公司销售团队与下游合作养殖户合作关系稳定，养殖户盈利能力较稳，质地优秀。

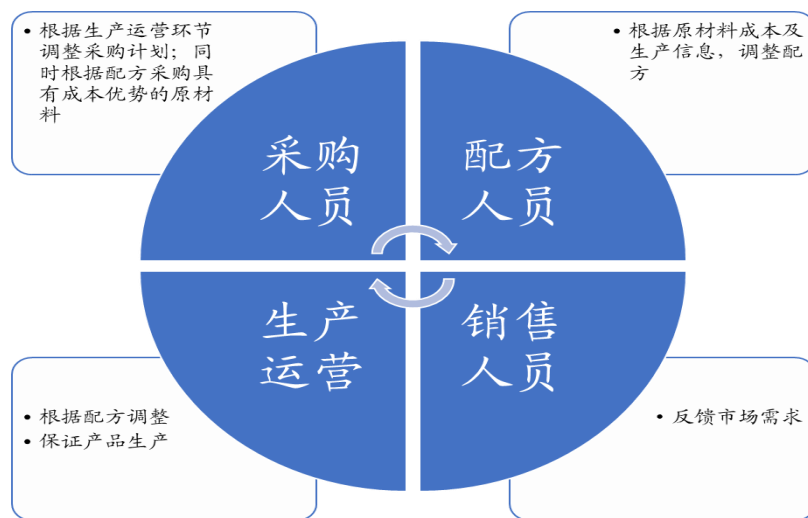
**图20: 公司应收账款占营业收入比重维持稳定较低水平**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3.1.2、“四位一体”联动机制，为卓越产品力保驾护航

产品力优势不仅需要以上专业能力的支撑，公司还建立“四位一体”快速联动机制，即采购人员能根据配方需求采购有成本优势的原材料，且当采购人员发现市场上替代性原材料存在低成本采购机会时，配方人员能在产品质量保证的前提下快速调整配方，使用性价比更优的原材料组合；市场服务人员能把市场需求清楚传递回配方人员，同时能及时跟踪反馈配方变动下的养殖情况，以便配方人员根据养殖情况进一步优化配方；内部运营能及时应对配方的调整，保证不同配方下的产品生产，保证生产工艺的稳定性，并对生产费用负责。在快速联动的基础上，能确保公司产品性价比保持最优状态，充分体现公司产品力的优势。

图21: 公司“四位一体”联动机制运行灵活



资料来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3.2、坚持围绕养殖进行服务，授人以鱼不如授人以渔

#### 3.2.1、服务型企业集聚优质客户资源，发展快于行业水平

**公司服务型战略初见成效，未来将坚持向服务转型。**公司起步于为饲料企业提供预混料，由于无法直接对接养殖户，企业命运很大程度上取决于饲料企业的发展前景。仅卖预混料，公司未来发展会受到很大限制。基于以上对行业和公司的判断，2002 年公司开始转型，考虑为整个行业提供技术支撑。在此阶段，公司一方面强化对饲料配方、原料、核心的添加剂等技术的研究，同时也开始进行更长远的围绕养殖环节的服务规划。**2006 年：**公司确定了服务型企业的发展战略，以客户价值第一为战略选择，为客户创造价值。公司通过向养殖户提供“苗种-放养模式-环境控制-疫病防治-饲料-行情信息”等全流程的产品和技术服务支持，确保养殖户能使用到最先进的养殖技术，从而确保养殖户养殖成功和盈利。通过几年时间，公司初步完成了统一思想，转变观念的任务。**2013 年：**行业虾病大爆发，公司维持营收收入增长，但净利润却出现下滑，服务型战略遭遇疫病考验，行业开始对海大服务战略产生质疑，**2014 年：**公司董事长薛华坚决提出服务体系必须有耐心、有毅力，只有坚持下去，才有出路，坚定了公司服务型企业的定位。公司提供的养殖全程技术服务，有效放大客户收益，从而增加客户的粘性，公司发展再上一个台阶。**2018 年：**生猪养殖行业遭受非洲猪瘟，2019 年公司猪料业务需要彻底向服务转型，过去采取的纯营销方式在行业规模化变革下将没有空间。未来公司将面临更多的大型养殖场、家庭农场及 1000 头以上养殖户，客户对产品 & 全面养殖技术的服务的要求更高，公司要真正站在养户角度，提供多种服务让猪健康活下来。公司将坚定服务战略不动摇，复制虾病期间积累的养殖户服务经验，使得公司整体由饲料产品逐步转变为养殖户提供养殖环节技术服务。

**图22: 公司 2006 年开始坚定向服务型企业转型**


资料来源: 公司公告、开源证券研究所

公司不断聚焦、细分市场和客户，实现“精准服务”。公司的根基是服务体系，公司做好市场的充分调研，划分目标市场、目标渠道和目标养殖户，基层的业务人员服务养殖户和跑塘口的次数远高于同行业其他公司，并且会通过短信平台，为养殖户提供苗种、天气、新养殖技术、原料价格等基础信息，同时搜集和分析最新的市场信息，指导农户按需求生产。公司一直秉持饲料产品力强是第一步，但最重要的是让养殖户能真正见到成效，控制好养殖环节苗种、养殖条件等都可以保证养殖户收益更高。目前公司水产饲料产品及养殖服务经历多年的打磨，已经具备一定的竞争优势，未来公司将继续服务型企业发展畜禽饲料业务。

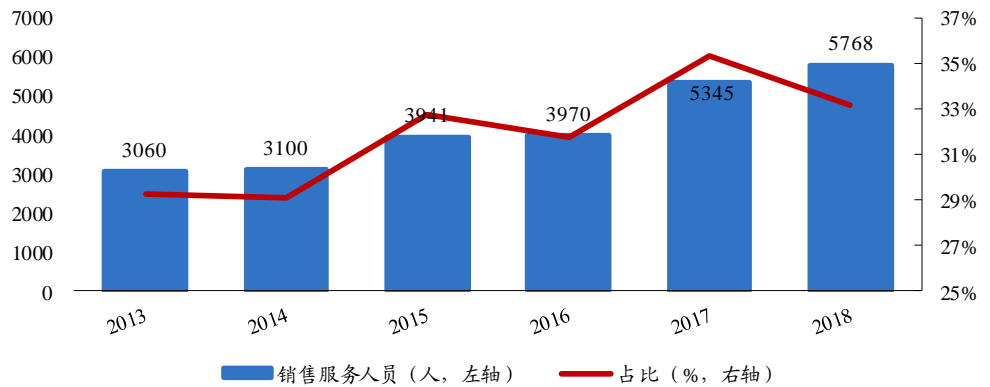
**表6: 公司服务人员客户拜访频率远高于同行业其他公司**

客户	面积(亩)	过去使用产品	现在使用海联科	过去服务频次(次/月)	现在服务频次(次/月)
客户 1	50	3101、喜欢杀虫消毒等	藻源素、磷速补、底倍康等	0.5	6
客户 2	18	碳氮磷肥使用较多	3201、底倍康、藻源素等	0	5
客户 3	35	藻源素、使用小厂药和肥	藻源素、3101、3102 等	1	4
客户 4	25	碳氮磷肥、杀虫消毒等	藻源素、磷速补、3101 等	0.5	3
客户 5	20	碳氮磷肥、708	藻源素、磷速补、底倍康等	0.5	3

资料来源: 海大农牧公众号、开源证券研究所

公司销售服务人员突破 5000 人，占比超人员总数 30%。公司一线销售服务人员 2017 年开始突破 5000 人，占比超过 30%。公司经过多年的发展，已经打造了经验丰富、知识和技术过硬的销售服务团队，积极带动农户种养观念转变，与养殖户实现共同盈利，提升客户认可度和粘性。

图23: 销售服务人员数量稳步增长



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

### 3.2.2、综合竞争力提升, 公司品牌价值不断增长

公司在深化服务转型的同时, 不断发展自身品牌。公司产品种类丰富, 凭借优秀的产品能力, 公司产品在存活率、生长效果和生长率上优势明显, 品牌效应逐步体现, 产品具备高定价的能力, 可以减轻定价规律对公司产品的影响。同时全面的养殖技术服务也是公司重要的品牌标签, 在养殖过程中实现互利共赢, 辅助公司扩大品牌的影响力, 成为获取客户和提高客户粘度的重要抓手。

图24: 公司下属多个品牌



资料来源: 海大农牧公众号

依托于公司强劲的产品力和服务力, 公司品牌受到社会认可。公司成为农业产业化国家重点龙头企业、国家级企业技术中心、中国制造业企业 500 强, 福布斯“亚洲上市公司 50 强”、中国上市公司品牌价值百强。2019 年由清华大学经济管理学院中国企业研究中心、每经智库联合研究, 每日经济新闻出品发布的“2019 中国上市公司品牌价值榜”上, 公司连续两年上榜, 品牌价值上升至 343 亿元, 相对 2018 年提升 30%, 在农牧行业排名仅次于温氏股份和新希望, 排名第三。

**图25: 公司 2019 年中国上市公司品牌价值榜前 90 名, 品牌价值 343 亿**

年份	排名	公司	LOGO	品牌价值 (亿元)
2019	90	海大集团 002311.SZ		343
2018	97	海大集团 002311.SZ		258

资料来源: 海大集团官方微信、开源证券研究所

### 3.3、以核心竞争力为基础, 分区域稳步推进全产业链

公司以饲料为中心, 稳扎稳打扩展产业链。公司在产业链延伸上, 一方面拓宽丰富饲料核心业务的产业链, 另一方面延长产业链, 有序布局了优质水产动物种苗、水产动保产品、畜禽疫苗、兽药、畜禽动保产品、生猪养殖等业务。公司水产预混料及添加剂销量常年保持国内第一水平, 考虑到更深入的接触养殖户, 公司开始拓展配合饲料, 使得饲料生产和销售成为公司主要业务, 公司现有饲料产品结构健全, 涉及水产料(鱼、虾)、禽料(鸡、鸭)、猪料和特种料(高档膨化料)。以公司的水产板块为例, 在做好饲料产品后, 再将产业链延伸到动保, 再到苗种, 每一个环节都做到比专业公司强。在畜禽养殖产业链上, 公司稳步积累沉淀自身竞争优势后, 逐步向生猪养殖环节发展, 按照自身的发展节奏, 继续将产品做到极致, 有了产品优势后, 再对接屠宰、加工, 不急不慢打造从猪苗-饲料-动保-养殖-肉制品加工的产业链。公司在产业链布局和发展中不冒进, 每一个环节的拓展都花费数年的时间, 精心经营使得公司产品结构抗风险能力强, 盈利能力和增速远高于行业一般水平。

**图26: 公司产业链延伸不冒进, 稳步探索全产业链**

<b>预混料</b>	<b>水产饲料预混料和添加剂:</b> 公司旗下广东海因特生物技术集团有限公司连续多年国内销量第一	
<b>配合饲料</b>	公司有近60家配合饲料公司, 涉及 <b>水产料(鱼、虾)、禽料(鸡、鸭)、猪料和特种料(高端膨化料)</b>	
<b>动保板块</b>	<b>动保与微生物制剂药品:</b> 设有广州市和生堂动物药业有限公司、清远海贝、鄂州海贝; <b>疫苗兽药:</b> 设有四川海林格生物科技有限公司	
<b>苗种板块</b>	<b>水产苗种的研发、生产、销售及服务:</b> 公司旗下主要设有广东海兴农集团有限公司	
<b>生猪养殖</b>	<b>打造一条从猪苗-饲料-动保-养猪-肉品的产业链:</b> 公司旗下主要设有广州市益豚猪业投资有限公司	

资料来源: 公司官网、开源证券研究所

区域布局由华南迈向全球, 继续深化饲料大省发展。公司的区域布局战略是以华南为起始, 逐步在华中、华东、华北等主要养殖区域及东南亚等海外市场全面布局, 未来公司将进一步完善在重点养殖区域的产能布局, 扩大华东、华中片区的饲料产能, 根据中国饲料工业协会 2019 年数据显示, 从各省市饲料产量来看, 全国饲料产量超千万吨省份 9 个, 比 2019 年减少 2 个, 按产量排序分别为山东、广东、广

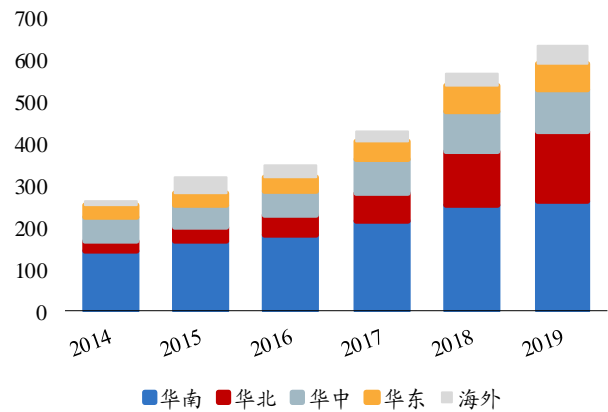
西、辽宁、江苏、河北、湖北、四川、湖南。上述区域饲料产业发达，公司收入也主要来源于上述区域。未来公司将继续在饲料生产优势区域扩张产能，提升公司的市场占有率，扩大规模效应。2020年发行28.3亿元可转债新增102条生产线，超过半数分布在华南及华东地区。

图27: 公司进行全球化的区域布局



资料来源：公司官网、开源证券研究所

图28: 公司华南区域收入占比最高



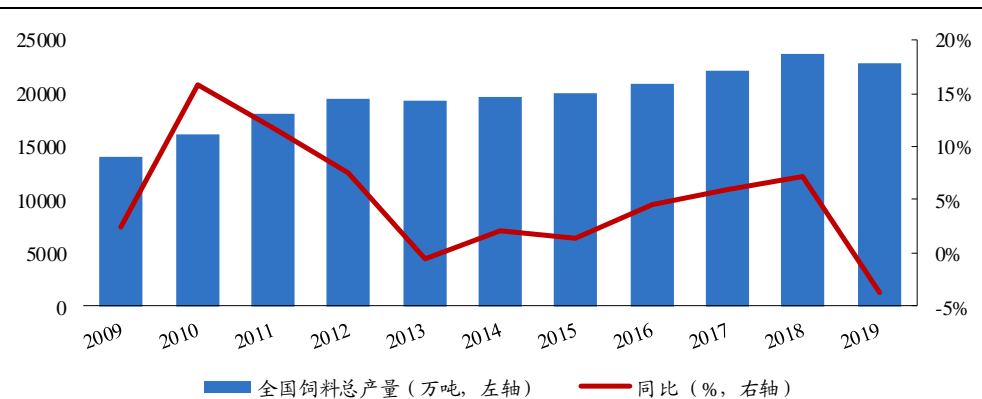
数据来源：Wind、公司公告、开源证券研究所

注：收入未考虑内部抵减

## 4、饲料产品全线发展，动保种苗协同性突出

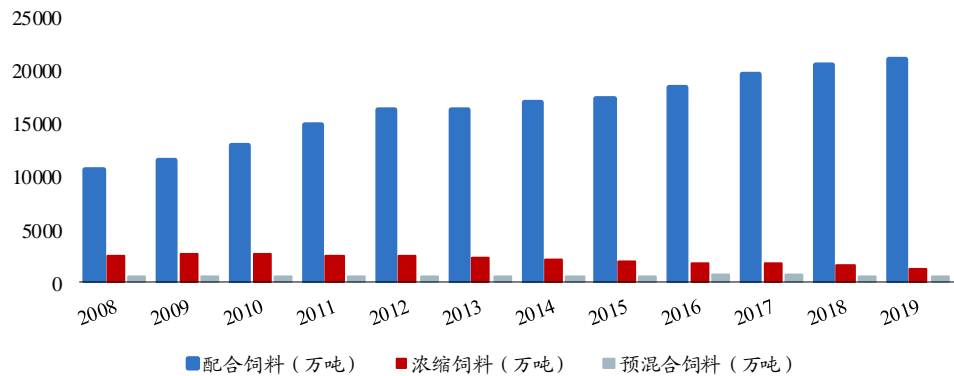
饲料行业产量低速增长成为常态。国家统计局数据显示，2008-2013年全国饲料产量增长41.51%，年复合增速为7.19%。2013-2019年全国饲料产量增长18.33%，年复合增长率3.42%，近6年全国饲料产量增速明显放缓。2019年养殖行业受到非洲猪瘟影响，饲料行业产量出现下降，行业面临整合。

图29: 全国饲料产量增速放缓



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

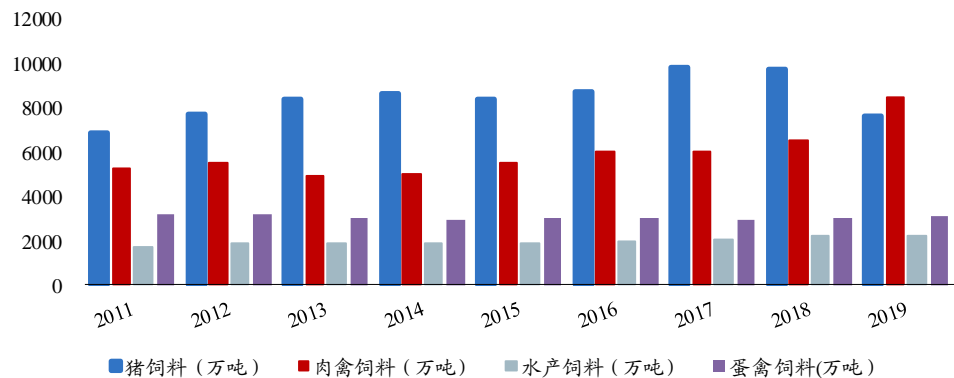
浓缩料及预混料低迷，配合饲料增速较快。随着养殖业规模化程度的迅速提升，配合饲料在饲料中的主导地位越来越牢固。根据中国饲料工业协会的数据显示，2008-2019年，配合饲料产量从10590万吨增长到21014万吨，增幅98.43%；浓缩饲料从2531万吨下降到1242万吨，降幅为50.93%；预混料从546万吨降至543万吨，降幅为0.62%。

**图30: 配合饲料占比最大, 产量逐年增长**


数据来源: 中国饲料工业协会、开源证券研究所

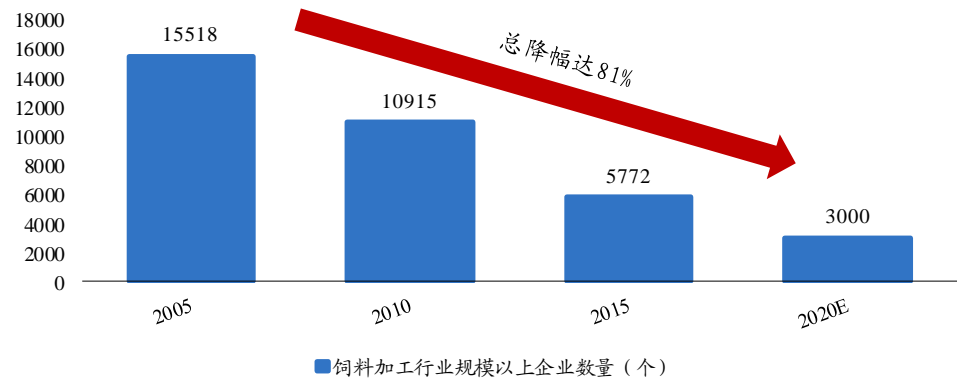
#### 4.1、非洲猪瘟加速饲料业整合, 水产料稳定禽料增长较快

2019年全国工业饲料产值和产量下降, 产品结构调整加快。受非洲猪瘟疫情影响, 生猪产能下滑, 2019年猪饲料产量为7663.2万吨, 同比下降26.6%, 其中仔猪、母猪、育肥猪饲料分别下降39.2%、24.5%、15.9%; 肉禽饲料产量为8464.8万吨, 同比增长21.0%, 其中肉鸡、肉鸭饲料增长17.9%、25.2%; 蛋禽饲料产量为3116.6万吨, 同比增长4.44%; 水产饲料产量为2202.9万吨, 同比增长0.3%。在饲料总产量中, 猪饲料占比从2019年的43.9%下降到33.5%, 禽饲料占比从2019年的41.4%上升到50.6%。

**图31: 受非洲猪瘟扰动, 2019年猪料产量下降, 禽料产量增长**


数据来源: 国家统计局、开源证券研究所

饲料行业集中度进一步提升。2019年全国年产100万吨以上规模饲料企业集团31家, 在全国饲料总产量中的占比为50.5%, 其中有3家企业集团年产量超过1000万吨。根据国家十三五规划, 预计2020年以后中国饲料企业减少至3000余家, 100万吨产能的企业增加至60家, 约占全国饲料产能的60%, 行业集中度不断提升。

**图32: 2020年饲料加工行业规模以上企业数或降至3000家**


数据来源: 中国产业信息网、开源证券研究所

随着工业饲料普及率提升, 需求量仍将保持增长。2019年饲料产量约为2.2亿吨, 随着居民人均肉类消费量稳步增长, 下游生猪养殖、禽养殖及水产养殖规模化程度提升, 预计工业饲料的普及率将继续提升。其中, 非洲猪瘟疫情导致大量散户退出养殖, 生猪养殖的工业饲料普及率有望大幅提升至60%, 高于国家十三五规划中的45%水平, 禽料方面由于当前工业饲料普及率较高, 增速较稳, 水产饲料方面, 随着居民肉类消费升级持续, 水产品产量大幅增长, 同时环保趋严, 倡导绿色水产养殖, 工业饲料有望逐步取代冰鲜鱼投喂, 工业饲料需求有望大幅增长。整体来看, 我们预计2025年全国工业饲料需求量有望超2.5亿吨, 2019年开始年复合增速约为2.66%。产品结构中, 禽料行业竞争较为激烈, 猪料及水产料市场空间较大。

**表7: 2025年工业饲料需求量有望超2.5亿吨**

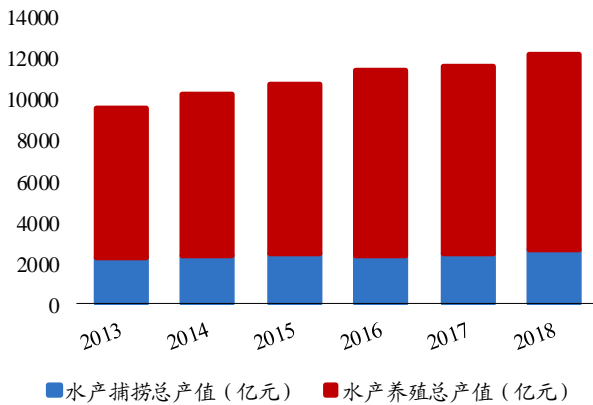
肉类	2025年产量(万吨)	料重比	工业饲料普及率	工业饲料需求量(万吨)
猪肉	4699	3.0: 1	60%	8458
禽肉	2462	2.0: 1	95%	4678
水产品	5927	1.8: 1	45%	4801
禽蛋	3309	2.2: 1	90%	6552
牛羊	1262	2.0: 1	50%	1262
合计	17659			25751

数据来源: 开源证券研究所

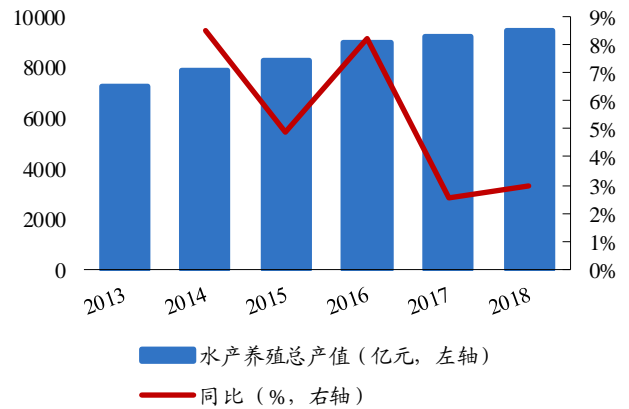
注: 工业饲料需求量=动物产品产量\*料重比\*工业饲料普及率; 产量预测方面, 参考2019年国家统计局公报公布的肉类产量数据, 其中以2019年中国渔业年鉴水产养殖和捕捞产量占比为依据, 假设水产品养殖占比为80%。养殖占比按2018年国家统计局数据进行预测, 增速预计参考经合组织对发展中国家肉类产量增速; 工业饲料普及率在国家十三五计划基础上进行预测。

#### 4.1.1、水产料行业整体向好, 2020年公司有望迎来量价齐升

水产品需求不断增长, 水产养殖比例稳中有升。随着人们对肉类摄入来源要求提高, 对蛋白质含量较高的水产品需求增长。在水产品生产, 存在捕捞和养殖两种形式, 我国水产品养殖比例远高于捕捞比例, 养殖产值实现稳步提升。养殖面积方面, 2019年我国淡水养殖面积511.67万公顷, 海水养殖包括鱼、虾、贝、藻及其他海生物等, 2019年养殖面积201.37万公顷。我国水产品养殖以淡水养殖为主, 海水养殖为辅。

**图33: 水产养殖产值高于捕捞产值**


数据来源: Wind、中国渔业统计年鉴、开源证券研究所

**图34: 水产养殖总产值稳步增长**


数据来源: Wind、中国渔业统计年鉴、开源证券研究所

水产饲料品类丰富，以鱼料和虾蟹料为主。作为水产养殖发展的基础，水产饲料发展迅速，2019年我国水产饲料产量为2203万吨。从养殖品类看，水产饲料包含鱼料、虾蟹类及其他特种水产饲料，其中鱼料种类比较广泛，包含淡水鱼料及海水鱼料。

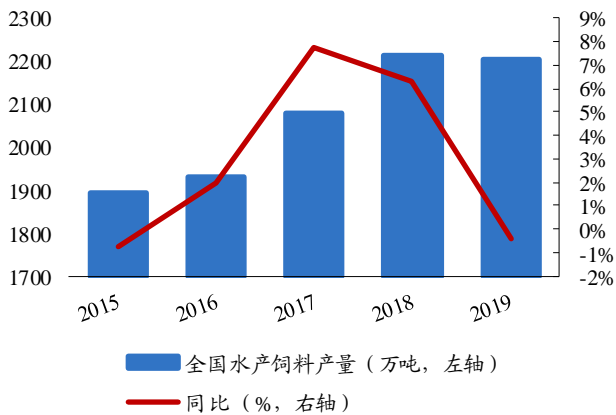
**表8: 水产饲料品类以鱼料和虾蟹料为主**

分类	主要包含鱼类
淡水鱼料	大宗品: 草鱼、鲤鱼、鲫鱼、罗非鱼等; 特种产品: 鲈鱼、生鱼、黄颡鱼、金鲳鱼
海水鱼料	石斑鱼、金鲳鱼、大黄鱼、鳗鲡
虾蟹料	河蟹、小龙虾、对虾
其他特种饲料	鲟鱼、鲍鱼海参、鳐鱼、河豚、兰子鱼、龟鳖

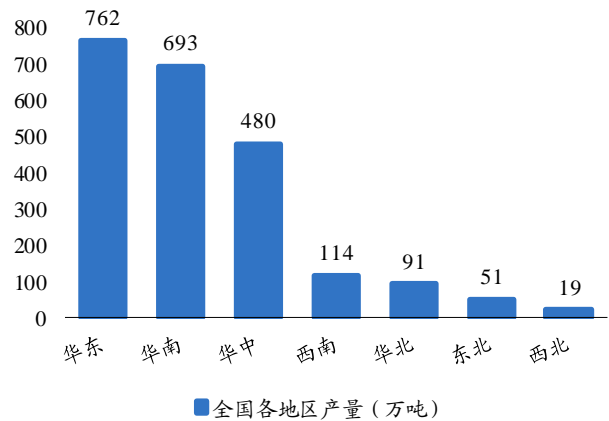
资料来源: 开源证券研究所

注: 大宗水产品指淡水传统养殖品种; 特种水产品指价格稍高, 近几年开始规模养殖品种

华东、华南和华中区域为水产养殖主要区域。2018年华东区域为我国最大的水产饲料生产区域，产量为762万吨，其次为华南地区和华中地区，其产量分别为693和480万吨，三地产量合计占全国水产饲料产量比例约88%。

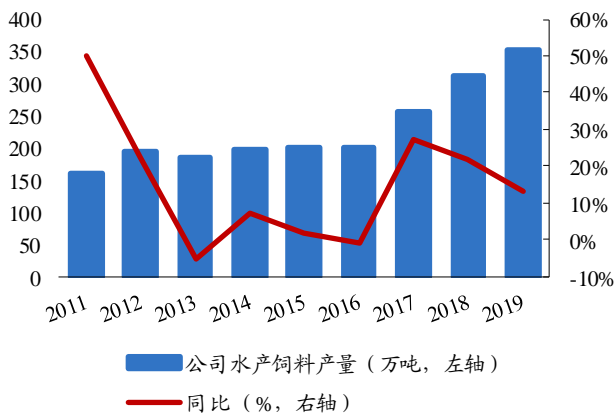
**图35: 2019年全国水产饲料产量为2202.9万吨**


数据来源: 中国饲料工业协会、开源证券研究所

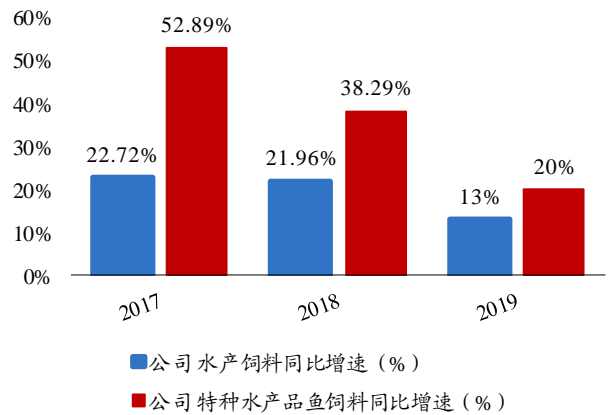
**图36: 华东、华南和华中区域为水产饲料主要产区**


数据来源: 饲料技术汇、开源证券研究所

**公司以轻资产切入，水产饲料结构持续优化。**公司水产饲料发展的第一阶段选择了以预混料作为突破口。因为预混料对设备要求低，更多的核心是配方技术，在没有资产情况下，公司产品体现出十足的技术价值，连续数年保持全国预混料销售第一。随后进入水产配合饲料发展阶段，在消费升级趋势下，对营养价值高的特种水产品和高档水产品的需求不断上升，促使传统家鱼的比重逐年下降，公司顺应行业发展趋势，持续优化水产饲料产品结构，使得高毛利率的特种水产品鱼饲料销量同比增速快于公司水产饲料整体增速，2018-2019年公司实现水产饲料销量同比分别增长21.96%、13%，其中特种水产品鱼饲料销量同比增长分别为38.29%、20%。

**图37: 2019年公司水产饲料增长13%**


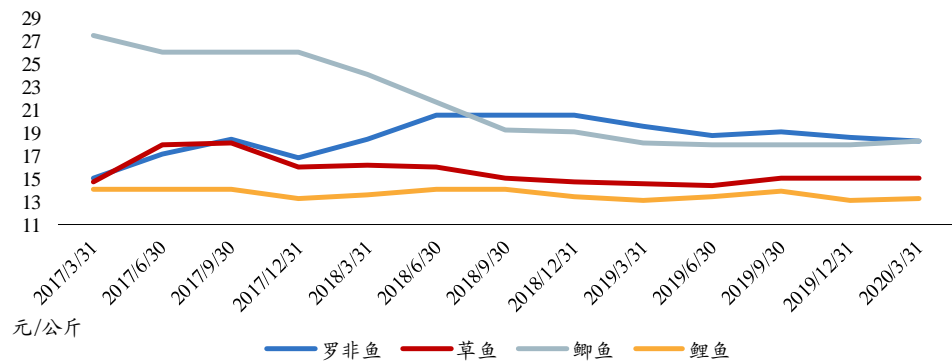
数据来源: Wind、公司公告、开源证券研究所

**图38: 特种水产品鱼饲料增速快于公司水产饲料增速**


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

**短期大宗鱼类价格有望回暖，有望带动公司饲料销量。**2017年水产行业景气使得行业供给增加，2018年及2019年普通水产鱼类连续两年表现低迷，大宗价格不断走弱，其中草鱼和鲫鱼大宗价格降幅明显。连续两年的价格不景气，使得价格处于底部区间，2020年普通水产价格有望迎来反转，带动公司水产饲料销量。

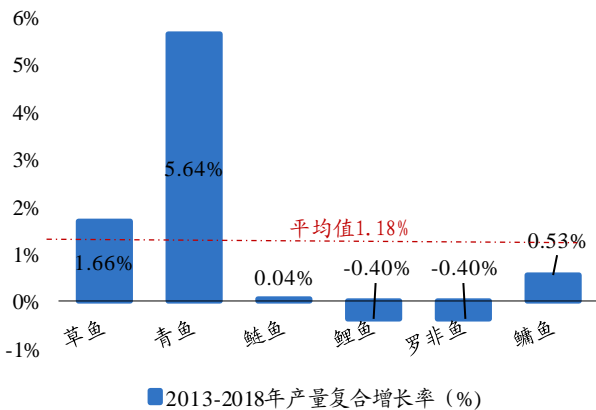
图39: 2018-2019年大宗品鱼价整体表现较为低迷



数据来源: Wind、开源证券研究所

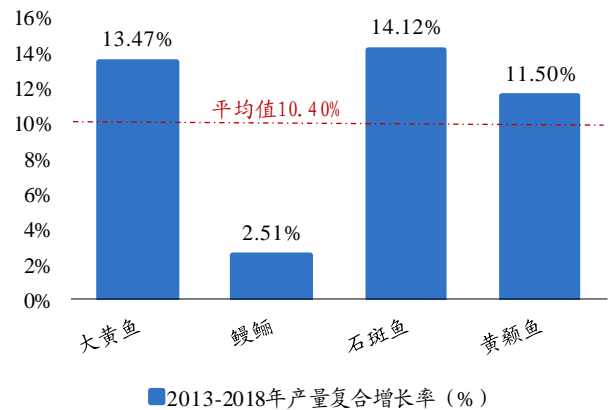
**环保趋严叠加消费升级, 特种水产饲料需求扩张。**环保方面, 随着国家养殖水域滩涂规划出台, 水产养殖环境问题受到重视, 行业无序发展将受到限制。同时在消费升级趋势下, 对营养价值高的特种水产品和高档水产品的需求不断上升, 普通传统家鱼的年复合增速远低于特种水产鱼类的年复合增速, 特种水产鱼类需求增长将使得特种水产饲料规模不断扩张。

图40: 普通鱼类产量年复合增速低



数据来源: Wind、开源证券研究所

图41: 特种水产鱼类产量年复合增速高



数据来源: Wind、开源证券研究所

**单位收益提升, 未来膨化料替代颗粒料趋势明显。**水产饲料分两种, 一种是颗粒饲料, 另一种是膨化饲料。膨化料使得淀粉更易消化, 蛋白更易利用。随着养殖技术不断提高, 饵料系数不断降低。目前因特种鱼原有饲料原料以海洋捕捞的冰鲜鱼为主, 随着禁捕期延长, 冰鲜鱼供应不稳定, 高端膨化料已基本覆盖了特种鱼养殖。普通传统家鱼中覆盖率较低, 主要原因在于膨化料价格较高, 传统家鱼售价较低, 所以普及率不高。实际上采用膨化料作为水产养殖的主要饲料, 其带来的养殖效率提升, 抵消且超过了养殖成本带来的收益下降, 以公司草鱼膨化料为例, 使用50%膨化料的养殖户每亩效比100%使用颗粒料的养殖户高1197元。未来膨化料在普通水产养殖中的渗透率提升, 将使得水产饲料由硬颗粒饲料向膨化饲料转变, 膨化料未来将逐渐取代颗粒料而成为市场主流。

**表9: 以公司草鱼膨化料为例, 膨化料亩产量增加为养殖户带来更多单位收益**

用料模式	苗种投入				出鱼效率			饲料投入		亩效益	
	放养规格	放养密度	苗种价格	苗种投入	出鱼规格	亩产量	出鱼价格	亩毛利	斤鱼饲料成本		亩饲料投入
100%颗粒料	0.85	400	7.5	2550	4.8	1920	6.6	12672	3.36	5315	7357
50%颗粒料+50%膨化料	0.85	400	7.5	2550	5.4	2160	7	15120	3.61	6566	8554
差值					0.6	240	0.4		0.25		1197

资料来源: 海大农牧公众号、开源证券研究所

注: 100%颗粒料设计料比, 1.95-2.0; 50%颗粒料+50%膨化料设计料比 1.85-1.9 (出鱼规格大, 斤鱼成本高 0.25-0.3 元)

中长期高端膨化料增长空间较大, 公司有望受益。公司 2020 年发行可转债, 募集资金新增饲料产能 456 万吨, 预计达产后总产量为 298.44 万吨, 能有效支撑公司未来 2~3 年的产能需求。项目将再建 15 个饲料厂, 增加饲料生产线 102 条。其中膨化饲料生产线共计 42 条, 合计占总生产线的 41.18%, 膨化饲料产能建设能较好解决公司近几年高端膨化饲料供应紧张的局面, 支撑公司大力发展特种鱼饲料市场。随着特种水产膨化料市场需求不断放量, 公司产能释放有望率先受益。

**表10: 公司预计新增产能 456 万吨, 主要以特种水产膨化料为主**

项目名称	设计生产线 (条)	新增产能 (万吨/年)	所处区域
南通海大生物科技有限公司年产 24 万吨饲料项目	7	24	华东
清远海大生物科技有限公司年产 24 万吨饲料项目	4	24	华南
淮安海龙饲料有限公司年产 20 万吨饲料项目	6	20	华东
南宁海大生物科技有限公司年产 48 万吨饲料项目	10	48	华南
肇庆高要海大生物科技有限公司年产 24 万吨饲料项目	6	24	华南
福州海大饲料有限公司年产 18 万吨饲料项目	7	18	华东
清远海贝生物技术有限公司年产 3 万吨饲料项目	4	3	华南
韶关海大生物科技有限公司年产 40 万吨饲料项目	5	40	华南
清远海龙生物科技有限公司年产 72 万吨饲料项目	15	72	华南
宜城海大生物科技有限公司年产 38 万吨饲料项目	6	38	华中
和县海大生物科技有限公司年产 30 万吨饲料项目	7	30	华东
开封海大饲料有限公司年产 30 万吨饲料项目	7	30	华中
湛江海大饲料有限公司年产 20 万吨饲料项目	4	20	华南
玉林海大饲料有限公司年产 45 万吨饲料项目	9	45	华南
四川容川饲料有限公司年产 20 万吨饲料项目	5	20	西南
合计	102	456	

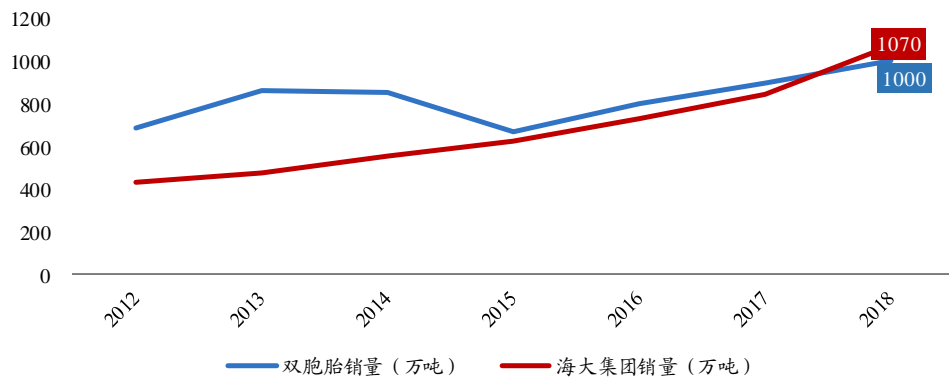
资料来源: 公司公告、开源证券研究所

#### 4.1.2、禽料业务多年打磨, 单吨盈利能力强

非洲猪瘟加剧禽料企业竞争, 未来行业集中度有望提升。全国大部分饲料企业以猪饲料生产销售为主, 2019 年上半年因猪饲料需求大幅急剧下降, 为求生存, 很多猪饲料企业不得不转型发展, 切换到禽饲料的竞争行列中, 造成禽饲料的竞争异常激烈。以大型猪料企业双胞胎为例, 在非洲猪瘟的冲击下, 由于单一品种饲料受

到下游养殖行情影响较大，饲料规模增长稳定性不佳。双胞胎于 2019 年开始进军禽料和水产料市场，丰富自身的产品种类，谋求自身规模长期稳定增长。整体来看，由于禽料各企业间已充分竞争，大企业掌握规模带来的成本优势及长期合作的客户关系，预计新企业进入短期内难以积累优势，多数采取降价的方式进入，将加剧行业内竞争，导致部分技术弱势企业产生亏损，从而退出市场，使得禽料集中度进一步提升。

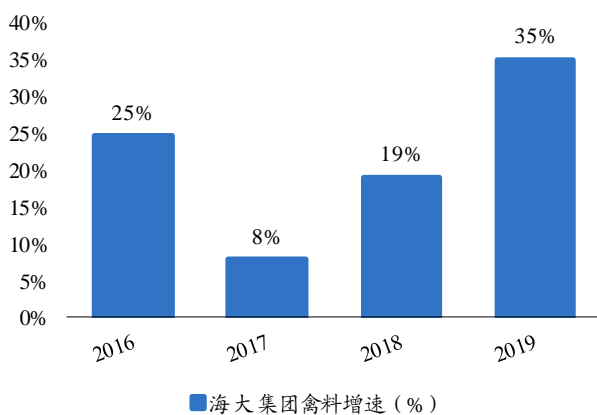
图42: 公司多产品模式的饲料销量增长快于以猪料为主的双胞胎



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

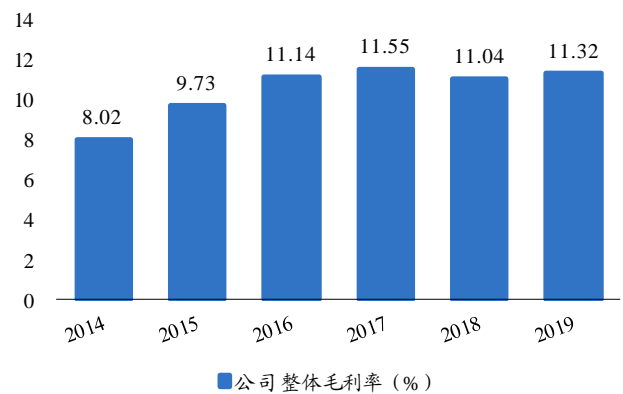
**公司禽料后来居上, 强大产品力支撑禽料表现优异。**公司 2014 年开始发力禽料, 2014 年初 H7N9 流感肆虐, 家禽产业遭遇重创, 为提升资产利用率, 公司选择疫情影响相对较小的蛋禽、肉鸭饲料进行发展。2014 年畜禽饲料同比增长 19.10%, 其中禽料增长高于猪料的增长, 增速超 20%。2016 年虽然禽类养殖效益不佳导致养殖规模下降, 但公司禽料销量仍然实现了较好的增长。2018 年公司肉鸡、肉鸭、鹅料均实现大幅增长, 禽料销量 527 万吨, 同比增长 19%。2019 年公司禽料销量继续大幅增长至约 700 万吨, 2021 年有望超过 1000 万吨。毛利率方面, 公司年报数据显示 2014 年后禽料销量不断增长, 公司饲料业务整体毛利率未受低毛利率禽料影响, 一路保持增长态势。公司在竞争激烈的禽料市场中保持高增速, 体现了公司在成本控制、运营效率及服务营销模式上的优势。

图43: 公司禽料业务同比增速快



数据来源: 公司公告、开源证券研究所

图44: 公司毛利率并未受禽料放量影响

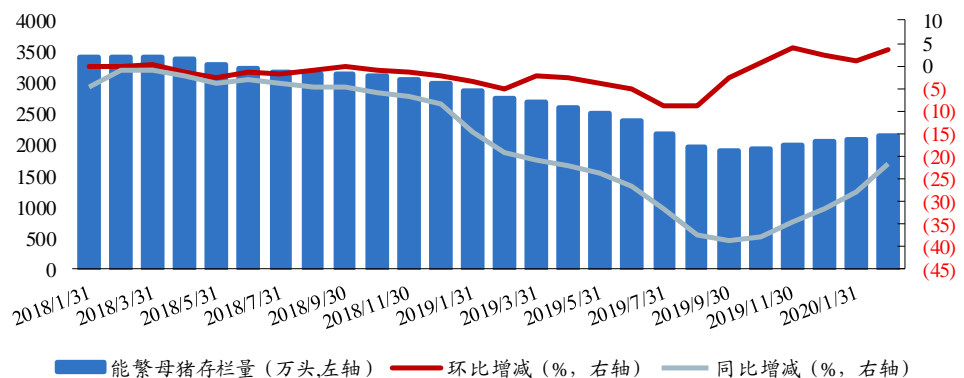


数据来源: 公司公告、开源证券研究所

#### 4.1.3、猪料将充分受益于生猪产能提升

生猪产能缓慢恢复，非洲猪瘟负面影响逐步减轻。2019年以来国家采取了一系列强有力的政策措施促进生猪生产恢复发展，第四季度全国生猪生产形势开始好转，2020年2月能繁母猪已连续5个月回升，新冠肺炎疫情对生猪生产造成的影响正在逐渐化解，生猪生产继续保持恢复向好态势。养殖场户前期补栏的后备母猪陆续产仔，新生仔猪数量增加，基础产能恢复的效果开始显现。2020年2月份全国年出栏500头以上的规模猪场新生仔猪数量环比增长3.4%，这是自去年9月份开展监测以来首次环比增长。生猪养殖产能逐步恢复，猪料需求有望随之缓解，非洲猪瘟带来的负面影响逐步消除。

图45：能繁母猪存栏量环比增长，同比降幅改善



数据来源：Wind、农业农村部、开源证券研究所

公司猪料有望复制水产料模式，生猪养殖业务也将带来饲料增量。公司猪料研发重点放在技术含量及毛利率较高的教槽与保育料上，粒粒香教槽料在市场中已具有较强的竞争力。技术不断进步的同时，公司猪料的生产品控能力使得猪料的产品力优势与稳定性进一步提升。未来公司猪料有望复制水产料的发展模式，对外依托公司强大的产品研发能力及服务能力不断扩大销售规模，对内公司发展生猪养殖业务，猪产业链的延伸，也将有效拉动公司猪料增长。

## 4.2、全方位提升养殖收益，苗种及动保业务协同效应明显

### 4.2.1、加强水产育种和繁殖工作，不断推动苗种产业化

苗种研发与水产饲料形成产业链协同优势互相促进。公司水产苗种主要为虾苗和鱼苗。虾苗方面公司已建立较完善的体系，从育种、到扩繁、到繁殖都已形成了相对可控及标准化的管理模式，特别是在白虾育种方面取得了较大突破，公司自育品系逐步开始体现出优势。鱼苗方面，公司在持续加大对草鱼、鲫鱼、鳊鱼、罗非、黄颡等已有品种的育种研发和生产组织的基础上，开始对加州鲈、生鱼、海鲈、石斑、鳜鱼、小龙虾等特种水产的育种和繁殖工作。公司目前已产业化的新品种有8个，其中国家级养殖品种3个。研发突破后将与公司特种水产饲料、动保产品组成产业链优势共同服务于养殖户。

图46: 公司 3 个养殖新品种为国际级品种



资料来源：公司社会责任报告（2018）

#### 4.2.2、水产微生态制剂持续积淀，动保业务成为新的利润增长点

水产绿色养殖给公司带来新的发展机遇。近年来国家层面多次强调和倡导解决水产养殖行业环境保护及绿色养殖问题，在此大背景下，公司不断围绕环境保护，开发对环境影响小的动物保健产品（包括微生态制剂、兽药、疫苗）。其中，微生态制剂将会成为中国水产养殖业健康发展的支撑要素，其使用和普及也代表着养殖业的革新。水产微生态制剂随着公司养殖模式的推进和服务的深化，将会进入快速发展阶段，且毛利率仍能保持较高的水平。此外，公司将在畜禽饲料销售方面加强为客户提供整体解决方案的能力，并逐步建立畜禽养殖的技术体系和动物防疫体系，加大兽药和疫苗的研发投入，努力实现客户价值最大化。随着业务的发展，动物保健品业务已成为公司新的利润增长点。

图47: 公司持续关注动保业务对环境造成的影响



资料来源：公司社会责任报告（2018）

#### 4.3、生猪养殖业务稳步推进，有望进入快速发展阶段

顺应政策趋势脚踏实地发展生猪养殖业务，未来大有可为。公司 2012 进军生猪

养殖领域并积极布局，2017 年专门成立了益豚事业部负责集团生猪养殖业务，并在多地开始布局生猪养殖业务。2019 年非洲猪瘟为整个生猪养殖行业带来损失后，国家出台了一系列鼓励生猪养殖的政策。公司顺应趋势，2019 年签订多个现代化生猪养殖战略框架协议，新增协议可带来累积超过 400 万头生猪出栏增量。公司目标到 2022 年实现年出栏生猪 500 万头。未来公司养殖规模将继续扩大，养殖服务队伍日益成熟，加上公司养殖技术研究体系的建立和养殖信息化系统的逐步落地，公司养殖效率进一步提高，生猪养殖业务对公司业绩贡献能力有望持续增强。

**表11: 公司 2020 年新增项目累计超过 400 万头生猪出栏**

年份	地点	内容	新增生猪产能（万头）	所处区域
2017	贵州省榕江县	拟以自有资金 6 亿元投资年产 50 万头的猪苗场及配套年产 15 万吨饲料生产项目	50	西南
2017	广西省平果县	拟以自有资金 6 亿元投资年出栏 50 万头的商品猪养殖场及配套年产 20 万吨生物饲料生产项目	50	华南
2017	湖南省资兴市	第一期建设年出栏生猪 30 万头生猪养殖项目；第二期，在出栏生猪达 20 万头/年时，启动配套年产 24 万吨生物饲料生产项目；第三期，公司在郴州各县/市区累计出栏生猪达 100 万头/年时，启动生猪屠宰及食品加工项目	100	华中
2018	广东省清远市	拟以自有资金 15 亿元在清远市投资动保、种苗、饲料、生态养殖等全产业链项目	-	华南
2018	广东省茂名市	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	-	华南
2019	广东省清远市	拟与广东恒健投资控股有限公司共同投资建设清远市 100 万头生猪养殖、屠宰、加工项目	100	华南
2019	广东省韶关市	拟与广东恒健投资控股有限公司、双胞胎（集团）股份有限公司共同投资建设韶关市年出栏 300 万头生猪养殖、屠宰、加工项目	300	华南
2019	广东省罗定市	拟参与投资建设罗定市 100 万头生猪养殖、屠宰、加工项目	100	华南

资料来源：公司公告、开源证券研究所

## 5、盈利预测与投资建议

- 1) 饲料业务:** 考虑公司饲料产量稳步增加，假设 2020-2022 年公司水产配合饲料销量分别为 410/460/510 万吨，猪饲料销量分别为 200/300/400 万吨，禽饲料销量分别为 900/1050/1150 万吨。
- 2) 生猪养殖:** 考虑公司未来发展生猪养殖业务，假设 2020-2022 年公司生猪出栏量为 100/180/300 万头，销售均价为 34/24/18 元/公斤。

短期来看，公司有望受益于生猪养殖业务带来的利润增厚，以及畜禽及水产饲料的需求改善。未来公司凭借强大的产品力和服务力，高增速业绩有望保持。基于以上假设，我们预计公司 2020-2022 年归母净利润分别为 25.87/33.25/38.94 亿元（其中生猪养殖业务利润为 5.91/8.96/9.40 亿元），EPS 分别为 1.64/2.10/2.46 元，当前股价对应 PE 分别为 26.7/20.8/17.7 倍。可比公司估值方面，公司 PE 略高于行业平均水平，由于公司饲料产品结构中高毛利率产品占比较高，规模增速稳步增加，盈利能力强，故给予一定估值溢价，首次覆盖，给予“买入”评级。

**表12: 可比公司估值: 海大集团饲料产品结构良好, 盈利能力强, PE 估值略高于行业平均水平**

证券代码	证券简称	最新股价 (元)	最新市值 (亿元)	EPS				PE(X)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600438.SH	通威股份	13.17	564.71	0.68	0.89	1.13	-	19.41	14.80	11.65	-
002385.SZ	大北农	9.14	383.45	0.12	0.63	0.71	-	76.17	14.51	12.87	-
000876.SZ	新希望	34.96	1473.92	1.20	3.64	4.63	3.84	29.23	9.61	7.56	9.11
	<b>平均值</b>						-		<b>16.40</b>	<b>13.22</b>	<b>13.41</b>
<b>002311.SZ</b>	<b>海大集团</b>	<b>43.68</b>	<b>690.30</b>	<b>1.04</b>	<b>1.64</b>	<b>2.10</b>	<b>2.46</b>	<b>41.9</b>	<b>26.7</b>	<b>20.8</b>	<b>17.7</b>

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 海大集团及新希望数据为开源农业预测, 其他各公司 2019 年 EPS 来自于 2019 年年报或业绩快报, 2020 年 EPS 来自于 Wind 一致预期。最新股价及市值为 2020 年 4 月 22 日数据

## 6、风险提示

上游原材料成本大幅上涨、下游养殖行业疫病风险、自然灾害风险、公司饲料产能投产不及预期、公司生猪养殖产能投产不及预期。

**附：财务预测摘要**

资产负债表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>流动资产</b>	9292	8735	15472	15592	20246
现金	1735	1850	4519	5443	6275
应收票据及应收账款	1107	1032	1669	1585	2166
其他应收款	502	186	683	364	843
预付账款	425	453	655	679	859
存货	4844	4463	7196	6772	9353
其他流动资产	679	750	750	750	750
<b>非流动资产</b>	8073	10119	11189	12117	12769
长期投资	39	63	94	126	159
固定资产	4612	6464	7458	8305	8877
无形资产	932	1137	1202	1269	1346
其他非流动资产	2491	2456	2436	2418	2387
<b>资产总计</b>	17366	18854	26661	27710	33016
<b>流动负债</b>	6951	7906	13689	11866	13706
短期借款	2716	3021	7438	5069	5776
应付票据及应付账款	1513	1917	2380	2768	3175
其他流动负债	2722	2968	3871	4030	4756
<b>非流动负债</b>	2191	1206	1099	980	835
长期借款	1843	822	714	595	451
其他非流动负债	348	385	385	385	385
<b>负债合计</b>	9142	9112	14788	12846	14542
少数股东权益	478	638	735	876	1067
股本	1581	1580	1580	1580	1580
资本公积	2011	2119	2119	2119	2119
留存收益	4397	5572	7228	9502	12165
<b>归属母公司股东权益</b>	7746	9104	11137	13988	17407
负债和股东权益	17366	18854	26661	27710	33016

现金流量表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>经营活动现金流</b>	1036	3247	747	5848	2503
净利润	1484	1790	2684	3465	4084
折旧摊销	538	662	749	904	1053
财务费用	219	212	285	297	223
投资损失	-151	-160	-135	-155	-150
营运资金变动	-1075	639	-2832	1335	-2702
其他经营现金流	21	104	-4	2	-6
<b>投资活动现金流</b>	-2006	-2117	-1680	-1679	-1549
资本支出	1865	2325	1039	896	619
长期投资	55	100	-31	-33	-33
其他投资现金流	-85	308	-673	-816	-963
<b>筹资活动现金流</b>	1740	-1488	-815	-876	-829
短期借款	412	305	0	0	0
长期借款	1843	-1021	-107	-119	-144
普通股增加	6	-1	0	0	0
资本公积增加	161	108	0	0	0
其他筹资现金流	-682	-878	-708	-756	-685
<b>现金净增加额</b>	784	-334	-1748	3293	125

利润表(百万元)	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>营业收入</b>	42157	47613	60119	72409	83480
营业成本	37616	42223	52894	63365	73152
营业税金及附加	53	61	78	96	108
营业费用	1378	1563	1899	2353	2705
管理费用	967	1191	1622	1939	2123
研发费用	309	416	293	392	487
财务费用	219	212	285	297	223
资产减值损失	66	-50	0	0	0
其他收益	56	52	0	0	0
公允价值变动收益	13	8	4	-2	6
投资净收益	151	160	135	155	150
资产处置收益	0	4	0	0	0
<b>营业利润</b>	1768	2098	3186	4120	4840
营业外收入	27	35	38	32	33
营业外支出	29	39	27	29	31
<b>利润总额</b>	1766	2094	3197	4123	4841
所得税	282	305	513	658	757
<b>净利润</b>	1484	1790	2684	3465	4084
少数股东损益	47	141	97	140	191
<b>归属母公司净利润</b>	1437	1649	2587	3325	3894
EBITDA	2538	2938	4192	5277	6065
EPS(元)	0.91	1.04	1.64	2.10	2.46

主要财务比率	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
<b>成长能力</b>					
营业收入(%)	29.5	12.9	26.3	20.4	15.3
营业利润(%)	19.8	18.6	51.8	29.3	17.5
归属于母公司净利润(%)	19.1	14.7	56.9	28.5	17.1
<b>获利能力</b>					
毛利率(%)	10.8	11.3	12.0	12.5	12.4
净利率(%)	3.4	3.5	4.3	4.6	4.7
ROE(%)	18.0	18.4	22.6	23.3	22.1
ROIC(%)	13.4	14.7	14.6	18.3	17.5
<b>偿债能力</b>					
资产负债率(%)	52.6	48.3	55.5	46.4	44.0
净负债比率(%)	37.7	23.7	34.4	4.6	2.3
流动比率	1.3	1.1	1.1	1.3	1.5
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.7
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	2.8	2.6	2.6	2.7	2.7
应收账款周转率	44.7	44.5	44.5	44.5	44.5
应付账款周转率	27.4	24.6	24.6	24.6	24.6
<b>每股指标(元)</b>					
每股收益(最新摊薄)	0.91	1.04	1.64	2.10	2.46
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	2.05	0.47	3.70	1.58
每股净资产(最新摊薄)	4.90	5.76	7.05	8.85	11.01
<b>估值比率</b>					
P/E	48.0	41.9	26.7	20.8	17.7
P/B	8.9	7.6	6.2	4.9	4.0
EV/EBITDA	28.6	24.5	17.6	13.4	11.6

数据来源：贝格数据、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

### 特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

### 分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

### 股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在 -5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的6~12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中A股基准指数为沪深300指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普500或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

### 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

## 开源证券股份有限公司

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮编：710065

电话：029-88365835

传真：029-88365835