

中证鹏元资信评估股份有限公司

信用等级通知书

中鹏信评【2019】跟踪第【368】号

福建天马科技集团股份有限公司：

受贵公司委托，中证鹏元资信评估股份有限公司从运营环境、经营与竞争、财务实力以及增信方式等方面对贵公司及贵公司发行的2018年福建天马科技集团股份有限公司可转换公司债券进行了跟踪分析和评估，经本公司证券评级评审委员会审定，决定贵公司主体长期信用等级为AA-，评级展望为稳定，本期债券的信用等级为AA-。

如果贵公司对上述评估结果有异议，可在接到本通知后五个工作日内以书面形式向本委员会提出复评要求，并提供相应的补充资料。

特此通告。

中证鹏元资信评估股份有限公司

二零一九年六月十五日



2018 年福建天马科技集团股份有限公司
可转换公司债券 2019 年跟踪
信用评级报告



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co.,Ltd.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业人員与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人員已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用评级的变化情况。

中证鹏元资信评估股份有限公司

评级总监： 



中证鹏元资信评估股份有限公司
CSCI Pengyuan Credit Rating Co., Ltd.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872897

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：www.cspengyuan.com

2018 年福建天马科技集团股份有限公司可转换公司债券 2019 年跟踪信用评级报告

报告编号：
中鹏信评【2019】跟踪第
【368】号 01

债券简称：天马转债

增信方式：股份质押和保
证担保

担保主体：自然人陈庆堂

债券剩余规模：0.78 亿元
(截至 2019 年 5 月末)

债券到期日期：2024 年
04 月 17 日

债券偿还方式：每年付息
一次，到期归还本金，附
债券赎回及回售条款

分析师

姓名：
何卫平 林心平

电话：
0755-82875013

邮箱：
hewp@cspengyuan.com

本次评级采用中证鹏元
资信评估股份有限公司
公司债券评级方法，该评
级方法已披露于公司官
方网站。

中证鹏元资信评估股份 有限公司

地址：深圳市深南大道
7008 号阳光高尔夫大厦
3 楼

电话：0755-82872897

网址：

www.cspengyuan.com

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	AA-	AA-
发行主体长期信用等级	AA-	AA-
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2019 年 06 月 24 日	2018 年 06 月 25 日

评级观点：

中证鹏元资信评估股份有限公司（以下简称“中证鹏元”）对福建天马科技集团股份有限公司（股票代码：603668.SH，以下简称“天马科技”或“公司”）及其 2018 年 04 月 17 日发行的可转换公司债券（以下简称“本期债券”）的 2019 年度跟踪评级结果为：本期债券信用等级维持为 AA-，发行主体长期信用等级维持为 AA-，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司产品具备一定品牌和技术优势，且产销率维持较高水平，营业收入大幅增长，同时股份质押和保证担保为本期债券偿付提供了一定保障。但中证鹏元也关注到，公司新增产能能否顺利消化存在一定的不确定性，应收账款金额较大，对公司资金形成占用，有息债务快速增长，短期偿付压力较大等风险因素。

正面：

- 公司产品具备一定的品牌和技术优势。截至 2018 年末，公司共拥有 41 项产品配方技术发明专利，1 项配合饲料生产工艺发明专利授权，主导和参与制修订国家、行业及地方标准 10 项，公司“健马”商标为“中国驰名商标”，具备一定的品牌和技术优势。
- 2018 年公司特种水产饲料产销良好，营业收入大幅增长。2018 年，公司特种水产饲料产销率为 92.25%，依然维持在较高水平；受益于原料销售业务及水产品销售业务增长，当年公司实现营业收入 15.06 亿元，同比增长 32.55%。
- 股份质押和保证担保为本期债券偿付提供了一定保障。公司自然人股东陈庆堂、郑坤等以其拥有的天马科技股份作为质押资产为本期债券的偿付提供质押担保，截至 2019 年 6 月 19 日，公司股东对公司可转债提供质押担保的股份价值为 1.65

亿元，为本期债券截至 2019 年 5 月末剩余本金的 211.54%，同时公司实际控制人陈庆堂为本期债券提供连带责任保证担保，以上担保方式为本期债券的偿付提供了一定保障。

关注：

- **公司新增产能能否顺利消化存在一定的不确定性。**本期债券募投项目拟建 12 条生产线，预计总设计产能 13.11 万吨/年，新增实际年产能 6.26 万吨，公司产能扩张较快，新增产能能否顺利消化存在一定的不确定性。
- **公司应收账款金额较大，对公司资金形成占用。**2018 年末应收账款账面价值为 3.67 亿元，占资产总额的 17.21%，2019 年 3 月末，公司应收账款规模增加至 4.79 亿元，应收账款规模较大，对公司资金形成占用。
- **公司有息债务快速增长，短期偿付压力较大。**截至 2018 年末，公司有息债务为 10.50 亿元，同比增长 45.77%，从债务结构来看，公司 2018 年末短期债务合计 8.11 亿元，占债务总额比重为 67.88%，公司短期偿债压力较大。

主要财务指标（单位：万元）

项目	2019 年 3 月	2018 年	2017 年	2016 年
总资产	217,281.21	213,460.10	165,802.92	98,383.26
归属母公司所有者权益合计	103,416.63	93,321.83	82,129.66	45,533.65
有息债务	90,538.74	104,964.65	72,009.06	40,347.83
资产负债率	51.93%	55.99%	50.27%	53.36%
流动比率	1.60	1.65	1.47	1.36
速动比率	1.06	1.24	1.01	0.97
营业收入	35,507.29	150,618.11	113,635.01	84,366.34
营业利润	1,517.73	8,457.40	10,354.76	8,412.45
利润总额	1,552.33	8,485.81	10,635.78	9,299.66
综合毛利率	15.71%	17.44%	20.21%	22.11%
总资产回报率	-	6.08%	9.05%	11.16%
EBITDA	-	13,734.82	13,897.10	11,653.03
EBITDA 利息保障倍数	-	4.51	10.51	12.58
经营活动现金流净额	-22,491.06	24,401.12	9,086.53	3,229.90

资料来源：公司 2016-2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

公司于2018年4月17日发行6年期3.05亿元可转换公司债券，募集资金拟用于公司特种水产配合饲料生产项目（三期）。截至2019年5月22日，本期债券募集资金账户余额为2,235.02万元。

二、发行主体概况

公司于2017年1月9日公开发行人民币普通股5,300万股，并于2017年1月17日在上海证券交易所挂牌上市，股票简称“天马科技”，股票代码“603668.SH”。

2018年5月29日，公司向在任职的高级管理人员、中层管理人员及核心骨干（不包括独立董事、监事）共96人，授予限制性股票296.40万股。此次非公开发行股票后，公司总股本增至29,976.4万股，注册资本增加至29,976.4万元。截至2018年末，公司实收资本为29,964.42万元，实际控制人依然为陈庆堂先生。根据Wind资讯数据，截至2019年6月10日，陈庆堂先生股权质押占其持有公司股份数量比例为62.97%。

公司于2018年4月17日公开发行了本期可转换公司债券（天马转债113507）。自2018年10月23日至2018年12月31日期间，累计有57,000元天马转债转换成公司股票，因转股形成的股份数量为0.5202万股。截至2019年5月30日，累计有226,871,000元天马转债转换成公司股票，尚未转股的天马转债金额为人民币78,129,000元，占天马转债发行总量的比例为25.6161%。

跟踪期内，公司主营业务没有变化，主要从事特种水产配合饲料研发、生产和销售，但水产品的销售业务增幅较快。2018年，公司纳入新增4家纳入合并范围子公司，具体见表1。

表1 2018年公司新增纳入合并范围内子公司（单位：万元）

新增子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
江苏健马动物食品科技有限公司	70%	4,000.00	生产销售水产饲料	投资设立
四川健马生物科技有限公司	100%	4,000.00	饲料、饲料添加剂、水产养殖的技术研	投资设立
福建天马水产有限公司	100%	3,000.00	水产品加工销售	投资设立
福建天马福荣食品科技有限公司	55%	2,000.00	水产品冷冻加工	投资设立

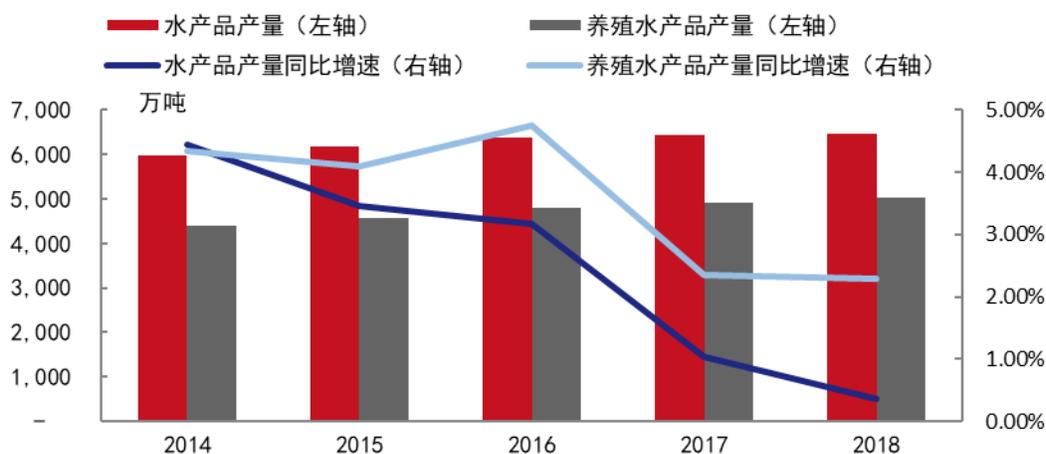
资料来源：公司2018年审计报告及公司提供，中证鹏元整理

三、运营环境

2018年我国水产饲料、特种水产配合饲料总产量保持增长态势；水产配合饲料主要原材料鱼粉价格波动较大，水产配合饲料行业企业存在较大的成本控制压力

受水产品终端消费需求的增加，近年我国水产品产量保持增长态势，但增速有所下滑。2018年我国水产品产量为6,469.00万吨，同比增长0.37%，增速较上年下降0.66个百分点。但依然受限于天然资源供给以及国家出台海洋资源保护政策，天然水产品的供给无法满足终端消费，从而导致水产品的供给逐渐向人工养殖转变，水产品产量增长主要来源于水产养殖。2018年我国水产养殖产量为5,018万吨，同比增长2.3%，水产养殖产量占水产品总量的77.57%，占比较上年上升1.45个百分点，水产养殖占比不断提升。

图1 2018年中国水产品产量增速有所下滑



资料来源：Wind，中证鹏元整理

饲料作为水产养殖业发展的物质基础，水产养殖业的发展直接带动了水产饲料行业的快速发展，2018年我国饲料总产量22,788万吨，同比增长2.8%，其中水产饲料2,211万吨同比增长6.3%。根据中国饲料工业协会有关数据及测算，我国特种水产配合饲料产量从2017年的181.59万吨增长至2018年的213.23万吨，增长率达17.4%，高于水产配合饲料行业同期约6.3%的增速。

鱼粉作为水产配合饲料主要的蛋白源，是水产配合饲料最重要的原材料，占比60%至70%。目前我国自产鱼粉规模较小，水产配合饲料所需要的鱼粉主要依赖南美国家进口。近年来，秘鲁、智利等传统鱼粉出口国受到渔业资源减少以及渔业捕捞政策的限制，用于制作鱼粉的鱼类捕捞配额大幅收紧，导致鱼粉供给受限；另一方面，受水产养殖高峰期和淡期用料需求不同，鱼粉需求量存在较为明显的阶段性特征，从而导致鱼粉价格存在较大波动。2017年上半年，由于秘鲁和智利鳀鱼生物量恢复，北欧国家的小型中上层鱼类渔获

物产量增加，全球鱼粉产量整体增长，鱼粉价格保持低位运行；而原计划2017年11月开捕的秘鲁鳀鱼第二捕捞季由于幼鱼量太多被临时关闭，渔获量少，推动鱼粉价格上涨；2018年以来受需求减少影响，鱼粉价格出现下跌，2019年一季度，鱼粉价格有所上涨。鱼粉价格的大幅波动给水产配合饲料行业企业带来较大的成本控制压力，企业若不能及时把握鱼粉市场行情，其经营业绩将受到影响。

图2 近年鱼粉 FOB 离岸价走势图



资料来源：Wind，中证鹏元整理

近年来饲料行业政策趋严，饲料质量监测体系加强，同时饲料行业作为现代养殖业的物质基础，受到一定政策支持

饲料的安全直接关系到食品的安全，国家和主管部门对此制订了一系列的法律法规和行业标准来保证行业的规范发展，涉及生产企业的资质、饲料产品、原材料、添加剂等各个方面，对于饲料质量、安全的监管日益趋严。监管趋严将使得众多资产、技术以及产品不达标的小型饲料企业退出饲料行业，行业整合的趋势加强。

在产业政策方面，由于饲料产业的发展是现代养殖业的物质基础，也是粮食及粮油食品、工业产品转化的有效途径，对促进农业增效、农民增收、农村的发展有重要意义，因此受到了国家政策的大力支持，饲料产品一直以来享受着免征增值税的优惠政策。此外，关于水产养殖行业的产业政策重点侧重于推进水产养殖行业的健康发展、绿色发展，注重水产养殖的环保问题，这一系列的产业政策对于水产配合饲料行业提出了新的要求，将推动水产配合饲料行业升级发展。

表2 近年主要水产饲料产业政策

时间	产业政策	主要内容
2016年5月	《关于加快推进渔业转方式调结构的指导意见》	意见中再次强调大力发展水产健康养殖，特别指出要加强全价人工配合饲料的研发和推广，发挥水产养殖

		技术优势, 加快“走出去”步伐, 带动种苗、饲料和养殖装备出口, 支持发展海外养殖, 以推动水产配合饲料行业升级发展。
2016年10月	饲料产品免征增值税优惠	依据财税〔2001〕121号等文件, 符合饲料产品免征增值税优惠条件的纳税人, 按规定将相关资料报税务机关备案, 享受免征增值税优惠。
2017年10月	新修订《饲料卫生标准》	为强制性国家标准, 坚持贯彻“最严谨的标准”要求, 以无机污染物、真菌毒素等为重点, 全面规定了各类有毒有害污染物在饲料原料、饲料产品中的限量值。
2018年2月	《2018年渔业渔政工作要点》	从用药、生产记录、饲料等方面加强水产养殖投入品监管, 实施水产养殖“用药减量”行动, 实施“零用药”试点。
2019年2月	《关于加快推进水产养殖业绿色发展的若干意见》	开展水产健康养殖示范创建, 发展生态健康养殖模式。实施配合饲料替代冰鲜幼杂鱼行动, 严格限制冰鲜杂鱼等直接投喂。推动用水和养水相结合, 对不宜继续开展养殖的区域实行阶段性休养。

资料来源: 农业部相关网站

四、经营与竞争

跟踪期内, 公司主要从事特种水产配合饲料研发、生产和销售, 同时水产品的销售业务保持快速增长。其中特种水产配合饲料产品主要分为鳗鱼及甲鱼、海水鱼料(含金鲳鱼、石斑鱼、大黄鱼等)、淡水鱼料(含鲟鱼、黄颡鱼、乌龟等)、虾料、种苗料5大系列。2018年公司实现营业收入15.06亿元, 同比增长32.55%, 主要系原料销售业务及水产品销售业务增长所致。原料主要系鱼粉, 公司采用饲料销售及原料销售业务结合的业务模式, 2017年, 公司原料进货量较大, 在满足原料基本需求基础上, 将多余的原料对外出售赚取差价, 2018年公司原料销售业务有所增长。公司水产品销售业务主要系活鳗、烤鳗销售等, 2018年, 公司成立福建天马水产有限公司、福建天马福荣食品科技有限公司从事水产品销售, 预计未来公司水产品销售将保持一定规模。从构成来看, 2018年公司鳗鱼及甲鱼、海水鱼料、原料销售业务收入分别占营业收入的34.01%、19.06%、22.74%, 是公司收入的主要来源。

从毛利率来看, 2018年公司综合毛利率为17.44%, 较上年下降2.77个百分点, 主要系原料销售业务和水产品业务销售占比提升而毛利率又较低所致。2019年1-3月, 公司实现营业收入3.55亿元, 综合毛利率为15.71%。

表3 2017-2018年及2019年1-3月公司营业收入构成及毛利率情况(单位: 万元)

项目	2019年1-3月		2018年		2017年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
鳗鱼、甲鱼系列	12,503.98	23.43%	51,232.62	27.66%	46,322.32	25.69%
海水鱼料	4,036.91	18.54%	28,702.76	21.48%	34,467.30	19.95%

原料销售业务	2,592.48	8.14%	34,258.06	2.47%	11,016.11	5.08%
淡水鱼料	2,215.38	15.93%	13,826.43	16.02%	9,588.76	19.55%
虾料	797.25	11.25%	6,671.87	14.76%	3,796.36	13.59%
种苗料	1,580.40	45.02%	3,255.92	39.66%	2,926.07	33.95%
水产品	11,197.56	4.45%	10,836.49	3.38%	3,838.66	3.01%
动保产品	24.36	35.07%	120.92	39.25%	0.60	47.37%
其他收入	558.97	5.22%	1,713.04	10.26%	1,678.83	7.41%
合计	35,507.29	15.71%	150,618.11	17.44%	113,635.01	20.21%

注：公司2018年营业收入分类将2017营业收入分类中的“其他收入”重新分类为“水产品”、“动保产品”和“其他收入”，另将部分其他收入划分至“原材料销售”业务。

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

公司产品具有一定的品牌和技术优势，2018年公司产能利用率略有上升，但后续新增产能是否顺利消化存在不确定性

经过多年积累，公司建立起饲料原料及配方、生产工艺参数、检测技术等数据库，并自主研发了鳗鲡料、鳖料、海水鱼料以及种苗料等系列产品。2018年，公司未取得新专利，截至2018年末，公司共拥有41项配合饲料生产工艺发明专利授权，1项配合饲料生产工艺发明专利授权，7项外观设计专利，主导和参与制修订国家、行业及地方标准10项。2018年公司研发投入5,594.85万元，同比增长50.63%，当期研发投入占营业收入的3.71%。

公司“健马”商标为“中国驰名商标”，近年凭借一定的品牌和技术优势，公司产品逐渐渗入国内特种水产主要养殖区域。总体来看，公司研发投入占比较为合理，能够为公司持续发展和参与市场竞争提供技术支持。

表4 2017-2018年公司研发投入情况

项目	2018年	2017年
研发投入金额（万元）	5,594.85	3,714.40
研发投入占营业收入比例	3.71%	3.27%

资料来源：公司提供，中证鹏元整理

产能扩张方面，2018年，公司未新增生产线。公司二期生产基地（IPO募投项目）新建十条生产线已经在2017年9月份全部达到达产状态，截至2018年底，公司共有两个生产基地，其中一期共9条生产线，二期共10条生产线，两者总设计年产能24.43万吨。

表5 截至2018年末公司生产线情况（万吨）

生产基地	选址	生产线	总设计年产能	投产时间
一期	福清	粉状料（4条）	5.28	2001年
		膨化料（3条）	4.56	2005年
		颗粒料（2条）	2.88	2005年
		小计	12.72	-

二期（IPO 募投项目）	福清	膨化料（5 条） 颗粒料（5 条）	11.71	2017 年
合计			24.43	-

资料来源：公司提供

公司对生产线的划分主要依据产品的物理性状及其适用的加工工艺不同，主要包括粉状料、颗粒料（传统硬颗粒料）、膨化软颗粒料以及微粒子颗粒料四类生产线。由于未扩张产能，2018年公司实际年产能为13.45万吨，与2017年持平，实际产能利用率由上年的79.16%提升至83.27%，产能利用率略有提升。公司配合饲料产品以订单生产为主，客户至少提前3天提供饲料需求信息，经过公司内部协调后，根据成品、原材料库存信息等情况安排生产计划。2018年公司产销率为92.25%，较上年下降1.78个百分点，产销情况依旧良好。

表6 公司主要生产线产能利用情况（单位：吨）

项目	2018 年	2017 年
设计产能	244,365.00	244,365.00
实际产能	134,507.00	134,507.00
总产量	111,998.46	106,470.47
实际产能利用率	83.27%	79.16%
总销量	103,313.52	100,116.65
产销率	92.25%	94.03%

注：设计产能是理论生产效率，饲料生产线最大实际产能仅能达到设计产能的60%。

资料来源：公司提供

根据2018年10月25日公司发布的《关于变更部分募集资金投资项目实施主体和实施地点的公告》，公司本期债券原募集资金拟全部用于特种水产配合饲料生产项目（三期）共12条生产线建设，实施地点为福建省福清市上迳镇工业区，实施主体为公司本部，投资额为4.41亿元。变更后募投项目生产线分为两部分，其中6条生产线位于原址，实施主体不变；6条生产线位于广东省台山市斗山镇浮石八坊铜古朗，实施主体变更为公司全资子公司台山市福马饲料有限公司，合计投资额不变，为4.41亿元。该变更已经取得公司董事会、监事会、独立董事同意意见。

截至2018年末，公司在建生产基地2个（本期债券募投项目）。项目预计新建种苗料、高端膨化料（主要为石斑鱼料）、海参及鲍鱼料等12条生产线，其中种苗料、高端膨化料（主要为石斑鱼料）为公司现有饲料品种；海参及鲍鱼料为公司拟推出的新品种，三期生产线预计2020年6月投产。公司二期生产基地投产后公司产能利用率总体有所下降，2018年缓慢回升，本期债券募投项目预计投产后新增实际产能6.26万吨/年。

此外，公司拟在江苏省兴化市投资建设公司生产基地、华东总部和高端水产中试基地，

项目总投资预计为人民币6.5亿元以上，公司控股子公司四川健马生物科技有限公司在四川省德阳市罗江区投资建设高档水产饲料项目，项目总投资10,000万元。

公司短期内产能扩张较快，在近年国内特种水产配合饲料行业增速波动的背景下，公司后续新增产能是否顺利消化存在不确定性。同时较大的投资规模一定程度增加了公司资本支出压力。

表7 截至2018年末公司在建生产线情况（万吨/年、万元）

生产基地	选址	生产线	总设计产能	建设期	预计总投资	已投资	尚需投资
三期	福清	种苗料、海参料、鲍鱼料等（预计6条）	5.91	预计2年	26,895.65	10,870.54	16,025.11
二期	台山	种苗料、鲍鱼料、高端膨化料等（预计6条）	7.20	预计2年	17,164.00	568.72	16,595.28
合计			13.11	-	44,059.65	11,439.26	32,620.39

资料来源：公司提供

公司原材料采购渠道相对稳定，供应商集中度高

公司原材料主要为鱼粉、其他蛋白（主要为豆粕、花生粕、菜粕）、淀粉类（主要为淀粉、面粉），其中鱼粉用量大且价格高，其成本占主营业务成本的比重维持在50%-60%。为确保鱼粉稳定供应及成本控制，公司在集中采购的基础上实行计划采购与即时采购相配合、鱼粉贸易与鱼粉存货管理相结的策略，同时在鱼粉价格低位时亦会增加鱼粉采购，进行超额备货。但值得注意的是，大量原材料储备会占用公司较多的营运资金，且面临一定的跌价损失风险。

2018年公司主要原材料采购价格较2017年涨跌不一，其中鱼粉和淀粉类均价出现上涨，涨幅分别为2.10%和5.43%；其他蛋白类采购均价出现下跌，同比下滑幅度达3.18%。整体看，在公司鱼粉和其他蛋白总采购成本的拉动下，公司采购成本小幅上升。

表8 公司主营业务饲料销售成本中主要原材料成本和平均采购价（单位：万元、元/吨）

构成	2018年		2017年	
	成本	平均采购价	成本	平均采购价
直接材料	72,969.66	-	70,000.71	-
其中：鱼粉	42,574.27	10,719.05	40,568.90	10,498.10
其他蛋白	12,253.57	4,173.25	11,507.30	4,310.44
淀粉类	9,672.94	4,258.95	9,512.07	4,039.46

资料来源：公司提供

结算方式上，公司原材料采购主要通过现金和票据（包括承兑汇票、信用证）方式。其中，主要原材料鱼粉以进口鱼粉为主，包括国内采购和国外采购两个渠道，国外采购通常采用远期90天信用证结算；国内采购则根据供应商和采购付款安排等选择现金或承兑汇

票方式结算，银行承兑汇票一般是3-6个月期限；当公司资金充裕时通常会加大现金结算比例，以获得采购优惠价降低成本。

公司与主要供应商合作关系稳定，2018年前五名供应商采购金额占总采购的62.79%，占比较上年略有下滑，但集中度依然较高。同时我们注意到，公司原材料的排名第一位的供应商存在较大的依赖，2018年来自第一位的采购商采购金额占比由2017年的30.65%提升至37.02%，依赖度有所加大。

表9 2018年公司前五大供应商采购情况（单位：万元）

年份		供应商名称	采购金额	占比
2018年	1	供应商 1	43,975.02	37.02%
	2	供应商 2	10,172.78	8.56%
	3	供应商 3	8,277.31	6.97%
	4	供应商 4	7,342.16	6.18%
	5	供应商 5	4,822.81	4.06%
			合计	74,590.08

资料来源：公司提供

公司业务主要集中在华东和华南区域，2018年产品产销量均保持增长，但赊销比例高，结算周期较长

公司销售业务实行集团营销管理委员会、营销事业部和市场部三级管理，根据国内特种水产养殖的区域及市场分布情况、各区域养殖的规模、养殖品种的特点、市场成熟度的差异，采取了经销与直销相结合的销售模式。养殖规模较大、市场成熟度高、养殖品种集中度高的区域采用直销模式，终端客户直接向公司购买饲料产品；养殖规模较小、市场成熟度低、养殖品种及养殖场分散的区域采取经销模式，终端客户通过经销商购买公司饲料产品。公司销售区域主要集中在华东和华南片区，2018年来自这两片区的主营业务收入占比为95.43%。

表10 2017-2018年公司主营饲料产品销售区域（单位：万元）

区域	2018年		2017年	
	收入	占比	收入	占比
华东片区	79,510.72	75.81%	72,219.61	73.53%
华南片区	20,580.44	19.62%	20,728.91	21.10%
其他	4,795.79	4.57%	5,270.23	5.37%
合计	104,886.95	100.00%	98,218.75	100.00%

资料来源：公司提供

随着市场拓展力度的加大，2018年公司产品产销量均保持增长。细分来看，2018年鳊

鳊料、鳖料系列销量占比较高，增速尚可；海水鱼料销售占比较高、种苗料系列销售占比较低，销量下滑；淡水品种料系列以及虾料系列销量占比有所提升，增速较快。2018公司主要产品系列产销率尚可。

表11 2018-2019年公司饲料产品销量情况（单位：吨）

产品系列	2018年			2017年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
鳊料、鳖料系列	36,529.78	35,831.93	98.09%	34,493.02	34,123.42	98.93%
海水鱼料系列	35,233.08	32,484.30	92.20%	42,939.65	40,436.92	94.17%
淡水鱼系列	24,254.79	21,626.45	89.16%	15,173.42	14,071.72	92.74%
虾料	11,216.67	9,297.85	82.89%	8,268.48	6,465.94	78.20%
种苗料系列	1,880.26	1,604.32	85.32%	1,965.12	1,854.96	94.39%
其他	2,883.88	2,468.68	85.60%	3,630.78	3,163.70	87.14%
合计	111,998.46	103,313.52	92.25%	106,470.47	100,116.65	94.03%

资料来源：公司提供

从主要产品的平均销售价格看，公司平均售价的变动主要由系列中具体鱼种饲料产品结构变化所导致。2018年鳊料、鳖料、海水鱼料和淡水鱼系列产品平均售价较为稳定，其中淡水鱼系列价格略有下跌；而虾料以及种苗料系列等产品价格波动较大，2018年分别上涨22.22%和28.66%，主要受益于售价较高的EP虾料及益多美种苗料销售增加。

表12 公司饲料产品平均销售价格变动情况（单位：元/吨）

产品系列	2018年		2017年	
	平均售价	变动幅度	平均售价	变动幅度
鳊料、鳖料系列	14,298.04	5.33%	13,574.93	-0.39%
海水鱼料系列	8,835.89	3.66%	8,523.72	7.41%
淡水鱼系列	6,712.32	-1.50%	6,814.21	-2.72%
虾料	7,175.72	22.22%	5,871.32	-4.84%
种苗料系列	20,294.73	28.66%	15,774.32	9.30%
其他	4,066.19	15.07%	3,533.64	-8.75%

资料来源：公司提供

由于直销模式更贴近终端客户，能够帮助公司更好地掌握并满足客户需求，故公司产品以直销为主，2018年直销模式销售收入占比为63.93%。从客户类别来看，公司客户中个人客户占比较高，并通过银行转账、POS机的方式进行款项结算。2018年公司进一步拓展产品覆盖范围，黄颡鱼、加州鲈、EP虾料等配合饲料产品经销户增加，经销模式销售收入占比有所提升，当年公司经销模式收入占比为36.07%，较上年上升3.75个百分点。

表13 2017-2018年公司主营业务收入不同销售模式实现收入情况（单位：万元）

销售模式	2018年		2017年	
	销售收入	占比	销售收入	占比
直销	67,055.64	63.93%	66,476.66	67.68%
经销	37,831.33	36.07%	31,742.08	32.32%
合计	104,886.97	100.00%	98,218.75	100.00%

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，2018年公司前五大客户销售金额占营业收入的比重分别为26.19%，客户集中度相对不高，但有所提升。

表14 2018年公司前五大客户销售情况（单位：万元）

年份	客户名称	销售金额	占比	销售产品
2018年	客户1	24,062.50	16.04%	鱼粉、虾粉等原料
	客户2	5,454.40	3.64%	活鳗、烤鳗等水产品
	客户3	4,056.74	2.70%	鳗鲡、大黄鱼、金鲳鱼等配合饲料
	客户4	3,413.10	2.28%	鳗鲡、黄颡鱼、对虾等配合饲料
	客户5	2,293.99	1.53%	鱼粉、虾粉等原料
	合计	39,280.73	26.19%	-

资料来源：公司提供

结算方式上，公司采用现销和赊销相结合的模式。赊销方面，考虑到下游客户的养殖周期长、饲料用量高峰期（每年5-10月）资金投入大，公司为扩大销售量，一般给予客户一定的信用额度和信用期限；其中信用额度根据客户信用以及饲料用量综合确定，通常控制在销售金额的30%以内；信用期限则主要依据养殖周期、预计出鱼时点等因素确定，通常在一年以内。

公司产品销售赊销比例较高，沉淀资金规模较大，给公司带来较大的资金占用压力。2018年末公司应收账款账面价值3.67亿元，占总资产17.21%，2019年3月末，公司应收账款规模增加至4.79亿元。此外，受到下游养殖户出鱼时点和养殖品种销售行情的影响，公司应收账款的回收时间存在一定不确定性。

鱼粉贸易为公司进行库存管理的途径，2018年公司原料贸易业务受益于鱼粉贸易量大增加而增长较快，但毛利率依然较低

公司2018年加大了原料销售业务，公司原料销售主要系鱼粉销售。鱼粉是特种水产配合饲料产品最重要的原料，其本身是一种资源性、季节性产品。公司采购中心单独设立鱼粉组，并划分为鱼粉采购和鱼粉贸易两个业务板块，鱼粉贸易业务板块主要通过鱼粉贸易实现公司鱼粉库存数量、质量的最优化管理。具体来看，公司在鱼粉入库时进行分级并分

别存储，在鱼粉新鲜度下降或者储存量高于未来预期的生产需求时，公司会进行销售处理；在鱼粉价格上涨且库存鱼粉量充足的情况下，也会适当出售部分鱼粉。2018年，公司利用上市平台优势以及特种水产饲料集中生产平台优势，加大了自主进口鱼粉量，既进一步保证了优质鱼粉蛋白原料的生产供应，也扩大了鱼粉原料销量，使得鱼粉销售有所增加。公司当年实现鱼粉贸易量2.97万吨，同比增加2.18倍，受益于鱼粉贸易量的扩大，公司2018年实现原料销售收入3.43亿元。同比增长210.98%。2018年公司原料销售毛利率下降至2.47%，主要系相对于2017年，公司鱼粉采购价格相对较高，而2018年下半年行情回落导致售价有所下滑所致。

表15 2017-2018年公司鱼粉贸易情况（单位：吨、元/吨）

产品名称	2018年			2017年		
	贸易量	采购均价	销售均价	贸易量	采购均价	销售均价
鱼粉	29,663.57	10,719.05	11,146.10	9,335.29	10,498.10	11,674.63

资料来源：公司提供

2018年，公司加大了水产品销售量，公司成立福建天马水产有限公司、福建天马福荣食品科技有限公司产业平台，运用现代鳗鱼收鱼采购模式和营销模式，组建收购队伍和国内、外营销团队，当年实现水产品销售收入1.08亿元，同比增长182.30%。公司销售水产品主要包括活鳗、烤鳗等。但因为水产品主要系贸易业务，公司水产品销售业务毛利率较低，2018年，公司水产品销售业务毛利率为3.38%，同比增加0.37个百分点。

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经致同会计师事务所（（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的2017年、2018年审计报告及未经审计的2019年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2018年公司合并范围纳入4家新设子公司，具体见表1。

资产结构与质量

公司资产规模保持一定增速，但整体资产流动性一般

随着业务的不断发展，公司资产规模增长较快，2018年末达到21.35亿元，同比增长28.74%。从构成来看，公司资产以流动资产为主，2018年末流动资产占比为73.39%，较上年末略有增加。2019年3月末，公司资产规模为21.73亿元。

公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项和存货构成。货币资金主要为银行存款，2018年末为5.51亿元，其中1.43亿元为信用证保证金及银行承兑汇票保证金，流动性受限。截至2018年末应收账款账面金额为3.67亿元，同比增长56.74%，公司营销绩效考核体系中将回款率作为一项重要的考核指标，促使营销人员加大应收账款催收力度，在销售当年或者次年多数实现货款回收。公司按账龄组合计提坏账准备金额的应收账款占比99.34%，其中一年以内的应收账款原值占比82.70%。2018年，公司按欠款方归集的年末余额前五名应收账款汇总金额合计0.90亿元，占应收账款年末余额合计比例为22.49%，应收账款集中度不高，公司2019年3月末应收账款账面价值较2018年末上涨30.51%至4.79亿元，占比进一步提升，大量应收账款对公司营业资金形成占用。

预付款项主要是预付供应商的原材料采购款，规模上升较快，主要系公司预计订单增加，为保证鱼粉等主要原料供应充足备货所致所致。截至2018年末，公司预付账款上涨至1.27亿元，其中账龄在1年以内的金额合计1.27亿元，占比99.99%；2019年3月，公司预付账款进一步上涨至1.69亿元，占当期资产规模比重上升至7.80%，对公司营运资金形成一定占用。截至2018年末，公司存货账面价值3.86亿元，同比微增，主要为原材料和库存商品，2018年末两者占比分别为73.48%和24.42%，其中原材料主要为鱼粉，公司为满足销售需求，需保持较大规模的原材料储备，2018年末公司原材料账面价值2.84亿元，均未计提跌价准备。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程以及无形资产构成。截至2018年末，公司固定资产账面价值4.08亿元，主要是房屋建筑物和机器设备，其中价值0.61亿元的机器设备通过融资租赁租入；价值0.03亿元的房屋及建筑物通过经营租赁租出。2018年公司固定资产增长20.10%，主要系在建工程特种水产配合饲料生产线及研发中心建设以及特种水产配合饲料生产项目（三期）完工部分转固所致。在建工程主要是尚未完工的三期生产线以及年存储2万吨水产饲料项目等。公司无形资产主要为土地使用权和软件，2018年末账面价值0.72亿元，其中0.17亿元的土地使用权已经抵押。

总体来看，公司资产规模保持一定增长速度，但应收账款规模、存货规模较大，对公司营运资本形成一定占用，公司整体资产流动性一般。

表16 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	22,682.53	10.44%	55,105.47	25.82%	49,686.00	29.97%
应收账款	47,939.49	22.06%	36,732.07	17.21%	23,435.36	14.13%
预付款项	16,945.35	7.80%	12,726.78	5.96%	4,993.82	3.01%

存货	52,734.57	24.27%	38,643.61	18.10%	37,664.60	22.72%
流动资产合计	156,485.25	72.02%	156,653.49	73.39%	119,889.44	72.31%
固定资产	41,197.50	18.96%	40,797.92	19.11%	33,969.47	20.49%
在建工程	4,269.16	1.96%	3,774.78	1.77%	2,317.52	1.40%
无形资产	7,634.23	3.51%	7,208.14	3.38%	6,807.13	4.11%
非流动资产合计	60,795.96	27.98%	56,806.61	26.61%	45,913.48	27.69%
资产总计	217,281.21	100.00%	213,460.10	100.00%	165,802.92	100.00%

资料来源：公司 2017 年、2018 年审计报告及未经审计的 2019 年一季度财务报表，中证鹏元整理

资产运营效率

2018年公司资产运营效率略有下降，运营压力有所加重

2018年，公司应收账款规模增长较快，导致应收款项周转天数微升至71.90天。公司存货以原材料鱼粉为主，2017年公司在鱼粉价格低位时大量备货使得存货水平增速较快，2018年，公司存货水平维持在高位，同比微升至3.86亿元，周转天数为110.46天，变动不大。2018年公司应付账款有所增加，增幅大于营业成本增幅，应付账款周转天数下降至15.92天。上述因素的综合作用使得公司净营业周期从2017年的150.71天上升至2018年的166.44天，资金周转速度变慢。

从资产周转水平来看，2018年由于业务规模扩大，导致应收账款增加，同时为了加大备货，预付款项增长较多，公司流动资产周转天数有所延长；同时特种水产配合饲料生产线及研发中心建设以及特种水产配合饲料生产项目（三期）完工部分转固使得固定资产规模增加，固定资产周转效率随之下降；上述因素的综合作用使得公司资产整体运营效率出现下降，公司总资产周转天数上升至453.25天。

表17 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2018年	2017年
应收账款周转天数	71.90	66.76
存货周转天数	110.46	110.27
应付账款周转天数	15.92	26.32
净营业周期	166.44	150.71
流动资产周转天数	330.49	288.68
固定资产周转天数	89.35	86.64
总资产周转天数	453.25	418.48

资料来源：公司2017年、2018年审计报告，中证鹏元整理

盈利能力

2018年公司收入规模增长较快，但综合毛利率有所下降，利润水平同比下滑较多

公司营业收入主要来源于特种水产配合饲料的生产和销售。受益于公司产能的提升和下游需求的增长，公司收入规模不断上升，2018年公司实现营业收入15.06亿元，同比增长32.55%。由于特种水产饲料存在一定的技术壁垒，因此其毛利率高于普通饲料行业平均水平。2018年公司综合毛利率为17.44%，较上年下降2.77个百分点，主要系原料销售业务毛利率有所下滑以及毛利率较低的水产品业务占比提升所致。2019年1-3月，公司实现营业收入3.55亿元，综合毛利率为15.71%。

2018年公司期间费用率为11.99%，略有上升。公司营业外收入和其他收益主要是政府补助，包括政府给予的增产增效、研发投入的政府奖励资金等。受累于毛利率有所回调，公司利润规模有所回落，2018年公司利润总额为0.85亿元，同比回落20.21%。

表18 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2019年1-3月	2018年	2017年
营业收入	35,507.29	150,618.11	113,635.01
营业利润	1,517.73	8,457.40	10,354.76
其他收益	37.33	584.52	777.23
营业外收入	35.17	70.79	369.85
利润总额	1,552.33	8,485.81	10,635.78
净利润	1,362.45	7,363.35	9,053.53
综合毛利率	15.71%	17.44%	20.21%
期间费用率	9.96%	11.99%	10.83%
总资产回报率	-	6.08%	9.05%

资料来源：公司2017年、2018年审计报告及未经审计的2019年一季度财务报表，中证鹏元整理

现金流

2018年公司收现比有所下滑，经营活动现金流表现尚可

2018年公司收现比为0.88，较上年略有下降，当年公司FFO为1.27亿元。2018年，公司应收账款、应收票据规模有所增加，同时公司增加了票据结算的使用，应付款项有所增加，综合影响下，当年公司营运资本占用现金流减少1.15亿元，上述因素的综合作用使得公司2018年经营活动现金净流入2.44亿元，较上年增加1.53亿元，经营活动现金流表现尚可。

投资活动方面，2018年公司继续投资建设三期生产基地、特种水产配合饲料生产线及研发中心建设，购建厂房、机器设备等固定资产的投资支出较大，同时购买理财产品支付金额较大，当年投资活动现金净流出1.48亿元。筹资活动方面，公司近年IPO募集资金较

多，加之2018年公司经营活动现金流入规模增加，能满足投资活动需要，当年公司筹资活动现金净流出0.63亿元。

表19 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年	2017年
收现比	0.88	0.97
净利润	7,363.35	9,053.53
非付现费用	3,788.50	2,749.02
非经营损益	1,572.84	1,024.04
FFO	12,724.69	12,826.59
营运资本变化	11,506.84	-3,740.06
其中：存货减少（减：增加）	-1,542.33	-19,830.02
经营性应收项目的减少（减：增加）	-30,012.40	-4,977.73
经营性应付项目的增加（减：减少）	43,061.57	21,067.69
经营活动产生的现金流量净额	24,401.12	9,086.53
投资活动产生的现金流量净额	-14,803.06	-11,493.41
筹资活动产生的现金流量净额	-6,284.55	33,556.05
现金及现金等价物净增加额	2,967.94	31,079.42

资料来源：公司2017年、2018年审计报告，中证鹏元整理

资本结构与财务安全性

2018年公司资产负债率有所增加，有息债务规模有所攀升，公司短期偿债压力较大

2018年公司加大票据结算的使用以及借款的增加使得负债规模有所增加，当年末负债达到11.95亿元，同比增长43.38%；同时留存收益和2018年实施股权激励计划使得公司所有者权益保持增长，当年末达到9.40亿元，同比增长13.95%；综合影响下公司产权比率上升至127.20%，所有者权益对负债的覆盖程度有所下滑。受益于公司2019年可转债转换成股票导致资本公积有所增加，2019年3月末，产权比率降至108.03%，所有者权益对负债的覆盖程度有所上升。

表20 公司负债及所有者权益情况（单位：万元）

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
负债总额	112,835.27	119,507.70	83,351.37
所有者权益	104,445.94	93,952.40	82,451.55
产权比率	108.03%	127.20%	101.09%

资料来源：公司2017年、2018年审计报告及未经审计的2019年一季度财务报表，中证鹏元整理

公司负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项、应付债券构成。短期借款主要是保证借款、进口押汇以及抵质押借款，2018年公司偿还部分质押借款、进口押汇

借款使得短期借款规模有所减少。公司与上游供应商的结算以票据结算为主，应付票据规模较大，2018年末余额为6.51亿元，占负债的比例为54.47%，其中银行承兑汇票和国内信用证各自占比分别为64.71%和35.29%。应付账款主要是应付原材料采购款和设备工程款等，2018年应付账款规模增加至0.66亿元，2019年3月末，公司应付账款大幅增加至1.17亿元。预收款项主要系部分现金流充裕的经销商或直销户为取得优惠的折扣价采用预付方式所形成的货款，无实际支付压力。公司2018年成功发行天马转债，截至2018年末，公司应付债券余额2.38亿元，2019年1-3月，由于部分债券转股，导致债券余额减少至1.41亿元。

截至2018年末，公司有息债务为10.50亿元，同比增长45.77%，公司有息债务占负债总额比重为87.83%，有息债务规模增长较快，截至2019年5月末，本期债券尚有余额0.78亿元，本期债券偿付压力随着转股的进行而有所减轻。从债务结构来看，公司2018年末短期债务合计8.11亿元，占债务总额比重为67.88%，公司短期偿债压力较大。

表21 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2019年3月		2018年		2017年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	17,798.66	15.77%	14,804.86	12.39%	25,625.11	30.74%
应付票据	57,758.23	51.19%	65,099.81	54.47%	43,510.83	52.20%
应付账款	11,733.65	10.40%	6,592.11	5.52%	4,408.00	5.29%
预收款项	3,379.36	2.99%	2,942.89	2.46%	4,555.37	5.47%
流动负债合计	98,033.57	86.88%	95,177.11	79.64%	81,578.40	97.87%
应付债券	14,131.55	12.52%	23,762.00	19.88%	0.00	0.00%
非流动负债合计	14,801.70	13.12%	24,330.59	20.36%	1,772.97	2.13%
负债合计	112,835.27	100.00%	119,507.70	100.00%	83,351.37	100.00%
短期有息债务	76,365.65	67.68%	81,119.56	67.88%	70,711.35	84.84%
长期有息债务	14,173.09	12.56%	23,845.09	19.95%	1,297.71	1.56%
有息债务	90,538.74	80.24%	104,964.65	87.83%	72,009.06	86.39%

资料来源：公司2017年、2018年审计报告及未经审计的2019年一季度财务报表，中证鹏元整理

从主要偿债指标来看，2019年3月末公司资产负债率为51.93%，较2018年末下降4.06个百分点，负债水平相对不高。2018年公司流动比率和速动比率分别为1.65和1.24，同比均有所增长，短期偿债能力有所增强，但总体流动资产对流动负债的保障程度不高。2018年公司EBITDA略有增加，但短期借款利息的增加使得EBITDA利息保障倍数有所下降。

表22 公司偿债能力指标

指标名称	2019年3月	2018年	2017年
资产负债率	51.93%	55.99%	50.27%
流动比率	1.60	1.65	1.47

速动比率	1.06	1.24	1.01
EBITDA (万元)	-	13,734.82	13,897.10
EBITDA 利息保障倍数	-	4.51	10.51
有息债务/EBITDA	-	7.41	5.18

资料来源：公司2017年、2018年审计报告及未经审计的2019年一季度财务报表，中证鹏元整理

六、其他事项分析

(一) 过往债务履约情况

根据公司提供的企业信用报告，从2016年1月1日至报告查询日（2019年5月7日）公司不存在未结清不良类信贷记录，公司各项债务融资工具均按时偿付，无逾期未偿付或逾期偿付情况。

(二) 或有事项分析

截至2018年末，公司对外担保余额为1,109.00万元，占当期末净资产余额比重为1.18%，担保对象均为公司下游客户，均存在反担保措施。由于对外担保对象以个人客户为主，资质状况相对一般，公司面临一定或有负债风险。

表23 截至2018年12月末公司对外担保情况（单位：万元）

被担保方	担保金额	被担保性质	被担保方与 公司关系	是否有反担保 措施	担保到期日
客户 1	400	连带责任担保	客户	是	2019/6/27
客户 2	90	连带责任担保	客户	是	2019/6/29
客户 3	45	连带责任担保	客户	是	2019/9/27
客户 4	85	连带责任担保	客户	是	2019/8/7
客户 5	200	连带责任担保	客户	是	2019/9/28
客户 6	90	连带责任担保	客户	是	2019/9/30
客户 7	82	连带责任担保	客户	是	2019/9/26
客户 8	17	连带责任担保	客户	是	2019/9/26
客户 9	100	连带责任担保	客户	是	2019/9/26
合计	1,109.00	-	-	-	-

资料来源：公司提供

七、本期债券偿还保障分析

股份质押和保证担保为本期债券偿付提供了一定保障

本期债券采用股份质押和保证的担保方式。公司自然人股东陈庆堂、郑坤、林家兴、何修明、章礼森、林成长、沈玉福、张蕉霖、刘宝荣、吴景红以其合法拥有的天马科技限售股份合计4,032.11万股作为质押资产为本期债券的偿付提供质押担保，2018年4月9日上述股票的质押登记手续在中国证券登记结算有限责任公司上海分公司办理完毕。根据公司提供数据，截至2019年6月19日，公司股东对公司可转债提供质押担保的股份数为18,803,054股，按2019年6月19日公司股票收盘价为8.75元/股计算，上述质押股票市场价值为1.65亿元，为本期债券截至2019年5月末剩余本金的211.54%，仍能为本期债券本息偿付提供一定保障。

此外，公司实际控制人陈庆堂为本期债券提供连带责任保证担保，担保范围为公司经中国证监会核准发行的本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持有人，以保障本期债券的本息按照约定如期足额兑付。

八、评级结论

公司产品具备一定的品牌和技术优势，截至2018年末，公司共拥有41项产品配方技术发明专利，1项配合饲料生产工艺发明专利授权，主导和参与制修订国家、行业及地方标准10项，“健马”商标为“中国驰名商标”。公司于2017年于A股挂牌上市，融资渠道拓宽，资本实力有所增强。2018年，公司特种水产饲料产销率为92.25%，依然维持在较高水平，受益于原料销售业务及水产品销售业务增长，当年公司实现营业收入15.06亿元，同比增长32.55%。股份质押和保证担保为本期债券偿付提供了一定保障。同时公司新增产能能否顺利消化存在一定的不确定性，应收账款余额较大，对公司资金形成占用，有息债务快速增长，短期偿付压力较大。

基于以上分析，中证鹏元维持公司主体长期信用等级为AA-，维持本期债券信用等级为AA-，评级展望维持为稳定。

附录一 公司主要财务数据和财务指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019年3月	2018年	2017年	2016年
货币资金	22,682.53	55,105.47	49,686.00	14,194.76
应收账款	47,939.49	36,732.07	23,435.36	18,707.50
存货	52,734.57	38,643.61	37,664.60	17,884.87
固定资产	41,197.50	40,797.92	33,969.47	20,727.62
资产总计	217,281.21	213,460.10	165,802.92	98,383.26
短期借款	17,798.66	14,804.86	25,625.11	8,433.76
应付票据	57,758.23	65,099.81	43,510.83	23,535.09
一年内到期的非流动负债	808.76	1,214.89	1,575.41	1,625.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	3,950.00
应付债券	14,131.55	23,762.00	0.00	0.00
长期应付款	41.54	83.09	1,297.71	2,803.22
负债合计	112,835.27	119,507.70	83,351.37	52,495.24
归属于母公司所有者权益合计	103,416.63	93,321.83	82,129.66	45,533.65
所有者权益合计	104,445.94	93,952.40	82,451.55	45,888.02
短期有息债务	76,365.65	81,119.56	70,711.35	33,594.61
长期有息债务	14,173.09	23,845.09	1,297.71	6,753.22
有息债务	90,538.74	104,964.65	72,009.06	40,347.83
营业收入	35,507.29	150,618.11	113,635.01	84,366.34
营业利润	1,517.73	8,457.40	10,354.76	8,412.45
净利润	1,362.45	7,363.35	9,053.53	8,007.07
经营活动产生的现金流量净额	-22,491.06	24,401.12	9,086.53	3,229.90
投资活动产生的现金流量净额	-7,173.11	-14,803.06	-11,493.41	-3,897.79
筹资活动产生的现金流量净额	-4,582.96	-6,284.55	33,556.05	2,653.81
项目	2019年3月	2018年	2017年	2016年
应收账款周转天数	-	71.90	66.76	78.76
存货周转天数	-	110.46	110.27	87.70
应付账款周转天数	-	15.92	26.32	41.24
净营业周期	-	166.44	150.71	125.22
流动资产周转天数	-	330.49	288.68	248.60
固定资产周转天数	-	89.35	86.64	64.80
总资产周转天数	-	453.25	418.48	391.02
综合毛利率	15.71%	17.44%	20.21%	22.11%
期间费用率	9.96%	11.99%	10.83%	11.97%

营业利润率	-	5.62%	9.11%	9.97%
总资产回报率	-	6.08%	9.05%	11.16%
净资产收益率	-	8.35%	14.11%	18.86%
营业收入增长率	-	32.55%	34.69%	4.34%
净利润增长率	-	-18.67%	13.07%	21.57%
资产负债率	51.93%	55.99%	50.27%	53.36%
流动比率	1.60	1.65	1.47	1.36
速动比率	1.06	1.24	1.01	0.97
EBITDA（万元）	-	13,734.82	13,897.10	11,653.03
EBITDA 利息保障倍数	-	4.51	10.51	12.58
有息债务/EBITDA	-	7.41	5.18	3.46
经营性净现金流/流动负债	-0.23	0.26	0.11	0.07
经营性净现金流/负债总额	-0.20	0.20	0.11	0.06

资料来源：公司2016年、2017年、2018年审计报告及未经审计的2019年一季度财务报表，中证鹏元整理

附录二 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
应收账款周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付账款周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2] \}$
净营业周期	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
流动资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年流动资产合计} + \text{上年流动资产合计}) / 2] \}$
固定资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2] \}$
总资产周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2] \}$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
期间费用率	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用} + \text{研发费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
EBITDA	利润总额 + 计入财务费用的利息支出 + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	$\text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息支出})$
产权比率	$\text{负债总额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 一年内到期的非流动负债
长期有息债务	长期借款 + 应付债券 + 长期应付款
有息债务	短期有息债务 + 长期有息债务
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 财务费用 + 投资损失 + 递延所得税资产减少 + 递延所得税负债增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益

附录三 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。