

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



鹏元资信评估有限公司
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员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员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。

鹏元资信评估有限公司

评级总监： 

 鹏元资信评估有限公司
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：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2018】跟踪第
【620】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：3.05 亿元
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：
张晓辉 林心平

电话：
0755-82871027

邮箱：
zhangxh@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法已
披露于公司官方网站。

鹏元资信评估有限公司

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.pyrating.cn

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

	本次跟踪评级结果	首次信用评级结果
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	2018 年 06 月 25 日	2017 年 09 月 25 日

评级观点：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“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 2018 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，且实际产能大幅提升，营业收入大幅增长，股份质押和保证担保为本期债券偿付提供了一定保障。同时我们也关注到，公司新增产能能否顺利消化存在一定的不确定性，原材料储备规模较大，存在一定的跌价风险，应收账款对公司资金形成占用等风险因素。

正面：

- 公司产品具备一定的品牌和技术优势。截至 2017 年末，公司共拥有 41 项发明专利，1 项实用新型专利，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。
- 2017 年公司实际产能大幅提升，产销率维持在较高水平，营业收入大幅增长。2017 年随着二期生产基地的全部投产，公司实际年产能达到 13.45 万吨，同比增长 65.52%；当年公司产品产量和销量分别为 10.65 万吨、10.01 万吨，分别同比增长 18.47%、19.04%，产销率为 94.03%，依然维持在较高水平；当年公司实现营业收入 11.36 亿元，同比增长 34.69%。
- 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等以其拥有的天马科技 4,032.11 万股限售股份作为质押资产为本期债券的偿付提供

质押担保，截至 2018 年 5 月 31 日上述质押股票市场价值为 42,337.16 万元，为本期债券本金的 138.81%，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。**2017 年随着二期生产基地的全部投产，公司实际年产能达到 13.45 万吨，同比增长 65.52%；本期债券募投项目拟建 12 条生产线，预计新增实际年产能 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。
- **公司原材料储备规模较大，存在一定的跌价风险。**2017 年末公司存货 3.77 亿元，其中原材料 3.43 亿元，均未计提跌价准备。公司原材料以鱼粉为主，且 2018 年以来鱼粉价格下滑较多，公司存货存在一定跌价风险。
- **公司应收账款金额较大，对公司资金形成占用。**2017 年末应收账款账面价值为 2.34 亿元，占资产总额的 14.13%，应收账款规模较大，对公司资金形成占用。

主要财务指标：

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
总资产（万元）	147,511.11	165,802.92	98,383.26	84,888.68
归属母公司所有者权益合计（万元）	84,492.00	82,129.66	45,533.65	38,666.68
有息债务（万元）	52,519.56	72,009.06	40,347.83	36,495.06
资产负债率	42.51%	50.27%	53.36%	54.01%
流动比率	1.63	1.47	1.36	1.24
速动比率	1.05	1.01	0.97	0.92
营业收入（万元）	24,743.56	113,635.01	84,366.34	80,860.48
营业利润（万元）	2,053.28	10,354.76	8,412.45	6,473.41
利润总额（万元）	2,094.63	10,635.78	9,299.66	7,670.51
综合毛利率	19.23%	20.21%	22.11%	19.75%
总资产回报率	-	9.05%	11.16%	11.14%
EBITDA（万元）	-	13,897.10	11,653.03	9,474.51
EBITDA 利息保障倍数	-	10.51	12.58	17.10
经营活动现金流净额（万元）	-20,601.78	9,086.53	3,229.90	14,278.41

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，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2018年4月30日，本期债券募集资金使用情况如表1所示。

表1 截至2018年4月底本期债券募集资金使用情况（单位：亿元）

项目名称	总投资	已投资	拟使用募集资金	已使用募集资金
特种水产配合饲料生产项目（三期）	4.41	0.84	3.05	0.00

资料来源：公司提供

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”。2017年4月25日公司以资本公积金向全体股东每10股转增4股，并于2017年5月18日实施完毕，公司总股本由21,200.00万元变更为29,680.00万元。公司主营业务依然为特种水产配合饲料的研发、生产和销售。

截至2018年3月末，公司总股本为29,680.00万元，其中第一大股东为自然人陈庆堂，直接持有公司28.82%的股份，并通过福建天马投资发展有限公司间接持有7.90%股份，合计持有公司36.72%的股份，系公司实际控制人；其中4,183.80万股、占公司总股份14.10%的股份已经质押。跟踪期内，公纳入合并报表范围子公司无变动。

截至2017年12月31日，公司资产总额为16.58亿元，归属于母公司的所有者权益为8.21亿元，资产负债率为50.27%；2017年度，公司实现营业收入11.36亿元，利润总额1.06亿元，经营活动现金净流入0.91亿元。

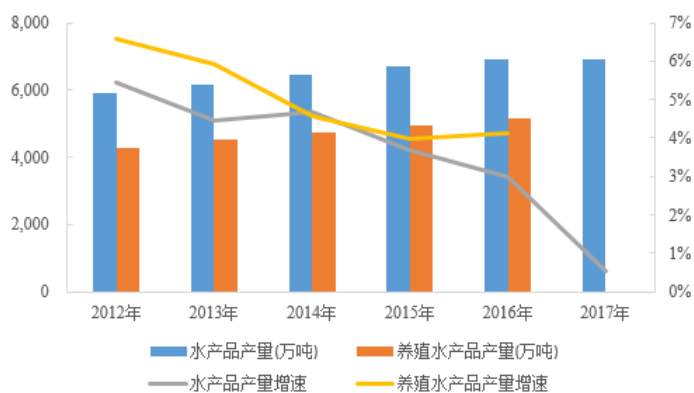
截至2018年3月31日，公司资产总额为14.75亿元，归属于母公司的所有者权益为8.45亿元，资产负债率为42.51%；2018年1-3月，公司实现营业收入2.47亿元，利润总额0.21亿元，经营活动现金净流出2.06亿元。

三、运营环境

随着水产养殖量的增长，2016年我国水产配合饲料和特种水产配合饲料均保持增长态势；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。2017年我国水产品产量为6,938.00万吨,同比增长0.53%,增速较上年下降2.48个百分点。但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。2016年我国水产养殖产量为5,142.393万吨,同比增长4.14%,水产养殖产量占水产品总量的74.51%,占比较上年上升0.81个百分点,水产养殖占比不断提升。

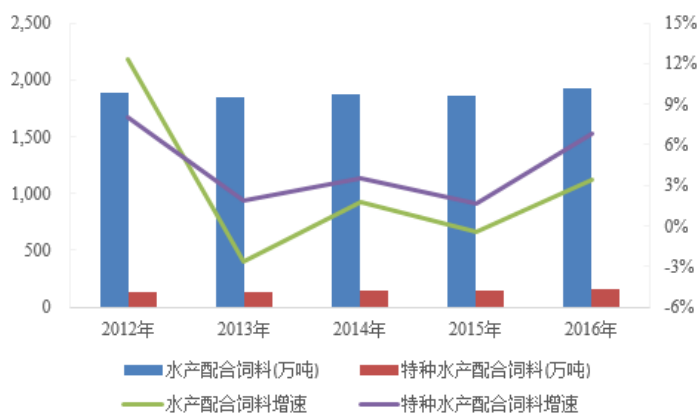
图1 2012-2017年中国水产品产量



资料来源: Wind, 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配合饲料行业的快速发展,2016年我国水产配合饲料产量为1,930万吨,同比增长3.46%。特种水产配合饲料作为水产配合饲料的一支,其产量所占比重较小,但其增速大于水产配合饲料行业增速。2016年我国特种水产配合饲料产量为152.24万吨,同比增长6.82%,增速高于水产配合饲料行业整体增速3.36个百分点。整体来看,随着水产养殖量的增长,2016年我国水产配合饲料和特种水产配合饲料产量均保持增长态势,但增速有所波动。

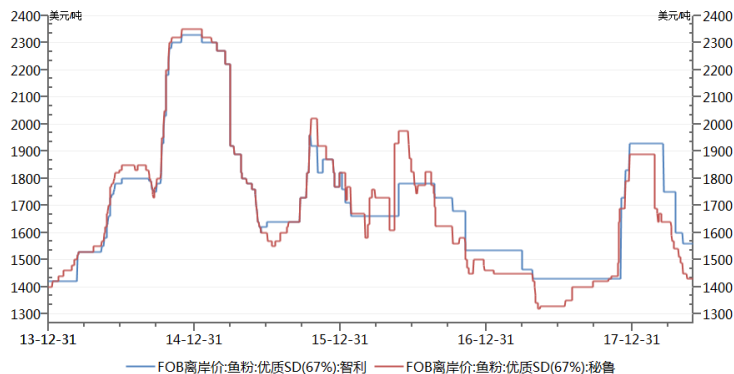
图2 近年我国和特种水产配合饲料产量情况



资料来源: 公开资料, 鹏元整理

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季用料需求不同，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年以来受需求减少的影响鱼粉价格出现下跌。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3 近年鱼粉 FOB 离岸价走势图



资料来源: Wind

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》	2018 年底完成水产养殖主产区水域滩涂规划编制发布工作，划定禁养区、限养区和养殖区，同时深入推进水产生态健康养殖，大力推广深远海养殖、深水抗风浪网箱养殖、大水面生态增养殖、循环水养殖等健康养殖模式。

资料来源：农业部相关网站

四、经营与竞争

跟踪期内，公司依然主要从事特种水产配合饲料研发、生产和销售，其产品主要分为鳊鱼及甲鱼、海水鱼料（含金鲳鱼、石斑鱼、大黄鱼等）、淡水鱼料（含鲢鱼、黄颡鱼、乌龟等）、虾料、种苗料5大系列。2017年公司实现营业收入11.36亿元，同比增长34.69%，主要系海水鱼料及鱼粉贸易收入有所增长所致。从构成来看，2017年公司鳊鱼及甲鱼、海水鱼料收入分别占营业收入的40.76%、30.33%，是公司收入的主要来源。从毛利率来看，2017年公司综合毛利率为20.21%，较上年下降1.90个百分点，主要系海水鱼料业务毛利率有所下滑以及毛利率较低鱼粉贸易收入占比提升所致。2018年1-3月，公司实现营业收入2.47亿元，综合毛利率为19.23%。

表3 2016-2017年及2018年1-3月公司营业收入构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月		2017 年		2016 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率	金额	毛利率
鳊鱼、甲鱼系列	10,929.04	29.40%	46,322.32	25.69%	43,103.17	23.15%
海水鱼料	3,716.40	17.71%	34,467.30	19.95%	26,602.38	21.45%
鱼粉贸易业务	6,473.44	3.69%	10,898.61	5.01%	509.19	7.36%
淡水鱼料	1,640.81	16.76%	9,588.76	19.55%	6,829.25	21.51%
虾料	598.27	10.23%	3,796.36	13.59%	2,967.59	22.94%
种苗料	975.41	28.14%	2,926.07	33.95%	1,769.45	32.08%
其他收入	410.19	8.76%	5,635.59	4.50%	2,585.31	8.23%
合计	24,743.56	19.23%	113,635.01	20.21%	84,366.34	22.11%

资料来源：公司提供，鹏元整理

2017年公司产能大幅增长，产能利用率略有下降，后续新增产能是否顺利消化存在不确定性

跟踪期内，公司二期生产基地（IPO募投项目）新建十条生产线正式投产，并在2017年9月份全部达到达产状态。截至2017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4 截至2017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。2017年随着二期生产基地的全部投产，公司实际年产能达到13.45万吨，同比增长65.52%，实际产能利用率由上年的110.59%降至79.16%，产能利用率有所下降。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。2017年公司产销率为94.03%，较上年上升0.44个百分点，产销情况良好。

表5 公司主要生产线产能利用情况（单位：吨）

项目	2017年	2016年
设计产能	244,365.00	129,245.00
实际产能	134,507.00	81,261.00
总产量	106,470.47	89,867.89
实际产能利用率	79.16%	110.59%
总销量	100,116.65	84,104.72
产销率	94.03%	93.59%

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%，未来公司二期生产线实际产能还会有所增长。

资料来源：公司提供

截至2017年末，公司拟建生产基地1个，即公司三期生产基地（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。考虑到公司二期生产基地投产后公司产能利用率有所下降，加上本期债券募投项目预计投产后新增实际产能6.26万吨/年，短期内公司产能扩张较快，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。

表6 截至2017年末公司拟建生产线情况（万吨/年）

生产基地	选址	生产线	总设计产能	建设期
三期	福清	种苗料、海参料、鲍鱼料、高端膨化料等（预计12条）	13.11	预计2年

资料来源：公司提供

公司原材料采购渠道相对稳定，但供应商集中度高，2017年公司主要原材料采购价格有所上涨，同时大量原材料储备会对营运资金形成占用，且面临一定的跌价损失风险

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。

2017年公司主要原材料采购价格较2016年均有一定程度的上涨，其中其他蛋白和淀粉类价格变动幅度较大，两者分别较2016年上涨了8.08%、8.01%。此外，因旺季生产备货需要同时考虑船期影响因素，公司在2017年末鱼粉价格相对较高时进行采购，导致当年鱼粉平均采购价格略有增长。

表7 公司主营业务成本中主要原材料成本和平均采购价（单位：万元、元/吨）

构成	2017年		2016年	
	成本	平均采购价	成本	平均采购价
直接材料	70,000.71	-	59,946.69	-
其中：鱼粉	40,568.90	10,498.10	37,846.32	10,399.31
其他蛋白	11,507.30	4,310.44	8,297.60	3,988.15
淀粉类	9,512.07	4,039.46	7,478.67	3,740.06

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，2017年前五名供应商采购金额占总采购的68.59%，

集中度高。同时我们注意到，公司原材料的采购对大洋实业有限公司（简称“大洋实业”）及其子公司深圳市巨力洋实业发展有限公司存在较大的依赖，2017年来自大洋实业及其子公司的采购金额占比达30%以上。为满足公司新增生产线投产后的生产需求，2017年公司进行了大量原材料采购，前五大供应商采购金额增长较快。

表8 2016-2017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
2017 年	1 大洋实业有限公司(PACIFIC TIDE LTD.)	32,128.84	30.65%
	深圳市巨力洋实业发展有限公司	419.07	0.40%
	2 天宝粮谷饲料贸易有限公司	15,466.22	14.75%
	3 厦门夏商国际贸易有限公司	10,379.91	9.9%
	4 立美贸易有限公司	8,840.94	8.43%
	5 厦门亨德顺商贸有限公司	4,673.62	4.46%
	合计	71,908.60	68.59%
2016 年	1 大洋实业有限公司(PACIFIC TIDE LTD.)	10,241.83	18.27%
	深圳市巨力洋实业发展有限公司	7,018.12	12.52%
	2 厦门夏商国际贸易有限公司	7,909.44	14.11%
	3 福州海汇生物科技实业有限公司	3,388.75	6.05%
	4 天宝粮谷饲料贸易有限公司	2,456.54	4.38%
	5 福州正和饲料科技有限公司	2,420.17	4.32%
	合计	33,434.86	59.65%

资料来源：公司提供

公司业务主要集中在华东和华南区域，2017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，2017年来自这两片区的主营业务收入占比为94.63%。

表9 2016-2017年公司主营业务收入产品销售区域（单位：万元）

区域	2017 年		2016 年	
	收入	占比	收入	占比
华东片区	72,219.61	73.53%	53,000.01	64.24%
华南片区	20,728.91	21.10%	26,513.71	32.14%

其他	5,270.23	5.37%	2,984.89	3.62%
合计	98,218.75	100.00%	82,498.61	100.00%

资料来源：公司提供

随着国内外市场拓展力度的加大，2017年公司产品产销量均保持增长，当年公司产品产量和销量分别为10.65万吨、10.01万吨，分别同比增长18.47%、19.04%，产销率为94.03%，较上年上升0.44个百分点。细分来看，2017年鳗鲡料、鳖料系列销量占比较高，但增速较低；海水鱼料系列销售占比最高，增速尚可；淡水品种料系列以及种苗料、虾料系列销量占比较低，但增速最快。2017公司主要产品系列产销率均保持在较高水平，但虾料系列产销率有所下降。

表10 2016-2107年公司产品销量情况（单位：吨）

产品系列	2017 年			2016 年		
	产量	销量	产销率	产量	销量	产销率
鳗鲡料、鳖料系列	34,493.02	34,123.42	98.93%	32,635.72	31,628.96	96.92%
海水鱼料系列	42,939.65	40,436.92	94.17%	35,599.63	33,522.71	94.17%
淡水鱼系列	15,173.42	14,071.72	92.74%	10,844.14	9,749.48	89.91%
虾料	8,268.48	6,465.94	78.20%	5,586.13	4,809.84	86.10%
种苗料系列	1,965.12	1,854.96	94.39%	1,449.42	1,226.01	84.59%
其他	3,630.78	3,163.70	87.14%	3,752.85	3,167.73	84.41%
合计	106,470.47	100,116.65	94.03%	89,867.89	84,104.73	93.59%

资料来源：公司2017年年报

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。2017年鳗鲡料、鳖料和淡水鱼系列产品平均售价较为稳定，而海水鱼系列、虾料以及种苗料系列等产品价格波动较大，2017年公司海水鱼料系列中售价较高的大黄鱼配合饲料销售占比提升导致海水鱼系列平均售价有所增长，而虾料平均售价有所下降主要系公司通过降价促销等手段提高虾料销量所致。

表11 公司主要产品平均销售价格变动情况（单位：元/吨）

产品系列	2017 年		2016 年	
	平均售价	变动幅度	平均售价	变动幅度
鳗鲡料、鳖料系列	13,574.93	-0.39%	13,627.75	-2.47%
海水鱼料系列	8,523.72	7.41%	7,935.63	-3.14%
淡水鱼系列	6,814.21	-2.72%	7,004.74	-7.24%
虾料	5,871.32	-4.84%	6,169.83	5.07%
种苗料系列	15,774.32	9.30%	14,432.61	-21.63%
其他	3,533.64	-8.75%	3,872.69	-0.82%

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，2017年直销模式销售收入占比为67.68%。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。2017年公司进一步拓展产品覆盖范围，大黄鱼配合饲料等产品经销户增加，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32.32%，较上年上升9.08个百分点。

表12 2016-2017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	2017 年		2016 年	
	销售收入	占比	销售收入	占比
直销	66,476.66	67.68%	63,323.71	76.76%
经销	31,742.08	32.32%	19,174.90	23.24%
合计	98,218.75	100.00%	82,498.61	100.00%

资料来源：公司提供

从客户集中度来看，2016年、2017年公司前五大客户销售金额占营业收入的比重分别为18.89%、10.04%，客户集中度相对不高且有下降趋势。公司与主要客户的合作时间较长，2016、2017年前五大客户中有三大客户重合；同时我们注意到，2016年公司第一大客户徐闻县源海养殖有限责任公司销售占比较大，且2017年未出现在公司前五大客户中，客户稳定度一般。

表13 2016-2017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
2017 年	霞浦县溪南镇叶孝翁水产饲料店	3,461.09	3.05%	鳗鲡、大黄鱼等配合饲料
	福清市富发养殖有限公司	2,851.52	2.51%	鳗鲡、鱼虾等配合饲料
	霞浦县溪南镇浩盛水产养殖场	2,030.06	1.79%	鳗鲡、大黄鱼、海水鱼等配合饲料
	杨伟蓬	1,625.35	1.43%	甲鱼、罗非鱼、种苗等配合饲料
	廉江市养虾集团公司	1,440.78	1.27%	金鲳鱼、对虾等配合饲料
	合计	11,408.80	10.04%	-
2016 年	徐闻县源海养殖有限责任公司	8,774.77	10.40%	金鲳鱼、种苗等配合饲料
	廉江市养虾集团公司	2,113.62	2.51%	金鲳鱼、对虾等配合饲料
	福清市富发养殖有限公司	2,109.32	2.50%	鳗鲡、鱼虾等配合饲料
	杨伟蓬	1,596.25	1.89%	甲鱼、种苗等配合饲料
	澄迈澄北水产养殖专业合作社	1,339.83	1.59%	石斑鱼、鳗鲡等配合饲料
	合计	15,933.79	18.89%	-

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。2017年公司依据既定的信用政策，在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，当年末公司应收账款增幅小于营业收入增幅9.42个百分点。

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，2017年末公司应收账款账面价值2.34亿元，占总资产的14.13%。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，2017年公司鱼粉贸易量大幅增加，但毛利率较低

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。2017年四季度鱼粉价格持续走高，公司加大了鱼粉贸易量，当年公司鱼粉贸易量为9,335.29吨，是2016年贸易量的18.77倍。2017年公司鱼粉贸易业务收入为1.09亿元，毛利率为5.01%，毛利率较低。

表14 2016-2017年公司鱼粉贸易情况（单位：吨、元/吨）

产品名称	2017 年			2016 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	9,335.29	10,498.10	11,674.63	497.38	10,399.31	10,,237.05

资料来源：公司提供

公司产品具有一定的品牌和技术优势，2017年研发投入保持增长，能为公司发展提供技术支持

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。截至2017年末，公司共拥有41项发明专利，1项实用新型专利，7项外观设计专利。2017年公司研发投入3,714.40万元，同比增长14.94%，当期研发投入占营业收入的3.27%。

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15 2016-2017年公司研发投入情况

项目	2017 年	2016 年
研发投入金额（万元）	3,714.40	3,231.49
研发投入占营业收入比例	3.27%	3.83%

资料来源：公司提供，鹏元整理

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2016年、2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，报告均采用新会计准则编制。2017年以及2018年一季度公司纳入合并报表子公司无变动。

资产结构与质量

2017年公司资产规模增长较快，但应收账款对资金形成占用，存货面临一定跌价损失风险

随着IPO募集资金的到位，公司资产规模增长较快，2017年末达到16.58亿元，同比增长68.53%。从构成来看，公司资产以流动资产为主，2017年末流动资产占比为72.31%，较上年末上升8.93个百分点。2018年1-3月公司偿还了部分应付票据使得资产规模有所下降。

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，2017年末为4.97亿元，其中1.17亿元为信用证保证金及银行承兑汇票保证金，流动性受限。应收账款主要是应收霞浦县溪南镇叶孝翁水产饲料店等客户货款，2017年末应收账款账面金额2.55亿元，已计提坏账准备0.21亿元，其中按账龄分析法计提坏账准备的2.53亿元，账龄在1年以内的占比86.65%，1至2年的占比7.66%；2017年随着公司业务收入的增加应收账款规模随之上升。需注意的是，公司账款结算周期较长，2017年末应收账款账面价值2.34亿元，占资产总额的14.13%，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，规模较小。公司存货主要为原材料和库存商品，2017年末两者占比分别为91.16%和6.97%，其中原材料主要为鱼粉，公司根据销售需求制定生产计划，需保持较大规模的原材料储备，2017年末公司原材料账面价值3.43亿元，均未计提跌价准备，且2018年以来鱼粉价格下滑较多，公司存货面临一定的跌价损失风险。2017年末公司存货3.77亿元，同比增长110.59%，主要系鱼粉贸易规模大幅增长加之公司在鱼粉价格低位时采购较多所致。

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2017年末，公司固定资产账面价值3.40亿元，主要是房屋建筑物和机器设备，其中价值1.30亿元、占比38.26%的房屋建筑物已经抵押；2017年公司固定资产大幅增长主要系在建二期生产基地部分转为固定资产所致。在建工程主要是尚未结转的二期生产线以及三期生产线（本期债券募投项目）等。公司无形资产主要为土地使用权和软件，2017年末账面价值0.68亿元，其中0.19亿元、占比28.33%的土地使用权已经抵押。总体来看，公司资产规模增长较快，但应收账款规模较大，对公司资金形成占用，存货中鱼粉规模较大，面临一定跌价损失风险。

表16 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	22,848.51	15.49%	49,686.00	29.97%	14,194.76	14.43%
应收账款	30,009.43	20.34%	23,435.36	14.13%	18,707.50	19.01%
预付款项	7,276.12	4.93%	4,993.82	3.01%	5,550.50	5.64%
存货	35,664.89	24.18%	37,664.60	22.72%	17,884.87	18.18%
流动资产合计	99,890.17	67.72%	119,889.44	72.31%	62,357.56	63.38%
固定资产	33,708.19	22.85%	33,969.47	20.49%	20,727.62	21.07%
在建工程	3,067.40	2.08%	2,317.52	1.40%	8,945.02	9.09%
无形资产	7,266.35	4.93%	6,807.13	4.11%	4,541.73	4.62%
非流动资产合计	47,620.94	32.28%	45,913.48	27.69%	36,025.70	36.62%
资产总计	147,511.11	100.00%	165,802.92	100.00%	98,383.26	100.00%

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

资产运营效率

公司应收款项账期较长，2017年公司鱼粉备货规模大幅增加使得资金周转速度变慢，资产整体运营效率出现下降

2017年公司在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，应收款项周转天数降至75.74天，应收款项账期有所下降但依然较长。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周转天数大幅提升至110.27天。付款方面，2017年公司加大了票据结算的使用，应付款项有所增加，但同期营业成本增幅更高，应付款项周转天数有所下降。上述因素的综合作用使得公司净营业周期从2016年的-8.32天升至2017年的26.59天，资金周转速度变慢。

从资产周转水平来看，2017年由于鱼粉的大量备货使得存货增长较多，公司流动资产周转天数有所延长；同时部分二期生产线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。

表17 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2017 年	2016 年
应收款项周转天数	75.74	87.28
存货周转天数	110.27	87.70
应付款项周转天数	159.42	183.31
净营业周期	26.59	-8.32
流动资产周转天数	288.68	248.60
固定资产周转天数	86.64	64.80
总资产周转天数	418.48	391.02

注：应收款项=应收账款+应收票据；应付款项=应付账款+应付票据。

资料来源：公司2016年、2017年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2017年公司收入规模有所上升，期间费用率略有下降，但综合毛利率有所下降

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，2017年公司实现营业收入11.36亿元，同比增长34.69%。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。2017年公司综合毛利率为20.21%，较上年下降1.90个百分点，主要系海水鱼料业务毛利率有所下滑以及毛利率较低鱼粉贸易收入占比提升所致。

2017年公司期间费用率为10.83%，较上年略有下降，期间费用率水平相对不高。公司营业外收入和其他收益主要是政府补助，包括政府给予的上市补助、研发所得政府奖励资金、人才补贴等。得益于较高毛利率以及收入的增长，公司利润规模有所提升，2017年公司利润总额为1.06亿元，同比增长14.37%。2018年1-3月，公司实现营业收入2.47亿元，综合毛利率为19.23%。

表18 公司主要盈利指标（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年
营业收入	24,743.56	113,635.01	84,366.34
营业利润	2,053.28	10,354.76	8,412.45
其他收益	27.36	777.23	0.00
营业外收入	41.43	369.85	921.86
利润总额	2,094.63	10,635.78	9,299.66
净利润	1,713.97	9,053.53	8,007.07
综合毛利率	19.23%	20.21%	22.11%
期间费用率	11.60%	10.83%	11.97%
总资产回报率	-	9.05%	11.16%

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

现金流

2017年公司经营活动现金流表现尚可，整体现金流质量较好

2017年公司收现比为0.97，较上年略有提升且表现尚可，当年公司FFO为1.28亿元。2017年公司增加了票据结算的使用，应付款项有所增加，同时鱼粉采购量大幅增加使得存货资金占用增加，加之应收账款规模有所增长，当年公司营运资本增加0.37亿元，上述因素的综合作用使得公司2017年经营活动现金净流入0.91亿元，较上年增加0.59亿元，经营活动现金流表现尚可。

投资活动方面，2017年公司投资建设二期生产基地，购建厂房、机器设备等固定资产的投资支出较大，当年投资活动现金净流出1.15亿元。筹资活动方面，2017年公司IPO募集资金较多，加之取得借款规模较大，当年公司筹资活动现金净流入3.36亿元。综合来看，公司经营活动现金流表现尚可，流动资金较为充足，整体现金流质量较好。

表19 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2018年1-3月	2017年	2016年
收现比	0.74	0.97	0.92
净利润	1,713.97	9,053.53	8,007.07
非付现费用	-	2,749.02	1,610.13
非经营损益	-	1,024.04	1,005.49
FFO	-	12,826.59	10,622.69
营运资本变化	-	-3,740.06	-7,392.79
其中：存货减少（减：增加）	-	-19,830.02	-3,928.90
经营性应收项目的减少（减：增加）	-	-4,977.73	-2,159.60
经营性应付项目的增加（减：减少）	-	21,067.69	-1,304.29
经营活动产生的现金流量净额	-20,601.78	9,086.53	3,229.90
投资活动产生的现金流量净额	-2,663.00	-11,493.41	-3,897.79
筹资活动产生的现金流量净额	-2,866.35	33,556.05	2,653.81
现金及现金等价物净增加额	-26,146.62	31,079.42	1,964.74

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

资本结构与财务安全性

2017年公司资产负债率有所下降，有息债务规模有所提升，面临一定偿付压力

2017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8.34亿元，同比增长58.78%；同时IPO使得公司所有者权益增长较快，当年末达到8.25亿元，同比增长79.68%；公司产权比率降至101.09%，所有者权益对负债的覆盖程度有所

提升但依然不高。2018年3月末，随着应付票据的支付公司负债规模有所降低，产权比率降至73.94%，所有者权益对负债的覆盖程度尚可。

表20 公司负债及所有者权益情况（单位：万元）

指标名称	2018年3月	2017年	2016年
负债总额	62,705.80	83,351.37	52,495.24
所有者权益	84,805.31	82,451.55	45,888.02
产权比率	73.94%	101.09%	114.40%

资料来源：公司2016年、2017年审计报告及未经审计的2018年一季度财务报表，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、一年内到期的非流动负债以及长期应付款构成。短期借款主要是保证借款、进口押汇以及抵质押借款，抵押物为公司房屋及土地，质押物为银行承兑汇票，2017年公司新增1.20亿元流动资金贷款使得短期借款增长较快。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，2017年末余额为4.35亿元，占负债的比例为52.20%，其中银行承兑汇票和国内信用证各自占比分别为51.00%和49.00%。应付账款主要是应付原材料采购款和设备工程款等，2017年公司加大了票据结算的使用使得应付账款规模有所减少。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。一年内到期的非流动负债主要是一年内到期的融资租赁款。长期应付款即应付融资租赁款。截至2017年末，公司有息债务为7.20亿元，同比增长78.47%，其中2018年、2019年分别到期7.07亿元、0.13亿元，面临一定偿债压力，同时本期债券的发行进一步增加了公司的有息债务规模。

表21 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2018年3月		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	25,108.43	40.04%	25,625.11	30.74%	8,433.76	16.07%
应付票据	24,914.40	39.73%	43,510.83	52.20%	23,535.09	44.83%
应付账款	3,793.17	6.05%	4,408.00	5.29%	8,850.47	16.86%
预收款项	4,139.60	6.60%	4,555.37	5.47%	1,819.04	3.47%
一年内到期的非流动负债	1,575.41	2.51%	1,575.41	1.89%	1,625.76	3.10%
流动负债合计	61,129.16	97.49%	81,578.40	97.87%	45,714.38	87.08%
长期借款	0.00	0.00%	0.00	0.00%	3,950.00	7.52%
长期应付款	921.32	1.47%	1,297.71	1.56%	2,803.22	5.34%
非流动负债合计	1,576.64	2.51%	1,772.97	2.13%	6,780.87	12.92%
负债合计	62,705.80	100.00%	83,351.37	100.00%	52,495.24	100.00%
有息债务	52,519.56	83.76%	72,009.06	86.39%	40,347.83	76.86%

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

从主要偿债指标来看，2018年3月末公司资产负债率为42.51%，较2016年末下降10.85个百分点，负债水平不高。2017年公司流动比率和速动比率分别为1.47和1.01，同比均有所增长，短期偿债能力有所增强。2017年公司EBITDA有所增加，但短期借款付息的增加使得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	2018年3月	2017年	2016年
资产负债率	42.51%	50.27%	53.36%
流动比率	1.63	1.47	1.36
速动比率	1.05	1.01	0.97
EBITDA（万元）	-	13,897.10	11,653.03
EBITDA 利息保障倍数	-	10.51	12.58
有息债务/EBITDA	-	5.18	3.46

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

六、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号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，后续追加质押股份数及解除质押股份数以《股份质押合同补充协议》中确定的股份数为准。2018年5月31日公司股票收盘价为10.50元/股，按当日股票收盘价计算，上述质押股票市场价值为42,337.16万元，为本期债券本金的138.81%，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。

七、评级结论

公司产品具备一定的品牌和技术优势，公司2017年于A股挂牌上市，融资渠道拓宽，资本实力有所增强，当年公司实际产能大幅提升，产销率维持在较高水平，营业收入大幅增长；股份质押和保证担保为本期债券偿付提供了一定保障。同时我们也关注到公司新增

产能能否顺利消化存在一定的不确定性，公司原材料储备规模较大，存在一定的跌价风险，应收账款余额较大，对公司资金形成占用等风险因素。

基于以上分析，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 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2018年3月	2017年	2016年	2015年
货币资金	22,848.51	49,686.00	14,194.76	14,292.99
衍生金融资产	1,012.58	222.48	0.00	0.00
应收票据	805.00	1,685.00	3,985.00	11.42
应收账款	30,009.43	23,435.36	18,707.50	18,206.43
预付款项	7,276.12	4,993.82	5,550.50	6,353.12
其他应收款	1,219.35	1,214.45	1,538.01	1,159.55
存货	35,664.89	37,664.60	17,884.87	14,133.22
其他流动资产	1,054.29	987.74	496.91	5.02
流动资产合计	99,890.17	119,889.44	62,357.56	54,161.75
可供出售金融资产	900.00	900.00	900.00	900.00
固定资产	33,708.19	33,969.47	20,727.62	9,645.36
在建工程	3,067.40	2,317.52	8,945.02	12,830.04
无形资产	7,266.35	6,807.13	4,541.73	4,638.17
商誉	78.48	78.48	78.48	78.48
递延所得税资产	649.66	602.25	397.30	416.38
其他非流动资产	1,950.85	1,238.63	435.56	2,218.51
非流动资产合计	47,620.94	45,913.48	36,025.70	30,726.94
资产总计	147,511.11	165,802.92	98,383.26	84,888.68
短期借款	25,108.43	25,625.11	8,433.76	5,096.81
衍生金融负债	0.00	0.00	100.40	227.84
应付票据	24,914.40	43,510.83	23,535.09	28,332.47
应付账款	3,793.17	4,408.00	8,850.47	6,204.12
预收款项	4,139.60	4,555.37	1,819.04	1,561.61
应付职工薪酬	365.78	515.27	374.16	370.24
应交税费	410.11	739.64	392.44	665.14
应付利息	32.71	88.22	15.93	6.78
其他应付款	419.17	347.98	431.98	240.98
一年内到期的非流动负债	1,575.41	1,575.41	1,625.76	831.69
其他流动负债	370.38	212.56	135.35	27.34
流动负债合计	61,129.16	81,578.40	45,714.38	43,565.03
长期借款	0.00	0.00	3,950.00	0.00
长期应付款	921.32	1,297.71	2,803.22	2,234.09
递延所得税负债	253.14	55.62	0.00	12.14
递延收益-非流动负债	402.17	419.64	27.65	34.11

非流动负债合计	1,576.64	1,772.97	6,780.87	2,280.34
负债合计	62,705.80	83,351.37	52,495.24	45,845.37
实收资本(或股本)	29,680.00	29,680.00	15,900.00	15,900.00
资本公积金	17,778.48	17,778.48	2,472.39	2,472.39
其它综合收益	808.90	169.11	49.20	-219.43
盈余公积金	6,378.63	6,378.63	5,612.92	3,803.04
未分配利润	29,845.99	28,123.44	21,499.13	16,710.67
归属于母公司所有者权益合计	84,492.00	82,129.66	45,533.65	38,666.68
少数股东权益	313.31	321.89	354.37	376.64
所有者权益合计	84,805.31	82,451.55	45,888.02	39,043.32
负债和所有者权益总计	147,511.11	165,802.92	98,383.26	84,888.68

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年	2015 年
营业总收入	24,743.56	113,635.01	84,366.34	80,860.48
营业收入	24,743.56	113,635.01	84,366.34	80,860.48
营业总成本	23,140.72	104,195.19	76,179.27	74,202.98
营业成本	19,986.25	90,673.37	65,713.03	64,888.58
税金及附加	56.84	402.80	186.24	20.78
销售费用	745.57	3,625.16	2,740.28	2,225.66
管理费用	1,630.45	7,219.76	5,602.51	4,869.00
财务费用	493.79	1,464.36	1,754.15	1,919.61
资产减值损失	227.83	809.74	183.07	279.35
其他经营收益	423.07	136.85	225.39	-184.09
投资净收益	423.07	136.85	225.39	-184.09
资产处置收益	0.00	0.85	0.00	0.00
其他收益	27.36	777.23	0.00	0.00
营业利润	2,053.28	10,354.76	8,412.45	6,473.41
加：营业外收入	41.43	369.85	921.86	1,202.29
减：营业外支出	0.08	88.82	34.66	5.19
其中：非流动资产处置净损失	0.00	0.00	0.86	1.52
利润总额	2,094.63	10,635.78	9,299.66	7,670.51
减：所得税	380.66	1,582.25	1,292.59	1,084.23
净利润	1,713.97	9,053.53	8,007.07	6,586.28
持续经营净利润	1,713.97	9,053.53	0.00	0.00
减：少数股东损益	-8.58	-32.49	-22.27	-18.38
归属于母公司所有者的净利润	1,722.55	9,086.02	8,029.35	6,604.66

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2018 年 1-3 月	2017 年	2016 年	2015 年
销售商品、提供劳务收到的现金	18,315.89	110,214.41	77,942.57	74,242.64
收到其他与经营活动有关的现金	1,308.27	1,769.81	3,124.93	1,503.59
经营活动现金流入小计	19,624.16	111,984.22	81,067.50	75,746.22
购买商品、接受劳务支付的现金	37,250.46	87,052.70	69,268.89	51,479.27
支付给职工以及为职工支付的现金	1,258.32	4,190.57	3,556.44	3,295.98
支付的各项税费	526.02	1,932.92	1,921.68	1,302.53
支付其他与经营活动有关的现金	1,191.14	9,721.50	3,090.58	5,390.04
经营活动现金流出小计	40,225.94	102,897.69	77,837.60	61,467.81
经营活动产生的现金流量净额	-20,601.78	9,086.53	3,229.90	14,278.41
收回投资收到的现金	0.00	3,382.00	2,261.70	563.00
取得投资收益收到的现金	0.00	1.75	2.10	14.88
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.00	0.59	0.12	40.05
收到其他与投资活动有关的现金	0.00	7,541.07	0.00	0.00
投资活动现金流入小计	0.00	10,925.40	2,263.92	617.93
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	2,363.00	11,789.24	4,139.27	12,904.54
投资支付的现金	300.00	3,129.57	2,022.44	1,106.97
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	0.00	0.00	1,548.74
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	7,500.00	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	2,663.00	22,418.82	6,161.72	15,560.25
投资活动产生的现金流量净额	-2,663.00	-11,493.41	-3,897.79	-14,942.32
吸收投资收到的现金	0.00	30,609.09	0.00	0.00
取得借款收到的现金	14,248.75	58,957.07	24,396.05	19,129.56
收到其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	3,070.01
筹资活动现金流入小计	14,248.75	89,566.16	24,396.05	22,199.57
偿还债务支付的现金	16,260.94	50,338.84	17,168.56	19,215.32
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	434.79	2,760.50	2,470.52	2,475.87
支付其他与筹资活动有关的现金	419.37	2,910.75	2,103.16	952.15
筹资活动现金流出小计	17,115.10	56,010.10	21,742.23	22,643.34
筹资活动产生的现金流量净额	-2,866.35	33,556.05	2,653.81	-443.77
汇率变动对现金的影响	-15.49	-69.75	-21.18	-62.63
现金及现金等价物净增加额	-26,146.62	31,079.42	1,964.74	-1,170.31

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017 年	2016 年	2015 年
净利润	9,053.53	8,007.07	6,586.28
加：资产减值准备	809.74	183.07	279.35
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	1,776.97	1,292.02	1,146.53
无形资产摊销	162.31	135.04	103.47
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-0.85	0.29	-9.96
固定资产报废损失	0.00	0.56	1.47
财务费用	1,391.79	1,254.95	1,447.48
投资损失	-136.85	-225.39	184.09
递延所得税资产减少	-230.05	-12.78	-114.57
递延所得税负债增加	0.00	-12.14	12.14
存货的减少	-19,830.02	-3,928.90	-2,144.34
经营性应收项目的减少	-4,977.73	-2,159.60	-6,390.87
经营性应付项目的增加	21,067.69	-1,304.29	13,177.34
经营活动产生的现金流量净额	9,086.53	3,229.90	14,278.41

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2018 年 3 月	2017 年	2016 年	2015 年
综合毛利率	19.23%	20.21%	22.11%	19.75%
期间费用率	11.60%	10.83%	11.97%	11.15%
总资产回报率	-	9.05%	11.16%	11.14%
收现比	0.74	0.97	0.92	0.92
产权比率	73.94%	101.09%	114.40%	114.40%
有息债务（万元）	52,519.56	72,009.06	40,347.83	36,495.06
资产负债率	42.51%	50.27%	53.36%	54.01%
流动比率	1.63	1.47	1.36	1.24
速动比率	1.05	1.01	0.97	0.92
EBITDA（万元）	-	13,897.10	11,653.03	9,474.51
EBITDA 利息保障倍数	-	10.51	12.58	17.10
有息债务/EBITDA	-	5.18	3.46	3.85
应收款项周转天数	-	75.74	87.28	76.05
存货周转天数	-	110.27	87.70	71.40
应付款项周转天数	-	159.42	183.31	155.49
净营业周期	-	26.59	-8.32	-8.03
流动资产周转天数	-	288.68	248.60	223.54
固定资产周转天数	-	86.64	64.80	40.37
总资产周转天数	-	418.48	391.02	328.60
非付现费用（万元）	-	2,749.02	1,610.13	1,529.35
非经营损益（万元）	-	1,024.04	1,005.49	1,520.65
FFO（万元）	-	12,826.59	10,622.69	9,636.28
营运资本变化（万元）	-	-3,740.06	-7,392.79	4,642.13

资料来源：公司 2015-2017 年审计报告及未经审计的 2018 年一季度财务报表，鹏元整理

附录五 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	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额} + \text{期初应收票据余额} + \text{期末应收票据余额}) / 2] \}$
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	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额} + \text{期初应付票据余额} + \text{期末应付票据余额}) / 2] \}$
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
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	负债总额 / 所有者权益
资产负债率	负债总额 / 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	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 应付票据 + 长期借款 + 长期应付款 + 一年内到期的非流动负债
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

附录六 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。