

福建天马科技集团股份有限公司
2017 年公开发行可转换
公司债券信用评级报告



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。



评级总监：

报告编号:

鹏信评【2017】第 Z【478】
号 02

分析师

姓名:

杨再昆 董斌

电话:

0755-82872836

邮箱:

yangzk@pyrating.cn

评级日期:

2017年9月25日

本次评级采用鹏元资信评估有限公司饲料行业企业评级方法,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

福建天马科技集团股份有限公司 2017年公开发行可转换公司债券信用评级报告

本期债券信用等级: AA-

发行规模: 不超过 3.05 亿元

债券期限: 6 年

担保主体: 自然人陈庆堂

债券偿还方式: 对未转股债券按年计息, 每年付息一次, 附债券赎回及回售条款

发行主体长期信用等级: AA-

评级展望: 稳定

增信方式: 股份质押和保证担保

评级结论:

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(以下简称“天马科技”或“公司”)本次拟公开发行总额不超过 3.05 亿元可转换公司债券(以下简称“本期债券”)的评级结果为 AA-, 该级别反映了本期债券安全性很高, 违约风险很低。该评级结果是考虑到公司产品具备一定的品牌和技术优势, 产品市场占有率较高, 主要生产线的产能利用率处于较高水平, 主营业务盈利能力较强, 并且 2017 年 1 月公司于 A 股挂牌上市, 融资渠道拓宽, 资本实力得到增强, 且股份质押和保证担保为本期债券偿付提供了一定保障; 同时我们也关注到近年特种水产配合饲料产量保持增长, 但其增速波动较大, 公司新增产能在未来能否顺利消化存在一定的不确定性, 公司原材料储备规模及应收账款余额较大, 以及拟建项目面临一定的资本支出压力等风险因素。

正面:

- 公司产品具备一定的品牌和技术优势, 其产品市场占有率为福建省前列。公司“健马”商标为“中国驰名商标”, 2016 年公司获评“2016 年全国三十强饲料企业”; 截至 2016 年末公司获配方专利 38 项, 生产工艺发明专利 1 项, 其中鳊鲮配合饲料和种苗早期配合饲料的产品技术处于领先水平。此外, 2013-2015 年度公司特种水产配合饲料产销量在福建省同行业中排名第一。
- 近年公司产能提升较快, 主要生产线产能利用率处于较高水平。公司主要生产

线为粉状料和膨化料两类,2015-2016年公司实际年产能分别为7.57万吨及8.13万吨,同比分别增长10.45%和7.34%,近年公司实际产能利用率维持90%以上。

- 公司主营业务盈利能力较强。近年公司收入主要来自鳗鱼、鳖料系列及海水鱼料系列等特种水产配合饲料的销售,2014-2016年公司主营业务毛利率分别为22.28%、21.18%和22.50%,处于较高水平。
- 公司于A股挂牌上市,融资渠道拓宽,资本实力有所增强。公司于2017年1月17日在上海证券交易所挂牌上市,其融资渠道进一步拓宽,本次发行股票共募集资金净额29,086.09万元,有效提升了公司的资本实力。
- 股份质押和保证担保为本期债券偿付提供了一定保障。公司前十大自然人股东陈庆堂、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市值4.27亿元作为质押资产为本期债券的偿付提供质押担保,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:

- 近年特种水产配合饲料产量保持增长,但其增速存在较大波动。近年特种水产配合饲料行业受下游需求影响,行业增速呈现较大波动,根据中国饲料工业协会统计,2012-2015年特种水产配合饲料产量分别为132.82万吨、135.38万吨、140.22万吨和142.52万吨,增速分别为8.13%、1.50%、3.70%和2.14%。
- 未来宏观经济或行业情况发生变化,公司新增产能能否顺利消化存在一定的不确定性。截至2017年6月末,公司二期生产基地已有3条生产线通过试生产验收,剩余7条预计9月底通过试生产验收,10条生产线全部投产后预计新增实际年产能5.88万吨;另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,未来宏观经济或行业情况发生变化,其新增产能是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。为满足生产高峰期鱼粉等主要原料供应,公司每年需提前备货,2017年6月末公司存货规模为4.47亿元,较2016年末增长1.50倍。原材料以鱼粉为主,鱼粉价格波动较大,若公司原材料无法正常消化,将面临存货跌价风险。
- 公司销售呈现季节性特征、应收账款余额较大,存在一定的财务风险。公司在饲料用量高峰期(5-10月)时,产品赊销比例较高,2016年9月末公司应收账

款占当期营业收入的比重为 52.47%，近三年年末应收账款占当期营业收入的比重亦维持在 22%以上，高于普通水产饲料行业的平均水平。

- 公司拟建项目面临一定的资本支出压力。目前公司主要拟建项目为本期债券募投项目，预计总投资 4.41 亿元，其中本期债券募集资金不超过 3.05 亿元，存在一定的资金压力。

主要财务指标：

项目	2017年6月	2016年	2015年	2014年
总资产（万元）	137,439.96	98,383.26	84,888.68	62,728.47
归属于母公司所有者权益（万元）	77,305.93	45,533.65	38,666.68	33,286.70
有息债务（万元）	19,372.11	16,812.74	8,162.59	5,098.58
资产负债率	43.51%	53.36%	54.01%	46.31%
流动比率	1.72	1.36	1.24	1.59
速动比率	0.95	0.97	0.92	1.19
营业收入（万元）	44,196.25	84,366.34	80,860.48	69,939.55
营业利润（万元）	4,611.29	8,412.45	6,473.41	6,590.13
利润总额（万元）	5,427.04	9,299.66	7,670.51	6,995.55
综合毛利率	24.31%	22.11%	19.75%	20.72%
总资产回报率	-	11.16%	11.14%	12.89%
EBITDA（万元）	-	11,653.03	9,474.51	8,357.42
EBITDA 利息保障倍数	-	12.58	17.10	18.49
经营活动现金流净额（万元）	-27,173.80	3,229.90	14,278.41	10,283.87

资料来源：公司 2013-2015 年、2016 年度审计报告及未经审计的 2017 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

一、发行主体概况

公司前身为福州天马饲料有限公司，成立于2005年12月13日，由自然人陈庆堂、陈善富等5名自然人共同出资组建，初始注册资本为5,800万元。2012年7月23日，经公司董事会决议，公司以经审计的2012年5月31日净资产中的5,800万元折股5,800万股，整体改制为股份有限公司，改制后公司名称变更为现名。后经数次增资及资本公积转增股本，截至2016年末，公司股本增至15,900万元。

经中国证券监督管理委员会“证监许可[2016]2436号”核准，公司于2017年1月9日公开发行人人民币普通股5,300万股（每股面值1元），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”。本次公开发行股票共募集资金净额29,086.09万元。2017年4月25日，公司召开2016年年度股东大会，审议通过《2016年度利润分配预案》，向全体股东每10股派发现金红利0.80元（含税），同时以资本公积金每10股转增4股，该利润分配及资本公积金转增股本方案已于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。

截至2017年6月30日，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。

表1 截至2017年6月30日公司前十二名股东持股情况

序号	股东名称	股份数量(万股)	股权比例
1	陈庆堂	8,553.41	28.82%
2	宁波华宝投资有限公司	2,782.50	9.38%
3	福建天马投资发展有限公司	2,345.65	7.90%
4	郑坤	1,936.62	6.53%
5	林家兴	1,291.08	4.35%
6	何修明	1,291.08	4.35%
7	章礼森	887.62	2.99%
8	张蕉霖	403.46	1.36%
9	吴景红	403.46	1.36%
10	沈玉福	403.46	1.36%
11	刘宝荣	403.46	1.36%
12	林成长	403.46	1.36%
	合计	21,105.26	71.12%

资料来源：公司提供

公司主营业务为特种水产配合饲料的研发、生产和销售，产品主要用于鳗鲡、金鲳鱼、大黄鱼、龟、鳖、鲟鱼等特种水产动物从种苗期至养成期全阶段的人工养殖。截至2016年末公司纳入合并范围的子公司共9家，除台山市福马饲料有限公司和天马国际公司（香港）有限公司尚未实际运营外，其他子公司均已正常运营。明细如下表所示。

表2 截至2016年末纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	注册资本（万元）	持股比例	主营业务
福建天马饲料有限公司	2,500	100%	生产销售水产饲料
厦门德百特生物科技有限公司	800	100%	生产、加工预混料
厦门金屿进出口有限公司	2,800	100%	商品贸易
福建天马彩印包装实业有限公司	1,200	51%	生产销售包装品
海南天马生物科技有限公司	1,600	100%	销售水产饲料
广东福马生物科技有限公司	1,000	100%	销售水产饲料
浙江福马生物科技有限公司	1,000	100%	销售水产饲料
台山市福马饲料有限公司	2,800	100%	生产销售水产饲料
天马国际公司（香港）有限公司	387 万港币	100%	商品贸易

资料来源：公司提供

截至2017年6月末，公司资产总额为137,439.96万元，归属于母公司所有者权益合计77,305.93万元，资产负债率为43.51%。2017年1-6月公司实现营业收入44,196.25万元，利润总额5,427.04万元，经营活动产生的现金流净额为-27,173.80万元。2016年度，公司实现营业收入84,366.34万元，利润总额9,299.66万元，经营活动产生的现金流量净额3,229.90万元。

二、本期债券概况

债券名称：福建天马科技集团股份有限公司2017年公开发行可转换公司债券；

发行总额：不超过3.05亿元；

债券期限：自发行之日起6年；

付息方式：每年付息一次，计息起始日为可转换公司债券发行首日；

转股期限：本期债券转股期自可转债发行结束之日起满六个月后的第一个交易日起至可转债到期日止；

初始转股价格：本期债券的初始转股价格不低于募集说明书公告日前20个交易日公司股票交易均价和前一个交易日公司股票交易均价；

转股价格向下修正条款：在本期债券存续期间，当公司股票在任意连续20个交易日中至少有10个交易日的收盘价低于当期转股价格的90%时，公司董事会有权提出转股价格向

下修正方案并提交公司股东大会表决。修正后的转股价格应不低于本次股东大会召开日前20个交易日公司股票交易均价和前一交易日均价，同时，修正后的转股价格不得低于最近一期经审计的每股净资产值和股票面值；

债券赎回条款：在本期债券可转股期满后5个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转换公司债券，具体赎回价格由股东大会授权董事会根据发行时市场情况与保荐机构及主承销商协商确定。另外，在转股期内，如果公司股票在任何连续30个交易日中至少15个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的130%(含130%)或者本期债券未转股余额不足3,000万元时，公司有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转换公司债券；

债券回售条款：在本期债券最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续30个交易日的收盘价格低于当期转股价的70%时，本期债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。最后两个计息年度本期债券持有人在每年回售条件首次满足后可按上述约定条件行使回售权一次，若在首次满足回售条件而本期债券持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，本期债券持有人不能多次行使部分回售权；

在本期债券存续期内，若公司根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转债持有人享有一次回售的权利。本期债券持有人有权将其持有的本期债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司；

向原股东配售的安排：本期债券向公司原股东实行优先配售，原股东有权放弃配售权。向原股东优先配售的具体比例提请股东大会授权董事会根据发行时具体情况确定，并在本次发行的发行公告中予以披露。原股东优先配售之外的余额和原股东放弃优先配售后的部分采用网下对机构投资者发售和通过上海证券交易所交易系统网上定价发行相结合的方式进行，余额由承销团包销；

担保事项：本期债券采用股份质押和保证的担保方式。出质人陈庆堂、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市值4.27亿元作为质押资产为本期债券的偿付提供质押担保，初始质押股份数、追加质押股份数及解除质押股份数以办理质押登记手续时按照合同确定的标准计算并相应签署的《股份质押合同补充协议》中确定的股份数为准。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。投资者一经通过认购或者购买或者其他合法方式取得本期债券，即视同认可并接受本期债券的担保方式，授权本期债券保荐机构（主承销商）作为质权人和债权人的代理人代为行使担保权益。

三、本期债券募集资金用途

本期债券募集资金总额不超过 3.05 亿元，拟全部用于公司特种水产配合饲料生产项目（三期），资金投向明细见下表。

表3 本期债券募集资金用途情况（单位：亿元）

项目名称	项目总投资	拟使用募集资金规模	募集资金占总投资比重
特种水产配合饲料生产项目（三期）	4.41	3.05	69.16%

资料来源：公司提供

1、项目建设内容

特种水产配合饲料生产项目（三期）由公司负责实施，地点位于福清市上迳镇排边工业区。该项目计划总投资4.41亿元（其中3.84亿元用于厂房、土地、设备等资本性投资，0.57亿元用于流动资金和预备费），其中拟使用募集资金不超过3.05亿元，募集资金全部用于资本性支出。项目建设期预计为2年（不含调试生产阶段），建设内容为新建种苗料、高端膨化料（主要为石斑鱼料）、海参及鲍鱼料等12条生产线，总设计产能为13.11万吨/年。

2017年6月29日，公司收购了中海渔（福建）生物科技有限公司（以下简称“中海渔”）位于福清市上迳镇的国有土地使用权及该等国有土地使用权上的房产，作为本期债券募投项目的部分土地和厂房，本次资产收购总价款5,300.00万元，根据双方签定的《资产转让协议》，2017年7月3日公司向中海渔支付了首期转让款。截至2017年7月末，标的资产转让手续已完成，募投项目已投资3,500.00万元。

2、项目审批情况

截至 2017 年 7 月末，该项目已取得的批复文件如表 4 所示。

表4 特种水产配合饲料生产线建设项目批复情况

文件名称	发文机关	印发时间
不动产权证书 (闽【2017】福清市不动产权第 0009700 号)	福清市国土资源局	2017 年 7 月 20 日
福建省企业投资项目备案表 (闽发改备【2017】A06204 号)	福清市发展和改革局	2017 年 7 月 12 日

资料来源：公司提供

3、项目经济效益

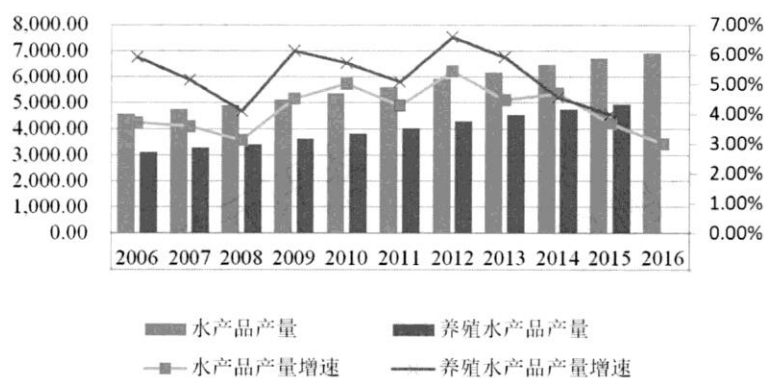
经公司测算，项目建成并全部达产后，预计新增实际产能6.26万吨/年，其中达产第一年达产率为70%，达产第二年开始达产率为100%；正常年份预计可实现营业收入7.35亿元，税后净利润8,105.03万元，内部收益率为17.67%。

四、运营环境

近年高端水产品的消费需求使得水产养殖业发展迅速，同时配合饲料普及率的提升推动了特种水产配合饲料产量的持续增长，但近年其增速存在较大波动

近年来受水产品终端消费需求的增加，我国水产品产量保持增长态势。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业的快速发展，近年养殖水产品产量占水产品总量的比例均超过70%，且占比不断上升。2012年以来我国水产品产量增速及养殖水产品增速均呈现产量增速放缓趋势，2016年我国水产品产量为6,900万吨，同比增长2.99%；2015年养殖水产品产量为4,937.90万吨，同比增长3.99%。

图1 2006-2016年中国水产品产量（单位：万吨）



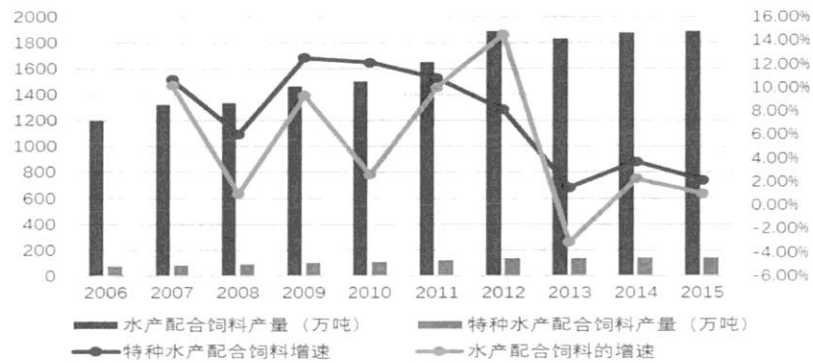
资料来源：Wind 资讯

细分看，随着人们生活水平的提高和饮食观念的变化，对于高端水产品的消费需求增长高于普通水产品。其中，鳗鲡、大黄鱼以及石斑鱼因其营养价值之高，在高端消费市场的需求量较大，成为特种水产养殖的主要品种，近年其养殖产量保持较快增长，2016年以上三类品种的养殖产量分别为24.48万吨、16.55万吨和10.83万吨，近三年复合增长率分别为5.84%、13.74%和10.86%。

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。虽然从结构上看，特种水产配合饲料占整个水产配合饲料的比重较小，但其增速是水产配合饲料中增长最快的分支。我国的特种水产配合饲料从2006年的75.24万吨增长至2015年的142.52万吨，年平均增速超过7%，高于水产配合饲料行业同期5.2%的平均增速。但值得注意的是，近两年受下游需求增速放缓影响，自2012年开始水产配合饲料及特种水产配合饲料产量增速亦呈现一定的下滑态势，2012-2015年特种水产配合饲料产量分别为132.82万吨、135.38万吨、140.22万吨和142.52万吨，增速分别为8.13%、1.50%、3.70%和2.14%。

图2 近年我国水产配合饲料和特种水产配合饲料产量情况



资料来源：《中国饲料工业年鉴》、《中国渔业统计年鉴》

目前，整个水产养殖业的饲料普及率较低，和农业部制定的目标普及率45%相比，尚存在一定的差距。根据中国饲料工业协会于2016年7月提供的数据显示，近年主要人工养殖特种水产品种配合饲料普及率逐年提升。但因养殖品种不同，其普及率存在较大差异，其中鳊鲢、鳖、鲟鱼等淡水品种的普及率近年均维持在90%左右，而海水鱼配合饲料普及率仍较低，其中石斑鱼、大黄鱼等海水鱼配合饲料普及率仅在20%左右。未来海水鱼配合饲料的市场空间较大，长期看我国水产养殖业及特种水产养殖业的发展前景较好。

表5 近年主要人工养殖特种水产品种配合饲料使用量及普及率情况

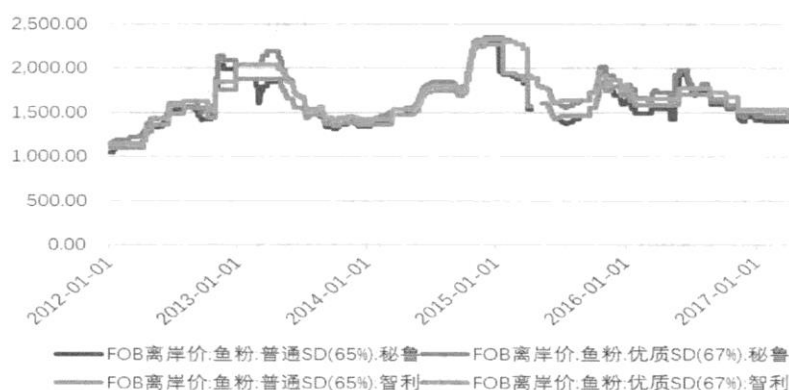
年份	鳊鲢	普及率	鲟鱼	普及率	鳖	普及率	石斑鱼	普及率	大黄鱼	普及率
2010年	14.38	99.00%	5.10	85.00%	21.62	85.00%	1.34	18.53%	2.00	17.87%
2011年	10.37	99.00%	6.22	88.00%	24.70	88.00%	1.55	20.01%	2.10	18.75%
2012年	10.05	99.00%	7.10	88.50%	26.35	89.00%	1.85	20.54%	2.50	19.05%
2013年	11.35	99.50%	7.25	88.80%	27.05	89.50%	2.45	21.62%	2.85	20.40%
2014年	12.56	99.60%	7.15	89.50%	27.35	90.10%	2.89	23.51%	2.52	20.10%
2015年	14.25	99.65%	7.35	89.95%	27.90	90.50%	3.55	25.65%	2.68	20.50%

资料来源：中国饲料工业协会

主要原材料鱼粉价格波动较大，特种水产配合饲料行业企业存在较大的成本控制压力。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，我国每年自产的鱼粉只有50万吨左右，水产配合饲料所需要的鱼粉主要依赖进口。近年来，秘鲁、智利等传统鱼粉出口国受到国内渔业资源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；此外，厄尔尼诺等异常气候也会导致海洋鱼类减产，从而对进口鱼粉供给产生不利影响。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。以秘鲁与智利的鱼粉FOB离岸价为例，从下图可以看出，自2012年以来鱼粉价格呈现波动上升的趋势，并且价格的波动范围较大，最高差额接近每吨一千美元。2016年上半年，由于秘鲁禁捕及幼苗比例过高的影响，导致鱼粉供应紧张，价格持续上涨，最高达到1,975美元/吨，下半年随着水产养殖用料需求下降，鱼粉价格有所回落。

鱼粉价格的大幅波动给特种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，则有可能面临主营业务成本大幅上涨的风险，其经营业绩将受到影响。

图3 近年鱼粉 FOB 离岸价走势图（美元/吨）



资料来源：Wind 资讯

特种水产配合饲料行业具有一定的技术壁垒，行业利润率较高，季节性及灾害性特征较为明显；目前行业集中度较低，不同水产品的饲料竞争相对激烈

因下游特种水产养殖难度大、风险高、周期长，对水产饲料的效率、质量以及安全性的要求较高，与普通水产饲料相比，特种水产配合饲料对生产企业提出了更高的技术要求，该行业具有一定的技术壁垒。若企业具备较强的科技研发能力和技术服务水平，则有利于企业树立自身品牌，增强客户粘性。

受下游水产养殖存在季节性差异，特种水产配合饲料行业亦呈现较为明显的季节性特

征。水产动物生活习性存在差异，除鲟鱼、鳟鱼等少量冷水鱼外，大部分鱼类的最佳生长温度在20°C-30°C之间，因此，每年的5-10月为水产配合饲料的销售旺季，特种水产配合饲料也不例外。此外，特种水产配合饲料行业易受到自然灾害及疫病的影响。突发性气象灾害及疫病不仅给养殖户造成直接的经济损失，而且也有可能抑制终端消费的需求并导致养殖业的生产在一段时间内陷入低迷，进而影响到当期饲料行业的生产需求。

饲料工业协会于2016年7月提供的数据显示，目前全国涉及特种水产配合饲料产品生产的企业约有550-650家，其中以特种水产配合饲料作为主营业务的不足三成，年产4万吨以上特种水产配合饲料的企业不足25家，主要分布在福建、广东、浙江和山东省市。行业内知名度较高的企业有天马科技、日清丸红饲料株式会社（以下简称“日清饲料”）、福州开发区高龙饲料有限公司（简称“福州高龙”）、广东粤海饲料集团有限公司（简称“广东粤海”）、福州海马饲料有限公司（简称“福州海马”）等，其中天马科技、日清饲料和福州高龙在鳊鲮配合饲料领域拥有较高的市场份额，而广东粤海、福州海马则在大黄鱼、金鲳鱼配合饲料领域的竞争优势较强。整体看，目前特种水产配合饲料行业集中度处于较低水平，大部分生产企业以普通水产配合饲料为主，兼营个别特种水产配合饲料，中小型水产配合饲料企业则存在产品单一、生产规模小、技术研发能力弱等问题。未来随着特种水产养殖的要求不断提高，部分中小企业或将面临被行业淘汰的风险，行业集中度有望得到进一步提高。

表 6 2016 年水产配合饲料行业主要上市公司主要财务数据对比（单位：万元）

项目	资产规模	资产负债率	饲料板块 业务收入	饲料业务 毛利率
海大集团	1,028,789.01	43.54 %	2,167,387.37	9.69%
通威股份	2,139,865.17	44.85 %	1,380,570.92	11.83%
天邦股份	249,009.22	42.80%	38,640.59*	20.59%*
天马科技	98,383.26	53.36 %	82,498.61	22.50 %

注：*数据系天邦股份2011年年报披露的特种水产饲料业务的收入及毛利率，天邦股份自2012年起未披露该业务的相关信息。

资料来源：Wind资讯，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 7 近年主要产业政策

时间	产业政策	主要内容
2015年2月1日	《关于加大改革创新力度加快农业现代化建设的若干意见》	该意见明确提出推进水产健康养殖的发展
2016年1月27日	《关于落实发展新理念加快农业现代化实现全面小康目标的若干意见》	该意见再次明确提出，要继续推进农业标准化示范区、水产健康养殖场建设等
2016年2月3日	《2016年渔业渔政工作要点》	通知指出2016年要以加快推进渔业转方式调结构为主线，加快推进渔业转型升级，加快形成现代渔业发展新格局
2016年5月9日	《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28日	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。

资料来源：农业部相关网站

五、公司治理与管理

公司系在上海证券交易所挂牌的上市公司，按照《公司法》等相关规定建立了较为完善的公司治理结构和内部控制制度。

1、公司治理

公司按照《公司法》、《证券法》等有关法律法规和《公司章程》的要求，建立健全治理结构，形成了公司董事会决策、管理层执行、监事会监督的运作机制。

股东大会作为权力机构，行使决定公司经营方针等公司章程规定的职权。公司制定了股东大会会议事规则规范召开和表决的程序。近三年公司共召开了12次股东大会，会议的筹备、召开及决议按照《股东大会会议事规则》的规定进行，并邀请见证律师进行现场见证并出具了法律意见书。

董事会由9名董事组成，其中3名独立董事。董事会按公司章程规定行使职权，并制定了董事会议事规则，落实股东大会决议，以提高决策的效率和科学性。近三年公司共召开25次董事会，会议的筹备、召开及决议按照《董事会议事规则》的规定进行，相关的决议公告已按上市公司信息披露规则公开披露。董事会下设战略与投资决策委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会和审计委员会，各委员会中均有独立董事担任委员，提高了董事会履职能力和专业化程度。

表8 公司现任董事会成员构成

姓名	公司职务	简历
陈庆堂	董事长、总经理	博士学位，曾任福建天马饲料有限公司和福州天马饲料有限公司董事长、总经理；现任公司董事长、总经理，天马投资监事，厦门金屿执行董事，台山福马执行董事
郑坤	董事	高中学历。曾任福建天马饲料有限公司副董事长，福州天马饲料有限公司副董事长；现任公司董事，福州市坤祥置业有限公司董事长
林家兴	董事	初中学历。曾任天马饲料董事，福州天马饲料有限公司董事；现任公司董事、福清市新华汽车修配厂合伙人
张蕉霖	董事、副总经理	本科学历，高级工程师。曾任福州天马饲料有限公司经理、副总经理；现任公司董事、副总经理、福建事业部总经理，海南天马执行董事、总经理
陈庆昌	董事	高中学历。曾任福建天马饲料有限公司董事，福州天马饲料有限公司董事；现任公司董事，泉州房地产执行董事，福建省龙马投资发展有限公司执行董事兼总经理，厦门德百特执行董事、总经理
姚建忠	董事	本科学历，曾任福建天马饲料有限公司业务主管、经理；现任公司董事、浙江事业部总经理，浙江福马执行董事、总经理
艾春香	独立董事	博士研究生学历，现任厦门大学副教授，公司独立董事
樊海平	独立董事	硕士研究生学历，福建农林大学兼职教授、硕士生导师，公司独立董事
汤新华	独立董事	博士研究生学历，现任福建农林大学管理学院会计系教授，公司独立董事

资料来源：公司2016年年报

公司监事会由3名监事组成，对公司重大事项、关联交易、财务状况以及董事、总经理和其他高级管理人员履行职责的合法、合规性进行有效监督并发表独立意见。监事会制定了监事会议事规则，明确了监事会的议事方式和表决程序，以确保监事会的工作效率和科学决策。近三年，公司共召开了20次监事会，会议的筹备、召开及决议按照《监事会议事规则》的规定进行。

2、公司管理

为规范日常经营活动，公司建立了中心加子公司的经营模式，公司本部设立采购中心、生产管理中心、研发中心、财务中心、营销服务中心、营销事业部等17个部门。

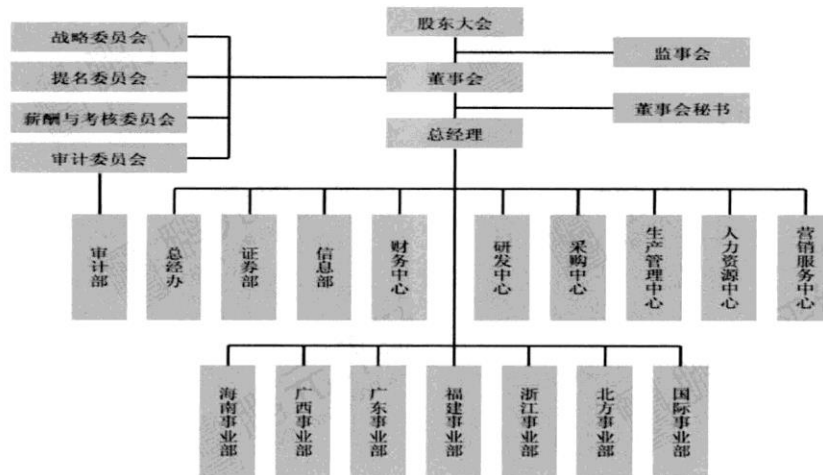
其中，研发中心负责设计和执行公司技术发展战略，组织和实施技术研发项目，制定公司产品技术方案，建立公司原料和产品的质量控制标准及检测标准，负责企业技术中心、工程技术中心、福建省特种水产配合饲料重点实验室和院士专家工作站的管理，对各子公司提供专业支持等。

营销服务中心负责组织构建公司营销管理体系，制定年度营销战略，并为营销事业部提供后台服务与支持，保证集团销售目标的达成和客户满意度的提升，对各子公司提供专业支持。

采购中心负责制定公司原料采购管理制度和流程，负责公司原料采购、风险控制及物流管理，收集和报告原料市场信息，对各子公司提供专业支持等。

公司设立的组织结构权责明确，相互独立，基本完善的机构设置满足了公司的正常经营。

图 4 截至 2016 年末公司组织结构



资料来源：公司提供

公司现有4名高级管理人员，包括总经理、副总经理、财务总监和董事会秘书。高层人员保持稳定，2014-2016年未有高级管理人员离职，未有证券市场处罚或处分记录。

表 9 公司现任高管构成

姓名	职务	年龄（岁）	学历及职称	从业年限（年）
陈庆堂	董事长、总裁	48	博士	17
张蕉霖	事业部总经理	46	本科	17
许梦华	财务中心总监、 副总经理	37	硕士	16
陈延嗣	副总经理、董秘	34	本科	15

何腾飞 副总经理 38 本科 14
资料来源：公司提供

截至2016年末，公司共有员工379人，其中，从学历构成来看，大专及以上学历的员工占比50.92%；从岗位结构来看，公司销售人员人数为126人，占比33.25%，市场线人员较多。

表 10 截至 2016 年末公司员工构成情况（单位：人）

学历构成	人数	占比	专业构成	人数	占比
硕士及硕士以上	17	4.49%	生产人员	99	26.12%
本科	118	31.13%	销售人员	126	33.25%
大专	58	15.30%	技术人员	39	10.29%
大专以下	186	49.08%	财务人员	26	6.86%
-	-	-	行政人员	89	23.48%
合计	379	100.00%	合计	379	100.00%

资料来源：公司提供

未来公司将重点围绕科技自主创新、人才内培外引等发展战略，构建覆盖中国沿海地区的生产与销售网络，推进九大事业部建设，积极开发西南地区、东北三省以及海外等市场。

3、内部控制

公司按照《企业内部控制基本规范》、《企业内部控制应用指引》、《企业内部控制评价指引》的规定，制定了贯穿于公司生产经营各层面、各环节的内部控制体系，内部控制体系基本囊括了内部治理、信息与沟通、内部监督等要素，特别加强对财务报告、关联交易、对外担保、重大决策、控股子公司等重大方面的防范控制。公司的内部控制机制基本达到内部控制的目标要求。

六、经营与竞争

公司主要从事特种水产配合饲料³研发、生产和销售，其产品根据养殖对象及养殖阶段，主要分为鳗鱼及鳖料、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。近年随着公司产品种类不断丰富以及产销量的不断提升，主营业务收入稳步增长，2014-2016年公司主营业务收入分别实现62,337.20万元、74,294.01万元和82,498.61万元，复合增长率为15.04%。从收入构成看，公司销售的

³ 特种水产配合饲料指根据不同的特种水产养殖对象、养殖对象的不同生长发育阶段的营养需要，将多种饲料原料按饲料配方经工业生产后，形成的能满足特种水产饲养动物全部营养需要的饲料。

产品以鳗鱼、鳖料系列和海水鱼料系列为主，近年两者收入合计占主营业务收入的比重均在80%左右。其中海水鱼料系列的产品收入增长较快，主要是2015年公司在华南地区新增客户为部分金鲳鱼养殖大户，带动海水鱼料系列产品销量大幅上升，并且2016年客户对金鲳鱼配合饲料的采购量进一步增加。公司主营业务毛利率较高，2014-2016年分别为22.28%、21.18%和22.50%，均维持在20%以上。2017年上半年公司主要产品销量保持相对稳定，收入较上年同期亦保持一定增长。

表 11 近年公司主营业务收入及毛利率情况（单位：万元）

产品系列	2017年1-6月		2016年		2015年		2014年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
鳗鱼、鳖料系列	21,424.12	25.12%	43,103.17	23.15%	49,324.28	22.30%	37,068.63	26.62%
海水鱼料系列	14,266.15	23.07%	26,602.38	21.45%	15,929.07	17.60%	10,974.15	19.23%
淡水鱼料系列	3,861.83	22.24%	6,829.25	21.51%	5,059.00	21.34%	4,917.31	16.36%
虾料	1,202.20	22.97%	2,967.59	22.94%	1,558.16	16.37%	3,182.27	11.71%
种苗料	2,415.76	33.79%	1,769.45	32.08%	1,451.89	34.03%	1,779.25	42.84%
其他	673.72	12.86%	1,226.76	13.08%	971.61	10.99%	4,415.58	-0.61%
合计	43,843.78	24.43%	82,498.61	22.50%	74,294.01	21.18%	62,337.20	22.28%

资料来源：公司提供

公司产品具有一定的品牌和技术优势，其产品市场占有率为福建省前列

公司专注于饲料工业中高技术水平和高收益率的特种水产配合饲料领域，产品研发处于行业领先水平，在行业内具有一定的品牌知名度。2007年9月，公司“健马”牌水产配合饲料被国家质量监督检验检疫总局评为“中国名牌产品”，2012年12月“健马”商标被国家工商行政管理总局评为“中国驰名商标”，公司品牌知名度进一步提升。2016年公司获评“2016年全国三十强饲料企业”、“农业产业化国家重点龙头企业”等荣誉。多年来公司核心产品鳗鲡配合饲料市场占有率较高，根据福建省水产饲料同业协会于2016年5月3日出具的证明，公司2013年度至2015年度特种水产配合饲料产销量在福建省同行业中排名第一。

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、淡水鱼料以及种苗料等系列产品，且已通过CIQ备案、ISO9001质量管理体系、ISO22000食品安全管理体系、ISO14001环境管理体系及无公害农产品认证，获得授权配方发明专利38项，生产工艺发明专利1项。其中，鳗鲡膨化颗粒配合饲料、玻璃鳗配合饲料的产品技术填补了国内空白；种苗早期配合饲料的成功开发打破了日本、韩国等国家的技术垄断局面，同时为公司后续阶段配合饲料的市场拓展、业务规模扩张提供了市场基础；添加剂预混料的自主研发与生产有效控制了饲料的核心技术

与产品质量。公司研发中心先后被评为“福建省省级企业技术中心”、“福建省特种水产配合饲料企业工程技术研究中心”和“福建省特种水产配合饲料重点实验室”。

凭借一定的品牌和技术优势，公司逐渐成为国内特种水产配合饲料行业的领先企业，在国内特种水产配合饲料领域具有较强的市场竞争力。

公司拥有较为丰富的生产线，目前主要生产线的产能利用率处于较高水平；未来宏观经济或行业情况发生变化，公司新增产能是否顺利消化存在一定的不确定性

目前公司共有2个生产基地，其中一期生产基地有9条生产线，投产时间较长，2015年公司对一期部分生产线进行技术改造后产能有所提高，设计产能从2014年的11.60万吨提升至2015年的12.72万吨，实际年产能为7.57万吨。二期生产基地（IPO募投项目）系公司近年新建生产基地，共有10条生产线，总设计产能11.71万吨/年，截至2017年6月末，二期3条生产线已通过试生产验收，剩余7条生产线预计于2017年9月底通过试生产验收，全部生产线投产后预计新增实际年产能5.88万吨。

表 12 截至 2017 年 6 月末公司生产线情况（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	其中 1 条膨化料于 2016 年 12 月通过试生产验收，2 条颗粒料于 2017 年 5 月通过试生产验收；剩余 7 条预计在 2017 年 9 月全部通过试生产验收达到预定可使用状态
合计			24.43	-

资料来源：公司提供

由于公司产品品种众多、配方多样、工艺要求差异大，各系列产品常采用共线生产。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。其中，粉状料生产线是公司最早建立的生产线，2001年开始投产，主要用于鳗鲡料、鳖料的生产，实际产能利用率较高。膨化料是一种新型优质的水产饲料，因其适口性好、漂浮性优良、饲料利用率高等优点逐渐成为饲料加工工艺的主要方向，近年公司各系列产品也更多依赖该类生产线进行生产，2015年以来膨化料实际产能利用率提升较快。

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。近年公司整体产销情况保持良好，2014-2016年产销率均保持90%以上，2017年上半年产销率略有下降主要系公司增加备货影响。

表 13 公司主要生产线产能利用情况（单位：吨）

项目	2017年1-6月	2016年度	2015年度	2014年度
设计产能	79,245.00	129,245.00	127,245.00	116,045.00
实际产能	49,485.00	81,261.00	75,707.00	68,547.00
总产量	49,073.13	89,867.89	70,886.50	68,066.10
实际产能利用率	99.17%	110.59%	93.63%	99.30%
总销量	42,304.88	84,104.72	67,371.41	65,518.90
产销率	86.21%	93.59%	95.04%	96.26%

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

截至2017年6月末，公司拟建生产基地1个，系本期债券募投项目，即公司三期生产基地。项目预计新建种苗料、高端膨化料（主要为石斑鱼料）、海参与鲍鱼料等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；海参与鲍鱼料为公司拟推出的新品种。近年公司种苗料、石斑鱼料基于下游市场需求强劲，销量保持了较快增长，但海参与鲍鱼料为公司面向蓝海市场拟推出的新品种，未来市场拓展难以预期。

另一方面，考虑到公司二期生产基地10条生产线预计将于2017年9月底全部投产，将新增实际产能5.88万吨/年；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大幅波动的背景下，未来宏观经济或行业情况发生变化，公司后续新增产能是否顺利消化存在不确定性。

表 14 截至 2017 年 6 月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、海参与鲍鱼料、 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，但大量的原材料储备对营运资金形成较大占用，且面临一定的跌价损失风险

近年来，随着公司业务规模的持续扩大，原材料的需求量不断提高，稳定的采购渠道和采购成本控制，对公司生产经营与最终盈利具有重要意义。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%。

表 15 2014-2016 年及 2017 年 1-6 月主要原材料占成本的比重（单位：万元）

构成	2017 年 1-6 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
直接材料	30,997.07	93.55%	59,946.69	93.76%	54,969.22	93.87%	44,650.09	92.16%
其中：鱼粉	18,078.86	54.57%	37,846.32	59.19%	34,489.93	58.90%	25,390.53	52.41%
其他蛋白	5,032.84	15.19%	8,297.60	12.98%	8,021.34	13.70%	8,393.90	17.33%
淀粉类	4,094.90	12.36%	7,478.67	11.70%	7,464.12	12.75%	6,817.64	14.07%

资料来源：公司提供

因鱼粉具有较强的资源性、季节性、政策性特点，价格波动较大，从公司近年鱼粉采购均价也可看出，变动幅度较大。公司为确保鱼粉稳定供应及成本控制，除依据常规的生产用量需求制定采购计划外，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，大量原材料储备占用公司较多的营运资金，从而使得公司面临较大的营运压力；同时，大量的鱼粉储备需要进行存货管理，未来或将面临一定的跌价损失风险。此外，公司对豆粕、菜粕等具有标准化合约的其他原材料则主要通过期货工具进行套期保值，以综合控制该等辅料成本。

2017年上半年公司主要原材料采购价格较2016年均有一定程度的上涨，其中其他蛋白价格变动幅度较大，较2016年上涨了13.28%。此外，因旺季生产备货需要同时考虑船期影响因素，公司于2017年初提前进行了大量采购，而此时鱼粉价格处于相对2016年同期略有上升，以上因素导致2017年1-6月公司鱼粉平均采购价格较2016年度呈现小幅增长，未来原材料价格上涨仍对公司成本控制产生一定压力。

表 16 2014-2016 年及 2017 年 1-6 月主要原材料采购价格（单位：元/吨）

构成	2017 年 1-6 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	平均采购价	变动幅度	平均采购价	变动幅度	平均采购价	变动幅度	平均采购价	变动幅度
鱼粉	10,694.30	2.84%	10,399.31	-17.92%	12,669.82	31.32%	9,648.21	-15.33%
其他蛋白	4,517.70	13.28%	3,988.15	3.27%	3,861.68	-6.79%	4,143.06	-6.69%
淀粉类	3,881.41	3.78%	3,740.06	-20.39%	4,697.88	5.07%	4,471.26	4.64%

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。

近几年公司与主要供应商合作关系稳定，前五名供应商采购金额约占总采购的60%左右，集中度较高。但我们注意到，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，2016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1-6月公司进行了大量原材料采购，前五大供应商半年采购金额增长较快。

表 17 2014-2016 年及 2017 年 1-6 月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	占同类采购金额的比例
2017 年 1-6 月	1	大洋实业有限公司(PACIFIC TIDE LTD.)	20,876.96	36.18%
		深圳市巨力洋实业发展有限公司	419.07	0.73%
	2	天宝粮谷饲料贸易有限公司	8,647.24	14.99%
	3	立美贸易有限公司	7,989.53	13.85%
	4	厦门亨德顺商贸有限公司	2,148.74	3.72%
	5	福建康宏股份有限公司	1,743.15	3.02%
	合计		41,824.69	72.49%
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%
2015 年	1	大洋实业有限公司(PACIFIC TIDE LTD.)	12,042.00	18.71%
		深圳市巨力洋实业发展有限公司	3,384.98	5.26%
	2	厦门夏商国际贸易有限公司	9,830.91	15.28%
	3	福州海汇生物科技实业有限公司	3,955.82	6.15%
	4	厦门爱弘贸易有限公司	3,643.62	5.66%
	5	厦门象屿物流集团有限责任公司	3,490.67	5.42%
	合计		36,348.00	56.48%
2014 年	1	大洋实业有限公司 (PACIFIC TIDE LTD.)	7,606.62	15.16%
		深圳市巨力洋实业发展有限公司	3,301.33	6.58%
	2	福州明材贸易有限公司	8,679.24	17.30%
	3	福州海汇生物科技实业有限公司	8,278.36	16.50%
	4	福建元成豆业有限公司	5,358.22	10.68%
	5	厦门亨德顺商贸有限公司	1,985.39	3.96%
	合计		35,209.16	70.16%

资料来源：公司提供

目前公司业务主要集中在华东和华南区域，以直销为主，客户粘性较高；公司产品销售表现出较明显季节性特征，结算周期较长，应收账款余额较大，存在较大的营运压力

公司建立了专业的营销管理体系，集团营销管理委员会下设9大事业部和1个营销服务中心，其中9大事业部分布在海南、广西、广东、福建、浙江、北方等国内沿海地区，另有国际事业部负责海外市场开发，各事业部根据养殖品种细分了若干市场部，负责各细分市场业务开拓和关系维护。

公司在市场营销方面坚持“技术+服务”的经营理念，为养殖户提供饲料产品的同时，也提供养殖规划、苗种投放、饲料投喂、病害防控、养殖产品销售信息等服务。同时公司销售以直销为主，对下游养殖户的把控能力较强，能够不断根据终端客户的实际需求升级产品配方、提升加工工艺，有效提升客户粘度。

从公司销售区域看，主要集中在华东和华南片区，近三年来自这两片区的主营业务收入占比合计均在95%以上。

表 18 近年公司产品销售区域（单位：万元）

区域	2016年		2015年		2014年	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
华东片区	53,000.01	64.24%	54,583.46	73.47%	45,275.80	72.63%
华南片区	26,513.71	32.14%	17,602.08	23.69%	14,306.58	22.95%
其他	2,984.89	3.62%	2,108.47	2.84%	2,754.82	4.42%
合计	82,498.61	100.00%	74,294.01	100.00%	62,337.20	100.00%

资料来源：公司2014年、2015年、2016年度审计报告

近年公司产品销售量保持稳步增长，2014-2016年公司产品销量分别为6.55万吨、6.74万吨和8.41万吨，年复合增长率为13.31%。细分来看，鳗鲡、鳖料系列和海水鱼料系列的销量占比最大，产销率较高。

但同时我们也关注到，部分鱼料因下游养殖规模减小，其销售亦受到一定影响。其中，鳖料自2016年以来销量持续下滑，主要原因系浙江片区部分温室拆除，导致鳖养殖规模下降，鳖料市场需求减弱；另外，2017年1-6月金鲳鱼料销量呈现大幅下降，主要原因系金鲳鱼市场低迷，新增的金鲳鱼养殖大户2017年投苗量下降，其对饲料需要减少。公司产品销售受下游养殖需求影响较大，未来需持续关注下游各鱼类的养殖情况。

表 19 近年公司产品销量情况（单位：吨）

产品系列	2017年1-6月		2016年		2015年		2014年	
	销量	产销率	销量	产销率	销量	产销率	销量	产销率
鳗鲡料、鳖料系列	15,748.92	99.76%	31,628.96	96.92%	35,299.39	98.53%	27,923.60	98.20%

海水鱼料系列	15,995.88	81.91%	33,522.71	94.17%	19,442.48	92.95%	13,184.12	93.84%
淡水鱼系列	5,634.36	85.82%	9,749.48	89.91%	6,699.27	89.81%	6,529.56	94.95%
虾料	1,928.25	57.03%	4,809.84	86.10%	2,653.59	85.79%	5,384.01	91.22%
种苗料系列	1,607.51	93.73%	1,226.01	84.59%	788.38	85.62%	879.19	83.38%
其他	1,389.96	66.33%	3,167.73	84.41%	2,488.30	93.23%	11,618.42	98.91%
合计	42,304.88	86.21%	84,104.73	93.59%	67,371.41	95.04%	65,518.90	96.26%

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。近年鳗鲡料和鳖料系列产品平均售价较为稳定，而海水鱼系列、淡水鱼系列以及种苗料系列等产品价格波动较大，其中种苗料系列产品价格呈波动下滑，主要系近年鳗鲡投苗量降低，使得种苗料系列中价格较高的玻璃鳗配合饲料销售占比下降，降低了种苗料系列的平均售价。

表 20 主要产品平均销售价格变动情况（单位：元/吨）

产品系列	2017年1-6月		2016年		2015年		2014年	
	平均售价	变动幅度	平均售价	变动幅度	平均售价	变动幅度	平均售价	变动幅度
鳗鲡料、鳖料系列	13,603.55	-0.18%	13,627.75	-2.47%	13,973.13	5.26%	13,275.02	-1.03%
海水鱼料系列	8,918.64	12.39%	7,935.63	-3.14%	8,192.92	-1.57%	8,323.77	0.71%
淡水鱼系列	6,854.07	-2.15%	7,004.74	-7.24%	7,551.56	0.28%	7,530.85	0.88%
虾料	6,234.68	1.05%	6,169.83	5.07%	5,871.88	-0.66%	5,910.60	-3.42%
种苗料系列	15,027.97	4.13%	14,432.61	-21.63%	18,416.18	-9.00%	20,237.41	-33.04%
其他	4,847.05	25.16%	3,872.69	-0.82%	3,904.71	2.74%	3,800.50	-16.69%

资料来源：公司提供

销售方式上，公司产品以直销为主，客户粘性较高。在国内区域养殖大户和国际市场方面，主要采取直销模式。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，故公司较为重视直销客户的发展与持续服务，近年直销客户销售收入增长较快，占比逐年提升。经销方面，公司侧重于采用养殖大户经销制形式，通过养殖大户的示范作用实现产品销售和品牌建设，但整体经销规模占比较低。

表 21 2014-2016 年及 2017 年 1-6 月公司不同销售模式实现收入情况（单位：万元）

销售模式	2017年1-6月		2016年		2015年		2014年	
	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比	销售收入	占比
直销	30,375.93	69.28%	63,323.71	76.76%	53,023.44	71.37%	41,201.10	66.09%
经销	13,467.85	30.72%	19,174.90	23.24%	21,270.57	28.63%	21,136.10	33.91%
合计	43,843.78	100.00%	82,498.61	100.00%	74,294.01	100.00%	62,337.20	100.00%

资料来源：公司提供

2014-2016年公司前五大客户销售金额占营业收入的比重分别为16.26%、14.97%和

18.89%，客户集中度相对不高。从下表可以看出，公司与主要客户的合作时间较长，关系稳定。但公司渠道维护成本相对较高，近年公司销售费用和管理费用（含研发费用）随着公司业务规模增长而持续增加，2014-2016年销售费用和管理费用合计分别为6,606.94万元、7,094.66万元和8,342.79万元，分别占当期营业收入的比重为9.44%、8.77%和9.89%。

表 22 2014-2016 年及 2017 年 1-6 月公司前五大客户销售情况（单位：万元）

序号	客户名称	开始合作年份	销售金额	占营业收入的比例	销售产品
2017年 1-3月	霞浦县溪南镇叶孝翁水产饲料店	2009年	1,690.41	3.82%	海水鱼、大黄鱼等配合饲料
	福清市富发养殖有限公司	2003年	1,325.68	3.00%	鳗鲡、种苗等配合饲料
	廉江市养虾集团公司	2015年	1,187.03	2.69%	金鲳鱼、对虾等配合饲料
	霞浦县溪南镇浩盛水产养殖场	2007年	925.49	2.09%	金鲳鱼、大黄鱼等配合饲料
	杨伟蓬	2006年	690.01	1.56%	甲鱼、种苗等配合饲料
	合计		5,818.61	13.17%	-
2016年	徐闻县源海养殖有限责任公司	2015年	8,774.77	10.40%	金鲳鱼、种苗等配合饲料
	廉江市养虾集团公司	2015年	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	2003年	2,109.32	2.50%	鳗鲡、鱼虾等配合饲料
	杨伟蓬	2006年	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	2011年	1,339.83	1.59%	石斑鱼、鳗鲡等配合饲料
	合计		15,933.79	18.89%	-
2015年	深圳市巨力洋实业发展有限公司	-	3,982.02	4.92%	鱼粉及代理收入
	杨伟蓬		2,221.28	2.75%	甲鱼等配合饲料
	福清市富发养殖有限公司	2003年	2,118.53	2.62%	鳗鲡等配合饲料
	徐闻县源海养殖有限责任公司	2015年	1,974.28	2.44%	金鲳鱼、种苗等配合饲料
	澄迈澄北水产养殖专业合作社	2011年	1,810.03	2.24%	石斑鱼、鳗鲡等配合饲料
	合计		12,106.14	14.97%	-
2014年	深圳市巨力洋实业发展有限公司	-	4,311.22	6.16%	鱼粉及代理收入
	福清市富发养殖有限公司	2003年	2,460.71	3.52%	鳗鲡、鱼虾等配合饲料
	杨伟蓬	2006年	1,838.37	2.63%	甲鱼、鳗鲡等配合饲料
	台山市徐南水产养殖有限公司	2014年	1,574.74	2.25%	鳗鲡饲料、鱼粉及其他原料
	郑尊发	2003年	1,188.92	1.70%	鱼虾、贝类等配合饲料
	合计		11,373.96	16.26%	-

注：鱼粉销售业务系公司基于鱼粉存货管理而产生的鱼粉贸易行为，主要借助供应商的贸易平台进行销售。
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，主要是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。

公司销售具有明显的季节性特征，在饲料用量高峰期时，产品赊销比例较高，年中沉淀资金规模较大，给公司带来较大的资金占用压力。2016年9月末公司应收账款占当期营业收入的比重高达52.47%，近三年年末应收账款占营业收入的比重亦达到22%以上，仍高于普通饲料行业的平均水平2%-3%。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，应收账款的回收时间存在一定不确定性，同时我们也关注到，部分应收账款因下游养殖出现自然灾害及疫病等因素影响，存在一定的回收风险，但该类应收账款占比较小。

2017年公司在A股完成挂牌上市，融资渠道进一步拓宽，资本实力有所增强

2017年1月17日，公司在上海证券交易所挂牌上市，其融资渠道进一步拓宽。本次公开发行股票共募集资金净额29,086.09万元，增加股本5,300万元，一定程度上提升了公司的资本实力。

银行授信是公司重要的融资渠道，截至2017年6月末，公司在授信合同有效期内获得的银行授信总额为4.43亿元，已使用额度为3.90亿元，未使用额度为0.53亿元。

表 23 截至 2017 年 6 月 30 日公司在授信合同有效期内的银行授信情况明细表（单位：万元）

授信银行	授信额度	已使用额度	未使用额度	授信截止日期
中国工商银行福清支行	8,000.00	7,625.53	374.47	2017.07.30
恒丰银行福州分行	10,000.00	9,803.09	196.91	2018.03.20
招商银行厦门分行	10,000.00	8,469.49	1,530.51	2017.08.22
民生银行福清支行	6,000.00	4,678.63	1,321.37	2017.09.27
光大银行福清支行	5,000.00	4,442.31	557.69	2018.01.08
中国农业银行建宁支行	300.00	300.00	-	2017.08.23
厦门银行湖里分行	5,000.00	3,664.21	1,335.79	2018.05.16
合计	44,300.00	38,983.26	5,316.74	-

资料来源：公司提供

七、财务分析

财务分析基础说明

本部分财务分析采用的报表数据为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2013-2015年、2016年度审计报告以及未经审计的2017年1-6月财务报表，公司报表均按新会计准则编制。2014-2016年及2017年1-6月新纳入合并范围子公司4家，不再纳入合并范围子公司0家，合并报表范围变化情况见下表所示。

表 24 2014-2016 年和 2017 年 1-6 月公司合并范围变化情况

年份	当期新纳入合并范围的子公司	当期不再纳入合并范围的子公司
2014 年	广东福马生物科技有限公司	无
	浙江福马生物科技有限公司	
2015 年	台山市福马饲料有限公司	无
	天马国际公司（香港）有限公司	
2016 年	无	无
2017 年 1-6 月	无	

资料来源：公司提供

资产结构与质量

公司资产规模持续增长，但应收账款、存货规模较大，对公司资金形成一定占用

随着公司业务规模的扩张，资产规模增长幅度较大。截至2016年末，公司资产总额达98,383.26万元，较2014年末增长56.84%。从结构看，公司流动资产占比较大，截至2016年末，流动资产占比为63.38%。2017年6月末，受存货大幅增加影响，流动资产占比进一步提升至71.94%。

表 25 公司主要资产构成情况（单位：万元）

项目	2017 年 6 月		2016 年		2015 年		2014 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	16,221.47	11.8%	14,194.76	14.43%	14,292.99	16.84%	12,616.15	20.11%
应收票据	123.00	0.09%	3,985.00	4.05%	11.42	0.01%	41.00	0.07%
应收账款	27,960.23	20.34%	18,707.50	19.01%	18,206.43	21.45%	15,904.53	25.35%
预付款项	7,158.37	5.21%	5,550.50	5.64%	6,353.12	7.48%	5,102.05	8.13%
存货	44,657.78	32.49%	17,884.87	18.18%	14,133.22	16.65%	11,606.89	18.50%
流动资产合计	98,873.75	71.94%	62,357.56	63.38%	54,161.75	63.80%	46,257.76	73.74%
可供出售金融资产	900.00	0.65%	900.00	0.91%	900.00	1.06%	900.00	1.43%
固定资产净额	21,592.70	15.71%	20,727.62	21.07%	9,645.36	11.36%	8,492.02	13.54%
在建工程	9,568.43	6.96%	8,945.02	9.09%	12,830.04	15.11%	732.37	1.17%
无形资产	4,472.28	3.25%	4,541.73	4.62%	4,638.17	5.46%	1,969.21	3.14%
非流动资产合计	38,566.21	28.06%	36,025.70	36.62%	30,726.94	36.20%	16,470.71	26.26%

资产总计	137,439.96	100.0%	98,383.26	100.00%	84,888.68	100.00%	62,728.47	100.00%
------	------------	--------	-----------	---------	-----------	---------	-----------	---------

资料来源：公司 2013-2015 年、2016 年度审计报告及未经审计的 2017 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

公司流动资产主要包括货币资金、应收票据、应收账款、预付款项和存货。截至2016年末，公司货币资金余额为14,194.76万元，占总资产比重为14.43%，其中6,224.74万元货币资金（占比43.85%）作为开具银行承兑汇票和信用证的保证金，使用受到限制。2016年末，公司应收票据大幅增加至3,985.00万元，主要系客户使用商业承兑汇票结算货款所致，其中已背书或贴现的票据金额为467.94万元。随着公司产品销售规模的扩大，应收账款也呈现增长趋势，截至2016年末为18,707.50万元，其中前五名应收单位欠款合计占比为11.22%，公司对前五大应收单位的应收账款单项占比均未超过5%，应收账款较为分散；从账龄分布情况看，账龄在1年以内的占比为87.83%，但仍有4.17%的应收账款账龄超过2年，这部分账款存在一定回收风险。且值得注意的是，明显的季节性销售特征使得公司应收账款规模在年中表现较大，公司2016年三季报显示，9月末应收账款占当期营业收入的比重高达52.47%，近三年年末应收账款其占营业收入的比重亦在22%以上，大量应收账款对公司流动资金形成较大占用。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，2016年末两者占比分别为84.33%和12.47%，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，但考虑到鱼粉价格波动较大，后续产品销售价格存在不确定性，存货存在一定的跌价损失风险。2017年6月末，公司存货较年初大幅增长，主要系公司订单增加为保证生产高峰期鱼粉等主要原料供应充足形成大量备货。

公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、无形资产以及可供出售金融资产等构成。截至2016年末，公司固定资产净额为20,727.62万元，其中房屋建筑物和机器设备占比分别为72.16%和23.12%，2016年公司固定资产大幅增长主要系公司在建二期生产基地（IPO募投项目）部分转为固定资产所致。2016年末公司在建工程账面价值为8,945.02万元，主要为尚未结转的二期生产线以及研发中心建设。公司无形资产主要为公司办公楼和厂房使用的土地。截至2016年末，公司房产和土地账面价值合计19,081.23万元，其中98.47%已用于贷款抵押。此外，公司长期持有建宁县农村信用合作联社（投资成本200万元，持股1.233%）和建宁刺桐红村镇银行有限公司（投资成本700万元，持股7.00%）的部分股权，金额相对较小。

总体来看，公司资产规模增长较快，但应收账款、存货规模较大，对公司资金形成一定占用。

资产运营效率

公司应收款项账期较长，受公司执行鱼粉备货策略的影响，资产运营效率呈下降趋势。公司的经销渠道结算周期一般不超过90天；而直销客户又以养殖大户为主，下游养殖周期长，货款回收受出鱼时点和养殖品种的市场行情影响较大，因此公司应收账款回收账期较长，2014-2015年，应收款项平均周转天数保持在76天左右，远高于普通饲料行业上市公司的平均账期10-15天的水平；2016年公司客户以商业承兑汇票方式结算货款的占比增加，导致应收款项周转天数进一步增长至87天。

公司存货规模较大，主要以原材料鱼粉为主，受公司执行鱼粉备货策略的影响，存货周转率较低，且备货量视鱼粉行情而定，低价时公司会超额备货，受此影响，近三年公司存货周转天数亦存在较大波动，2014年和2016年公司超额备货使得周转天数拉长。付款期限方面，应付账款周期主要与现金及票据等结算方式的占比有关，近年公司采购使用票据结算方式的占比增加，而票据付款期限较长，使得应付款项周转天数增加。

整体看，公司销售回款周期较长，但由于公司灵活运用票据结算方式，一定程度上缓解了对上游供应商的支付压力。

近年公司产能提升，固定资产规模扩大，总资产运营效率呈现下降趋势。随着公司经营规模的扩大，营运资金需求将不断增加，未来仍将存在一定的资金运营压力。

表 26 公司资产运营效率指标（单位：天）

项目	2016年	2015年	2014年
应收款项周转天数*	87	76	76
存货周转天数	88	71	85
应付款项周转天数*	183	155	124
营业周期	175	147	161
固定资产周转天数	65	40	39
总资产周转天数	391	329	297

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 2013-2015 年、2016 年度审计报告，鹏元整理

盈利能力

公司收入规模稳步增长，整体毛利率处于较高水平

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，近年来公司收入规模不断上升，2014-2016年及2017年1-6月公司营业收入分别实现69,939.55万元、80,860.48万元、84,366.34万元和44,196.25万元。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。但受原材料价格波动、下游养殖品终端售价以及产品调价存在滞后等因素影响，公司毛利率存在一定波动。2016年综合毛利率较2015年提高2.36个百分点，主要系当年鱼粉及淀粉类平均采购价格下降幅度较大所致。

随着公司经营规模的不断扩大，公司期间费用逐年上升，2014-2016年公司期间费用率分别为11.02%、11.15%和11.97%，主要系销售费用和管理费用的增长所致。未来公司期间费用将随着产销规模的增加进一步增长。

近年公司营业外收入主要来自政府补助，包括政府给予的上市补助、研发所得的政府奖励资金、院士专家工作站补助等。营业外收入提升了公司利润水平，但后续持续性存在不确定性。

整体看，公司产品毛利率较高，但销售渠道维护成本较高、管理支出较大，挤压了利润空间，近年总资产回报率略有下滑。

表 27 公司主要盈利指标

项目	2017年1-6月	2016年	2015年	2014年
营业收入(万元)	44,196.25	84,366.34	80,860.48	69,939.55
营业利润(万元)	4,611.29	8,412.45	6,473.41	6,590.13
营业外收入(万元)	861.35	921.86	1,202.29	431.27
利润总额(万元)	5,427.04	9,299.66	7,670.51	6,995.55
净利润(万元)	4,629.97	8,007.07	6,586.28	5,929.29
综合毛利率	24.31%	22.11%	19.75%	20.72%
期间费用率	12.55%	11.97%	11.15%	11.02%
总资产回报率	-	11.16%	11.14%	12.89%

资料来源：公司 2013-2015 年、2016 年度审计报告及未经审计的 2017 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

现金流

公司具备较强的经营活动现金生成能力，但业务存在季节性导致公司存在阶段性现金流偏紧，同时新建生产基地面临一定的资本支出压力

近年公司保持了较强的经营活动现金生成能力，2014-2016年公司FFO分别8,114.05万元、9,636.28万元、10,622.69万元，近三年收现比分别为0.97、0.92和0.92。

经营活动方面，因销售高峰期沉淀了大量资金，导致公司出现阶段性经营活动现金流偏紧状态，从近年公司披露的季报和中报显示，前三季度公司经营活动现金流均呈现净流出状态；年末集中回款后，经营活动现金流表现尚可。2014-2016年公司经营活动现金流净额分别为10,283.87万元、14,278.41万元、3,229.90万元，2016年净额较2015年大幅下降主

要系该年公司增加备货所致。2017年1-6月公司经营活动现金流表现出大额净流出状态，主要原因有：一方面公司加大原料备货且现金结算占比增加，另一方面因高峰期对下游客户执行高峰期信用政策导致公司半年度应收账款增加。

投资活动方面，近年公司投资建设了二期生产基地和研发中心，购建厂房、机器设备等固定资产的投资支出较大。2017年公司计划在福清新建三期生产基地，未来仍需投入大量建设资金，存在一定的资本支出压力。

公司筹资活动现金流主要是银行借款、融资租赁借款及相应的偿还。2014年和2015年公司偿还债务及支付股利等现金流出较多，导致筹资活动现金流呈净流出状态；2016年因银行借款增加，筹资活动现金为净流入。2017年1-6月公司筹资活动现金流净额大幅流入主要系公司发行股票收到募集资金所致。

总体而言，公司阶段性经营活动现金流偏紧，且年末呈现净额减少状态，投资活动支出压力增加，未来公司对融资仍有一定依赖。

表 28 公司现金流情况（单位：万元）

项目	2017年1-6月	2016年	2015年	2014年
净利润	4,629.97	8,007.07	6,586.28	5,929.29
非付现费用	1,440.08	1,610.13	1,529.35	1,122.34
非经营损益	-99.03	1,005.49	1,520.65	1,062.42
EFO	5,971.02	10,622.69	9,636.28	8,114.05
营运资本变化	-33,144.82	-7,392.79	4,642.13	2,169.82
其中：存货减少（减：增加）	-26,772.92	-3,928.90	-2,144.34	2,885.91
经营性应收项目的减少（减：增加）	-8,296.46	-2,159.60	-6,390.87	-5,761.10
经营性应付项目的增加（减：减少）	1,924.56	-1,304.29	13,177.34	5,045.01
经营活动产生的现金流量净额	-27,173.80	3,229.90	14,278.41	10,283.87
投资活动产生的现金流量净额	-3,720.00	-3,897.79	-14,942.32	-6,550.73
筹资活动产生的现金流量净额	30,363.26	2,653.81	-443.77	-2,219.15
现金及现金等价物净增加额	-551.61	1,964.74	-1,170.31	1,497.45
收现比	0.92	0.92	0.92	0.97

资料来源：公司 2013-2015 年、2016 年度审计报告及未经审计的 2017 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

资本结构与财务安全性

公司负债总额增长，流动负债占比较高；近期公司股票发行成功，短期偿债压力得到缓解

2014-2016年，公司的负债总额增长较快，2015年末负债相比上年末大幅增长57.81%，

同时负债与所有者权益比率也增加31.16个百分点，截至2016年末，负债与所有者权益比率为114.40%。2017年1月公司股票顺利发行，公司股本和资本公积均大幅增长，截至2017年6月末，负债与所有者权益比率大幅下降至77.02%，公司自有资本对负债的保障程度尚可。

表 29 近年公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年6月	2016年	2015年	2014年
负债总额	59,797.29	52,495.24	45,845.37	29,050.41
所有者权益	77,642.67	45,888.02	39,043.32	33,678.06
产权比率	77.02%	114.40%	117.42%	86.26%

资料来源：公司 2013-2015 年、2016 年度审计报告及未经审计的 2017 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款和预收款项构成。2016年末，公司短期借款为8,433.76万元，较2015年末大幅增长，其中抵押及保证借款、票据贴现融资和保证借款及进口押汇占比分别为31.07%、23.71%、23.62%和21.61%。近年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，2016年末余额为23,535.09万元，占负债的比例为44.83%，其中银行承兑汇票和国内信用证各自占比分别为74.16%和25.84%，均不计利息。应付账款主要是应付原材料采购款和设备工程款等，近年随着公司业务规模不断扩大，原材料采购增加，应付账款规模持续增长，2016年末余额为8,850.47万元。2017年上半年，公司为保证生产高峰期原料供应充足，加大了原材料备货，同时因当期公司资金充裕，使用现金结算的占比提高，使得新增票据减少，2017年6月末公司应付票据较2016年底大幅减少；另一方面由于采购量增加，部分辅料仍以赊销方式取得，因此应付账款仍有所上升。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长期借款和融资租赁款。

公司非流动负债主要为长期借款和长期应付款，其中长期借款系2016年公司新增借款，利率按照同期银行基准利率上浮10%，每年调整一次。长期应付款为应付融资租赁款，其中1,505.55万元将于一年内到期，剩余2,803.22万元将分别于2018年和2019年到期。

近年公司有息债务规模增加，主要系短期借款和长期借款的增长所致。2016年末有息债务占负债总额的比例为32.03%。2017年上半年公司偿还了全部长期借款3,950.00万元，同时新增大量短期借款，2017年6月末公司有息债务规模进一步增加，偿债压力增大。

表 30 公司主要负债构成情况（单位：万元）

项目	2017年6月		2016年		2015年		2014年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	15,746.80	26.33%	8,433.76	16.07%	5,096.81	11.12%	5,089.98	17.52%

应付票据	13,492.36	22.56%	23,535.09	44.83%	28,332.47	61.80%	18,724.92	64.46%
应付账款	20,217.29	33.81%	8,850.47	16.86%	6,204.12	13.53%	2,789.65	9.60%
预收款项	4,438.01	7.42%	1,819.04	3.47%	1,561.61	3.41%	877.74	3.02%
一年内到期的非流动负债	1,574.82	2.63%	1,625.76	3.10%	831.69	1.81%	8.60	0.03%
流动负债合计	57,360.13	95.92%	45,714.38	87.08%	43,565.03	95.03%	29,009.84	99.86%
长期借款	-	-	3,950.00	7.52%	-	0.00%	-	0.00%
长期应付款	2,050.49	3.43%	2,803.22	5.34%	2,234.09	4.87%	-	0.00%
非流动负债合计	2,437.16	4.08%	6,780.87	12.92%	2,280.34	4.97%	40.57	0.14%
负债合计	59,797.29	100.00%	52,495.24	100.00%	45,845.37	100.00%	29,050.41	100.00%
有息债务	19,372.11	32.40%	16,812.74	32.03%	8,162.59	17.80%	5,098.58	17.55%

注：公司应付票据均为无息负债。

资料来源：公司 2013-2015 年、2016 年度审计报告及未经审计的 2017 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

近年公司资产负债率有所波动，截至2016年末为53.36%，整体呈上升态势。公司资产以流动资产为主、负债以流动负债为主，流动比率和速动比率表现一般。2017年1月公司在A股上市后募集资金净额29,086.09万元，受益于此，2017年6月末公司资产负债率大幅下降至43.51%，同时流动比率有所提升。

近年公司业务规模扩大，利润水平提升，EBITDA持续增长，但有息债务规模增加，使得EBITDA利息保障倍数降低，有息债务/EBITDA有所波动，公司对有息债务的本息保障能力一般。

表 31 公司偿债能力指标

指标名称	2017年6月	2016年	2015年	2014年
资产负债率	43.51%	53.36%	54.01%	46.31%
流动比率	1.72	1.36	1.24	1.59
速动比率	0.95	0.97	0.92	1.19
EBITDA (万元)	-	11,653.03	9,474.51	8,357.42
EBITDA利息保障倍数	-	12.58	17.10	18.49
有息债务/EBITDA	-	1.44	0.86	0.61

资料来源：公司 2013-2015 年、2016 年度审计报告及未经审计的 2017 年 1-6 月财务报表，鹏元整理

八、本期债券偿还保障分析

（一）本期债券偿债资金来源及其风险分析

本期债券的偿债资金主要来源于公司日常经营所产生的现金流。随着产能的不断扩大，营业收入逐年上升，公司2014-2016年分别实现主营业务收入6.23亿元、7.43亿元和8.25亿元，经营活动产生的现金流净额分别为1.03亿元、1.43亿元和0.32亿元，经营活动现金生成能力较好，且随着国内对高端水产品消费需求提升，特种水产配合饲料的需求量将不断扩大，公司作为行业内的知名企业，拥有一定的品牌优势和技术优势，在行业内具有较强的市场竞争力，未来经营活动产生的现金流有望为本期债券能偿付提供保障。但公司产能扩张较快，叠加下游增速放缓、季节性备货及款项回收压力等因素，可能导致公司后续经营过程中出现阶段性现金流紧张状况。

本期债券募投项目投产后，将进一步提升公司产能、扩大公司业务区域，带来一定的经济效益，但本期债券募投项目建设进度存在一定不确定性，同时若未来宏观经济、行业情况出现负面因素，项目亦存在经济效益不及预期的风险。

本期债券为可转换债券，若在债券转股时能全部转为股份则无需还本付息，但应关注股价下跌或其他因素导致债券持有人不转股的可能。

（二）偿债保障措施

公司前十大自然人股东承诺将其合法拥有的天马科技限售股份合计市值4.27亿元作为质押资产为本期债券的偿付提供质押担保，同时公司实际控制人陈庆堂为本期债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用提供连带责任保证担保，上述担保方式对本期债券的偿付提供了一定保障，但由于未来股权资产价值易受二级市场行情影响存在波动，上述担保方式对本期债券本息偿付的保障能力存在不确定性。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

资产	2017年6月	2016年	2015年	2014年
流动资产：				
货币资金	16,221.47	14,194.76	14,292.99	12,616.15
应收票据	123.00	3,985.00	11.42	41.00
应收账款	27,960.23	18,707.50	18,206.43	15,904.53
预付款项	7,158.37	5,550.50	6,353.12	5,102.05
其他应收款	1,733.77	1,538.01	1,159.55	935.72
存货	44,657.78	17,884.87	14,133.22	11,606.89
其他流动资产	1,019.13	496.91	5.02	51.42
流动资产合计	98,873.75	62,357.56	54,161.75	46,257.76
非流动资产：				
可供出售金融资产	900.00	900.00	900.00	900.00
固定资产	21,592.70	20,727.62	9,645.36	8,492.02
在建工程	9,568.43	8,945.02	12,830.04	732.37
无形资产	4,472.28	4,541.73	4,638.17	1,969.21
商誉	78.48	78.48	78.48	-
递延所得税资产	674.68	397.30	416.38	370.03
其他非流动资产	1,279.64	435.56	2,218.51	4,007.08
非流动资产合计	38,566.21	36,025.70	30,726.94	16,470.71
资产总计	137,439.96	98,383.26	84,888.68	62,728.47
流动负债：				
短期借款	15,746.80	8,433.76	5,096.81	5,089.98
应付票据	13,492.36	23,535.09	28,332.47	18,724.92
应付账款	20,217.29	8,850.47	6,204.12	2,789.65
预收款项	4,438.01	1,819.04	1,561.61	877.74
应付职工薪酬	230.34	374.16	370.24	379.90
应交税费	963.18	392.44	665.14	467.62
应付利息	47.38	15.93	6.78	7.34
其他应付款	121.12	431.98	240.98	153.66
一年内到期的非流动负债	1,574.82	1,625.76	831.69	8.60
其他流动负债	186.67	135.35	27.34	9.67
流动负债合计	57,360.13	45,714.38	43,565.03	29,009.84
非流动负债：				
长期借款	-	3,950.00	-	-
长期应付款	2,050.49	2,803.22	2,234.09	-
递延所得税负债	-	-	12.14	-
递延收益	386.67	27.65	34.11	40.57
其他非流动负债	-	-	-	-

非流动负债合计	2,437.16	6,780.87	2,280.34	40.57
负债合计	59,797.29	52,495.24	45,845.37	29,050.41
所有者权益(或股东权益):				
实收资本(或股本)	29,680.00	15,900.00	15,900.00	15,900.00
资本公积金	17,778.48	2,472.39	2,472.39	2,484.78
其它综合收益	-216.21	49.20	-219.43	-279.13
盈余公积金	5,612.92	5,612.92	3,803.04	2,234.39
未分配利润	24,450.73	21,499.13	16,710.67	12,946.65
归属于母公司所有者权益合计	77,305.93	45,533.65	38,666.68	33,286.70
少数股东权益	336.74	354.37	376.64	391.36
所有者权益合计	77,642.67	45,888.02	39,043.32	33,678.06
负债和所有者权益总计	137,439.96	98,383.26	84,888.68	62,728.47

资料来源：公司 2013-2015 年、2016 年度审计报告及未经审计的 2017 年 1-6 月财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-6月	2016年	2015年	2014年
营业总收入	44,196.25	84,366.34	80,860.48	69,939.55
营业收入	44,196.25	84,366.34	80,860.48	69,939.55
营业总成本	39,776.34	76,179.27	74,202.98	63,388.00
营业成本	33,453.09	65,713.03	64,888.58	55,446.50
营业税金及附加	194.62	186.24	20.78	19.34
销售费用	1,640.84	2,740.28	2,225.66	1,994.89
管理费用	3,525.83	5,602.51	4,869.00	4,612.05
财务费用	381.08	1,754.15	1,919.61	1,102.77
资产减值损失	580.89	183.07	279.35	212.47
其他经营收益	191.39	225.39	-184.09	38.58
投资净收益	191.39	225.39	-184.09	38.58
营业利润	4,611.29	8,412.45	6,473.41	6,590.13
加：营业外收入	861.35	921.86	1,202.29	431.27
减：营业外支出	45.60	34.66	5.19	25.85
利润总额	5,427.04	9,299.66	7,670.51	6,995.55
减：所得税	797.07	1,292.59	1,084.23	1,066.25
净利润	4,629.97	8,007.07	6,586.28	5,929.29

资料来源：公司2013-2015年、2016年度审计报告及未经审计的2017年1-6月财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-6月	2016年	2015年	2014年
经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	40,507.60	77,942.57	74,242.64	68,149.19
收到其他与经营活动有关的现金	1,382.41	3,124.93	1,503.59	737.33
经营活动现金流入小计	41,890.02	81,067.50	75,746.22	68,886.52
购买商品、接受劳务支付的现金	60,654.53	69,268.89	51,479.27	48,429.18
支付给职工以及为职工支付的现金	2,039.17	3,556.44	3,295.98	3,560.58
支付的各项税费	787.02	1,921.68	1,302.53	1,305.21
支付其他与经营活动有关的现金	5,583.09	3,090.58	5,390.04	5,307.67
经营活动现金流出小计	69,063.81	77,837.60	61,467.81	58,602.64
经营活动产生的现金流量净额	-27,173.80	3,229.90	14,278.41	10,283.87
投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	715.00	2,261.70	563.00	1,808.58
取得投资收益收到的现金	-	2.10	14.88	9.19
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.60	0.12	40.05	1.85
投资活动现金流入小计	715.60	2,263.92	617.93	1,819.61
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	3,700.89	4,139.27	12,904.54	5,380.34
投资支付的现金	734.71	2,022.44	1,106.97	2,990.00
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	-	-	1,548.74	-
投资活动现金流出小计	4,435.60	6,161.72	15,560.25	8,370.34
投资活动产生的现金流量净额	-3,720.00	-3,897.79	-14,942.32	-6,550.73
筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	32,913.00	-	-	-
取得借款收到的现金	20,703.65	24,396.05	19,129.56	15,617.46
收到其他与筹资活动有关的现金	-	-	3,070.01	-
筹资活动现金流入小计	53,616.65	24,396.05	22,199.57	15,617.46
偿还债务支付的现金	17,201.89	17,168.56	19,215.32	14,951.00
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	1,839.87	2,470.52	2,475.87	2,715.62
支付其他与筹资活动有关的现金	4,211.63	2,103.16	952.15	170.00
筹资活动现金流出小计	23,253.38	21,742.23	22,643.34	17,836.61
筹资活动产生的现金流量净额	30,363.26	2,653.81	-443.77	-2,219.15
汇率变动对现金的影响	-21.08	-21.18	-62.63	-16.54
现金及现金等价物净增加额	-551.61	1,964.74	-1,170.31	1,497.45

资料来源：公司 2013-2015 年、2016 年度审计报告及未经审计的 2017 年 1-6 月财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2017年1-6月	2016年	2015年	2014年
净利润	4,629.97	8,007.07	6,586.28	5,929.29
加：资产减值准备	580.89	183.07	279.35	212.47
固定资产折旧、油气资产折耗、 生产性生物资产折旧	789.19	1,292.02	1,146.53	859.25
无形资产摊销	70.00	135.04	103.47	50.62
处置固定资产、无形资产和其他 长期资产的损失	-	0.29	-9.96	0.55
固定资产报废损失	1.33	0.56	1.47	0.00
财务费用	307.97	1,254.95	1,447.48	1,134.23
投资损失	-191.39	-225.39	184.09	-32.89
递延所得税资产减少	-216.94	-12.78	-114.57	-39.47
递延所得税负债增加	-	-12.14	12.14	-
存货的减少	-26,772.92	-3,928.90	-2,144.34	2,885.91
经营性应收项目的减少	-8,296.46	-2,159.60	-6,390.87	-5,761.10
经营性应付项目的增加	1,924.56	-1,304.29	13,177.34	5,045.01
间接法-经营活动产生的现金流量净额	-27,173.80	3,229.90	14,278.41	10,283.87

资料来源：公司 2013-2015 年、2016 年度审计报告及未经审计的 2017 年 1-6 月财务报表

附录四 主要财务指标表

项目	2017年6月	2016年	2015年	2014年
有息债务(万元)	19,372.11	16,812.74	8,162.59	5,098.58
资产负债率	43.51%	53.36%	54.01%	46.31%
流动比率	1.72	1.36	1.24	1.59
速动比率	0.95	0.97	0.92	1.19
综合毛利率	24.31%	22.11%	19.75%	20.72%
总资产回报率	-	11.16%	11.14%	12.89%
EBITDA(万元)	-	11,653.03	9,474.51	8,357.42
EBITDA利息保障倍数	-	12.58	17.10	18.49
应收款项周转天数	-	87	76	76
存货周转天数	-	88	71	85
应付账款周转天数	-	183	155	124
营业周期(天)	-	175	147	161
固定资产周转天数	-	65	40	39
总资产周转天数	-	391	329	297
收现比	0.92	0.92	0.92	0.97

资料来源：公司2013-2015年、2016年度审计报告及未经审计的2017年1-6月财务报表，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
应收款项周转天数	$360 / \{ \text{营业收入} / [(\text{期初应收款项余额} + \text{期末应收款项余额}) / 2] \}$
存货周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2] \}$
应付款项周转天数	$360 / \{ \text{营业成本} / [(\text{期初应付款项余额} + \text{期末应付款项余额}) / 2] \}$
营业周期	应收款项周转天数 + 存货周转天数
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	$(\text{管理费用} + \text{销售费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	$\text{营业利润} / \text{营业收入} \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / ((\text{本年所有者权益} + \text{上年所有者权益}) / 2) \times 100\%$
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	$\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
有息债务	短期借款 + 1 年内到期的长期有息债务 + 长期借款 + 长期应付款

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。

跟踪评级安排

根据监管部门规定及本评级机构跟踪评级制度，本评级机构在初次评级结束后，将在受评债券存续期间对受评对象开展定期以及不定期跟踪评级，本评级机构将持续关注受评对象外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及偿债保障情况等因素，以对受评对象的信用风险进行持续跟踪。在跟踪评级过程中，本评级机构将维持评级标准的一致性。

定期跟踪评级每年进行一次。届时，发行主体须向本评级机构提供最新的财务报告及相关资料，本评级机构将依据受评对象信用状况的变化决定是否调整信用评级。本评级机构将在发行人年度报告披露后2个月内披露定期跟踪评级结果。如果未能及时公布定期跟踪评级结果，本评级机构将披露其原因，并说明跟踪评级结果的公布时间。

自本次评级报告出具之日起，当发生可能影响本次评级报告结论的重大事项时，发行主体应及时告知本评级机构并提供评级所需相关资料。本评级机构亦将持续关注与受评对象有关的信息，在认为必要时及时启动不定期跟踪评级。本评级机构将对相关事项进行分析，并决定是否调整受评对象信用评级。

如发行主体不配合完成跟踪评级尽职调查工作或不提供跟踪评级资料，本评级机构有权根据受评对象公开信息进行分析并调整信用评级，必要时，可公布信用评级暂时失效或终止评级。

本评级机构将及时在公司网站（www.pyrating.cn）、证券交易所和中国证券业协会网站公布跟踪评级报告，且在证券交易所网站披露的时间不晚于在其他渠道公开披露的时间。



营业执照 (副本)

统一社会信用代码 914403001922170270

名称 鹏元资信评估有限公司

主体类型 有限责任公司

住所 深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼

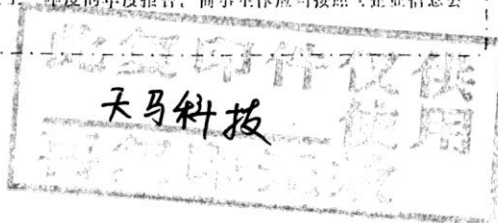
法定代表人 张剑文

成立日期 1993年03月17日



重要提示

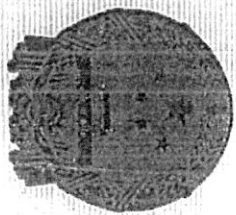
1. 商事主体的经营范围由章程确定。经营范围中属于法律、法规规定应当经批准的项目，取得许可审批文件后方可开展相关经营活动。
2. 商事主体经营范围和许可审批项目等有关事项及年报信息和其他信用信息，请登录深圳市市场和质量监督管理委员会商事主体信用信息公示平台（网址<http://www.szcredit.com.cn>）或扫描执照的二维码查询。
3. 商事主体须于每年1月1日-6月30日向商事登记机关提交上一年度的年度报告，商事主体应当按照《企业信息公示暂行条例》等规定向社会公示商事主体信息。



登记机关



2017年01月04日



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证



中国证券监督管理委员会(公章)

2011年4月6日

公司名称:鹏元资信评估有限公司

业务许可种类:证券市场资信评级

法定代表人:张剑文

注册地址:深圳市福田区深南大道7008号阳光高尔夫大厦3楼

编号: ZPJ1002

此复印件仅供

内部使用

再复印无效

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：杨再昆

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：鹏元资信评估有限公司

编号：R0030217080002

证书取得日期 2017-08-27

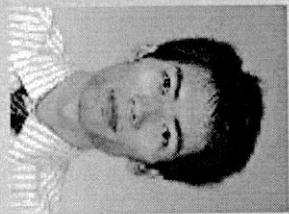
证书有效截止日期 2019-12-31

2017年08月28日

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

中国证券业执业证书

执业注册记录



姓名：董斌

性别：男

执业岗位：证券投资咨询业务(其他)

执业机构：鹏元资信评估有限公司

编号：R0030211050001

证书取得日期 2011-05-05

证书有效截止日期 2017-12-31

2015年10月08日

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