



# 信用等级通知书

信评委函字[2018]跟踪597号

## 湛江国联水产开发股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信证券评估有限公司对贵公司及贵公司已发行的“湛江国联水产开发股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”的信用状况进行了跟踪分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，维持贵公司主体信用等级为AA-，评级展望稳定；上调“湛江国联水产开发股份有限公司2017年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”债券信用等级为AAA。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司  
信用评级委员会  
二零一八年六月二十六日

## 湛江国联水产开发股份有限公司 2017 年面向合格投资者 公开发行公司债券（第一期）跟踪评级报告（2018）

债券名称	湛江国联水产开发股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）		
债券简称	17 国水 01		
债券代码	112560.SZ		
发行主体	湛江国联水产开发股份有限公司		
发行规模	人民币 2.40 亿元		
存续期限	2017/8/3-2020/8/3		
上次评级时间	2017/1/23		
上次评级结果	债项级别	AA <sup>+</sup>	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>-</sup>	
跟踪评级结果	债项级别	AAA	评级展望 稳定
	主体级别	AA <sup>-</sup>	

### 基本观点

跟踪期内，湛江国联水产开发股份有限公司（以下简称“国联水产”或“公司”）大力推进业务渠道下沉，核心板块加工销售业务发展良好，收入规模持续增长。同时，永辉超市股份有限公司（以下简称“永辉超市”）成为公司第二大股东，有利于公司未来品牌知名度的提升。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司经营性现金流呈净流出状态、汇率波动风险及食品安全风险等因素可能对公司未来整体经营及信用水平产生的影响。

综上，中诚信证评维持湛江国联水产开发股份有限公司主体信用级别为 AA<sup>-</sup>，评级展望为稳定；上调“湛江国联水产开发股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 AAA。上述债券级别主要考虑了深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司（以下简称“深圳中小担集团”）提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保对本期债券本息偿付所起的保障作用。

### 正 面

- 外销业务发展向好，经营业绩稳健提升。2017 年，公司大力推进业务渠道下沉，外销业务继续向好，全年营业总收入及净利润分别同比增长 56.25% 和 53.42% 至 40.96 亿元和 1.44 亿元，经营业绩稳健提升。
- 永辉超市入股利好后续发展。2018 年 5 月，永辉超市正式成为公司第二大股东，永辉超市在生鲜零售业务以及销售渠道方面的优势将有助于公司提升自身品牌知名度，从而实现销售增长，未来业务发展可期。
- 担保设置增强本期债券偿付保障程度。深圳中小担集团为本次债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保；作为专业性的担保机构，深圳中小担集团综合实力持续增强，对本期债券本息偿付的保障能力提升。

### 概况数据

国联水产	2015	2016	2017	2018.Q1
所有者权益（亿元）	17.33	18.14	19.49	20.38
总资产（亿元）	25.96	30.88	39.32	40.01
总负债（亿元）	8.63	12.74	19.83	19.62
总债务（亿元）	6.02	8.97	15.66	15.80
营业总收入（亿元）	20.70	26.21	40.96	10.10
营业毛利率（%）	10.52	12.76	13.67	11.64
EBITDA（亿元）	0.92	1.72	2.66	-
所有者权益收益率（%）	1.31	5.18	7.40	18.85*
资产负债率（%）	33.24	41.25	50.44	49.05
总债务/EBITDA（X）	6.56	5.22	5.89	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.10	6.06	4.62	-

深圳中小担集团	2015	2016	2017	2018.Q1
总资产（亿元）	53.26	61.34	113.17	117.19
所有者权益（亿元）	26.08	28.43	97.44	99.82
营业总收入（亿元）	5.77	7.13	9.07	4.01
在保余额（亿元）	179.34	193.65	237.42	234.16
投资收益（亿元）	0.27	0.05	0.16	0.02
净利润（亿元）	3.25	3.35	4.10	2.48
累计代偿率（%）	0.25	0.27	0.21	-
净资产放大倍数（X）	6.88	6.81	2.44	-

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。  
2、加\*指标经年化处理。





## 分析师

郭世瑶 shyguo@ccxr.com.cn

胡迁 qhu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018年6月26日



## 关注

- 债务期限结构有待优化。截至 2018 年 3 月末，公司总债务为 15.80 亿元，较 2016 年末增加 76.15%，长短期债务比为 3.09 倍，债务期限结构仍有待优化。
- 存货跌价风险。截至 2017 年末，公司存货同比增长 50.67%至 20.35 亿元，占总资产比重为 51.75%，主要为冷冻食品，当年公司发生存货跌价损失 0.42 亿元，同比增长 216.84%，较大的备货规模致使公司面临一定存货跌价风险。
- 经营性现金流持续流出。2017 年，受业务规模增大及淡季采购备货增加影响，公司存货占用资金规模加大，当期经营性净现金流为净流出 3.82 亿元，较上年增加流出 1.69 亿元，2018 年一季度继续为净流出 0.24 亿元。
- 汇率波动风险。公司产品销售以国外市场为主，2015~2017 年，公司分别实现汇兑净收益 0.31 亿元、0.35 亿元和-0.46 亿元，未来需持续关注公司面临的汇率波动风险。
- 食品质量安全风险。公司处于食品加工行业，当前业务模式及外在环境均存在不完全受其控制的 因素，在食品质量安全风险监管趋严的情况下，中诚信证评对公司运营中可能存在的食品安全风险予以关注。

## 信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因承做本项目并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除因本次评级事项中诚信证评与评级委托方构成委托关系外，中诚信证评、评级项目组成员以及信用评审委员会成员与评级对象不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级项目组成员认真履行了尽职调查和勤勉尽责的义务，并有充分理由保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（[www.ccxr.com.cn](http://www.ccxr.com.cn)）公开披露。

4、本评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体或/及评级对象相关参与方提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。中诚信证评对本评级报告所依据的相关资料的真实性、准确度、完整性、及时性进行了必要的核查和验证，但对其真实性、准确度、完整性、及时性以及针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本评级报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

6、本评级报告所示信用等级自本评级报告出具之日起至本期债券到期兑付日有效；同时，在本期债券存续期内，中诚信证评将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定是否调整信用等级，并按照相关法律、法规对外公布。

## 募集资金专项说明

2017年6月12日，经中国证券监督管理委员会“证监许可（2017）898”文核准，公司获准向合格投资者公开发行总额不超过人民币6亿元的公司债券，本次债券采取分期发行方式。2017年8月3日，公司成功发行第一期公司债券，本期债券票面利率为6.2%，期限为3年，实际发行规模为2.4亿元，扣除本期承销费用0.02万元，实际到位资金2.38亿元，本期债券简称为“17国水01”，债券代码为“112560”。本期债券募集资金用于偿还有息债务和补充流动资金，截至2018年3月末，本期债券募集资金已全部使用完毕。

## 重大事项说明

根据公司2018年5月24日晚间发布公告称，公司已收到中国证券登记结算有限公司深圳分公司出具的《证券过户登记确认书》，公司控股股东新余国通投资管理有限公司（以下简称“国通投资”）和主要股东冠联国际投资有限公司（以下简称“冠联国际”）协议合计转让给永辉超市的78,384,562股股份已于2018年5月23日完成了过户登记手续，永辉超市正式成为公司的第二大股东。

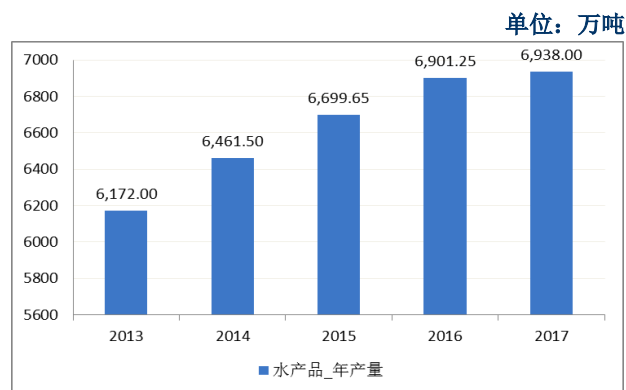
## 行业关注

**2017年，水产行业总体保持平稳较快发展，市场成交量额双增，随着未来消费升级及城镇化的继续推进，我国水产品消费将持续增长**

与畜禽蛋白相比，水产蛋白肉质更嫩，而且脂肪含量少，更有利于人体健康。根据FAO的数据，全球60亿人口的动物蛋白摄入15%以上来源于水产品，占消费总蛋白的6.5%。目前，中国已经成为全球水产品主要生产国，水产养殖量占全世界水产养殖产量的60%以上，占全国水产品总产量的75%。2017年，各级渔业主管部门进一步采取促进水产养殖业发展的各项工作措施，稳定水域滩涂养殖使用权，加强良种和防疫体系建设，做好水产养殖防灾和灾后复产，水产行业总体保持平稳较快发展。据国家统计局数据显示，2017年，我国水产品产量

6,938万吨，较上年增长0.5%，其中，养殖水产品产量5,281万吨，增长2.7%；捕捞水产品产量1,656万吨，下降5.8%。据可对比的58家水产品批发市场成交情况统计，2017年，全国水产品累计成交量1,145.12万吨、成交额2,298.71亿元，同比分别增长4.69%和5.76%，当年实现水产市场成交量额双增。

图1：2013~2017年我国水产品年产量



资料来源：公开市场，中诚信证评整理

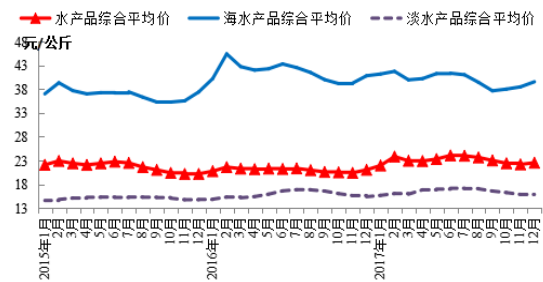
需求方面，近年来，随着居民收入水平不断提高，国内水产品消费量大幅增长，市场需求持续提升。以对虾为例，中国目前是全球第一大对虾消费国，2005年至2015年国内对虾消费量累计增长123%，总消费量已达160万吨以上，消费规模超过美欧之和。根据中国产业信息网《2017年中国对虾市场消费升级分析》，我国对虾消费量将持续增长，2017~2020年有望保持5%左右的增速，到2020年达到200万吨的消费量，对应的活虾市场规模超过1,200亿元，考虑到对应的对虾加工和流通等市场，整体市场规模将近2,000亿元。目前，我国城镇居民水产品的消费量大幅高于农村居民，2016年城镇居民水产品人均直接食用消费量为28.15公斤，远高于农村居民的11.56公斤。截至2017年末，中国城镇化率已达58.52%，李克强总理指出到2020年，我国城镇化率要达到60%。未来，随着城镇化水平的提升以及消费升级影响，我国水产行业消费将保持较高增速，市场发展前景广阔。

2017年，受供给减少影响，淡水产品价格上涨；受气候、休渔期延长、环境治理、远洋捕捞海产品自食率提高和进口水产品增加等因素影响，海水产品价格相对平稳，环保禁养叠加禁渔政策加严，未来水产品价格仍有上升空间

2017年，一方面，国内环境保护力度加强，部分不适宜水产养殖地区逐渐退出生产，湖库网箱养殖压缩，淡水养殖面积缩小，引起局部地区及短期内市场供给减少。另一方面，大宗淡水品种供应量增幅放缓，名优品种养殖增加，淡水养殖结构发生变化，推动大宗淡水鱼等品种的价格上升。加之环保成本压力不断攀升，部分养殖户弃养，淡水鱼上市量偏少，价格走高。但从上涨幅度来看，淡水产品价格上涨主要归结于补涨因素。在人工和塘租费用不断增长的情况下，2014年、2015年淡水鱼价格持续低迷，总体缓慢下跌，养殖收益不佳，部分养殖户调减相应养殖品种，价格上升是市场对供给减少的一种自然反应。海水产品2017年价格保持相对稳定，主要因为：1、2017年农业气候条件相对较好，有利于海水养殖生产。2017年干旱、洪涝、低温冻害、风雹及台风等影响总体偏轻，有利的气候条件减少了水产养殖损失，保障了海水养殖顺利开展。2、休渔期延长和环境治理成效初显。2017年农业部调整完善了伏季休渔和长江禁渔制度，组织了代号“亮剑2017”的系列渔政专项执法行动。在伏季休渔期延长和执法力度加强的双重作用下，海洋渔业资源状况有所改善。与当年5月份休渔期刚开始时比较，8月份黄渤海区的渔业资源总密度增加了1.9倍，东海区增加3.5倍，南海区增加0.7倍，三大海区的小黄鱼和带鱼等传统经济鱼类资源密度同比明显增加。3、远洋捕捞海产品自食率提高和进口水产品增加对国内价格产生影响。随着我国居民消费能力增强，水产品需求增加，目前越来越多的远洋捕捞海产品被运回国内销售，据了解，当前冻鱼约有40%~60%运回国内消费。与此同时，水产品进口税率也在不断下调；2017年金枪鱼、北极虾、带鱼及帝王蟹等多类海鲜产品进口税率降低一半以上，部分高档水产品进口关税甚至低于发达

国家水平。随着水产品进口量的增加，国内海水产品价格也受到一定抑制。

图2：2015~2017年水产品综合平均价格月度走势



资料来源：公开市场，中诚信证评整理

由于渔业资源和水域生态环境的不断恶化，政府对于水域保护的重视程度逐步加大。2017年中央一号文件在原先春季禁渔期政策基础上，提出要在长江流域水生生物保护区实现全面禁捕，湖北政府规划在2018年8月前在79个长江流域水生生物保护区实现全面禁捕。且后期在珠江、闽江和澜沧江等重要流域，政府或也将实行以封禁为主的措施。2018年，农业部首次在黄河流域实行禁渔制度，禁渔期为每年4月1日至6月30日，禁渔期内禁止所有捕捞作业。禁渔政策的持续加严或使得淡水捕捞量面临下滑，行业供给持续收缩。淡水捕捞为水产品的供给来源之一，根据中国渔业年鉴统计数据，2016年中国淡水鱼捕捞量171万吨，占淡水鱼类产量的5.7%。

整体来看，目前水产品基本面保持平稳，环保禁养叠加禁渔政策加严，大宗水产品供应量难有较大增幅；在国内供给总体缩减、环境成本不断上升的背景下，短期内水产品价格或呈温和上升态势。

**2017年水产品进出口贸易创历史新高，随着居民消费快速升级，水产品进口或将持续保持较快增长；未来，环保趋严、综合要素成本上升及贸易保护升温等将对水产品出口提出较高要求**

据海关数据统计，2017年我国水产品进出口总量923.65万吨，进出口总额324.96亿美元，同比分别增长11.56%和7.92%，均创历史新高。受渔业资源保护工作力度加大、国内日常水产品消费需求日益增长及品质升级等因素影响，贸易顺差收窄，全年为98.04亿美元，较上年减少15.59亿美元。



出口方面，2017年，水产品出口量433.94万吨，出口额211.50亿美元，同比分别增长2.40%和1.99%。具体来看，头足类、对虾、罗非鱼、蟹类及鲭鱼等水产品作为一般贸易主要出口品种，实现出口量额双增。其中，头足类水产品受出口葡萄牙及日本的量额大增影响，扭转第一季度量额双降的趋势，出口量额同比分别增长5.61%和6.17%；罗非鱼出口企业成功开拓了非洲、墨西哥等其他国际市场，出口量额同比分别增长3.47%和1.21%。出口区域方面，福建、山东、广东、辽宁、浙江和海南等沿海省份仍是我国水产品主要出口区，出口量额之和分别占全国水产品出口总量的97.85%和96.26%。其中，广东出口量额分别为57.41万吨和34.36亿美元，分别同比增长7.46%和6.47%，出口额占全国出口总额的16.25%，位列福建和山东之后。出口市场方面，主要出口市场有所波动，香港和韩国市场持续低迷，东盟市场受“一带一路”倡议和中菲关系转暖积极影响，上半年我国对其水产品出口量额同比双增，但从7月份开始，由于对泰国出口量额持续下滑，2017年我国对东盟市场的出口额为27.32亿美元，同比下降2.77%。

**表1：2017年我国水产品主要出口市场出口情况**

单位：万吨、亿美元、%

出口市场	数量	同比增减	金额	同比增减
日本	62.74	2.53	38.47	3.88
美国	55.43	1.72	32.21	5.88
东盟	66.93	6.56	27.32	-2.77
泰国	17.88	-29.17	8.4	-24.84
印度尼西亚	10.63	92.5	2.36	81.95
欧盟	55.11	-0.97	23.74	2.3
香港	18.69	-13.83	18.56	-7.8
台湾省	13.8	-0.85	18.02	7.9
韩国	47.92	-9.69	15.88	-3.57

资料来源：中国农业新闻网，中诚信证评整理

进口方面，2017年，我国水产品进口量489.71万吨，进口额113.46亿美元，同比分别增长21.17%和21.03%。从进口结构看，鱼粉和食用水产品进口大增。进料加工原料进口量104.87万吨，同比减少4.96%；进口额24.86亿美元，同比增长9.57%。2017年，鱼粉进口量额大涨，进口量157.16万吨，进口额22.17亿美元，同比分别增加51.55%和37.41%。

除鱼粉外，其他以一般贸易方式进口（主要供国内食用）产品进口量99.40万吨，进口额42.57亿美元，同比分别增长22.52%和23.71%。从主要进口市场看，普遍出现量额双增情况。

整体来看，2017年，国际、国内市场需求复苏有效拉动了我国水产品进出口的增长；受资源保护政策和市场需求等因素综合影响，贸易顺差有所收窄。考虑到我国居民消费快速升级，国内消费者对优质、绿色水产品需求明显增加，加之政府对资源保护不断趋紧趋严，未来我国水产品进口将持续保持快速增长的势头，进口增速或将快于出口增速。需要关注的是：未来我国外贸发展面临的不确定、不稳定因素仍然较多，目前全球经济复苏的基础尚不稳固，且近年贸易保护主义有所升温特别是近期中美贸易争端的加剧，加之人民币汇率波动，国内综合要素成本不断上涨等情况下，我国出口仍然面临诸多困难和挑战。

## 食品安全要求进一步提高，环保清退叠加营改增影响导致大量“低小散”企业关停，利好规模以上企业

近年来全国食品安全事件频发，福建、北京、广东和上海等地区水产品抽样检测发现孔雀石绿、氯霉素、呋喃唑酮等多种违禁药品，引起国家食品药品监督管理局的高度关注。水产养殖过程中的渔药使用、安全监测、养殖鱼质量及水产品溯源等相关问题，成为消费者重点关注的对象；此外，严峻的空气污染、土壤污染和环境污染等问题也会对水产养殖产生一定影响。新食品安全法实施后，其执法及惩罚力度较之前有了较大提升，中西式大型餐饮连锁企业及各大连锁超市对食品质量的要求进一步提高，大型餐饮企业及连锁超市对食材安全，特别是占总原料超过60%的冷冻冷藏类产品及鲜活产品的安全性提出了更严格要求。

环保方面，2017年是环保部第三年开展《环境保护法》实施年活动，环保部于当年通报，要将从严治理“散乱污”企业作为强化督查的重点内容之一，对未通过环保督查，无法通过升级改造达标排放的企业，一律关停，水产加工行业大批“低小散”企业关停。另外，根据最新营改增政策，餐饮业纳

税人可通过取得增值税抵扣凭证来抵扣销项税额，更多中小餐饮企业购买食材时会优先考虑正规渠道。叠加营改增带来的采购成本下降，以及环保清退导致大量“低小散”企业关停，利好规模以上企业。

## 业务运营

公司为集育苗、养殖、饲料、加工、贸易、科研为一体的全产业链企业，主要产品包括对虾和罗非鱼种苗、水产饲料、初加工产品和深加工食品等。凭借较强的产品安全把控能力，公司为中国输美对虾首家获得 FDA 免除自动扣检企业，中国 2 家获得种苗、养殖、饲料、加工 ACC 之 BAP 四星认证企业之一。公司为中国唯一一家输美对虾“零关税”企业，亦系全球仅有的两家企业之一。2017 年，国内消费升级及行业规范化为公司发展国内销售业务创造了有利条件，同时，公司推进业务渠道下沉，直销比例全面提升，内外销业务继续保持高速增长；同年，公司与京东生鲜、易果生鲜等主要电商、新零售平台达成深度合作，切入新零售线上线下渠道，当期电商业务销售收入大幅增加。2017 年，公司实现水产品销量 57,961.67 吨，同比增长 74.36%。

表2：2017年公司主营业务收入构成与毛利率情况

单位：亿元、%、个百分点

板块	业务收入	同比增减	毛利率	同比增减
加工销售业务	37.92	64.62	14.09	1.63
饲料	2.46	4.07	14.18	3.55
养殖业务	0.23	-6.96	-31.45	-70.33
种苗	0.30	-26.03	-17.63	-45.29

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

**公司大力推进业务渠道下沉，国内外市场直销比例全面提升，水产品加工销售业务发展良好；随着永辉超市入股，公司品牌知名度或将提升，水产品加工销售有望继续增长**

公司加工销售业务主要为对虾和罗非鱼的加工和销售，包括对虾、罗非鱼初加工产品、深加工食品以及全球精选海产品等，近年加工业务从原有的初加工产品逐步向精深加工产品升级。公司主要客户群体为终端零售商、餐饮客户及水产批发商，包括全球范围内的各类中西式连锁餐饮企业、全国或区域性连锁商超、工业客户及区域性食材供应商

等。

生产方面，公司一般根据市场需求和需求预测确定生产计划；依托与备案养殖户的捆绑经营模式以及较快的供应效率，公司可根据客户需求快速组织生产。2017 年，公司大力推进水产品加工业务渠道下沉，直销比例全面提升，推动水产加工业务快速增长。具体来看，2017 年，公司对虾和罗非鱼分别实现生产量 53,172.01 吨和 6,991.66 吨，分别同比增长 87.33% 和下降 18.32%；同期，分别实现对虾和罗非鱼销售量 50,404.92 吨和 7,556.75 吨，分别同比增长 94.00% 和 4.06%，当年对虾和罗非鱼产销率分别为 94.80% 和 108.08%，整体维持较高水平。

表3：2016~2017年公司虾和罗非鱼的产销情况

单位：吨、%

产品名称	项目	2016	2017	同比
水产品（不含 SSC 公司）	生产量	36,943.85	60,163.67	62.85
	销售量	33,243.35	57,961.67	74.36
	库存量	21,134.13	23,336.13	10.42
其中：对虾	生产量	28,383.85	53,172.01	87.33
	销售量	25,981.52	50,404.92	94.00
	库存量	18,983.96	21,751.05	14.58
罗非鱼	生产量	8,560.00	6,991.66	-18.32
	销售量	7,261.83	7,556.75	4.06
	库存量	2,150.17	1,585.08	-26.28

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

分销售区域来看，公司产品销售以外销为主，当年国外收入为 30.69 亿元，同比增长 68.94%，占营业收入比重为 74.92%，较上年上升 5.98 个百分点。公司是国内唯一一家输美对虾“零关税”企业，长期以来美国始终为公司最主要销售市场，近年来美国地区销售金额占销售总额的 55% 左右。值得注意的是，自我国加入 WTO 以来，其他国家和地区对我国出口产品通过反倾销、技术壁垒及合格评定程序等手段限制我国出口产品的案件呈上升态势。近期，中美贸易争端升温，考虑到公司对美国销售规模较大，中诚信证评将持续关注中美贸易争端或将对公司外销业务产生的影响。

销售渠道方面，2017 年，公司进一步获得国内外各大餐饮、商超客户的认可。当年，公司负责美国地区水产销售的位于美国的子公司 Sunnyvale Seafood Corporation（以下简称“SSC”）直销比例提



升到42%，餐饮和商超端客户占其总客户数约40%。目前，公司在国际市场上已拥有沃尔玛、Jetro、Safeway、ALDI、Supervalu 和 Meijer 等大型商超类，以及 Carnival、Applebees、Hooters、HardRock 和 Denny's 等大型餐饮类优质客户。2017 年，SSC 在美国主要对虾进口商排名第七位，创历史新高。国内市场方面，2017 年，公司继续沿着“将 B 端特别是餐饮客户作为未来公司的核心客户群，以及 C 端以品牌打造为导向，谋求多元化渠道布局”的战略方向，持续完善客户、产品及渠道结构。当年，公司国内市场直销业务收入同比增长 18%，餐饮端销售收入同比增长 190%，占比达 46%，客户包括呷哺呷哺、外婆家及海底捞等，其中北京销售公司成为首个销售破亿的内销单位，餐饮业务占比超 90%。与此同时，2017 年，公司与京东生鲜、易果生鲜等主要电商、新零售平台达成深度合作，切入新零售线上线下渠道。当年，公司电商业务全年实现销售收入 1.42 亿元，同比增长 326%，南美白对虾仁和厄瓜多尔白对虾等产品在全平台建立了相对领先的市场地位和竞争优势。

另外，公司控股股东国通投资和主要股东冠联国际协议合计转让给永辉超市的 78,384,562 股股份于 2018 年 5 月 23 日完成过户登记手续，永辉超市正式成为公司的第二大股东。公司和永辉超市的联合将最大程度实现双方利益最大化，双方在协议中明确承诺同等条件下永辉超市优先采购公司海产品，公司优先为永辉超市供应货物，业务协同效应显著。此次合作将使公司能够借助永辉超市较强的渠道优势，实现水产品销售的增长，增强“国联水产”品牌知名度，最终推动公司业绩增长。

但需要关注的是，公司处于食品加工行业，当前业务模式及外在环境均存在不完全受其控制的因素，中诚信证评对公司运营中可能存在的食品安全风险予以关注。

采购方面，公司对虾采购地以国内为主，主要来源于备案养殖场。2017 年，公司业务拓展较快，当期对虾采购量同比增长 112.79% 至 73,174.40 吨；同期，罗非鱼采购量同比减少 21.98% 至 11,861.10 吨，采购价格则随市场行情有所波动。

表4：2016~2017年水产品采购情况

单位：吨、元/公斤、%

水产品	项目	2016	2017	同比
对虾	采购量	34,388.10	73,174.40	112.79
	采购均价	41.60	41.54	-0.14
罗非鱼	采购量	15,202.30	11,861.10	-21.98
	采购均价	8.70	9.24	6.21

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

随着国内外业务的快速增长，公司现有对虾加工产能亟需扩张，截至 2017 年末，公司对虾加工产能合计 4.5 万吨，包括国联水产本部年产 3 万吨，国美水产年产 1.5 万吨。未来，随着募集项目（5 万吨，替换本部产能）、阳江项目（5 万吨）以及海洋车间（1.5 万吨）的顺利投产，以及本部 0.7 万吨产能转至国美加工厂（1.5 万吨），公司产能将实现快速扩张。

### 跟踪期内，公司调整种苗业务定位，积极布局工厂化养殖，推动饲料业务、种苗业务与工厂化养殖的深度协同和整合

公司种苗业务运营平台为全资子公司湛江国联水产种苗科技有限公司（以下简称“国联种苗”）和海南省国联海洋生物科技有限公司（以下简称“海南国联”），产品主要为对虾及罗非鱼种苗及幼体。

表5：2016~2017年公司种苗业务产销情况

产品名称	项目	2016	2017	同比 (%)
种苗	生产量 (万尾)	238,395	107,414	-54.94
	销售量 (万尾)	211,289	80,308	-61.99
	库存量 (万尾)	27,106	2,675	-90.13
幼体	生产量 (万尾)	462,505	316,350	-31.60
	销售量 (万尾)	462,505	316,350	-31.60

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司种苗养殖基地主要为位于南三和覃斗的对虾养殖基地以及位于吴川的罗非鱼养殖基地。通过引进美国夏威夷海洋研究所及美国 SIS 公司改良的南美白对虾良种，采用室内工厂化育苗系统技术，生产出 SPF“国联一号”虾苗。罗非鱼种苗方面，公司分别引进来自中国水产科学院淡水渔业研究中心的奥利亚亲鱼和世界渔业中心的尼罗亲鱼，培养出优质罗非鱼苗。饲料则主要由公司自给。2017 年，公司对种苗业务定位作出调整，为了配合工厂

化养殖生产，公司对育苗技术作出调整，加强了虾苗病毒方面的检测，对于不合格的虾苗采取排塘处理，当期产销量较大幅度下滑。当年，公司种苗和幼体产量分别为 107,414 万尾和 316,350 万尾，分别同比减少 54.94%和 31.60%；同期，销量分别为 80,308 万尾和 316,350 万尾，分别同比减少 61.99%和 31.60%。

公司饲料业务主要运营平台为全资子公司湛江国联饲料有限公司（以下简称“国联饲料”），主导产品有对虾配合饲料及海水鱼饲料、淡水鱼饲料及鱼虾混养特种饲料等系列膨化鱼饲料产品。

**表6：2016~2017年公司饲料产销情况**

项目	2016	2017	同比 (%)
生产量 (吨)	43,495.56	45,811.18	5.32
销售量 (吨)	43,470.00	45,119.24	3.79

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

国联饲料建有多条国际先进的自动化饲料生产线，截至 2017 年末，具备 6 万吨虾料和鱼料生产能力，较上年无变化。2017 年，公司饲料产量为 45,811.18 吨，同比增长 5.32%；其中虾料和鱼料产量分别为 1.64 万吨和 2.94 万吨，分别同比减少 7.87%和增长 11.79%，饲料业务产能释放率较低。销售方面，国联饲料产品以内销为主，与此同时，作为公司全产业链重要组成部分，饲料业务亦为公司自身种苗及养殖业务提供稳定的饲料来源。2017 年，公司实现饲料销量 45,119.24 吨，同比增长 3.79%；实现饲料业务收入 2.46 亿元，同比增长 4.07%，整体发展较为稳定。

**表7：2016~2017年公司饲料业务主要原材料采购情况**

单位：吨、元/吨、%

主要原材料	项目	2016	2017	同比
豆粕	采购量	10,740.72	13,131.80	22.26
	采购均价	3,003.21	2,906.28	-3.23
鱼粉	采购量	5,800.15	4,275.24	-26.29
	采购均价	9,705.93	9,234.79	-4.85

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

采购方面，国联饲料的原材料主要包括豆粕、鱼粉等，2017 年采购量同比分别增长 22.26%和下降 26.29%至 13,131.80 吨和 4,275.24 吨；价格方面，豆粕及鱼粉采购均价分别同比下降 3.23%和 4.85%至 2,906.28 元/吨和 9,234.79 元/吨。整体来看，2017

年，公司饲料业务稳步发展，但仍需关注的是，公司饲料业务现有产能释放率较低，相关厂房和设备折旧对其经营效益产生一定的影响。

目前，对虾工厂化养殖已成为公司战略项目，公司将持续、全力推进其研发及生产。根据公司 2017 年度业绩网上说明会显示，公司工厂化养殖设定理想目标产量为 6,000 斤每亩，当前尚未达到设定目标产量。目前，公司工厂化养殖尚处于试验调整阶段，生产尚不稳定，2017 年养殖业务收入有所下滑；同时，工厂化养殖固定投入较大，成本随亩产变化有所波动，当年公司工厂化养殖业务处于亏损状态。2017 年，公司正积极进行推动饲料业务、种苗业务与工厂化养殖的深度协同和整合，未来随着工厂化养殖的成熟，公司将减少对外部养殖户的依赖度，实现种苗、养殖及饲料业务的协同发展。

总体来看，2017 年，公司业务渠道下沉，直销比例全面提升，整体业务发展良好；随着永辉超市入股并与公司开展合作，未来公司品牌知名度或将提升，水产品加工销售业务或继续向好；同时，公司积极发展工厂化养殖项目，推动饲料业务、种苗业务与工厂化养殖的深度协同和整合，未来有望成为公司重要利润贡献点。

## 财务分析

以下财务分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年~2017 年审计报告，以及未经审计的 2018 年第一季度财务报表。

## 资本结构

2017 年，公司资产及负债规模有所增大，截至当年末，总资产为 39.32 亿元，同比增长 27.32%；负债总额为 19.83 亿元，同比增长 55.68%。所有者权益方面，2017 年，公司实现盈利经营，留存收益的增加使所有者权益同比增长 7.41%至 19.49 亿元。截至 2017 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 50.44%和 44.56%，分别较上年末上升 9.19 个百分点和 11.47 个百分点。截至 2018 年 3 月末，公司资产总额为 40.01 亿元，负债总额为 19.62 亿元；同期资产负债率和总资本比率分别微降至

49.05%和 43.67%。总体来看，公司负债水平处于同行业上市公司中等水平。

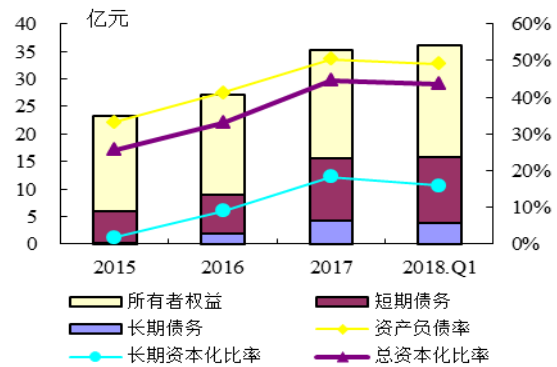
表8：2017年末水产行业主要可比上市公司资本结构比较

公司	资产总计（亿元）	资产负债率（%）
国联水产	39.32	50.44
獐子岛	39.44	89.78
百洋股份	35.81	35.73
好当家	57.93	47.99
大湖股份	16.83	20.51
东方海洋	40.48	25.90

资料来源：上市公司审计报告，中诚信证评整理

从资产结构来看，截至 2017 年末，公司流动资产为 31.92 亿元，占总资产比重为 81.17%，主要包括货币资金 2.09 亿元、应收账款 7.46 亿元和存货 20.35 亿元。具体来看，货币资金中 398.89 万元为使用受限的信用证保证金及银行承兑汇票保证金，其余主要为银行存款，2017 年末银行存款同比增长 90.49%至 2.04 亿元，当期末货币资金同比增长 71.16%；公司存货主要为库存商品、原材料、在产品等，2017 年，业务规模的增大以及为淡季采购备货增加导致当期末存货同比增长 50.67%，当年公司发生存货跌价损失 0.42 亿元；公司年末存货规模较大，且多为冷冻食品，对温度和湿度等外内部环境控制要求较高，需关注相关存货跌价风险。公司非流动资产主要由长期股权投资 1.32 亿元、固定资产 3.75 亿元和在建工程 1.02 亿元构成。其中，固定资产主要系房屋及建筑物、机器设备等，当期海洋食品车间及种苗公司养殖车间工厂化项目转固致使期末固定资产同比增长 21.85%；当年，受国联水产新工厂新增投资 0.42 亿元影响，期末在建工程同比增长 113.41%；长期股权投资为持有的湛江国发投资发展有限公司（以下简称“国发投资”）30% 股权，公司于 2018 年一季度将该部分股权对外转让。2018 年一季度，公司工厂化养殖及新工厂建设继续快速投入，当期末在建工程较 2017 年末增长 69.84%至 1.74 亿元。

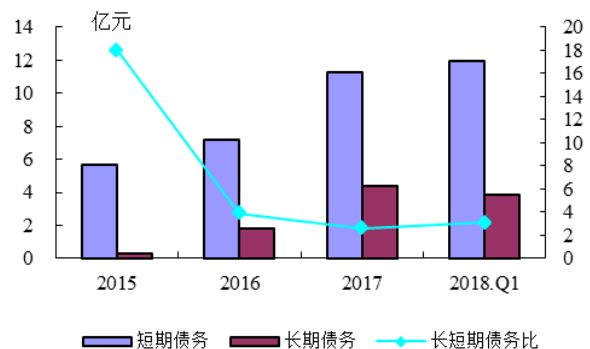
图 3：2015~2018.Q1 公司资本结构



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

从债务结构来看，公司债务以短期债务为主，随着公司业务规模的增大，债务规模亦有所增大。2017 年末，公司短期债务和长期债务分别为 11.30 亿元和 4.36 亿元，分别同比增长 58.02%和 139.79%。其中，短期债务为短期借款和临近到期的长期融资；长期债务包括长期借款和公司发行的公司债券，当年末长短期债务比为 2.59 倍，较上年末下降 1.34 倍。2018 年 3 月末，公司短期债务和长期债务分别为 11.94 亿元和 3.86 亿元，长短期债务比上升至 3.09 倍。总体来看，公司业务规模增大对短期贸易融资需求有所增加，短期债务占比较大，债务期限结构仍有待优化。

图 4：2015~2018.Q1 公司长短期债务情况

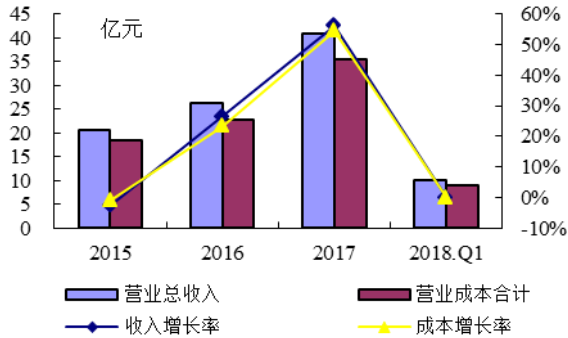


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理



盈利能力

图5：2015~2018.Q1公司收入成本结构分析



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2017年，公司继续推进渠道下沉和营销团队建设，内外销业务继续保持高速增长，主要业务加工销售及饲料业务收入分别同比增长64.62%和4.07%至37.92亿元和2.46亿元，全年营业总收入同比增长56.25%至40.96亿元。毛利率方面，当期公司核心板块水产品加工销售业务直销比例提升，板块毛利率上升1.63个百分点；2017年，由于公司工厂化养殖处于试验调整阶段，生产尚不稳定，同时，公司为了配合工厂化养殖生产，对育苗技术作出技术调整，加强了虾苗病毒方面的检测，对于不合格的虾苗采取排塘处理，当期养殖及育苗业务均处于亏损状态。整体来看，受益于公司核心板块的快速发展，2017年，公司盈利能力有所增强。2018年一季度，公司实现营业总收入10.10亿元，同比增长20.25%；当期毛利率下滑至11.64%；与国内主要可比水产行业公司财务数据对比来看，公司营业毛利率处于行业内较低水平。

表9：2017年公司可比同行业上市公司盈利指标

公司	营业总收入 (亿元)	毛利率 (%)
国联水产	40.96	13.67
獐子岛	32.06	15.14
百洋股份	23.94	16.56
好当家	12.08	28.84
大湖股份	9.97	22.17
东方海洋	7.79	26.23

资料来源：上市公司定期报告，中诚信证评整理

从期间费用来看，2017年，随着公司业务规模的增大，仓储费、保险费等相关费用增加致使销售费用同比增长32.15%至1.57亿元；同期，受人工成本上升影响，管理费用同比增长25.13%至0.96亿元；受人民币兑美元汇率持续升值影响，公司当

期实现汇兑净收益-0.46亿元，较上年的0.35亿元减少0.81亿元，加之债务规模扩张导致利息支出增加，当期公司发生财务费用1.07亿元，较上年增加1.12亿元。2017年，公司三费收入占比较上年上升1.53个百分点至8.78%，期间费用较大程度吞噬经营所得。2018年一季度，公司三费收入占比攀升至9.08%，期间费用负担较重。

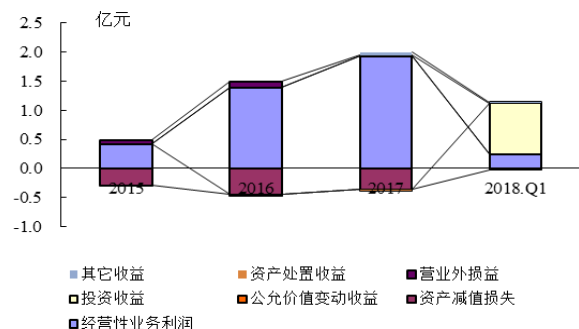
表10：2015~2018.Q1公司期间费用分析

项目	2015	2016	2017	2018.Q1
销售费用	1.04	1.19	1.57	0.35
管理费用	0.69	0.77	0.96	0.27
财务费用	0.01	-0.05	1.07	0.31
三费合计	1.74	1.90	3.60	0.92
营业总收入	20.70	26.21	40.96	10.10
三费收入占比	8.40	7.25	8.78	9.08

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2017年，公司利润总额主要来源于经营性业务利润，当期受业务规模增大及综合毛利率提高推动，公司经营性业务利润同比增长38.76%至1.92亿元。2017年，公司发生坏账损失-0.06亿元，较上年减少0.37亿元，致使当期资产减值损失同比减少19.87%至0.36亿元，均为存货跌价损失。营业外损益方面，2017年，公司根据最新会计准则将原计入营业外收入的0.06亿元政府补助计入其他收益科目，当期营业外损益同比减少86.47%至0.01亿元。2017年，公司分别实现利润总额和净利润1.63亿元和1.44亿元，分别同比增长56.16%和53.42%。2018年一季度，公司转让持有的国发投资30%股权产生投资收益0.88亿元，当期分别实现利润总额1.11亿元和净利润0.96亿元，分别同比增长472.85%和423.85%。

图6：2015~2018.Q1公司利润总额构成

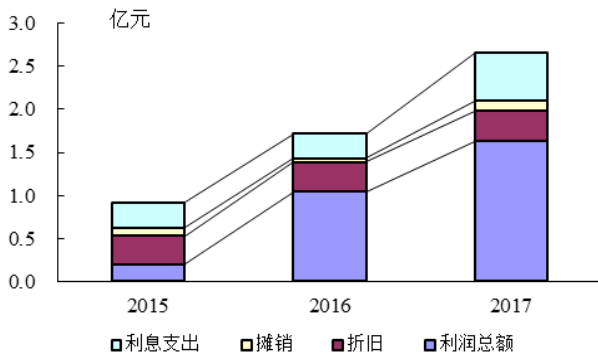


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看,2017年公司水产品加工销售业务快速发展,业务规模同比增大,同时综合毛利率有所上升,盈利能力有所增强。

## 偿债能力

图7: 2015~2017年公司EBITDA结构分析



资料来源: 公司审计报告, 中诚信证评整理

获现能力方面,公司 EBITDA 主要由利润总额、利息支出和折旧构成。2017年,公司利润总额随业务增长而增加;利息支出受债务规模扩张相应增加。当年公司 EBITDA 同比增长 54.69%至 2.66 亿元;但受债务规模增长影响,公司当年总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 5.89 倍和 4.62 倍,分别较上年上升 0.67 倍和下降 1.44 倍,EBITDA 对债务本息的保障程度有所下滑。

现金流方面,2017年,公司业务规模增大,加之淡季备货增加采购致使当期因采购增加支付 7.14 亿元,生产环节资金占用有所增加,当期经营活动产生的现金流量净额为净流出 3.82 亿元,较上年增加流出 1.69 亿元。2018 年一季度,经营性现金流继续呈净流出状态,为 -0.24 亿元。经营活动产生的现金流量金额无法对债务本息形成有效保障。

表11: 2015~2018.Q1公司偿债能力分析

指标	2015	2016	2017	2018.Q1
短期债务(亿元)	5.71	7.15	11.30	11.94
长期债务(亿元)	0.32	1.82	4.36	3.86
长短期债务比(X)	18.02	3.93	2.59	3.09
总债务(亿元)	6.02	8.97	15.66	15.80
资产负债率(%)	33.24	41.25	50.44	49.05
总资本化比率(%)	25.78	33.08	44.56	43.67
经营性净现金流(亿元)	0.18	-2.13	-3.82	-0.24
经营净现金流/总债务(X)	0.03	-0.24	-0.24	-0.06
经营净现金流/利息支出(X)	0.60	-7.51	-6.63	-
EBITDA(亿元)	0.92	1.72	2.66	-
总债务/EBITDA(X)	6.56	5.22	5.89	-

资料来源: 公司定期报告, 中诚信证评整理

在财务弹性方面,公司与多家银行形成稳定的合作关系。截至 2018 年 3 月末,公司及下属公司在银行授信总额为 26.90 亿元,尚未使用银行授信为 11.29 亿元。公司作为 A 股上市公司,可通过增发、配售股票等方式进行股权融资,同时,可通过发行债券进行直接融资,整体融资渠道顺畅。

或有负债方面,截至 2018 年 3 月末,公司不存在对外担保;对子公司担保余额为 3.10 亿元,占净资产比重为 15.21%。

总体来看,随着公司业务规模的增大,债务增加较快,同时,为淡季备货采购增加致使存货占用资金规模较大,当期经营性现金流呈净流出状态。但公司加工销售业务的快速发展致使盈利能力有所增强,同时,永辉超市的入股或将增强“国联水产”品牌知名度,并带动业绩增长,公司整体偿债能力仍很强。

## 担保措施

深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司(以下简称“深圳中小担集团”)作为本期债券担保人,为本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保。

### 深圳中小担集团

#### 概况

深圳中小担集团原名深圳市中小企业信用担

保中心，成立于1999年12月，是深圳市人民政府（以下简称“深圳市政府”）为解决中小企业融资难、扶持中小企业健康发展而设立的专业担保机构；2000年4月，经深圳市机构编制委员会核准登记注册为事业单位，并由事业单位变更为国有独资有限责任公司，深圳市投资控股有限公司（以下简称“深投控”）持股比例为100.00%；2011年3月，变更为现名。2013年11月4日，深圳中小担集团进行股权置换，变更后股东为深投控和中国东方资产管理公司（以下简称“东方资产”），持股比例分别为65.00%和35.00%。2014年5月，深投控和东方资产分别以现金向深圳中小担集团增资3.25亿元和1.75亿元，并以未分配利润转增注册资本3.00亿元，各股东持股比例不变。2017年7月4日，深投控通过在深圳联合产权交易所公开挂牌交易受让东方资产持有的35%公司股权，持股比例变更至100%。2017年10月以增资扩股方式引进新股东深圳市龙华建设发展有限公司（以下简称“龙华建发”），龙华建发对深圳中小担集团实缴出资人民币25.00亿元，其中14.00亿元计入深圳中小担集团注册资本，新增出资额超过新增注册资本的11.00亿元计入资本公积；同时原股东深投控同步对深圳中小担集团增资人民币41.00亿元，其中22.95亿元计入公司注册资本，新增出资额超过新增注册资本的18.05亿元计入资本公积，股东深投控和龙华建发的持股比例分别为74.53%和25.47%。截至2017年末，深圳中小担集团注册资本为54.95亿元，实际控制人系深圳市国资委。

深圳中小担集团系国内最早成立的专业担保机构之一，致力于为中小科技企业发展提供融资担保服务，主要定位于孵化期和初创期的科技型企业。目前，深圳中小担集团提出“投保联动”的业务理念，为中小企业提供从初创期到成熟期的个性化投融资服务，形成了以融资担保、发债增信、保函担保、委托贷款和投资为主，小额贷款和典当贷款为辅的业务格局。

截至2017年12月31日，深圳中小担集团总资产为113.17亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为97.44亿元，在保客户约为1,500家，在保

责任余额为237.42亿元，净资产放大倍数为2.44倍；2017年实现营业收入9.07亿元，其中担保业务收入为8.63亿元，实现净利润4.10亿元。

### 业务运营

目前深圳中小担集团已经形成了以融资担保和非融资性担保业务为主，委托贷款、投资、小额贷款和典当贷款等业务为辅的多元业务格局。2017年，深圳中小担集团实现营业收入9.07亿元，其中担保业务收入为8.63亿元，同比增长29.19%，担保收入规模呈增长趋势。

表 12：2016-2017 年深圳中小担集团收入结构情况

单位：万元		
指标	2016	2017
（一）担保业务收入	66,801.91	86,349.20
其中：担保费收入	15,317.82	17,358.40
担保评审费收入	617.10	779.20
保函收入	9,360.43	12,690.58
其他业务收入	41,506.57	55,521.02
（二）利息收入	3,056.11	3,903.23
（三）手续费及佣金收入	1,431.70	454.69
<b>营业总收入</b>	<b>71,289.73</b>	<b>90,707.10</b>

资料来源：深圳中小担集团提供，中诚信证评整理

### 担保业务

深圳中小担集团担保业务主要包括融资性担保（贷款担保、发债增信、财政专项资金无息借款担保等）和非融资性担保（保函担保和诉讼担保等）。2017年末，深圳中小担集团期末担保责任余额为237.42亿元，同比增长22.60%，对外担保规模进一步扩大。

深圳中小担集团融资担保业务目前仍以贷款担保为主，即其向银行提供作为客户获取各项银行贷款的担保。非融资性担保主要为保函担保，保函担保主要系深圳中小担集团为需要开立银行保函的企业提供担保或直接出具保函业务。



表 13：2016-2017 年末深圳中小担集团担保业务发生及

代偿情况

单位：亿元、%

指标	2016	2017
担保责任余额	193.65	237.42
当期担保发生额	281.16	326.17
当年代偿额度	0.74	0.70
当年收回额度	0.31	0.50
年度损失率	0.00	0.00
累计损失率	0.00	0.00

资料来源：深圳中小担集团提供，中诚信证评整理

从业务拓展渠道来看，目前银行推荐为深圳中小担集团最主要的业务来源，同时，还有证券公司、评级机构和保险公司等合作机构的项目推荐。得益于良好的股东背景及公司自身的稳健经营，深圳中小担集团与当地银行建立了广泛而深入的合作关系。深圳中小担集团无需向合作银行缴纳保证金，同时与合作银行约定了“八二分担”的风险分担机制，即在项目发生代偿时，由合作银行承担 20% 的分保责任，是广东省唯一一家与银行拥有“八二分担”银担比例的担保机构，在行业内处于领先地位。目前，深圳中小担集团已与建设银行、平安银行等 35 家中资银行及 3 家外资银行建立合作关系，截至 2017 年末，合作银行授信额度为 570 亿元，较上年增加约 100 亿元。

由于深圳中小担集团在初期承担较多政策性的融资担保职能，积累了一定的代偿压力，近年来又受到中小企业经营困难、偿债能力减弱的影响，2017 年，深圳中小担集团发生代偿金额 0.70 亿元，同比减少 5.41%，当年担保代偿率为 0.25%，较上年下降 0.03 个百分点。与同行业相比，深圳中小担集团代偿率仍处于较低水平，加之深圳中小担集团近年来不断加强风险管理，使得代偿风险得到一定控制。代偿回收方面，2017 年深圳中小担集团代偿回收金额为 0.50 亿元。考虑到目前计提的各类担保风险准备金合计数已超过 3 亿元，且提高了业务准入门槛、代偿项目有资产抵（质）押和第三方担保等反担保措施，深圳中小担集团代偿风险仍在可控范围内。

总体来看，凭借清晰的业务定位、良好的银企关系，深圳中小担集团担保业务发展基础良好，近

年来业务规模增长速度较快。

### 信用风险管理

深圳中小担集团自成立以来，积极探索和构建符合自身发展实际的风险管理架构，坚持稳健的经营风格，并逐渐形成了“四全”风险管理体系，即“全面的风险意识、全过程的风险控制、全员参与的风险管理、全新的风险管理手段和方法”。深圳中小担集团设首席风险官，全面主持风险管理工作，并成立专门的风险管理部、债务追偿部、审计部，对风险严格把控，以此强调事前、事中、事后的动态风险管理机制。

深圳中小担集团的审、保、偿分离机制主要体现在项目的评审、担保以及出现风险后的代偿几个环节分置，建立了横向平行制衡的约束机制，项目经理直接面对客户，营销并管理担保业务，负责对客户的资信调查与评估，以及在保项目的保后跟踪，对资信调查的真实性、准确性、完整性承担责任。

反担保措施方面，深圳担保集团采用了多种反担保措施，包括抵押类反担保措施、质押类反担保措施、保证反担保措施等。对于需要指出评估的反担保物，由评估师进行现场勘查以及市场调查，出具评估意见书并上载至系统。同时，深圳中小担集团还根据企业的不同特点，创新开发了专利权、仓单质押、应收账款监管、股票账户监管、房地产预转让等十余种反担保措施。另外，深圳中小担集团对于承保的项目，采取等额还款方式，避免因集中大额还款而导致的资金周转困难，并降低因企业出现还款困难而出现损失。

整体来看，深圳中小担集团的风险管理决策机制清晰，风险管理体系较为完善，且多种创新反担保措施在促进担保业务开展的同时，亦有利于其控制业务风险。

### 组合风险管理

在担保组合方面，担保深圳中小担集团的经营特性要求承保组合应实现合理的风险分散，如果对单一客户、单一产品或单一市场的担保额度过高，深圳中小担集团的损失风险可能会高度依赖于该客户、产品或市场信用状况的波动，从而成为公司财务实力中最薄弱的环节。因此，担保公司需要合

理分布业务，通过选择低损失担保业务或者充分分散担保客户地区、行业分布和个体分布来降低客户集中度风险并降低损失。

从行业集中度来看，截至 2017 年末，深圳中小担集团担保业务前十大行业在保责任余额合计 185.90 亿元，前十大行业合计占比达到深圳中小担集团担保业务的 78.30%，其中第一大行业建筑业及第二大行业电子业的期末在保余额占比分别为 36.38% 和 21.06%，担保业务集中于建筑及电子行业。从业务区域方面来看，按照相应的政策要求，深圳中小担集团业务主要集中于深圳市，少量业务位于除深圳以外的其他珠三角地区。从客户个体风险集中度来看，截至 2017 年末，深圳中小担集团最大单一客户在保责任余额为 6.40 亿元，占深圳中小担集团期末在保责任余额的比例为 2.70%，其占比上年初下降 0.60 个百分点；最大十家客户在保余额合计为 40.71 亿元，占深圳中小担集团期末在保责任余额的比例为 17.15%，其占比较年初下降 1.73 个百分点。总体上看，深圳中小担集团担保业务的客户集中度在 2017 年下降明显，主要是由于当年在保责任余额增幅较大。从担保业务期限结构来看，深圳中小担集团担保业务期限结构以短期为主。截至 2017 年末，深圳中小担集团担保业务期限较为分散，其中 1 年内在保责任余额为 70.04 亿元，占比 29.50%；期限为 1~2 年在保责任余额为 77.21 亿元，占比为 32.52%；期限 2 年以上的在保责任余额为 90.17 亿元，占比为 37.98%。较短的担保期限降低了深圳中小担集团控制流动性风险的难度，但未来仍需对深圳中小担集团的业务期限结构保持持续关注。

总体来看，深圳中小担集团业务主要集中于深圳地区，行业集中度及客户集中度均处于较低水平，担保业务期限结构以短期为主，业务期限结构较优，整体业务风险可控。

## 资产管理业务

为了提高自有资金的使用效率，深圳中小担集团在担保业务的基础上开展了投资业务、委托贷款、典当、小额贷款等一系列资产管理业务，为客户提供自初创期到成熟期的综合性、个性化的金融

服务。

深圳中小担集团委托贷款业务的投资决策由自身负责，根据客户情况安排相应的子公司深圳市汇博成长创业投资有限公司（以下简称“汇博创投”）负责日常管理。自有资金委托贷款业务主要是运用自有资金委托银行向中小企业发放贷款的业务品种，业务模式主要为采用投保联动的方式开发项目，项目资源多数来自于担保业务积累的优质资源，随着注册资本金的增加，自有资金的委托贷款业务规模呈现逐年增长的趋势。

截至 2017 年末，深圳中小担集团前十大委托贷款客户贷款余额合计 22.41 亿元，占期末委托贷款余额的 30.93%，前十大委托贷款客户包括上市公司自然人股东、金融服务企业等，主要采用由自然人所持上市公司股票质押或由企业股东提供无限连带责任保证担保等反担保措施。

深圳中小担集团典当业务由控股子公司深圳市金鼎信典当行有限公司（以下简称“金鼎信典当”）负责运营，金鼎信典当成立于 2004 年，注册资本 6,000 万元，深圳中小担集团持股比例 60.00%。典当业务操作流程相对简化，主要是为中小企业提供过桥资金。2017 年金鼎信典当典当业务金额为 7.12 亿元，当期产生典当业务收入 1,180 万元。

表14：2016~2017年深圳中小担集团典当业务概况

单位：个、万元

指标	2016	2017
当期典当项目单数	88	59
当期典当金额	84,704	71,180

资料来源：深圳中小担集团提供，中诚信证评整理

小额贷款业务由其下属子公司深圳市中小担小额贷款有限公司（以下简称“中小担小贷”）负责经营，中小担小贷成立于 2009 年，注册资本金 1.6 亿元，致力于服务优质中小型企业的企业主和高净值人群客户，为其提供融资服务。2017 年深圳中小担集团小贷业务累计放贷金额合计 6.93 亿元，实现业务收入 0.39 亿元。

表15：2016~2017年深圳中小担集团小额贷款业务概况

单位：万元

指标	2016	2017
当期放贷金额	53,685	69,326
期末贷款余额	32,665	40,372

资料来源：深圳中小担集团提供，中诚信证评整理

## 财务分析

以下财务分析基于深圳中小担集团提供的经亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）深圳分所审计的深圳中小担集团 2015 年和 2016 年及经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计的深圳中小担集团 2017 年审计报告，已审财务报告均为合并口径，审计意见类型均为标准无保留意见。

## 资本充足性

资本是担保公司从事担保业务的基础，也是开展担保业务保障代偿的资金来源，因此资本实力强大与否对担保业务扩张规模至关重要。

随着 2017 年股东增资扩股，截至当年末深圳中小担集团注册资本为 54.95 亿元，自有资本实力进一步增强，在现有业务水平上，其净资产放大倍数有所下降，资本充足性得以增加。

准备金提取方面，深圳中小担集团按照当期融资担保业务的担保费收入的 50% 提取未到期责任准备金，且深圳中小担集团提取的未到期责任准备金不得低于当期担保费收入的 50%，实行差额提取；深圳中小担集团按照资产负债表日未终止担保责任余额的 1% 计提担保赔偿准备金，累计达到担保责任余额的，实行差额计提。2017 年，深圳中小担集团计提未到期担保责任准备金和担保赔偿准备金共计 0.18 亿元，同期风险准备金充足率为 1.54%。深圳中小担集团准备金规模一般，对担保业务代偿的保障程度一般。

总体来看，深圳中小担集团融资担保放大倍数适中，目前资本实力能够较好满足现阶段业务发展需要。深圳中小担集团风险准备金规模一般，对未来的风险偿付保障有待进一步提升。

## 资产流动性

担保机构流动性风险主要来源于表内资产和表外或有负债在期限上的错配，流动性压力也通常来源于代偿的集中发生或投资资产流动性的降低。

深圳中小担集团目前持有的高流动性资产分别为货币资金和可供出售金融资产。近年来，深圳中小担集团高流动性资产维持较大规模，2017 年末为 25.19 亿元。随着业务规模扩张，资产总规模也逐步扩大，2017 年末深圳中小担集团高流动性资产

/总资产为 22.26%，高流动性资产/在保责任余额为 10.61%。整体来看，近年来深圳中小担集团加强资金运作，在保证一定流动性的前提下增大委贷业务投入，在保责任余额不断增加，深圳中小担集团流动性指标有所弱化，资产流动性面临一定压力。考虑到深圳中小担集团主业仍是担保业务，因此深圳中小担集团应统筹兼顾收益性和流动性，在监管准许的范围内，合理配置产品结构与投资期限，完善投资限额管理和流动性应急预案，防范投资管理中单一大额投资以及担保业务中客户信用状况出现较大变动可能对其流动性带来的不利影响。

## 盈利能力

深圳中小担集团收入来源主要为担保业务、委贷业务和小贷业务。深圳中小担集团委托贷款业务因与担保业务关联密切（客户重合度高），故此部分将委贷业务收入计入其他担保业务收入，小贷业务的利息收入计入利息收入项，小贷及典当业务计入手续费及佣金收入。2017 年，深圳中小担集团实现营业收入 9.07 亿元，其中担保业务收入 8.63 亿元。受益于当年担保责任发生额的增加和委托贷款规模增长，深圳中小担集团担保业务及相关收入保持增长。2017 年深圳中小担集团利息收入和手续费及佣金收入占比较小，合计为 0.44 亿元。

主营业务成本方面，担保业务支出是最主要成本，其主要组成部分为职工薪酬、提取未到期担保责任准备金及赔偿准备金和委托贷款相关费用。2017 年深圳中小担集团担保业务支出为 2.99 亿元；当年计提未到期担保责任准备金和担保赔偿准备金共计 0.18 亿元。深圳中小担集团投资收益主要来源于对无控制、共同控制和重大影响公司权益性投资（可供出售金融资产）及对深圳市不动产担保股份有限公司的权益投资（长期股权投资）的收益，对利润贡献度较小，2017 年投资收益为 0.16 亿元。

综合以上各种因素，深圳中小担集团近年来净利润呈现稳定增长趋势，同时资产规模快速扩大。增资后，深圳中小担集团业务投放情况和资金利用效率将对资产回报率产生影响，中诚信证评将持续关注其盈利能力变化。



表 16：2016~2017 年深圳中小担保集团利润表摘要

单位：亿元、%

	2016	2017
营业总收入	7.13	9.07
担保业务收入	6.68	8.63
担保业务支出	2.08	2.99
其中：		
提取未到期担保责任准备金	0.13	-0.04
提取担保赔偿准备金	0.11	0.22
其他业务支出	0.06	0.11
三费合计	0.29	0.30
投资收益	0.05	0.16
营业利润	4.53	5.55
营业外收支净额	0.00	0.00
税前利润	4.53	5.55
净利润	3.35	4.10
平均资产回报率	5.85	4.70
平均净资产回报率	12.31	6.51

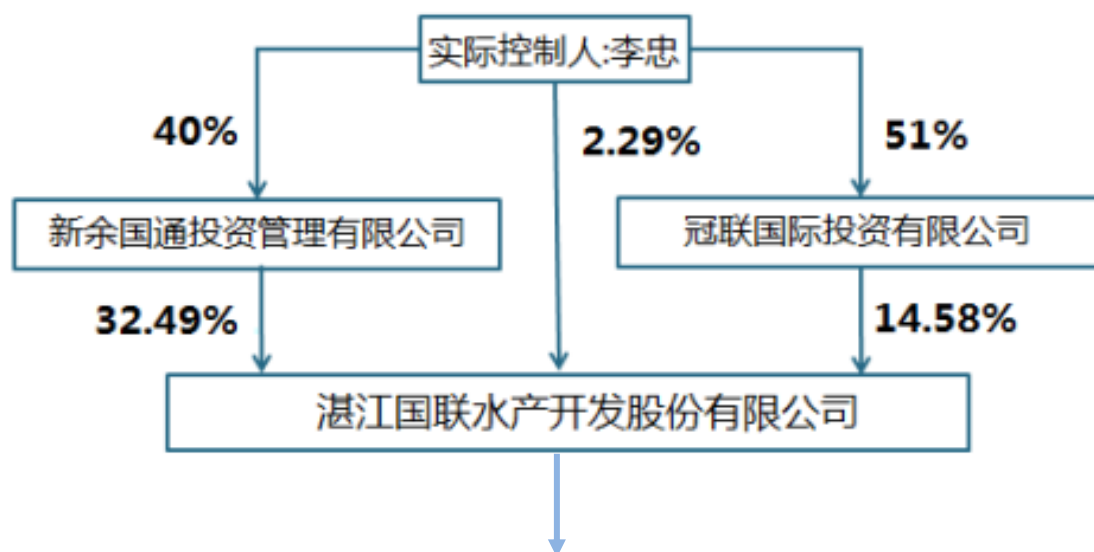
资料来源：深圳中小担保集团提供，中诚信证评整理

整体来看，深圳中小担保集团在深圳担保行业处于领先地位，作为深圳市中小企业融资担保的主要平台之一，获得股东支持力度大，且担保决策机制较完善，风险管理能力较强，股东增资后，整体代偿能力将进一步增强。同时，深圳中小担保集团作为专业性的担保机构，具备很强综合实力，能够有效提高本期债券的偿付安全性。

## 结 论

综上，中诚信证评维持湛江国联水产开发股份有限公司主体信用等级为 **AA<sup>-</sup>**，评级展望为稳定；上调“湛江国联水产开发股份有限公司 2017 年面向合格投资者公开发行公司债券（第一期）”信用级别为 **AAA**。

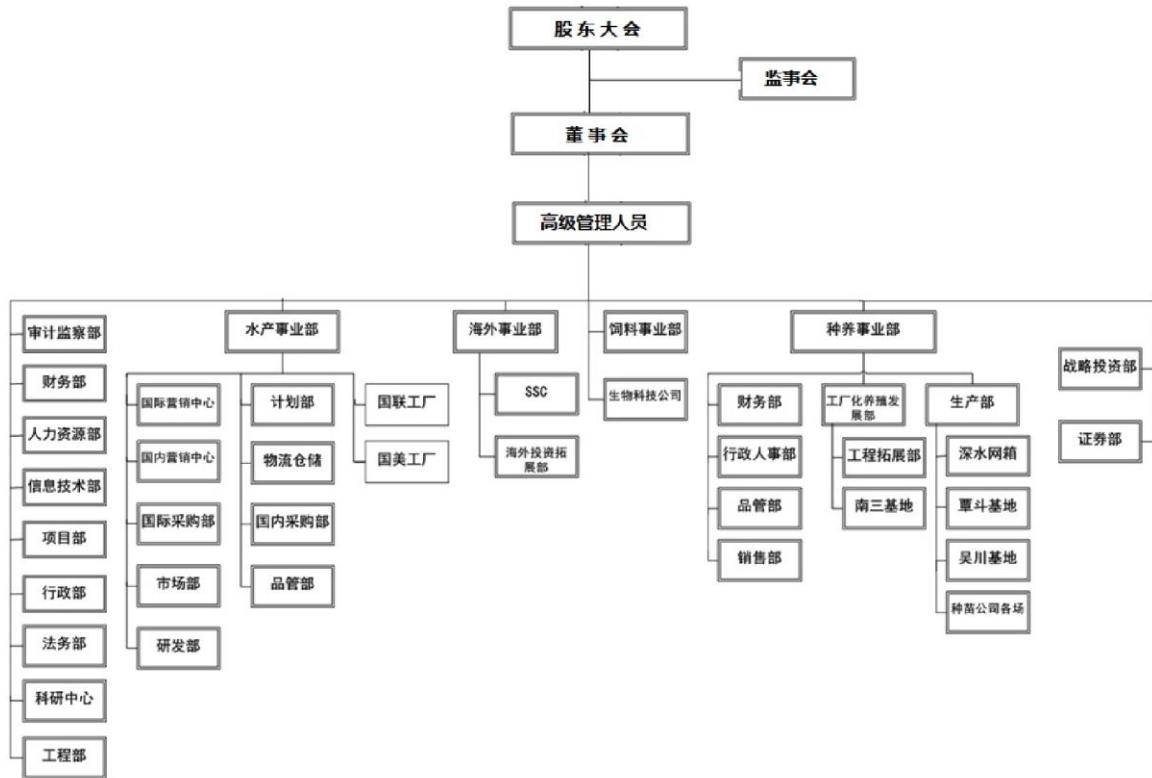
附一：湛江国联水产开发股份有限公司股权结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



公司名称	业务性质	持股比例 (%)
湛江国联饲料有限公司	饲料加工与销售	100
湛江国联水产种苗科技有限公司	种苗培育与销售	100
广东国美水产食品有限公司	水产养殖与加工	100
国联骏宇（北京）食品有限公司	水产品销售	100
上海蓝洋水产有限公司	水产品销售	100
广东国联食品科技有限公司	水产品加工与销售	100
国联（香港）国际投资有限公司	投资	100

资料来源：公司提供

附二：湛江国联水产开发股份有限公司组织结构图（截至 2018 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供



**附三：江国联水产开发股份有限公司主要财务数据及指标**

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	10,474.37	12,216.25	20,909.79	14,903.91
应收账款净额	63,307.35	78,075.77	74,575.71	80,403.26
存货净额	108,663.95	135,049.78	203,481.30	201,388.35
流动资产	200,221.98	248,178.16	319,188.35	330,523.29
长期投资	13,200.37	13,291.11	13,262.53	100.00
固定资产合计	34,370.24	35,574.97	47,731.25	54,109.75
总资产	259,605.90	308,842.99	393,210.97	400,055.32
短期债务	57,050.52	71,508.61	112,998.84	119,370.38
长期债务	3,166.16	18,188.21	43,613.88	38,626.73
总债务（短期债务+长期债务）	60,216.68	89,696.82	156,612.71	157,997.11
总负债	86,288.63	127,393.68	198,321.76	196,243.93
所有者权益（含少数股东权益）	173,317.27	181,449.31	194,889.21	203,811.39
营业总收入	207,046.99	262,136.69	409,580.67	101,033.28
三费前利润	21,534.62	32,865.70	55,218.48	11,610.20
投资收益	0.04	-29.25	-8.59	8,774.07
净利润	2,276.57	9,394.46	14,413.26	9,606.59
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	9,176.02	17,181.21	26,577.98	-
经营活动产生现金净流量	1,764.07	-21,292.66	-38,176.72	-2,356.14
投资活动产生现金净流量	3,264.92	-4,517.52	-14,126.96	-1,928.58
筹资活动产生现金净流量	-9,272.12	25,709.10	64,717.29	-5,296.08
现金及现金等价物净增加额	-2,653.85	1,259.93	9,728.01	-9,786.04
财务指标	2015	2016	2017	2018.Q1
营业毛利率（%）	10.52	12.76	13.67	11.64
所有者权益收益率（%）	1.31	5.18	7.40	18.85*
EBITDA/营业总收入（%）	4.43	6.55	6.49	-
速动比率（X）	1.14	1.06	0.76	0.83
经营活动净现金/总债务（X）	0.03	-0.24	-0.24	-0.06*
经营活动净现金/短期债务（X）	0.03	-0.30	-0.34	-0.08*
经营活动净现金/利息支出（X）	0.60	-7.51	-6.63	-
EBITDA 利息倍数（X）	3.10	6.06	4.62	-
总债务/EBITDA（X）	6.56	5.22	5.89	-
资产负债率（%）	33.24	41.25	50.44	49.05
总资本化比率（%）	25.78	33.08	44.56	43.67
长期资本化比率（%）	1.79	9.11	18.29	15.93

注：1、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；

2、加“\*”指标经年化处理；

3、2015~2018.3 长期应付款所含应付融资租赁款已调整为长期债务。

**附四：深圳市中小企业信用融资担保集团有限公司主要财务数据及担保组合数据**

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017	2018.Q1
货币资金	142,082.56	169,190.33	233,679.62	193,706.88
其他应收款	13,124.46	20,660.71	11,578.21	12,273.00
委托贷款	266,478.58	314,543.64	724,568.12	797,091.34
其他流动资产	34,032.00	16,690.80	35,923.51	39,378.02
流动资产合计	466,293.03	535,769.68	1,021,311.42	1,063,865.83
发放贷款及垫款	25,810.89	34,814.10	51,453.56	49,269.14
长期股权投资	5,299.00	5,307.42	12,310.02	12,310.02
资产总计	532,559.52	613,407.39	1,131,732.77	1,171,899.95
存入保证金	17,173.12	12,772.81	16,874.43	20,037.19
担保赔偿准备	21,338.05	23,589.48	26,709.12	28,743.56
未到期责任准备	8,906.18	10,161.73	9,790.14	10,289.67
负债合计	271,785.70	329,143.52	157,319.38	173,696.37
所有者权益合计	260,773.81	284,263.87	974,413.39	998,203.58
担保费收入	13,593.85	15,317.82	17,358.40	4,745.54
投资收益	2,722.31	514.64	1,578.60	213.83
利润总额	42,979.20	45,336.15	55,484.75	30,802.52
净利润	32,506.01	33,533.70	41,039.80	24,779.91
担保组合数据（单位：亿元）	2015	2016	2017	2018.Q1
期末在保余额	179.34	193.65	237.42	234.16
年新增担保额	260.19	281.16	326.17	74.66
当年代偿金额	0.70	0.74	0.70	0.09
当年代偿回收金额	0.49	0.31	0.50	0.03

注：上述所有者权益包含少数股东权益，净利润均包含少数股东损益。

**附五：基本财务指标的计算公式**

长期投资=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资

固定资产合计=投资性房地产+固定资产+在建工程+工程物资+固定资产清理+生产性生物资产+油气资产

短期债务=短期借款+交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

长期债务=长期借款+应付债券

长短期债务比=短期债务/长期债务

总债务=长期债务+短期债务

净债务=总债务-货币资金

三费前利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

EBITDA（息税折旧摊销前盈余）=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

营业毛利率=（营业收入-营业成本）/营业收入

EBIT 率=EBIT/营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/营业总收入

所有者权益收益率=净利润/期末所有者权益

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=（流动资产-存货）/流动负债

存货周转率=营业成本/存货平均余额

应收账款周转率=营业收入/应收账款平均余额

总资产周转率=营业收入/总资产平均余额

资产负债率=负债总额/资产总额

实际资产负债率=（负债总额-预收款项）/（资产总额-预收款项）

总资本化比率=总债务/（总债务+所有者权益（含少数股东权益））

长期资本化比率=长期债务/（长期债务+所有者权益（含少数股东权益））

EBITDA 利息倍数=EBITDA/（计入财务费用的利息支出+资本化利息支出）

净负债率=（总债务-货币资金）/所有者权益

经营性业务利润=营业总收入-营业成本-营业税金及附加-销售费用-管理费用-财务费用

**附六：主要担保业务指标计算公式**

现金及投资资产 = 现金及现金等价物 + 银行存款 + 交易性金融资产 + 可供出售金融资产 + 持有至到期证券 + 长期股权投资 + 投资物业 + 委托贷款

担保损失准备金 = 未到期责任准备金 + 担保赔偿准备金

核心资本 = 所有者权益 + 担保损失准备金 - 长期股权投资

在保责任余额 = 在保余额 - 分保余额（含分出担保责任）

营业利润 = 担保业务净收入 + 利息收入 + 投资收益 + 公允价值变动损益 + 其他业务净收入

年度承保费用率 = (管理费用 + 财务费用 + 营业税金及附加 + 其他费用支出) / 已实现承保收入

年内代偿率 = 年内解除担保项目代偿支出 / 年度解除担保额

累计代偿率 = 成立以来累计代偿支出 / 成立以来累计解除担保额

担保损失准备金覆盖率 (X) = (担保赔偿准备金 + 担保责任准备金) / 累计代偿支出

核心资本担保放大倍数 = 在保责任余额 / 核心资本

净资产担保放大倍数 = 在保责任余额 / 净资产



## 附七：信用等级的符号及定义

### 债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券信用质量极高，信用风险极低
AA	债券信用质量很高，信用风险很低
A	债券信用质量较高，信用风险较低
BBB	债券具有中等信用质量，信用风险一般
BB	债券信用质量较低，投机成分较大，信用风险较高
B	债券信用质量低，为投机性债务，信用风险高
CCC	债券信用质量很低，投机性很强，信用风险很高
CC	债券信用质量极低，投机性极强，信用风险极高
C	债券信用质量最低，通常会发生违约，基本不能收回本金及利息

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：除 AAA 级和 CCC 级以下（不含 CCC 级）等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示信用质量略高或略低于本等级。

### 评级展望的含义

正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，中诚信证评会考虑中至长期内可能发生的经济或商业基本因素的变动。