



信用等级通知书

信评委函字[2019]跟踪483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；维持“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
二零一九年六月十七日

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（2019）

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		
债券余额	人民币 2.40 亿元		
存续期限	2017/8/3-2020/8/3		
上次评级时间	2018/6/26		
上次评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AA ⁺	评级展望	稳定
跟踪评级结果	债项级别 AAA 主体级别 AA ⁺	评级展望	稳定

概况数据

国联水产	2016	2017	2018	2019.Q1
所有者权益（亿元）	18.14	19.49	21.90	27.93
总资产（亿元）	30.88	39.32	49.21	51.97
总负债（亿元）	12.74	19.83	27.31	24.04
总债务（亿元）	8.97	15.66	20.21	19.91
营业总收入（亿元）	26.21	40.96	47.38	11.27
营业毛利率（%）	12.76	13.67	13.80	11.77
EBITDA（亿元）	1.72	2.66	4.05	-
所有者权益收益率（%）	5.18	7.40	10.54	1.16*
资产负债率（%）	41.25	50.44	55.49	46.25
总债务/EBITDA（X）	5.22	5.89	4.99	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.06	4.62	4.40	-

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。

深圳中小担集团	2016	2017	2018	2019.Q1
总资产（亿元）	61.34	113.17	189.29	192.84
所有者权益（亿元）	28.43	97.44	103.86	106.66
营业总收入（亿元）	7.13	9.07	16.47	4.77
在保余额（亿元）	193.65	237.42	276.57	-
投资收益（亿元）	0.05	0.16	0.15	0.00
净利润（亿元）	3.35	4.10	9.17	2.93
累计代偿率（%）	0.07	0.07	0.06	-
净资产放大倍数（X）	6.81	2.44	2.66	-

注：所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益。

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”）餐饮、电商及新零售业务快速增长，同时切入永辉超市供应链有效拓宽公司零售渠道，内销业务发展良好，业务规模持续增大。此外，2019 年 2 月，公司完成非公开发行募集资金净额 6.02 亿元，一方面有效增强公司资本实力，另一方面带有国资背景和产业背景的广东农业供给侧改革基金的认购有利于公司未来发展。但中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）也关注到公司债务期限结构欠佳、存货跌价、汇率波动、中美贸易战及食品质量安全等风险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⁺，评级展望为稳定；维持“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

- 内销业务快速发展，业务规模稳步扩大。2018 年，公司餐饮、电商及新零售业务快速增长，同时切入永辉超市供应链有效拓宽公司零售渠道，内销业务收入同比增长 60.58%至 16.40 亿元，推动公司经营业绩稳步提升。
- 主业获利能力提升。公司初始获利能力较为稳定，核心业务加工销售业务的稳步发展推动经营性业务利润逐年增加，2016~2018 年分别为 1.39 亿元、1.92 亿元和 2.35 亿元，盈利能力相应提升。
- 资本实力增强，财务杠杆水平下降。2019 年 2 月公司非公开发行股票募集资金净额 6.02 亿元，当年 3 月末所有者权益较上年末增长 27.52%至 27.93 亿元，资本实力有所增强；资

产负债率和总资本化比率分别较上年末下降 9.24 个和 6.38 个百分点至 46.25%和 41.61%，财务杠杆水平回落。

关 注

- 债务期限结构有待优化。截至 2019 年 3 月末，公司总债务为 19.91 亿元，其中短期债务为 14.16 亿元，长短期债务比为 2.47 倍，债务期限结构仍有待优化。
- 存货跌价风险。截至 2018 年末，公司存货同比增长 20.75%至 24.57 亿元，占总资产比重为 49.93%，当年发生存货跌价损失 0.82 亿元，同比增长 96.33%，公司存货主要为冷冻食品，持续增加的较大备货规模致使公司面临一定存货跌价风险。
- 汇率波动风险。公司产品销售以国外市场为主，2016~2018 年，公司分别实现汇兑净收益 0.35 亿元、-0.46 亿元和 0.01 亿元，未来需持续关注公司面临的汇率波动风险。
- 中美贸易战风险。公司对美出口规模较大，2018 年以来中美贸易争端不断，当年 9 月起，公司出口美国水产品由零关税开始适用 10% 关税，2019 年 5 月再上调至 25%，中诚信证评将持续关注由此导致的公司出口业务萎缩的可能性。
- 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养殖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。

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

2019 年 6 月 17 日

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 and 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）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、本次评级结果中的主体信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信证评将根据监管规定及《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评级结果的维持、变更、暂停或中止，并按照相关法律、法规及时对外公布。

重大事项说明

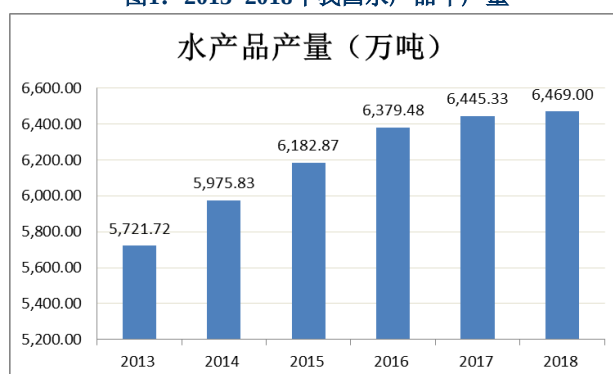
2019 年 2 月，公司发布《2017 年度创业板非公开发行股票之发行情况报告书》，公告显示国联水产以 4.85 元/股的价格增发 1.26 亿股股票，募集资金净额 6.02 亿元，中国华融资产管理股份有限公司和广东省农业供给侧结构性改革基金合伙企业（有限合伙）等参与认购，募集资金主要用于建设“健康海洋食品智造及质量安全管控中心项目”。本次非公开发行股票将推动公司产品创新、进一步提升技术竞争优势，有利于公司保持和提升市场竞争力，增强公司的盈利水平并提升公司资本实力。另外，根据公开资料显示，广东农业供给侧结构性改革基金是由广东恒健投资控股等联合发起的全国首支农业供给侧结构性改革基金，母基金总规模 440 亿元，重点支持广东省农林渔业中具有一定收益的经营性股权投资项目，带有国资背景和产业背景的广东农业供给侧改革基金的认购将为公司发展提供更多保障。

行业关注

2018 年，在渔业供给侧改革背景下，我国水产品总产量微增；同期，水产养殖环保政策继续趋严，生态养殖模式迅速推广，渔业资源养护得到重视，水产行业发展质量有效提升

近年来，我国水产品养殖业发展良好，根据《中国渔业统计年鉴》的数据来看，2013 年我国水产养殖产量就达到了 4,542 万吨，到 2017 年全国水产品总产量达到 6,445.33 万吨；2018 年我国水产品总产量较上年微增 0.4%至 6,469 万吨。其中，养殖水产品产量 5,018 万吨，增长 2.3%；捕捞水产品产量 1,451 万吨，下降 5.7%。目前，我国水产养殖产量已经占到世界水产养殖总量的 70%左右，是全球第一的水产养殖大国。

图1：2013~2018年我国水产品年产量



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

2018 年，国内水产养殖环保政策继续趋严，全国大量网箱被拆除。广东省对东江流域划定了水产养殖禁养区范围和水产养殖限养区范围；湖南省全省大型水库需退养畜禽规模养殖面积 53.2 万平方米、拦网 86.9 万平方米、网箱 98 万平方米；贵州省乌江干流库区拟拆除 446 户、72.3 万平方米的网箱。据相关数据显示，中国环保整治规模庞大，目前已经拆除了 300,000 个网箱和 240 万亩养殖场，相当于 160,000 公顷的养殖面积。声势浩大的网箱拆除行动正倒逼水产行业进行产业转型，绿色渔业、健康渔业是未来发展趋势。2018 年，全国稻渔综合种养面积增加 400 多万亩，增幅超过 15%，“跑道鱼”等新兴池塘循环养殖模式涌现，绿色发展理念贯穿水产养殖生产全过程，生态养殖模式迅速推广；同时，全年未出现重大水产品质量安全事件，产地水产品监督抽检合格率达到 99%以上，水产行业发展质量有效提升。

政策方面，2018 年，渔业系统按照中央农村工作会、全国农业工作会和中央 1 号文件有关决策部署，以实施乡村振兴战略为引领，以渔业供给侧结构性改革为主线，不断提升渔业发展质量。同时，为更好地保护海洋渔业资源，渔业部基于总体稳定、局部优化、减少例外、利于监管的原则，决定对海洋伏季休渔制度进行调整完善，目前已划定水生生物自然保护区 200 余处，水产种质资源保护区 535 个，重要渔业水域生态环境和水生生物资源得到保护，增殖放流各类苗种超过 2,000 亿单位。国务院办公厅出台《关于加强长江水生生物保护工作的意见》，积极推进长江水生生物保护区渔民退捕上岸。出台黄河禁渔期和幼鱼比例制度，进一步优

化海洋伏季休渔和长江禁渔期制度，建立更加严格的渔业资源保护制度体系。

2018年，我国水产品进出口总量再创新高，居民消费快速升级及水产品关税进口下调继续推动水产品进口增长；随着我国渔业发展质量逐步提升，水产品出口稳定增长，但未来中美贸易谈判结果将一定程度影响我国水产行业进出口情况

据海关数据统计，2018年我国水产品进出口总量 954.42 万吨，进出口总额 371.88 亿美元，同比分别增长 3.33%和 14.44%，均创历史新高。全年贸易顺差 74.65 亿美元，同比收窄 23.39 亿美元。

出口方面，随着我国渔业发展质量逐步提升，产业结构进一步优化，优势出口水产品国际竞争力进一步增强，全年实现出口额 223.26 亿美元，同比增长 5.56%，再创历史新高。另外，“一带一路”建设也为我国水产品外贸带来新机遇。据统计，2018年，我国与“一带一路”沿线国家水产品进出口总量 311.43 万吨，进出口总额 90.21 亿美元，同比分别增长 11.59%和 26.27%，高于同年我国水产品贸易整体增速。具体来看，2018年水产品出口呈现出以下三个特征：一、一般贸易出口呈量额双增，主要品种调结构显成效。2018年水产品一般贸易出口量 308.34 万吨，出口额 164.49 亿美元，同比分别增长 0.43%和 5.16%，分别占水产品出口量和出口额的 71.34%和 73.68%。其中，头足类、罗非鱼、鳗鱼、藻类、大黄鱼是一般贸易主要出口品种。鳗鱼表现抢眼，出口量额同比分别增长 12.03%和 31.21%，达 4.64 万吨和 11.30 亿美元。大黄鱼强势扭转上年量额双降的形势，出口量额同比分别增长 24.39%和 34.27%。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 9.31%和 11.64%。淡水小龙虾面对供不应求的国内市场，出口量额同比分别下降 42.45%和 11.52%。二、来进料加工贸易出口量减额增。2018年，面对生产要素成本上涨、加工原料价格大幅波动、东南亚等国同构竞争加剧等因素影响，我国来进料加工贸易出口额同比增长 5.80%至 55.66 亿美元，出口量 105.96 万吨，同比下降 2.00%。细分来看，进料加工出口

量 86.71 万吨，同比下降 2.50%，出口额 42.47 亿美元，同比增长 5.06%。来料加工出口量 19.25 万吨，出口额 13.18 亿美元，同比分别增长 0.31%和 8.29%，出口额占来进料加工出口总额比例为 23.69%。三、主要出口市场有起有落。对美国、欧盟、中国台湾、韩国市场出口均量额齐增，对日本、东盟市场出口则量减额增。

表 1：2018 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	60.96	-2.83	40.3	4.77
美国	56.13	1.28	34.28	6.42
东盟	60.56	-9.52	27.69	1.37
欧盟	55.57	0.84	25.32	6.66
台湾省	14.27	3.42	19.45	7.89
韩国	54.01	12.72	19.04	19.93
中国香港	18.4	-1.54	17.6	4.99

资料来源：中国农业新闻网，中诚信证评整理

进口方面，2018年7月1日起，我国将养殖类、捕捞类水产品进口关税平均税率由 15.2%降至 6.9%。另外，2018年我国国内生产总值同比增长 6.6%，全国居民人均可支配收入实际增长 6.5%。人民生活持续改善支撑消费继续升级，加之人民群众对高质量水产品的需求和购买力日益提升，我国水产品进口稳定增长。具体来看，2018年我国水产品进口量 522.22 万吨，进口额 148.61 亿美元，同比分别增长 6.64%和 30.99%。从进口结构看，来进料加工原料进口量 113.83 万吨，进口额 28.69 亿美元，同比分别增长 8.55%和 15.40%。鱼粉进口量有所下降，为 146.08 万吨，同比下降 7.05%，进口额为 22.21 亿美元，同比增长 0.20%。其他以一般贸易方式进口（主要供国内食用）产品进口量 160.24 万吨，进口额 76.70 亿美元，同比分别增长 61.21%和 80.21%。其他方式（边境小额贸易、保税区仓储等）进口量 102.07 万吨，进口额 21.01 亿美元，同比分别下降 20.44%和 11.97%。进口市场看，我国从各进口市场进口普遍实现量额双增。具体来看，从俄罗斯进口上涨，进口量额分别增长 8.24%和 42.85%，其中冻鳕鱼、冻大马哈鱼、蟹类等进口量额涨幅较大；从东盟进口量额同比分别增长 30.01%和 54.09%，其中自越南进口量额大增；从澳大利亚和厄瓜多尔进

口额同比分别增长 115.11%和 177.97%，激增品种分别为龙虾和对虾。

2018 年以来中美贸易摩擦反复，美国东部时间 2018 年 9 月 17 日下午股市收市后，美国总统特朗普正式宣布将对产自中国的 2,000 亿美元产品加征 10% 关税，一周后的 9 月 24 日生效，本次加征 10% 关税的 2,000 亿美元商品列表几乎涵盖了所有中国可出口至美国的水产品；美国当地时间 2019 年 5 月 8 日上午，美国贸易代表办公室称拟于东部时间 5 月 10 日凌晨起将 2,000 亿美元中国输美商品的关税从 10% 上调至 25%。目前中美双方仍在继续谈判中，需要关注的是，中美贸易摩擦的不确定性仍存在，未来中美贸易谈判的最终结果将一定程度影响我国水产行业进出口情况。

2018 年，广东省水产养殖生产总体态势良好，主要生产指标同比出现较大幅度增长，水产品上市供应充足，价格稳中有升

2018 年广东寒潮影响时间短，养殖户受灾损失相对有所下降，养殖、捕捞生产情况稳定。根据广东省水产养殖渔情信息数据显示，当年全省水产养殖监测的 17 个品种中 15 个品种的出塘销售额和销售数量同比增加，其中增加幅度最大的是鳊鱼，销售额增长 144.33%，销售数量增长 189.58%；只有罗非鱼、南美白对虾（海水）2 个品种出塘量和出塘收入同比减少，其中罗非鱼销售额下降 35.58%、销售量下降 0.56%，南美白对虾（海水）销售额下降 6.08%、销售量下降 30.19%。整体来看，2018 年广东省水产养殖生产总体态势良好，水产品上市供应充足。

价格方面，从各大水产批发市场收集的数据来看，2018 年广东省水产品价格从年初开始逐步上扬，年中有些回落；但随着中秋、国庆节等节假日的来临，市民消费增长，水产品价格 2018 年四季度开始走高，与 2017 年同期比，2018 年广东水产品价格总水平上升 8.13%。具体来看，2018 年广东受台风正面袭击较多，对海水养殖、捕捞生产带来了一定的影响。但政府相关部门在防风、避风、防灾、减灾方面应对全面，而且灾后生产恢复快捷，使海水产品上市供应仍较充足，除部分海水捕捞产

品受休渔期影响，价格有所升高外，大体价格平稳，与上年同期比，海水产品总水平上升 14.56%。淡水产品方面，2018 年广东天气气候变化没有较大起伏，这对淡水养殖生产有利。“四大家鱼”在投苗、出塘、价格上都表现稳健，淡水养殖的加州鲈鱼、桂花鱼、生鱼，海水养殖的海鲈鱼、石斑鱼等品种，市场供应充足，2018 年与上年年同期比，广东省淡水产品总水平升 7.81%。

水产养殖业是构成广东大农业产值架构中性价比较高的产业，根据广东省渔情采集数据分析来看，2018 年广东省渔业生产投入 24,750.96 万元，同比增长 113%。其中：物质投入 19,631.76 万元，同比增长 145%，占渔业生产投入 79.32%；服务支出 2,253.71 万元，同比增长 40%，占渔业生产投入 9.10%；人力投入 2,865.48 万元，同比增长 44%，占渔业生产投入 11.58%。随着投入的持续增加，未来广东省水产养殖生产和市场经营或将呈现积极稳健和健康发展的态势。

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，主要产品包括水产初加工食材类产品、精深加工食品及预制菜品、全球海产精选进口类产品等，除对虾、罗非鱼等传统产品外，目前已开发出小龙虾、加拿大龙虾、厄瓜多尔白虾、阿根廷红虾等其他产品。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，中国首家对虾、罗非鱼双 BAP 四星认证企业，目前已成为中国规模最大的对虾加工销售企业。2018 年，全球经济形势复杂多变，公司通过扩大内销和开发新品类等举措，确保水产品加工与销售等核心业务实现快速增长，种苗和饲料等协同业务发展平稳，若干重大项目进展顺利。2018 年，公司水产品实现销量（不含 Sunnyvale Seafood Corporation，以下简称“SSC 公司”；SSC 公司系国联水产位于美国的子公司，主要负责国联水产在美国地区的水产品销售）67,726.41 吨，同比增长 16.85%，全年实现营业总收入 47.38 亿元，同比增长 15.67%。

表2：2018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	44.47	17.26	14.43	0.34
饲料	2.45	-0.25	11.26	-2.92
养殖业务	0.14	-37.12	-93.73	-62.27
种苗	0.18	-40.69	1.94	19.57

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

公司餐饮、电商及新零售业务快速增长，同时切入永辉超市供应链有效拓宽公司零售渠道，内销的快速发展带动水产品加工与销售业务的持续增长。但需要关注中美贸易谈判结果对公司出口业务的影响

公司加工销售业务主要为对虾及罗非鱼等加工和销售，包括初加工产品、深加工食品以及全球精选海产品等。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。2018年，公司年产5万吨加工产品的健康海洋食品智造及质量安全管控中心项目已基本投建完毕，预计2019年5月底前投产。该项目替换公司本部原年产3万吨产能，得益于先进的智能化、信息化生产设备及设备以及智能化生产管理系统、智能化仓储管理系统等，该项目将大幅提升自动化和智能化水平，达到50%以上的中控操作；截至2018年末，公司已具备年加工对虾8万吨左右产能。产销量方面，2018年，公司对虾和罗非鱼分别实现生产量62,272.54吨和8,533.99吨，分别同比增长17.12%和22.06%；同期销量分别为58,658.13吨和9,068.28吨，分别同比增长16.37%和20.00%，当年对虾和罗非鱼产销率分别为94.20%和106.26%，整体维持较高水平。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养殖环境均存在不完全受其控制的要素，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。

表3：2017~2018年公司对虾和罗非鱼的产销情况

单位：吨、%

产品名称	项目	2017	2018	同比
水产品（不含SSC公司）	生产量	60,163.67	70,806.52	17.69
	销售量	57,961.67	67,726.41	16.85
	库存量	23,336.13	26,416.24	13.20
其中：对虾	生产量	53,172.01	62,272.54	17.12
	销售量	50,404.92	58,658.13	16.37
	库存量	25,365.46	25,729.32	1.43
罗非鱼	生产量	6,991.66	8,533.99	22.06
	销售量	7,556.75	9,068.28	20.00
	库存量	1,050.79	686.93	-34.63

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

销售渠道方面，公司持续优化渠道结构，实现渠道全覆盖，2018年经销渠道收入占比为47.84%，较上年上升5.52个百分点。在国内市场，公司现有渠道覆盖餐饮、商超、经销商、工业客户、电商及新零售平台；其中，以餐饮、经销客户为代表的B端渠道培育了公司的核心客户群，以商超、电商及新零售为代表的C端渠道增长显著。2018年公司成功切入零售巨头永辉超市供应链；同时西式快餐、电商及新零售业务取得较好发展。永辉超市作为公司战略合作伙伴于2018年5月成为公司第二大股东，当年公司通过永辉超市实现销售收入5,137万元，未来双方将持续加强合作深度和广度。2018年，公司西式快餐业务研发新产品11个，西式快餐业务全年销售收入同比增长39%；电商业务持续保持高速增长，销售收入同比增长107%，其中在易果生鲜、盒马鲜生、每日优鲜、京东等平台的销售收入增长显著。

分销售区域来看，公司产品销售以外销为主，公司是中国首家对虾、罗非鱼双BAP四星认证企业，美国数据分析公司Urner Barry的报告显示，公司位于美国的全资子公司SSC公司在2018年美国主要对虾进口商排名中位列第5位，较2017年上升了2位。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公司销售总额的50%左右。同时，近年公司持续发力国内市场，深化业务布局，2018年实现国内收入16.40亿元，占比较上年上升9.69个百分点至34.63%。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。2018年以来中美贸易争端不断，当年9月起，公司出口美国水产品由零关税开始适用10%关税，受此影响，当年公司实现外销收入30.83亿元，仅同比增长0.47%，较上年68.94%的增速放缓，其中对美销售收入为23.08亿元，较上年同比下降6.41%；同时，公司外销业务毛利率较上年下滑0.39个百分点至12.58%。2019年5月起，公司出口美国水产品开始适用25%关税，考虑到公司对美销售规模较大，输美产品关税的提升将较大幅度负面影响公司出口业务。目前中美双方仍处于谈判阶段，中诚信证评将持续关注中美贸易谈判最终结果及其对公司外销业务产生的影响。

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。2018年，公司业务拓展较快，当期对虾采购量同比增长17.01至85,623.00吨，采购均价同比下降13.46%至35.95元/公斤；同期，罗非鱼采购量同比增长38.72%至16,454吨，采购价格同比上涨2.92%至9.51元/公斤。

表4：2017~2018年水产品采购情况

单位：吨、元/公斤、%				
水产品	项目	2017	2018	同比
对虾	采购量	73,174.40	85,623.00	17.01
	采购均价	41.54	35.95	-13.46
罗非鱼	采购量	11,861.10	16,454.00	38.72
	采购均价	9.24	9.51	2.92

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

总体来看，得益于内销业务的良好发展，公司业务规模进一步增大，但受困于中美贸易争端的加剧，公司外销业务发展受阻。未来需持续关注中美贸易谈判结果及其对公司外销业务产生的影响。

公司加速布局小龙虾业务，产品结构进一步优化，小龙虾业务有望推动公司业务规模增大

继2017年6月正式上线销售小龙虾产品后，公司于2018年投资设立了国联（益阳）食品有限公司和国联（监利）食品有限公司两家合资公司，加速布局小龙虾业务。其中，益阳项目作为益阳市重点招商项目和重要民生项目，得到了当地政府的

较大支持，目前国联（监利）食品有限公司和国联（益阳）食品有限公司已分别于2019年3月和4月正式投产。

以两家合资公司为依托，公司在小龙虾产业已具备从原料采购、研发生产到销售服务的全产业运作雏形，拥有活虾交易、调味产品和虾尾虾仁等产品系列。公司小龙虾主要采购自加工厂周边龙虾养殖基地；产能方面，目前公司具备年加工小龙虾1.5万吨的生产能力，其中包括整条水煮小龙虾1万吨、小龙虾尾0.35万吨和虾肉0.15万吨，2019年公司小龙虾预计可实现满产。

整体来看，依托在南美白对虾领域的品牌、加工、渠道、资金等优势，并借助地方政府的政策扶持，公司实现了小龙虾产业的整合和市场开拓，加速实现品类扩张；同时，公司坚持高标准、高品质的生产工艺和食品安全规范，未来小龙虾业务有望推动公司业务规模增大。需要关注的是，近年来小龙虾市场快速增长吸引了大量投资者进入，同时受市场供需、天气等因素影响，小龙虾价格亦有所波动，中诚信证评将持续关注公司小龙虾项目投产进展及其对公司业绩的影响。

跟踪期内，公司种苗质量大幅提升，板块扭亏为盈，并继续推动饲料业务、种苗业务与工厂化养殖深度协同和整合，种养饲板块发展稳定

公司种苗业务产品主要为对虾及罗非鱼种苗及幼体，目前拥有罗非鱼育苗车间1个；虾苗场9个，共25条生产线。2018年公司完成了徐闻基地一期工程、乐民基地和南三基地改造工程，具体完善了藻类技术系统、检测系统和水处理系统，各系统已基本达到生产要求，当年幼体和虾苗的质量及稳定性得到较大提升，产销量有效提升。2018年，公司种苗生产量为121,930万尾，同比增长13.51%；同期，销量为148,861万尾，同比增长42.13%，全年实现种苗销售收入0.18亿元，种苗业务扭亏为盈，当年实现业务毛利34.38万元。

表5：2017~2018年公司种苗业务产销情况

产品名称	项目	2017	2018	同比 (%)
种苗	生产量 (万尾)	107,414	121,930	13.51
	销售量 (万尾)	104,739	148,861	42.13
	库存量 (万尾)	29,781	2,850	-90.43

资料来源：公司提供，中诚信证评整理

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6：2017~2018年公司饲料产销情况

单位：吨、%			
项目	2017	2018	同比
产能	60,000	60,000	-
生产量	45,811.18	47,512.30	3.71
销售量	45,119.24	48,071.84	6.54
库存量	1,288.59	729.05	-43.42

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，近年产能保持在 6 万吨虾料和鱼料的生产能力。2018 年，公司饲料产量为 47,512.30 吨，同比增长 3.71%，整体产能释放率一般。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。2018 年，公司实现饲料销量 48,071.84 吨，同比增长 6.54%；实现饲料业务收入 2.45 亿元，同比下降 0.25%，整体发展较为稳定。

表7：2017~2018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	2017	2018	同比
豆粕	采购量	13,131.80	14,132.37	7.62
	采购均价	2,906.28	3,162.88	8.83
鱼粉	采购量	4,275.24	3,976.68	-6.98
	采购均价	9,234.79	9,334.13	1.08

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，2018 年采购量同比分别增长 7.62% 和下降 7.62% 至 14,132.37 吨和 3,976.68 吨；价格方面，豆粕及鱼粉采购均价分别同比上升 8.83% 和 1.08% 至 3,162.88 元/吨和 9,334.13 元/吨。

2018 年，公司继续稳步推进对虾工厂化养殖项目，目前工业化养殖路线、模式已基本确立。作为公司战略项目，养殖业务目前业务规模较小，且处于试验调整阶段，生产尚不稳定，当年养殖业务收入同比下滑 37.12% 至 0.14 亿元。2018 年公司继续推动饲料业务、工业化养殖、与种苗业务的深度协同和整合，未来随着工厂化养殖的成熟，公司或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，2018 年，公司继续深化业务布局并内销收入快速增加，水产品加工与销售等核心业务实现快速增长；同时，公司稳步推进工厂化养殖项目，继续推动饲料业务、种苗业务与工厂化养殖的深度协同和整合，种养殖板块发展稳定。

财务分析

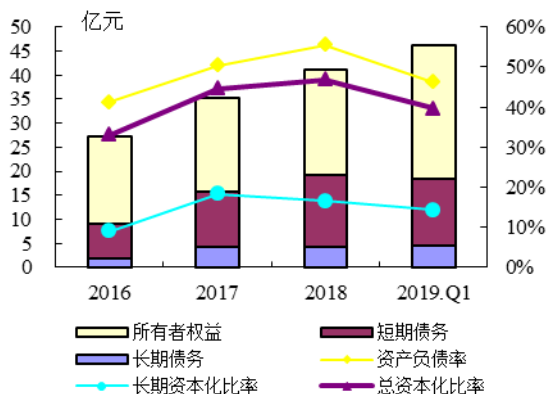
以下财务分析基于公司提供的经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016~2017 年审计报告和经立信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年审计报告，以及未经审计的 2019 年第一季度财务报表。

资本结构

随着公司业务规模的增大，截至 2018 年末，公司短期借款及应付账款分别同比增长 32.41% 和 145.08% 至 12.88 亿元和 5.44 亿元，加之当年公司应付融资租赁款的增加，年末负债总额为 27.31 亿元，同比增长 37.69%。所有者权益方面，2018 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 12.41% 至 21.91 亿元。2018 年末，公司总资产为 49.21 亿元，同比增长 25.15%；资产负债率和总资本化比率分别为 55.49% 和 47.99%，分别较上年末上升 5.05 个百分点和 3.44 个百分点。2019 年 2 月，公司完成非公开发行股票募集资金 6.02 亿元，当年 3 月末所有者权益较上年末增长 27.52% 至 27.93 亿元，自有资本实力增强；同期，资产总额为 51.97 亿元，负债总额为 24.04 亿元，资产负债率和总资本化比率分别降至 46.25% 和 41.61%，财务杠杆水平有所下降。

从资产结构来看，截至 2018 年末，公司流动资产为 39.55 亿元，占总资产比重为 80.37%，主要包括货币资金 2.89 亿元、应收账款 8.15 亿元和存货 24.57 亿元。具体来看，货币资金中 0.65 亿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，受银行保证金的增加影响，期末货币资金同比增长 38.08%。公司存货主要为库存商品、原材料、在产品等，随着业务规模的增大存货规模持续增大，当期末存货同比增长 20.75%；公司存货规模较大，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，2018 年发生存货跌价损失 0.82 亿元，同比增长 96.33%，未来需持续关注其存货跌价风险。截至 2018 年末，公司非流动资产主要由固定资产 4.33 亿元和在建工程 3.47 亿元等构成，其中，受国联水产新工厂等项目投资增加影响，期末在建工程同比增长 239.94%。2019 年 3 月末，受非公开发行募集资金到账影响，公司货币资金较上年末增长 75.39%至 5.06 亿元；在建工程较上年末增长 22.80%至 4.26 亿元。

图 2：2016~2019.Q1 公司资本结构

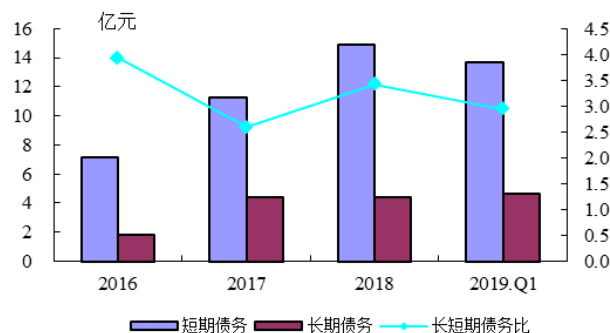


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

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扩张，债务规模亦有所放大。2018 年末，公司短期债务和长期债务分别为 14.92 亿元和 5.29 亿元，同比分别增长 32.03%和 21.34%。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、应付债券及应付融资租赁款，当年末长短期债务比为 2.82 倍，较上年末上升 0.23 倍。截至 2019 年 3 月末，公司短期债务和长期债务分别为 14.16 亿元和 5.74 亿元，长短期债务比下降至 2.47 倍，但短期债务占比仍较大，债

务期限结构仍有待优化。

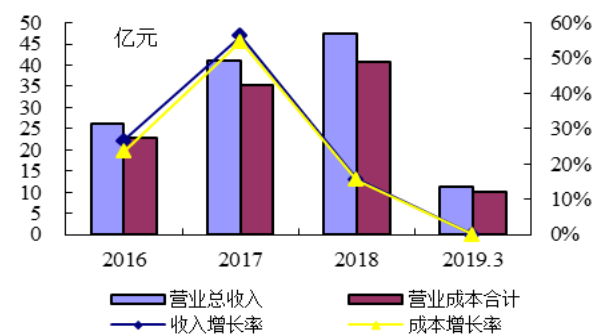
图 3：2016~2019.Q1 公司长短期债务情况



资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

盈利能力

图 4：2016~2019.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

2018 年，公司国内市场发展良好，核心业务加工销售业务收入同比增长 17.26%至 44.47 亿元，全年营业总收入同比增长 15.67%至 47.38 亿元。毛利率方面，当期水产品加工销售业务毛利率较上年上升 0.34 个百分点，饲料业务毛利率同比下降 2.92 个百分点，全年综合毛利率较上年上升 0.14 个百分点至 13.80%；目前，养殖业务和种苗业务规模较小，对公司影响有限。整体来看，受益于公司核心板块业务规模的增大，2018 年，公司盈利能力继续增强。2019 年一季度，公司实现营业总收入 11.27 亿元，同比增长 11.57%；同期毛利率为 11.77%，较上年同期上升 0.13 个百分点。

从期间费用来看，2018 年，随着公司业务规模的增大以及人工成本上升影响，公司销售及管理费用分别同比增长 21.67%和 28.63%至 1.91 亿元和 1.13 亿元；受汇兑净收益及融资担保费减少影响，当期财务费用同比下降 12.15%至 0.94 亿元。2018 年，公司期间费用占比为 8.64%，仍较大程度吞噬

经营所得。2019 年一季度，公司三费收入占比攀升至 9.84%，期间费用负担较重。

表8：2016~2019.Q1公司期间费用分析

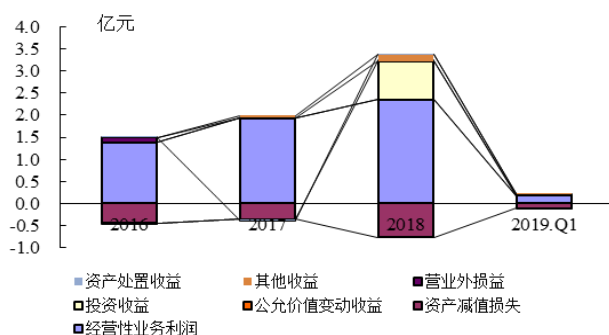
单位：亿元、%

项目	2016	2017	2018	2019.Q1
销售费用	1.19	1.57	1.91	0.44
管理费用	0.77	0.88	1.13	0.26
财务费用	-0.05	1.07	0.94	0.36
研发费用	-	0.08	0.11	0.05
三费合计	1.90	3.60	4.10	1.11
营业总收入	26.21	40.96	47.38	11.27
三费收入占比	7.25	8.78	8.64	9.84

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

2018 年，公司利润总额主要来源于经营性业务利润和投资收益，当期受业务规模增大推动，公司经营性业务利润同比增长 21.86%至 2.35 亿元。2018 年，公司处置参股公司湛江国发投资发展有限公司 30%股权而产生投资收益 0.88 亿元，对当期利润形成补充，但该收益不具有可持续性。随着存货规模的增大，2018 年公司发生存货跌价损失 0.82 亿元，同比增长 96.33%。2018 年，公司分别实现利润总额 2.61 亿元和净利润 2.31 亿元，分别同比增长 60.06%和 60.14%。2019 年一季度，公司实现利润总额 0.11 亿元和净利润 0.08 亿元，分别同比下降 90.30%和 91.60%，主要因为上年同期的投资收益不具有可持续性所致。

图 5：2016~2019.Q1 公司利润总额构成

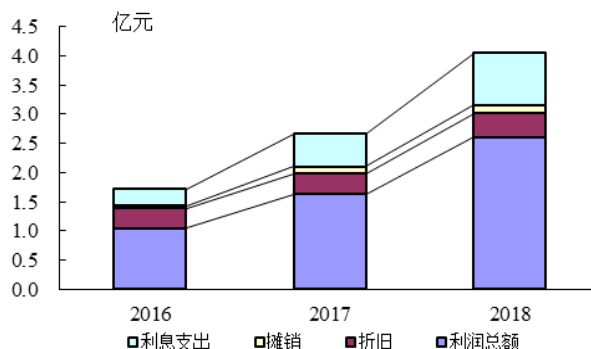


资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

总体来看，2018 年公司水产品加工销售业务继续较快发展，业务规模同比增大，在毛利率保持相对稳定的情况下，经营性获利能力继续增强。

偿债能力

图6：2016~2018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。2018 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 52.36%至 4.05 亿元，总债务/EBITDA 为 4.99 倍，较上年下降 0.90 倍，EBITDA 利息保障倍数较上年下降 0.25 倍至 4.40 倍。

现金流方面，2018 年，公司取得部分供应商支持，付款期限有所延长，同时公司加快应收账款回收，当期经营性现金流由上年净流出 3.82 亿元转为净流入 1.22 亿元，同期公司经营净现金流/利息支出为 1.31 倍，经营活动净现金流/总债务 0.06 倍。2019 年一季度，经营性现金流继续呈净流出状态，为 -1.53 亿元。

表9：2016~2019.Q1公司偿债能力分析

指标	2016	2017	2018	2019.Q1
短期债务（亿元）	7.15	11.30	14.92	14.16
长期债务（亿元）	1.82	4.36	5.29	5.74
长短期债务比（X）	3.93	2.59	2.82	2.47
总债务（亿元）	8.97	15.66	20.21	19.91
资产负债率（%）	41.25	50.44	55.49	46.25
总资本化比率（%）	33.08	44.56	47.99	41.61
经营性净现金流（亿元）	-2.13	-3.82	1.22	-1.53
经营净现金流/总债务（X）	-0.24	-0.24	0.06	-0.31*
经营净现金流/利息支出（X）	-7.51	-6.63	1.32	-
EBITDA（亿元）	1.72	2.66	4.05	-
总债务/EBITDA（X）	5.22	5.89	4.99	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.06	4.62	4.40	-

注：加“*”指标经年化处理

资料来源：公司定期报告，中诚信证评整理

在财务弹性方面，公司与多家银行及金融机构形成稳定的合作关系。截至 2019 年 3 月末，公司及下属公司在银行及各类金融机构授信总额度为 37.79 亿元，尚未使用授信为 18.44 亿元。

或有负债方面，截至 2019 年 3 月末，公司不存在对外担保；对子公司担保余额为 5.82 亿元，占净资产比重为 20.83%。

总体来看，跟踪期内，中美贸易争端的不确定性对公司出口业务发展造成一定负面影响，但随着内销业务的快速发展，公司业务规模继续增大。同时，非公开发行完成使得公司资本实力增强，整体偿债能力仍很强，但后续仍需持续关注中美贸易战及相关政策变动对公司出口业务的影响。

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。2018 年深圳中小担集团以资本公积转增资本 25.05 亿元，截至当年末，深圳中小担集团注册资本为 80.0 亿元，控股股东深圳市投资控股有限公司持股比例为 65%，第二大股东中国东方资产管理股份有限公司持股比例为 35%，深圳中小担集团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 2018 年 12 月 31 日，深圳中小担集团总资产为 189.29 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计为 103.86 亿元，在保笔数约为 3,005 家，同比增长 84.92%，在保责任余额为 276.57 亿元，净资产放大倍数为 2.66 倍；2018 年深圳中小担集团实现营业总收入 16.47 亿元，其中担保业务收入为 7.83 亿元，实现净利润 9.17 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。2018 年，深圳中小担集团实现营业总收入 16.47 亿元，同比增长 81.57%，业务规模继续增大。

表 10：2017~2018 年深圳中小担集团收入结构情况

单位：亿元、%			
指标	2017	2018	同比增减
（一）担保业务收入	4.67	7.83	67.59
其中：贷款担保收入	1.74	2.84	63.44
保函担保收入	1.27	2.09	64.55
发债担保收入	1.07	1.77	66.01
其他业务收入	0.52	1.05	100.58
担保评审费收入	0.08	0.09	10.36
（二）委贷利息收入	3.93	7.12	81.27
（三）其他业务收入	0.47	1.51	223.62
其中：贷款利息收入	0.39	0.73	87.85
手续费及佣金收入	0.05	0.38	725.09
其他收入	0.03	0.41	1,157.88
营业总收入	9.07	16.47	81.57

资料来源：深圳中小担集团年报，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）。2018 年末，深圳中小担集团期末担保责任余额为 276.57 亿元，同比增长 16.49%，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 11：2017~2018 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	2017	2018
担保责任余额	237.42	276.57
当期担保发生额	326.17	392.95
当年代偿额度	0.70	0.45
当年收回额度	0.50	0.44
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 2018 年末，合作银行授信额度为 660 亿元，较上年增加约 90 亿元，尚未使用授信额度 464 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，2018 年，深圳中小担集团发生代偿金额 0.45 亿元，同比下降 35.92%，当年累计代偿率为 0.06%，较上年下降 0.01 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，2018 年深圳中小担集团代偿回收金额为 0.44 亿元。考虑到目前计提的各类担保风险准备金合计数在 4 亿元左右，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。

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 2018 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 224.04 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 81.01%，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 36.68% 和 19.50%，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 2018 年末，深圳中小担集团最大单一客户在保责任余额为 5 亿元，占深圳中小担集团期末在保责任余额的比例为 1.81%，其占比较上年末下降 0.89 个百分点；最大十家客户在保余额合计为 37.89 亿元，占深圳中小担集团期末在保责任余额的比例为 13.70%，其占比较年初下降 3.45 个百分点。总体上看，由于单一客户在保责任余额的减小及总体在保责任余额的增大，深圳中小担集团担保业务的客户集中度在 2018 年继续下降。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，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。需要关注的是，深圳中小担集团主要服务中小企业，近年来国内中小企业经营压力上升，需持续关注未来可能出现的代偿情

况。

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用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 2018 年末，深圳中小担集团前十大委托贷款客户贷款余额合计 19.49 亿元，占期末委托贷款余额的 24.82%，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，主要采用连带责任保证、资产抵（质）押等反担保措施。需要关注的是，2018 年，深圳中小担集团自有资金委托贷款业务规模上升较快，随着新的监管政策出台，在监管机构要求担保公司回归担保业务本源的环境下，公司委托贷款业务或将面临调整压力；此外，公司委托贷款业务与担保业务在客户选择上有重合，面临一定业务集中风险，风险管理压力有所提升。

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；2018 年典当金额为 5.28 亿元。

表12：2017~2018年深圳中小担集团典当业务概况

单位：个、万元

指标	2017	2018
当期典当项目单数	56	46
当期典当金额	64,680	52,760

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。2018 年深圳中小担集团小贷业务累计放贷金额合计 24.46 亿元。

表13：2017~2018年深圳中小担集团小额贷款业务概况

单位：万元

指标	2017	2018
当期放贷金额	69,326	244,640
期末贷款余额	40,372	125,580

资料来源：深圳中小担集团提供，中诚信证评整理

2018 年，为化解深圳本地上市公司的股票质押风险，深圳市政府推出了“风险共济”驰援计划，安排数百亿的专项资金，从债权和股权两个方面入手，构建风险共济机制，改善上市公司及控股股东的流动性风险，而深圳中小担集团作为债权方式的两家管理机构之一，通过委托贷款、过桥贷款、向实际控制人借款、受让股票质押债权、提高股票质押率等多种方式，向上市公司或实际控制人提供资金，缓解流动性危机，截至 2018 年末，深圳中小担集团共济专项资金账面余额 50.39 亿元。

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 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 2017~2018 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 2018 年资本公积转增资本完成，截至当年末深圳中小担集团注册资本为 80.0 亿元，净资产放大倍数为 2.66 倍，较上年下降 0.23 倍。

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。2018 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 0.33 亿元，同期风险准备金充足率为 1.68%。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，2018 年末为 46.30 亿元，同比增长 83.81%，主要因为当期货币资金同比增长 90.47%至 44.51 亿元，高流动性资产占比亦有所提升，当年末高流动性资产/总资产为 24.46%，较上年上升 2.20 个百分点；高流动性资产/在保责任余额为 16.74%，上年末增加 6.13 个百分点。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将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等；2018 年，深圳中小担集团实现营业总收入 16.47 亿元，其中担保业务受益于当年担保责任发生额的增加，同比增长 67.59%至 7.83 亿元；委贷利息收入同比增长 81.27%至 7.12 亿元；同时，随着小贷业务放款规模的增大及典当等业务继续保持增长，2018 年包括贷款利息收入、手续费及佣金收入等在内的其他业务收入大幅增长 223.62%至 1.51 亿元。

2018 年，深圳中小担集团营业总成本主要由营业成本、管理费用和资产减值损失等构成，其中营业成本主要包括职工薪酬、提取未到期担保责任准备金及赔偿准备金、委托贷款相关费用及共济资金费用等。随着公司业务规模的增大，公司营业总成本呈增长趋势，2018 年同比增长 10.15%至 4.05 亿元，其中营业成本、管理费用和资产减值损失分别为 3.31 亿元、0.67 亿元和 0.19 亿元，其中资产减值损失为针对贷款类资产计提的减值准备。

总体来看，2018 年，随着担保及委托贷款业务规模的快速增大，深圳中小担集团营业总收入和净利润快速增加，盈利能力继续增强。但考虑到公司业务潜在风险仍然客观存在，随着公司业务规模的持续扩张和业务周期的延伸，公司风险准备金计提力度仍需加强，以应对未来一定比例的代偿和损失对公司盈利水平的提升形成的压力。

表 14：2017~2018 年深圳中小担集团利润表摘要

单位：亿元、%		
	2017	2018
营业总收入	9.07	16.47
其中：担保业务收入	4.67	7.83
委贷利息收入	3.93	7.12
其他业务收入	0.47	1.51
营业成本	3.07	3.31
其中：未到期责任准备	-0.04	0.07
担保赔偿准备	0.22	0.26
资产减值损失	0.23	0.19
期间费用合计	0.30	0.46
投资收益	0.16	0.15
营业利润	5.55	12.57
营业外收支净额	0.00	0.00
税前利润	5.55	12.57
净利润	4.10	9.17
平均资产回报率	4.70	6.06
平均净资产回报率	6.52	9.11

资料来源：深圳中小担集团提供，中诚信证评整理

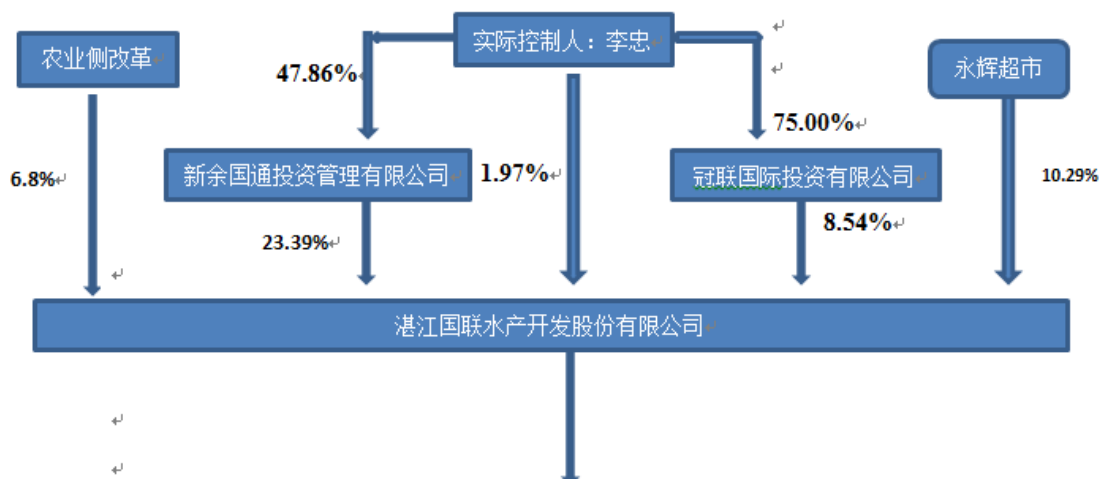
整体来看，深圳中小担集团在深圳担保行业处于领先地位，作为深圳市中小企业融资担保的主要平台之一，获得股东支持力度大，且担保决策机制较完善，风险管理能力较强，股东增资后，整体代偿能力将进一步增强。同时，深圳中小担保集团作为专业性的担保机构，具备很强综合实力，能够有

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-**，评级展望为稳定；维持“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）”信用等级为 **AAA**。

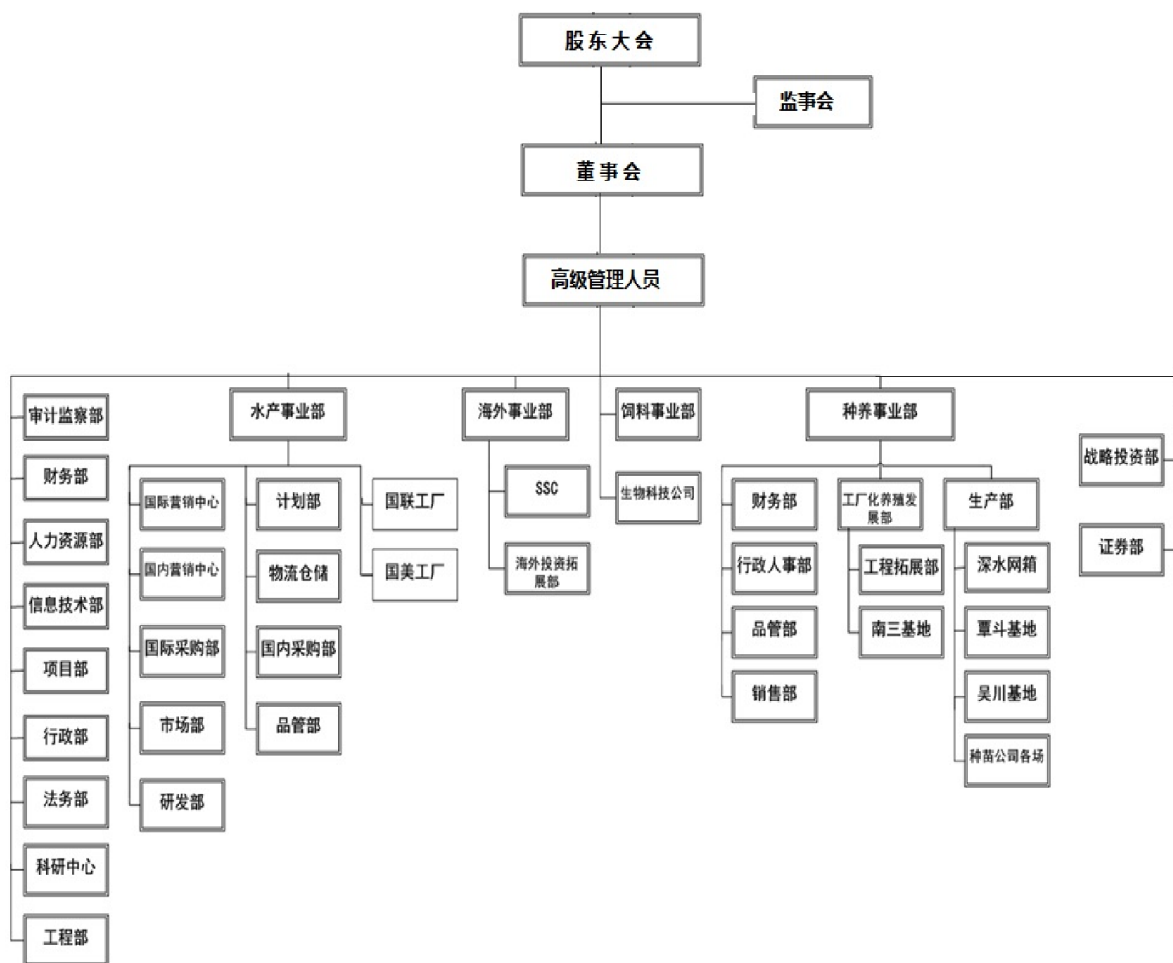
附一：湛江国联水产开发股份有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月 31 日）



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	98.31
国联骏宇（北京）食品有限公司	水产品销售	100
上海蓝海洋水产有限公司	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
海南国联海洋生物科技有限公司	养殖及销售	100
广州国联水产电子商务有限公司	冻产品的电商业务	100
湛江国丰海洋食品科技有限公司	水产品加工与销售	100
深圳国联海洋食品有限公司	水产品加工与销售	100
阳江国联海洋食品有限公司	水产品加工与销售	100
国联（益阳）食品有限公司	水产品的研究、开发、加工	60
国联（监利）食品有限公司	水产品的研究、开发、养殖	60
广东国联海洋生物科技研究院有限公司	海洋生物技术等	100
广东国联小龙虾产业发展有限公司	小龙虾养殖、加工、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 2019 年 3 月 31 日）



资料来源：公司提供

附三：湛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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	12,216.25	20,909.79	28,873.16	50,641.93
应收账款净额	78,075.77	74,575.71	81,450.55	74,759.67
存货净额	135,049.78	203,481.30	245,699.97	248,260.79
流动资产	248,178.16	319,188.35	395,507.25	412,265.07
长期投资	13,291.11	13,262.53	100.00	100.00
固定资产合计	35,574.97	47,731.25	78,061.70	85,486.05
总资产	308,842.99	393,210.97	492,109.70	519,677.93
短期债务	71,508.61	112,998.84	149,194.51	141,639.51
长期债务	18,188.21	43,613.88	52,922.54	57,428.98
总债务（短期债务+长期债务）	89,696.82	156,612.71	202,117.05	199,068.50
总负债	127,393.68	198,321.76	273,078.80	240,369.75
所有者权益（含少数股东权益）	181,449.31	194,889.21	219,030.90	279,308.18
营业总收入	262,136.69	409,580.67	473,777.87	112,721.51
三费前利润	32,865.70	55,218.48	64,409.54	12,876.48
投资收益	-29.25	-8.59	8,774.07	0.00
净利润	9,394.46	14,413.26	23,081.49	807.07
息税折旧摊销前盈余 EBITDA	17,181.21	26,577.98	40,494.99	1,079.90
经营活动产生现金净流量	-21,292.66	-38,176.72	12,188.86	-15,308.97
投资活动产生现金净流量	-4,517.52	-14,126.96	-28,256.77	-16,793.48
筹资活动产生现金净流量	25,709.10	64,717.29	17,733.65	52,990.22
现金及现金等价物净增加额	1,259.93	9,728.01	1,819.19	20,974.99
财务指标	2016	2017	2018	2019.Q1
营业毛利率（%）	12.76	13.67	13.80	11.77
所有者权益收益率（%）	5.18	7.40	10.54	1.16*
EBITDA/营业总收入（%）	6.55	6.49	8.55	0.96
速动比率（X）	1.06	0.76	0.69	0.90
经营活动净现金/总债务（X）	-0.24	-0.24	0.06	-0.31*
经营活动净现金/短期债务（X）	-0.30	-0.34	0.08	-0.43*
经营活动净现金/利息支出（X）	-7.51	-6.63	1.32	-
EBITDA 利息倍数（X）	6.06	4.62	4.40	-
总债务/EBITDA（X）	5.22	5.89	4.99	-
资产负债率（%）	41.25	50.44	55.49	46.25
总资本化比率（%）	33.08	44.56	47.99	41.61
长期资本化比率（%）	9.11	18.29	19.46	17.05

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、2016~2019.3 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）	2016	2017	2018	2019.Q1
货币资金	169,190.33	233,679.62	445,099.90	459,885.84
其他应收款	20,660.71	11,578.21	13,173.10	12,088.35
委托贷款	314,543.64	724,568.12	785,182.91	846,476.34
其他流动资产	16,690.80	35,923.51	296,923.65	333,872.65
流动资产合计	535,769.68	1,021,311.42	1,690,950.13	1,757,832.56
发放贷款及垫款	34,814.10	51,453.56	135,328.76	104,942.66
长期股权投资	5,307.42	12,310.02	12,787.41	12,323.05
资产总计	613,407.39	1,131,732.77	1,892,860.76	1,928,449.84
存入保证金	12,772.81	16,874.43	66,873.83	68,469.80
担保赔偿准备	23,589.48	26,709.12	29,862.81	31,305.57
未到期责任准备	10,161.73	9,790.14	10,458.19	10,906.40
负债合计	329,143.52	157,319.38	854,216.48	861,892.54
所有者权益合计	284,263.87	974,413.39	1,038,644.29	1,066,557.30
贷款担保费收入	15,317.82	17,358.40	28,370.78	-8,635.51
投资收益	514.64	1,578.60	1,520.82	0.00
利润总额	45,336.15	55,484.75	125,705.82	36,596.45
净利润	33,533.70	41,039.80	91,671.34	29,277.16
担保组合数据（单位：亿元）	2016	2017	2018	2019.Q1
期末在保余额	193.65	237.42	276.57	-
年新增担保额	281.16	326.17	392.95	-
当年代偿金额	0.74	0.70	0.45	-
当年代偿回收金额	0.31	0.50	0.44	-

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

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

评级展望的含义

内容	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，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。