

# 跟踪评级公告

联合[2018]1382号

---

内蒙古圣牧高科牧业有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**内蒙古圣牧高科牧业有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“负面”**

**内蒙古圣牧高科牧业有限公司公开发行的“15 圣牧 01”和“16 圣牧 01”的债券信用等级为 AA**

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监： 

二零一八年元月廿九日

---

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 内蒙古圣牧高科牧业有限公司

## 公司债券 2018 年跟踪评级报告

### 主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：负面

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

### 债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
15 圣牧 01	10 亿元	5 (3+2)	AA	AA	2017.6.27
16 圣牧 01	6 亿元	5 (3+2)	AA	AA	2017.6.27

跟踪评级时间：2018 年 6 月 27 日

### 主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	103.68	102.18
所有者权益 (亿元)	60.80	51.83
长期债务 (亿元)	16.87	7.39
全部债务 (亿元)	30.73	36.32
营业收入 (亿元)	35.03	28.61
净利润 (亿元)	9.61	-7.87
EBITDA (亿元)	12.35	-4.56
经营性净现金流 (亿元)	9.46	-1.08
营业利润率 (%)	47.76	36.29
净资产收益率 (%)	17.60	-13.98
资产负债率 (%)	41.36	49.28
全部债务资本化比率 (%)	33.58	41.20
流动比率 (倍)	1.42	0.77
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.40	-0.13
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.24	-2.88
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.77	-0.29

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因；本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。2、长期应付款计入长期债务中。3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

### 评级观点

跟踪期内，内蒙古圣牧高科牧业有限公司（以下简称“圣牧高科”或“公司”）主要产品毛利率均有所下降；液态奶销量大幅下降，产能利用率不足，导致公司销售收入大幅下降；加之公司对应收账款计提大额减值准备以及生产性生物资产公允价值变动损失规模较大，公司出现大额亏损，经营活动现金流转为净流出，盈利能力和偿债能力大幅下降。此外，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司液态奶市场竞争激烈，关联交易规模仍较大，客户集中度仍较高以及短期偿债压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着乳制品行业逐步回暖，公司产品知名度不断提高以及液态奶销售布局逐步调整到位，公司经营状况有望好转。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望调整为“负面”，同时维持“15 圣牧 01”和“16 圣牧 01”的债项信用等级为“AA”。

### 优势

1. 受有机认证等壁垒的限制，国内有机奶的供应仍存在缺口，公司作为有机乳品重要生产企业，仍面临良好的发展前景。

2. 公司是中国唯一一家通过欧盟有机标准认证的有机乳制品企业，同时在国内有机原料奶市场占有率较高，行业地位仍突出。

### 关注

1. 跟踪期内，公司各产品毛利率均有所下降；受终端提价影响，液态奶销量大幅下降，产能利用率不足，导致公司销售收入大幅下降。

2. 跟踪期内，公司生产性生物资产公允价值变动损失规模较大，且对应收账款计提大额

减值准备，对公司利润侵蚀严重。

4. 2017 年，公司出现大额亏损，经营活动现金流转为净流出，盈利能力和偿债能力大幅下降，且面临较大短期偿债压力。

#### 分析师

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

范 琴

电话：010-85172818

邮箱：fanq@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层（100022）

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



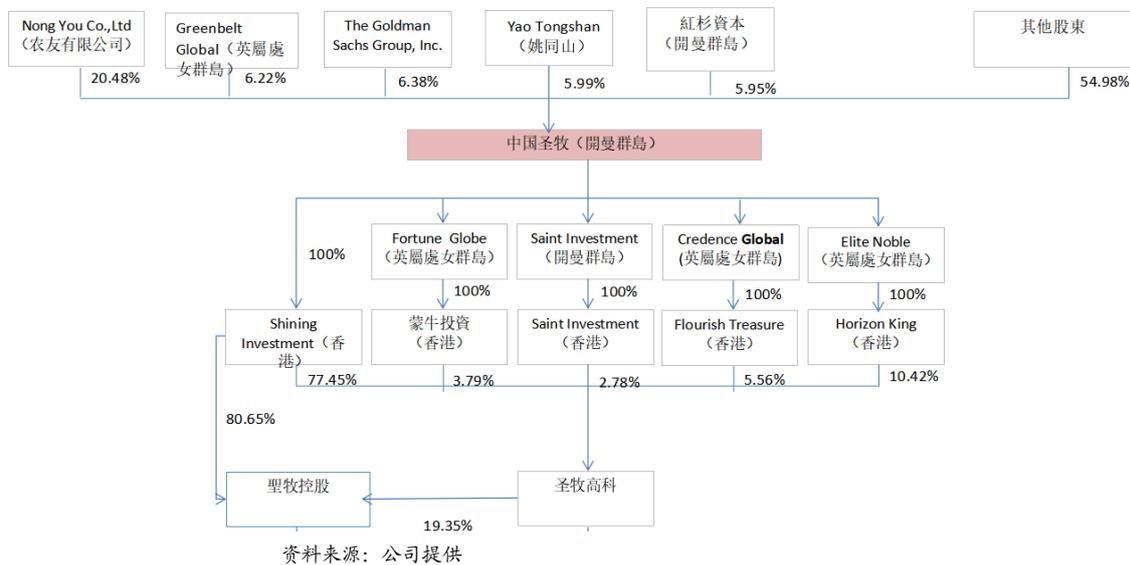
范玲

联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

内蒙古圣牧高科牧业有限公司（以下简称“圣牧高科”或“公司”）的前身为内蒙古蒙渊高科牧业有限公司，成立于2009年8月28日，于2009年10月22日变更为现名，公司股东由姚同山、王福柱等21位自然人和上海景林资产管理有限公司组成，初始注册资本人民币26,280.00万元。后经多次增资，截至2016年底，公司注册资本为88,870万元。2016年9月23日，Nong You Co.,Ltd作为专业投资者与中国圣牧有机奶业有限公司（以下简称“中国圣牧”）股东通过一系列股权交易安排，获得中国圣牧19%的股权，后通过公开市场增持股份，截至2017年底持股比例为20.48%。股权交易完成以及姚同山等14名股东的一致行动协议解除后，World Shining Investment Limited不再是中国圣牧的控股股东，公司无实际控制人。公司股权结构如下图所示：

图1 截至2017年底公司股权结构图



跟踪期内，公司的经营范围及组织架构较上年无变化；公司合并范围较上年没有发生变化。截至2017年底，公司在职员工为3,803人。

截至2017年底，公司合并资产总额102.18亿元，负债合计50.35亿元，所有者权益（含少数股东权益）51.83亿元，归属于母公司所有者权益合计32.58亿元。2017年，公司实现营业收入28.61亿元，净利润（含少数股东损益）-7.87亿元，归属于母公司所有者的净利润为-7.62亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.08亿元，现金及现金等价物净增加额-6.33亿元。

公司注册地址：内蒙古自治区呼和浩特金山开发区管委会320室；法定代表人：张家旺。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

公司2015年12月28日发行的“内蒙古圣牧高科牧业有限公司2015年公司债券（第一期）”于2016年1月28日在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“15圣牧01”，债券代码“136129.SH”。“15圣牧01”发行规模10亿元，票面利率4.48%，期限为5年，每年付息一次，到期还本付息。

公司2016年6月2日发行的“内蒙古圣牧高科牧业有限公司2016年公司债券（第一期）”于2016年6月24日在上海证券交易所挂牌交易，债券简称“16圣牧01”，债券代码“136458.SH”。“16圣

牧01”发行规模6亿元，票面利率4.75%，期限为5年，每年付息，到期还本付息。

截至2018年4月28日，公司共募集16.00亿元，扣除承销费用0.11亿元后，实际到账规模15.89亿元，已按募集资金使用用途使用资金，其中，用于偿还银行贷款5.95亿元，用于补充营运资金9.94亿元，募集资金已全部使用完毕。

公司于2017年12月28日已支付“15圣牧01”自2016年12月28日至2017年12月27日期间的利息；公司已于2017年6月1日支付“16圣牧01”自2016年6月1日至2017年5月31日期间的利息，于2018年6月1日支付2017年6月1日至2018年5月31日期间的利息。“15圣牧01”回售日为2018年12月28日，“16圣牧01”回售日为2019年6月1日。

### 三、行业分析

#### 1. 行业概况

2014年，我国乳制品行业产量自改革开放以来首次出现负增长，2015年虽然扭转了下降的趋势，但整个行业仍在困难之中前进，2016年下半年乳制品行业走出了低谷，进入新常态发展时期。根据国家统计局数据，2017年1~11月，全国规模以上乳制品企业610家，主营业务收入3308.5亿元，同比增长6.94%，利润总额225.9亿元，同比下降1.03%，销售收入利润率为6.8%。根据中国奶业协会公布的《中国奶业形势报告》，2017年，我国乳制品累计产量为2,935.00万吨，同比增长4.17%，增幅较上年下滑3.51个百分点；其中液体乳产量232.10万吨，同比持平。进出口方面，2017年，共进口各种乳制品217.40万吨，同比增长11.20%；其中液体乳进口70.17万吨，同比增长7.10%，出口2.53万吨；干乳制品进口147.23万吨，较上年同期增长13.2%；出口0.63万吨。

行业政策方面，2017年4月，国务院办公厅印发《2017年食品安全重点工作安排》（国办发【2017】28号），就2017年食品安全重点工作做出安排，其中要求对婴幼儿配方乳粉生产企业进行食品安全生产规范体系检查。加快修订乳制品工业产业政策，进一步严格行业准入，推动婴幼儿配方乳粉企业兼并重组，发布实施婴幼儿配方乳粉追溯体系行业标准。2017年6月，财政部农业部引发《动物防疫等补助经费管理办法》，提出为加强动物防疫等补助经费的管理和监督，提高资金使用效益，强化重大动物疫病防控工作，提供动物防疫等补助，该补助中央财政预算安排用于重点动物疫病国家强制免疫补助、强制扑杀补助、养殖环节无害化处理补助的专项转移支付资金。国家建立强制免疫、强制扑杀补助病种动态调整机制，农业部会同财政部定期评估并适时做出调整。

总体看，2016年下半年开始，乳制品行业迈出低估，2017年受供需改善影响，乳制品行业进入新的增长周期。

#### 2. 行业关注

##### （1）疫情风险

畜牧业疫情发生属不可控因素，但疫情对牛奶原料奶的生产及质量将产生决定性影响。疫情的发生，会打乱企业生产计划，并对乳制品企业原料质量控制、检测指标、检测方法提出更高的要求。

##### （2）生产成本不断上升和生产要素的供给的压力逐渐增加

一方面目前新西兰、澳大利亚、德国、法国、荷兰、美国等国家的生鲜乳收购价已经低于国内生鲜乳生产成本；另一方面，畜牧业面临牧场建设筹资困难，大型牧场所需的管理人员稀缺等问题。

##### （3）行业重组、兼并再掀热潮，行业集中度进一步提高

随着工信部《提高乳粉质量水平提振社会消费信心行动方案》政策及《国务院办公厅转发食品药品监管总局等部门关于进一步加强婴幼儿配方乳粉质量安全工作的意见的通知》的落实、实施，一

大批实力较小的中小型乳企将退出市场，行业内优势企业强强联手、兼并重组热潮将推动新一轮的行业整合。

#### （4）消费者对乳制品的需求升级

农村消费能力的上升，国内人口结构的变化，城镇人口对口味、营养的差异性追求，将推动行业需求不断升级。准确把握市场变化、理性划分细分市场、积极推动产品研发、持续推进产品深加工进程的能力，决定了企业未来发展。

### 3. 未来发展

目前食品业行业“十三五”规划已基本编制完成，“十三五”规划的制定工作的重点偏向调结构、保质量、重安全，加快培育具有自主品牌和较强国际竞争力的大型乳制品企业集团。

为了减缓中国老龄化加剧之势，“十三五”规划有望出台放开“全面二胎”，并配套包括医疗、养老、社会福利、放宽部分家庭生育孩子数量限制等政策条件。奶粉、母婴生活用品等行业就会得到收益，并为经济增长提供潜在动力。

随着我国农村人均收入的逐步提升，农村市场强大的消费潜力得到激发；人口老龄化加速，人口结构变化催生乳制品需求结构变更；城镇人口需求更加多元化，追求口味、营养的多样性，促进了行业细分市场发展，加速对深加工产品技术的研发预期。各种因素将共同推进乳制品需求增长、升级，行业进入稳健成长期，有稳定、持续的发展支撑。我国乳制品行业在经历 2011 年的行业调整清理期后，企业之间强强联合，资金、资源和技术不断向优势企业汇集。伴随着工信部即将开展的行业清理，乳企之间的兼并重组将促使资金、资源不断向龙头企业转移，产业集中度进一步提高。随着国际乳制品市场供给的不断增长和欧盟乳制品配合取消、中澳自由贸易协定等政策的逐步落实，国际市场将对国内乳制品市场形成冲击。

总体看，具有优势的大型企业将在竞争中继续占据有利地位，具有较强国际竞争力的大型乳制品企业集团竞争能力有望得到进一步提升。

## 四、管理分析

2017 年 8 月，公司因董事会任期届满，经公司股东会议选举，产生新一届的董事会。原董事董先理先生、王福柱先生、范翔先生和崔桂勇先生不再担任公司董事，新增邵根伙先生、张家旺先生和温永平先生担任公司董事。

2018 年 4 月，公司原董事长姚同山辞去董事长及总经理职务，选举张家旺为董事长及总经理，并担任公司法人。

公司董事邵根伙先生，中国国籍，无境外居住权，汉族，博士研究生学历。现任北京大北农业科技集团股份有限公司董事长、中国圣牧有机奶业有限公司董事长，公司董事。社会职务为中国农学会农业产业化分会会长、中国畜牧业协会副主席、中国饲料工业协会常务副会长、中国农业技术推广协会副会长、中国林牧渔业经济学会副会长、中关村高新技术企业协会副会长、中国种业协会副会长、中国兽药协会副会长、中国动物保健协会副会长、北京中关村农业生物技术产业联盟理事长、中国奶业协会副会长等。

公司董事长兼总经理张家旺先生，中国国籍，无境外居住权，汉族，研究生学历。曾任北京农博数码科技有限责任公司商务经理，北京金色农华种业科技有限公司采购经理，北京大北农业科技集团股份有限公司总裁办外联主任，大北农集团发展投资部总经理，北京大北农业科技集团股份有限公司副总裁，南京天邦生物科技有限公司总经理，现任公司董事长兼总经理，公司法人。

总体看，跟踪期内，公司管理人员变动较大，主要管理制度连续，管理运作正常。

## 五、经营分析

### 1. 经营概况

2017年，公司实现营业收入28.61亿元，较上年下降18.34%；实现净利润-7.87亿元，较上年下降181.93%，主要系资产减值损失及公允价值变动损失大幅增加所致。

从收入构成来看，2017年，公司非有机原奶收入为4.64亿元，较上年下降19.46%，主要系市场竞争影响非有机原料奶的销售价格较上年大幅下降所致；有机原奶收入为8.15亿元，较上年增长3.93%，主要系有机原奶销量增加所致；液态奶收入为14.28亿元，较上年下降32.21%，主要系公司液态奶销量大幅下降所致。

从毛利率情况来看，分产品来看，2017年，公司非有机原奶毛利率为27.10%，较上年下降5.46个百分点，主要系市场竞争激烈，销售价格下降所致；有机原奶毛利率为37.07%，较上年下降11.02个百分点，主要系销售价格下降所致；液态奶毛利率为46.01%，较上年下降5.83个百分点，主要系为加大分销商、经销商的扶持力度而下调出厂销售价格所致。受上述因素影响，2017年，公司综合毛利率为36.55%，较上年下降11.43个百分点。

表1 2016~2017年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2016年			2017年			营业收入同比增减
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
非有机原奶	57,576.96	16.43	32.56	46,369.73	16.21	27.10	-19.46
有机原奶	78,463.22	22.40	48.09	81,549.24	28.51	37.07	3.93
液态奶	210,614.26	60.12	52.84	142,765.20	49.90	46.01	-32.21
其他业务	3,673.62	1.05	8.40	15,399.17	5.38	-25.41	319.18
<b>合计</b>	<b>350,328.06</b>	<b>100</b>	<b>47.98</b>	<b>286,083.35</b>	<b>100</b>	<b>36.55</b>	<b>-18.34</b>

资料来源：公司提供

总体看，由于市场竞争激烈，公司在液态奶终端提价并降低对经销商、分销商的出厂销售价格，液态奶价格、销量皆下降，公司收入规模毛利率降幅较大，对公司经营产生不利影响。

### 2. 业务运营

#### (1) 原料采购

2017年，公司主要采购的原材料仍然为乳牛饲料和乳制品外包装。

从饲料采购量来看，2017年，青贮和精料采购量较上年分别下降3.08%和10.07%，主要系牛群数量减少所致；羊草采购量较上年增长5.00%；苜蓿采购量较上年增长9.07%，主要系苜蓿价格下降而增加采购量所致。从饲料的采购价格来看，青贮价格较上年上升8.70%，主要系供应量较少所致；精料价格较上年下降1.64%，变动不大；羊草价格较上年下降6.09%，苜蓿价格较上年下降了13.81%，均主要系牧草行业竞争所致。

表2 2016~2017年公司饲料采购情况（单位：万吨、元/吨、万元）

饲料种类	2016年			2017年		
	数量	单价	采购额	数量	单价	采购额
青贮	74.77	481.13	35,974.09	72.47	523.00	37,899.90

精料	36.25	2,756.60	99,926.75	32.60	2,711.33	88,384.21
羊草	1.20	1,393.98	1,672.78	1.26	1,309.08	1,646.99
苜蓿	8.82	2,255.12	19,890.16	9.62	1,943.73	18,688.99
<b>合计</b>	<b>121.04</b>	<b>--</b>	<b>157,463.78</b>	<b>115.95</b>		<b>146,620.09</b>

资料来源：公司提供

乳制品外包装方面，公司主要采购的外包装原材料为利乐包材、吸管、卡拉胶等物料，2017年采购额共计32,063.99万元，较上年减少25.74%，主要系液态奶销售规模缩小所致，占生产成本比例为22.73%，较上年下降0.70个百分点，变化幅度不大。

表3 2016~2017年公司乳制品外包装采购情况（单位：%、万元）

项目	2016年	2017年
包材占生产成本比例	22.03	22.73
包装物采购额	43,175.77	32,063.99

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内，公司原料采购规模有所下降。

### （2）乳牛养殖

公司有机奶牛牧场位于乌兰布和沙漠，周围方圆百里内没有工业区和居民区，没有污染源且沙地经过暴晒后形成了天然的病毒隔离带。截至2017年底，公司通过租赁和自建并已投入运营的牧场共有23座，较上年底未新增有机牧场，均位于乌兰布和沙漠；公司所有牧场建设都符合有关规定和环保要求，牧场质量较高。

截至2017年底，公司合计牛头数为13.20万头，较上年增长2.08%；其中饲养有机犊牛及青年牛48,191头，较上年增长了5.84%，主要系自繁形成的犊牛增加所致；有机成乳牛53,934头，较上年增长了9.44%，主要系青年牛产犊后，形成的成乳牛规模扩大所致；非有机青牛及犊牛10,867头，较上年下降21.87%，主要系公司发展战略转变，大力发展有机产品所致；非有机成乳牛19,025头，较上年下降7.67%，主要系受非有机原奶市场需求下滑，优化奶牛结构的管理需求所致。

表4 2016~2017年公司牧场养殖情况（单位：头）

时间	有机				非有机			
	奶牛养殖场	犊牛及青年牛	成乳牛	小计	奶牛养殖场	犊牛及青年牛	成乳牛	小计
2016年	23	45,534	49,281	<b>94,815</b>	12	13,908	20,606	<b>34,514</b>
2017年	23	48,191	53,934	<b>102,125</b>	12	10,867	19,025	<b>29,892</b>

资料来源：公司提供

总体看，2017年，公司投入运营牧场未发生改变，有机成乳牛数量有所增长，非有机成乳牛数量有所下降。

### （3）产品生产

2017年，公司主营业务成本为16.22亿元，较上年下降9.38%，主要系公司业务规模缩小，乳制品销量较上年下降所致。2017年，公司乳制品销售成本在营业成本中占比出现自2012年下半年以来首次降低，2017年，非有机原奶、有机原奶和乳制品销售成本在主营业务成本中占比分别为20.84%、31.64%和47.52%。

表5 2016~2017年公司主营业务成本构成情况(单位:万元、%)

项目	2016年度		2017年度	
	成本	占比	成本	占比
非有机原奶销售成本	38,829.20	21.71	33,805.40	20.84
有机原奶销售成本	40,729.33	22.77	51,315.49	31.64
乳制品销售成本	99,323.33	55.52	77,075.04	47.52
<b>合计</b>	<b>178,881.86</b>	<b>100.00</b>	<b>162,195.93</b>	<b>100.00</b>

资料来源:公司提供

原奶生产方面,2017年,公司生产有机原料奶452,857.00吨,较上年增长7.56%,主要系有机成乳牛的数量增长所致;生产优质非有机原料奶156,327.00吨,较上年下降11.86%,主要系非有机成乳牛数量减少所致。

表6 2015~2016年公司原料奶生产情况(单位:吨)

产量	2016年	2017年
有机原料奶	421,023.00	452,857.00
优质非有机原料奶	177,356.00	156,327.00

资料来源:公司提供

有机液态奶生产方面,2017年,公司液态奶产能增加,但同期产量减少。截至2017年底,公司有机液态奶产能373,964.00吨,较上年底大幅增长24.33%,主要系公司大力发展有机产品所致;产量为156,904.73吨,较上年减少20.46%,主要系有机液态奶销量大幅下降,公司根据市场反应而减少生产所致;液态奶产能利用率为41.96%,较上年下降23.63个百分点。

表7 2016~2017年公司液态奶生产情况(单位:吨、%)

项目	2016年	2017年
产能	300,780.00	373,964.00
产量	197,276.00	156,904.73
产能利用率	65.59	41.96

资料来源:公司提供

总体看,2017年,有机原料奶产量有所增加;有机液态奶产能增加而产量下降,产能利用率大幅下降。

#### (4) 市场销售

2017年,公司液态奶销量为151,743吨,较上年分别下降18.58%,主要系公司为提高品牌效应而在终端提价所致;有机原料奶销量为433,781吨,较上年上涨9.61%,主要系有机原料奶需求增加而公司是有机原料奶重要供应商所致;非有机原料奶销量为152,147吨,较上年减少了13.17%,主要系成乳牛减少产量下降所致。产销率方面,液态奶产销率为96.71%,较上年上升了2.13个百分点,变动不大;有机原料奶产销率为95.79%,较上年上升了1.79个百分点,变动不大;非有机原料奶产销率为97.33%,较上年下降了1.47个百分点,变动不大。

表8 2015~2016年公司主要产品产量及产销率情况(单位:吨、%)

产品	2016年		2017年	
	销量	产销率	销量	产销率
液态奶	186,393	94.48	151,743	96.71

有机原料奶	395,747	94.00	433,781	95.79
非有机原料奶	175,220	98.80	152,147	97.33

资料来源：公司提供

产品价格方面，2017年，公司有机液态奶平均销售价格为0.96万元/吨，较上年有所下滑，主要系加大经销商扶持力度而降低液态奶出厂价格所致。产品结算方面，为拓展和巩固有机液态奶市场，结合终端商超的回款周期，适度给予经销商一定的信用额度和信用期限。2017年，非有机原料奶销售价格为3.38元/公斤，有机原料奶销售价格为3.86元/公斤，较上年分别下降了0.31元/公斤和0.83元/公斤。

销售集中度方面，2017年，前五大销售客户销售收入占比50.69%，较上年上涨1.69个百分点，销售集中度仍较高；其中，对内蒙古蒙牛乳业集团（股份）有限公司的原料奶销售收入为8.27亿元，较上年上涨2.17%，变化不大；占比由23.11%上涨至28.92%，对蒙牛集团依赖度仍较高。

表9 2016~2017年公司前五大销售客户情况（单位：万元、%）

年份	客户名称	销售产品	销售金额	占营业收入比重
2016年	内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司	原料奶	80,974.93	23.11
	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	原料奶	52,992.74	15.13
	圣牧高科（北京）贸易有限公司	成品奶	12,916.90	3.69
	深圳市圣牧伟业贸易有限公司	成品奶	12,442.44	3.55
	赛罕（上海）实业有限公司	成品奶	12,326.90	3.52
合计	--	--	<b>171,653.91</b>	<b>49.00</b>
2017年	内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司		82,733.39	28.92
	内蒙古伊利实业集团股份有限公司		42,293.80	14.78
	浙江优集供应链管理有限公司		7,364.37	2.57
	中国石油化工股份有限公司内蒙古石油分公司		6,344.62	2.22
	深圳市圣牧伟业贸易有限公司		6,305.62	2.20
合计	--	--	<b>145,041.80</b>	<b>50.69</b>

资料来源：公司提供

总体看，2017年，公司液态奶和非有机原料奶的平均销售价格和销量均有不同程度的下降，同期，对公司经营业绩造成不利影响，销售集中度仍较高。

### 3. 关联交易

公司对全产业链的构造，从乳制品行业的上游到下游的全把控，向顾客提供高品质的有机奶产品。通过布局有机环境、监管有机饲料终止、开发有机牧场、实施有机奶牛养殖、生产有机液态奶，实现种、养、生产有机质量管控，因此公司在饲料、奶源和液态奶都采用自主生产。2017年，公司向关联方销售商品的交易金额为5.99亿元，占比营业收入20.94%，占比营业成本33.00%，较上年降低42.11%，主要系集团整体受市场终端价格提升影响，市场销量降幅较大所致；向关联方购买原材料产生的交易金额为5.84亿元，占比营业收入20.41%，占比营业成本32.17%，较上年上涨14.90%，主要系随着生产性生物资产数量增多，向关联方采购饲草料数量增加所致；向关联方销售原材料的交易金额为0.19亿元，占比营业收入0.66%，占比营业成本1.05%，较上年上涨120.36%，主要系关联客户采购原料奶减少所致。公司向关联方销售商品和采购商品的价格均由交易双方参考市场价

格协商确定。

总体看，公司与关联方之间的交易金额较大，但采购和销售价格交易价格公允，对公司经营独立性影响较小。

#### 4. 经营效率

2017年，公司应收账款周转次数从上年的3.42次下降至1.94次，存货周转次数从上年的2.08次下降至1.97次，总资产周转次数从上年的0.36次下降至0.28次。

总体看，公司经营效率较上年明显下降，有待提升。

#### 5. 经营关注

##### (1) 高端乳制品市场竞争风险

近年来，乳品企业几乎不再生产利润微薄的袋装白奶，加大了高端液态奶的生产比例，高端液态奶市场竞争日趋激烈，公司自有品牌的消费者认知度尚待培养，目前面临来自龙头企业较大的市场竞争压力。

##### (2) 关联交易风险

公司与关联方交易主要是采购饲料和销售原料奶。2017年，关联交易对营业收入占比超过20%，对营业成本占比超过30%，未来如果关联交易不能按照公允价格执行以及关联方占款等不能得到有效控制，将可能损害公司利益。

##### (3) 销售价格下降风险

2017年公司有机原料奶和非有机原料奶的销售价格较2016年均有所下降，若价格进一步下降，会给公司的盈利能力带来一定的影响。

##### (4) 产能利用率偏低

2017年，公司液态奶产能利用率未达到50%，公司产能尚未充分利用，可能会对公司未来盈利能力造成一定影响。

#### 6. 未来发展

生产运营方面，2018年，公司将进一步改善牛群生长环境、员工工作环境及牧场整体环境，为沙漠有机奶牛提供适宜的生活福利场所，从而确保产出质量优良的牛奶。

研发方面，为提高集团研发能力，集团积极探索建立多元化的研发投入运行机制，下一步将联合国际与国内一流科研院所与农业高校，合作成立“圣牧研究院”，加大研发投入，提升研发能力，研制开发能够引领市场的新产品、新技术。

营销方面，2018年，公司全面整合优势资源，与天猫、京东、苏宁、云集等平台和中石油、星巴克、好利来、西贝等进行战略合作，灵活定制专属产品；将进行全面的產品规划，优化产品结构，升级产品质量和包装。主打礼品装、商务装、儿童装等拳头产品，线上线下齐头并进。同时，开发创新销售渠道，重点拓展高端商超等新业态渠道。

总体看，公司在经营上发掘了自身竞争优势，市场定位明确，发展战略清晰可行。

## 六、财务分析

### 1. 财务概况

公司2017年财务报表已经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留

意见的审计结论。2017年根据修订后的《企业会计准则第16号—政府补助》，与企业日常活动相关的政府补助按照经济业务实质计入其他收益或冲减相关成本费用，与企业日常活动无关的政府补助计入营业外收支；公司对2017年1月1日存在的政府补助采用未来适用法处理，对2017年1月1日前发生的政府补助不予追溯调整。2017年会计政策变更对公司净利润无实质影响。

截至2017年底，合并范围内子公司21家，较上年底未发生变化，且公司主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至2017年底，公司合并资产总额102.18亿元，负债合计50.35亿元，所有者权益（含少数股东权益）51.83亿元，归属于母公司所有者权益合计32.58亿元。2017年公司实现营业收入28.61亿元，净利润（含少数股东损益）-7.87亿元，归属于母公司所有者的净利润为-7.62亿元；经营活动产生的现金流量净额-1.08亿元，现金及现金等价物净增加额-6.33亿元。

## 2. 资产质量

### （1）流动资产

截至2017年底，公司资产总额为102.18亿元，较上年下降1.45%。其中，流动资产占32.31%，非流动资产占67.69%，仍以非流动资产为主。

流动资产方面，截至2017年底，公司流动资产合计33.01亿元，较年初下降6.57%，主要系货币资金减少所致。流动资产主要由货币资金（占比12.40%）、应收账款（占比32.54%）、预付款项（占比15.46%）和存货（占比27.09%）构成。

截至2017年底，公司货币资金为4.09亿元，较年初下降58.42%，主要系偿还银行借款所致；货币资金以银行存款（占比68.51%）和受限资金（占比31.48%）为主，受限比例较高，主要为开具信用证及承兑汇票而存放于银行的保证金。

截至2017年底，公司应收账款账面价值为10.74亿元，较年初增长2.45%；从账龄来看，3个月以内占比29.37%，3~6个月的占比15.07%，7~12个月的占比23.91%，1年以上的占比31.64%，账龄整体偏短；公司按照按信用风险特征组合计提坏账准备的账面余额为3.82亿元，计提坏账准备73.59万元，计提比例0.19%；单项金额不重大但单独计提坏账准备的账面余额为14.33亿元，计提坏账准备7.40亿元，计提比例51.63%，计提比例很高，公司存在较大的坏账风险；应收账款余额中前五大欠款占比25.91%，集中度一般。2017年，公司6个月以上账龄的应收账款占应收账款余额的比例由上年的28%升到本年的55%，基于谨慎性原则，公司按照个别计提法对客户的回款能力进行逐户评估，分类计提坏帐；其中，对经评估还款能力较差的经销商，账龄7-9月按45%，9-12月按65%，1年以上按90%计提坏帐，该类净经销商合计计提坏账准备6.14亿元；对停止合作客户，6个月无收款无进货，按100%计提坏帐，该类经销商合计计提坏账准备1.25亿元。

截至2017年底，公司存货为8.94亿元，较年初下降3.71%。公司对存货计提跌价准备0.17亿元，占比1.90%。存货主要由原材料（占比79.49%）和委托加工物资（占比7.36%）所构成。

截至2017年底，公司预付款项为5.10亿元，较年初增长49.76%，主要系对巴彦淖尔市圣牧高科生态草业有限公司预付账款大幅增加所致；从账龄来看，1年以内的预付款项占比98.20%，1年以上的预付款占1.80%；

### （2）非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产合计69.17亿元，较年初增长1.19%。非流动资产主要由固定资产（占比37.19%）和生产性生物资产（占比55.91%）构成。

截至2017年底，公司固定资产账面25.73亿元，主要由房屋及建筑物（占比70.88%）和机器设备

（占比27.81%）构成；较年初增长13.09%，主要系在建工程转入固定资产所致；累计计提折旧1.87亿元，计提比例7.28%；固定资产成新率为92.72%，成新率较高。

截至2017年底，公司生产性生物资产38.67亿元，较年初下降0.43%；由犊牛和青年牛（占比29.65%）和成乳牛（占比70.35%）构成，公允价值减少5.71亿元，主要系牛头数减少以及受原奶价格降幅较大影响，单头牛估值下降所致；为应对乳品市场对原料奶需求下降，公司控制奶牛的数量，将生产能力相对较低的奶牛进行处置，合计处置养殖牛价值3.91亿元。

截至2017年，公司受限资产合计1.29亿元，全部为公司为开具信用证及承兑汇票而存放于银行的保证金，占总资产的比重为1.26%，公司受限资产比例较小。

总体看，跟踪期内，公司资产规模小幅下滑，仍以非流动资产为主，非流动资产以生产性生物资产和固定资产为主，整体资产质量一般。

### 3. 负债和所有者权益

#### （1）负债

截至2017年底，公司负债合计50.35亿元，较年初增长17.41%；其中，流动负债和非流动负债分别占比85.31%和14.69%，流动负债占比较上年上升了27.16个百分点，仍以流动负债为主。

截至2017年底，公司流动负债为42.96亿元，较年初增长72.23%，主要系短期借款、应付票据、应付账款和一年内到期的非流动性负债增加所致。流动负债主要由短期借款（占比23.24%）、应付票据（占比11.01%）、应付账款（占比16.67%）、其他应付款（占比11.21%）、一年内到期的非流动负债（占比26.46%）和其他流动负债（占比9.28%）构成。

截至2017年底，公司短期借款为9.98亿元，较年初增长9.35%，主要由信用借款占81.97%，质押借款占18.03%构成；公司应付账款为7.16亿元，较年初增长18.91%；公司应付票据4.73亿元，较年初增长48.50%，均主要系公司加强资金管控，延长账期，增加票据结算比例所致，其中银行承兑汇票占68.55%，商业承兑汇票占31.45%；公司其他应付款4.81亿元，较年初增长14.86%，主要系应付关联方资金拆借款增加所致，其中应付设备及工程款占比43.19%，应付关联方资金拆借款（已计入短期债务）占比29.54%，公司未对其他应付款计提坏账准备；公司一年内到期的非流动负债为11.37亿元，较年初上涨624.63%，主要一年内到期的应付债券转入所致。2017年，公司新增其他流动负债3.99亿元。

截至2017年底，公司非流动负债为7.39亿元，较年初下降58.79%，主要系应付债券减少所致。非流动负债主要由长期借款（占比7.98%）、应付债券（占比80.82%）和长期应付款（占比11.20%）构成。

截至2017年底，公司长期借款为0.59亿元，较年初下降37.89%，主要系部分借款到期所致；公司应付债券为5.98亿元，较年初下降62.45%，主要系部分应付债券转入一年内到期的非流动负债所致；公司长期应付款为0.83亿元，较年初下降23.24%，主要系公司按期支付分期付款购置长期资产款所致。

截至2017年底，公司全部债务合计36.32亿元，较年初增长18.18%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务为28.93亿元，较年初增长108.58%，主要系一年内到期的应付债券增加所致；长期债务为7.39亿元，较年初下降56.15%；短期债务占比79.64%，长期债务占比20.36%，公司短期偿债压力加大；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为49.28%、41.20%和12.49%，资产负债率和全部债务资本化比率较年初分别上升7.92个百分点和7.63个百分点，长期债务资本化比率较年初下降9.23个百分点，债务负担较年初有所加重。

## (2) 所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计51.83亿元，较年初下降14.76%，主要系未分配利润减少所致。截至2017年底，归属于母公司所有者权益为32.58亿元（占比62.86%），其中，实收资本占比27.28%，资本公积占比17.95%，盈余公积占比14.22%，未分配利润占比40.56%；未分配利润占比较高，权益稳定性有待提高。

总体看，跟踪期内，公司负债规模有所上升，仍以流动负债为主；短期债务占比大幅上升，债务结构有待改善，公司整体债务负担较重；公司所有者权益有所减少，权益结构稳定性有待提高。

## 4. 盈利能力

2017年，公司实现营业收入28.61亿元，较上年下降18.34%，主要系公司销售价格及效率下降所致；营业成本为18.15亿元，较上年下降0.41%；公司实现营业利润-7.85亿元，较上年下降178.78%，主要系公允价值变动损失和资产减值损失大幅增加所致；实现利润总额-7.95亿元，较上年下降183.68%；实现净利润-7.87亿元，较上年下降181.93%。

2017年，公司费用总额5.45亿元，较上年基本持平，其中销售费用3.17亿元（占费用总额58.20%），较上年增长10.23%；管理费用0.87亿元（占费用总额16.01%），较上年下降26.03%，主要系期权费用（IPO前购股权计划应分摊于各期的期权费用；该费用于2016年5月到期）、税费减少所致；财务费用1.41亿元（占费用总额25.78%），较上年增长1.99%，主要系公司债券利息支出、短期融资券利息支出增加所致。2017年，公司费用收入比为19.06%，较上年上升3.54个百分点，公司费用控制能力进一步下降。

2017年，公司营业外收入为122.73万元，较上年下降86.79%，主要系收到的政府补助减少所致；资产减值损失为6.73亿元，较上年增长680.13%，主要系公司结合实际经营情况，对应收账款计提减值所致；公允价值变动为-5.95亿元，主要系奶牛公允估值下降所致。资产减值损失及公允价值变动对公司利润侵蚀严重。

从盈利指标来看，2017年，公司营业利润率为36.29%，较上年下降11.47个百分点；总资产报酬率、总资本收益率和净资产收益率均由正转负，分别为-7.21%、-6.29%和-13.98%，分别较上年下降19.90个百分点、17.31个百分点和31.57个百分点。

总体看，2017年，受公司资产减值损失增加和公允价值变动增加，盈利能力大幅下降。

## 5. 现金流

从经营活动来看，2017年，公司经营活动现金流入23.35亿元，较上年下降34.97%，主要收入减少，销售商品获得的现金随之减少所致；经营活动现金流出24.43亿元，较上年下降7.62%，主要系公司生产规模减小，购买原料支付的现金减少所致；受上述因素影响，2017年公司经营活动净现金流由上年的净流入9.46亿元转为净流出1.08亿元。2017年，公司现金收入比为81.32%，较上年下降20.38个百分点，收入实现质量大幅下降。

从投资活动来看，2017年，公司投资活动现金流入3.89亿元，较上年增长16.15%，主要系新增收回投资收到现金1.20亿元导致；投资活动现金流出11.62亿元，较上年下降25.93%，主要系购建固定资产支付的现金和投资支付的现金减少所致；受上述因素影响，公司投资活动净流出7.73亿元，净流出规模较上年下降37.35%。

从筹资活动来看，2017年，公司筹资活动现金流入14.59亿元，较上年下降11.52%，主要系借款的减少所致；筹资活动现金流出12.10亿元，较上年下降34.38%，主要系公司清偿债务规模减少所致；受上述因素影响，公司筹资活动净流入2.49亿元，由上年净流出转为净流入。

总体看，2017年，公司经营活动现金流量净流出规模较大，收入实现质量大幅下降；由于公司经营活动现金流量无法满足其投资活动需求，仍对外部筹资有一定依赖。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至2017年底，公司流动比率从年初的1.42下降至0.77倍，速动比率从年初的1.04倍下降至0.56倍，主要系公司短期借款、应付账款增加所致；受公司短期借款、应付账款大幅上升的影响，公司现金短期债务比从年初的0.75倍下降至0.15倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较低。整体看，公司短期偿债能力大幅下降。

从长期偿债能力指标来看，2017年，公司 EBITDA 合计-4.56亿元，较上年的12.35亿元大幅减少，主要系利润总额大幅减少了17.44亿元至-7.95亿元所致。受此影响，2017年，公司 EBITDA 全部债务比由2016年的0.40倍下降至-0.13倍；EBITDA 利息倍数由2016年的8.24倍下降至-2.88倍。整体看，公司长期偿债能力大幅下降。

截至2017年底，公司对外担保余额为2.63亿元，占公司净资产的5.07%；其中，为圣牧高科生态草业有限公司的银行借款提供金额为人民币1.6亿元的担保，为富友联合圣牧乳品有限公司的银行借款提供人民币1.03亿元的担保。考虑到圣牧草业和富友联合均属于公司的联营公司，公司对该联营公司的生产经营决策产生重大影响，可以有效地控制担保风险，或有负债风险较低。

截至2017年底，公司合并范围内无重大未决诉讼、仲裁事项。

截至2017年底，公司获得各银行授信合计30.97亿元，未使用额度17.65亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

根据公司提供的中国人民银行《企业基本信用信息报告》（编号：G1015012110974701S），截至2018年5月11日，公司已结清业务中，有2笔欠息，其中2015年的一笔为春节期间银行系统关闭，误识别为欠息；2011年的一笔欠息公司实已还款。

总体看，跟踪期内，公司整体偿债能力大幅下降。

## 七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2017年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达4.35亿元，约为“15圣牧01”和“16圣牧01”待偿本金合计（16.00亿元）的0.27倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较低；净资产达51.83亿元，约为债券待偿本金合计（16.00亿元）的3.24倍，公司较大规模的净资产对“15圣牧01”和“16圣牧01”的按期偿付起到了积极的保障作用。

从盈利情况来看，2017年，公司 EBITDA 为-4.56亿元，公司 EBITDA 无法覆盖“15圣牧01”和“16圣牧01”的本息。

从现金流情况来看，公司2017年经营活动产生的现金流入23.35亿元，约为债券本金合计（16.00亿元）的1.46倍，公司经营活动现金流入量对“15圣牧01”和“16圣牧01”的覆盖程度一般。

综合以上分析，并考虑到公司作为国内领先的有机乳制品公司，在质量控制、有机养殖、高端有机乳制品市场等方面具有优势，公司对“15圣牧01”和“16圣牧01”的偿还能力仍较强。

## 八、综合评价

跟踪期内，公司主要产品毛利率均有所下降；液态奶销量大幅下降，产能利用率不足，导致销售收入大幅下降；加之公司对应收账款计提大额减值准备以及生产性生物资产公允价值变动损失规

模较大，公司出现大额亏损，经营活动现金流转为净流出，盈利能力和偿债能力大幅下降。此外，联合评级也关注到公司液态奶市场竞争激烈，关联交易规模仍较大，客户集中度仍较高以及短期偿债压力较大等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着乳制品行业逐步回暖，公司产品知名度不断提高以及液态奶销售布局逐步调整到位，公司经营状况有望好转。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望调整为“负面”，同时维持“15 圣牧 01”和“16 圣牧 01”的债项信用等级为“AA”。

## 附件 1 内蒙古圣牧高科牧业有限公司 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年
资产总额 (亿元)	103.68	102.18
所有者权益 (亿元)	60.80	51.83
短期债务 (亿元)	13.87	28.93
长期债务 (亿元)	16.87	7.39
全部债务 (亿元)	30.73	36.32
营业收入 (亿元)	35.03	28.61
净利润 (亿元)	9.61	-7.87
EBITDA (亿元)	12.35	-4.56
经营性净现金流 (亿元)	9.46	-1.08
应收账款周转次数 (次)	3.42	1.94
存货周转次数 (次)	2.08	1.97
总资产周转次数 (次)	0.36	0.28
现金收入比率 (%)	101.70	81.32
总资本收益率 (%)	12.69	-7.12
总资产报酬率 (%)	11.03	-6.29
净资产收益率 (%)	17.60	-13.98
营业利润率 (%)	47.76	36.29
费用收入比 (%)	15.52	19.06
资产负债率 (%)	41.36	49.28
全部债务资本化比率 (%)	33.58	41.20
长期债务资本化比率 (%)	21.72	12.49
EBITDA 利息倍数 (倍)	8.24	-2.88
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.40	-0.13
流动比率 (倍)	1.42	0.77
速动比率 (倍)	1.04	0.56
现金短期债务比 (倍)	0.75	0.15
经营现金流流动负债比率 (%)	37.94	-2.51
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.77	-0.29

注: 1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径; 因四舍五入的原因, 本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。2. 长期应付款计入长期债务中; 2. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

## 附件 2 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年)^(1/(n-1))-1]×100%
<b>经营效率指标</b>	
应收账款周转次数	营业总收入/[ (期初应收账款余额+期末应收账款余额) /2]
存货周转次数	营业总成本/[ (期初存货余额+期末存货余额) /2]
总资产周转次数	营业总收入/[ (期初总资产+期末总资产) /2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
<b>盈利指标</b>	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [ (期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) /2]×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [ (期初总资产+期末总资产) /2] ×100%
净资产收益率	净利润/[ (期初所有者权益+期末所有者权益) /2]×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) /主营业务收入×100%
营业利润率	(营业总收入-营业总成本-营业税金及附加) /营业总收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) /营业总收入×100%
<b>财务构成指标</b>	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
<b>短期偿债能力指标</b>	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) /流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
<b>本次公司债券偿债能力</b>	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注:现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的交易性金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的交易性金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

### 附件 3 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。