

信用等级公告

联合[2018] 886 号

联合资信评估有限公司通过对洛娃科技实业集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持洛娃科技实业集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“16 洛娃科技 MTN001”信用等级为 AA，“17 洛娃科技 CP001”信用等级为 A-1，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月一日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层

电话：(010) 85679696

传真：(010) 85679228

邮编：100022

网址：www.lhratings.com

洛娃科技实业集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定
上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 洛娃科技 MTN001	4.5 亿元	2019/6/22	AA	AA
17 洛娃科技 CP001	3 亿元	2018/12/06	A-1	A-1

跟踪评级时间：2018 年 6 月 1 日
财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	36.58	47.70	53.72	51.95
资产总额(亿元)	135.71	167.88	195.18	186.79
所有者权益(亿元)	84.19	88.91	94.25	96.73
短期债务(亿元)	25.79	28.92	22.06	24.64
长期债务(亿元)	20.15	39.63	58.61	54.83
全部债务(亿元)	45.94	68.55	80.67	79.46
营业总收入(亿元)	55.35	75.52	81.14	20.59
利润总额(亿元)	8.26	6.84	6.34	2.73
EBITDA(亿元)	11.74	11.92	12.92	--
经营性净现金流(亿元)	18.66	10.05	12.00	2.96
营业利润率(%)	27.83	25.57	25.56	29.49
净资产收益率(%)	8.33	6.30	5.40	--
资产负债率(%)	37.96	47.04	51.71	48.21
全部债务资本化比率(%)	35.30	43.53	46.12	45.10
流动比率(%)	213.13	257.88	267.75	298.77
经营现金流动负债比(%)	64.37	27.23	30.14	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.91	5.75	6.24	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.82	5.14	3.78	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债中的有息债务计入短期债务。

分析师

方晓 王喜梅

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

洛娃科技实业集团有限公司（以下简称“公司”或“洛娃集团”）是一家集日化、乳业于一体的企业集团。公司乳业板块产业链完整，具备一定奶源优势，跟踪期内产品销量保持增长；日化板块受益于“千县计划”的实施，经营规模和市场影响力有所扩大，公司完成海外收购，日化产品产能和业务布局进一步扩大。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到国内乳制品和日化产品竞争激烈，公司应收账款及其他应收款项占比较高，有息债务和期间费用增长较快，可用银行授信额度小等因素对公司经营及信用水平带来的不利影响。

随着国民收入和生活水平的提高，中国城市化进程的加快带来的消费需求提升，国内对乳制品和洗涤用品需求将不断增长。未来随着公司日化销售渠道进一步开拓以及乳品板块终端产品贡献收入，公司竞争实力有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，维持“16 洛娃科技MTN001”信用等级为AA，维持“17 洛娃科技CP001”信用等级为A-1。

优势

1. 公司乳业板块产业链完整，实行“公司+基地+农户”的奶源建设模式，拥有一定奶源优势；跟踪期内产品销售规模扩张，公司乳制品板块收入小幅增长。
2. 受益于“千县计划”的实施，日化板块收入规模稳步上升；2017 年，公司完成对美国攀柔莎企业集团有限公司以及夏特拉尔 1802 公司的收购，业务布局进入个人护理产品。
3. 跟踪期内，公司营业总收入小幅增长，主业盈利能力较强。

4. 公司现金类资产、经营活动现金流对“17洛娃科技 CP001”和“16洛娃科技 MTN001”的保障能力较好。

关注

1. 国内乳制品和日化产品价格竞争激烈，公司期间费用增长，对公司利润总额形成一定侵蚀，公司期间费用控制能力有待加强。
2. 跟踪期内，公司应收账款及其他应收款规模较大，对经营资金形成占用；所有者权益中未分配利润规模较大，稳定性偏弱。
3. 公司有息债务规模增长快，债务负担持续加重。
4. 截至 2018 年 3 月底，公司获得银行授信合计 22.73 亿元，尚未使用银行授信额度 0.53 亿元，公司对外融资渠道亟待拓宽。
5. 2017 年 12 月，公司收到北京证监局行政监管措施决定书，指出公司存在公司债券募集资金违规使用，信息披露违规及财务管理薄弱，会计核算质量差等问题；2018 年 2 月 28 日，公司向北京证监局提交整改报告并实行了相应整改措施，联合资信将密切关注公司在规范财务管理、加强信息披露等方面的整改情况。

声 明

一、本报告引用的资料主要由洛娃科技实业集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

洛娃科技实业集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于洛娃科技实业集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

洛娃科技实业集团有限公司(以下简称“公司”或“洛娃集团”)，系经北京市工商局批准，于1995年9月设立的有限责任公司，前身为北京洛娃新型化工材料技术开发有限责任公司。经过多次增资，截至2018年3月底，公司注册资本22200万元。公司股东持股情况为：胡克勤持股81.31%，胡静竹持股15.99%，李桂玲和董雪梅各持股1.35%。公司实际控制人为胡克勤。

公司主要经营范围：销售酒；生产化工材料、日用化学制品；普通货运；货物专用运输（冷藏保鲜）；货物进出口、代理进出口、技术进出口等。公司是一家以日化和乳业为主要产业的企业集团。

截至2018年3月底，公司合并范围包括29家二级子公司。公司本部下设董事长办公室、财务中心、办公室、企管办、法务办、上市办、投资部、信息部、审计与监察办、人力资源部、法规办和宣传与公共关系部。

截至2017年底，公司（合并）资产总额195.18亿元，所有者权益合计94.25亿元（其中少数股东权益1.30亿元）；2017年，公司实现营业收入81.14亿元，利润总额6.34亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额为186.79亿元，所有者权益合计96.73亿元（其中少数股东权益1.30亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入20.59亿元，利润总额2.73亿元。

公司注册地址：北京市朝阳区望京利泽中

园二区203号；法定代表人：胡克勤。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于2016年6月发行额度为4.50亿元的“16洛娃科技MTN001”，募集资金用于偿还银行借款及补充流动资金，截至2018年3月底，募集资金已按规定用途使用完毕；公司于2017年12月6日发行额度为3亿元的“17洛娃科技CP001”，募集资金全部用于偿还公司发行的“16洛娃科技CP003”，截至2018年3月底，募集资金已按规定用途使用完毕。

表1 公司存续期债务融资工具情况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
16洛娃科技MTN001	4.50	4.50	2016/6/22	2019/6/22
17洛娃科技CP001	3.00	3.00	2017/12/6	2018/12/6
合计	7.50	7.50	--	--

资料来源：Wind资讯

四、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数

（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模持续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。

具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进口总值（12.5万亿元）同比分别增长10.8%和18.7%，较2016年均大幅上涨。贸易顺差2.9万亿元，较2016年有所减少。从贸易方式来看，2017年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较2016年提高1.3个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长15.2%、15.5%和16.6%，增速较2016年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传

统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望2018年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

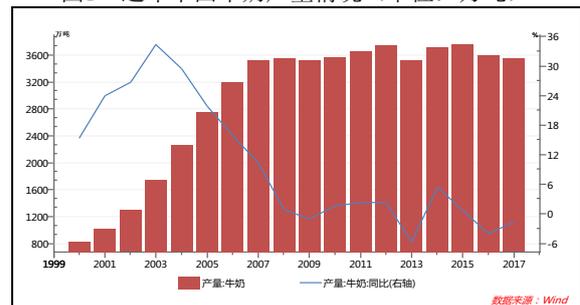
五、行业分析

公司是一家集日化、乳业于一体的企业集团。2017年，公司乳业板块和日化板块收入分别占公司营业收入的58.00%和35.29%，乳制品行业和日化行业的发展对公司日常经营产生重要影响。

1、乳制品行业

中国乳业的发展受到国内乳制品供需平衡、养殖成本变化、国际乳制品市场影响表现出畜牧业固有的周期性。自2008年“三聚氰胺事件”后，中国居民对于国产牛奶的品质信任度大大下降，中国乳品行业增速明显回落，随着国家对乳品行业的整顿及企业对安全生产意识的强化，中国乳品行业进入复苏期，国内乳制品消费市场开始回暖。2016年，受奶价持续低迷影响，盈利能力较弱的小型散养奶农陆续退出市场，全国原奶供给有所下降，全国牛奶产量同比下降4.1%至3602万吨，2017年全国牛奶产量3545万吨，同比下降1.6%，下降幅度有所收缩。由于进口牛奶作为原料奶的补充，国内牛奶产量的小幅下降并不影响乳制品加工企业的奶源供给。

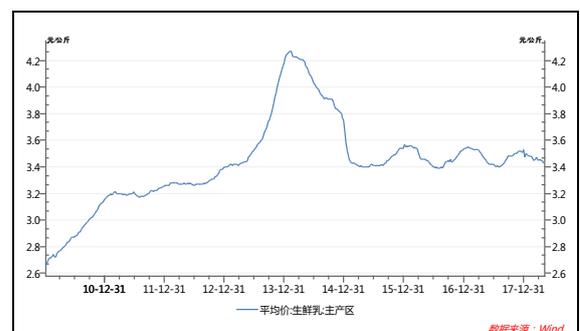
图1 近年中国牛奶产量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind资讯

生鲜乳价格方面，2017年以来，国内原料奶产能已处于平衡，生鲜乳收购价较为平稳，截至12月底，国内主产区奶价为3.51元/公斤，截至2018年3月底，国内主产区奶价为3.48元/公斤，较年初价格略有下降。

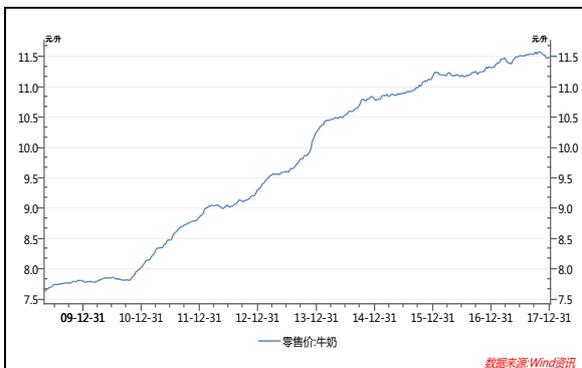
图2 近年生鲜乳(主产区)均价的走势(单位：元/公斤)



资料来源：Wind资讯

零售终端牛奶价格主要由奶源供应和市场需求两方面因素共同主导，但终端价格由于传导效应可能滞后于上游原料的价格变动。据商务部统计，2009~2010年的两年间，由于消费者对奶制品安全的恐慌心理影响，消费需求受到压制，牛奶零售价格始终处于8.0元/升以下水平；2011年以来，市场需求恢复已有一段时间，奶源建设进度推进，奶牛存栏量有所提升，牛奶零售价格持续上升，由2011年初的8.0元/升增至2017年末的11.49元/升。2017年，牛奶零售价格仍处于上升通道，价格处在11.31~11.57元/升区间。

图3 近年中国牛奶零售价的走势（单位：元/升）



资料来源：Wind资讯

从终端产品的市场格局来看，伊利集团和中国蒙牛产销量较大，已经实现了产品的全国营销布局，市场占有率较高，2017年两家企业的国内市场占有率合计达50%左右，成为中国液态奶市场上的两大全国性龙头企业。光明乳业、三元食品、新希望乳业等企业分别在华东及华中、华北、西南等区域性市场拥有较强的品牌优势，处于区域龙头的地位。从近年来的发展趋势看，龙头乳业企业的收入增长普遍高于行业的平均增速，行业集中度有进一步提升的趋势。

行业关注

食品安全是乳制品行业稳定发展的关键因素，能够在一定程度上影响乳制品行业的整体发展格局，相关规章制度的不断完善是行业健康发展的有效保障。

政策层面上看，食品安全事件爆发后，国

家对乳制品行业的健康持续发展更为重视，提高了行业准入条件，对生鲜乳收购生产和相关食品添加剂进一步作出规范，同时加大针对婴幼儿配方奶粉的安全控制力度。2016年10月《婴幼儿乳粉产品配方注册管理办法》（以下简称“《办法》”）推出注册制，2018年1月1日正式实施将调整行业供给端，每个企业原则上不得超过3个配方系列9种产品配方，目前市场上大量中小品牌和贴牌婴幼儿奶粉将淡出市场，中国2000多个婴幼儿奶粉品牌将降为500多个品牌。《办法》的出台将提升婴幼儿配方乳粉行业准入门槛，配方、品牌乱象将有较大改善，品牌集中度进一步提升，市场竞争环境更加趋于良性，有利于形成中国婴幼儿配方乳粉行业健康发展的新格局。2017年1月，农业部、国家发展与改革委员会、工业和信息化部、商务部、国家食品药品监督管理总局联合发布《全国奶业发展规划（2016~2020年）》（以下简称《发展规划》），《发展规划》在总结了“十二五”中国乳业发展情况的同时，提出了包括优化区域布局、强化奶源基地建设、推动乳制品加工业发展、提升国产婴幼儿配方乳粉竞争力、加强乳制品质量安全监测以及加快产业一体化等具体任务，为乳制品行业“十三五”发展规划指明了方向。

总体看，近年来国内乳制品质量安全水平有所提高，同时乳制品食品安全相关法律法规不断推出，为中国乳制品健康发展提供了良好的政策环境。

2、日化行业

洗涤用品行业主要包括合成洗涤剂和肥（香）皂两大类。近年来，随着洗涤剂的发展更趋于注重洗涤护理效果、安全便捷、环保节约、包装简约和个性化需求等方面，合成洗涤剂已经替代传统的肥（香）皂，而成为洗涤用品行业产量最大、最主流的产品。2001~2017年，国内合成洗涤剂产量从311.56万吨增至1265.10万吨。同时，洗涤产品用途不断细化，

专业化和多样化不断加强，覆盖了更广泛的消费需求。

从洗涤用品产量的地域分布来看，东北地区相对较少，主要集中在华东、华南地区，主要由于华南地区地处亚热带，全年气候炎热，消费者盥洗频率高。以占行业总量超过80%的合成洗涤剂为例，2017年，中国合成洗涤剂产量为1265.10万吨，从各省市的产量来看，广东省年产量315.14万吨位居榜首，河南省排名第二，2017全年合成洗涤剂产量为195.83万吨，同比增长67.28%，不及广东省全年合成洗涤剂产量的一半，四川省2017年合成洗涤剂产量为129.21万吨排名第三。

洗涤用品行业产品生产集中度均较高，各品种主要竞争者的规模相对较大，目前中国市场中，宝洁、联合利华、立白、纳爱斯市场占比超过70%。近年来，宝洁和联合利华这两大外资日化巨头在华市场份额出现下降，尤其体现在牙膏和洗涤等细分市场，而中国本土洗涤企业凭借在二、三线城市以及乡镇、农村市场的发展显示出较强增长势头。在洗衣粉和肥皂品类中，宝洁和联合利华的市场份额约为15%，而广州立白和纳爱斯集团两家本土公司的合计市场份额已超过25%，本土品牌逐渐显现优势。

皂类与合成洗涤剂在资源利用上存在差异：肥皂的原料来自于天然的动植物等可再生资源；合成洗涤剂大部分原料（主要是表面活性剂、三聚磷酸钠、4A沸石等）来自于石油以及化石原料等不可再生资源，同时日化产品中的包装材料有85%以上依赖于石油化工，均受到石油等原材料价格波动的影响。

目前，大部分中国自主生产的助剂、表面活性剂品种均能满足洗涤用品行业的需求。

总体看，洗涤用品具有刚性消费的特征，行业发展较为稳定。随着社会消费水平的提高以及城镇化和经济转型进程的加快，特别是消费结构由保障基本生活到享受型、发展型等高层次消费需求的转变和升级，带动整个消费市场和工业生产的发展。一方面，中国消费市场

向二三线城市、农村市场移动，洗涤用品有望迎来更广阔的市场；另一方面，经济转型的主要任务在于提高劳动者收入水平进而带动消费能力的提高，城镇化消费群体的消费将向高品质、科学消费等方面转型，促进了产品的更新升级。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2018年3月底，公司注册资本22200万元。公司股东持股情况为：胡克勤持股81.31%，胡静竹持股15.99%，李桂玲和董雪梅各持股1.35%。公司实际控制人为胡克勤。

2. 企业规模

公司是一家集日化、乳业于一体的企业集团，是北京市重点企业、全国文明单位、首都文明单位标兵。

北京双娃乳业有限公司（以下简称“双娃乳业”）是乳业板块的经营主体。跟踪期内，公司保持“公司+基地+农户”的奶源建设模式，除自有牧场外，通过与农户合作经营的形式扩大奶源控制力度；乳制品加工方面，公司在呼伦贝尔地区拥有两个加工厂，合计原料奶处理能力为2000吨/日，公司拥有186万亩的饲料基地，同时配套1个饲料厂、3个良种荷斯坦奶牛基地。公司乳制品产品以工业奶粉为主，2015年以来，公司相继推出婴幼儿配方奶粉、成人奶粉、豆浆粉等40余款乳品市场终端产品。截至2018年3月底，双娃乳业婴幼儿配方乳粉“甄诺”、“双娃悦”和“素嘉”系列均通过国家食品药品监管总局注册批准。双娃乳业产业链较完善，产品线逐渐丰富，市场竞争力增强。

北京洛娃日化有限公司（以下简称“北京洛娃”）是公司日化板块的经营主体。2017年3月北京洛娃自行研发生产的新品“多功能低泡洗衣液”被评为北京市新技术新产品(服务)，

2018年2月“洛娃东方香韵洗衣液”获北京市新技术新产品（服务）认证。目前已形成了五大系列、近百个种类的产品，被连续多年认定为国家高新技术企业。

七、管理分析

跟踪期内，公司在高管人员、管理体制和管理制度方面无重大变化。

八、重大事项

2017年12月，公司收到北京证监局下发的行政监管措施决定书《关于对洛娃科技实业集团有限公司采取责令改正监管措施的决定》

（2017）148号，北京证监局对公司发行公司债券等相关情况进行了现场检查，发现存在以下问题：

公司债券募集资金违规使用，信息披露违规及财务管理薄弱，会计核算质量差。针对此次行政监管事项，公司于2017年12月7日召开电话会议予以说明，后续进行相关整改。2018年2月28日，公司向北京证监局提交整改报告，同时采取加强财务管理及会计核算管理、加强培训、增设岗位等多项措施。

联合资信将密切关注公司在财务规范管理、加强信息披露等方面的整改情况。

九、经营分析

1. 经营概况

公司是一家集日化、乳业于一体的企业集

团，公司本部行使管理职能，具体经营业务由下属子公司负责。

公司通过实施“千县计划”有效拓展了板块的营销渠道和收入规模，2017年，公司营业收入为81.14亿元，同比增长7.44%。从板块来看，乳制品板块仍为第一大板块，2017年营业总收入47.06亿元，小幅增长2.77%；日化产品收入28.64亿元，同比增长30.42%，主要系公司洗衣液销售额增长所致；公司其他业务板块包括洛娃大厦租金收入、酒店收入及子公司贸易业务收入，2017年为5.44亿元，近三年波动较大，主要系公司收购海外农业土地项目所致。

毛利率方面，2017年，公司综合毛利率为26.00%，同比略有下降。其中，乳制品板块毛利率同比减少2.41个百分点，主要因为（1）受配方注册政策影响，行业内实行了老产品优惠促销去库存措施，使得终端粉综合售价有所下降，（2）鲜奶采购价格上升；日化板块变化较小，2017年为20.32%。

2018年1~3月，公司实现营业收入20.59亿元，为2017年全年的25.38%，同比下降1.75%，主要是公司乳业板块收入有所下降所致；公司综合毛利率为29.72%，较2017年底上升3.72个百分点，其中日化板块受洗衣液和洗洁精一季度价格上涨影响，毛利率较2017年底上升7.77个百分点。

总体看，跟踪期内，受益于“千县计划”的进一步推进，公司乳制品和日化产品业务收入持续增长，主业盈利能力较强。

表2 公司营业总收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2015年			2016年			2017年			2018年1-3月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
日化业务	18.90	34.14	26.79	21.96	29.07	21.00	28.64	35.29	20.32	5.58	27.11	28.09
乳制品业务	34.78	62.83	27.36	45.79	60.63	31.08	47.06	58.00	28.67	14.36	69.73	29.85
其他	1.68	3.03	68.94	7.78	10.30	13.33	5.44	6.71	32.81	0.65	3.16	40.69
合计	55.35	100.00	28.42	75.52	100.00	26.32	81.14	100.00	26.00	20.59	100.00	29.72

资料来源：公司提供

2. 乳制品业务

双娃乳业已形成集饲草饲料种植加工、奶牛养殖繁育、畜牧业服务、技术研发、乳品加工、乳品销售六大业务于一体的产业体系，产业链较长。截至2017年底，双娃乳业资产总额57.01亿元，所有者权益合计39.72亿元；2017年实现营业收入47.06亿元，利润总额5.17亿元。截至2018年3月底，双娃乳业资产总额56.45元，所有者权益合计41.86亿元，2018年1~3月实现营业收入14.36亿元，利润总额2.48亿元。

(1) 原材料采购及奶源建设

公司乳制品业务的原材料主要为生鲜奶，另有部分包装材料的采购需求。其中，生鲜奶的供应以外部供应（主要通过建立奶厅、奶站向农户收购）为主、自有奶牛产奶为辅，再由有生鲜奶运输资格的专用奶车进行运输。包装材料全部源于外部采购，公司每年采用招投标的形式确定供应商。跟踪期内，随着终端产品销量增长，公司生鲜乳采购规模呈增长趋势。

表3 公司近年生鲜乳采购量数据（单位：万吨）

生鲜乳	2015年	2016年	2017年	18年1-3月
自产	16.97	16.82	17.62	4.28
外收	55.18	29.79	31.85	7.57
合计	72.15	46.61	49.47	11.85

资料来源：公司提供

奶源建设方面，公司保持“公司+基地+农户”的产业管理模式；截至2018年3月底，公司自有牛只和通过奶农养殖牛只的存栏数分别为31139和200761头，奶牛存栏数储备稳定。公司在呼伦贝尔地区拥有近186万亩的饲草饲料基地，其中持有土地使用证172万亩，持有草原使用证14万亩（土地使用证50年，草原使用证30年），同时外租一定面积的牧场土地，配套建设了1个饲料厂、3个良种荷斯坦奶牛基地、2个乳品厂。

表4 截至2018年3月底公司牛只存栏数据
(单位：头)

地区	自有	奶农
阿荣旗牛场	31139	102564

嵯岗牛场	--	98197
合计	31139	200761

资料来源：公司提供

奶牛养殖方面，双娃乳业实施了万头奶牛改良项目计划，从新西兰、澳大利亚引进了谱系明确、高产纯种荷斯坦奶牛（年产奶量高达7~10吨），并通过与内蒙古大学合作，将体外授精技术研究成果转化为更为先进的胚胎移植技术，培育出高产良种奶牛，改变了高产纯种奶牛单纯依靠进口的局面，首批获得了“国家良好农业规范认证示范牧场”称号。饲料种植加工方面，公司与农科院等多家科研院合作研制开发了高产奶牛各个生长阶段所需的精饲料，公司饲料厂房面积10302.64平方米，生产工艺及设备技术含量较高，年设计生产量10万吨，基本能够满足自有牛场的饲料用量。

生鲜乳采购价格方面，其价格根据奶牛的生理周期、按产奶期和干奶期浮动，同时市场需求也对鲜奶价格产生影响；奶牛存栏量下滑、市场的恶性竞争、生鲜乳产量萎缩、生产厂家集中等不利因素也是原料价格波动的主要原因。2017年，公司生鲜乳采购价格持续增长，2017年均价为2160元/吨。2018年1~3月，公司生鲜乳采购均价仍为2160元/吨。

表5 公司近年生鲜乳采购均价（单位：元/吨）

	2015年	2016年	2017年	18年1-3月
生鲜乳	2070	2150	2160	2160

资料来源：公司提供

注：此处的采购价为平均价格，主要由于外收奶在奶牛小区中，因此自产和外收奶价格差距不大。自产奶源指公司牛场中奶牛所产的鲜奶；外收奶源指公司由奶牛小区（长期合作户）里饲养的奶牛所产的鲜奶。由于公司对牛场、饲料厂、乳品厂均采用独立核算的方式进行财务考核，因此自产鲜奶也会有“单价”（单位成本）。

生鲜乳采购结算方面，针对农户采购，公司一方面采用向农民出售奶牛和饲料、定期从农户处收购生鲜奶作为回报的“物易物”方式，同时对差价部分采用现金结算方式；针对非农户采购（原料、包装材料等），公司主要采用

现金或票据的结算方式。

(2) 生产及销售

乳品生产方面，公司有两个乳品厂，分别为呼伦贝尔双娃乳业有限公司，厂房面积17023.34平方米；呼伦贝尔新巴尔虎左旗双娃乳业有限公司，厂房面积3700平方米。上述两家乳品厂公司生产能力分别为1400吨/日、600吨/日，其中阿荣旗地区乳品厂（呼伦贝尔双娃乳业有限公司）外收的生鲜乳多导致产能较大。一般情况下，公司1吨生鲜乳可生产120KG奶粉。公司主要乳业生产线分别为乳粉和豆粉生产线，均采用全套德国韦斯伐里亚公司GEA全自动收奶、巴氏、贮存生产线，以及自动收奶系统和先进的电脑控制系统，将天然纯牛奶经先进工艺高温浓缩、喷雾干燥处理制成奶粉，实现了生产设备的节能、环保、卫生安全及自动化控制。

双娃乳业的主要产品为工业奶粉（全脂奶粉），多作为乳饮料、冷饮、焙烤、糖果等行业的原料奶粉（又称“原料粉”）。公司的销售模式主要为直接点对点销售，销售区域遍布全国。公司会根据客户回款情况和质量反馈情况，将每一客户分为不同等级，并给予一定的优惠。

表 6 公司工业奶粉经营数据（单位：吨、万元/吨）

工业奶粉	2015年	2016年	2017年	18年1-3月
产量	123991	106270	121009	32800.00
销量	123653	105193	109713	35776.95
平均价格(含税)	2.00	2.64	2.67	2.70

资料来源：公司提供

注：数据仅包含工业奶粉。2015~2017年产量包括OEM分别为33300吨、52072吨和49600吨，2018年1~3月产量OEM包括10600吨。

由于现有产能不能满足市场推广和产品销售的需求，公司通过OEM方式实现产品的快速供应。同时，通过OEM合作方区域的选择，能够有效缩短运输半径，从而达到降低生产成本和运输成本的目的。OEM账期一般为现金结算无账期或30天内账期。

公司与OEM合作方主要通过两种合作模

式：（1）OEM合作方代采原材料（包括生产原材料与包装物），并提供代加工服务；（2）公司采购全部原材料，OEM合作方只提供代加工服务。两种模式均采用公司提供的核心生产技术，并通过全过程监督控制OEM产品质量。OEM合作方需要将所有原材料供应商资质及外检报告发送公司备案，包装纸箱使用前需要先将样品送至公司总部质量部门进行核检，通过核检后才能使用。对于OEM产品进行抽样和寄样检测，OEM驻场人员实施现场抽样检测，并将每批次产品寄样至公司总部质量部门进行核检，对未按要求和标准寄样的OEM工厂进行考核记录。公司对OEM产品生产全过程监督控制的同时，建立了市场终端反馈制度，通过终端反馈进行分类统计，并追溯至OEM合作方进行处理或改进。

2017年，公司工业奶粉产销量同比分别增长13.87%和4.30%，同时，工业奶粉销售均价同比增长1.14%；2018年1~3月工业奶粉产销量分别为32800.00吨和35776.95吨。工业奶粉产销率一直保持高水平，始终位于90%以上，2017年为90.67%。

销售价格方面，工业奶粉的国际市场定价权由每半月进行一次Global dairy trade竞价结果确定，公司主要依据此价格确定售价。由于价格调整周期较短、调整较为及时，工业奶粉价格的波动幅度和生鲜乳价格波动幅度较为一致。近三年，工业奶粉均价呈持续增长趋势，分别为2.00万元/吨、2.64万元/吨和2.67万元/吨，2018年1~3月工业奶粉均价上升至2.70万元/吨。

结算方面，公司下游客户多为企业，采用账期方式进行结算，账期一般为1~3个月。

2015年2月以来，公司开始推出婴幼儿配方奶粉（27类细分产品）、成人奶粉（包括中老年系列、学生系列、全职奶粉、全脂甜奶粉共12类细分产品）、豆浆粉（包括女士系列、经典系列、甜豆浆粉系列共9类细分产品）等40余款乳品市场终端产品。

表7 公司终端粉经营数据(单位:吨、万元/吨、万元)

产品		2016年	2017年	18年1-3月
配方粉	产能	16000.00	16000.00	4000.00
	产量	15123.23	15300.54	3950.00
	销量	14861.40	15119.32	3905.72
	平均价格(含税)	12.66	12.40	12.48
	销售额	188145.36	187474.34	48743.33
豆粉	产能	20000.00	20000.00	5000.00
	产量	18899.00	19825.00	5000.00
	销量	17029.55	18900.65	4912.85
	平均价格(含税)	3.77	3.27	3.27
	销售额	64201.41	61868.73	16085.87

资料来源:公司提供

公司自2015年推出配方粉后,依托公司原有产业链优势,2017年,公司配方粉产销量均得到一定提升,但受产品平均价格下降影响,2017年公司配方粉销售额同比略有下降;公司豆粉也呈现产销量增长,价格回落的态势,2017年实现销售额6.19亿元,同比下降3.63%。2018年1~3月,公司配方粉产销量同比下降11.55%和10.46%,均价较2017年有所上升;公司豆粉产销量同比下降16.39%和9.27%,均价为3.27万元/吨。

公司以“千县计划”为核心,立足8个核心省份,重点开辟500个县级市场,同时登陆互联网销售平台(如天猫、京东、一号店、顺丰、中粮我买网、苏宁、坨坨工社等大型电商)以及北京高端社区实体体验旗舰店。

跟踪期内,乳制品业务作为公司重要的收入来源,经营稳定,公司工业奶粉产销量保持增长,带动乳业板块业务收入规模增长,配方粉及豆粉受市场竞争影响,销售均价下滑,同时受原材料价格上涨影响,乳制品板块毛利率小幅下降。

3. 日化业务

公司日化业务主要由北京洛娃运营。根据公司收入构成划分,将美国攀柔莎企业集团有限公司(以下简称“美国攀柔莎”)纳入其他业务板块。因北京洛娃产品和美国攀柔莎产品

同属日化行业,因此将美国攀柔莎纳入该部分分析。

北京洛娃主要从事公司传统日化产品的生产销售工作,截至2017年底,北京洛娃资产总额22.86亿元,所有者权益合计6.25亿元;2017年实现营业收入28.64亿元,利润总额1.41亿元。截至2018年3月底,北京洛娃资产总额21.13亿元,所有者权益合计6.42亿元,2018年1~3月,北京洛娃实现营业收入5.58亿元,利润总额0.39亿元。美国攀柔莎主要针对中高端个人护理和家庭洗涤产品的国内外市场,截至2017年底,美国攀柔莎资产总额13.64亿元,负债总额10.34亿元,所有者权益总额3.3亿元,2017年实现营业收入1.16亿元,利润总额-0.25亿元。

(1) 北京洛娃业务

北京洛娃主营日化产品的研发、生产和销售,核心产品拥有自主知识产权,拥有厨房、居室、卫生间、衣物、商业清洗五大系列200多种产品,其中洗衣液、洗洁精、洁厕剂为主导产品。

原材料采购

公司日化板块的原材料包括生产用料(AES、磺酸、纯碱、AEO-9等)和包装用原料(包装瓶、自立袋、纸箱等),均为国内供应,基本无需进口。公司主要采取从生产厂家进货与从经销商进货相结合的方式,以降低对主要供应商的依赖程度。

从原材料构成看,前五大采购原料分别为AES、磺酸、AEO-9、自立袋和纸箱。公司采购的生产用原料有超过300种,其中以AES、磺酸和AEO-9为主,2017年上述三类原料占主要五类原材料采购总额的比重分别为22.37%、8.32%和5.58%,较2016年变化不大。公司采购的包装用原料主要为自立袋和纸箱,这两类占2017年采购总额的比重分别为31.39%和32.35%。整体看,公司对包装用料的采购额超过生产用料的采购额,但考虑到细化产品分类较多,不同产品的成本构成存在差异,高附加值的产品中生产用料所占比重相对较高。

表8 公司日化原材料采购情况(单位:万元、元/公斤、万公斤)

原材料	项目	2015年	2016年	2017年	2018年1-3月
AES	采购金额	18729	22722	28240	5106
	采购单价	5.85	6.04	6.83	6.79
	采购量	3201.54	3761.92	4134.70	752.00
磺酸	采购金额	7492	9089	10505	2042
	采购单价	8.00	8.12	7.37	7.41
	采购量	936.50	1119.33	1425.36	275.64
AEO-9	采购金额	4682	5681	7045	1277
	采购单价	12.35	12.33	12.12	12.55
	采购量	379.11	460.75	581.29	101.72
自立袋	采购金额	27157	31811	39630	7149
	采购单价	1.67	1.65	1.28	1.28
	采购量	16261.68	19279.39	30960	5584.80
纸箱	采购金额	27157	32947	40844	7404
	采购单价	4.44	4.45	4.85	4.85
	采购量	6116.44	7403.82	8421.47	1526.56

资料来源:公司提供

从采购价格看,2017年,主要生产原料AES均价为6.83元/公斤,同比增长13.08%,磺磺和AEO-9均价分别下降9.24%和1.70%,原料价格变动不大;包装用料中自立袋价格同比上升,纸箱价格同比下滑,整体看采购均价稳定性较强。2018年1~3月,原材料采购价格较2017年变动不大。

从采购结算看,公司采用现款现货、票据结算和预付货款相结合的支付方式,AES、磺磺、AEO-9等部分原材料采用预付款方式,近年来预付款结算方式比重有所增长。

产品生产

北京洛娃的生产设备引进德国和美国先进技术,实现从原材料配方到投料的自动化控制,提高了产品的稳定性和准确性;同时,整个配料工艺对余料和废水进行循环使用,基本实现污染物的零排放。生产方面,北京洛娃装备了国内领先的全自动自立袋包装生产线和全自动上瓶、罐装、拧盖、套标于一体的瓶装生产线,提高人均生产率和产品质量的同时,降低了人力成本,避免了用工危机;生产线在保留了浆

式和柜式搅拌机的基础上,引进国际领先的高剪切式乳化机系列,保证了产品质量的稳定性。

公司液体合成洗涤剂的设计产能为35万吨,目前已经投入运营的产能为20万吨,生产基地位于顺义;除自有生产基地外,公司在山东、河北、河南和浙江等地均有代加工厂。公司日化产品种类和用途呈多元化,主要分为洗衣液、洗洁精、洁厕剂、柔顺剂、油烟净五大类。2017年,公司合计生产各类液体洗涤剂共计31.42万吨,其中洗衣液22.00万吨、洗洁精4.42万吨、洁厕剂1.51万吨、柔顺剂1.59万吨和油烟净1.90万吨。

随着“千县计划”的实施,公司产能无法满足市场需求,公司逐步采取自建、收购及OEM模式进一步扩张产能。

产品销售

销量方面,2017年,公司五类主要日化产品合计销量达到32.66万吨,其中洗衣液增幅达到50.83%,主要源于“千县计划”逐步推进有效提升了县级市场对洛娃品牌的认知度,销售量进一步提高,油烟净销量小幅增长4.95%,其他产品销量均有小幅下滑。产销率方面,受公

司代工模式增加影响，公司合并口径产销率近几年保持较高水平。价格方面，2017年公司五类主要日化产品除洁厕剂略有增长外，其他产品销售均价（含税）均呈下降趋势，洗衣液、洗洁精、柔顺剂和油烟净降幅分别为6.94%、3.95%、18.61%和10.49%。

整体看，公司日化产品销售均价有下滑趋势，主力产品洗衣液销量增长，其余产品销量多呈下滑态势。

表9 近年来日化板块各产品产销情况
(单位: 万吨、%、元/吨)

产品	2015年	2016年	2017年	18年1-3月	
洗衣液	销量	12.74	15.01	22.64	3.91
	产销率	97.85	100.00	102.91	98.24
	均价(含税)	7692.25	7699.45	7165.36	7195.68
洗洁精	销量	4.02	4.55	4.41	1.17
	产销率	196.10	190.38	99.77	99.15
	均价(含税)	6639.25	6661.16	6398.15	6411.25
洁厕剂	销量	1.51	1.75	1.56	0.49
	产销率	115.27	115.13	103.31	100.00
	均价(含税)	4833.57	4833.69	4966.35	4955.28
柔顺剂	销量	2.42	2.65	1.93	0.71
	产销率	169.23	164.60	121.38	100.00
	均价(含税)	7679.56	7699.91	6266.98	6265.66
油烟净	销量	1.82	2.02	2.12	0.72
	产销率	107.69	106.32	111.58	100.00
	均价(含税)	18536.27	18556.65	16610.58	16590.88

资料来源: 公司提供

注: 日化产品产销率较高, 系销量中包含 OEM 代工产量。

2017年, 洗衣液、洗洁精、洁厕剂、柔顺剂和油烟净代工量分别为1.49万吨、0.81万吨、0.30万吨、0.32万吨和0.41万吨。公司日化板块以北京市场为核心, 逐步开发全国市场, 2017年, 北京市场销售比重为41%, 比重下降; 外埠市场以辽宁、黑龙江、河北等省为主, 2017

年销售比重分别为10%、7%和9%。2018年1~3月, 公司各市场的销售比重较2017年变化不大。

表10 近年来销售额区域分布情况(单位: %)

区域	2015年	2016年	2017年	18年1-3月
北京	45	43	41	42
辽宁	12	11	10	11
黑龙江	7	7	7	7
河北	7	8	9	8
山东	3	3	4	4
其他	26	28	29	28
合计	100	100	100	100

资料来源: 公司提供

营销模式方面, 北京洛娃目前形成传统渠道为主、配合电子商务营销的经营模式。传统渠道模式方面: 北京市场分为批发和零售两类模式, 零售业务主要通过物美、京客隆等连锁超市直接签订合同展开合作, 批发业务通过经销商展开; 外埠市场主要通过经销商合作模式进入地方超市货架, 一般在每个开展业务的城市配设一个经销网点, 1000个县级市场开拓主要通过经销商展开, 截至2018年3月底已开拓1600个县级市场。电子商务模式方面, 公司逐步进入电子商务市场, 先后与京东商城、苏宁易购、一号店等电商开展合作。

物流模式方面, 公司与专业物流公司建立合作关系。结算方面, 公司针对批发市场多为现金销售; 商超系统更多采用账期的方式进行结算, 账期由30天到120天不等, 账期在45~90天居多。

此外, 北京洛娃依据自身在日化行业中积累的历史经验和对行业判断, 开展了部分日化产品原材料的贸易业务, 2017年北京洛娃贸易业务实现收入1.94亿元, 主要包括AES和磺酸, 贸易业务毛利率较低, 约为2.39%。

(2) 美国攀柔莎业务

2015年8月, 公司完成收购攀柔莎(江苏)生物科技有限公司(以下简称“江苏攀柔莎”), 2016年8月2日, 江苏攀柔莎进入全国中小企业股份转让系统挂牌公开转让, 2016年

12月，江苏攀柔莎定向发行股票834万股，发行价格1.20元/股，发行对象为北京洛娃日化控股有限公司。2017年3月，江苏攀柔莎申请变更名称为“洛娃日化（江苏）股份有限公司”（以下简称“洛娃日化”）。2017年12月，全国中小企业股转系统发布《关于洛娃日化（江苏）股份有限公司股票终止股票挂牌的公告》，洛娃日化自2018年1月5日起终止股票挂牌。

2017年，公司通过支付4000万美元对价获得美国攀柔莎80%股权，并已于2017年9月将其纳入合并报表范围。美国攀柔莎坐落在美国的加利福尼亚州洛杉矶地区，是美国本土1998年成立的个人和家庭护理产品公司，拥有Panrosa、Vanissa（万莎）以及家庭护理LAVE和USOL品牌。公司计划美国攀柔莎总投资3亿美元（包括股权投资款）进行厂房设备建造，2018年5月，美国攀柔莎已经在美国获得生产许可证，并进行试生产。未来，公司将根据市场行情和公司发展需求，将美国攀柔莎产品进行境内外布局销售。

除北京洛娃及美国攀柔莎外，公司于2017年11月通过股权收购和购买可转债的方式完成对夏特拉尔1802公司（以下简称“夏特拉尔”）的收购（持股77.34%），其中股权收购金额576.19万欧元，可转债收购金额76.35万欧元，夏特拉尔是法国普罗旺斯地区一家从事个人护理产品的全产业链日化企业，产品包括香皂、精油、个人护理、家居用品等一千多个品类。

跟踪期内，公司传统日化产品销售均价有下滑趋势，除主力产品洗衣液销量增长外，其余产品多呈下降趋势；公司在海外完成对美国攀柔莎及夏特拉尔的收购，随着工厂的正式投产，未来日化板块产能规模和业务布局将进一步扩大。

4. 其他业务

公司其他业务包括商业地产业务、酒店租

赁业务和法国农业业务等。

公司所属的洛娃大厦坐落于北京望京地区，由三栋花园式5A级智能化涉外甲级写字楼组成，出租率常年保持在95%以上。2017年，大厦租赁业务实现收入0.65亿元，毛利率为96.59%，为公司带来稳定的收入和利润。2018年1~3月，洛娃大厦租赁业务实现收入0.25亿元，毛利率97.39%。

由于公司转让了旗下的金潮玉玛国际酒店和金潮玉玛丫髻山国际森林酒店的经营权，由经营主体转换为出租方，公司每年以“保底+浮动”的方式向酒店承租方收取租金，2017年实际收取租金为2609.53万元。

进出口业务主要由北京洛娃进出口有限公司（以下简称“洛娃进出口”）运营，洛娃进出口成立于2000年11月，注册资本为30000万元，以进出口贸易为核心，发展国内国际商贸、产品加工，海陆物流运输，项目投资四个板块。其中，货物进出口产品包括：有色金属，木材，饲料，石化产品等；洛娃进出口与云南文产国际投资开发有限公司开展合作代理其铜精矿进出口业务，还服务于洛娃集团乳制品板块的饲料原料的进口业务，现已取得美国饲料出口商的国内代理权。截至2017年底，洛娃进出口资产总额3.81亿元，所有者权益3.26亿元；2017年，洛娃进出口实现营业收入2.28亿元，利润总额0.04亿元。

近年来，公司先后完成对法国小麦平原农业公司、法国香布思农业公司、法国图芒农业公司、法国大福来农业公司、法国大美农业公司、贝尔日黑农业公司、拉波尔农业土地集团和克里斯克农业土地集团八家公司名下的土地收购，开展粗粮及面粉生产等业务。截至2017年底，法国农业项目合计总资产2.08亿欧元（约合人民币16.22亿元），2017年实现营业收入0.11亿欧元（约合人民币0.86亿元），净利润0.03亿欧元（约合人民币0.23亿元）。

表11 公司法国收购土地情况

公司名称	地号	土地面积	收购比例 (%)	收购价格 (万欧元)
法国小麦平原农业公司	#8	自有土地 102.40 公顷	99	470.01
法国香布思农业公司	#15	自有土地 516 公顷、租赁土地 500 公顷	98	2858.92
法国图芒农业公司	#17	自有土地 370 公顷	98	1963.92
法国大福来农业公司	#19	自有土地 114.38 公顷	99	984.79
拉波尔农业土地集团			90	
法国大美农业公司	#20	自有土地 120.57 公顷	99	806.82
克里斯克农业土地集团			98	
贝尔日黑农业公司	#23	自有土地 138.40 公顷	99	685.89
阿科兰农业土地公司	32#	自有土地 946.3622 公顷	99	8163.96
拉瓦雷纳农业土地公司			99	
赫格黑尔农业土地公司			99	
阿科林农业开发公司			99	
黑塞赫巫农业开发公司			99	
皮埃尔梅耶农业开发公司			99	
安德烈梅耶农业开发公司			99	
梅西尼尔农业开发公司	26#	自有土地 124 公顷	99	1724.63
合计			--	17658.94

资料来源：公司提供

5. 经营效率

2017年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为7.62次、4.56次和0.45次，较2016年均有所下降。公司经营效率指标有所弱化，整体经营效率尚可。

美国攀柔莎设备	8000.00	278.57	7721.43
洛娃大厦 D、E 座改扩建	25000.00	--	25000
法国 1802 设备改造	8000.00	--	8000
合计	47500.00	459.22	47040.78

资料来源：公司提供

6. 在建项目

在建项目方面，公司主要在建项目为阿荣旗牛场扩建、美国攀柔莎生产线建造项目，拟建项目包括洛娃大厦D、E座改扩建和法国1802设备改造项目，项目总投资4.75亿元，截至2018年3月底，已完成投资459.22万元。公司在建及拟建项目投资规模不大，2018年项目投资仍存在一定融资需求。

表12 截至2018年3月底公司主要在建及拟建项目
(单位：万元)

项目名称	总投资	截至 2018 年 3 月底已完成投资	2018 年 4-12 月投资计划
阿荣旗牛场改扩建	6500.00	180.65	6319.35

7. 未来发展规划

未来在投资策略上，公司将日化和乳业作为企业发展的根基，形成更加具有竞争性和产业领导力的企业发展格局。

日化业务方面，随着城镇化建设进程的推进和网络营销功能的完善，公司的核心工作将向新市场的开发转移，实现产销量的重大突破。具体表现为继续扩大商超系统的覆盖率，加大批发市场的开发力度以及快速抢占电子商务市场。洛娃日化提出“千县计划”市场渠道策略以响应国家新型城镇化政策，计划在两年内让洛娃日化产品进入1000个县级市场。随着日化市场的扩大，洛娃日化将千县目标拓展至全国2000个县级市场，目前已实现约1600个目标县

级市场。

乳制品方面，公司将奶源的进一步扩大和产能的进一步提高作为未来三年的中心工作。公司将加大奶源建设投资力度，确保奶源品质和供应量；将通过设备改造、升级及引进手段，确保鲜奶加工，使生产能力和奶源开发同步发展；调整饲料厂的原料采购模式，降低生产成本，提高经济效益；改造草原，保护环境，创造长期效益。

总体看，公司发展规划围绕主业展开，规划清晰，目前在建项目已基本完成投资，短期看公司未来投资项目的融资需求不大，资金需求主要源于营运资金。随着公司经营规模的提升，以及营销渠道的开发拓展，未来营运资金需求将有所上升。

十、财务分析

公司提供的2017年财务报表已经中兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告，公司提供的2018年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，截至2017年底，公司合并范围较2016年底新增13家，其中收购新增子公司12家，新设子公司2家，注销子公司1家。截至2018年3月底，公司合并范围子公司较2017年底无变化，公司合并范围二级子公司29家。

截至2017年底，公司（合并）资产总额195.18亿元，所有者权益合计94.25亿元（其中少数股东权益1.30亿元）；2017年，公司实现营业收入81.14亿元，利润总额6.34亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额为186.79亿元，所有者权益合计96.73亿元（其中少数股东权益1.30亿元）；2018年1~3月，公司实现营业收入20.59亿元，利润总额2.73亿元。

1. 资产质量

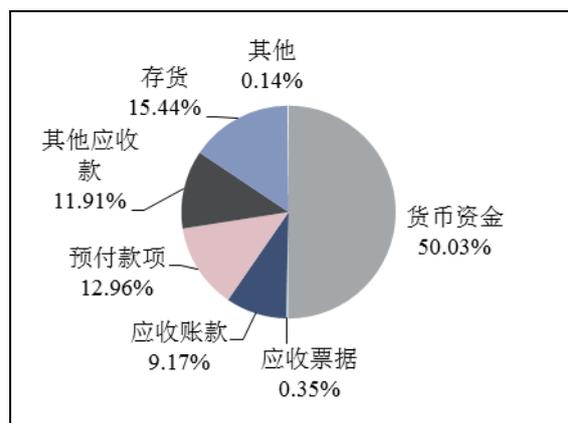
截至2017年底，公司资产总额为195.18亿

元，较2016年增长16.26%。其中流动资产和非流动资产分别占54.62%和45.38%，流动资产比重较2016年底下降2.09个百分点。

流动资产

截至2017年底，公司流动资产106.61亿元，同比增长11.98%，主要来自货币资金、预付款项和存货的增长。从构成看，以货币资金、预付款项、其他应收款和存货为主。

图4 2017年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

截至2017年底，公司货币资金为53.34亿元，同比增长12.13%，以银行存款为主（占91.78%）。其中使用受限的货币资金为5.04亿元，主要是银行承兑汇票保证金，剔除受限后的现金类资产为48.68亿元，占流动资产的45.66%，资产流动性较好。

截至2017年底，公司应收账款同比下降11.27%至9.78亿元，系公司加大催账力度，收回货款所致。公司应收账款全部按信用风险特征组合计提坏账准备，综合计提比例0.79%，计提比例偏低，从账龄看，1年以内的占92.22%，1至2年的占7.72%，2至3年的占0.05%，3至5年的占0.02%，综合账龄短。截至2017年底，欠款方前5名应收账款占总额的41.79%，集中度高。

表13 截至2017年底公司应收账款余额前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	金额	占比	是否关联方
天津九州雄鹰商贸有限公司	1.88	19.11	非关联方

广东东泰乳业有限公司	0.65	6.62	非关联方
南京卫岗乳业有限公司	0.56	5.69	非关联方
天津娃哈哈宏振食品饮料贸易有限公司	0.52	5.25	非关联方
天津东丹煜喜商贸有限公司	0.50	5.12	非关联方
合计	4.12	41.79	--

资料来源：公司审计报告

截至2017年底，公司预付款项13.82亿元，较2016年底增长101.86%，主要系企业采购量增大所致。从账龄来看，1年以内占91.66%，预付款项期末余额的前5名占比54.78%，集中度高。

表 14 截至 2017 年底公司预付款项余额前五名情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占比	是否关联方
北京华洗精化科技有限公司	4.84	35.06	否
丰昌永灿(北京)贸易有限公司	0.92	6.67	否
北京润发科技发展有限公司	0.90	6.54	否
牙克石牧人乳业有限公司	0.60	4.34	否
云南文产国际投资开发有限公司	0.30	2.17	否
合计	7.57	54.78	--

资料来源：公司审计报告

截至2017年底，公司其他应收款12.70亿元，同比下降增长35.79%，系2017年9月公司完成收购美国攀柔莎，原计入其他应收款的收购款项约人民币5.02亿元转入固定资产等科目。截至2017年底，公司其他应收款计提坏账准备0.05亿元，计提比例低。截至2017年底，其他应收款前五名欠款金额合计1.94亿元，占比15.26%，集中度一般。

表 15 截至2017年底公司其他应收款前五名
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	占比	是否关联方
北京奥啦啦法式食品有限公司	0.79	6.22	非关联方

北京鸿发房地产开发有限公司	0.31	2.45	非关联方
丫髻山房地产开发有限公司	0.31	2.45	非关联方
南京卫岗乳业有限公司	0.27	2.10	非关联方
北京金潮玉玛国际酒店有限公司	0.25	2.04	非关联方
合计	1.94	15.26	--

资料来源：公司审计报告

截至2017年底，公司存货账面价值为16.46亿元，同比增长66.98%，系公司营业收入增长，采购的原材料、产成品增加及美国攀柔莎当期纳入合并范围所致，公司对存货计提跌价准备9.24万元，仅为原材料计提的跌价准备。

非流动资产

截至2017年底，公司非流动资产为88.57亿元，同比增长21.86%，主要来自固定资产的增长。从构成看，以投资性房地产(占28.62%)、固定资产(占36.15%)和无形资产(占20.33%)为主。

截至2017年底，公司投资性房地产为25.35亿元，包括集团投资性房地产23.65亿元(主要包括洛娃大厦、金潮玉玛酒店和丫髻山酒店)和子公司北京晓星电脑技术有限公司投资性房地产1.67亿元。

截至2017年底，公司固定资产账面价值为32.01亿元，同比增长79.35%，系2017年公司对外收购美国攀柔莎等子公司所致。从构成看，由房屋建筑物(占96.44%)、机器设备(占3.13%)、运输设备(占0.25%)和办公及其他设备(占0.18%)构成；公司固定资产累计折旧6.12亿元，未计提减值准备。

截至2017年底，公司在建工程2.63亿元，较2016年底增加2.50亿元，系2017年公司收购美国攀柔莎公司新增1.03亿元在建厂房、生产线工程，其余为北京日化新车间、生产线及附属建筑以及乳品厂生产线改造新增投入所致。

截至2017年底，公司无形资产18.01亿元，较2016年底小幅下降1.65%。构成来看，主要是土地使用权17.61亿元；公司累计摊销2.81亿元，未计提减值准备。

截至2017年底，公司商誉0.51亿元，系子公司美国攀柔莎收购法国夏特拉公司形成。

截至2018年3月底，公司资产合计186.79亿元，较2017年底下降4.29%，主要来自流动资产的减少，其中流动资产占比52.36%，非流动资产占47.64%，流动资产比重较2017年底下降2.26个百分点。截至2018年3月底，公司预付款项较2017年底下降34.70%至9.02亿元，系公司预付款收到发票后进行核销处理所致；公司存货较2017年底下降11.77%至14.52亿元；其他科目较2017年底变动不大。

截至2018年3月底，公司受限资产账面价值22.12亿元，主要为金潮玉玛酒店1~3、5~7房屋和土地使用权（账面价值3.11亿元）、金潮玉玛丫髻山森林酒店房屋及土地（账面价值8.32亿元）、双娃乳业47.8%股权（账面价值2.17亿元）、北京洛娃40%股权（账面价值1.20亿元）和银行存款保证金（6.23亿元）。

跟踪期内，公司因对外收购导致合并范围子公司增加，公司资产规模增长，其中固定资产增长较大，流动资产占比小幅下降；公司货币资金、其他应收款和存货规模较大，流动性较好；总体看，公司资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至2017年底，公司所有者权益合计94.25亿元，同比增长6.01%，主要来自未分配利润及少数股东权益的增加。从构成看，实收资本占2.36%，资本公积占34.78%，盈余公积占0.33%，未分配利润占61.15%，少数股东权益占1.38%。截至2018年3月底，因未分配利润的增长，公司所有者权益合计96.73亿元，较2017年底增长2.63%，结构无较大变动。

跟踪期内，公司所有者权益增长，其中未分配利润占比较大，公司权益稳定性偏弱。

负债

截至2017年底，公司总负债为100.92亿元，同比增长27.79%，主要来自非流动负债的增长。

其中流动负债和非流动负债分别占39.45%和60.55%，非流动负债比重较2016年底上升13.81个百分点。

截至2017年底，公司流动负债39.82亿元，同比增长7.85%，主要是应付票据、应付账款和预收款项增加所致。截至2017年底，流动负债主要由短期借款（占22.55%）、应付票据（占25.33%）、应付账款（占17.44%）和预收款项（占15.79%）构成。

截至2017年底，公司短期借款8.98亿元，同比下降22.83%。主要包括信用借款0.08亿元、保证借款0.35亿元、抵押借款6.05亿元、综合授信借款2.00亿元和质押借款0.50亿元。

截至2017年底，公司应付票据10.09亿元，同比增长38.54%，全部为银行承兑汇票，系公司经营规模扩张，采购增加和上游供应商结算多采用银行承兑汇票所致。

截至2017年底，公司应付账款6.94亿元，同比增长42.18%，系公司合并范围内子公司增加以及采购量增加导致应付账款增长，主要是应付的货款。

截至2017年底，公司预收款项同比大幅增至6.29亿元，主要是2017年四季度公司开展经销商订货促销活动，订单大幅增长，导致预收款大幅增长。

截至2017年底，公司其他流动负债3.38亿元，较2016年底下降66.23%，主要系公司于2016年7月的“16洛娃科技CP002”，2016年12月发行的“16洛娃科技CP003”均到期所致，公司于2017年12月新发行3亿元“17洛娃科技CP001”。

截至2017年底，公司非流动负债61.11亿元，同比增长45.30%，主要来自应付债券的增加。截至2017年底，公司应付债券58.47亿元，同比增长48.02%，系公司2017年发行“17洛娃01”12亿元公司债和2亿元美元债券所致。

有息债务方面，截至2017年底公司全部债务为80.67亿元，同比增长17.69%。短期债务22.06亿元（占27.35%），同比下降23.69%；长

期债务58.61亿元（占72.65%），同比增长47.88%。受有息债务持续增长影响，截至2017年底，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均较2016年底有所上升，分别为51.71%、46.12%和38.34%。

截至2018年3月底，公司负债总额90.06亿元，较2017年底下降10.76%，流动负债和非流动负债分别占36.35%和63.65%，非流动负债比重进一步提高。截至2018年3月底，公司应付账款较2017年底下降46.06%，系公司部分货款支付转为票据结算所致；公司预收款项较2017年底下降62.63%，系2017年底经销商订货会形成的预收款逐步确认收入所致。截至2018年3月底，公司全部债务79.46亿元，短期债务24.64亿元（占31.00%），长期债务54.83亿元（占69.00%）。截至2018年3月底，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较2017年底有所下降，分别为48.21%、45.10%和36.17%。

跟踪期内，公司负债规模增长较快，以非流动负债为主；有息债务规模持续增加。

3. 盈利能力

2017年，公司实现营业总收入81.14亿元，同比增长7.45%；同期营业成本为60.04亿元，同比增长7.91%，2017年公司营业利润率为25.56%，较2016年变动不大。

2017年，公司期间费用14.55亿元，同比增长18.17%，主要来自管理费用和财务费用的增长，管理费用4.46亿元，同比增长93.95%，系公司拓展业务需要，人员费用增加，财务费用3.02亿元，同比增长70.10%，系当期公司融资规模增大，融资成本上升，利息支出增加所致；销售费用7.08亿元，同比下降14.12%，系公司将涉及到人员的市场开发费用计入管理费用所致。2017年，公司期间费用占营业总收入的17.93%，同比增加1.62个百分点。期间费用对公司利润有一定侵蚀，期间费用控制能力有待加强。

2017年，公司利润总额为6.34亿元，同比下降14.12%，系公司为提高市场占有率、扩大销量及增强竞争力主动对产品降价所致。

盈利指标方面，2017年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为4.87%和5.40%，较2016年分别减少0.16个百分点和0.90个百分点，盈利水平小幅下降。

2018年1~3月，公司实现营业总收入和利润总额分别为20.59亿元和2.73亿元，为2017年全年的25.38%和43.06%，同比分别下降1.75%和5.51%，主要是公司乳业板块收入同比下降所致；营业利润率29.49%，较2017年上升3.93个百分点。

跟踪期内，公司营业收入小幅增长，但受营业成本投入较大、部分产品价格主动下降和期间费用快速上升的影响，公司利润总额有所下滑。

4. 现金流及保障

2017年，公司经营现金流入92.23亿元，同比增长20.02%，主要是销售商品、提供劳务收到的现金86.70亿元，公司收到其他与经营活动有关的现金5.51亿元；同期，公司经营现金流出80.23亿元，同比增长20.12%，主要是购买商品、接受劳务支付的现金67.28亿元，公司支付其他与经营有关的现金5.53亿元主要是销售费用、管理费用等期间费用以及往来款等。2017年，公司经营现金流量净额为12.00亿元。公司现金收入比为106.85%，收入实现质量一般。

2017年，公司投资活动现金流入0.02亿元；同期，公司投资活动现金流出14.35亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金8.87亿元和取得子公司等支付的现金净额5.48亿元。2017年，公司投资活动现金流量净额-14.33亿元。

2017年，公司筹资活动现金流入53.29亿元，同比增长17.97%，主要是公司收到其他与筹资活动有关的现金16.53亿元较2016年大幅

增长，主要系收到票据保证金所致；同期，筹资活动现金流出43.21亿元，同比下降7.88%，其中支付其他与筹资活动有关的现金12.45亿元，主要是支付的票据保证金。2017年，公司筹资活动现金流量净额为10.08亿元。

2018年1~3月，公司经营活动现金流量净额为2.96亿元，现金收入比为146.41%，同期，公司投资活动无现金流入，投资活动现金流量净额为-0.07亿元；公司筹资活动现金流量净额为-4.38亿元。

跟踪期内，公司经营活动现金流规模有所增长，现金收入质量一般，投资活动现金流出规模较大，未来，公司来自业务扩张及偿还到期债务所需资金规模较大，有一定融资需求。

5. 偿债能力

短期偿债能力方面，截至2017年底，公司流动比率和速动比率分别为267.75%和226.41%，2017年公司经营现金流动负债比为30.14%。截至2018年3月底，公司流动比率和速动比率分别为298.77%和254.41%。整体看，公司短期偿债能力较强。

长期偿债能力方面，2017年公司EBITDA为12.92亿元，EBITDA利息倍数为3.78倍，全部债务/EBITDA倍数6.24倍。总体看，跟踪期内，公司EBITDA对债务本息的保障能力较强。

截至2018年3月底，公司对外担保合计1.92亿元，全部为对北京紫铜鸿发矿业投资有限公司（以下简称“紫铜矿业”）提供的贷款担保。紫铜矿业成立于2004年7月，注册资本6000万元，经营范围为项目投资、技术推广服务和销售矿产品（不含煤炭及石油产品），截至2017年底，紫铜矿业资产总额33.80亿元，所有者权益合计30.67亿元，2017年营业收入和利润总额分别为2.42亿元和0.69亿元。公司提供的企业信用报告（日期为2018年5月24日）显示，该笔担保被列入关注类，根据国家开发银行北京市分行《答复函》显示：自2012年起，国家开发银行北京市分行向紫铜矿业提供金额为2.82亿元

长期贷款，该笔贷款于2014年11月进入还款期，截至2018年1月23日（《答复函》落款日期），该笔贷款还本付息正常，没有出现超预期拖欠现象。联合资信将持续关注公司对外担保情况。

截至2018年3月底，公司共获得各银行授信额度合计22.73亿元，尚未使用授信额度0.53亿元。公司融资渠道亟待拓宽。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行查询的《企业信用报告（银行版）》，截至2018年5月24日，公司不存在未结清的不良信贷信息记录，有两笔已结清的关注类贷款，目前已全部结清；有一笔担保关注类，如上文所示。

7. 抗风险能力

基于对公司所属行业发展趋势的基本判断、公司自身经营及财务状况，公司整体抗风险能力较强。

十一、存续债券偿还能力分析

截至2017年底和2018年3月底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产分别为48.68亿元和45.72亿元，分别为“17洛娃科技CP001”和“16洛娃科技MTN001”合计发行规模（共9.50亿元）的5.12倍和4.81倍；2017年，公司经营活动现金流入量和经营活动现金净流量分别为92.23亿元和12.00亿元，对“17洛娃科技CP001”和“16洛娃科技MTN001”合计发行规模的覆盖倍数分别为9.71倍和1.26倍。公司现金类资产、经营活动现金流对“17洛娃科技CP001”和“16洛娃科技MTN001”的保障能力较好。

截至2018年3月底，公司存续债券规模57.67亿元（含2亿美元债），公司一年内到期债券余额8.50亿元，截至2017年底和2018年3月底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产分别为一年内到期债券余额的5.73倍和5.38倍，2017年公司经营活动现金流入量和经营活动现

金净流量分别为一年内到期债券余额的10.85倍和1.41倍；公司存续债券“15洛娃01”将于2018年12月行权，考虑债券投资者行使回售权，公司一年内到期债券余额增加至18.50亿元，公司偿债压力增加，截至2017年底和2018年3月底，公司剔除受限货币资金后的现金类资产分别为一年内到期债券余额的2.63倍和2.47倍，2017年公司经营活动现金流入量为一年内到期债券余额的4.99倍。

2017年，公司经营活动现金流入量为应付债券余额的1.60倍，经营活动现金流量净额为应付债券余额的0.21倍，公司经营活动现金流入量对应付债券余额的保障能力较好。

经营活动现金流入量/一年内到期债券余额	4.99
经营活动现金流入量/应付债券余额	1.60

资料来源：联合资信整理

注：1、表中一年内到期债券余额包含“15洛娃01”；2、应付债券中包含2亿美元债，按照企业提供的2017年年度报告中“应付债券”科目折算为12.67亿元人民币。

总体看，公司现金类资产、经营活动现金流对“17洛娃科技CP001”和“16洛娃科技MTN001”的保障能力较好；公司现金类资产、经营活动现金流入量对一年内到期债券余额保障能力较好；公司经营活动现金流入量对应付债券余额的保障能力较好。

十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，“16洛娃科技MTN001”的信用等级为AA，维持“17洛娃科技CP001”的信用等级为A-1。

表16 公司存续期债务融资工具情况

债券名称	发行日	到期日	期限 (年)	债券余额 (亿元)
15洛娃科技PPN001	2015/8/3	2018/8/3	2+1	4.30
17洛娃科技CP001	2017/12/6	2018/12/6	1	3.00
16洛娃科技PPN001	2016/2/24	2019/2/24	2+1	1.20
16洛娃科技MTN001	2016/6/22	2019/6/22	3	4.50
15洛娃01	2015/12/28	2018/12/28	3+2	10.00
16洛娃01	2016/7/5	2019/7/5	3+2	10.00
17洛娃01	2017/3/3	2020/3/3	3+2	12.00
合计	--	--	--	45.00
洛娃 7.25% N2020	2017/01/25	2020/01/25	3	2 亿 USD

资料来源：公司提供、Wind 资讯

注：1、“15洛娃01”、“16洛娃01”和“17洛娃01”到期日按照行权日统计；2、洛娃 7.25% N2020 为公司发行的 2 亿美元债；3、公司于 2017 年 7 月偿还 5.70 亿元“15洛娃科技 PPN”（发行额度 10 亿元），于 2018 年 2 月偿还 3.80 亿元“16洛娃科技 PPN”（发行额度 5 亿元）。

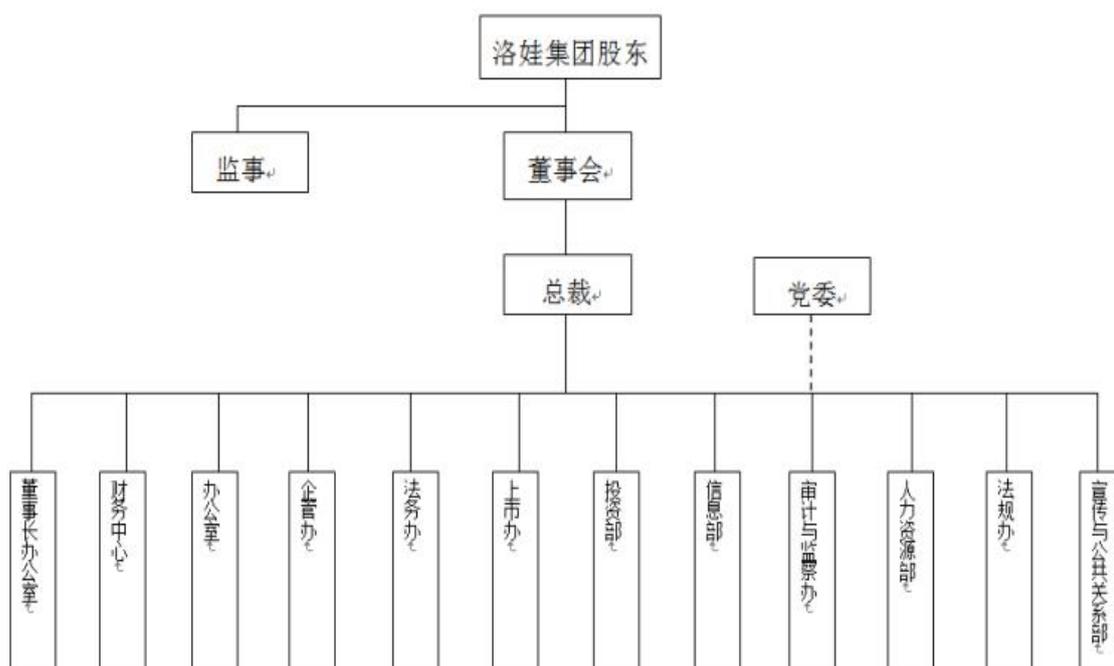
表17 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项目	2017年
一年内到期债券余额	18.50
现金类资产/一年内到期债券余额	2.63

附件 1-1 截至 2018 年 3 月底公司股权结构图

股东	出资额（万元）	持股比例（%）
胡克勤	18050	81.31
胡静竹	3550	15.99
李桂玲	300	1.35
董雪梅	300	1.35
合计	22200	100.00

附件 1-2 组织结构图



附件 1-3 截至 2018 年 3 月底公司合并范围内子公司情况

序号	企业名称	公司层级	注册资本金（万元）	持股比例（%）
1	北京洛娃日化有限公司	二级	20000.00	100
2	北京双娃乳业有限公司	二级	10000.00	100
3	北京洛娃进出口有限公司	二级	30000.00	100
4	北京洛娃物业管理有限公司	二级	300.00	100
5	北京洛娃农业生态园有限公司	二级	20.00	100
6	北京晓星电脑技术有限公司	二级	3466.836	100
7	北京桃源溪谷度假村有限公司	二级	100.00	100
8	洛娃国际控股有限公司	二级	20000.00	100
9	法国小麦平原农业公司	二级	0.10（欧元）	100
10	法国香布斯农业公司	二级	18.25（欧元）	98
11	法国图茫农业公司	二级	1.50（欧元）	98
12	法国大福来农业公司	二级	1.00（欧元）	99
13	拉波尔农业土地集团	二级	1.00（欧元）	98
14	法国大美农业公司	二级	10.48（欧元）	99
15	克里斯克农业土地	二级	0.64（欧元）	100
16	贝尔日黑农业公司	二级	94.20（欧元）	90
17	美国攀柔莎企业集团有限公司	二级	5000.00（美元）	80
18	洛娃（香港）国际有限公司	二级	1.00（港元）	100
19	阿科兰农业土地公司	二级	29.20（欧元）	99
20	拉瓦雷纳农业土地公司	二级	267.87（欧元）	99
21	赫格黑尔农业土地公司	二级	99.06（欧元）	99
22	阿科林农业开发公司	二级	0.1（欧元）	99
23	黑塞赫巫农业开发公司	二级	7.52（欧元）	99
24	皮埃尔梅耶农业开发公司	二级	98.57（欧元）	99
25	安德烈梅耶农业开发公司	二级	16.63（欧元）	99
26	梅西尼尔农业开发公司	二级	177.62（欧元）	99
27	聚源（法国）投资公司	二级	335.60	85
28	呼伦贝尔双娃牧场有限公司	二级	50.00	100
29	呼伦贝尔鄂伦春自治旗双娃乳业有限责任公司	二级	50.00	100

附件 2 公司主要财务数据及计算指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	36.58	47.70	53.72	51.95
资产总额(亿元)	135.71	167.88	195.18	186.79
所有者权益(亿元)	84.19	88.91	94.25	96.73
短期债务(亿元)	25.79	28.92	22.06	24.64
长期债务(亿元)	20.15	39.63	58.61	54.83
全部债务(亿元)	45.94	68.55	80.67	79.46
营业总收入(亿元)	55.35	75.52	81.14	20.59
利润总额(亿元)	8.26	6.84	6.34	2.73
EBITDA(亿元)	11.74	11.92	12.92	--
经营性净现金流(亿元)	18.66	10.05	12.00	2.96
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.94	9.20	7.62	--
存货周转次数(次)	4.62	6.25	4.56	--
总资产周转次数(次)	0.44	0.50	0.45	--
现金收入比(%)	115.40	97.42	106.85	146.41
营业利润率(%)	27.83	25.57	25.56	29.49
总资本收益率(%)	6.54	5.03	4.87	--
净资产收益率(%)	8.33	6.30	5.40	--
长期债务资本化比率(%)	19.31	30.83	38.34	36.17
全部债务资本化比率(%)	35.30	43.53	46.12	45.10
资产负债率(%)	37.96	47.04	51.71	48.21
流动比率(%)	213.13	257.88	267.75	298.77
速动比率(%)	185.66	231.19	226.41	254.41
经营现金流动负债比(%)	64.37	27.23	30.14	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.82	5.14	3.78	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.91	5.75	6.24	--

注：1. 2018 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债中的有息债务计入短期债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率=(本期-上期)/上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/(平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本~营业税金及附加)/营业总收入×100%
债务结构指标	
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%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他流动负债中的有息债务
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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。详见下表：

信用等级设置	含 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

附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含 义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-4 短期债券信用等级设置及其含义

联合资信短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。详见下表：

信用等级设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
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，安全性易受不良环境变化的影响
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