

信用等级公告

联合评字[2016]382 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内蒙古圣牧高科牧业有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2016 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，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“稳定”

内蒙古圣牧高科牧业有限公司拟公开发行的 2016 年公司债券（第一期）信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年五月十二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层

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

2016 年公司债券（第一期）信用评级分析报告

本次公司债券信用等级：AA

发行人主体信用等级：AA

评级展望：稳定

本次发行规模：基础发行规模为 4 亿元，可超额配售不超过 2 亿元

债券期限：不超过 5 年期

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2016 年 5 月 12 日

财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额(亿元)	31.13	63.57	93.33
所有者权益(亿元)	17.08	37.13	48.38
长期债务(亿元)	0.00	1.50	11.17
全部债务(亿元)	9.52	15.31	30.07
营业收入(亿元)	11.45	21.50	31.75
净利润(亿元)	3.74	9.04	10.66
EBITDA(亿元)	4.37	10.28	12.95
经营性净现金流(亿元)	3.64	4.28	9.25
营业利润率(%)	42.90	49.76	46.65
净资产收益率(%)	25.59	33.35	24.94
资产负债率(%)	45.13	41.59	48.16
全部债务资本化比率(%)	35.78	29.20	38.33
流动比率(倍)	0.45	0.91	1.15
EBITDA 全部债务比(倍)	0.46	0.67	0.43
EBITDA 利息倍数(倍)	13.32	14.94	10.25
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.73	1.71	2.16

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

2. 此表中全部债务未包含“一年内到期的非流动负债”，原因为作为一年内到期的非流动负债的股东借款将到期后直接做债转股处理，公司未来无需偿还，故不作为有息债务计入。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对内蒙古圣牧高科牧业有限公司（以下简称“圣牧高科”或“公司”）的评级反映了公司作为中国唯一一家符合欧盟有机标准的垂直整合有机乳制品企业，在产品质量、牧场地缘、有机奶行业地位等方面具有的竞争优势。同时，联合评级也关注到乳制品行业竞争激烈、公司有机奶品牌面世时间短、产能尚未充分发挥等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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，近年来公司经营规模迅速扩大。未来随着有机畜牧场、液态奶生产线的扩建，公司实力将得到提升，公司在有机牛奶市场的竞争优势将进一步得到体现。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 受有机认证等壁垒的限制，国内有机奶的供应尚存在缺口，公司作为有机乳品重要生产企业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品企业，同时也是在国内有机原料奶市场中拥有市场份额最高的乳制品企业，行业地位突出。

3. 公司的有机牧场均位于内蒙古乌兰布和沙漠，养殖环境优良，适宜奶牛生长，在牧场地缘方面具有天然优势；公司拥有丰富的牧场养殖经验并制定了完善的质量安全控制管理体系。

4. 公司采购渠道通畅，与主要原材料供应商建立了长期战略合作关系，有机奶牛饲料

5.自开展液态奶产品以来，公司收入规模持续高速增长，毛利等盈利指标始终处于行业较高水平，盈利能力强。

关注

1. 乳制品产业易受自然灾害、疫病、食品安全等外部突发因素影响，公司经营面临一定行业突发风险；随着国际乳制品市场供给的不断增长和欧盟乳制品配额取消、中澳自由贸易协定等政策的逐步落实，国际乳制品产品将可能对国内乳制品行业形成一定的竞争压力。

2. 公司自有品牌有机奶面世时间较短，消费者对公司产品的认知度尚待培养，面临来自国内知名乳制品企业较大的市场竞争压力。

3. 公司产品价格如进一步下降，未来可能对公司盈利状况产生一定的影响。

4. 公司近年来产能尚未充分发挥，如未来市场不能达到规划预期，公司承受较大的市场压力。

分析师

周 旭

电 话：010-85172818

邮 箱：zhouk@unitedratings.com.cn

刘克东

电 话：010-85172818

邮 箱：liukd@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：

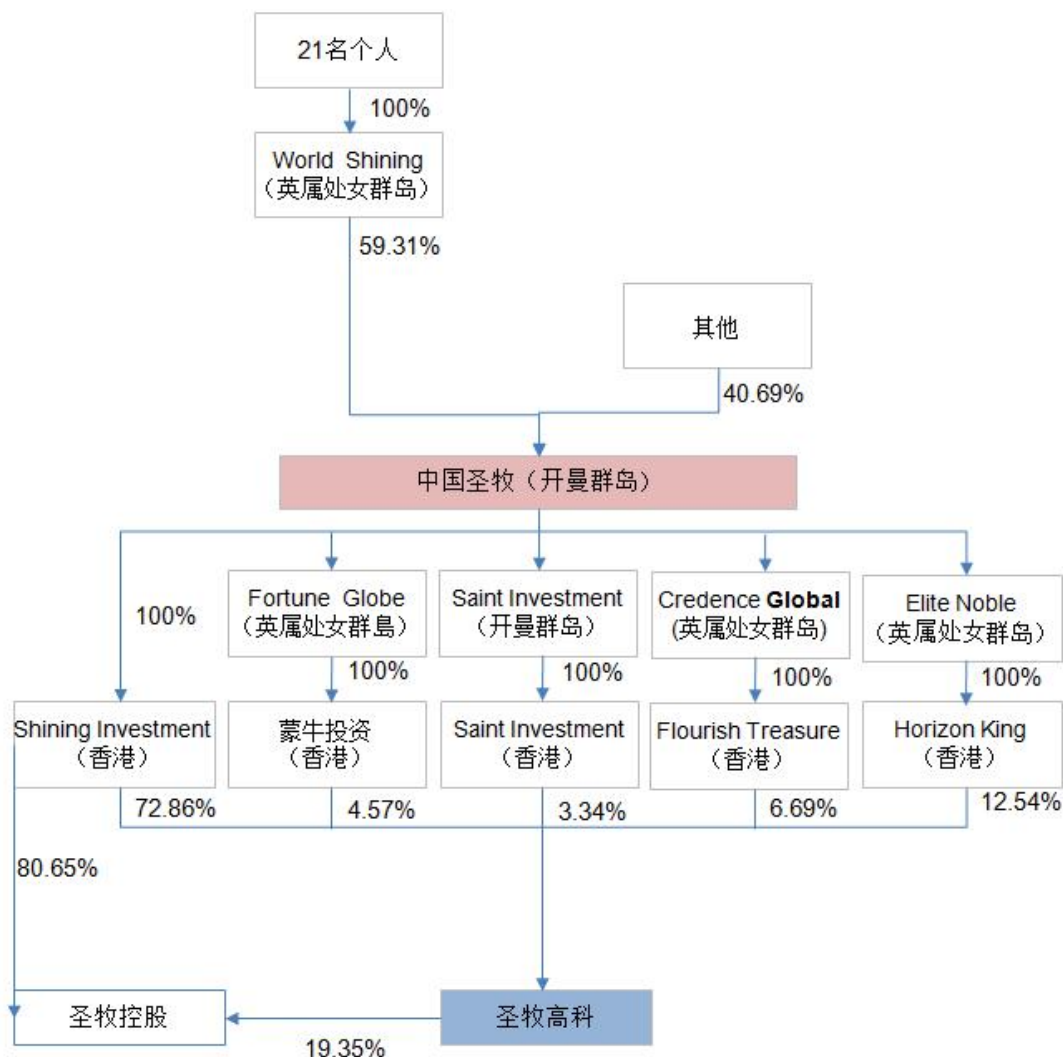


联合信用评级有限公司

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”）的前身为内蒙古蒙洲高科牧业有限公司，成立于2009年8月28日，于2009年10月22日变更为内蒙古圣牧高科牧业有限公司，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。后经股东多次增资，截至2015年底，公司注册资本为73,870万元。公司的最终母公司为中国圣牧有机奶业有限公司（以下简称“中国圣牧”），是一家在香港上市的公司（证券简称“中国圣牧”，证券代码：1432.HK），中国圣牧通过 Fortune Globe Limited、Saint Investment limited、Credence Limied 及 Elite Noble 等境外公司间接控制了公司的全部股权。World Shining Investment Limited（以下简称“World Shining”）为中国圣牧的第一大股东，公司股东姚同山、王福柱、史建宏、王振喜、卢顺义、郭运凤、云金东、杨亚萍等14人签署了一致行动人协议，截至2015年底，该一致行动人合计持有 World Shining 87.44% 的股份，故姚同山及其一致行动人为公司的实际控制人。公司股权结构如下图所示。

图1 截至2015年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司的经营范围包括：动物养殖，原奶的生产、销售；奶牛品种的改良和优质奶牛品种的推广，农作物的种植和经营。

截至 2015 年底，公司设财务管理系统、圣牧营销中心、人力资源中心、考评信息中心、法律事务中心、审计监察中心、有机管理中心和行政办公室 8 个一级管理部门；设工程部、设备管理部、环保部、采购供应部、繁育保健中心、饲养营养中心和质量管理部 7 个职能部门；设内蒙古圣牧控股有限公司、内蒙古圣牧高科奶业有限公司、巴彦淖尔市圣牧正和牧业有限公司等 21 家子公司。截至 2015 年底，公司在职工为 3,713 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 93.33 亿元，负债合计 44.94 亿元，所有者权益（含少数股东权益）48.38 亿元，归属于母公司所有者权益合计 32.16 亿元。2015 公司实现营业收入 31.75 亿元，净利润（含少数股东损益）10.66 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 5.85 亿元；经营活动产生的现金流量净额 9.25 亿元，现金及现金等价物净增加额 7.96 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：姚同山。

二、本期债券及债券募集资金用途

1. 本期债券概况

本期债券名称为“内蒙古圣牧高科牧业有限公司 2016 年公司债券（第一期）”。本次债券的发行总规模为不超过 16 亿元（含 16 亿元），采用分期发行方式，其中首期发行规模为 10 亿元，已于 2015 年 12 月 30 日发行完毕。本期债券为第二期，基础发行规模为 4 亿元，可超额配售不超过 2 亿元。本期债券期限为 5 年，附第 3 年末发行人上调票面利率选择权及投资者回售选择权。本期债券面向合格投资者公开发行，票面金额 100 元/张，平价发行。本期债券采用单利按年计息，不计复利，逾期不另计息。每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。本期债券为固定利率债券，票面利率由发行人与主承销商通过市场询价协商确定。

本期公司债券无担保。

2. 本期债券募集资金用途

本期债券募集资金将用于调整债务结构和补充营运资金。

三、行业分析

圣牧高科主要从事有机液态奶、有机原料奶和非有机原料奶和有机原料奶的生产和销售，属于乳制品行业。

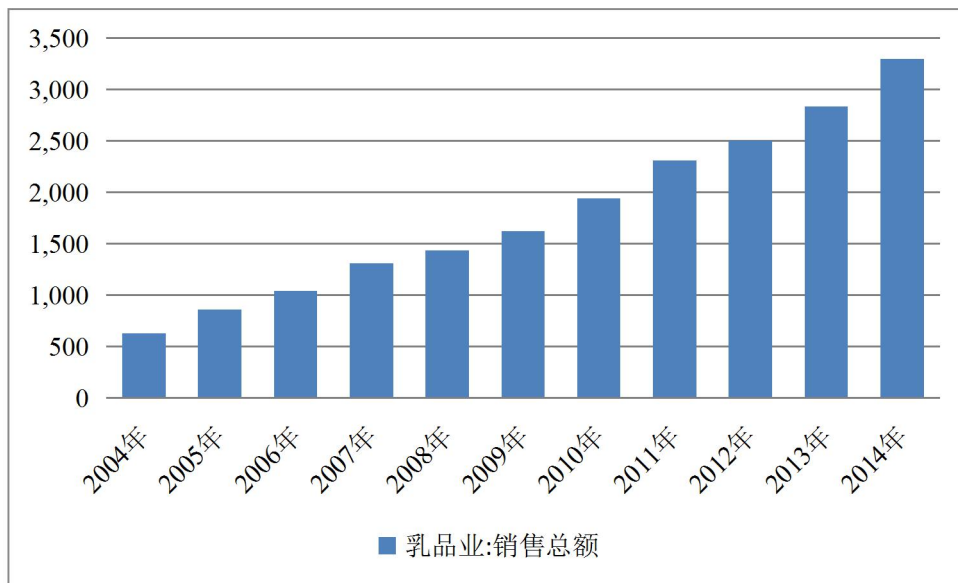
1. 行业概况

随着我国人均国民收入日益提高，乳制品已逐渐成为生活必需品。我国乳制品行业主要产品有液态奶、奶粉、冰淇淋、酸奶、奶酪等。

我国乳制品行业是在解放后逐渐形成。1978 年后，改革开放及城乡居民收入水平大幅度提高，推动中国乳业进入了持续高速增长时期。1993 年，乳制品行业出现产能过剩，行业进入长达五年的结构调整期。自 1998 年始，随着国内第一条 UHT 奶（超高温灭菌乳）生产线的引进、推广，行业迎来蓬勃新机，成为高成长的朝阳行业。2008 年之后，我国乳制品产业进入转型发展期，三聚氰胺事件后，行业增速放缓，乳制品产量 2009 年至 2011 年的复合增速为 5.2%，主要因消费者

信心受挫，而非消费量达到饱和。随后我国针对乳制品行业出台了一系列新政策及管控措施，对不达标乳企进行了清理淘汰，旨在提高行业标准，加强行业监管，重树市场信心。继 2011 年行业清理整顿后，我国于 2013 年 6 月开始对婴幼儿奶粉企业开展清理整顿工作，严格婴幼儿奶粉生产及质量标准，以期扭转消费者对国内乳制品行业的不良印象。近年来随着我国居民生活水平的不断提高，我国乳品行业规模不断增长，据国家统计局数据，截至 2015 年底，我国液体乳及乳制品制造业规模以上企业共有 638 个，2015 年主营业务收入 3,328.52 亿元，同比增长 1.66%；利润总额为 241.65 亿元，同比增长 7.68%；销售利润率为 7.26%。

图2 2004~2014年我国乳品业销售情况（单位：亿元）



资料来源：Wind资讯

目前，中国的人均乳制品消费量仍远低于发达国家。2014 年，中国人均乳制品消费量为每年约 36.1 公斤，是亚洲平均水平的二分之一，全球平均水平的三分之一。在国家不断加大政策扶持、完善法规标准、强化质量监管、开展培训交流的基础上，乳制品行业素质不断提升，现代奶业格局初步形成，我国奶业发展已站在新的起点上，预计到 2024 年，中国城乡居民人均奶制品消费量或将达到 39.56 公斤，每年达到 2.2% 的增长速度，市场潜力巨大。目前，我国乳制品行业正处于新的发展历史时期，“十三五”乃至更长一段时期乳制品行业发展的重点是转变发展方式，积极引导企业进行技术、工艺创新，开发市场需求的乳制品，丰富产品结构。国家的大力扶持、监管，有利于实现行业规范化、标准化、长期性良性发展，乳制品行业将进入稳健成长期。

总体看，我国乳品行业仍处于新的发展时期，市场有较大发展空间，未来随着国家对于乳制品行业的扶持政策和监管要求逐步落实，乳制品行业整体素质将得到提升。

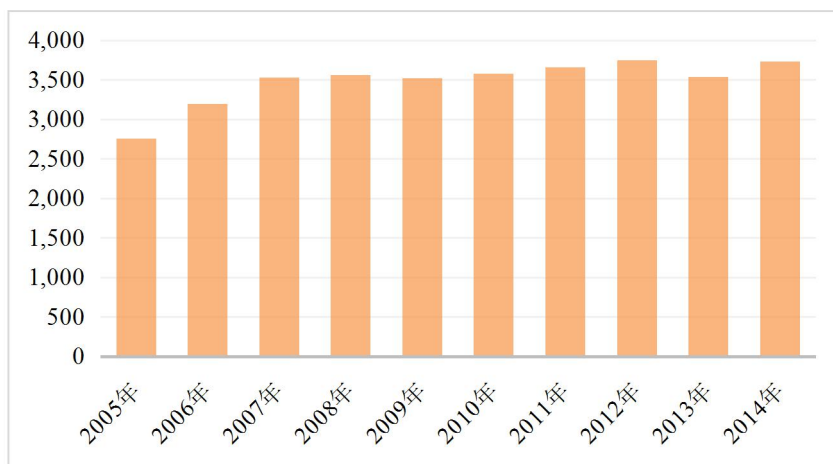
2. 原料概况

乳制品行业原料主要为原料奶、食品包装袋/盒、白砂糖等，其中原料奶为其主要原料，其价格变动、质量变化将对乳制品企业的成本、价格、质量等带来较大影响。

从原料奶供应来看，我国乳制品行业原料奶主要来自于国内原料奶生产及国外进口原料奶。国内原料奶来源主要是大型牧场、散养收购，其中散养收购是主要来源渠道。为了缓解原料奶供应紧张给企业生产经营带来冲击，并从源头上规范、管控奶源质量，加强企业对原料奶缺乏、质

量不过关、价格变动等风险的应对能力，国家鼓励有实力的企业发展“自建自控”奶源基地。2013年6月《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》中明确指出：婴幼儿配方乳粉生产企业须具备自建自控奶源，反映出原料奶质量及稳定供应对乳企发展的极端重要性。2003~2007年我国原料奶供应保持了较快的增速，从2003年的1,746.30万吨增至2007年的3,525.24万吨，年均复合增长率为19.20%。自2008年受“三聚氰胺”事件影响以来，我国原料奶产量增速显著趋缓，从2008年的3,555.82万吨增至2014年的3,725万吨，年均复合增长率仅为0.78%（如图表3所示）。与下游日益增长的消费需求相比，目前我国原料奶（尤其是高端原料奶）处于供不应求的状态，给乳牛养殖企业提供了广阔的成长空间。

图3 2005年以来我国原料奶产量情况（单位：万吨）

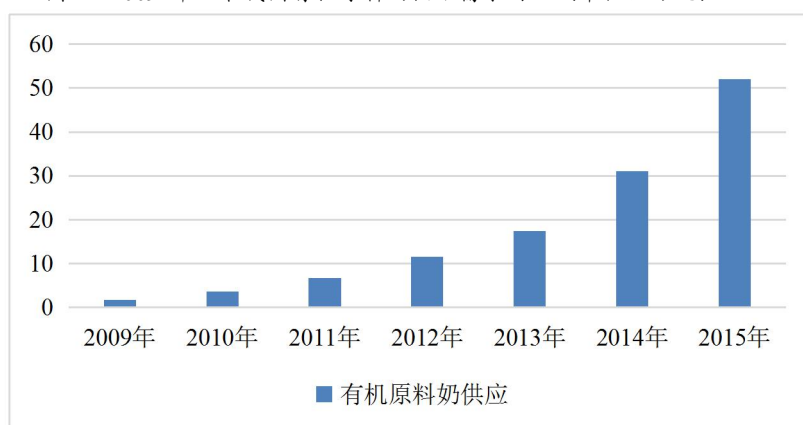


资料来源：国家统计局

与国内市场相比，目前国际奶业生产整体形势为供大于求，原料奶价格持续下降。近年来，随着国内消费者消费水平不断提升，对乳制品的需求不断增长，但由于目前国内乳制品供给有限，对进口乳制品依赖度大，在政府不采取短期措施的情况下，乳制品贸易逆差规模将不断扩大。

有机原料奶是无污染无添加并符合第三方认证机构有机标准的高端原料奶。随着消费者对有机概念了解的深入，对有机产品的强烈需求有望带动市场的未来发展。2015年，我国有机原料奶需求为55.2万吨，并有望保持增长趋势，预计到2018年，我国有机原料奶的需求达到160万吨，2015年至2018年复合增长率为42.58%。由于有机奶认证在饲料种植、原奶加工、储存、包装及运输等方面具有很高的标准，内地有机奶的供应增速将慢于需求增速。Frost Sullivan的研究报告显示，2015年，内地有机奶的供应为52万吨，供应缺口为3.2万吨，随着有机乳制品市场份额的逐步提升，预计到2018年，供求缺口将进一步扩大到12.2万吨。

图4 2009年以来我国有机原料奶供给需求对比（单位：万吨）

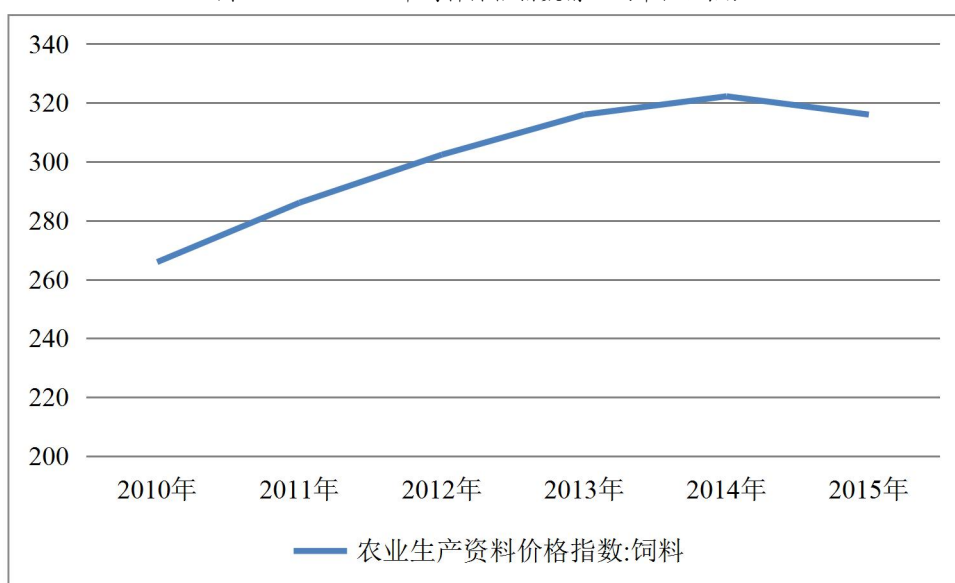


资料来源：Frost Sullivan

价格方面，2013年，受到新西兰“肉毒杆菌”的影响，中国原料奶市场供不应求。2013年下半年至2014年底，原料奶价格呈现“倒V”走向，自2013年6月末的3.50元人民币/公斤最高涨至2014年1月的近4.30元人民币/公斤，涨幅高达23%，而后原奶价格又一路向下，至2014年12月10日已跌至3.81元人民币/公斤，同比跌幅达到7.1%。2015年12月，原料奶价格逐步下跌至3.54元人民币/公斤，同比跌幅达到7.09%。但对比“肉毒杆菌”事件之前的奶价来看，整体原料奶价格并未出现大幅下跌，目前的奶价下跌算是对2014年奶价疯涨之后的一个合理回归。

奶牛养殖行业原料主要为饲料，目前市面上奶牛饲料主要可分为：粗饲料、精饲料、多汁饲料、矿物质饲料和饲料添加剂等，公司主要采购的饲料主要为粗饲料和精饲料。粗饲料泛指干物质中粗纤维含量大于或等于18%的饲料，粗饲料主要包括干草、秸杆、青绿饲料、青贮饲料四种；而干物质中粗纤维含量小于18%的饲料统称精饲料，精饲料主要有谷实类、糠麸类、饼粕类三种。从价格来看，近年来饲料价格指数从2010年的265.89点增长至2015年的315.99点，总体呈提升态势，但有所波动。如下图所示。

图5 2010~2015年饲料价格指数情况（单位：点）



资料来源：Wind资讯

3. 下游需求

乳制品目前在我国属于需求弹性较高的产品，随着我国人均收入的逐渐增加，社会对乳制品的需求也愈加增长，乳制品销售呈迅速增长态势。2008 年受三聚氰胺事件影响，销售大幅下滑，但随后便企稳回升，维持增长态势。

中国乳品人均消费量增长空间很大。其主要原因：一是中国人均生产总值将继续保持增长，人均可支配收入的持续增长将带动乳制品消费，中国城镇居民人均年可支配收入预期将由 2014 年的人民币 28,843.85 元增至 2018 年的人民币 44,150 元，年复合增长率为 11.23%，而中国农村居民人均年可支配收入则预期将由 2014 年的人民币 10,488.88 元增至 2018 年的人民币 15,907 元，年复合增长率为 10.97%。二是中国的人均乳制品消费量目前远低于世界平均水平，在亚洲，中国的乳制品消费量也低于亚洲邻国或地区的水平。国内乳品消费市场已经进入了增速放缓的平台期，一方面是受接连不断的乳制品安全负面报道的影响，消费者信心还未得到完全恢复；另一方面是乳制品零售价格居高不下，市场奶类商品价格上涨导致需求下降，在 2013~2014 年度所谓的“奶荒”的影响下，乳品企业基本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，大众消费奶生产比例有所下降。

城镇消费者对乳制品的需求更多的转向对乳制品口味、特殊营养的需求，消费需求不断升级。经历了行业清理的乳企也逐渐开始理性研究、探索市场细化以及高附加值产品研发，以期在特定细分市场领域内获取高增长率。

总体上看，近年来我国乳制品销售增长迅速，乳制品下游需求与人均可支配收入联系紧密，目前消费市场目前已进入增速放缓的平台期，城镇消费者对乳制品的需求标准不断提高。

4. 行业竞争

近年来，全国奶业转型升级加快，奶牛养殖从散养向规模养殖转变，截至 2014 年底，存栏 100 头以上规模养殖比重达到 37.2%，比 2008 年提高 17.7 个百分点；从粗放型向集约型转变。

2008 年三聚氰胺事件给乳制品行业带来重创，消费者信心严重受挫，对我国乳制品行业的标准制定、质量监督提出了更高的要求，并直接推进乳制品行业清理整顿。按国家质量监督委员会通报，2011 年清理整顿后，我国 1,176 家乳制品企业通过验收仅达 643 家，中小型乳企大部分被淘汰，而全国性龙头企业由于其自身雄厚的资本及软硬件实力，在整顿后显现出更大的竞争力，为了最大份额争取市场，随之主导并购、扩张等各种竞争行为。该次行业调整期后，整个乳制品行业的竞争力集中到行业代表性较强的几个龙头企业。行业间竞争也由激烈的价格战转为更理性的细化市场竞争等方式。

乳制品行业目前以乳制品生产、销售为主营业务的企业主要有光明乳业、蒙牛乳业、三元股份、伊利乳业、皇氏乳业等。由于目前国内乳制品深加工程度较小，深加工技术尚未得到充分发展，行业产品同质化严重，产品可替代性高，难以形成产品的差异化，市场销售竞争激烈。为了进一步争夺市场，现有龙头行业纷纷发展高端产品，市场销售成本日益攀升。

表 1 国内主要有机乳品公司概况

公司简称	概况
伊利	内蒙古伊利实业集团股份有限公司（以下简称“伊利集团”）是目前中国规模最大、产品线最全的乳制品企业，也是国内唯一一家同时符合奥运及世博标准、先后为奥运会及世博会提供乳制品的企业。

	业。2014 年，伊利集团落子新西兰、牵手美国最大的牛奶公司 DFA、结盟意大利乳业巨头斯嘉达、在荷兰成立目前规格最高的海外研发中心。在荷兰合作银行最新发布的《2015 全球乳业 20 强》排名报告中，伊利集团名列全球乳业 10 强，并成为了目前唯一一家进入全球 10 强的亚洲乳品企业。
蒙牛	蒙牛乳业（集团）股份有限公司（以下简称“蒙牛”）成立于 1999 年 8 月，总部设在内蒙古自治区呼和浩特市和林格尔盛乐经济园区，是国家农业产业化重点龙头企业、乳制品行业龙头企业。2009 年 7 月，中国最大的粮油食品企业中粮集团入股蒙牛，成为“中国蒙牛”第一大股东。 蒙牛已经建成了集奶源建设、乳品生产、销售、研发为一体的大型乳及乳制品产业链，规模化、集约化牧场奶源达 94%以上，居行业领先。近年来，蒙牛着力整合全球优势资源，先后与丹麦 Arla、法国 Danone（达能）、美国 White Wave、新西兰 AsureQuality（安硕）达成战略合作，并联合君乐宝、雅士利、现代牧业、原生态牧业等国内优秀伙伴，快速与国际乳业先进水平接轨。
光明乳业	光明乳业股份有限公司是由国资、外资、民营资本组成的产权多元化股份制上市公司。2000 年，上海光明乳业有限公司完成股份制改制，并于 2002 年成功在上海证券交易所 A 股市场（代码 600597.SH）上市交易。2003 年，更名为光明乳业股份有限公司（以下简称“光明乳业”）。光明乳业从事乳和乳制品的开发、生产和销售，奶牛和公牛饲养、培育，物流配送，营养保健食品开发、生产和销售。公司有乳品研发中心、加工设备以及加工工艺，形成了消毒奶、保鲜奶、酸奶、超高温灭菌奶、奶粉、黄油干酪、果汁饮料等系列产品，是目前国内最大规模的乳制品生产、销售企业之一。
现代牧业	现代牧业（集团）有限公司（简称“现代牧业”）公司成立于 2005 年 9 月，是一家专门从事奶牛养殖和牛奶生产的企业，总部注册在安徽省马鞍山市经济技术开发区。现代牧业于 2010 年 11 月 26 日在香港联交所成功上市，股票代码 01117.HK，成为全球第一家以奶牛养殖资源上市的企业，并一举成为国内规模最大的奶牛养殖企业及高品质生乳供应商。 截至 2014 年底，现代牧业陆续投资 110 亿元，投资总量高居国内同行业之首。现代牧业在供应优质原奶之外，利用自有的牧场，自己的牛奶，自己加工，自己销售，实现了从挤奶到加工在两小时内完成。
三元食品	北京三元食品股份有限公司（以下简称“三元食品”）是以奶业为主，兼营麦当劳快餐的中外合资股份制企业，其前身是成立于 1956 年的北京市牛奶总站，1968 年更名为北京市牛奶公司，1997 年成立北京三元食品有限公司，2001 年公司改制成为北京三元食品股份有限公司，于 2003 年 8 月向社会公开发行人民币普通股 15,000 万股，9 月 15 日在上海证券交易所成功上市，2006 年 4 月经中华人民共和国商务部批准完成股权分置改革，2009 年 11 月成功非公开发行股票后，公司总股本 88,500 万股。同时，北京麦当劳食品有限公司和广东三元麦当劳食品有限公司的中方权益是三元食品的一个重要组成部分，公司拥有北京麦当劳 50%的股份，间接拥有广东麦当劳 25%的股份。 三元食品日处理鲜奶达 1,000 余吨，在内蒙古海拉尔市、河北迁安、河北石家庄、天津静海、广西柳州等建立了十六大生产基地，拥有“三元”、“燕山”等著名商标；销售网络覆盖北京各城区、郊县及全国 50 多个省、市及地区。

资料来源：联合评级搜集整理

总体看，我国乳制品业近年来集中度有所下降，机械化养殖程度有所提升，近年来行业标准不断提高，形成了一批竞争力较强的龙头企业，行业竞争不断细化。

5. 行业壁垒

乳制品行业壁垒

乳制品行业进入壁垒表现在政策准入、奶源建设、营销网络、品牌四个方面。

政策方面，目前我国对乳制品加工项目的核准要求从严，对新建和扩建乳制品加工项目统一实行核准制，并将奶源基地配套建设作为项目核准条件之一。根据工信部与发改委颁布的《乳制品工业产业政策（2009 年修订）》规定：“项目建设实行核准制，按照《政府核准的投资项目目录》执行。进入乳制品工业的出资人必须具有稳定可控的奶源基地，经济实力和抗风险能力强，管理经验丰富，信誉好，社会责任感强；乳制品工业发展要实现规模经济，突出起始规模。”

奶源建设方面，配套奶源基地建设可以满足乳制品生产的原料供应，并进一步保证乳制品上游安全控制，是乳制品加工企业的发展根基。目前，我国乳制品消费面临快速增长的局面，自产的生鲜乳已不能完全满足国内乳制品生产的需求。数据显示，目前，全国范围内规模以上乳制品企业已经达到 600 多家，各企业获取奶源的竞争压力增大。

稳定的奶源供给需要企业大规模的资金投入、长期的基地建设、与农户稳定的合作关系，行业新进入者难以在短期内完成。

营销方面，完善的营销网络是乳制品企业发展的重要支柱。目前乳制品的主要销售渠道为：经销商代理、大型零售卖场、小型零售商店、自有连锁门店销售。在全国范围内，乳制品行业产品种类丰富，市场竞争十分激烈。争取独家代理经销商、满足知名商超的进场标准已经成为乳制品企业实现盈利的重要条件。营销网络的完善与流畅依赖于企业的品牌知名度、食品安全性和市场认知度，因此新进入者很难在短期内同时满足上述条件。

品牌方面，乳制品品牌是消费者选择该产品最重要的因素。受近年来食品安全问题的影响，乳制品品牌影响力在市场竞争中占有重要的地位。消费者尤其是城镇居民习惯于将品牌作为对企业的产品质量、口味、价格的选择标准进行消费。企业的品牌价值是通过企业常年诚信合法经营并累积大量消费群体而获得的，新进入者短期内很难达到相应水平并在激烈的竞争中生存下来。

总体看，乳制品行业对于政策、奶源供应、营销网络和品牌上具有较为严苛的条件，间接设置了较高的行业壁垒。

有机奶行业壁垒

目前，中国的有机资质认证主要包括奶牛场、喂养、饲养和生产四个方面，有机认证获取要求高，有效构筑了进入壁垒。有机原料奶市场进入壁垒主要为：

有机饲料方面，由于内地的草牧业一直发展缓慢，目前奶牛养殖业中，绝大部分的苜蓿草都是从美国进口，有机饲料的供应较为有限，新入市场者获取有机饲料有较高的成本。

自然资源及条件方面，有机牧场需要满足多种自然资源条件，以确保产品的安全 and 质量，例如奶牛养殖的理想纬度带、凉爽干燥的气候、充足的日照、土壤肥沃和水源充足。然而，新进入市场者难以在短期内找到适合奶牛生长的环境。

资本方面，有机原料奶行业为资本密集型行业，进入有机原料奶行业需要大额及持续的资本投资。投资包括修建及维护牧场以及购买及饲养奶牛。

管理方面，由于生产有机原料奶有严格的要求，故需要具备丰富的有机原料奶行业从业经验。然而，在中国，有机原料奶行业属于新兴行业，业内的市场参与者不多，故难以获得具备丰富经验的管理团队。这对新进入市场者而言是另一进入门槛。

转换期方面，有机原料奶需要若干转换期，根据相应的有机认证要求，转换有机饲料需要两年的转换期，而转换有机奶牛则需要 6 个月的转换期。

总体看，有机乳制品行业对于饲料、乳牛的生长，投资资本，人才管理队伍和时间上具有较为严苛的条件，冗长及严格的有机认证过程设置了较高的行业壁垒。

6. 行业关注

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。

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。

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（以下简称“双提方案”）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意见的通知》（以下简称“转发通知”）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。

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。

7. 行业政策

2013年7月，发改委对多家外资奶粉企业发起反垄断调查，旨在保护国内奶粉生产企业。该次调查主要集中在被调查企业对经销商的转售价格限制行为。该次反垄断调查发起后，被调查企业纷纷主动下调价格。随着“双提方案”及“转发通知”的下发，工信部等部门多次在公开场合表态要积极推进乳制品企业的兼并重组，并表示乳业兼并重组细则已制定完成，细则包括财政、税收、金融等多项政策，扶持建设大型乳业将是该次政策重点。该细则实施后，国内乳企将大规模被淘汰。

2015年，欧盟取消了实施31年之久的牛奶配额制，这意味着欧盟多个国家和地区的奶农可自行决定产量，未来将有更多的进口乳制品进入中国市场，无形当中增加了中国乳制品市场的竞争压力。

2015年6月，中国商务部和澳大利亚贸易与投资部签署了《中华人民共和国政府和澳大利亚政府自由贸易协定》。随着中澳自由贸易协定的签订，牛肉、乳制品、葡萄酒、水果虾蟹等消费品将在未来几年逐步实现零关税。在签订的中澳自由贸易协定中，我国对乳制品进口设定了5年、10年和12年的过渡期，全面实现自由化后，预计对澳大利亚进口份额将有所提升，与此同时，国内乳制品企业竞争压力也将增大。

2015年10月，中共十八届五中全会公布，为促进人口均衡发展，坚持计划生育的基本国策，完善人口发展战略，全面实施一对夫妇可生育两个孩子政策。全面放开二胎将有望迎来一波人口红利的同时，也让乳制品市场大幅扩容。

总体看，在乳制品安全监管趋于严格，市场竞争加剧的背景下，大多数经营效率低下的小规模养殖户由于经营压力的增加将逐步退出市场，标准化规模养殖户将会在这次行业重组中得到发展。

8. 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”规划出台放开“全面二胎”政策，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的发展，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。

近年来中国政府十分重视并积极推动以有机产业为代表的绿色生态环保型产业模式的发展，2015年11月3日发布的《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十三个五年规划的建议》提出国家将支持绿色清洁生产，推动建立绿色低碳循环发展产业体系。十八届五中全会首次把“绿色”作为“十三五”规划五大发展理念之一。目前有机食品发展已成为中国政府所提倡的“优质国产，利于人民”这一中国产业优化升级的重要组成部分，亦是推动“中国梦”实现的重要环节，以此为代表的绿色环保型产业模式的发展未来可期。

总体看，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。未来食品业“十三五”规划将陆续出台，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，国家支持绿色清洁生产将推动有机食品发展。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是中国唯一一家通过欧盟有机标准认证的有机乳品公司，其母公司为中国圣牧有机奶业有限公司（以下简称“中国圣牧”），是一家于2013年12月11日根据开曼群岛法律注册成立的获豁免的有限公司，于2014年7月在香港联交所主板挂牌上市。公司实现了乳牛规模化的养殖，有效地降低单位原料奶生产成本。截至2015年底，公司拥有33座运营牧场，饲养乳牛11.14万头，在建牧场3座，2015年生产原料奶53.73万吨。

公司在乳制品行业上、中、下游都具有相应的竞争优势。在上游，公司优势在于垂直整合的全程有机生产模式其他公司难以复制。从牧草种植、奶牛养殖到原料奶生产及液态奶产品生产的全过程均符合欧盟有机标准，有机奶牛养殖的重要源头是饲料，圣牧草业作为公司的联营公司，长期为公司提供有机饲料，根据2015年的统计数据，向圣牧草业采购饲料的量占到全部采购量的72.07%，向外部采购量占比为27.93%，圣牧草业供给的粗饲料能满足现有巴盟有机牧业的需求，

且草业有未开发的储备土地，用于未来新建有机牧场对饲草料的需求。在中游，公司优势在于产品质量较高，公司是中国唯一一家通过欧盟有机标准认证的乳品公司。此外，公司的非有机产品在蛋白质含量、脂肪含量、细菌总数及体细胞数上均超过欧盟和日本标准，在同行业中也处于领先水平。在下游，2015 年公司市场网络的覆盖率不断提升，目前在包括西藏、新疆、海南等边疆地区在内的全国 400 多个城市均有销售网点，覆盖所有一、二线城市，三线城市、四线城市网点覆盖率均大幅快速提升。

总体看，公司作为一家垂直整合有机乳制品公司，在行业上、中、下游都具有相应的竞争优势，公司产品质量在行业中处于领先水平，重点城市销售网络布局已基本建设完成。

2. 人员素质

公司董事、监事及高级管理人员一共 11 名，其中包括 8 名董事、3 名监事，其中有 4 名董事兼任高管。

公司董事长兼总经理姚同山先生，1956 年生，硕士学历，为公司的创始人。1988 年起先后担任内蒙古投资咨询公司项目经理、中国建设银行内蒙古分行国际业务部国际信贷部主管、信贷部经理；于 2001 年 10 月至 2010 年 1 月期间，担任内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司（以下简称“蒙牛集团”）财务总监、财务副总裁及董事；于 2008 年 7 月至 2010 年 3 月期间，担任于香港联交所上市的中国蒙牛乳业有限公司的首席财务官兼执行董事。姚同山先生在乳品行业从业近 13 年，具有丰富的行业经验及管理经验。

截至 2015 年底，公司共有在职员工 3,713 人。按文化程度划分，大专及以下占比 87.93%，本科学历占比 11.63%，研究生学历占比 0.43%；按专业划分，管理人员占比 12.04%，行政及技术类人员占比 77.21%，工勤类占比 10.75%。公司员工结构合理，能够满足日常经营管理的需要。

总体看，公司管理层较为稳定且具有丰富的从业经验，对行业发展趋势和公司经营管理驾驭能力较强。公司员工以行政及技术人员为主，符合公司所在行业特点，现有人员配备能够满足公司目前生产经营发展需要。

3. 政府支持

近年来，政府陆续出台了鼓励建立和发展大型规模化的乳牛养殖场的优惠政策和经济支持手段，主要为对大型奶牛农场的扩展进行补助和对增值税和所得税进行免征等等。

目前，公司及下属十七家子公司从事奶牛养殖及原料奶生产销售业务，按农业生产者销售的自产农产品免征增值税、企业所得税。公司子公司内蒙古圣牧高科奶业有限公司从事灭菌乳类产品初加工取得的利润免征企业所得税；子公司内蒙古圣牧高科奶业有限公司符合政策要求并取得国家税务局颁发的《西部大开发企业所得税优惠政策审核确认表》，从事灭菌乳类之外的产品可于 2011 年至 2020 年按照应纳税所得额的 15% 计缴企业所得税。子公司内蒙古圣牧农牧业科技有限公司从事技术开发及咨询类服务，符合小型微利企业认证条件，减按 20% 的税率征收企业所得税。公司及下属多个子公司享受获得政府给予的各类补助。

2013~2015 年，公司分别获得各类政府补助款 545.39 万元、1,620.40 万元和 3,179 万元，呈逐年递增态势，2015 年公司获得的政府补助款主要为养殖场小区示范牧场补助和政府贴息。

此外，公司与当地政府具有良好的合作关系，能以较低的成本获得土地，牧场建设只需 6 个月的时间且成本较低。目前单个挤奶牛牧场大概能容纳 2,000 至 6,000 头牛，新建牧场将在老牧场的基础上扩张，不存在额外的土地成本，建设成本低。

总体看，近年来，政府出台了鼓励建立和发展大型规模化的乳牛养殖场的优惠政策，公司及其子公司享受当地政府的各项政府补贴和税收优惠，外部环境有利于公司的长远发展。

4. 区位优势

目前，公司的有机牧场均位于内蒙古乌兰布和沙漠。乌兰布和沙漠位于内蒙古巴彦淖尔盟和阿拉善盟，地处内蒙古中心腹地，总面积为 11,000 平方公里，是中国第八大沙漠。该地区缺乏工业及高密度的人类活动，较中国传统养殖环境具有多项优势：包括污染少，细菌、病毒及害虫的数量极少；位于北纬 40 度黄金奶源带；沙漠地区气候凉爽干燥，适宜奶牛生长；黄河流域有充足的地下水供应，确保牧草生长；沙漠地区阳光较强、日照时间长有助于草料作物生长，并有助于奶牛将植物蛋白转化为动物蛋白，从而提高牛奶的钙含量等。由于将沙漠转换为牧场需要大量人力，资金及时间的投入，其他乳品公司将很难复制公司的沙漠牧场生产模式，从而令公司在牧场地缘方面具有天然优势。

总体看，内蒙古乌兰布和沙漠得天独厚的自然环境条件为公司生产经营奠定了良好的环境基础。

五、管理分析

1. 治理结构

公司根据《公司法》及《内蒙古圣牧高科牧业有限公司章程》，完善了公司治理结构，制定了股东会、董事会、监事会的权责制和配套议事规则。公司严格按照《中华人民共和国公司法》以及有关法律法规的规定制定《内蒙古圣牧高科牧业有限公司公司章程》，建立并不断完善企业法人治理结构，制定相关配套制度。公司的股东会、董事会、监事会和管理层均能明确划分权力边界，治理结构合法合规，保证议事效率，严格按照公司章程赋予的职责与权力独立有效运行。

公司设董事会，董事会由包括董事长在内的 8 名董事组成，其中 Shining Investment Industry Limited 推荐 5 名董事，中国蒙牛投资有限公司推荐 1 名董事，Saint Investment HK Limited 推荐 1 名董事、Flourish Treasure Holdings Limited 推荐 1 名董事。董事长、董事任期三年，任期届满，经委任方继续委派可以连任。董事会行使职权包括：负责召集股东会，并向股东会议报告工作、执行股东会的决议、审定合营公司的经营计划、投资方案和战略、制订合营公司的年度财务预算方案、决算方案、制订合营公司增加或者减少注册资本以及发行公司债券的方案、制订合营公司合并、分立、变更合营公司形式、解散的方案、决定合营公司内部管理机构的设置。

公司设监事会，成员 3 人。监事会设主席 1 人，监事长由全体监事过半数选举产生。监事会中职工代表 1 名。监事会按照《中华人民共和国公司法》第五十四条、第五十五条的规定行使职权。

公司设经营管理机构，负责合营公司的日常经营管理工作。经营管理机构设总裁一人，副总裁若干人，财务负责人一人，由董事会聘任并决定其工资待遇，每届任期三年，期满可以连任。

总裁主要职责：负责执行和实施董事会决议、主持合营公司的日常经营管理工作、组织实施合营公司年度经营计划和投资方案、对应由董事会决议的事项拟订报告或者方案、拟订合营公司的内部管理制度提请董事会审议和批准、拟订合营公司的具体规章制度供董事会参考和决议、聘任或解聘管理各部门的管理人员及其下属，以及合营公司章程和董事会授予的其它职权。

总体看，公司法人治理结构较为健全，股东会、董事会、监事会独立运作，各机构的权利义务明确，整体运行情况良好。

2. 管理体制

公司设财务管理系统、圣牧营销中心、人力资源中心、考评信息中心、法律事务中心、审计监察中心、有机管理中心和行政办公室 8 个一级管理部门；设工程部、设备管理部、环保部、采购供应部、繁育保健中心、饲养营养中心和质量管理部 7 个职能部门。

为了防范生产经营过程的风险，提高公司运营管理效率，公司按照《公司法》等相关法律法规的要求，不断完善公司法人治理结构和内部管理，制定了一整套较为完善的内部控制制度和业务控制流程。

财务管理方面，公司制订了《财务预算管理制度》，公司财务预算制度的设置本着符合公司整体战略的原则运作，由公司各职能部门、牧场、子公司确定本部门初步的预算，由总公司财务管理部负责统一汇总并制定公司年度预算计划，经董事会批准后执行。公司年度预算包含了经营预算、投资预算及筹资预算，通过预算管理制度公司对财务和非财务的各项资源进行分配，考核、控制，以便有效的组织和协调公司的生产经营活动完成既定的经营目标。

关联交易管理方面，公司制定了关联交易管理制度。公司的关联交易应遵循诚实信用、不损害公司及非关联股东合法权益、关联股东及董事回避、公开、公平、公正的基本原则。关联交易的价格或收费原则上不偏离市场，独立第三方的标准，对于难以比较市场价格或订价受到限制的关联交易，通过合同明确成本和利润的标准。

牧场安全防疫方面，公司本着“预防为主，防治结合，防重于治”的原则，搞好牧场卫生防疫，减少、杜绝疫病的发生，确保生产的顺利进行，向客户提供优质健康的牛奶。同时为规范牧场卫生防疫工作，增强牧场技术人员的防疫意识，保护牧场员工身体健康，减少工作中人为造成的疫病传播和流行，公司制定了牧场安全防疫制度，该制度从卫生防疫、疫苗免疫、疫情上报、卫生消毒等方面对牧场安全防疫做出了严格规范，并针对每项规定制定了奖惩措施。

质量管理方面，公司制定了产品奶质量管理体系。原辅料检验方面主要包括对原辅料包括入厂检查流程、不合格原辅料处理流程；生产设备维护方面主要包括设备维护和大修是否按计划完成的奖惩办法、设备故障维修制度和设备故障未及时修复造成产品出现质量问题的奖惩办法；生产过程控制主要包括操作人员和生产环境消毒制度、生产过程中生化指标检验内容、温度控制的奖惩标准；灌装过程中设备清洗、消毒、采样的奖惩规定。该制度同时详细规定了存储、运输过程中产品堆放、温度、湿度控制及相关设施、设备的标准和奖惩标准。为了能够及时应对市场对于产品质量的反馈，公司制定了一套完整的市场反馈考核制度，制度中对市场反馈信息的事故分类、处理时间、处理流程均有详细的规定，考核范围涵盖了全部员工。

为了严格管理和控制公司采购物资的质量和价格，规范公司的采购管理行为，堵塞采购环节的漏洞，有效降低企业的经营成本，公司制定了《招标比价管理制度》，制度中全面推行比价采购管理，明确了在执行比价采购管理制度过程中招标环节的具体实施范围和额度，规定公司所有物资、劳务、服务等采购全部纳入该制度的管理范围，将采购过程中的主要环节分离，形成了各负其责，相互制约的管理控制机制。该制度详细规定了公司在招标、比价、定货等方面的管理要求，并对相关人员制定了相应的考核办法，以促进该制度的有效执行。

子公司管理方面，公司要求子公司在一级制度的授权范围内制定二级制度，以保证子公司资产的安全完整，公司设立内部审计部门对子公司就集团制度的遵循情况进行检查和评价及对执行偏差进行纠正及整改追踪；在子公司人员管理方面，子公司的负责人及财务负责人均由集团公司决定任免，其绩效指标及薪酬标准均由集团人力中心制定；在子公司运营业务方面，集团下发统

一授权制定，按照业务性质和额度进行集团审批和子公司自批决定分级管理；在投资、融资业务方面，全部由集团审批。

近三年，公司的原料奶未发生因产品受到污染而遭受产品责任索赔，在生产过程中没有发生重大事故。

总体看，公司建立了完整的管理制度，公司管理制度体系能够适应公司现阶段的发展要求，整体运作规范，公司综合管理水平较高。

六、经营分析

1. 经营概况

公司成立之初为乳牛畜牧养殖企业，主要从事原料奶的生产和销售，原料奶销售给客户进一步加工成乳制品。2012年下半年公司开始自有品牌“圣牧有机”系列产品奶的生产和销售，目前公司主营产品分为液态奶、非有机原奶和有机原奶。

近三年公司营业收入随着自有品牌“圣牧有机”系列产品奶经营规模的扩大呈现高速增长状态，年均复合增长率为66.50%，近三年公司净利润增速较快，主要系有机原奶和液态产品奶销售收入规模持续高速增长所致。从收入构成来看，公司主营产品液态奶、非有机原奶和有机原奶为公司收入主要来源。近三年，液态奶收入规模持续高速增长且在营业收入中的比重不断提高，分别为26.45%、34.38%和52.15%。2013~2015年，公司实现营业收入11.45亿元、21.50亿元和31.75亿元，其中2015年较2014年大幅增加47.67%，非有机原奶、有机原奶和液态奶收入在营业收入中占比分别为23.07%、22.44%和52.15%。整体来看，液态奶产品目前是公司主要的收入来源，收入占比较2014年提升了17.77个百分点。

从毛利率情况来看，公司毛利率水平整体波动增长，三年分别为42.92%、49.83%和46.71%，毛利率远高于行业水平，主要原因是得益于草料种植、奶牛养殖和牛奶加工垂直一体化“全程有机”产业结构。分产品来看，2015年较上年相比，公司主营产品液态奶、非有机原奶和有机原奶的毛利率均呈现下降状态，主营业务毛利率从2014年的50.24%下降至2015年的47.71%，毛利率下降的主要原因是：公司原料奶单价及液态奶单价下降，但销售量大幅上升，导致主营业务收入及净利润上升，营业成本与2014年相比，略有降低，但降低幅度小于单价降低幅度，导致毛利率下降。

表2 2013~2015年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2013年度			2014年度			2015年度		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
非有机原奶	48,782.95	42.59	35.91	66,131.13	30.76	41.77	73,234.50	23.07	37.64
有机原奶	35,291.80	30.81	42.98	73,180.60	34.04	49.14	71,267.67	22.45	48.35
液态奶	30,296.14	26.45	54.15	73,931.11	34.38	58.89	165,568.90	52.15	51.90
其他业务收入	164.28	0.14	56.37	1,767.56	0.82	0.88	7,440.16	2.34	5.05
营业收入	114,535.17	100	42.94	215,010.40	100	49.83	317,511.23	100	46.71

资料来源：公司提供

总体看，近年来公司整体毛利率水平波动增长，自2012年下半年以来，公司开展液态奶产品收入规模持续高速增长，比重不断上升，毛利始终处于行业较高水平，预期未来液态奶的收入规模将会持续不断扩大并构成公司主要收入来源。

2. 原料采购

公司主要采购的原材料，牧业养殖方面为：乳牛饲料，主要包括精饲料（如玉米、大豆及棉籽）以及粗饲料（如青贮、羊草及苜蓿的混合物）；乳制品加工方面为：乳制品外包装。

乳牛采购方面，公司主要通过使用进口冻精繁殖犊牛，其次是通过批量采购的模式向本地奶农购买荷斯坦品种的青年怀孕牛和成乳牛，以个体供应商为主，采购后需经过严格的疫苗检验和隔离饲养观察，而后进入牛群饲养。采购价格方面，根据市场行情，2013~2015 年公司青年牛和成乳牛采购平均价格呈逐年上升态势，付款方式为牛到场检疫验收合格后现金付款。

由于 2013 年及 2015 年公司处于业务高速扩张期，新建牧场增多，靠已有乳牛自繁的方式不能满足新建牧场投产需求，在此阶段公司外购牛采购的数量及金额处于上升趋势，且外购牛主要以 10~15 个月的乳牛为主。2015 年外购牛采购数量及金额大幅下降，一方面是由于新建牧场数量减少，外购牛需求减少；另一方面是前期采购的青年牛经过一段时间的饲养，已从青年牛转成泌乳牛，通过配种、受孕、产犊的自繁过程，能满足现有牧场及新建牧场存栏数的需求。

有机饲料采购方面，精饲料公司主要向国内经过有机认证的大型供应商集中采购；粗饲料采购公司主要通过关联方巴彦淖尔市圣牧高科生态草业有限公司（以下简称“圣牧草业”）和阿拉善盟圣牧高科生态草业有限公司进行采购。为进一步提高原料奶的质量，公司亦向国际市场采购高质苜蓿。公司在巴彦淖尔地区主要生产有机原料奶，对饲料的要求要更高，为保证高质量有机饲料的稳定供应，公司于 2014 年 3 月与圣牧草业签订了长达 20 年的长期战略合作协议，圣牧草业承诺向公司独家供应有机草料并根据公司的发展制定扩充计划。目前，有机乳牛牧场用的苜蓿和青贮由参股公司圣牧草业严格按照欧盟有机认证机构规定种植和收割，由公司集中采购。

非有机饲料采购方面，精饲料由公司向大型全国供货商集中采购，并与供应商签订了长期合作协议。公司各类主要原材料与多名供应商维持关系，根据需要定期向供应商下订单，以保证维持稳定的采购及自供货商获得具有竞争力的价格。2014~2015 年，公司向前五名供应商单户的采购额占公司的采购总额比例均低于 18.00%，向前五名供应商采购额合计占比低于 30%，主要是由于公司采购主要面向多个生产商，较为分散，供应商集中度较低。粗饲料采购方面，公司主要与贸易商合作，设置安全库存以保证饲料的供应。

2013~2015 年，从公司的饲料采购数量来看，青贮采购数量规模相对较大，但波动较大，2015 年青贮采购数量较 2014 年采购数量减少了 35.95 万吨，主要是 2014 年原料奶市场发展势头良好，公司计划 2015 年将增加乳牛外购量，以扩大原料奶产量，但青贮是每年 9~10 月份采购，到第二年 9~10 月份则需再次采购，使用期为 1 年左右，故 2014 年采购量较大，但进入 2015 年，根据原料奶市场变化，公司并未大规模外购牛，导致在 2014 年采购的青贮占 2015 年 9 月的库存较高，公司相应缩减了 2015 年采购量。从单价来看，精料和苜蓿单价相对较高，羊草单价相对适中，青贮相对较低。

表 3 2013~2015 年公司饲料采购情况（单位：万吨、元/吨）

饲料种类	2013 年		2014 年		2015 年	
	数量	单价	数量	单价	数量	单价
青贮	53.59	443.28	101.16	459.38	65.21	494.58
精料	19.01	2,676.88	28.2	2,999.48	30.58	2,669.68
羊草	5.88	1,082.65	6.63	1,164.81	3.30	1,211.09
苜蓿	4.41	2,586.79	5.19	2,575.07	9.30	2,758.64

资料来源：公司提供

有机饲料采购定价方面，向圣牧草业购买有机饲料的价格是参考有机草料的市价或进口优质非有机草料价格确定。如无可比市场，在非有机草料及饲料的基础上加成确定有机草料及饲料价格，加成率除了参照有机原料奶较非有机原料奶的溢价外，还会根据草料供应框架协议制定措施获取第三方报价，以识别相关市价，并确保向圣牧草业采购的价格不逊于第三方供货商所提供的价格，并且采用货到付款、银行转账的方式进行结算，一般 1~3 个月内付款。非有机饲料采购定价方面，采购价格按照市场价格而定，采用银行转账方式结算，极小部分采用银行承兑汇票结算。公司非有机饲料结算账期一般为 30 天，个别紧缺货品会采取预付账款方式进行结算。

为了严格保证采购原材料的质量，公司对于玉米青贮的玉米种子、种植过程都有严格的要求，从种植到收割都会对农户进行指导，采购以后由专业的团队进行压窖；苜蓿主要来源于进口和参股的草业公司；羊草主要来源于锡林郭勒草原和呼伦贝尔草原，由贸易商进行供货。精饲料主要从全国各生产厂商进行购买，公司与主要供应商签订有长期供货协议，以保证饲料的质量。每批饲料购买入库前公司有专业人员对饲料进行抽检，从感官和理化指标两个方面进行检查。

乳制品外包装采购方面，公司主要采购的外包装原材料主要为利乐包材、吸管、卡拉胶等物料，近三年，随着经营规模的扩大，公司在外包装采购额呈逐年增长态势，但占生产成本比例相对稳定。

表 4 2013~2015 年公司乳制品外包装采购情况（单位：%、万元）

	2013 年	2014 年	2015 年
包材占生产成本比例	31.20	25.46	24.58
包装物采购额	6,329.15	15,989.22	33,249.70

资料来源：公司提供

总体看，公司采购渠道通畅，与其关联方公司圣牧草业建立了长期战略合作关系，有机奶牛饲料的供应得到了长期保障；公司在原材料的采购过程中，材料质量和价格管控严格。

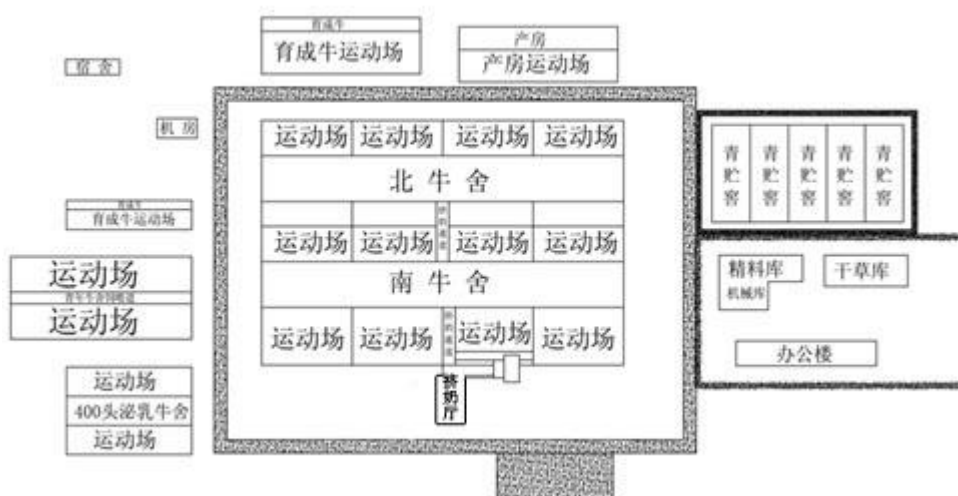
3. 乳牛养殖

牧场建设与周边环境

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 2015 年底，公司通过租赁和自建并已投入运营的牧场共有 33 座，在建牧场 3 座，其中在呼和浩特地区租赁蒙牛集团的牧场共有 4 座，在呼和浩特和巴彦淖尔地区自建牧场共有 32 座，公司所有牧场建设都符合有关规定和环保要求，建立的牧场质量较高。

公司的畜牧场经过科学和统一的设计和规划，选址远离村庄等人口居住区，挤奶牛牧场设计容量达到 2,000~6,000 头。公司在设计和建设乳牛畜牧场时，遵循标准化、科学化、可复制化的原则，以尽量提高奶牛的产奶量及整个牧场的产能。公司设计的标准畜牧场具有统一管理程序，因而，畜牧场易被复制且可按比例增减规模。畜牧场主要包括挤奶场、犊牛舍、青年牛牛棚、成年乳牛牛棚及饲料仓库，具体如下图所示：

图6 公司已建成畜牧场布局情况



资料来源：公司提供

畜牧管理

目前，公司乳牛来源主要来源于从外部购买的乳牛和自行繁殖的小乳牛。公司从国内购买 10 至 15 个月大的乳牛，之后经过短暂饲养后进行配种、产奶；部分较成熟的畜牧场能够自然繁殖足够数量的小乳牛。公司在呼和浩特和巴彦淖尔地区都设有后备牛场，主要用来饲养小牛及青年牛，分别是呼和浩特地区第十五牧场、巴彦淖尔地区第七牧场，这两个牧场设计存栏量分别为 7,500 头和 7,000 头。

在饲养方面，公司为不同阶段的乳牛群以及预期牛奶品质设计不同饲料混合物配方，以提高饲料的营养水平。乳牛所生产的牛奶质量及产量在很大程度上取决于饲料的营养成份。公司专业配方师依据美国 NRC¹ 奶牛营养标准精确设计各阶段奶牛 TMR² 配方，以实现科学制作、科学配比、科学饲喂的 TMR² 饲喂，保障奶牛营养均衡。

在有机乳牛养殖方面，公司有机乳牛的有机饲料绝大多数来自于圣牧草业，有机饲料不使用农药或化学合成的肥料。有机乳牛在低密度的环境中养殖，在养殖过程中不使用任何生长激素。此外，公司为养殖乳牛提供了专业的营养师、保健体系和环境体系。

非有机乳牛养殖工序基本与有机乳牛相同，其主要不同点为：在养殖环境方面，每头非有机乳牛平均所占面积约为三十平方米，而每头有机乳牛平均占地面积为六十至八十平方米，这得益于乌兰布和沙漠广阔的土地；在饲喂方面，非有机乳牛的养殖采用传统饲料，而有机乳牛的养殖采用经严格认证的有机饲料。

近年来公司在非有机奶牛保持现有规模的基础上，有机奶牛养殖场、犊牛及青年牛和成乳牛数量高速增长，2013~2015 年，成乳牛所占比重波动增长，主要系 2015 年外置青年牛减少，且前期购置的青年牛经过配种转群，转入成乳牛所致。截至 2015 年底，成乳牛占牛群比例高达 59.96%，较上年末增长 6.66 个百分点。

截至 2015 年底，乳牛存栏数 111,395 头，其中有机奶牛 72,843 头，非有机奶牛 38,552 头，公司畜牧养殖情况如下表所示：

¹ 营养需求标准

² 全混合日粮

表 5 2013~2015 年公司牧场养殖情况

项目名称	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
2013 年	13	13,796	16,825	30,621	12	10,811	19,025	29,836
2014 年	19	30,768	34,001	64,769	12	17,452	21,031	38,483
2015 年	21	30,049	42,794	72,843	12	14,556	23,996	38,552

资料来源：公司提供

疾病预防与环保治理

环境保护方面，公司注重环保治理，发展再生能源循环经济。目前所有奶牛的粪便都得到了及时收集，以便回收利用。近三年公司环保投入逐年加大，截至 2015 年底，各项环保治理均符合国家相关环保标准要求。公司环保粪污处理系统实现了完整的循环经济模式，污染物排放符合环保要求又能实现最大的经济效益。

疾病预防方面，公司实施严谨且有效的流行病控制政策，主要包括：员工、车辆在进入畜牧场之前必须消毒；所有新购入牛均须在进入牧场前进行隔离检疫，并需要当地检疫机构出具的证明，经隔离检疫后确认没有疾病才可以进入牧场。定期及经常消毒乳牛、设备及设施；定期消毒员工宿舍、挤奶厅、机器设备以及动物医院；对于患病的乳牛，公司会立即将其转移至分开的牛棚进行隔离检疫，并安排兽医做检查。

总体看，公司牧场位于乌兰布和沙漠，自然环境良好，牧场合理的设计格局为奶牛生活环境提供了保障；公司拥有丰富的牧场养殖经验，在牧场建设上遵循了科学化、可循环、可复制的原则，制定了完善的质量安全控制管理体系，牧场奶牛产能得到有效释放。

4. 产品生产

公司产品分为液态奶系列、有机原奶和非有机原奶。其中液态奶系列包括圣牧全程有机奶（其中圣牧全程有机奶又分为礼品装和环保装）、圣牧全程有机低脂奶、圣牧有机儿童成长奶和有机酸奶四种产品。2015 年创新研发并推出沙棘有机风味发酵乳及有机儿童酸奶产品，进一步丰富了产品组合。

近年来，由于新建成牧场大量投入运营，公司主营业务成本快速增长，年均复合增长 57.56%。2013~2015 年，公司主营业务成本分别为 6.53 亿元、10.61 亿元和 16.21 亿元，主营业务成本增长的主要原因一是企业规模扩大，牧场数量增多，乳牛存栏头数增加，成本相应增加；二是饲料价格上涨带来营业成本增加。自 2012 年下半年以来，公司开展自有品牌有机液态奶的生产与销售，液态奶销售成本在主营业务成本中的比重不断提高，2015 年，非有机原奶、有机原奶和液态奶产品销售成本在主营业务成本中占比分别为 28.17%、22.70%和 49.12%。

表 6 2013~2015 年公司主营业务成本构成情况（单位：万元、%）

项目	2013 年度		2014 年度		2015 年度	
	成本	占比	成本	占比	成本	占比
非有机原奶销售成本	31,266.98	47.90	38,506.20	36.29	45,671.93	28.17
有机原奶销售成本	20,123.74	30.83	37,218.10	35.07	36,808.43	22.70
液态奶产品销售成本	13,890.68	21.28	30,394.07	28.64	79,642.56	49.12
合计	65,281.40	100.00	106,118.37	100.00	162,122.92	100.00

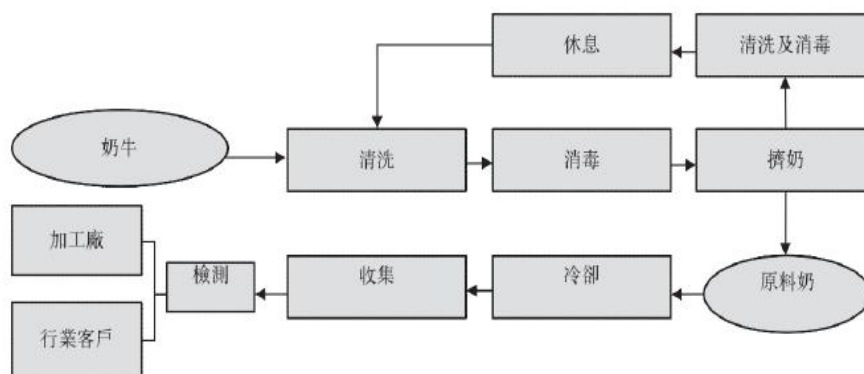
资料来源：公司提供

原奶生产

公司在自动化和极其卫生的环境下提取原料奶。原料奶挤出后实时冷却，通过一系列管道输送至中央制冷系统进行冷却，再用泵把奶运进保温运奶车，直接运给客户。

在原料奶的生产过程中，公司持续地监察整个流程，确保原料奶的质量及安全，此外公司的挤奶员工会检查乳牛的健康状况。整个过程尽量减少人对原料奶的直接接触，将感染风险减至最低。

图 7 公司牛奶生产管理程序



资料来源：公司提供

公司挤奶设备较为先进，目前使用两种自动挤奶设备：重型并列式利拉伐挤奶机（delaval），设备可实现全部或分组退牛，并根据泌乳期、产量等因素灵活设置挤奶按摩的时间；纯美式重型维斯伐利亚（GEA）挤奶设备，可实现分组或单个退牛，可根据泌乳期、产量等因素灵活设置挤奶按摩的时间。挤奶机中的核心部件全部采用进口设备。

公司 2013~2015 年有机原奶和非有机原奶的产量情况如下表所示。2013~2015 年，有机原料奶产量快速增长，从 2013 年的 9.42 万吨增长至 2015 年的 35.74 万吨，主要原因是有机奶牛养殖场、犊牛及青年牛和成乳牛数量高速增长和牛群结构有所优化，非有机原料奶产较有机原料奶增长较为缓慢，主要是由于近年来公司没有继续对非有机乳牛牧场进行追加投资，牧场和成乳牛规模相对稳定。

表 7 2013~2015 年公司原料奶生产情况（单位：吨）

产量	2013 年	2014 年	2015 年
有机原料奶	94,152.00	210,519.00	357,434.00
优质非有机原料奶	113,253.00	142,765.00	179,866.00

资料来源：公司提供

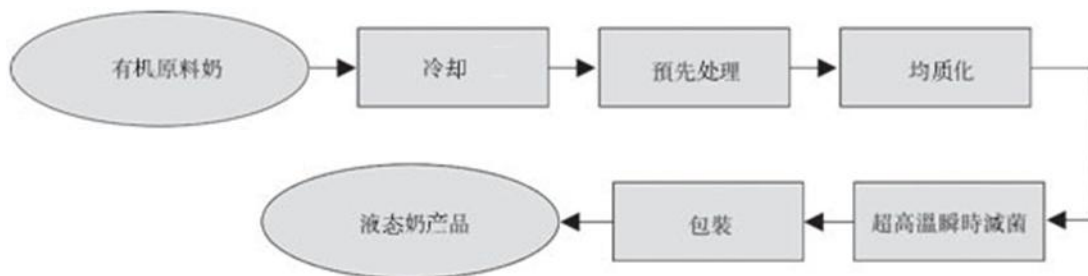
液态奶生产

公司从 2012 年开始生产和销售自有品牌的产品奶。公司遵循有机奶的加工流程，每包产品都印有国家认监委授予的有机追溯码，严格保证有机产品质量。

截至 2015 年底，公司拥有利乐生产线 11 条：其中常温液态奶生产线 5 条，包括 2 条生产 250ml 规格液态奶生产线，2 条生产 200ml 规格液态奶生产线，1 条生产 1L 装规格液态奶生产线；常温酸奶生产线 6 条，用于生产常温酸奶。目前公司日产能合计为 800 吨。公司的工艺流程以圣牧高科纯牛奶为例，具体生产环节包括：生乳检验-生乳过滤-生乳冷却、贮存-巴氏杀毒工序-半成品贮

存、检验-UHT 及灌装工序-无菌罐缓冲-灌装工序-包装工序-产品出库。产品奶生产工艺流程如下图所示：

图 8 公司产品奶生产工艺流程图



资料来源：公司提供

作为乳制品企业，公司具有完善的生乳食品安全控制管理体系。在安全管理方面，公司设置能源安全环保部负责对安全生产工作的检查和落实。质量管理方面，公司质量管理部定期对所有牧场的《营业执照》《生鲜牛乳收购许可证》《奶车营运证》排查备案，确保现行有效，符合法规要求；每罐原奶进行留样管理，确保后期追溯和保障食品安全；原奶到厂后依据《生乳检验计划》和《生乳收购标准》接收检验，出具检验结果后方可转序；每月奶业对牧业进行不少 2 次的检查，对于检查的问题进行监督整改。

公司对物料来源和生产过程进行追溯管理。物料领用上实行“双确认”，统一称量工具精度值，统一定容标准偏差，每步转序“双验证”，凭检验合格单转序，无单转序或不合格转序一票否决。在生产过程的监管上，质量管理部门每月对制定的流程和制度执行进行反验证从源头到终端检索，确保流程落地推进；对所有设备的监控标参逐项逐台排查，确保设备标参符合性，确保生产过程运行稳定；对各品项的工艺规程执行和工艺设计进行跟踪验证，规范工艺操作，统一操作手法，确保产品稳定和口感统一。

公司在种植、养殖、加工的每一个环节都严格按照欧盟有机标准进行控制，公司有机奶生产同时荣获欧盟有机认证和中国农业部中绿华夏有机认证。

公司近三年液态奶的产能产量情况如下表所示，2013~2015 年产能分别为 5.48 万吨、11.54 万吨和 21.96 万吨，呈快速增长态势；产量分别为 2.09 万吨、6.23 万吨和 13.60 万吨，亦呈逐年快速增长态势。随着市场对公司产品的逐渐认可，有机液态奶的市场不断扩大，市场销售收入销量持续上升，近三年来产能利用率呈现上升趋势，2015 年液态奶产能利用率为 61.91%，较 2014 年提高 7.92 个百分点。近年来公司产能利用率较低，主要系公司前期在对厂区及生产线进行产能设计时，结合公司长远目标，结合了未来 3~5 年的市场情况进行设计，故短期内产能利用率较低，预计未来会有所提升。

表 8 近三年公司液态奶生产情况（单位：吨、%）

产品	项目	2013 年	2014 年	2015 年
有机液态奶	产能	54,828.00	115,350.00	219,600.00
	产量	20,885.00	62,280.00	135,960.00
	产能利用率	38.09	53.99	61.91

资料来源：公司提供

总体看，公司液态奶生产控制管理体系先进，产能、产量及产能利用率近年来均呈逐年上升态势。

5. 市场销售

公司目标市场定位于优质有机牛奶。在非有机牛奶维持现状的同时，快速发展高端有机牛奶。

2013 年公司加大了对产品奶销售网络的渠道建设，主要通过分销客户和经销商销售商品，截至 2015 年底，圣牧有机奶作为高端产品已经在全国 400 多个城市有经销商，销售网点覆盖所有一、二线城市，三、四线城市网点覆盖率不断提升。此外，公司还与京东、亚马逊、一号店等电子商务网站合作，进行网络销售。2015 年，公司积极推进超级小区店“蓝海战略”，进入全国各市场共八万五千余家具有独立堆头、形象良好的超级小区店，提升了公司液态奶产品在目标消费人群中的知名度，公司液态奶市场销量显著提升。

公司将产品销售给经销商，再由经销商向商超销售产品最终实现向消费者的售卖。公司向经销商销售液态奶一般采用预收款方式，根据经销商需求安排销售计划；同时结合终端商超的回款情况，竞争产品销售情况以及分销商的销售、信用情况给予部分经销商不同程度的赊销额度或赊销期限。

销量方面，近三年公司的主要产品销量均呈逐年上升趋势，销量最大的产品已由非有机原料奶变为有机原料奶。产销量方面，近三年液态奶产销率呈波动增长态势，其中 2015 年销量大于产量，主要系 2014 年底部分液态奶在 2015 年年初卖出所致；有机原料奶和非有机原料奶产销率近三年均呈逐年下降态势，是目前在自繁为主的模式下犊牛用奶增加，但总体仍属较高水平。

表9 2013~2015年公司主要产品产量及产销率情况（单位：吨、%）

产品	2013 年		2014 年		2015 年	
	销量	产销率	销量	产销率	销量	产销率
液态奶	20,715	99.19	51,248	82.29	145,214	106.81
有机原料奶	92,331	98.07	205,492	97.61	341,642	95.58
非有机原料奶	111,465	98.42	139,204	97.51	173,026	96.20

资料来源：公司提供

在液态奶产品的区域分销商选择上，公司主要选择拥有成熟分销网络及熟悉地区的备选分销商，同时要求备选分销商拥有足够的仓储及运输能力，以及管理能力。与分销商订立标准分销协议进行授权时限通常为一年，包括三个月的试用期。

公司在北京、上海、天津、重庆、广州、深圳等战略性市场，由参股的销售公司作为区域分销商，公司入股比例主要在 20%~50%之间，截至 2015 年底，公司参股的销售公司共 27 家（其中：股权比例低于 20%的为 3 家），来自于全国各地。

在产品定价策略方面，公司为了逐步拓展市场份额，充分发挥全程产业链的成本优势，会主动适时降低液态奶产品价格。2013~2015 年，有机液态奶平均销售价格为 1.46 万元/吨、1.44 万元/吨和 1.14 万元/吨，目前公司产品定价较低，其主要目的是为了培养消费人群，未来随着有机液态奶市场成熟，会逐步提高销售价格，公司整体利润率及盈利能力将有望提升。

在产品结算方面，针对一般经销商，公司会要求收取全额付款后再发货。公司也会根据资金实力、市场竞品的信用政策、经销商的信用记录以及过往的合作背景选择部分经销商给予一定的授信额度。

随着消费需求的不断增加以及国内奶业相关资源（土地、水、青贮饲草等）的限制，截至 2014 年，原料奶一直处于供不应求的局面。公司生产的优质非有机原料奶全部用于销售，销售对象为蒙牛、伊利等国内乳制品企业。有机原料奶在满足自身生产有机液态奶产品的基础之上销售给蒙牛集团等知名乳制品企业。2015 年，公司 36.28% 的营业收入来源于对蒙牛集团的原料奶销售收入，较上年小幅度下降，但销售集中度较高。若蒙牛集团因故终止购买公司原料奶产品，在短期内可能会对公司的业绩和财务状况造成重大不利影响，但考虑到有机原料奶市场目前处于供不应求的局面，市场对高质量有机原料奶需求量大，因此对客户依赖程度较低。

公司主要客户为中国领先的乳品生产商蒙牛集团，公司在呼和浩特地区租赁了蒙牛集团 4 个牧场并签订了租赁协议。协议内容主要为：蒙牛集团同意购买公司拥有的牧场的乳牛产下的全部符合质量标准的原料奶；租赁蒙牛集团牧场的奶牛产下的全部符合质量标准的生鲜奶必须全部供给蒙牛集团。蒙牛集团收购公司原料奶的价格，不得低于同城内同等规模、同等质量的牧场的牛奶价格。2013~2015 年，公司非有机原料奶销售价格分别为 4.38 元/公斤、4.75 元/公斤、4.23 元/公斤，有机原料奶销售价格分别为 5.25 元/公斤、5.59 元/公斤、5.24 元/公斤。受市场行情影响，2015 年公司原料奶销售价格较往年有所下降，公司虽降低销售价格，但对公司毛利率水平影响有限。

表 10 近三年公司前 5 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 万元	占营业收入比 重
2013 年	内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司	原料奶	66,660.00	58.20
	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	原料奶	16,308.00	14.24
	苏州福瑞德商贸有限公司	液态奶	6,971.00	6.09
	武汉市利源厚浦商贸有限公司	液态奶	3,188.00	2.78
	西安圣牧商贸有限公司	液态奶	1,255.0	1.10
合计			94,382.00	82.40
2014 年	内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司	原料奶	97,367.87	45.29
	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	原料奶	32,349.83	15.05
	包头萨拉齐明旺乳业有限公司	原料奶	7,919.48	3.68
	圣牧高科北京贸易有限公司	液态奶	4,412.74	2.05
	武汉市利源厚浦商贸有限公司	液态奶	2,817.05	1.31
合计			144,866.98	67.38
2015 年	蒙牛乳业	原料奶	115,198.99	36.28
	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	原料奶	26,610.17	8.38
	赛罕上海实业有限公司	液态奶	12,148.87	3.83
	圣牧高科北京贸易有限公司	液态奶	10,389.45	3.27
	广东省圣牧贸易有限公司	液态奶	9,880.20	3.11
合计			174,227.68	54.87

资料来源：公司提供

总体看，公司液态奶销售渠道网络已较为完善，主要采用经销商的模式进行销售，目前公司适度降价定价，主要目的为培养消费人群；原料奶受整体市场影响，近三年销售价格呈波动下降趋势。

6. 经营效率

随着经营规模的扩大，公司营业收入呈现持续高速增长状态，近三年的年均复合增长率高达 66.50%，得益于生产规模效应的逐步显现，同期营业成本增速低于收入增速，为 60.90%，使得公司营业利润增速高于收入增速，年均复合增长 69.32%。

有机液态奶和有机原料奶销售收入规模的不断扩大，公司应收账款规模快速增长，应收账款规模的增长导致近年来应收账款周转率逐年下降，2013~2015 年，公司应收账款周转率分别为 26.68 次、9.46 次和 4.85 次；公司营业成本控制较好，增速低于存货增长速度使得存货周转率近年来呈波动下降态势，2013~2015 年，公司存货周转率分别为 2.42 次、2.08 次和 2.22 次，整体水平较低，主要系饲料在存货中占比较大，尤其是饲料中的青贮采购周期较长（一年），此外羊草、苜蓿等主要饲料也存在此类的季节性收购情况所致。由于总资产中货币资金、存货和应收款项占比较高，使得总资产周转率在传统食品行业中处于较低水平，近三年分别为 0.46 次、0.45 次和 0.40 次，呈逐年下降态势。从同行业对比看，公司存货周转率、应收账款周转率、总资产周转率均处于行业较低水平，主要是由于公司主营业务涉及上游养殖业所占比重较大而其他乳制品企业主营业务以中、下游液态奶加工与销售为主，经营效率指标可比性有限。经与辉山乳业、现代牧业等包含上游的乳制品企业相比，经营效率指标符合行业特点。

表 11 同类主要上市公司 2015 年经营效率指标比较（单位：次）

证券简称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
皇氏乳业	7.97	3.76	0.50
伊利股份	7.94	110.33	1.53
现代牧业	4.30	6.26	0.31
蒙牛乳业	7.75	35.45	1.01
圣牧高科	2.22	4.85	0.40

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，同行业上市公司采用 wind 资讯相关指标进行比较。

总体看，公司的营业收入规模呈现稳定增长，但是公司的各项营运指标有所下降，但符合行业特点。

7. 关联交易

2013~2015 年，公司向关联方销售商品、接受劳务金额快速增长，占营业收入比例不断提升，销售金额从 2013 年的 799.77 万元增长到 2015 年的 66,605.9 万元，关联方销售收入在营业收入中占比从 2013 年的 0.70% 提高到 2015 年的 20.98%，主要是由于自 2012 年液态奶业务开展以来，公司向关联方公司销售液态奶的销售收入不断增长所致。关联方销售对象主要为公司在全国各地参股的分销公司，关联方销售商品的价格由交易双方参考销售给无关联方关系经销商价格和市场价格协商确定。

表 12 近三年公司关联交易情况（单位：万元）

年份	向关联方采购商品、接受劳务		向关联方销售商品、提供劳务	
	金额	占营业成本比例	金额	占营业收入比例
2013 年	11,168.33	17.09%	799.77	0.70%
2014 年	37,197.25	34.48%	10,668.76	4.96%
2015 年	44,306.30	26.19%	66,605.9	20.98%

资料来源：公司年报、联合评级整理。

2013~2015 年，随着公司有机乳牛养殖规模的扩张，公司加大了向圣牧草业采购有机饲料力度，采购金额从 2013 年的 11,168.33 万元增长至 2015 年的 44,306.3 万元，关联方采购成本占营业成本比重由 2013 年的 17.09% 提升至 2015 年的 26.19%。公司主要向关联方公司圣牧草业采购养殖乳牛的有机饲料，关联方采购价格的确定参考实时可了解的市价、进口优质非有机草料（不包括运输成本）的现行市价、国内优质非有机草料加溢价等多方面价格。此外，公司还会向至少两名第三方供货商询价，并确保向圣牧草业采购草料的价格将不逊于第三方供货商所提供的价格。

总体看，关联交易有利于公司对上下游的控制，维护“全程有机”生产经营模式；公司关联交易价格以市场价格作为定价参考，有利于保障价格的公允性。

8. 经营关注

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，公司自有品牌有机液态奶刚刚面世，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。

食品安全生产风险

食品安全问题使得国内外部分消费者对中国的食品产生了信任危机，直接影响了食品生产企业产品的市场需求。公司是生产和销售牛奶的企业，如果在生产过程中对产品质量的控制不到位，就可能爆发食品安全问题，直接影响到公司的生产经营和盈利能力。

关联交易风险

公司与关联方交易主要是采购饲料和销售商品。2015 年公司向关联方销售商品的交易金额为 6.66 亿元，较上年增长 5.24 倍；向关联方购买原材料产生的交易金额为 4.43 亿元，较上年增长 19.11%。关联交易金额较上年大幅度提升，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。

产能利用率

近年来，公司液态奶产能利用率均未达到 70%，公司产能尚未充分利用。如未来市场不能达到长期规划的预期，公司将承受较大的固定成本压力。

9. 未来发展

公司的长远目标是成为全球领先的有机乳品公司。

公司将于 2016 年继续完成在建三个有机牧场的建设，并拟主要通过自有牧场牧群的繁殖扩大有机牧群规模，并且继续投资于质量控制及产品安全，增强牛群的健康状况并提高平均产奶量及经营效率，为业绩增长提供支持。

2016 年公司计划进一步拓展品牌液态奶业务，进一步提高盈利能力。为达致此目标，公司将继续研发创新有机液态奶新品以丰富圣牧有机液态奶产品组合以满足日益增长的消费市场需求。圣牧计划于 2016 年实施行业技术创新，研发推出具有智能在线终端添加益生活性乳酸菌的低温有机酸奶功能的鲜奶机设备，以满足公共娱乐场所、餐饮服务行业、写字楼等办公区域消费者的有机鲜奶乳制品消费需求。

2016 年公司计划继续巩固发展集团蓝海战略渠道，合计打造完成全国十万家统一标准的超级小区店；继续巩固发展现代 KA³ 销售渠道，提升单店卖力。在此基础上，公司继续创新发展蓝海

³ Key Account，即关键客户。

战略，于 2016 年继续打造 6,500 家卖力与形象可与 KA 系统媲美的超级小区旗舰店。此外，公司将持续发展“有机客”微商群体，采取分销模式，填补市场空白，深化产品销售渠道，以争取更广泛的客户群体。

另一方面，公司也拟通过以下方式提高在目标市场的品牌知名度并巩固高档形象：制定及实施统一的营销策略并协调全国推广及营销活动（包括网上推广），藉以推广有机牛奶的好处及其自有品牌；推广开设圣牧超级小区旗舰店，除销售功能外，旗舰店将向消费者传播与「沙漠全程有机产业体系」生产模式有关的数据及有机奶的好处，以提升品牌形象；及持续举办圣牧有机之旅专项大型活动，展示「圣牧沙漠全程有机」产业链，让消费者身临其境体验有机、绿色、环保沙漠全程有机之旅。

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。随着有机畜牧场、液态奶生产线的扩建和销售渠道的扩展，公司实力将得到提升，公司在有机牛奶市场的竞争优势将进一步得到体现。

七、财务分析

1. 财务概况

公司 2013~2015 年度合并财务报表已经安华永明会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见。公司执行财政部颁布的《企业会计准则》。

从合并范围变化来看，2013 年，公司通过投资新设巴彦淖尔市圣牧正和牧业有限公司、巴彦淖尔市圣牧北斗牧业有限公司、巴彦淖尔市圣牧七星牧业有限公司等 9 家子公司；2014 年，公司通过投资新设巴彦淖尔市圣牧伟业牧业有限公司、阿拉善盟圣牧兆丰牧业有限公司、巴彦淖尔市圣牧三利牧业有限公司和巴彦淖尔市圣牧沙金牧业有限公司 4 家子公司；2015 年，公司合并范围新增呼和浩特市圣牧高科乳品有限公司和阿拉善盟圣牧高科乳品有限公司 2 家子公司。整体看，近三年来公司通过投资设立了目前纳入合并范围的所有子公司，纳入合并范围子公司构成公司主营业务，因此近三年财务数据的可比性良好。

2013~2015 年底，公司财务报表合并范围变化情况如下表所示：

表 13 2013~2015 年公司财务报表合并范围变化情况

时间	变动情况	公司名称	变动原因
2013 年	增加	巴彦淖尔市圣牧套海牧业有限公司	投资新设
		巴彦淖尔市圣牧哈腾牧业有限公司	
		巴彦淖尔市圣牧新禾牧业有限公司	
		巴彦淖尔市圣牧六和牧业有限公司	
		阿拉善盟圣牧五星牧业有限公司	
		巴彦淖尔市圣牧希望牧业有限公司	
		巴彦淖尔市圣牧正和牧业有限公司	
		巴彦淖尔市圣牧北斗牧业有限公司	
		巴彦淖尔市圣牧七星牧业有限公司	
2014 年	增加	巴彦淖尔市圣牧伟业牧业有限公司	投资新设
		阿拉善盟圣牧兆丰牧业有限公司	
		巴彦淖尔市圣牧三利牧业有限公司	
		巴彦淖尔市圣牧沙金牧业有限公司	
2015 年	增加	呼和浩特市圣牧高科乳品有限公司	投资新设
		阿拉善盟圣牧高科乳品有限公司	

资料来源：公司年报

截至 2015 年底，公司合并资产总额 93.33 亿元，负债合计 44.94 亿元，所有者权益（含少数股东权益）48.38 亿元，归属于母公司所有者权益合计 32.16 亿元。2015 公司实现营业收入 31.75 亿元，净利润（含少数股东损益）10.66 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 5.85 亿元；经营活动产生的现金流量净额 9.25 亿元，现金及现金等价物净增加额 7.96 亿元。

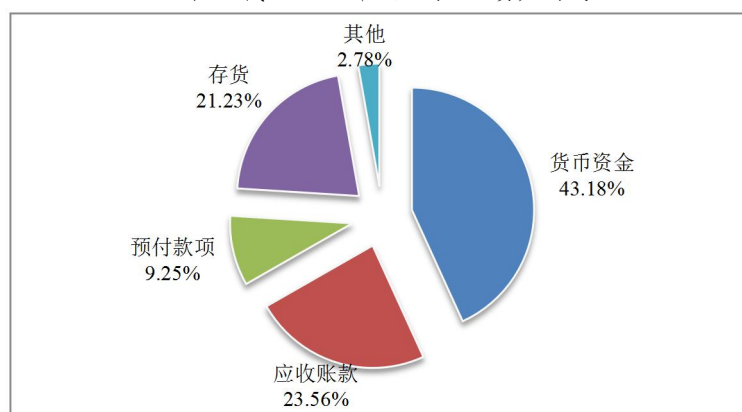
2. 资产质量

近三年公司经营规模迅速扩大，资产规模也随之快速增长，2013~2015 年，公司资产总额年均复合增长 73.16%，截至 2015 年底，公司资产规模达 93.33 亿元，较年初增长 46.81%，主要系流动资产增长较快所致。其中流动资产占比 41.61%，非流动资产占比 58.39%，非流动资产占比高，符合乳制品行业特点。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产快速增长，年均复合增加 147.27%，主要是由于随着公司经营规模的不断扩张，货币资金、应收账款、预付款项和存货迅速增长所致。截至 2015 年底，公司流动资产合计 38.83 亿元，主要由货币资金（占 43.18%）、应收账款（占 23.56%）、预付账款（占 9.25%）和存货（占 21.23%）等构成。

图 9 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金规模增速较快，年均复合增长 243.54%，主要系随着公司主营业务的迅速发展，经营活动、投资活动及筹资活动所产生的现金净流入量不断增长所致。截至 2015 年底，公司货币资金为 16.77 亿元，较年初增长 171.95%，主要系 2015 年公司发行了公司债募集资金到账所致。公司货币资金主要由银行存款（占比 95.81%）及其他货币资金（占比 4.19%）构成。其中，其他货币资金全部为使用受限的资金，受限资金主要为开立信用证、银行承兑汇票需存入银行的保证金存款。公司货币资金较为充足。

2013~2015 年，随着公司营业收入大幅增长，公司应收账款快速增长，年均复合增长 286.12%。截至 2015 年底，公司应收账款余额为 9.15 亿元，较年初增长 132.51%，主要系公司销售收入增加，以及液态奶公司对下游经销商采取更加灵活的应收账款管理方式所致。从账龄来看，3 个月以内占比 68.54%，3~6 个月的占比 24.50%，7~12 个月的占比 6.56%，一年以上的占比 0.40%，共计计提减值准备 36.91 万元，占比很小。截至 2015 年底，公司应收账款金额前五名占比 38.06%，集中度尚可。

表 14 截至 2015 年底公司应收账款金额前五名明细（单位：万元、%）

客户名称	期末金额	占余额比例	性质	账龄
赛罕上海实业有限公司	8,477.14	9.26	产品奶款	1 年以内
广东省圣牧贸易有限公司	7,324.25	8.00	产品奶款	1 年以内
圣牧高科北京贸易有限公司	7,243.29	7.91	产品奶款	1 年以内
深圳市圣牧伟业贸易有限公司	6,072.04	6.63	产品奶款	1 年以内
单位 1	5,731.21	6.26	原料奶款	1 年以内
合计	34,847.94	38.06		

资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司预付款项呈逐年增长态势，年均复合增长 119.26%。截至 2015 年底，公司预付款项为 3.59 亿元，较年初增长 144.77%，主要系原材料采购规模的不断扩大所致。从账龄来看，1 年以内的占比 98.61%，1 至 2 年的占比 1.39%，账龄期限短。截至 2015 年底，公司预付款项账面金额前五名占比 96.36%，集中度高。预付款项主要用于采购市场上供应紧缺的原材料，如苜蓿、羊草、青贮等。

表 15 截至 2015 年底公司预付款项账面金额前五名明细（单位：万元、%）

单位名称	与公司关系	金额	账龄	未结算原因
巴彦淖尔圣牧高科生态草业有限公司	联营公司	32,795.71	一年以内	未到交货期
单位 1	非关联方	646.01	一年以内	未到交货期
单位 2	非关联方	500.00	1 至 2 年	未到交货期
单位 3	非关联方	451.74	一年以内	未到交货期
单位 4	非关联方	212.56	一年以内	未到交货期
合计		34,606.01		

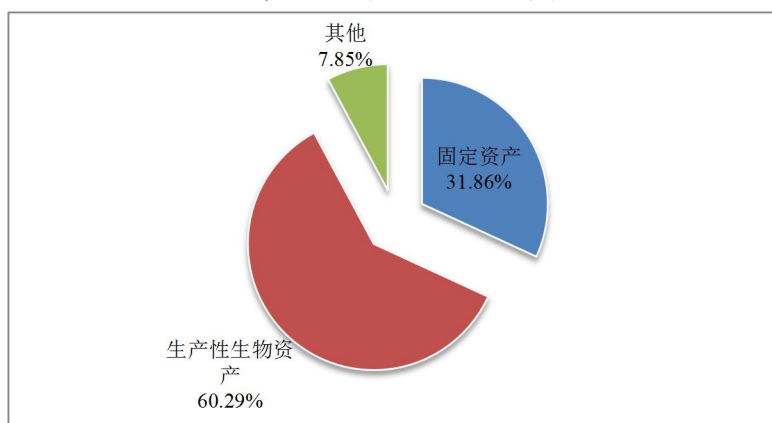
资料来源：公司审计报告

2013 年~2015 年，公司存货随着经营规模扩张快速增长，年均复合增长 56.83%。截至 2015 年底，公司存货为 8.25 亿元，较年初增长 17.59%。其中，原材料占 92.96%、备品备件占比 2.76%、低值易耗品占比 1.16%、委托加工物资占比 1.18%，产成品占比 1.94%。由于食品行业性质，公司原材料采购次数频繁，使用周期短，原材料、产成品等较少减值，其他备品备件和低值易耗品消耗很快，基本不存在减值情况，2013~2015 年，公司均没有计提、转回或转销存货跌价准备。

非流动资产

受公司投资力度逐年加大的影响，2013~2015 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 48.31%。截至 2015 年底，公司非流动资产合计 54.50 亿元，较年初增加 22.29%，主要系固定资产和生产性生物资产增长所致。截至 2015 年，公司非流动资产主要由固定资产（占比 31.86%）、和生产性生物资产（占比 60.29%）（见下图）。

图 10 截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

近年来受公司固定资产投资规模的不断扩大的影响，2013~2015 年，公司固定资产增速较快，年均复合增长 73.64%。截至 2015 年底，公司固定资产账面价值为 17.36 亿元，较年初增长 37.74%，大幅增长主要系公司处于扩张时期，固定资产随着公司的扩张在不断增长，房屋建筑物、构筑物及附属设施和机器设备投入增加所致。其中，房屋及建筑物占 68.26%、机器设备占 30.38%、办公设备占 1.08%，运输设备占 0.28%。截至 2015 年底，固定资产累计折旧为 2.06 亿元，固定资产成新率为 89.41%，成新率较高。

随着经营规模的不断扩大，公司近年来持续增加生产性生物资产投入力度，生产性生物资产规模持续扩大，2013~2015 年，生产性生物资产呈高速增长趋势，年均复合增长 47.50%。截至 2015 年底，公司生产性生物资产余额为 32.85 亿元，较年初增长 20.78%，主要是由于公司乳牛数量大幅增加，以及青年牛及小牛的养殖成本计入生物资产价值所致。其中，犊牛及青年牛账面余额占比 28.17%、成乳牛账面余额占 71.83%，犊牛及青年牛占比较年初占比有所增长。公司对生产性生物资产采用公允价值计量，鉴于公司生产性生物资产的特殊性和重要性，公司每年聘请了独立专业机构对生产性生物资产的公允价值进行评估，根据评估报告对生产性生物资产公允价值变动损益进行了确认，近三年公司生产性生物资产的公允价值变动分别为 0.09 亿元、0.87 亿元和 0.53 亿元。

总体看，由于近年来公司处于快速成长时期，公司资产规模快速增长，构成以非流动资产为主，其中生产性生物资产和固定资产占比较大；公司整体资产质量较好，但生产性生物资产易受疫情等不确定因素的影响。

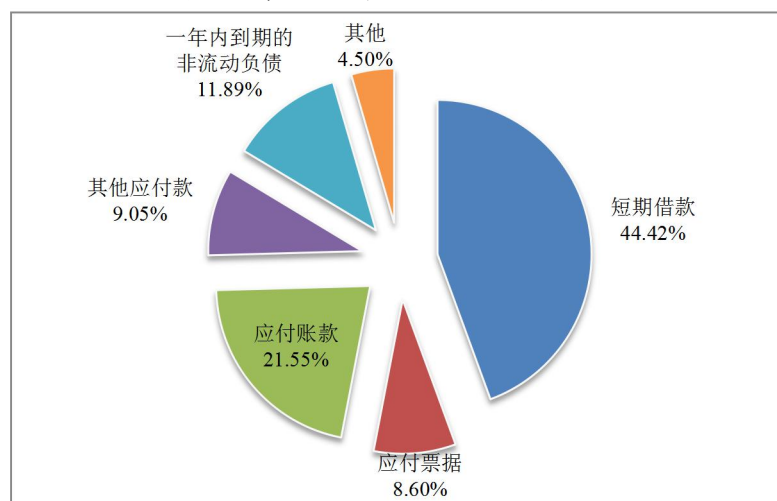
3. 负债及所有者权益

负债

2013~2015 年，公司负债随经营规模的扩大而迅速增长，年均复合增长 78.87%。截至 2015 年底，公司负债合计 44.94 亿元，较年初增长 70.01%，主要系非流动负债和流动负债同时增长较快所致。公司流动负债和非流动负债分别占比 75.15%和 24.85%。

2013~2015 年，公司流动负债增长较快，年均复合增长率为 55.06%。截至 2015 年底，公司流动负债合计 33.77 亿元，较年初增加 62.13%，以短期借款（占比 44.42%）、应付票据（占比 8.60%）应付账款（占比 21.55%）、其他应付款（占比 9.05%）和一年内到期的非流动负债（占比 11.89%）为主，如下图所示。

图 11 截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 26.87%。截至 2015 年底，公司短期借款为 15.00 亿元，较年初增长 12.46%，主要系生产规模扩大，补充日常运营资金所致。短期借款全部为银行信用借款，年利率为 5.88%~7.04%。

2013~2015 年，公司应付票据呈逐年增长态势，年均复合增长 284.75%。截至 2015 年底，公司应付票据为 2.90 亿元，较年初增长 514.31%，主要系采购额增加，公司为减少现金流出，提高资金使用率，进一步增多使用承兑汇票所致。公司应付票据全部由银行承兑汇票构成。

2013~2015 年，公司应付账款持续增长，年均复合增长 106.05%。截至 2015 年底，公司应付账款余额为 7.28 亿元，较年初增长 93.21%，主要系公司饲草料及生产液态奶的辅料采购额增加所致。公司应付账款主要是由应付饲料款（占比 65.65%）、应付包装材料款（占比 15.11%）、应付备品备件款（占比 4.15%）、低值易耗品（占比 8.40%）和应付药品款（占比 6.68%）构成。2013~2015 年，公司无账龄超过一年的重要应付账款。

2013~2015 年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 32.29%。截至 2015 年底，公司其他应付款为 3.05 亿元，较年初增长 18.25%，主要系随着公司规模迅速扩大，牧场建设增加，应付设备款、工程款增加所致。公司其他应付款主要是由应付设备款、工程款（占比 48.56%）、应付押金、保证金及质保金（占比 14.07%）、应付租赁费（占比 12.09%）和应付运费（占比 15.52%）等构成。2015 年，公司账龄超过 1 年的重要其他应付账款合计 0.43 亿元，全部为尚未完工工程扣留的质量保证金。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债为 4.01 亿元，主要为公司向母公司 Shining Investment Industry Limited 和最终母公司中国圣牧的拆借款项余额，此拆借款项在到期后将做债转股处理，作为公司股东对公司的注资，公司无偿还压力，故此款项不为公司的有息债务。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 11.17 亿元，较年初增长 99.30%，主要系公司于 2015 年发行了公司债所致。公司非流动负债由长期借款（1.24 亿元）和应付债券（9.93 亿元）构成，在非流动负债中分别占 11.10%和 88.90%。

截至 2015 年底，公司长期借款为 1.24 亿元，较年初减少 17.33%，主要系公司采取多样化融资渠道，减少间接融资比例，降低融资成本所致。从构成来看，全部为信用借款。从账龄来看，全部为 3~4 年到期，公司尚未面临集中支付压力。长期借款年利率为 6.72%~7.04%。

截至 2015 年底，公司应付债券为 9.93 亿元，为公司于 2015 年 12 月 29 日发行的“15 圣牧 01”公司债，期限为 5 年，发行金额 10.00 亿元，票面利率为 4.48%。

2013~2015 年，公司债务规模快速增长，三年复合增长率为 89.26%。截至 2015 年底，公司全部债务为 30.07 亿元，其中短期债务和长期债务分别占比 62.85%和 37.15%，以短期债务为主。截至 2015 年底，公司短期债务主要由短期银行借款和应付票据构成；长期债务则由长期借款和应付债券构成。

截至 2015 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分别为 48.16%、38.33%和 18.76%，较年初分别增长 6.57 个百分点、9.13 个百分点和 14.88 个百分点。整体看，公司全部债务规模有所增加，但整体债务压力仍较轻。

总体看，公司负债以流动负债为主，近年来有息债务规模增长较快，但公司整体债务压力仍较低，目前公司仍处于高速成长阶段，未来随着公司投资规模的不断扩大，外部融资需求将会增强，预期未来债务规模将会有所增加。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益持续快速增长，年均复合增长 68.32%。截至 2015 年底，公司所有者权益合计 48.38 亿元，少数股东权益为 16.22 亿元，归属于母公司所有者权益合计 32.16 亿元，其中，实收资本占 22.97%，资本公积占 11.49%，盈余公积占 9.37%，未分配利润占 56.18%。截至 2015 年底，公司归属母公司所有者权益较年初增长 28.83%，主要系未分配利润增长所致；少数股东权益较上年末增长 33.32%，主要系净利润增长导致少数股东损益增长所致。公司资本公积由 2014 年的 2.34 亿元增长至 2015 年的 3.69 亿元，主要系公司股票期权储备和收购少数权益收益。

整体看，近年来公司所有者权益中未分配利润比重持续增长，权益的稳定性较低。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司业务规模不断扩大导致营业收入逐年快速增加，年均复合增长 66.50%，主要是由于原奶和乳制品收入大幅增长所致。2015 年公司实现营业收入 31.75 亿元，较上年大幅增长 47.67%，其中实现主营业务收入为 31.01 亿元。同期公司营业成本增长 56.84%，增幅高于营业收入的增长。2015 年，公司实现利润总额 10.71 亿元，较上年增长 18%；实现净利润 10.66 亿元，较上年增长 17.98%，其中归属母公司所有者的净利润为 5.85 亿元，较上年减少 12.79%。少数股东损益为 4.82 亿元，较上年增长 106.3%，主要是由于以下原因所致：公司少数股东损益包含本公司境外母公司和其他合资方对集团附属公司所持股份应分享的利润，公司最终控股股东中国圣牧于 2014 年 7 月 15 日于香港联交所主板上市后，在第四季度将募集资金以增加注册资本的方式间接投入附属公司内蒙古圣牧控股有限公司，持有其股份比例达 80%以上，自此，按照企业会计准则的要求，中国圣牧对该公司应分享的净利润作为公司的少数股东损益核算。2015 年度少数股东损益和 2014 年第四季度少数股东损益的期间差异，是导致少数股东损益相对于上年增长较多的主要原因。

2013~2015 年，公司营业外收入呈现逐年上升趋势，分别为 545.39 万元、1,620.40 万元和 3,222.16 万元，年均复合增长 143.06%。营业外收入主要为政府补助，由于营业外收入相对于公司主营业务收入规模较小，因此对公司利润总额影响较小。

从利润构成来看，公司利润主要来自于原奶、液态奶生产和销售等主营业务板块，但是公允价值变动所带来的收益也对公司利润有一定贡献，2013~2015 年公允价值变动收益合计金额分别

为 948.39 万元、8,709.75 万元和 5,272.22 万元，占比均较小。2015 年公司实现利润总额和净利润分别为 10.71 亿元和 10.66 亿元，其中归属于母公司的净利润为 5.85 亿元，利润总额和净利润分别同比增长 18.00%和 17.98%，2015 年净利润增加主要系原奶、液态奶板块收入大幅增加所致。

从期间费用来看，2013~2015 年，公司费用收入比分别为 11.31%、11.99%和 15.02%。公司费用支出逐年上升，近三年公司的销售费用、管理费用和财务费用分别年均复合增长了 92.26%、98.65%和 85.38%；2015 年公司期间费用 4.77 亿元，同比增长 84.87%，其中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 55.68%、20.72%和 23.60%，销售费用占比较高。2015 年，公司销售费用为 2.65 亿元，同比增长 107.22%，主要系乳制品销量增加所致；2015 年，管理费用为 0.99 亿元，同比增长 25.36%，主要系公司规模扩大和人员的增加逐年增长，工资、奖金及福利费相应有所增加和期权费用的支付所致；2015 年，公司财务费用为 1.12 亿元，同比增长 120.71%，主要是由于有息债务规模增长导致相应利息支出增加。

从盈利指标看，2013~2015 年，由于主营业务收入增长较快及规模效益的显现，公司主营业务毛利率波动增长，分别为 42.92%、50.24%和 47.71%，其中非有机原奶、有机原奶和液态奶板块销售毛利率分别为 37.64%、48.35%和 51.90%。总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率呈现波动下降趋势，2015 年分别为 18.09%、15.16%和 24.94%，较上年下降 6.31 个百分点、5.28 个百分点和 8.41 个百分点。与国内同行业其他主要上市公司比较，公司各项主要盈利指标处于较高水平（如下表所示），公司毛利率较高主要是由于公司主营业务涉及高毛利率上游养殖业务并且通过养殖业务获得原奶，而其他上市公司如蒙牛集团、伊利股份等并未涉及高毛利率的乳牛养殖业务，盈利能力指标可比性有限。

表 16 2015 年乳制品上市公司盈利能力指标情况（单位：%）

证券简称	净资产收益率（平均）	总资产报酬率	销售毛利率
皇氏乳业	8.91	7.62	34.58
伊利股份	23.99	14.31	35.89
蒙牛乳业	10.85	6.83	31.36
现代牧业	4.50	4.23	-
圣牧高科	24.94	15.16	47.71

资料来源：Wind 资讯

注：Wind 资讯与联合评级在上述指标计算上存在公式差异，同行业上市公司采用 wind 资讯相关指标进行比较。

总体看，公司处于快速发展期，近年来公司利润规模呈上升态势，相关财务指标年均增长率较快，未来随着公司经营规模继续扩张，收入规模将会进一步得到提升。

5. 现金流

从经营活动情况来看，2013~2015 年，经营活动现金流入呈逐年增长态势，分别为 12.41 亿元、18.86 亿元和 28.74 亿元，年均复合增长率为 52.19%，主要系公司销售商品收到的现金增长所致；经营活动现金流出呈逐年增长态势，分别为 8.77 亿元、14.59 亿元和 19.49 亿元，年均复合增长率为 49.07%，主要系公司购买原材料支付的现金增长所致；受上述因素影响，公司经营活动产生的现金分别净流入 3.64 亿元、4.28 亿元和 9.25 亿元，年均复合增长率为 59.49%。同期，公司现金收入比波动下降，分别为 106.01%、86.70%和 89.67%，收入实现质量有待提高。

从投资活动情况来看，2013~2015 年，公司投资活动现金流入呈逐年增长态势，分别为 1.60 亿元、1.77 亿元和 2.23 亿元，年均复合增长率为 18.12%，主要系公司乳牛存栏数增多，淘汰量增加，公司将由此产生的现金流记入处置固定资产收回的现金，导致其净额增长所致；投资活动现金流出呈波动增长态势，分别为 10.94 亿元、20.84 亿元和 14.84 亿元，年均复合增长率为 16.46%，主要系公司购建固定资产支付的现金波动增长所致；受上述因素影响，近三年公司投资活动产生的现金净流出分别为 9.34 亿元、19.07 亿元和 12.51 亿元。

从筹资活动情况来看，2013~2015 年，公司筹资活动现金流入呈波动增长态势，分别为 10.74 亿元、30.72 亿元和 26.88 亿元，年均复合增长率为 58.15%，主要系公司取得借款收到的现金波动增长所致；筹资活动现金流出呈逐年增长态势，分别为 4.07 亿元、11.20 亿元和 15.66 亿元，年均复合增长率为 96.20%；受上述因素影响，公司筹资活动产生的现金流量净流入 6.68 亿元、19.52 亿元和 11.22 亿元，年均复合增长率为 29.60%。

总体看，近三年随着公司经营规模的增长，公司经营活动现金流入量随之有所上升，公司经营活动产生的现金流入规模较大，经营活动获取现金的能力较强。随着公司扩张的减速，固定资产投资力度将放缓，公司对资金的需求将减弱，公司外部融资需求将减弱。

6. 偿债能力

从短期偿债能力方面，2013~2015 年，公司流动比率和速动比率逐年上升，2015 年分别为 1.15 倍和 0.91 倍，主要是由于公司发行债券调整债务结构及留存收益增加所致；2013~2015 年，公司现金短期债务比分别为 0.15 倍、0.45 倍和 0.73 倍，现金类资产对短期债务覆盖程度有所上升；2013~2015 年，经营现金流动负债比率分别为 25.89%、20.53%和 27.39%，公司经营现金流动负债比呈波动上升趋势。总体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标来看，2013~2015 年，公司 EBITDA 呈逐年上升态势，年均复合增长率为 72.15%，2015 年为 12.95 亿元，主要构成包括折旧（占比 8.11%）、摊销（占比 0.12%）、计入财务费用的利息支出（占比 9.10%）和利润总额（占比 82.67%）。近三年 EBITDA 利息倍数分别为 13.32 倍、14.94 倍和 10.25 倍，EBITDA 对利息保障能力强；近三年 EBITDA 全部债务比分别为 0.46 倍、0.67 倍和 0.38 倍，EBITDA 对全部债务的保障能力较强。总体看，公司长期偿债能力较强。

公司与国内主要商业银行建立了良好的合作关系，截至 2015 年 12 月 31 日，公司共获得商业银行授信总额 25.07 亿元，尚未使用的授信额度为 8.83 亿元，公司融资渠道较为顺畅。

截至 2015 年底，公司无对外担保和重大诉讼仲裁事项。

总体看，公司现金类资产较为充裕，盈利能力较强，整体偿债能力强。

7、过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行《企业基本信用信息报告》（机构信用代码：G1015012110974701S），截至 2016 年 1 月 25 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

八、本次公司债券偿债能力分析

1. 本次公司债券的发行对目前债务的影响

截至 2015 年底，公司全部债务为 34.08 亿元，本次拟发行公司债规模为 6 亿元（基础发行规模为 4 亿元，可超额配售不超过 2 亿元），相对于目前公司债务规模，本次债券发债额度不大。本次债券发行后，公司债务负担将有一定程度的加重，但资本结构仍处于合理水平。

以 2015 年底财务数据为基础，假设募集资金净额为 6 亿元，本期债券发行后，在其它因素不变的情况下，公司全部债务资本化比率、长期债务资本化比率和资产负债率分别为 45.31%、26.19% 和 51.29%，较 2015 年末分别增长 3.98 个百分点、7.44 个百分点和 3.13 个百分点，债务负担增加。考虑到公司本期债券募集资金部分拟用于偿还银行借款，公司实际债务负担将低于预测值。

2. 本次公司债偿债能力分析

以 2015 年的财务数据为基础，公司 2015 年 EBITDA 为 12.95 亿元，为本期公司债券发行额度（6 亿元）的 2.16 倍，EBITDA 对本次债券的覆盖程度高。公司 2015 年经营活动产生的现金流入 28.74 亿元，为本期公司债券发行额度（6 亿元）的 4.79 倍，公司经营活动现金流对本期债券覆盖程度较高。

综合以上分析，并考虑到公司规模发展速度快、产品竞争力及其市场份额、盈利能力强等因素，联合评级认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

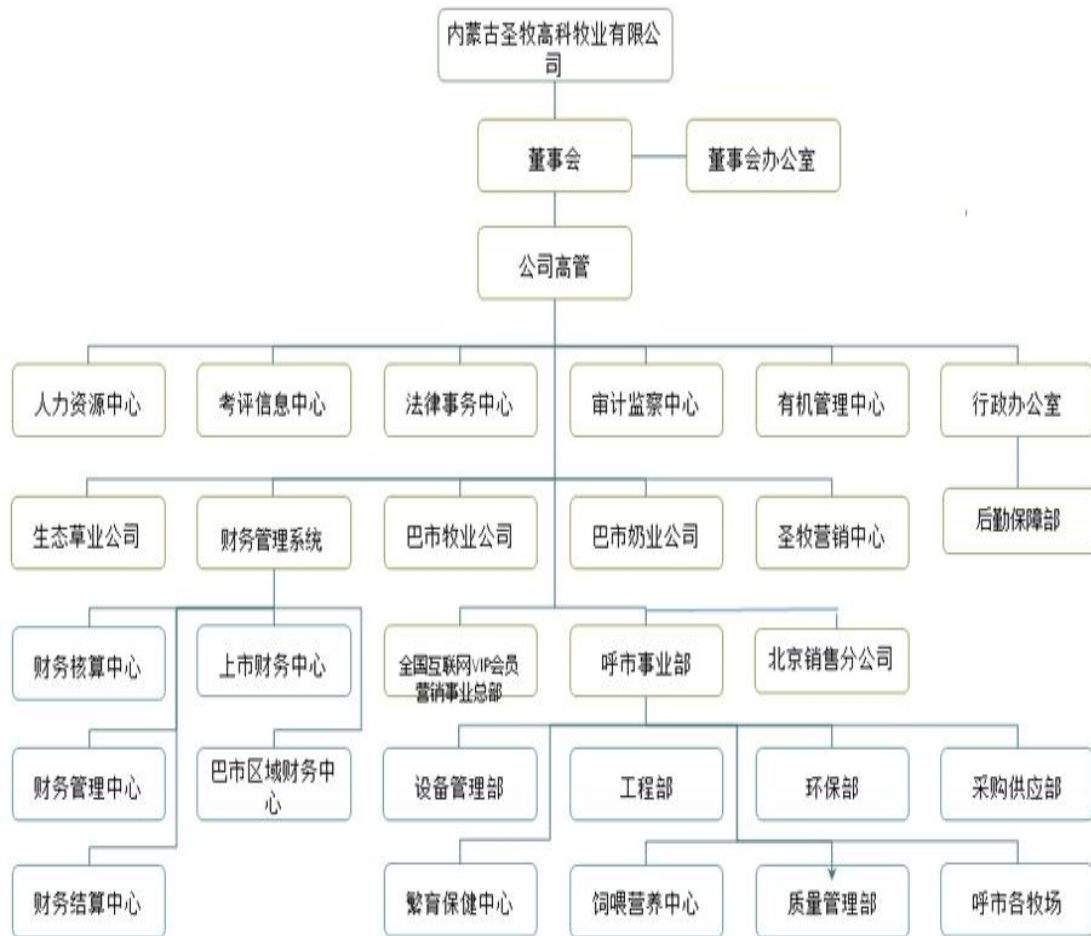
九、综合评价

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对内蒙古圣牧高科牧业有限公司（以下简称“圣牧高科”或“公司”）的评级反映了公司作为中国唯一一家符合欧盟有机标准的垂直整合有机乳制品企业，在产品质量、牧场地缘、有机奶行业地位等方面具有的竞争优势。同时，联合评级也关注到乳制品行业竞争激烈、公司有机奶品牌面世时间短、产能尚未充分发挥等因素对公司信用水平带来的不利影响。

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，近年来公司经营规模迅速扩大。未来随着有机畜牧场、液态奶生产线的扩建，公司实力将得到提升，公司在有机牛奶市场的竞争优势将进一步得到体现。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体及本次债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，本次债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 内蒙古圣牧高科牧业有限公司 组织结构图



附件 2 内蒙古圣牧高科牧业有限公司

主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	31.13	63.57	93.33
所有者权益（亿元）	17.08	37.13	48.38
短期债务（亿元）	9.52	13.81	18.90
长期债务（亿元）	0.00	1.50	11.17
全部债务（亿元）	9.52	15.31	30.07
营业收入（亿元）	11.45	21.50	31.75
净利润（亿元）	3.74	9.04	10.66
EBITDA（亿元）	4.37	10.28	12.95
经营性净现金流（亿元）	3.64	4.28	9.25
应收账款周转次数(次)	26.68	9.46	4.85
存货周转次数（次）	2.42	2.08	2.22
总资产周转次数（次）	0.46	0.45	0.40
现金收入比率（%）	106.01	86.70	89.67
总资本收益率（%）	19.35	24.40	18.09
总资产报酬率（%）	16.56	20.44	15.16
净资产收益率（%）	25.59	33.35	24.94
主营业务毛利率（%）	42.92	50.24	47.71
营业利润率（%）	42.90	49.76	46.65
费用收入比（%）	11.31	11.99	15.02
资产负债率（%）	45.13	41.59	48.16
全部债务资本化比率（%）	35.78	29.20	38.33
长期债务资本化比率（%）	0.00	3.88	18.76
EBITDA 利息倍数（倍）	13.32	14.94	10.25
EBITDA 全部债务比（倍）	0.46	0.67	0.43
流动比率（倍）	0.45	0.91	1.15
速动比率（倍）	0.21	0.58	0.91
现金短期债务比（倍）	0.15	0.45	0.89
经营现金流动负债比率（%）	25.89	20.53	27.39
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.73	1.71	2.16

注：1、此表中短期债务未包含“一年内到期的非流动负债”，原因为作为一年内到期的非流动负债的股东借款到期后将直接做债转股处理，公司未来无需偿还，故不作为有息债务计入。

2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

附件 3 有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(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/营业收入×100%
盈利指标	
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	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用)/营业收入×100%
财务构成指标	
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/(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
短期偿债能力指标	
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)
本期公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期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/本期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/本期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 4 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。

联合信用评级有限公司关于 内蒙古圣牧高科牧业有限公司 公司债券的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次债券存续期内，在每年内蒙古圣牧高科牧业有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

内蒙古圣牧高科牧业有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。内蒙古圣牧高科牧业有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注内蒙古圣牧高科牧业有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现内蒙古圣牧高科牧业有限公司或本次债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本期债券的信用等级。

如内蒙古圣牧高科牧业有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至内蒙古圣牧高科牧业有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送内蒙古圣牧高科牧业有限公司、监管部门等。

