

信用等级公告

联合[2015]634 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 2015 年公司债券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 2015 年公司债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任

二零一五年十一月二日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85171818

传真：010-85171273

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

内蒙古圣牧高科牧业有限公司

2015 年公司债券信用评级分析报告

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：不超过 16 亿元

债券期限：不超过 10 年期

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2015 年 11 月 2 日

财务数据：

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额(亿元)	18.17	31.13	63.57	72.06
所有者权益(亿元)	12.18	17.08	37.13	41.86
长期债务(亿元)	0.00	0.00	1.50	1.37
全部债务(亿元)	3.32	9.52	15.31	18.52
营业收入(亿元)	7.03	11.45	21.50	14.00
净利润(亿元)	1.99	3.74	9.04	4.62
EBITDA(亿元)	2.23	4.37	10.28	-
经营性净现金流(亿元)	1.78	3.64	4.28	3.93
营业利润率(%)	33.61	42.90	49.76	45.76
净资产收益率(%)	19.00	25.59	33.35	11.70
资产负债率(%)	32.93	45.13	41.59	41.91
全部债务资本化比率(%)	21.42	35.78	29.20	30.67
流动比率(倍)	0.50	0.45	0.91	0.89
EBITDA 全部债务比(倍)	0.67	0.46	0.67	-
EBITDA 利息倍数(倍)	15.63	13.32	14.94	-
EBITDA/ 本次发债额度(倍)	0.14	0.27	0.64	-

注：①公司 2015 年 2 季度报告未经审计，相关指标未年化；

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。

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公司，其产品质量控制严格、市场细分优势突出、有机养殖规模庞大，在高端有机乳制品市场有较强的竞争力。同时，联合评级也关注到公司作为乳制品行业企业行业竞争激烈、易受食品质量事件影响等因素对公司发展带来的不利影响。

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. 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，实现了垂直整合的全程有机生产模式，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公司，受有机认证等壁垒的限制，国内有机奶的供应尚存在缺口。

2. 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。

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。

4. 公司采购渠道通畅，与其关联方公司圣牧草业及主要原材料供应商建立了长期战

略合作关系，有机奶牛饲料的供应得到了长期保障；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，牧场奶牛产能得到有效释放。

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. 公司未来经营发展仍需引进一批经验丰富、高素质的综合性高级管理人员和专业技术人才，若公司不能随业务规模扩张而加大人才的引进力度，提高现有人员的素质，将可能面临人力资源缺乏的风险；

3. 公司自有品牌有机奶刚刚面世，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；

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）与内蒙古圣牧高科牧业有限公司构成委托关系外，联合评级、评级人员与内蒙古圣牧高科牧业有限公司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，未因内蒙古圣牧高科牧业有限公司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公司相关资料主要由内蒙古圣牧高科牧业有限公司提供，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内蒙古圣牧高科牧业有限公司及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本信用评级报告信用等级一年内有效；在信用等级有效期内，若存在影响评级结论的事件，联合评级将开展不定期跟踪评级，该债券的信用等级有可能发生变化。

分析师：



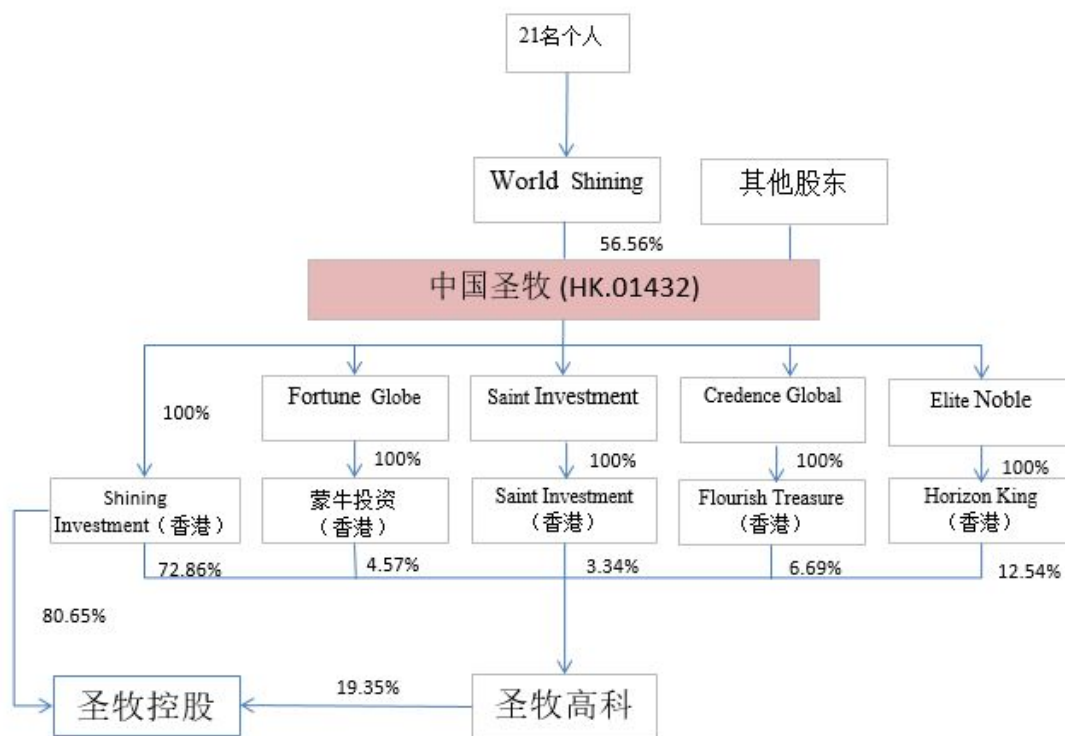
联合信用评级有限公司

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，设立时注册资本为26,280.00万元。后经股东多次增资和部分股权转让后，至2014年1月，公司注册资本为73,870.00万元。2014年2月，公司董事会决议，同意姚同山等22个自然人将持有的69.52%的股权转让给Shining Investment Industry Limited，同时公司其他自然人股东通过一系列交易，分别向Saint Investment HK limited、Flourish Treasure Holdings Limited、Shining Investment Industry Limited转让了持有的股权，转让之后Shining Investment Industry Limited、Horizon King Investments Limited、Flourish Treasure Holdings Limited、中国蒙牛投资有限公司和Saint Investment HK limited的持股比例分别为72.87%、12.54%、6.69%、4.57%和3.34%。

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6月30日，姚同山及其一致行动人是公司的实际控制人，该一致行动人合计持有World Shining 87.44%的股份。公司股权结构如下图所示：

图1 公司股权结构图资料



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 6 月底，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 19 家子公司。截至 2015 年 6 月底，公司在职工为 2,502 人。

截至 2014 年底，公司合并资产总额 63.57 亿元，负债合计 26.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）37.13 亿元。2014 年公司实现营业收入 21.50 亿元，净利润（含少数股东损益）9.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.28 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.73 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 72.06 亿元，负债合计 30.20 亿元，所有者权益（含少数股东权益）41.86 亿元。2015 年 1~6 月公司实现营业收入 14.00 亿元，净利润（含少数股东损益）4.62 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.93 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.43 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、本次债券及债券募集资金用途

1. 本次债券概况

本次债券名称为“内蒙古圣牧高科牧业有限公司 2015 年公司债券”，本次公司债券发行规模不超过 16 亿元（含 16 亿元），本次债券是面向合格投资者公开发行，票面金额 100 元/张，平价发行。本次债券期限为不超过 10 年期，采用分期发行的方式。本次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。本次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。本次公司债券无担保。

2. 本次债券募集资金用途

本次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、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

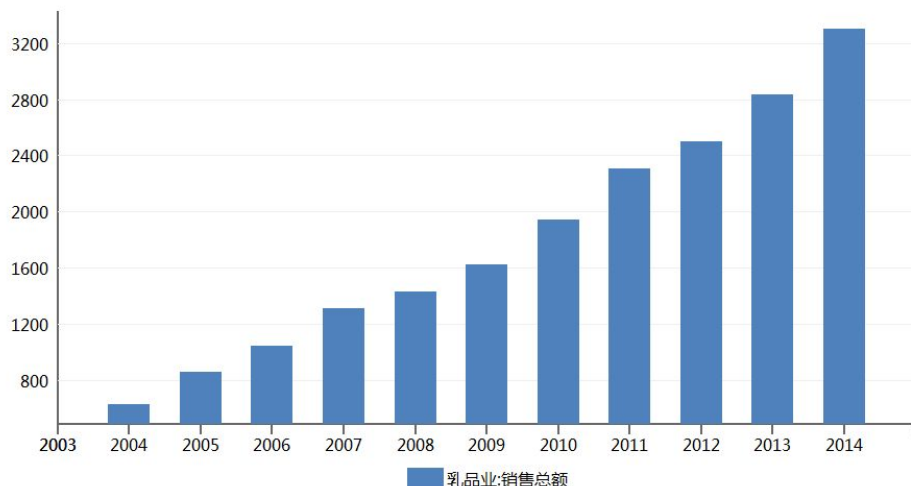
随着我国人均国民收入日益提高，乳制品已逐渐成为生活必需品。我国乳制品行业主要产品有液态奶、奶粉、冰淇淋、酸奶、奶酪等。

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月计划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。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。

近年来随着我国居民生活水平的不断提高，我国乳品消费人群快速增长，2004~2014年我国乳品业销售收入持续快速增长，年均复合增长18.09%。

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。2013年，中国人均乳制品消费量为每年约28.9公斤，而欧盟、美国及日本的人均乳制品消费量分别达到每年84.6公斤、96.2公斤及58.0公斤。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。目前，我国乳制品行业正处于新的发展历史时期，“十二五”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。

总的看，目前国内奶牛养殖规模程度偏低，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。

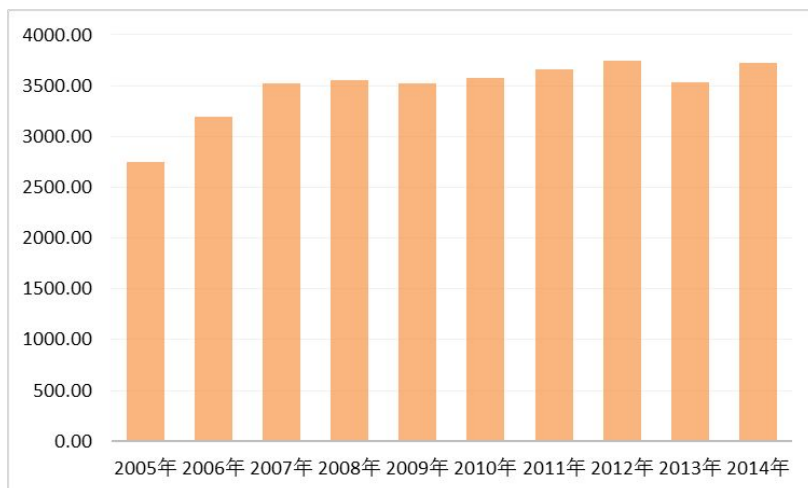
2. 原料概况

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。2003~2008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 2004年以来我国原料奶产量情况（单位：万吨）

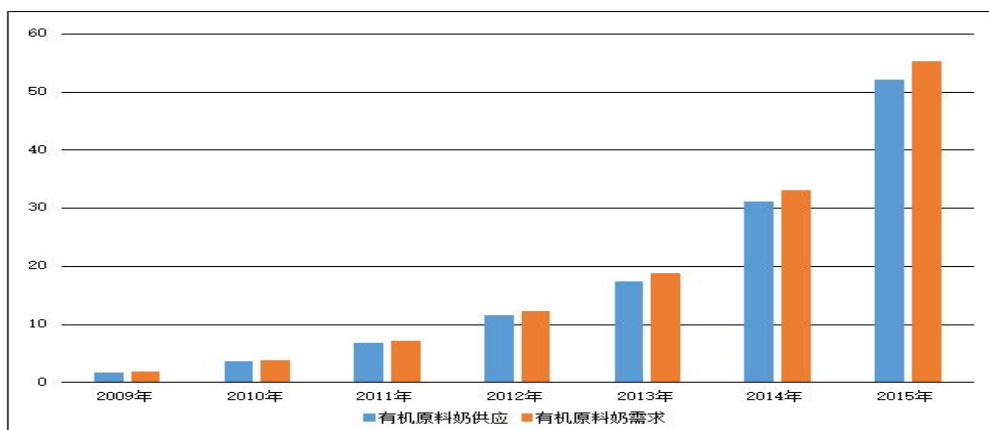


资料来源：国家统计局

与国内市场相比，目前国际奶业生产整体形势是供大于求，原料奶价格持续下降。受高奶价影响，2013~2014年度欧盟奶产量同比增长近5%。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。2014年，我国有机原料奶需求为33万吨，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，2014年至2018年复合增长率为37.1%。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，2014年，内地有机奶的供应为31万吨，供应缺口为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

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 2013 年的人民币 26,955 元增至 2018 年的人民币 44,150 元，复合年增长率为 10.4%，而中国农村居民人均年可支配收入则预期将由 2013 年的人民币 8,896 元增至 2018 年的人民币 15,907 元，复合年增长率为 12.3%。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。2013 年，中国人均乳制品消费量为每年约 28.9 公斤，而欧盟、美国及日本的人均乳制品消费量分别达到每年 84.6 公斤、96.2 公斤及 58.0 公斤。

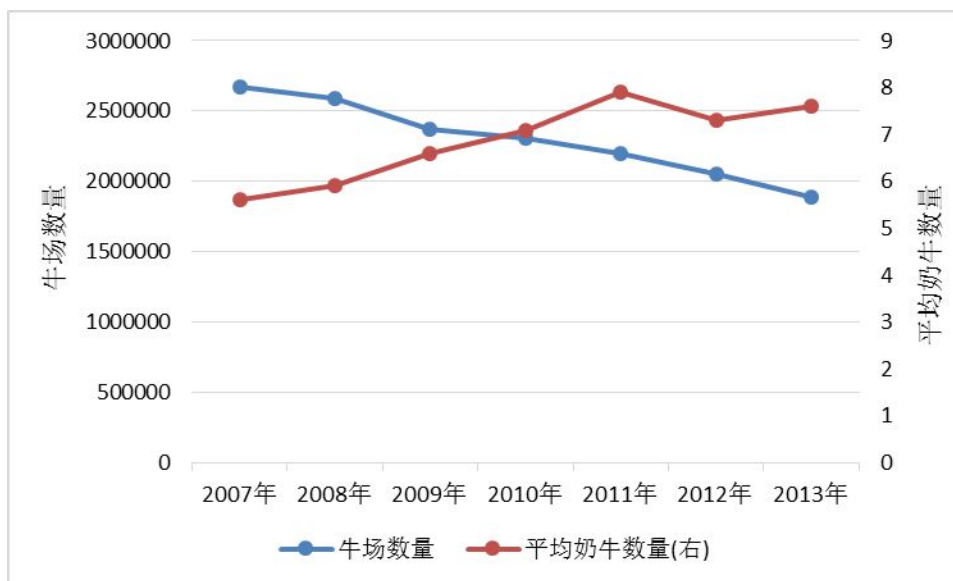
国内乳品消费市场已经进入了增速放缓的平台期，一方面是受接连不断的乳制品安全负面报道的影响，消费者信心还未得到完全恢复；另一方面是乳制品零售价格居高不下，市场奶类商品价格上涨导致需求下降，在 2013~2014 年度所谓的“奶荒”的影响下，乳品企业基本不再生产利润微薄的袋装白奶，加大了高端液态奶的生产比例，大众消费奶生产比例有所下降。

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。

4. 行业竞争

目前我国乳牛畜牧业仍非常分散，单个畜牧场乳牛数不足 20 头的个体农户占主导地位，2012 年末乳牛存栏量 20 头以下规模比重占比为 48.93%。分散的乳牛畜牧格局使得我国乳牛畜牧业面临畜牧方式落后、产业化程度有限和质量保证体系欠佳等问题，在一定程度上制约了我国奶业的整体发展。由于养殖成本上升以及养殖方式落后、缺乏规模效益，加上乳品企业不断提高的牛奶质量标准以及整改要求，小规模养殖户很难再有发展空间。相对于个体农户及中小型牧场，大型牧场由于使用了较先进的技术和畜牧方式，乳牛年单产量和牛奶质量更高。在发达国家，大型牧场供应的原料奶占原料奶供应总量的比重较高（2012 年末美国大型牧场供应占比近 50%）。

图 5 2004~2013 年全国奶牛养殖场规模情况



资料来源：wind 资讯

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，对我国乳制品行业标准的制定、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。

乳制品行业集中度较高，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。圣牧高科主要从事有机液态奶、非有机原奶和有机原奶的生产和销售，未来公司以发展有机奶制品业为主。目前，内地有机原料奶市场的参与者除公司外，还有伊利集团和云海秋林。从有机奶产量和牧群规模来看，公司是国内最大的有机原料奶公司。2013 年，公司共生产 9.4 吨原料奶，占全国有机原料奶供应量的 54.2%。

表 1 2013 年国内主要有机乳品公司产品及牧区规模对比

公司名称	有机原料奶产量 (万吨)	市场份额	有机奶牛数量 (万头)	市场份额
中国圣牧	9.4	54.20%	3.1	58.00%
伊利集团	4.0	23.10%	1.0	19.00%
云海秋林	1.7	9.60%	0.4	7.60%
其他	2.3	13.10%	0.8	15.40%
合计	17.4	100.00%	5.3	100.00%

资料来源：Frost Sullivan

5. 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

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

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。

资本密集

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。

管理团队

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

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。

总的看，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

（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（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的意见的通知》（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。

（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。

7. 行业政策

2009年6月，工信部和发改委对《乳制品工业产业政策》、《乳制品加工行业准入条件》进行了整合修订。该政策的实行提高了行业准入门槛，对行业新进企业、企业新建项目实行准入核准制；要求规范奶源管理，鼓励自建奶源基地；要求生鲜乳必须由获得“生鲜乳收购许可证”企业提供等。

2010年12月，为保障乳制品质量，工信部、发改委、质检总局联合下发了《关于在乳品行业开展项目（企业）审核清理工作的通知》，要求所有乳制品生产企业都要在2010年12月31日之前提出生产许可申请。2011年，全国1,176家乳企共643家通过清理审核，乳制品行业完成第一次清理洗牌。

2013年6月，工信部发布《提高乳粉质量水平提振社会消费信心行动方案》，并于2013年6月召集127家奶粉企业开会贯彻。方案提出将在2013年年内开展婴幼儿配方乳粉企业再审核清理工作，淘汰不符合国家产业政策和质量安全保障条件不达标企业，引导婴幼儿配方乳粉优势企业实现强强联合、兼并重组，提高产业集中度；鼓励企业延伸产业链，加强源头控制，支持企业发展自有基地。

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意见的通知》中明确同意对乳制品参照药品管理办法严格管理，严格婴幼儿配方乳粉生产企业许可条件，加快实现产品全程可查询、可追溯；要求婴幼儿配方乳粉企业需具备自建自控奶源；任何企业不得以贴牌、委托、分包的方式生产婴幼儿配方奶粉，不得以同一配方生产不同品牌的奶粉；严格饲料、饲料添加剂、兽药的生产经营准入和资质审核；坚持重典治乱，严厉查处倒卖和非法收购不合格生鲜乳等违法违规行为。

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。

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

乳制品行业发展迅速，新企业和老企业竞争激烈，随着“十二五”规划的开展实行，乳企经

历了困难和瓶颈，开始向转型阶段过渡。乳业逐渐开启去粗取精的乳业新局面。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。

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。

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，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。截至2013年底，按有机原料奶产量计算，公司拥有54.2%的市场份额。公司实现了乳牛规模化的养殖，有效的帮助了公司降低单位原料奶生产成本。截至2015年6月底，公司拥有32个运营牧场，饲养乳牛10.63万头，在建牧场1个。

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。在中游，公司优势在于卓越的产品质量，公司是中国一家通过欧盟有机标准认证的乳品公司，欧盟的乳品有机标准高于中国的标准，是全球最严格的有机标准，反映出公司的产品质量优异。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，在同行中也处于领先水平。在下游，公司目前在400多个城市都有网点布局，网点已基本覆盖一、二线城市，三四线城市的覆盖率还有待提高。在北上广深四个主要城市，公司成立了公司参股的分销公司，从而加强对终端渠道的掌控。2015年上半年，公司积极推进超级小区店“蓝海战略”，产品已进驻中国三万多家超级小区店。未来公司将继续深度开发小区店蓝海战略，目标建设10万个超级社区店网络。

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，58岁，硕士学历，为公司的创始人，在乳品行业从业近13年，具有丰富的行业经验及管理经验。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；2014年3月，内蒙古日报社、内蒙古自治区工商联及内蒙古企业家联合会共同就姚先生对发展地区经济所作的贡献评选其为2013年内蒙古经济年度十大人物之一。

截至2015年6月底，公司共有在职员工2,502人。按文化程度划分，大专及以下占比87.33%，本科学历占比11.87%，研究生学历占比0.80%；按专业划分，管理人员占比13.03%，行政及技术类人员占比69.14%，工勤类占比17.83%。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，公司及下属子公司按农业生产者销售的自产农产品免征增值税，下属子公司内蒙古圣牧高科奶业有限公司纯奶产品的应税收入按13%的税率计算销项税，其他乳制品的应税收入按17%的税率计算销项税，并按扣除当期允许抵扣的进项税额后的差额计缴增值税。根据《中华人民共和国企业所得税法》、《中华人民共和国企业所得税法实施条例》、《财政部、国家税务总局关于发布享受企业所得税优惠政策的农产品初加工范围(试行)的通知》(财税[2008]149号)的有关规定，公司及下属子公司从事农产品初加工业务，免征企业所得税。

公司及下属多个子公司享受获得政府给予的各类补助。2012~2014年，公司分别获得各类政府补助款374.01万元、545.39万元和1,620.40万元，2014年公司获得的政府补助款主要为示范牧场补贴和高新技术补贴

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，厂房建设成本低。

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。

乌兰布和沙漠的年平均气温为摄氏 7.8 度，年均降水量约为 103 毫米，凉爽干燥的气候适宜乳牛生长；乌兰布和沙漠因黄河上游河段的冲积作用而形成，沙漠的沙层下堆有一层适宜种植的肥沃土壤，蓄水量约达 57 亿立方米，水源充足。

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，经委托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、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。

公司具有完善的法人治理结构，股东会、董事会、监事会三会齐全，运行规范，实行董事会领导下的总裁负责制，总裁向董事会负责。公司章程对各机构的权利义务进行了明确，从而形成权力机构、决策机构、监督机构与经理层之间权责分明、各司其职、有效制衡、科学决策、协调运作的法人治理结构。公司以股权关系为纽带，运用现代企业制度，对下属的子公司实行管理。

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制度。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。

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，集团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，原料奶销售给客户作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74.89%，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。2012年，公司主营业务收入主要来自于非有机原奶的生产销售，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71.17%、23.99%和4.84%；自2012年下半年以来，液态奶收入规模持续高速增长且主营业务收入中的比重不断提高，2014年该业务实现收入7.39亿元，较2013年大幅增加144.03%，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31.01%、34.32%和34.67%。整体来看，液态奶产品未来将是公司主要的收入来源，2014年占比为34.67%，较2013年提升了8.18个百分点。

从主营业务毛利率情况来看，公司主营业务毛利率水平整体持续增长，三年分别为33.40%、42.92%和50.24%，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，2014年主营产品液态奶、非有机原奶和有机原奶的毛利率均呈现上升状态，主营业务毛利率从2012年的33.40%增长至2014年的50.24%，毛利率增长的主要原因是：液态奶生产规模的不断扩大，规模效应逐渐显现，有效摊薄了生产成本；高毛利率的有机原料奶产量上升，收入占比提升；从单项业务来看，有机奶、非有机奶的售价均有所上升，同时受益于单头成乳牛年均产奶量的上升，原料奶成本有所下降。

表2 2012~2014年公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2012年			2013年			2014年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
非有机原奶	49,873.80	71.17%	33.49%	48,782.95	42.65%	35.91%	66,131.13	31.01%	41.77%
有机原奶	16,809.60	23.99%	31.14%	35,291.80	30.86%	42.98%	73,180.60	34.32%	49.14%
液态奶	3,392.91	4.84%	43.31%	30,296.14	26.49%	54.15%	73,931.11	34.67%	58.89%
合计	70,076.30	100.00%	33.40%	114,370.93	100.00%	42.92%	213,242.80	100.00%	50.24%

资料来源：公司提供

2015年1~6月，公司实现营业收入14.00亿元，较上年同期增长54.41%，实现净利润4.62亿元，较上年同期增长23.66%。

总体看，近年来公司整体毛利率水平不断增长，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，2012~2014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。

有机饲料采购方面，精饲料主要向国内经过有机认证的大型供应商集中采购；粗饲料采购方面，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，精饲料向大型全国供货商集中采购精饲料，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年、2015年1-6月，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和农户，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。

有机饲料采购定价方面，向圣牧草业购买有机饲料料的价格是参考实时可了解有机草料的市价或进口优质非有机草料确定。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。

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，采购以后有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，部分苜蓿从国外采购，经过计算进口苜蓿的性价比要比从国内购买的苜蓿性价比高；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，公司与这些厂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将会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。

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。

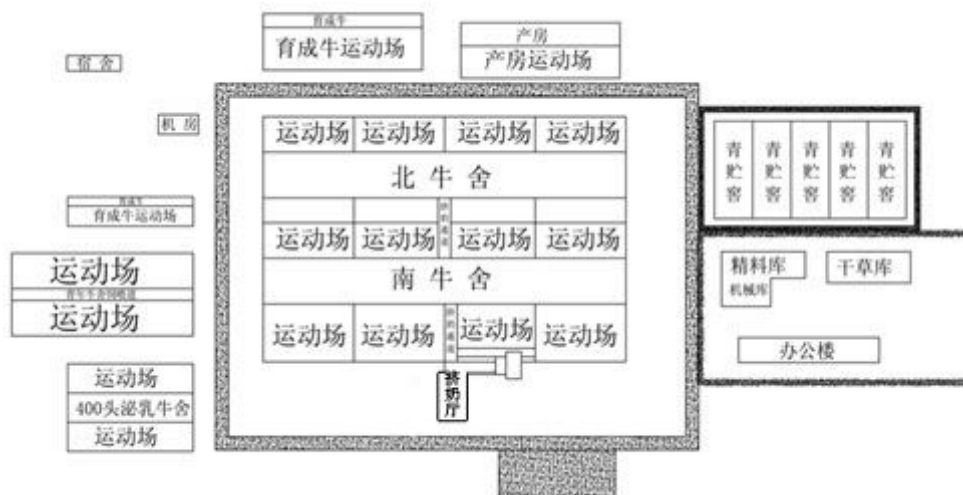
3. 乳牛养殖

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 6 月末，公司通过租赁和自建并已投入运营的牧场共有 32 座，在建牧场 1 座，其中在呼和浩特地区租赁蒙牛集团的牧场共有 4 座，呼和浩特和巴彦淖尔地区自建牧场共有 29 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。

¹ 营业需求标准

² 全混合日粮

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，2012~2014 年，成乳牛所占比重逐年降低，主要系从外购置青年牛导致青年牛比重增加所致。截至 2015 年 6 月底，成乳牛占牛群比例高达 60.56%，较上年末年增长 7.26 个百分点。

截至 2015 年 6 月末，乳牛存栏数 106,357 头，其中有机奶牛 68,515 头，非有机奶牛 37,842 头，公司畜牧养殖情况如下表所示：

表 3 2012~2015 年 6 月公司牧场养殖情况

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
2012 年	7	5,557	8,554	14,111	14	16,190	19,082	35,272
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 1~6 月	21	27,282	41,233	68,515	12	14,670	23,172	37,842

资料来源：公司提供

注：2015 年 1~6 月，奶牛养殖场中有一个仍处于在建阶段。

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 6 月，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。

生产成本方面，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

50.79%，但主营业务成本增幅低于主营业务收入增幅。2012~2014 年，公司主营业务成本分别为 4.67 亿元、6.53 亿元和 10.61 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，使企业成本相应增加；二是饲料价格上涨带来营业成本增加。2012 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 71.08%、24.80%和 4.12%，非有机原奶销售成本构成公司主要生产成本。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，乳制品销售成本在主营业务成本中的比重不断提高，2014 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 36.29%、35.07%和 28.64%。

表 4 2012~2014 年公司主营业务成本构成情况（单位：万元、%）

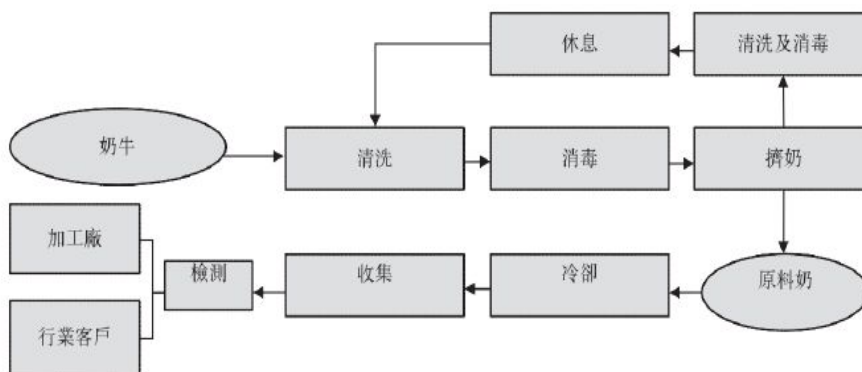
项目	2014 年度		2013 年度		2012 年度	
	成本	占比	成本	占比	成本	占比
非有机原奶销售成本	38,506.20	36.29%	31,266.98	47.90%	33,171.23	71.08%
有机原奶销售成本	37,218.10	35.07%	20,123.74	30.83%	11,575.78	24.80%
乳制品销售成本	30,394.07	28.64%	13,890.68	21.28%	1,923.43	4.12%
合计	106,118.37	100.00%	65,281.40	100.00%	46,670.44	100.00%

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 2012~2015 年 6 月末有机原奶和非有机原奶的产能情况如下表所示。2012~2014 年，有机原料奶产量快速增长，从 2012 年的 3.67 万吨增长至 2014 年的 21.05 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，非有机原料奶产能缓慢增长，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，牧牛和成乳牛规模相对稳

定。

表 5 2012~2015 年 6 月公司原料奶生产情况（单位：吨）

产量	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
有机原料奶	36,700.00	94,152.00	210,519.00	175,807.00
优质非有机原料奶	122,889.00	113,253.00	142,765.00	85,550.00

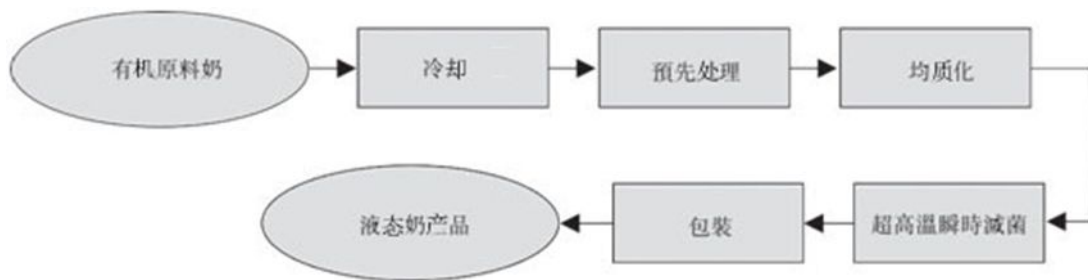
资料来源：公司提供

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。

目前公司产品奶生产工艺采用全球最先进的瑞典利乐 A3 技术，拥有利乐 A3 生产线 11 条，其中 5 条纯牛奶生产线、其中 1 条生产线处于在建阶段，儿童奶和酸奶生产线共 6 条，其中 4 条生产线处于在建阶段，目前日产能为 530 吨，预计 5 条在建生产线建在 2015 年底建设完成后，日产能可达到 770 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情况如下表所示，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，2014年液态奶产能利用率为53.99%，较2013年大幅增长15.9个百分点。

表6 近三年公司液态奶生产情况

产品	项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 1~6 月
有机液态奶	产能(吨)	21,600.00	54,828.00	115,350.00	95,400.00
	产量(吨)	2,262.00	20,885.00	62,280.00	56,352.78
	产能利用率(%)	10.40%	38.09%	53.99%	59.07%

注：2015 年上半年产能按 180 天计算；其他各年产能，新增生产线按投产后可用天数计算。

资料来源：公司提供

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 6 月，圣牧有机奶作为高端产品已经在全国近 400 多个一、二线城市布有销售网络，覆盖中国 31 个省、直辖市、自治区。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。

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，通知经销商向指定的公司账户打入款项；同时结合终端商超的回款情况，竞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。

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。倘分销商于试用期内的表现未能达到预期，公司有权实时终止分销协议。于合约期届满时，向拥有良好信誉并在之前协议年期内取得令人满意的销售记录的分销商授出续约的优先权。

集团在北京、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，集团入股比例在 20%-50%之间，截至 2015 年 6 月底，公司参股的销售公司共 15 家，主要参股的区域经销商如下表所示：

表 7 截至 2015 年 6 月末公司主要参股联营经销商

联营公司名称	注册地	业务性质	注册资本	本集团持股比例(%)
圣牧高科(北京)贸易有限公司	北京市	零售业	人民币 1,138 万元	31.63
天津蒙牧食品销售有限公司	天津市	零售业	人民币 450 万元	30.00
赛罕(上海)实业有限公司	上海市	零售业	人民币 600 万元	41.67
福建省斯博瑞贸易有限公司	福州市	零售业	人民币 1,100 万元	30.36
深圳市圣牧伟业贸易有限公司	深圳市	零售业	人民币 1500 万元	26.67
重庆圣祖商贸有限责任公司	重庆市	零售业	人民币 900 万元	44.44
四川圣牧乳业有限公司	成都市	零售业	人民币 500 万元	35.00
广东圣牧贸易有限公司	广州市	零售业	人民币 1000 万元	30.00

资料来源：公司提供

在产品定价方面，公司按采购订单规定的统一零售价格向分销商供应产品。分销商再向终端

消费者或销售点（如超市或百货店）供应产品。公司与销售点并无合约关系。此外，公司要求分销商不得按低于成本的价格销售公司产品，从而保证不会对品牌形象及定位产生不利影响。此外，公司会对产品在终端卖场给出指导价，经销商根据当地市场的竞争情况进行适当的调整及进行档期促销活动。2012~2015 年上半年，有机液态奶平均销售价格为 1.51 万元/吨、1.46 万元/吨、1.44 万元/吨和 1.13 万元/吨，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，主动适时降低液态奶产品价格。作为销售及营销活动的一部分，公司当地的经理会定期实地到访销售点，以向分销商收集定价信息。参股销售公司与一般经销商在销售模式上并无实际差异。在产品定价策略方面，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进一步提升。

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，授信采取一事一议的形式。

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，原料奶一直以来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 1~6 月，公司 42.44% 营业收入来源于对蒙牛集团的原料奶销售收入，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。近年来，随着公司原料奶的品质的提高，蒙牛集团提高了对公司原料奶的收购价格。2012~2015 年 6 月，公司非有机原料奶销售价格分别为 4.02 元/公斤、4.38 元/公斤、4.75 元/公斤、4.36 元/公斤。有机原料奶销售价格最近三年及一期价格分别为 5.38 元/公斤、5.25 元/公斤、5.59 元/kg、5.37 元/公斤。

表 8 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%
2012 年	内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司	原料奶	66,276.40	94.29%
	武汉市利源厚浦商贸有限公司	产品奶	192.10	0.27%
	苏州南门达味商贸有限公司	产品奶	171.00	0.24%
	青岛市汇丰源商贸有限公司	产品奶	170.40	0.24%
	宁波市鄞州蒙发商贸有限公司	产品奶	163.10	0.23%
合计			66,973.00	95.28%
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	产品奶	6,971.00	6.09%
	武汉市利源厚浦商贸有限公司	产品奶	3,188.00	2.78%
	西安圣牧商贸有限公司	产品奶	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	产品奶	4,412.74	2.05%
	武汉市利源厚浦商贸有限公司	产品奶	2,817.05	1.31%
合计			144,866.98	67.38%
2015 年 1~6 月	内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司	原料奶	59,425.53	42.44%
	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	原料奶	9,839.08	7.03%
	圣牧高科北京贸易有限公司	原料奶	5,618.37	4.01%
	赛罕上海实业有限公司	产品奶	4,362.14	3.12%
	广东省圣牧贸易有限公司	产品奶	3,163.42	2.26%
合计			82,408.55	58.86%

资料来源：公司提供

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 74.89%，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 52.03%，使得公司营业利润增速高于收入增速，年均复合增长 113.73%。

伴随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，2012~2014 年，公司应收账款周转率分别为 40.69 次、26.68 次和 9.46 次；公司营业成本控制较好，增速低于存货增长使得存货近年来呈波动下降趋势，2012~2014 年，公司存货周转率分别为 3.03 次、2.42 次和 2.08 次。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 0.47 次、0.46 次和 0.45 次。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 9 同类主要上市公司 2014 年底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	5.60	5.80	0.64
三元股份	7.65	19.29	1.17
光明乳业	7.55	6.58	1.67
伊利股份	8.38	126.50	1.50
辉山乳业	2.43	15.97	0.17
现代牧业	-	9.14	0.38
蒙牛乳业	10.01	52.62	1.15
圣牧高科	2.08	9.46	0.45

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

近三年，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2012年的19.47万元增长到2014年的1.07亿元，关联方销售收入在营业收入中占比从2012年的0.03%提高到2014年的4.96%，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 10 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
2012 年	2,709.14	5.29%	19.47	0.03%
2013 年	11,168.33	17.09%	799.77	0.70%
2014 年	37,197.25	34.48%	10,668.76	4.96%

资料来源：公司年报、联合评级整理。

2012~2014 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2012年的0.27亿元增长至3.72亿元，关联方采购成本占营业成本比重由2012年的5.80%提升至2014年的35.05%。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，关联交易对公司“全程有机”生产经营模式是至关重要的；公司关联交易价格以市场价格作为定价参考，确保了价格的公允性，预防公司利益受到损害。

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。

管理及人才风险

公司主营业务目前正处于快速发展阶段，除自建牧场以外，部分牧场采取与当地养牛企业、自然人合作建设的模式，长期来看，公司未来经营发展仍需引进一批经验丰富、高素质的综合性高级管理人员和专业技术人才。若公司不能随业务规模扩张而加大人才的引进力度，提高现有人员的素质，将可能面临人力资源缺乏的风险。

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。2014年公司向关联方销售商品的交易金额为1.07亿元，向关联方购买原材料产生的交易金额为3.72亿元。公司与关联方之间发生劳务提供和

接受、商品销售和采购、资产购买和转让等关联交易，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。

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，在巴彦淖尔建设世界一流的有机原料奶生产基地。

公司未来三到五年的发展思路为：公司将继续扩充有机养殖场、液态奶加工生产线，同时提高产品安全及质量。公司预计未来以每年建设 3-6 个有机牧场速度进行扩张，同时扩大有机奶牛牧群规模，预计在 2016 年底前，有机奶牛牧群规模将超过 10 万头，液态奶加工产能增加至每天 1,050 吨。

在产品质量方面，公司通过内部定制的饲料饲养牛群、在新牧场适当调整并实行标准化的有机奶牛养殖、与国内外主要研究机构以及动物护理及饲养机构进行合作等方式提高平均产奶量及经营效率。

公司在未来将推出更多优质有机差异化产品。在现有的有机全脂奶、有机低脂奶及有机儿童奶、有机酸奶基础上，进一步研发、推出有机风味酸奶、有机儿童酸奶以及现调酸奶系列产品。

公司将在全国范围内继续扩张自身的分销网络。公司在目前 400 家分销商的基础上，计划加大在三线和四线城市委聘更多分销商。在销售点方面，公司拟继续增加产品在百货公司及大型连锁超市的曝光率以提升品牌知名度。同时，公司将继续深度开发小区店蓝海战略，目标建设 10 万个超级社区店网络，成为重要的未来销售收入来源。此外，公司通过与京东等电商合作，设立网络直销门户来发展在线到线下(O2O)销售渠道，以争取更广泛的客户群。

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，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 2012~2014 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。2015 年 1~6 月财务报表未经审计。公司执行财政部颁布的《企业会计准则》和 2014 年新发布或修订的企业会计准则第 2 号、第 9 号、第 30 号、第 33 号、第 37 号、第 39 号、第 40 号、第 41 号等准则。近三年公司也未发生重大会计政策变更和数据追溯调整。

从合并范围变化来看，2012 年，公司通过投资新设内蒙古圣牧高科控股有限公司、内蒙古圣牧高科奶业有限公司、内蒙古内大圣牧高科牧业有限公司等 6 家子公司；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 年上半年，公司合并范围无变化。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，因此近三年一期财务数据的可比性良好。

2012~2015 年 6 月底，公司财务报表合并范围变化情况如下表所示：

表 11 2012~2015 年 6 月底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
2012 年	增加	内蒙古圣牧农牧业科技有限公司	投资新设
		巴彦淖尔市圣牧盘古牧业有限公司	
		鄂托克旗圣牧欣泰牧业有限公司	
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 年上半年	未发生变化	--	--

资料来源：公司年报

截至 2014 年底，公司合并资产总额 63.57 亿元，负债合计 26.44 亿元，所有者权益（含少数股东权益）37.13 亿元。2014 年公司实现营业收入 21.50 亿元，净利润（含少数股东损益）9.04 亿元；经营活动产生的现金流量净额 4.28 亿元，现金及现金等价物净增加额 4.73 亿元。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额 72.06 亿元，负债合计 30.20 亿元，所有者权益（含少数股东权益）41.86 亿元。2015 年 1~6 月公司实现营业收入 14.00 亿元，净利润（含少数股东损益）4.62 亿元；经营活动产生的现金流量净额 3.93 亿元，现金及现金等价物净增加额 0.43 亿元。

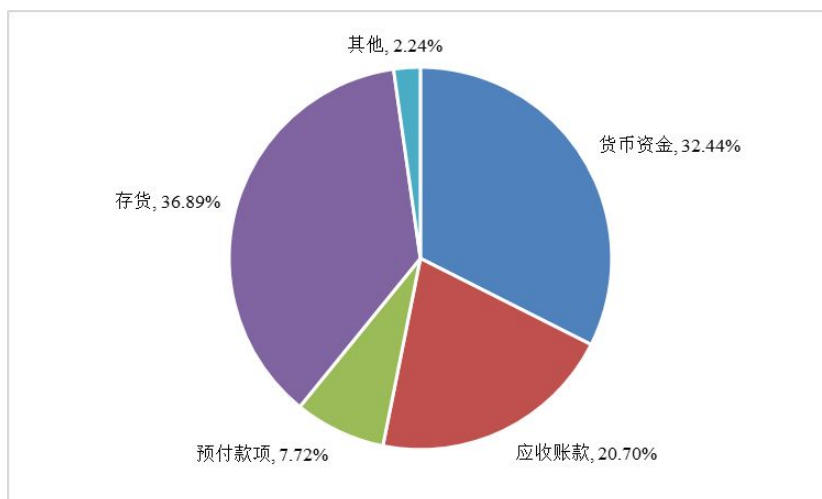
2. 资产质量

近三年公司经营规模迅速扩大，资产规模也随之快速增长，2012~2014 年，公司资产总额年均复合增长 87.06%，截至 2014 年底，公司资产规模达 63.57 亿元，其中流动资产占比 29.90%，非流动资产占比 70.10%，非流动资产占比高，符合乳制品行业特点。

流动资产

2012~2014 年，公司流动资产快速增长，年均复合增加 151.14%，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 2014 年底，公司流动资产合计 19.01 亿元，主要由存货（占 36.89%）、货币资金（占 32.44%）、应收账款（占 20.70%）和预付账款（占 7.72%）等构成。

图9 截至2014年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2012~2014年，公司货币资金规模增速较快，年均复合增长280.30%，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。公司货币资金主要由银行存款及其他货币资金（包括信用证保证金、银行承兑汇票保证金）构成。其中，银行存款中人民币和美金在货币资金中为别占91.53%和5.80%，其他货币资金全部为使用受限的资金，占2.66%，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。

随着公司营业收入大幅增长，2012~2014年，公司应收账款快速增长，年均复合增长300.65%。截至2014年底，公司应收账款余额为3.93亿元，在流动资产中比重较上年末增长11.04个百分点。公司应收账款增速远高于营业收入增速，近三年公司应收账款规模占公司营业收入的比重分别为3.49%、5.36%和18.30%，占比规模快速增长。从账龄来看，公司应收账款3个月以内的占比83.40%；3~6个月的占比11.81%；7~12个月的占比4.64%；1年以上占比0.15%，账龄期限较短。从结构上看，未结款客户主要是蒙牛集团下辖子公司蒙牛乳业（磴口巴彦高勒）有限责任公司和关联方圣牧高科（北京）贸易公司，蒙牛集团实力雄厚，不能按期结算的风险相对较小，2014年公司应收账款前5名单位占应收账款总额的39.57%，集中度尚可。公司按照账龄分析法计提坏账准备，鉴于公司应收账款账龄普遍较短，主要欠款方资本实力雄厚，公司存在坏账风险较低，近三年均没有计提、转回或转销应收账款坏账准备。

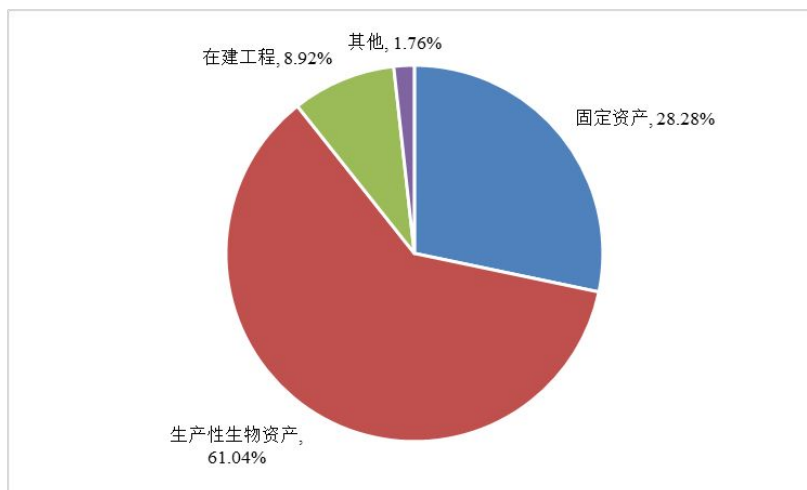
近三年，公司存货随着经营规模扩张快速增长，年均复合增长85.29%。2014年底的存货中，原材料占86.41%、备品备件占2.84%、低值易耗品占0.92%、产成品占9.83%。公司存货主要以饲料为主，饲料占存货的比例为85.00%以上，包括苜蓿、羊草、青贮等，青贮采购需要在固定季节进行。由于食品行业性质，公司原材料采购次数频繁，使用周期短，原材料、产成品等较少减值，其他备品备件和低值易耗品消耗很快，基本不存在减值情况，2012~2014年，公司均没有计提、转回或转销存货跌价准备。

随着公司原材料采购规模的不断扩大，2012~2014年，公司预付款项高速增长，年均复合增长302.06%。从账龄来看，公司预付款项主要集中在1年以内，占99.75%，账龄期限较短。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。

非流动资产

受公司投资力度逐年加大的影响，2012~2014 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长 71.48%。截至 2014 年底，公司非流动资产合计 44.56 亿元，较上年末增加 79.87%，主要由固定资产、生产性生物资产和在建工程构成（见下图）。

图 10 截至 2014 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，2012~2014 年，公司固定资产增速较快，年均复合增长 123.25%。截至 2014 年底，公司固定资产账面价值为 12.60 亿元，较上年末增长 118.88%，大幅增长主要系公司处于扩建时期，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 68.23%、机器设备占 30.05%、办公设备占 1.32%，运输设备占 0.40%。截至 2014 年底，固定资产累计折旧为 1.01 亿元，固定资产成新率 93.15%，成新率较好。

2012~2014 年，公司在建工程逐年增长，年均复合增长 41.90%。截至 2014 年底，公司在建工程账面价值为 3.97 亿元，较年初增长 14.55%，在建工程余额增长主要是公司在建牧场工程量增加所致。从在建工程的构成上看，投入在建工程的资金主要用于建设牧场和厂房设备，分别占 88.84%和 9.49%，投入在建工程的资金均为自筹资金。由于在建项目不存在减值迹象，故未计提减值准备。

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，有机乳牛养殖规模持续扩大，2012~2014 年，生产性生物资产呈高速增长趋势，年均复合增长 62.54%，生产性生物资产增长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。截至 2014 年底，公司生产性生物资产余额为 27.20 亿元，较年初增长 80.12%，在非流动资产中占 61.04%，构成公司的主要资产，其中牛犊及青年牛账面余额占 34.74%、成乳牛账面余额占 65.26%。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。

截至 2015 年 6 月底，公司合并资产总额为 72.06 亿元，较年初增长 13.36%。其中，公司流动资产为 22.08 亿元，较年初增长 16.17%，主要是由于预付款项和应收账款大幅增长所致；公司非流动资产为 49.98 亿元，较年初增长 12.16%，主要是由于公司处于扩建时期，固定资产和生产性生物资产随着公司的扩张在不断增长所致。公司流动资产和非流动资产占比分别为 30.64%和

69.36%，资产总额中流动资产的占比略有提升，公司整体资产结构较年初变化较小，资产规模较年初有所提升。

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，公司资产以生产性生物资产和固定资产为主；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，需要持续关注公司在生产性生物资产的管理方面所做的工作。

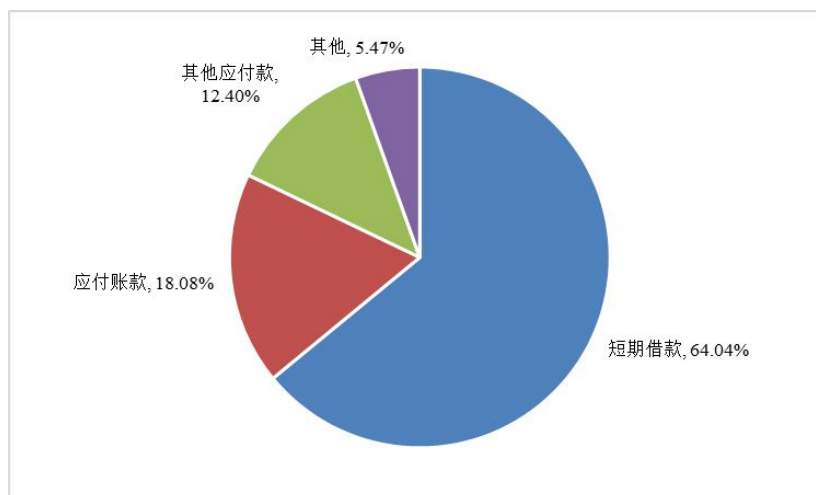
3. 负债及所有者权益

负债

2012~2014 年，公司负债随经营规模的扩大而迅速增长，年均复合增长 110.21%。截至 2014 年底，公司负债合计 26.44 亿元，较年初增长 88.19%。近三年公司负债主要以流动负债为主，截至 2014 年底，公司流动负债和非流动负债分别占比 78.80%和 21.20%。

2012~2014 年，公司流动负债增长较快，年均复合增长率为 86.60%。截至 2014 年底，公司流动负债合计 20.83 亿元，较年初增加 48.29%，以短期借款（占 64.04%）、应付账款（占 18.08%）和其他应付款（占 12.40%）为主，如下图所示。

图 11 2014 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司年报

2012~2014 年，公司短期借款快速增长，年均复合增长 120.25%，短期借款大幅增长主要原因是公司奶牛存栏数增长较快，相应经营中购买饲料、运营资金需求放大导致银行短期借款增加。截至 2014 年底，公司短期借款为 13.34 亿元，较年初增长 43.13%，短期借款全部为银行信用借款，年利率为 5.88%-7.04%。

2012~2014 年，公司应付账款持续增长，年均复合增长 74.33%，主要系公司奶牛及产销量逐年高速增长，带动应付饲料款的增长所致。截至 2014 年底，公司应付账款余额为 3.77 亿元，较年初增长 119.75%。公司应付账款主要是由应付饲料款（占 73.70%）、应付包装材料款（占 12.92%）、应付备品备件款（占 6.15%）和应付药品款（占 5.89%）构成。2012~2014 年，公司无账龄超过一年的重要应付账款。

近三年，公司其他应付款逐年增长，年均复合增长 50.43%。截至 2014 年底，公司其他应付款为 2.58 亿元，较年初增长 47.99%，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，同时公司为扩大养殖规模对外购牛数量增加，导致购牛增长较快。公司其他应付款主要是由应付设备款、工程款（占 47.28%），应付押金、保证金及质保金（占 11.72%），应付购

牛款（占 10.45%），应付租赁费（占 11.78%），应付运费（占 10.09%）等构成。2014 年，公司账龄超过 1 年的重要其他应付账款合计 0.42 亿元，全部为尚未完工工程扣留的质量保证金。

截至 2014 年底，公司非流动负债为 5.60 亿元。其中长期借款为 1.50 亿元，其他非流动负债为 4.10 亿元，在非流动负债中分别占 26.76%和 73.24%。公司长期借款全部为信用借款，年利率为 6.72%至 7.04%。公司其他非流动负债为母公司 Shining Investment Industry Limited 和中国圣牧有机奶业有限公司的拆借款项，分别为 1.10 亿元和 3.00 亿元，年利率均为 0.35%，分别于 2016 年 11 月及 2016 年 7 月到期。2014 年以前公司不存在非流动负债。

近三年，公司有息债务规模快速增长，三年复合增长率为 114.70%。截至 2014 年底，公司全部债务为 15.31 亿元，其中短期债务和长期债务分别占比 90.20%和 9.80%，以短期债务为主。截至 2014 年底，公司短期债务由短期银行借款和应付票据构成；长期债务则全部由长期借款构成。

截至 2014 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别为 41.59%和 29.20%，较年初分别下降 3.54 个百分点和 6.58 个百分点，长期债务资本化为 3.88%；2014 年公司取得银行短期借款 13.34 亿元，全部债务均为银行短期借款。整体看，公司全部债务规模有所增加，但整体债务压力仍较低。

截至 2015 年 6 月底，公司负债总额为 30.20 亿元，较年初增长 14.25%，其中流动负债占比 81.87%；非流动负债占比为 18.13%。流动负债中，短期借款为 16.16 亿元，较年初增长 21.14%；应付账款为 4.39 亿元，较年初增长 16.57%；其他应付款和非流动负债合计 2.61 亿元，较年初增加 0.97%。

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

近三年，公司所有者权益持续快速增长，年均复合增长 74.57%。截至 2014 年底，公司所有者权益合计 37.13 亿元，少数股东权益为 12.17 亿元，归属于母公司所有者权益合计 24.96 亿元，其中，实收资本占 19.89%，资本公积占 6.31%，盈余公积占 5.03%，未分配利润占 35.99%。截至 2014 年底，公司归属母公司所有者权益较 2013 年底增长 67.08%，主要是由于资本公积和未分配利润大幅增长；少数股东权益较上年末增长 469.38%，主要是由 Shining Investment Industry Limited 向内蒙古圣牧控股有限公司增资，导致 2014 年末少数股东权益增加 6.84 亿元，其余的增加是由于新设合资牧场数量增加，少数股东权益增长。公司资本公积由 2013 年的 5.84 万元增长至 2014 年的 2.34 亿元，资本公积主要为公司股本溢价，其中本年度增加资本溢价 5.85 亿元，其他资本公积减少 3.51 亿元，其他资本公积减少为收购少数股东权益损失和在不丧失控制权的情况下处置子公司部分权益，主要是由于公司资本公积溢价增加所致。

截至 2015 年 6 月底，公司所有者权益 41.86 亿元，其中归属于母公司所有者权益 27.99 亿元，较年初增长 12.14%，主要由于实收资本、资本公积和未分配利润的持续增加所致。其中，实收资本占 17.65%，资本公积占 6.75%，盈余公积占 4.46%，未分配利润占 38.01%。公司归属母公司所有者权益构成中实收资本较 2014 年末相比变化较小。

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

公司近三年来业务规模不断扩大导致营业收入逐年稳定增加，年均复合增长 74.89%，主要是由于原奶和乳制品收入大幅增长所致。2014 年公司实现营业收入 21.50 亿元，同比大幅增长 87.72%，其中实现主营业务收入为 21.32 亿元，同期公司营业成本增长 65.06%，增幅低于营业收入的增长。自 2012 年下半年以来，公司开始自有品牌“圣牧有机”系列产品奶的生产和销售，乳制品销售收入在公司主营业务收入中占比逐年增长，2014 年，原奶和乳制品销售收入构成公司收入的主要来源，在主营业务收入中的占比分别为 65.33%和 34.67%。

2012~2014 年，公司营业外收入呈现上升趋势，分别为 374.01 万元、545.39 万元和 1,620.40 万元，营业外收入全部为政府补助，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、乳制品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，2012-2014 年公允价值变动收益合计金额 1.01 亿元，占 2012~2014 年合计净利润的 6.8%。2014 年公司实现利润总额和净利润分别为 9.08 亿元和 9.04 亿元，其中归属于母公司的净利润为 6.70 亿元，利润总额和净利润分别同比增长 141.80%和 141.35%，2014 年净利润增加主要系原奶、乳制品板块收入大幅增加所致。

从期间费用来看，2012~2014 年，公司费用收入比分别为 6.51%、11.31%和 11.99%，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 136.69%、151.34%和 120.95%；2014 年公司期间费用 2.58 亿元，同比增长 99.00%，其中销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 49.68%、30.55%和 19.77%，销售费用占比较高。公司销售费用为 1.28 亿元，同比增长 78.38%，主要是由于近年来公司开始逐步建设销售渠道，运输装卸费和市场推广费增加所致；2014 年，管理费用为 0.79 亿元，同比增长 214.80%，主要系公司规模扩大和人员的增加逐年增长，办公费用、职工薪酬相应有所增加和期权费用的支付所致；2014 年，公司财务费用为 0.51 亿元，同比增长 55.71%，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，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逐年增长，三年分别为 33.40%、42.92%和 50.24%，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 41.77%、49.14%和 58.89%。由于利润增速高于资产规模增速，总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率呈现逐年上升趋势，2014 年分别为 24.40%、20.44%和 33.35%，较上年上升 5.05 个百分点、3.88 个百分点和 7.75 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占比较高，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 12 2014 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	6.43	7.03	30.82
三元股份	3.39	2.13	24.98
光明乳业	12.92	6.33	34.61
伊利股份	23.85	13.50	32.54
蒙牛乳业	12.76	7.96	30.84
现代牧业	12.00	7.76	-
辉山乳业	6.53	5.96	22.69
圣牧高科	33.35	20.44	50.24

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，2012~2014 年，公司销售商品提供劳务收到的现金随营业收入增长而迅速增加，年均复合增加 63.78%，2014 年为 18.64 亿元；2012~2014 年，公司购买商品接受劳务支付的现金，年均复合增加 61.63%，略低于公司销售商品提供劳务收到的现金。2012~2014 年，公司经营性现金流净额分别为 1.78 亿元、3.64 亿元、4.28 亿元，2013 年公司经营性现金流净额较 2012 年增加 104.35%，增长幅度大，主要是由于该年销售商品提供劳务收到的现金大幅增长所致。同期，公司现金收入比波动下降，分别为 98.87%、106.01%和 86.70%，收入实现质量有待提高。

从投资活动情况来看，2012~2014 年，公司投资活动现金流量净额表现为净流出，由于目前公司处于快速发展阶段，因此投资现金流出量逐年放大，三年分别为-5.74 亿元、-10.94 亿元和-20.84 亿元；公司投资活动现金流出量逐年增加，年均复合增长 90.52%，主要为构建固定资产、无形资产等支付的现金；公司投资活动现金流入主要为取得投资收到的现金，分别为 0.39 亿元、1.60 亿元和 1.77 亿元。

从筹资活动情况来看，2012~2014 年，公司筹资活动现金流量净额分别为 3.17 亿元、6.68 亿元和 19.52 亿元。近三年，公司加大了筹集资金的力度，筹资活动现金流入量快速增长，年均复合增长 148.92%，主要系吸收投资收到的现金和取得借款所收到的现金大幅增长所致；2012~2014 年，公司筹资活动现金流出量逐年增加，年均复合增长 150.57%，主要是由于偿还债务支付的现金大幅增长所致。

2015 年 1~6 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 3.93 亿元，现金收入比为 87.40 %；同期，公司投资活动产生的现金流量净额-5.70 亿元，投资规模较同期有所上升，主要是公司投资支付的现金增长较快所致；公司筹资活动产生的现金流量净额为 2.20 亿元，为满足投资需要及偿还债务，公司筹资活动现金流入规模保持较高水平。

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。随着未来公司对固定资产、无形资产以及参股公司的投资力度不断加大，公司对资金的需求将继续增加，公司外部融资需求较强。

6. 偿债能力

从短期偿债能力方面, 2012~2014 年, 公司流动比率和速动比率波动上升, 2014 年分别为 0.91 倍和 0.58 倍, 主要是由于随着经营规模的上升, 公司应收账款和货币资金大幅增加所致; 2012~2014 年, 公司现金短期债务比分别为 0.13 倍、0.15 倍和 0.45 倍, 现金类资产对短期债务覆盖程度有所上升; 2012~2014 年, 经营现金流流动负债比率分别为 29.74%、25.89%和 20.53%, 公司经营现金流流动负债比呈下降趋势。总体看, 公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力方面, 2012~2014 年, 公司盈利能力水平大幅提高, EBITDA 快速上升, 年均复合增长 114.76%, 2014 年公司 EBITDA 为 10.28 亿元; 2014 年公司 EBITDA 利息保障倍数和 EBITDA 全部债务比分别为 14.94 倍和 0.67 倍, 较 2013 年分别为提高 1.62 倍和 0.21 倍, 公司 EBITDA 对利息和全部债务的保障能力较好。整体看, 公司整体盈利能力较强, EBITDA 能够较好覆盖公司的全部债务和利息, 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 6 月 30 日, 公司共获得商业银行授信总额 25.02 亿元, 尚未使用的授信额度为 7.49 亿元。

截至 2015 年 6 月底, 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, 盈利能力水平好, 整体偿债能力较强。

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》(编号: G1015012110974701S), 截至 2015 年 9 月 18 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负债的影响

截至 2015 年 6 月末, 公司全部债务为 18.52 亿元, 本次拟发行公司债规模不超过 16 亿元, 相对于目前公司债务规模, 本次债券发债额度很大。本次债券发行后, 公司债务负担将明显加重, 但资本结构仍处于合理水平。

以 2015 年 6 月末财务数据为基础, 假设募集资金净额为 16 亿元, 本次债券发行后, 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 45.20%、29.33%和 52.47%, 债务负担明显增加。考虑到公司本次债券募集资金其中 6 亿元拟用于调整债务结构, 10 亿元拟用于补充营运资金, 公司债务结构将能得到改善。

2. 本次公司债券偿债能力分析

以 2014 年的财务数据为基础, 公司 2014 年 EBITDA 为 10.28 亿元, 为本次公司债券发行额度(16 亿元)的 0.64 倍, EBITDA 对本次债券的覆盖程度较高。公司 2014 年经营活动产生的现金流入 18.86 亿元, 为本次公司债券发行额度(16 亿元)的 1.18 倍, 公司经营活动现金流对本次债券覆盖程度较高。

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, 公司对本次债券的偿还能力较强。

九、综合评价

公司作为中国一家符合欧盟有机标准的垂直整合有机乳制品公司，其产品质量控制严格、市场细分优势突出、有机养殖规模庞大，在高端有机乳制品市场有较强的竞争力。同时，联合评级也关注到公司作为乳制品企业行业竞争激烈、易受食品质量事件影响等因素对公司发展带来的不利影响。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 6 月
资产总额 (万元)	181,672.86	311,260.82	635,684.96	720,624.89
所有者权益 (万元)	121,846.92	170,789.28	371,334.81	418,595.20
短期债务 (万元)	33,219.61	95,160.90	138,125.25	171,504.21
长期债务 (万元)	0.00	0.00	15,000.00	13,700.00
全部债务 (万元)	33,219.61	95,160.90	153,125.25	185,204.21
营业收入 (万元)	70,292.36	114,535.17	215,010.40	140,015.39
净利润 (万元)	19,890.27	37,449.86	90,386.05	46,201.77
EBITDA (万元)	22,286.31	43,707.51	102,790.44	-
经营性净现金流 (万元)	17,794.23	36,362.93	42,769.20	39,293.00
应收账款周转次数(次)	40.69	26.68	9.46	2.73
存货周转次数 (次)	3.03	2.42	2.08	1.13
总资产周转次数 (次)	0.47	0.46	0.45	0.21
现金收入比率 (%)	98.87	106.01	86.70	87.40
总资本收益率 (%)	15.32	19.35	24.40	9.03
总资产报酬率 (%)	11.63	16.56	20.44	7.52
净资产收益率 (%)	19.00	25.59	33.35	11.70
主营业务毛利率 (%)	33.40	42.92	50.24	46.12
营业利润率 (%)	33.61	42.90	49.76	45.76
费用收入比 (%)	6.51	11.31	11.99	14.59
资产负债率 (%)	32.93	45.13	41.59	41.91
全部债务资本化比率 (%)	21.42	35.78	29.20	30.67
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	3.88	3.17
EBITDA 利息倍数 (倍)	15.63	13.32	14.94	-
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.67	0.46	0.67	-
流动比率 (倍)	0.50	0.45	0.91	0.89
速动比率 (倍)	0.16	0.21	0.58	0.63
现金短期债务比 (倍)	0.13	0.15	0.45	0.38
经营现金流动负债比率 (%)	29.74	25.89	20.53	15.89
EBITDA/本次发债额度(倍)	0.14	0.27	0.64	-

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。

跟踪评级结果将在本公司网站和交易所网站予以公布（交易所网站公布时间不晚于本公司网站），并同时报送内蒙古圣牧高科牧业有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一五年十一月二日