跟 踪 评 级 公 告

联合评字[2016]421 号

内蒙古圣牧高科牧业有限公司：

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

内蒙古圣牧高科牧业有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

内蒙古圣牧高科牧业有限公司发行的“15 圣牧 01”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：

二零一六年 五 月 二十三 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http:// www.unitedratings.com.cn

内蒙古圣牧高科牧业有限公司
2015 年不超过 16 亿元公司债券跟踪评级报告

主体长期信用等级
跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定
债项简称：15 圣牧 01
债券规模：10 亿元
债项期限：5 年（3+2）
债项信用等级
跟踪评级结果：AA
上次评级结果：AA
上次评级时间：2015 年 11 月 2 日
跟踪评级时间：2016 年 5 月 23 日

主要财务数据

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

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。2、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

2015年，受有机认证等壁垒的限制，国内有机奶的供应仍存在较大缺口，内蒙古圣牧高科牧业有限公司（以下简称“圣牧高科”或“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，其在产品质量控制、牧场地缘、采购渠道顺畅、盈利能力和有机奶行业地位等方面具有优势。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发展信用水平带来的不利影响。目前，随着公司有机畜牧场、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”。

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

优势

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

2．2015年，公司牧场数有所增加，犊牛及青年牛和成乳牛增长迅速，液态奶经营规模不断扩大。

3．2015年，公司资产规模有所扩大，收入规模较快增长，毛利等盈利指标仍处于行业较高水平，盈利能力强。

关注

1．公司产品的售价较 2014 年有一定程度的下调，如这种趋势持续，未来可能会对公司的盈利能力产生一定的影响。

2．公司自有品牌有机奶面世时间不长，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. 公司关联交易规模较大，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。

4．公司近年来产能尚未充分发挥，未来可能会对公司盈利能力造成一定影响。

分析师

周　旭

电　话：010-85172818

邮　箱：zhouk@unitedratings.com.cn

孙林林

电　话：010-85172818

邮　箱：sunll@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

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

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

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

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

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

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

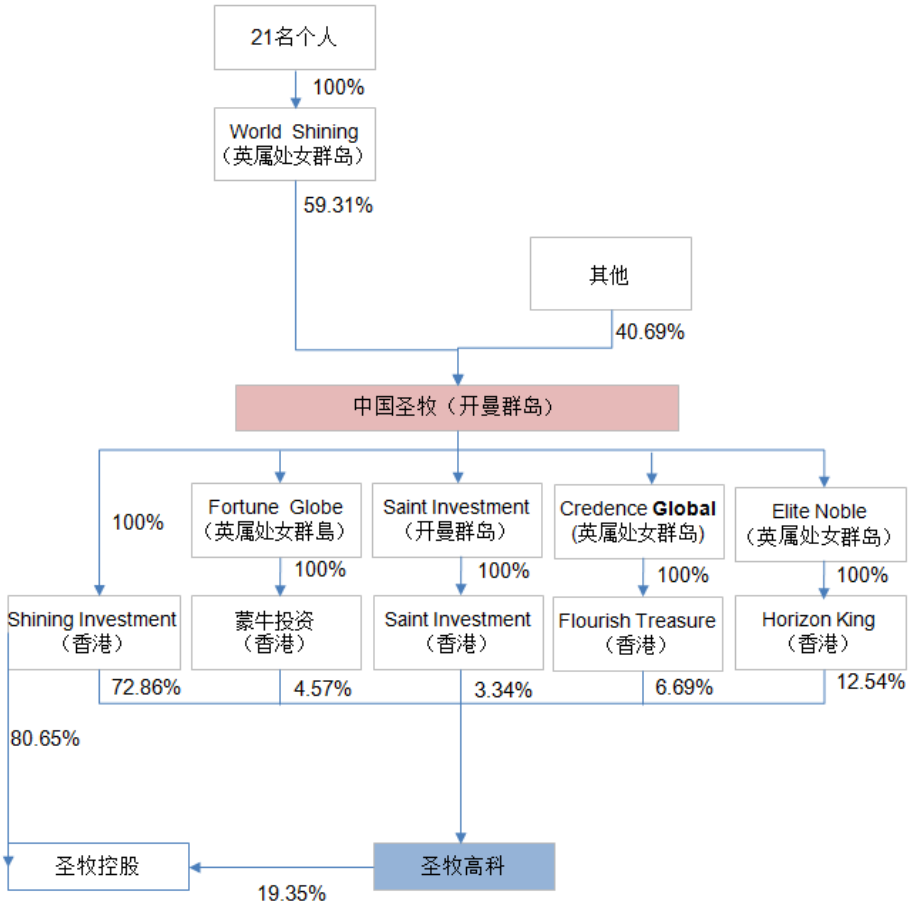
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

内蒙古圣牧高科牧业有限公司（以下简称“圣牧高科”或“公司”）的前身为内蒙古蒙渊高科牧业有限公司，成立于 2009 年 8 月 28 日，于 2009 年 10 月 22 日变更为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 Investments Limited 等境外实体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 Shining87.44%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12月31日公司股权结构图



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（附件 1）；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，公司在职员工为 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、债券发行及募集资金使用情况

中国证券监督管理委员会证监许可[2015]2934 号文核准，公司于 2015 年 12 月 28 日发行公司债募集资金 10 亿元，发行利率为 4.48%。本期公司债期限为 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。采用分期发行的方式，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。本期公司债已于 2016 年 1 月 28 日上市（简称：15 圣牧 01，上市代码：136129）。

本期公司债募集资金净额为 99,300 万元，付息日为每年的 12 月 28 日，第一次付息日在 2016 年 12 月 28 日，因此截止 2016 年 3 月底公司未曾支付利息。募集资金使用情况如下表所示。

表1　截至2016年3月底募集资金使用情况（单位:亿元）

用途	金额
用于生产经营	5.72
用于偿还银行贷款	4.21
未使用资金	0
合计	**9.93**

资料来源：公司提供

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

2015年，我国乳制品行业运行困难：由于国内消费拉动乏力，进口产品大幅度增加，乳制品生产维持较低水平的增长，企业营收及利润大幅下降，这是自改革开放以来少有的现象；虽然在个别地方仍有奶源过剩的情况，但原料奶价格仍保持高位，乳品企业和奶牛饲养业均承受了较大压力，消费者对国产乳制品仍然信心不足。然而，乳制品质量安全状况仍然保持稳定向好的好态势。

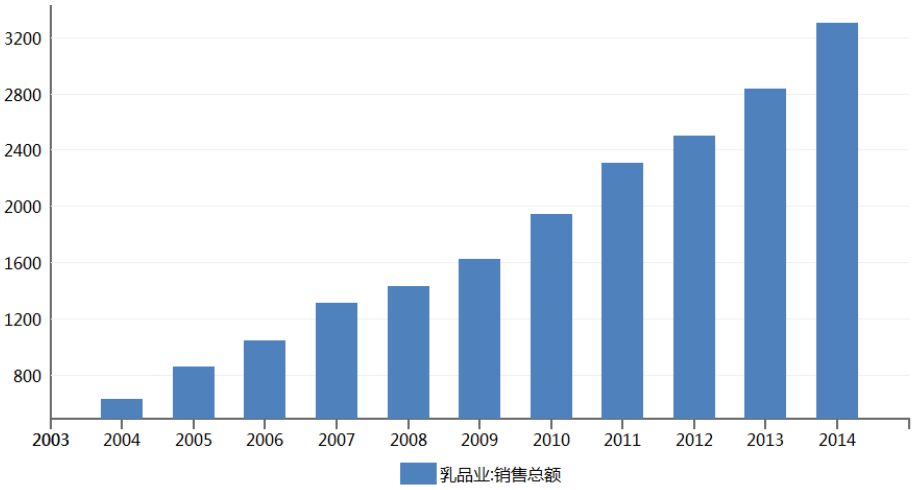
2015年1～11月，全国乳制品累计产量2,530.96万吨，同比增长4.42%。其中，液奶产量2,295.7万吨，同比增长4.49%；乳粉产量126.3万吨，同比下降5.10%。乳制品产量扭转了2014年同期负增长的局面，有了小幅增长。虽然乳粉产量同比增长仍是负数，但比2014年的同期比下降了3个百分点。2015年11月底，库存产成品总额95.0亿元，同比下降4.75%。库存产成品应为乳粉类产品，估计约28万吨左右。库存产成品货值下降，并不意味着销售形势的好转，而是因为产量增速下降的

原因。

2015年初，由于饲养成本高企，乳制品企业（以下简称“乳企”）限收甚至停收生鲜乳，导致部分地区频发散户奶农倒奶杀牛事件。2013年下半年至2014年末，中国原料奶价格呈现倒“V”走向，自2013年6月末的3.5元/千克起步，最高涨至2014年1月的近4.3元/千克，涨幅高达23%，中国乳企均饱受奶荒与高奶价之苦。自2014年1月起，原奶价格又一路向下，至2014年12月10日已跌至3.81元/千克，同比跌幅达到7.1%。据农业部定点监测，2015年以来，中国乳业生鲜乳平均价格一直在3.4～3.5元/公斤徘徊。部分地区奶农散户的收购价格为1.5元/公斤左右。原奶价格过低，直接导致价格战的激化。

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家，主营业务收入3,328.52亿元，同比增长1.66%；利润总额241.65亿元，同比增长7.68%；销售利润率为7.26%；亏损总额18.76亿元，同比下降23.06%。行业亏损额与利润总额的比为1:12.9。

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

2015年，中国的人均乳制品消费量仍远低于发达国家。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，2015年我国乳品行业整体呈下行态势，产量有所增长，整体价格水平有所下跌，但仍处于新的发展时期，有较大发展空间。

2．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。

3．行业政策

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。

4．未来发展

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

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

随着我国农村人均收入的逐步提升，农村市场强大的消费潜力得到激发；人口老龄化加速，人口结构变化催生乳制品需求结构变更；城镇人口需求更加多元化，追求口味、营养的多样性，促进了行业细分市场发展，加速对深加工产品技术的研发预期。各种因素将共同推进乳制品需求

增长、升级，行业进入稳健成长期，有稳定、持续的发展支撑。

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、管理分析

跟踪期内，公司有两位监事任职情况发生变动，董事和其他高级管理人员未发生变化，主要内控制度和组织结构亦未发生变化。目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1．经营概况

2015 年，随着公司液态奶经营规模的扩大，再加上市场需求的不断提升以及公司对分销网络的有效拓展，2015 年，公司实现营业收入 31.75 亿元，同比增长 47.67%；随着公司经营规模的扩大营业成本随之上升，2015 年为 16.92 亿元，同比增长 56.84%；受上述因素影响，公司实现净利润 10.66 亿元，同比增长 17.98%。

从主营业务毛利率情况来看，2015 年，公司主营业务毛利率为 47.71%，较上年下降 2.53 个百分点，但整体仍属较高水平，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, 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，但总体变化不大。具体来看，非有机原奶毛利率为 37.64%，较上年下降 4.13 个百分点；有机原奶毛利率为 48.35%，较上年下降 0.79 个百分点；液态奶毛利率为 51.90%，较上年下降 6.99 个百分点。

表 2　2015 年公司主营业务收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2014 年度			2015 年度			营业收入同比增减	毛利率同比增减
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率		
非有机原奶	66,131.13	30.76	41.77	73,234.50	23.07	37.64	10.74	-4.13
有机原奶	73,180.60	34.04	49.14	71,267.67	22.45	48.35	-2.61	-0.79
液态奶	73,931.11	34.38	58.89	165,568.90	52.15	51.90	123.95	-6.99
其他业务	1,767.56	0.82	0.88	7,440.16	2.34	5.05	320.93	4.17
合计	**215,010.40**	**100**	**49.83**	**317,511.23**	**100**	**46.71**	47.67	-3.12

资料来源：公司提供

总体看，随着公司液态奶经营规模的扩大，公司主营业务收入规模继续增长；公司各类产品毛利率均有所下降，但变动幅度不大，且仍保持在较高水平。

2．业务运营

乳牛采购

乳牛采购方面，2015年公司各类牛采购价格与2014年相比，基本持平，付款方式亦没有发生变化，采购数量及金额与2014年相比大幅下降，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；总体看，2015年公司奶牛采购数量及金额较上年大幅下降。

原料采购

跟踪期内，公司主要采购的原材料仍然为乳牛饲料和乳制品外包装，没有发生变化。

有机饲料采购方面，2015年公司仍然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”）进行采购；非有机饲料采购方面，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约为16.13%，向前五名供应商采购额合计比例约为36.49%，与上年相比均变化不大，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。从饲料采购的数量和价格来看，青贮和羊草较2014年采购量有所下降，精料和苜蓿采购量较2014年有所上升；除精料外，其他饲料采购单价较2014年均有小幅度的上升。

表 3　2014~2015 年公司饲料采购情况（单位:万吨、元/吨）

饲料种类	2014 年		2015 年	
	数量	单价	数量	单价
青贮	101.16	459.38	65.21	494.58
精料	28.2	2,999.48	30.58	2,669.68
羊草	6.63	1,164.81	3.30	1,211.09
苜蓿	5.19	2,575.07	9.30	2,758.64

资料来源：公司提供

乳制品外包装方面，2015年公司主要采购的外包装原材料主要仍为利乐包材、吸管、卡拉胶等物料，采购额共计33,249.70万元，较上年增长107.95%，主要系经营规模扩大所致，占生产成本比例为24.58%，较上年下降0.88个百分点，变化幅度不大。

表 4　2014~2015 年公司乳制品外包装采购情况（单位：%、万元）

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

资料来源：公司提供

总体看，公司原料采购情况变化不大，集中度仍然较低，采购量和价格较上年有所提升。

乳牛养殖

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，呼和浩特和巴彦淖尔地区自建牧场共有32座。跟踪期内，已投入运营的牧场增加2座，在建牧场增加2座，连同前期在建牧场1座，现在建牧场共3座，总体变化不大。

畜牧管理方面，截至2015年底，公司饲养成乳牛占比为59.96%，较上年增长6.66%，主要系公司外置青年牛减少，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，公

司存栏奶牛为111,395头，其中有机奶牛为72,843头，非有机奶牛38,552头，具体养殖情况如下表所示。

表 5　2014~2015 年公司牧场养殖情况（单位：头）

时间	有机				非有机			
	奶牛养殖场	犊牛及青年牛	成乳牛	小计	奶牛养殖场	犊牛及青年牛	成乳牛	小计
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	14556	23,996	38,552

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内公司投入运营和在建牧场有所增加，饲养成乳牛的占比有所增长，存栏奶牛数量亦有所增长。

产品生产

2015年，公司主营业务成本为16.21亿元，同比增长52.78%，主营业务成本大幅增长的原因有两个: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。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，2015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28.17%、22.70%和49.12%。

表 6　2014~2015 年公司主营业务成本构成情况（单位：万元、%）

项目	2014 年度		2015 年度	
	成本	占比	成本	占比
非有机原奶销售成本	38,506.20	36.29	45,671.93	28.17
有机原奶销售成本	37,218.10	35.07	36,808.42	22.70
乳制品销售成本	30,394.07	28.64	79,642.56	49.12
合计	**106,118.37**	**100.00**	**162,122.91**	**100.00**

资料来源：公司提供

原奶生产方面，2015 年，公司生产有机原料奶 357,434 吨，较上年增长 69.79%，主要系有机奶牛养殖场、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所致；生产优质非有机原料奶 179,866 吨，较上年增长 25.99%，主要系近年来公司没有继续对非有机乳牛牧场进行追加投资，牧场和牛群规模相对稳定所致。

表 7　2014~2015 年公司原料奶生产情况（单位：吨）

产量	2014 年	2015 年
有机原料奶	210,519	357,434
优质非有机原料奶	142,765	179,866

资料来源：公司提供

有机液态奶生产方面，2015 年，公司生产有机液态奶产能 219,600 吨，较上年大幅增长 90.38%；产量为 135,960 吨，较上年大幅增长 118.30%；液态奶产能利用率为 61.91%，较上年增长 6.92 个百分点。主要系公司为满足市场日益增强的有机液态奶产品需求，新增液态奶生产线所致。

表8　2014~2015年公司液态奶生产情况（单位：吨、%）

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

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内公司生产成本有所增长，原料奶产量有所增加，有机液态奶产能和产量有所提升。

市场销售

2015 年，公司有机液态奶平均销售价格为 1.14 万元/吨，较上年下降 20.83%，主要系公司为进一步拓展有机液态奶市场份额，主动适时降低液态奶产品价格以拓展消费人群所致，未来随着有机液态奶市场成熟，会逐步提高销售价格。在产品结算方面，针对一般经销商，公司仍采取收取全额付款后再发货的形式，较上年变化不大。

2015 年，公司主要客户仍为蒙牛集团，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。2015 年，非有机原料奶销售价格为 4.23 元/公斤，有机原料奶销售价格为 5.24 元/公斤，均较上年小幅度下降。2015 年，公司 45.39%的主营营业收入来源于对蒙牛集团的原料奶销售收入，较上年下降 8.4%，销售集中度仍较高。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仍然较低。

2015 年，公司液态奶、有机原料奶和非有机原料奶销量为 145,214 吨、341,642 吨和 173,026 吨，分别较上年增长 183.36%、66.26%和 24.30%，主要系公司高端液态奶业务市场需求量增加，带动有机原料奶销量增加所致；产销率方面，分别为 106.91%、95.58%和 96.20%，2015 年液态奶产销率较上年增幅较大，主要系 2014 年底部分液态奶在 2015 年年初卖出所致，原料奶产销率较上年变化不大。

表9　2014~2015年公司主要产品产量及产销率情况（单位：吨、%）

产品	2014 年		2015 年	
	销量	产销率	销量	产销率
液态奶	51,248	82.29	145,214	106.81
有机原料奶	205,492	97.61	341,642	95.58
非有机原料奶	139,204	97.51	173,026	96.20

资料来源：公司提供

从集中度来看，2015 年公司前 5 大销售客户销售金额为 17.44 亿元，较上年增长 20.40%；占营业收入比重为 54.93%，较上年下降 12.45 个百分点，但占比仍然较高。

表 10　2014~2015 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	占营业收入比重
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	内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司	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	26,802.66	8.44
	赛罕上海实业有限公司	液体奶	12,148.87	3.83
	圣牧高科北京贸易有限公司	液体奶	10,389.45	3.27
	广东省圣牧贸易有限公司	液体奶	9,880.20	3.11
合计			**174,420.16**	**54.93**

资料来源：公司提供

总体看，跟踪期内公司有机液态奶与原料奶平均销售价格均有所下调，公司前 5 大销售客户金额占营业收入比重仍然较高。

3．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面世不久，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。

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 6.52 亿元，主要系自有品牌的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；向关联方购买原材料产生的交易金额为 4.43 亿元，主要系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；向关联方销售原材料的交易金额为 0.14 亿元，主要系公司向低温乳品公司销售原料奶所致。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。

销售价格下降风险

与 2012~2014 年逐年上升的销售价格相比，2015 年公司主打产品有机液态奶、有机原料奶、非有机原料奶的销售价格较 2014 年均有所下降，若价格进一步下降，会给公司的盈利能力带来一定的影响。

产能利用率和存货周转率偏低

跟踪期内，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，可能会对公司未来盈利能力造成一定影响。

4．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 KA[1]销售渠道，提升单店卖力。在此基础上，圣牧继续创新发展蓝海战略，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。

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

公司2015年财务报表已经安永华明会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2015年公司新增合并单位2家，主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 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，其中归属于母公司所有者权益为 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，其中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。

1．资产及负债结构

资产

截至2015年底，公司资产总额为93.33亿元，较年初大幅增长46.81%，主要系流动资产大幅增长所致。资产总额中，流动资产占41.61%，非流动资产占58.39%，流动资产占比大幅上升，但资产结构仍以非流动资产为主。

流动资产方面，截至2015年底，公司流动资产合计38.83亿元，较年初增长104.31%，主要系货币资金和应收账款大幅增长所致。占比较大的科目为货币资金（占比43.18%）、应收账款（占比23.56%）和存货（占比21.23%）。截至2015年底，公司货币资金为16.77亿元，较年初大幅增长171.95%，主要系公司发行了公司债所致；货币资金中受限资金为0.7亿元，占比较小，主要为开具信用证及承兑汇票而存放于银行的保证金。截至2015年底，公司应收账款账面价值为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%，计提跌价准备36.91万元，占比小。截至2015年底，公司存货

[1] Key Account，即关键客户。

为8.25亿元，较年初增长17.59%，主要系库存的原材料和产成品增长所致，未计提跌价准备。

非流动资产方面，截至2015年底，公司非流动资产合计54.50亿元，较年初增长22.29%，主要系生产性生物资产增长所致。占比较大的科目为固定资产（占比31.86%）和生产性生物资产（占比60.29%）。截至2015年底，公司固定资产为17.36亿元，较年初增长37.74%，主要系房屋及建筑物增长所致，固定资产成新率为89.41%，成新率较好；共计提累计折旧2.06亿元，占比较小。截至2015年底，公司生产性生物资产公允价值为32.85亿元，较年初大幅增长20.78%，主要系公司乳牛存栏数增加所致。。

总体看，2015 年公司处于快速成长时期，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。

负债及所有者权益

截至 2015 年底，公司负债合计 44.94 亿元，较年初大幅增长 70.01%，主要系非流动负债增长所致。公司负债中，流动负债和非流动负债分别占比 75.15%和 24.85%，以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债为 33.77 亿元，较年初大幅增长 62.13%，主要系应付票据和应付账款增长所致。占比较大的科目为短期借款（占比 44.29%）、应付账款和（占比 21.55%）和一年内到期的非流动负债（占比 11.89%）。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；全部为信用借款，年利率为 4.79%~7.04.%。截至 2015 年底，公司应付账款为 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。截至 2015 年底，公司一年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有机奶业有限公司的拆借款项余额。截至 2015 年底，公司非流动负债为 11.17 亿元，较年初增长 99.30%，主要系同期发行了公司债“15 圣牧 01”所致，该公司债券发行规模为 10 亿元，票面利率为 4.48%，期限为不超过 10 年。

截至 2015 年底，公司全部债务合计 30.07 亿元，较年初大幅增长 96.41%，主要系同期新增应付债券所致。其中，短期债务为 18.90 亿元，长期债务为 11.17 亿元，以短期债务为主；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%，负债水平较年初有所增长，债务负担仍处于较低水平。

截至2015年底，公司所有者权益合计48.38亿元，较年初增长30.30%，其中归属于母公司所有者权益为32.16亿元，较年初增长28.83%，主要系未分配利润增长所致。归属于母公司所有者权益中，实收资本占比22.97%，资本公积占比11.49%、盈余公积占比9.37%、未分配利润占比56.18%，未分配利润占比较大，权益的稳定性一般。

总体看，跟踪期内，公司负债结构仍以流动负债为主，负债水平有所增加，但债务负担处于较低水平。

2．盈利能力

在公司液态奶经营规模的扩大，再加上市场需求的不断提升以及公司对分销网络的有效拓展等多方面因素的作用下，2015 年公司实现合并营业收入 31.75 亿元，较上年增长 47.67%；但受到跟踪期内规模扩大，牧场数量增多，乳牛存栏头数增加及饲料价格上涨的影响，营业成本为 16.92 亿元，较上年增长 56.84%。受上述因素影响，2015 年公司实现利润总额 10.71 亿元，较上年增长 18.00%%；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%，公司最终母公司中国圣牧于 2014 年 7 月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，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本公司的少数股东损益核算。2015 年与 2014 年第四季度少数股东损益的期间差异，是导致公司净利润和归属母公司净利润变化趋势发生背离的原因。。

2015 年，公司营业外收入为 0.32 亿元，较上年增长 98.85%，主要系收到的政府补助增长所致。公司的营业外收入主要为政府补助。公司营业外收入相对于利润总额规模较小，公司利润对营业外收入不存在依赖。

2015年，公司三项期间费用较上年增长84.87%。其中，销售费用较上年增长107.22%，主要系公司运输装卸费用增加所致；管理费用较上年增长25.36%，主要系期权费用、工资、奖金增长所致；财务费用较上年增长120.71%，主要系利息支出增长所致。2015年公司费用收入比为15.02%，较上年增长3.03个百分点，公司费用控制能力有所下降。

受公司成本增长幅度大于营业收入增长幅度影响，公司主营业务盈利能力有所下降。具体来看，公司主营业务毛利率由2014年的50.24%降至2015年的47.71%；营业利润率由2014年的49.76%下降至46.65%；总资产报酬率由2014年的20.44%下降至15.16%；总资本收益率由2014年的24.40%下降至18.09%；净资产收益率由2014年的33.35%下降至24.94%；尽管各指标有所下滑，但公司主营业务盈利能力仍处于较好水平。

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，受公司成本增长幅度大于营业收入增长幅度影响，相关财务指标有所下降，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。

3．现金流

从经营活动来看，2015 年，公司经营活动现金流入为 28.74 亿元，较上年增长 52.36%，主要系公司经营规模扩大，销售增长所致；经营活动现金流出为 19.49 亿元，较上年增长 33.63%，主要系公司经营规模扩大，购买原料支付的现金增长所致；受上述因素影响，公司经营活动净流入 9.25 亿元，较上年增长 116.26%。现金收入比由 2014 年的 86.70%增长至 89.67%。

从投资活动来看，2015 年，公司投资活动现金流入为 2.33 亿元，较上年增长 31.55%，主要系公司乳牛存栏数增多，淘汰量增加，公司将淘汰生产性生物资产产生的现金流记入处置固定资产收回的现金[2]，导致其净额增长所致；投资活动现金流出为 14.84 亿元，较上年减少 28.82%，主要系购建固定资产支付的现金减少所致；受上述因素影响，公司投资活动净流出 12.51 亿元。

从筹资活动来看，2015 年，公司筹资活动现金流入为 26.88 亿元，较上年减少 12.51%，主要系取得吸收投资收到的现金减少所致；筹资活动现金流出 15.66 亿元，较上年增长 39.84%，主要系公司偿还债务支付的现金增长所致；受上述因素影响，公司筹资活动净流入 11.22 亿元，较上年减少 42.54%。

总体来看，跟踪期内，公司经营现金流量规模尚可，收入实现质量保持在较高水平；经营活动现金流量无法满足公司投资需求，公司融资需求较大。

4．偿债能力

伴随公司短期借款规模上升，2015年底公司流动比率较上年有所提高，达到1.15倍；尽管公

[2]此解释的基础数据来自于安永华明会计师事务所给出具的 2015 年国内审计报告“安永华明（2016）审字第 61054209_A01 号 ”，符合中国大陆会计准则。

司存货规模较大，但公司速动比率仍由2014年的0.58倍上升至0.91倍。受公司现金类资产大幅增长的影响，公司现金短期债务比由上年的0.45倍上升为0.89倍，公司短期偿债能力有所提高，水平尚可。

从长期偿债能力指标来看，2015年，公司 EBITDA 合计12.95亿元，构成主要包括折旧（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%）；受公司债务规模增长、利息支出相应增加的影响，公司 EBITDA 全部债务比为0.43倍，较上年下降0.24倍；公司的 EBITDA 利息倍数也由上年的14.94倍下降至10.25倍，但仍处于较高水平。受公司经营活动现金流量净额上升影响，公司经营现金债务保护倍数由0.28倍升至0.31倍。总体看，跟踪期内公司长期偿债能力有所下降，但整体水平较强。

截至2015年底，公司获得各银行授信合计25.07亿元，未使用额度8.83亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

截至2015年底，公司为巴彦淖尔市圣牧高科生态草业有限公司短期借款3亿元，提供3亿元的担保，除此外公司对外无任何担保。巴彦淖尔市圣牧高科生态草业有限公司属于公司的联营公司，公司对该联营公司的生产经营决策产生重大影响，可以有效的控制担保风险，目前被担保公司财务状况良好，偿还贷款能力较强。

截至2015年底，公司合并范围内无重大诉讼、仲裁事项。

总体看，伴随公司借款规模增长，债务负担加重，偿债能力有所下降。伴随公司经营规模扩大，公司偿债能力有望继续得到提升。

5．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：G10150121109747O1S），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。

五、本期债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 16.77 亿元，约为“15 圣牧 01”本金合计（10 亿元）的 1.68 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度较高；净资产达 48.38 亿元，约为债券本金合计（10 亿元）的 4.83 倍，公司较大规模的现金类资产对债务的按期偿付起到了积极的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司 EBITDA 为12.95亿元，约为债券本金合计（10亿元）的1.30倍，公司 EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。

从现金情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入为28.74亿元，约为债券本金合计（10亿元）的2.87倍，公司经营活动现金流入量对本期债券的覆盖程度较高。

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

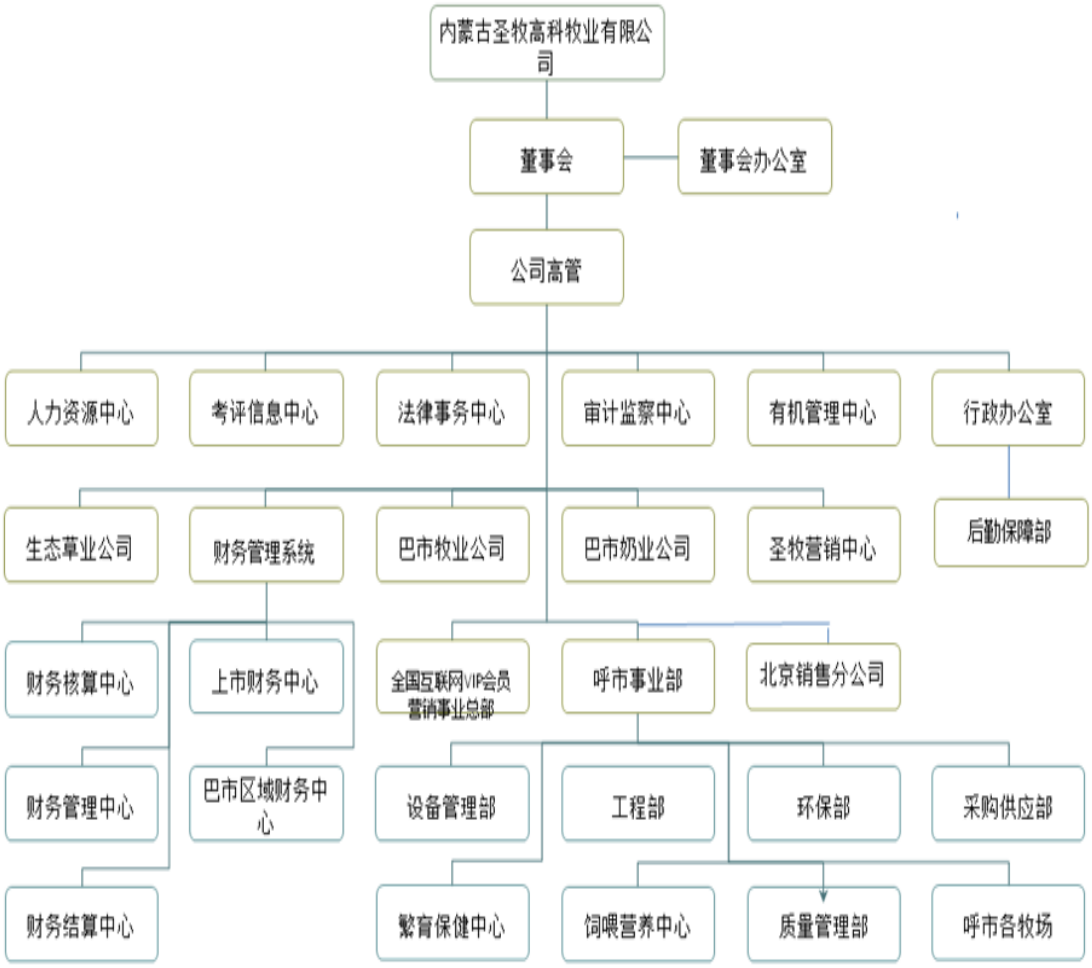
六、综合评价

跟踪期内，受有机认证等壁垒的限制，国内有机奶的供应仍存在较大缺口。内蒙古圣牧高科牧业有限公司（以下简称“圣牧高科”或“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，其在产品质量控制、牧场地缘、采购渠道、盈利能力和有机奶行业地位方面

具有优势。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。目前，随着公司有机畜牧场、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”。

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

附件 1　内蒙古圣牧高科牧业有限公司
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	2014 年	2015 年
资产总额（亿元）	63.57	93.33
所有者权益（亿元）	37.13	48.38
短期债务（亿元）	13.81	18.90
长期债务（亿元）	1.50	11.17
全部债务（亿元）	15.31	30.07
营业收入（亿元）	21.50	31.75
净利润（亿元）	9.04	10.66
EBITDA（亿元）	10.28	12.95
经营性净现金流（亿元）	4.28	9.25
应收账款周转次数(次)	9.46	4.85
存货周转次数（次）	2.08	2.22
总资产周转次数（次）	0.45	0.40
现金收入比率（%）	86.70	89.67
总资本收益率（%）	24.40	18.09
总资产报酬率（%）	20.44	15.16
净资产收益率（%）	33.35	24.94
主营业务毛利率（%）	50.24	47.71
营业利润率（%）	49.76	46.65
费用收入比（%）	11.99	15.02
资产负债率（%）	41.59	48.16
全部债务资本化比率（%）	29.20	38.33
长期债务资本化比率（%）	3.88	18.76
EBITDA 利息倍数（倍）	14.94	10.25
EBITDA 全部债务比（倍）	0.67	0.43
流动比率（倍）	0.91	1.15
速动比率（倍）	0.58	0.91
现金短期债务比（倍）	0.45	0.89
经营现金流动负债比率（%）	20.53	27.39
EBITDA/本次发债额度(倍)	1.713	2.16

注：1．本报告财务数据及指标计算均是合并口径；因四舍五入的原因，本报告涉及的部分数据可能在尾数上与引用资料存在微小差异。

2．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。

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+期底应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期底存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期底总资产)/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+期底所有者权益+期底全部债务）/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+期底总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期底所有者权益）/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。