跟 踪 评 级 公 告

联合[2017]955 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公开发行的“15 圣牧 01”和“16 圣牧 01”的债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一七年 六 月二十九日

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

内蒙古圣牧高科牧业有限公司

公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	跟踪评级结果	上次评级时间
15 圣牧 01	10 亿元	5（3+2）	AA	AA	2016.5.23
16 圣牧 01	6 亿元	5（3+2）	AA	AA	2016.5.30

跟踪评级时间：2017 年 6 月 27 日

主要财务数据：

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	93.33	103.68
所有者权益（亿元）	48.38	60.80
长期债务（亿元）	11.17	17.94
全部债务（亿元）	34.09	31.83
营业收入（亿元）	31.75	35.03
净利润（亿元）	10.66	9.61
EBITDA（亿元）	12.95	12.35
经营性净现金流（亿元）	9.25	9.46
营业利润率（%）	46.65	47.76
净资产收益率（%）	24.94	17.60
资产负债率（%）	48.16	41.36
全部债务资本化比率（%）	41.33	34.36
流动比率（%）	1.15	1.42
EBITDA 全部债务比（倍）	0.38	0.40
EBITDA 利息倍数（倍）	10.25	8.24
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.81	0.77

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

评级观点

2016年，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等方面仍具有一定竞争优势。2016年，公司牧场数量有所增加，售价较高的有机液态奶产销量均有所扩大，营业收入有所增长，整体经营状况比较稳定；此外，公司净资产规模有所增长，债务负担有所减轻，经营活动现金流状况保持良好。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到乳制品行业竞争激烈、公司有机奶品牌知名度较低、液态奶产品产能利用率较低以及盈利能力有所下降等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司有机畜牧场、液态奶生产线的扩建，公司收入和盈利规模将得到提升，公司在有机牛奶市场的竞争优势将进一步得到体现。

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“稳定”，同时维持“15 圣牧 01”和“16 圣牧 01”的债项信用等级为“AA”。

优势

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

2．售价较高的有机液态奶销量有所扩大，营业收入有所增长，主营业务能力较强，经营活动现金流充足。

3．由于股东债转股，公司净资产规模有所增长，债务负担有所减轻。

关注

1．公司原料奶销售价格下降，以及液态奶产品产能利用率不足，对公司的经营业绩产生了一定影响。

2．公司自有品牌有机液态奶面世时间不长，产品知名度较低，市场竞争压力较大。

3．公司客户集中度较高，对单一客户的依赖较大。

分析师

高　鹏
电话：010-85172818
邮箱：gaop@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

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

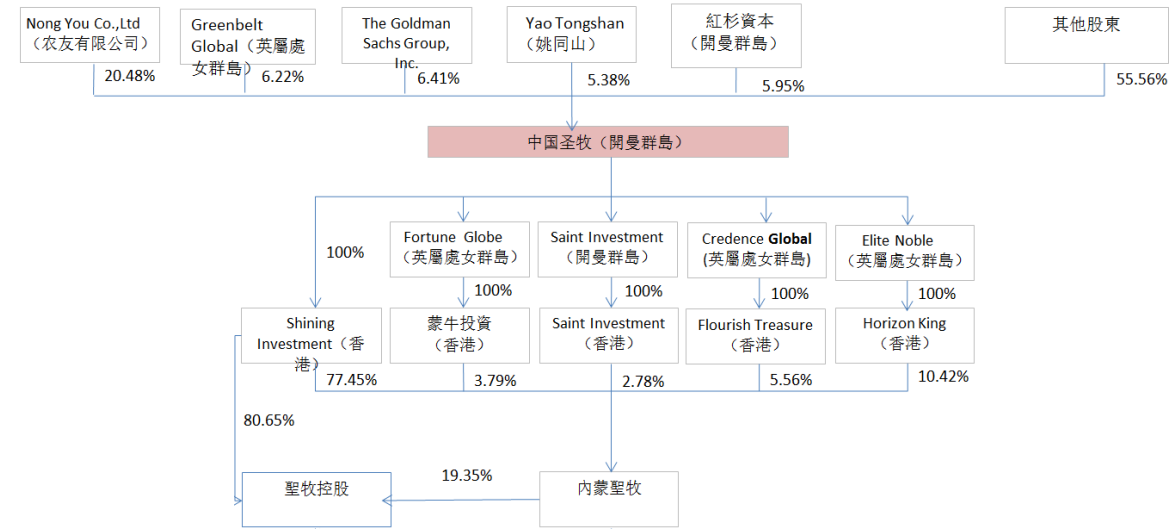
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

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

图1　截至2016年底公司股权结构图



资料来源：公司提供

2016 年，公司的经营范围较上年没有变化。截至 2016 年底，公司组织结构较上年无变化；公司合并范围较上年没有发生变化；公司在职员工为 3,849 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 103.68 亿元，负债合计 42.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益）60.80 亿元，归属于母公司所有者权益合计 40.20 亿元。2016 年，公司实现营业收入 35.03 亿元，净利润（含少数股东损益）9.61 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 4.39 亿元；经营活动产生的现金流量净额 9.46 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.83 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

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

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

发行规模6亿元，票面利率4.75%，期限为5年，每年付息，到期还本付息。

截至2017年4月28日，公司共募集16.00亿元，扣除承销费用0.11亿元后，实际到账规模15.89亿元，已按募集资金使用用途使用资金，其中，用于偿还银行贷款5.95亿元，用于补充营运资金9.94亿元，募集资金已全部使用完毕。

公司于2016年12月28日已支付“15圣牧01”自2015年12月28日至2016年12月27日期间的利息；公司已于2017年6月1日支付“16圣牧01”自2016年6月1日至2017年5月31日期间的利息。

三、行业分析

1．行业概况

2014年，我国乳制品行业产量自改革开放以来首次出现负增长，2015年虽然扭转了下降的趋势，但整个行业仍在困难之中前进，2016年下半年乳制品行业走出了低谷，进入新常态发展时期。根据国家统计局数据，2016年1~11月，全国共有规模以上乳制品企业627家，实现主营业务收入3,181.5亿元，较上年同期增长5.59%，实现利润总额232.4亿元，较上年同期增长13.12%，提高7.39个百分点。根据中国奶业协会公布的《中国奶业形势报告》，2016年1~11月份，我国乳制品累计产量为2,729.3万吨，较上年同期增长7.48%；其中液体乳产量2,498.9万吨，较上年同期增长8.14%。进出口方面，2016年1~11月份，全国进口乳制品数量为180.91万吨，较上年同期增长24.0%，出口2.76万吨；其中全国液态奶进口60.17万吨，较上年同期增长48.2%，出口液态奶2.13万吨；干乳制品进口119.92万吨，较上年同期增长14.6%；出口0.63万吨。

行业政策方面，2016年1月，国家食品药品监督管理总局发布了《食品药品监管总局关于印发婴幼儿配方乳粉生产企业食品安全追溯信息记录规范的通知》（食药监食监【2015】281号），要求各地食品药品监督管理部门要督促指导本行政区域内的婴幼儿配方乳粉生产企业记录生产经营过程的信息，建立和完善婴幼儿配方乳粉生产企业食品安全追溯体系，实现婴幼儿配方乳粉生产全过程信息可记录、可追溯、可管控、可召回、可查询，全面落实婴幼儿配方乳粉生产企业主体责任，保障婴幼儿配方乳粉质量安全。2016年1月，农业部引发了《2016年畜牧业工作要点》，提出要持续推进畜禽标准化规模养殖，提升奶业发展水平，加强奶源基地建设，扶持奶农合作社发展，引导支持企业自办、收购、托管、参股奶牛养殖场，指导奶牛养殖小区牧场化，提升奶业组织化、一体化发展水平，推动落实液态奶标识制度。

总体看，2016下半年以来，我国乳制品生产消费平稳发展。

2．行业关注

（1）疫情风险

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

（2）生产成本不断上升和生产要素的供给的压力逐渐增加

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

（3）行业重组、兼并再掀热潮，行业集中度进一步提高

随着工信部《提高乳粉质量水平提振社会消费信心行动方案》政策（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。

（4）消费者对乳制品的需求升级

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

3．未来发展

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

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

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

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

2016年，公司有两位监事任职情况发生变动，一位非执行董事因个人原因辞任，具体情况如下表所示。除此以外，董事、监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。

表 1　2016 年公司董事、监事、高管变动情况

姓名	原任职务	离任原因	新任人员
李运动	监事长	个人原因	郝利军
胡伟业	监事	个人原因	李霞
吴景水	董事	股东委派	董先理

资料来源：公司提供

总体看，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

2016 年，随着公司液态奶经营规模的扩大，加之市场需求的不断提升以及公司对分销网络的有效拓展，公司实现营业收入 35.03 亿元，较上年增长 10.34%；实现净利润 9.61 亿元，较上年下降 9.92%，主要系资产减值损失的大幅增加、捐赠的增加和公允价值变动损失增加所致。

从收入构成来看，2016 年，公司非有机原奶收入为 5.76 亿元，较上年下降 21.38%，主要系非有机原料奶的销售价格较上年下降所致；有机原奶收入为 7.85 亿元，较上年增长 10.10%，主要系有机原奶销量增幅较大所致；液态奶收入为 21.06 亿元，较上年增长 27.21%，主要系液态奶销量增幅较大所致。

从毛利率情况来看，2016 年，公司综合毛利率为 47.98%，较上年上升 1.27 个百分点，整体仍属较高水平，主要原因是得益于垂直一体化“沙漠全程有机”产业结构。分产品来看，2016 年, 公司非有机原奶毛利率为 32.56%，较上年下降 5.08 个百分点，主要系价格下降所致；有机原奶毛利率为 48.09%，较上年下降 0.26 个百分点；液态奶毛利率为 52.84%，较上年上升 0.94 个百分点。

表 2　2015~2016 年公司营业收入构成情况（单位：万元、%）

项目	2015 年			2016 年			营业收入同比增减
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	
非有机原奶	73,234.50	23.07	37.64	57,576.96	16.43	32.56	-21.38
有机原奶	71,267.67	22.45	48.35	78,463.22	22.40	48.09	10.10
液态奶	165,568.90	52.15	51.90	210,614.26	60.12	52.84	27.21
其他业务	7,440.16	2.34	5.05	3,673.62	1.05	8.40	-50.62
合计	**317,511.23**	**100**	**46.71**	**350,328.06**	**100**	**47.98**	**10.34**

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，公司收入规模继续增长；受液态奶业务占比扩大，价格上升，公司综合毛利率小幅上升，保持在较高水平。

2．业务运营

（1）原料采购

2016年，公司主要采购的原材料仍然为乳牛饲料和乳制品外包装。

从饲料采购量来看，2016年，青贮和精料采购量较上年分别增长14.66%和18.54%，主要系牛群数量增多所致；羊草采购量较上年下降63.64%，主要系羊草价格上升且各年供应不稳定，公司减少采购所致，公司采用稻草、秸秆和谷草等替代羊草所致。从饲料的采购价格来看，青贮价格较上年下降2.72%，变动不大；精料价格较上年增长3.26%，变动不大；羊草价格较上年增长15.10%，主要系因为供应量少所致；苜蓿价格较上年下降了18.25%，主要系牧草行业竞争所致。

表 3　2015~2016 年公司饲料采购情况（单位:万吨、元/吨、万元）

饲料种类	2015 年			2016 年		
	数量	单价	采购额	数量	单价	采购额
青贮	65.21	494.58	32,251.56	74.77	481.13	35,974.09
精料	30.58	2,669.68	81,638.81	36.25	2,756.60	99,926.75
羊草	3.30	1,211.09	3,996.60	1.20	1,393.98	1,672.78
苜蓿	9.30	2,758.64	25,655.35	8.82	2,255.12	19,890.16
合计	**108.39**	--	**143,542.32**	**121.04**	--	**157,463.78**

资料来源：公司提供

乳制品外包装方面，公司主要采购的外包装原材料为利乐包材、吸管、卡拉胶等物料，2016年采购额共计43,175.77万元，较上年增长29.85%，主要系液态奶规模扩大所致，占生产成本比例为22.03%，较上年下降2.55个百分点，变化幅度不大。

表 4　2015~2016 年公司乳制品外包装采购情况（单位：%、万元）

项目	2015 年	2016 年
包材占生产成本比例	24.58	22.03
包装物采购额	33,249.70	43,175.77

资料来源：公司提供

总体看，随着公司经营规模的扩大，公司原料采购量增长；饲料采购集中度仍然较高。

（2）乳牛养殖

公司有机奶牛牧场位于乌兰布和沙漠，周围方圆百里内没有工业区和居民区，没有污染源且沙地经过暴晒后形成了天然的病毒隔离带。截至 2016 年底，公司通过租赁和自建并已投入运营的牧场共有 35 座，较上年底增加了 2 座有机牧场，均位于乌兰布和沙漠；公司所有牧场建设都符合有关规定和环保要求，牧场质量较高。

截至2016年底，公司饲养有机犊牛及青年牛45,534头，较上年增长了51.53%，主要系自繁形成的犊牛增加所致；有机成乳牛49,281头，较上年增长了15.16%，主要系青年牛产犊后，形成的成乳牛规模的扩大所致；非有机青牛及犊牛13,908头，较上年下降4.45%，变动不大；非有机成乳牛20,606头，较上年下降14.13%，主要系受非有机原奶市场需求下滑，优化奶牛结构的管理需求所致。

表 5　2015~2016 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
2015 年	21	30,049	42,794	**72,843**	12	14,556	23,996	**38,552**
2016 年	23	45,534	49,281	**94,815**	12	13,908	20,606	**34,514**

资料来源：公司提供

总体看，2016年，公司投入运营牧场有所增加，有机成乳牛数量大幅增长，非有机成乳牛数量小幅下降。

（3）产品生产

2016年，公司主营业务成本为17.89亿元，较上年增长10.36%，主要系公司业务规模扩大，生产成本较上年增长所致。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，2016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21.71%、22.77%和55.52%。

表 6　2015~2016 年公司主营业务成本构成情况（单位：万元、%）

项目	2015 年度		2016 年度	
	成本	占比	成本	占比
非有机原奶销售成本	45,671.93	28.17	38,829.20	21.71
有机原奶销售成本	36,808.42	22.70	40,729.33	22.77
乳制品销售成本	79,642.56	49.12	99,323.33	55.52
合计	**162,122.91**	**100.00**	**178,881.86**	**100.00**

资料来源：公司提供

原奶生产方面，2016 年，公司生产有机原料奶 421,023 吨，较上年增长 17.79%，主要系有机成乳牛的数量增长所致；生产优质非有机原料奶 177,356 吨，较上年下降 1.40%。

表 7　2015~2016 年公司原料奶生产情况（单位：吨）

产量	2015 年	2016 年
有机原料奶	357,434.00	421,023.00
优质非有机原料奶	179,866.00	177,356.00

资料来源：公司提供

有机液态奶生产方面，2016 年，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，产能和产量均大幅增长。截至 2016 年底，公司有机液态奶产能 300,780 吨，较上年底大幅增长 36.97%；产量为 197,276 吨，较上年大幅增长 45.10%；液态奶产能利用率为 65.59%，较上年上升 3.68 个百分点。

表8　2015~2016年公司液态奶生产情况（单位：吨、%）

项目	2015 年	2016 年
产能	219,600.00	300,780.00
产量	135,960.00	197,276.00
产能利用率	61.91	65.59

资料来源：公司提供

总体看，2016 年，有机原料奶产量有所增加，有机液态奶产能和产量均大幅提升。

（4）市场销售

2016 年，公司液态奶和有机原料奶销量为 186,393 吨和 395,747 吨，较上年分别增长 28.36%和 15.84%，主要系公司高端液态奶业务市场需求量增加带动了有机液态奶的销量，进而带动有机原料奶销量增加所致；非有机原料奶销量为 175,220 吨，较上年增长了 1.27%。产销率方面，液态奶产销率为 94.48%，较上年下降了 5.52 个百分点，主要系新建的液态奶生产线投入生产，扩大产能所致；有机原料奶产销率为 94.00%，较上年下降了 1.58 个百分点，变动不大；非有机原料奶产销率为 98.80%，较上年上升了 2.60 个百分点，变动不大。

表9　2015~2016年公司主要产品产量及产销率情况（单位：吨、%）

产品	2015 年		2016 年	
	销量	产销率	销量	产销率
液态奶	145,214	100.00	186,393	94.48
有机原料奶	341,642	95.58	395,747	94.00
非有机原料奶	173,026	96.20	175,220	98.80

资料来源：公司提供

产品价格方面，2016 年，公司有机液态奶平均销售价格为 1.10 万元/吨，与上年基本保持一致。产品结算方面，为拓展和巩固有机液态奶市场,结合终端商超的回款周期,适度给予经销商的信用额度和信用期限。2016 年，非有机原料奶销售价格为 3.75 元/公斤，有机原料奶销售价格为 5.07 元/公斤，较上年分别下降了 0.48 元/公斤和 0.17 元/公斤。

销售集中度方面，2016 年，前五大销售客户销售收入占比 49.00%，较上年下降 5.87 个百分点，销售集中度仍较高；其中，对内蒙古蒙牛乳业集团（股份）有限公司的原料奶销售收入为 8.10 亿元，较上年下降 29.71%，主要系集团增加自有品牌有机液态奶产品所致；占比由 36.28%下降至 23.11%，对蒙牛集团依赖度仍较高。

表 10　2015~2016 年公司前五大销售客户情况（单位:万元、%）

年份	客户名称	销售产品	销售金额	占营业收入比重
2015 年	内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司	原料奶	115,203.62	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	--	--	**174,232.31**	**54.87**
2016 年	内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司	原料奶	80,974.93	23.11
	内蒙古伊利实业集团股份有限公司	原料奶	52,992.74	15.13
	圣牧高科（北京）贸易有限公司	成品奶	12,916.90	3.69
	深圳市圣牧伟业贸易有限公司	成品奶	12,442.44	3.55
	赛罕（上海）实业有限公司	成品奶	12,326.90	3.52
合计	--	--	**171,653.91**	**49.00**

资料来源：公司提供

总体看，2016 年，在公司有机液态奶的销量带动下，公司有机原料奶销售情况良好，价格相对平稳；非有机原料奶平均销售价格较上年下降，对公司经营造成一定影响；公司销售集中度仍较高。

3．关联交易

公司对全产业链的构造，从乳制品行业的上游到下游的全把控，向顾客提供高品质的有机奶产品。通过布局有机环境、监管有机饲料终止、开发有机牧场、实施有机奶牛养殖、生产有机液态奶，实现种、养、生产有机质量管控，因此公司在饲料、奶源和液态奶都采用自主生产。2016 年，公司向关联方销售商品的交易金额为 9.83 亿元，较上年增长 50.77%，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 5.17 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 0.09 亿元，主要系公司向低温乳品公司销售原料奶所致。公司向关联方销售商品和采购商品的价格均由交易双方参考市场价格协商确定。

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

4．经营关注

（1）高端乳制品市场竞争风险

近年来，乳品企业几乎不再生产利润微薄的袋装白奶，加大了高端液态奶的生产比例，高端液态奶市场竞争日趋激烈，公司自有品牌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。

（2）关联交易风险

公司与关联方交易主要是采购饲料和销售原料奶。2016 年，关联交易金额较上年大幅度提升，未来如果关联交易不能按照公允价格执行以及关联方占款等不能得到有效控制，将可能损害公司利益。

（3）销售价格下降风险

2016 年公司有机原料奶和非有机原料奶的销售价格较 2015 年均有所下降，若价格进一步下降，

会给公司的盈利能力带来一定的影响。

（4）产能利用率偏低

2016 年，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。

5．未来发展

生产运营方面，2017 年，公司拟继续加大有机牧场投入，投资新建的液态奶生产厂房及生产线将于 2017 年第二季度投入生产试运行；公司将继续实施行业技术创新，研发推出有机液态奶新品及品项。

营销方面，2017 年，公司将继续开拓超级小区店蓝海战略建设渠道，在目前十万余家超级小区店基础上，继续打造增加两万家超级小区店，同时巩固提升超级小区店单店卖力；将加大圣牧酸奶冷鲜机在全国医院、学校、餐饮等特通渠道的推广铺市活动。

总体看，公司在经营上发掘了自身竞争优势，市场定位明确，发展战略清晰可行。

六、财务分析

公司2016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。截至2016年底，合并范围内子公司21家，较上年底未发生变化，且公司主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 103.68 亿元，负债合计 42.89 亿元，所有者权益（含少数股东权益）60.80 亿元，归属于母公司所有者权益合计 40.20 亿元。2016 公司实现营业收入 35.03 亿元，净利润（含少数股东损益）9.61 亿元，归属于母公司所有者的净利润为 4.39 亿元；经营活动产生的现金流量净额 9.46 亿元，现金及现金等价物净增加额-4.83 亿元。

1．资产及负债结构

（1）资产

截至2016年底，公司资产总额为103.68亿元，较年初增长11.10%，主要系非流动资产大幅增长所致。资产总额中，流动资产占34.08%，非流动资产占65.92%，非流动资产占比大幅上升，资产结构仍以非流动资产为主。

流动资产方面，截至2016年底，公司流动资产合计35.33亿元，较年初下降9.01%，主要系货币资金下降所致。流动资产主要由货币资金（占比27.87%）、应收账款（占比29.68%）、预付款项（占比9.64%）和存货（占比26.29%）构成。

截至2016年底，公司货币资金为9.85亿元，较年初下降41.28%，主要系偿还银行借款所致；货币资金中受限资金为0.67亿元，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2016年底，公司应收账款账面价值为10.49亿元，较年初增长14.62%，主要系公司销售收入增加所致；从账龄来看，3个月以内占比42.68%，3~6个月的占比29.63%，7~12个月的占比24.16%，1年以上的占比3.53%，账龄整体偏短；累计计提坏账准备0.86亿元，计提比例为7.58%；应收账款余额中前五大欠款占比33.58%，集中度一般。

截至2016年底，公司存货为9.29亿元，较年初增长12.65%，主要系库存的原材料和产成品增长所致，未计提跌价准备。存货主要由原材料（占比88.37%）和产成品（占比5.17%）所构成。

截至2016年底，公司预付款项为3.41亿元，较年初下降5.15%；从账龄来看，1年以内的预付款

项占比99.57%，1年以上的预付款占0.43%。

非流动资产方面，截至2016年底，公司非流动资产合计68.35亿元，较年初增长25.43%，主要系生产性生物资产和固定资产增长所致。非流动资产主要由固定资产（占比33.28%）、生产性生物资产（占比56.83%）和在建工程（占比6.37%）构成。

截至2016年底，公司固定资产账面22.75亿元，较年初增长31.03%，主要系一方面公司以分期付款购置了内蒙古蒙牛方鼎产业管理有限公司的4个非有机牧场，另一方面是公司投资新建液态奶生产线转固所致；累计计提折旧3.47亿元，计提比例13.23%；固定资产成新率为86.77%，成新率较高。

截至2016年底，公司生产性生物资产38.84亿元，较年初大幅增长18.23%，主要系公司乳牛存栏数增加所致。

截至2016年底，公司在建工程为4.35亿元，较年初增长21.96%，主要系增加了液态奶生产线的前期处理设备和牧场建设项目快所致。

截至2016年，公司受限资产合计为0.67亿元，为保证金存款，占总资产的比重为0.64%，占净资产比重为1.10%，公司受限资产比例较小。

总体看，2016 年末，随着公司经营规模的扩张，公司资产规模快速增长；仍以非流动资产为主，非流动资产以生产性生物资产和固定资产为主，整体资产质量尚可。

（2）负债及所有者权益

截至 2016 年底，公司负债合计 42.89 亿元，较年初下降 4.58%。公司负债中，流动负债和非流动负债分别占比 58.16%和 41.84%，流动负债占比下降了 16.99 个百分点，债务结构有所优化，仍以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债为 24.94 亿元，较年初下降 26.15%，主要系短期借款和一年内到期的非流动负债下降所致。非流动负债主要由短期借款（占比 36.61%）、应付票据（占比 12.77%）、应付账款（占比 24.14%）、其他应付款（占比 16.80%）和一年内到期的非流动负债（占比 6.29%）构成。截至 2016 年底，公司短期借款为 9.13 亿元，较年初下降 39.14%，主要系借款到期偿还所致，其中，信用借款占 93.43%，质押借款占 6.57%；公司应付账款为 6.02 亿元，较年初下降 17.27%，主要系规范按照合同约定付款所致；公司应付票据 3.18 亿元，较年初增长 9.71%，全部为银行承兑汇票；公司其他应付款 4.19 亿元，较年初增长 37.19%，主要系应付的工程和设备款项增加，及向股东借款增加所致；公司一年内到期的非流动负债为 1.57 亿元，较年初下降 60.90%，主要系向母公司 Shining Investment Industry Limited 长期借款（3.00 亿元）到期后转股所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 17.94 亿元，较年初增长 60.65%，主要系应付债券和长期应付款增加所致。非流动负债主要由长期借款（占比 5.29%）、应付债券（占比 88.69%）和长期应付款（占比 6.01%）构成。截至 2016 年底，公司长期借款为 0.95 亿元，较年初下降 23.39%，主要系公司偿还长期信用借款所致；公司应付债券为 15.92 亿元，较年初增长 60.27%，主要系公司通过公开发行公司债券“16 圣牧 01”，募集资金净额 5.96 亿元所致；公司新增长期应付款 1.08 亿元，主要为购买固定资产的分期付款资金。

截至 2016 年底，公司全部债务合计 31.83 亿元，较年初下降 6.62%，主要系短期债务大幅减少所致。其中，短期债务为 13.88 亿元，较年初下降 39.41%，主要系偿还了短期借款和一年到期的非流动负债转增资本所致；长期债务为 17.94 亿元，较年初增长 60.65%，主要系公司发行了 6.00 亿元的公司债所致；短期债务占比 43.62%，较上年下降 23.61 个百分点，长期债务占比 56.38%，较上年上升 23.61 个百分点，公司债务结构有所优化；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 41.36%、34.36%和 22.79%，资产负债率和全部债务资本化比率较年初分别下降

6.79 个百分点和 6.97 个百分点，长期债务资本化比率较年初上升 4.03 个百分点，债务负担较年初有所减轻。

截至2016年底，公司所有者权益合计60.80亿元，较年初增长25.66%，主要系股本、资本公积和未分配利润增长所致；其中，股东将长期借款（3.00亿元）到期后转股，1.50亿元转增股本，1.50亿元计入资本公积。截至2016年底，归属于母公司所有者权益为40.20亿元，其中，实收资本占比22.11%，资本公积占比14.55%，盈余公积占比10.27%，未分配利润占比53.08%；未分配利润占比较高，权益稳定性有待提高。

总体看，2016年末，公司负债规模有所下降，仍以流动负债为主；短期债务占比大幅下降，债务结构有所优化，公司整体债务负担较轻；所有者权益有所增长，权益结构稳定性有待提高。

2．盈利能力

2016 年，公司实现营业收入 35.03 亿元，较上年增长 10.34%，主要系液态奶收入增长所致；营业成本为 18.22 亿元，较上年增长 7.72%；公司实现营业利润 10.11 亿元，较上年下降 2.69%，主要系公允价值变动损失和资产减值损失大幅增加所致；实现利润总额 9.49 亿元，较上年下降 11.34%，主要系政府补贴减少和对外捐赠增加所致；实现净利润 9.61 亿元，较上年下降 9.92%。

2016年，销售费用2.88亿元（占费用总额52.94%），较上年增长8.47%，销售费用率为8.20%，较上年下降0.24个百分点；管理费用1.18亿元（占费用总额21.71%），较上年增长19.53%，主要系期权费用、工资、奖金增长所致，管理费用率为3.37%，较上年下降0.26个百分点；财务费用1.38亿元（占费用总额25.35%），较上年增长22.52%，主要系公司债券利息支出增长所致，财务费用率为3.93%，较上年增长0.39个百分点。2016年，公司期间费用合计5.44亿元，公司费用收入比为15.52%，较上年上升0.5个百分点，基本与上年持平，公司费用控制能力较强。

2016 年，公司营业外收入为 0.09 亿元，较上年下降 71.17%，主要系收到的政府补助减少所致。公司的营业外收入主要为政府补助，占利润总额的 0.98%，公司利润对营业外收入不存在依赖；资产减值损失为 0.86 亿元，较上年增长 232.83 倍，主要系公司结合实际经营情况，对应收账款计提减值所导致；公允价值变动收益为-0.16 亿元，较上年下降了 129.83%，主要系非有机奶牛对应的公允价值变动损失大于有机奶牛对应的公允价值变动收益所致。

从盈利指标来看，2016年，公司营业利润率为47.76%，较上年上升1.11个百分点；总资产报酬率为11.00%，较上年下降4.27个百分点；总资本收益率为12.50%，较上年下降了5.18个百分点；净资产收益率为17.60%，较上年下降了7.34个百分点。

总体看，2016 年，受公司资产减值损失增加和对外捐赠支出增加，盈利能力有所下降，多项指标出现下降，尽管如此，但公司主营业务盈利能力仍处于较好水平。

3．现金流

从经营活动来看，2016 年，公司经营活动现金流入 35.91 亿元，较上年增长 24.93%，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 26.44 亿元，较上年增长 35.67%，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 9.46 亿元，较上年增长 2.31%。2016 年，公司现金收入比为 101.70%，较上年上升 12.03 百分点，收入实现质量较高。

从投资活动来看，2016 年，公司投资活动现金流入 3.35 亿元，较上年增长 43.66%，主要系三个月以上的定期存款到期使得收到其他与投资活动有关的现金增长所致；投资活动现金流出 15.69 亿元，较上年增长 5.73%，主要系购建固定资产支付的现金和投资支付的现金增加所致；受上述因

素影响，公司投资活动净流出 12.34 亿元，净流出规模较上年小幅下降。

从筹资活动来看，2016 年，公司筹资活动现金流入 16.49 亿元，较上年下降 38.67%，主要系借款的减少所致；筹资活动现金流出 18.44 亿元，较上年增长 17.77%，主要系公司清偿债务所致；受上述因素影响，公司筹资活动净流出 1.96 亿元，由上年净流入转为净流出。

总体看，2016年，公司经营活动现金流量净额规模较大，收入实现质量有所提升；由于公司经营活动现金流量无法满足其投资活动需求，仍对外部筹资有一定依赖。

4．偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至2016年底，公司流动比率从年初的1.15上升至1.42倍，速动比率从年初的0.91倍上升至1.04倍，主要系公司偿还短期借款，流动负债规模大幅下降所致。受公司短期借款大幅下降的影响，2016年，公司现金短期债务比从年初的0.73倍上升至0.75倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2016年，公司 EBITDA 合计12.35亿元，较上年下降了4.67%；主要由折旧（占比11.89%）、摊销（占比0.14%）、计入财务费用的利息支出（占比11.09%）和利润总额（占比76.89%）构成。2016年，公司 EBITDA 全部债务比由2015年的0.38倍提高至0.40倍；EBITDA 利息倍数由2015年的10.25倍下降至8.24倍。整体看，公司长期偿债能力较强。

截至2016年底，公司对外担保余额为3.51亿元，占公司净资产的5.77%；其中，公司为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”）提供3亿元的担保，为富友联合圣牧乳品有限公司（以下简称“富友联合”）提供0.51亿元的担保；考虑到圣牧草业和富友联合均属于公司的联营公司，公司对该联营公司的生产经营决策产生重大影响，可以有效的控制担保风险，目前被担保公司财务状况良好，偿还贷款能力较强，或有负债风险较低。

截至2016年底，公司合并范围内无重大未决诉讼、仲裁事项。

截至2016年底，公司获得各银行授信合计26.75亿元，未使用额度17.27亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

根据公司提供的中国人民银行《企业基本信用信息报告》（编号：G1015012110974701S），截至2017年5月27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。

总体看，公司债务负担较轻，现金类资产充裕，整体偿债能力仍属很强。

七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 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 10.45 亿元，约为“15 圣牧 01”和“16 圣牧 01”待偿本金合计（16.00 亿元）的 0.65 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度尚可；净资产达 60.80 亿元，约为债券待偿本金合计（16.00 亿元）的 3.80 倍，公司较大规模的净资产对“15 圣牧 01”和“16 圣牧 01”的按期偿付起到了积极的保障作用。

从盈利情况来看，2016年，公司 EBITDA 为12.48亿元，约为“15圣牧01”和“16圣牧01”待偿本金（16.00亿元）的0.78倍，公司 EBITDA 对“15圣牧01”和“16圣牧01”的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看，公司2016年经营活动产生的现金流入35.91亿元，约为债券本金合计（16.00亿元）的2.24倍，公司经营活动现金流入量对“15圣牧01”和“16圣牧01”的覆盖程度较高。

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，在质量控制、有机养殖、高端有机乳制品市场等方面具有优势，公司对“15 圣牧 01”和“16 圣牧 01”的偿还能力仍属很强。

八、综合评价

跟踪期内，圣牧高科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等方面仍具有一定竞争优势。2016年，公司牧场数量有所增加，售价较高的有机液态奶产销量均有所扩大，营业收入有所增长，整体经营状况比较稳定；此外，公司净资产规模有所增长，债务负担有所减轻，经营活动现金流状况保持良好。同时，联合评级也关注到乳制品行业竞争激烈、公司有机奶品牌知名度较低、液态奶产品产能利用率较低以及盈利能力有所下降等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司有机畜牧场、液态奶生产线的扩建，公司收入和盈利规模将得到提升，公司在有机牛奶市场的竞争优势将进一步得到体现。

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“稳定”，同时维持“15 圣牧01”和“16 圣牧 01”的债项信用等级为“AA”。

附件 1　内蒙古圣牧高科牧业有限公司
主要财务指标

项目	2015 年	2016 年
资产总额（亿元）	93.33	103.68
所有者权益（亿元）	48.38	60.80
短期债务（亿元）	22.92	13.88
长期债务（亿元）	11.17	17.94
全部债务（亿元）	34.09	30.75
营业收入（亿元）	31.75	35.03
净利润（亿元）	10.66	9.61
EBITDA（亿元）	12.95	12.35
经营性净现金流（亿元）	9.25	9.46
应收账款周转次数（次）	4.85	3.42
存货周转次数（次）	2.22	2.08
总资产周转次数（次）	0.40	0.36
现金收入比率（%）	89.67	101.70
总资本收益率（%）	17.56	12.61
总资产报酬率（%）	15.16	11.03
净资产收益率（%）	24.94	17.60
营业利润率（%）	46.65	47.76
费用收入比（%）	15.02	15.52
资产负债率（%）	48.16	41.36
全部债务资本化比率（%）	41.33	33.23
长期债务资本化比率（%）	18.76	22.79
EBITDA 利息倍数（倍）	10.25	8.24
EBITDA 全部债务比（倍）	0.38	0.40
流动比率（倍）	1.15	1.42
速动比率（倍）	0.91	1.04
现金短期债务比（倍）	0.73	0.75
经营现金流动负债比率（%）	27.39	37.94
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.82	0.77

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

附件 2　有关财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
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 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低；

AA 级：偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低；

A 级：偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低；

BBB 级：偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般；

BB 级：偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高；

B 级：偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高；

CCC 级：偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高；

CC 级：在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务；

C 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。