信用等级公告

联合〔2019〕1082 号

联合资信评估有限公司通过对内蒙古伊利实业集团股份有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持内蒙古伊利实业集团股份有限公司主体长期信用等级为 AAA，内蒙古伊利实业集团股份有限公司 2019 年度第一期中期票据债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年五月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

内蒙古伊利实业股份有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
19 伊利实业 MTN001	5 亿元	2022/01/21	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 5 月 28 日

财务数据

项　目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	139.38	219.87	112.33	123.06
资产总额(亿元)	392.62	493.00	476.06	524.58
所有者权益(亿元)	232.36	252.40	280.37	264.36
短期债务(亿元)	1.50	78.60	15.23	32.02
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.50	5.50
全部债务(亿元)	1.50	78.60	15.73	37.52
营业总收入(亿元)	606.09	680.58	795.53	231.30
利润总额(亿元)	66.32	70.74	75.78	27.28
EBITDA(亿元)	82.85	87.28	93.18	--
经营性净现金流(亿元)	128.17	70.06	86.25	13.50
营业利润率(%)	37.55	37.00	37.61	39.36
净资产收益率(%)	24.40	23.59	23.01	--
资产负债率(%)	40.82	48.80	41.11	49.60
全部债务资本化比率(%)	0.64	23.60	5.31	12.43
流动比率(%)	135.45	125.14	127.57	109.75
经营现金流动负债比率(%)	85.98	29.38	44.99	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.02	0.90	0.17	--
EBITDA 利息倍数(倍)	201.45	41.58	70.80	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；公司应付票据和一年内到期的非流动负债不产生利息费用，长期借款为无息财政借款，均不计入有息债务指标核算

分析师

贺苏凝　陈　婷　虢　丰
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

评级观点

内蒙古伊利实业集团股份有限公司（以下简称“伊利股份”或“公司”）是中国乳品行业龙头企业。跟踪期内，公司在品牌知名度、市场渗透率、渠道建设、技术研发水平及产品品类等方面保持既有优势，公司规模最大的液体乳品业务市场占有率不断提高，推动营业总收入和利润规模持续增长，公司整体盈利能力强且稳定，经营活动获现能力良好；公司现金类资产充裕，资产质量好，整体债务负担轻。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信）也关注到乳制品市场国内外品牌竞争激烈、公司奶源供应以外部采购为主、供应渠道和价格稳定性对盈利存在影响及公司以自有资金进行股票回购计划的资金需求较大等因素对公司经营及信用水平可能带来不利影响。

未来，随着全球产业布局的持续推进，公司奶源结构将进一步优化，行业地位和竞争实力有望进一步提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“19 伊利实业 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 中国人均可支配收入的持续增长将带动乳制品消费，为中国乳制品行业的发展提供了良好的基础。
2. 公司是中国乳品行业龙头企业，在品牌知名度、市场份额和渗透率等方面优势显著；凯度调研数据显示，截至 2018 年，公司常温液态类乳品的市场渗透率为 82.3%，同比增加 2.2 个百分点。
3. 跟踪期内，公司收入和利润规模持续增长，主业盈利能力强，经营获现能力良好；有息债务规模大幅收缩，债务负担轻。
4. 公司现金类资产对一年内到期债券的保

障能力较强；公司 EBITDA 和经营现金净流量对“19 伊利实业 MTN001”的保障能力较强。

关注

1. 随着海外品牌不断进入中国市场，乳制品市场竞争有所加剧；食品安全事件的发生对乳品行业的影响始终存在。
2. 原料奶价格周期性波动对公司奶源供应渠道和价格稳定性存在一定影响。
3. 公司股权结构分散，无实际控制人，管理层所持公司股票质押率较高。
4. 公司拟使用自有资金回购股份，用于股权激励。若按照回购股份数量上限 303906380 股及回购价格上限 35.00 元/股计算，公司预计使用资金 106.37 亿元，金额较大；若出现短时间集中回购的情况，可能对公司短期流动性造成较大不利影响。联合资信将持续关注上述股份回购的进展。

声　明

一、本报告引用的资料主要由内蒙古伊利实业集团股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

内蒙古伊利实业集团股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于内蒙古伊利实业集团股份有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

内蒙古伊利实业集团股份有限公司（以下简称“伊利股份”或“公司”）前身为1956年成立的“呼和浩特市回民区养牛合作小组”；1993年经改制，由21家发起人发起，吸收其他法人和内部职工入股，以定向募集方式设立；后经中国证券监督管理委员会复审批准，于1996年1月向社会首次公开发行人民币普通股1715万股，同年3月在上海证券交易所挂牌，股票代码：600887，成为中国乳品行业首家A股上市公司。经过增资、配股、资本公积转增股本，截至2019年3月底，公司注册资本为60.78亿元，第一大股东为香港中央结算有限公司（持股14.55%），目前无控股股东及实际控制人。

公司经营范围：乳制品（含婴幼儿配方乳粉）制造，农畜产品及饲料加工等。截至2019年3月底，公司直接及间接控股子公司共74家；设有液态奶事业部、冷饮事业部、奶粉事业部、酸奶事业部、奶酪事业部和健康饮品事业部6个事业部，以及董事会办公室、战略管理部、投资管理部、市场研究部、媒介部、创新中心、品牌管理部等25个职能部门。

截至2018年底，公司总资产476.06亿元，所有者权益合计280.37亿元（含少数股东权益1.22亿元）。2018年，公司营业总收入795.53亿元，利润总额75.78亿元。

截至2019年3月底，公司总资产524.58亿元，所有者权益合计264.36亿元（含少数股东权益1.26亿元）。2019年1-3月，公司营业总收入231.30亿元，利润总额27.28亿元。

公司注册地址：呼和浩特市金山开发区金山大街1号；法定代表人：潘刚。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至2019年3月底，公司存续中期票据发行额度和存续期等情况如下表所示，已按照募集资金用途使用完毕。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	兑付日
19伊利实业MTN001	5.00	5.00	2019-01-21	2022-01-21

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%～7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条

件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长

7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

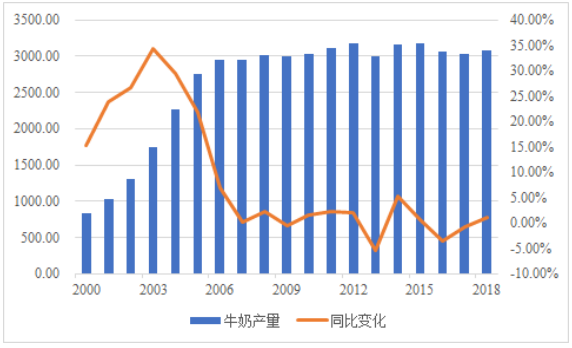
展望 2019 年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019 年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在中国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约；受到 2018 年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 行业概况

经过近二十年的发展，中国乳业由快速成长期进入稳步发展阶段。近年来，随着城乡居民人均收入水平的持续提高，消费者对乳品的需求动机和购买方式日趋差异化、多元化，带动国内乳品市场稳步发展。2016-2018年，中国牛奶产量整体呈波动增长趋势，分别为3064.03万吨、3038.62万吨和3075.00万吨，同比分别下降3.64%、下降0.83%和增长1.20%；均价方面，2016-2018年，生鲜乳的价格相对稳定，大致在3.4～3.6元/公斤区间内波动，2018年底均价收于3.60元/公斤。目前，国内商品原料奶供应总量与市场需求的绝对值相比，存在一定的供给缺口，需要通过进口原料奶粉予以补充。进口原料奶粉主要用于以乳为原料的食品加工和制造，如糖果、烘焙等，原料乳主要用于业态乳品和各类配方奶粉的加工制造。基于上述供需结构，近1～2年，国内原料奶的供需关系相对平衡。

图1　近年中国牛奶产量（单位：万吨）



资料来源：Wind资讯-国家统计局

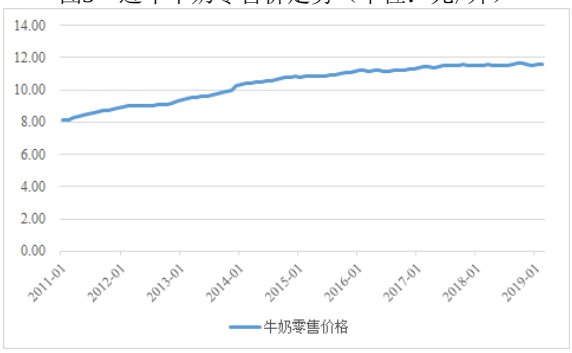
图2　生鲜乳均价走势（单位：元/公斤、频率：月）



资料来源：Wind资讯

零售终端牛奶价格主要由奶源供应和市场消费需求两方面因素共同主导，但终端价格由于传导效应，可能滞后于上游原料的价格变动。据商务部统计，2011年以来，市场需求逐步恢复，奶源建设进度推进，奶牛存栏量有所提升，拉动了牛奶零售价格的持续性上升，由2011年初的8.0元/升增至2015年末的11.14元/升。2016年开始，牛奶零售价格整体呈增长态势，截至2017年3月底，价格升至11.48元/升，4月价格经历小幅短期下探后重新开始上行，但增速放缓，2017年四季度开始，牛奶价格在11.46～11.62元/升区间内震荡，截至2018年底为11.54元/升。

图3　近年牛奶零售价走势（单位：元/升）



资料来源：Wind资讯-商务部

企业掌控下的原料奶资源及地域分布是影响产品供给和产品品质的重要因素，原料奶价格决定了乳品加工企业的生产成本，而原料奶的品质安全和可控性是企业管控质量安全和消费者选择企业产品的关键因素之一，所以奶源建设是企业发展的重要投资。由于奶源的安全标准不断严格，奶牛养殖业逐步由散养向规模化的养殖模式转型，散户养殖模式受到一定抑制。从长远来看，散户大量退出、奶牛存栏量有所下降的情况属于奶牛养殖结构调整阶段，淘汰单产水平低、体弱多病牛也是导致奶牛存栏量下降的因素之一。随着养殖结构调整的推进，养殖方式更加合理集中，奶牛单产水平和养殖效益将会进一步提升。

竞争格局方面。从品牌检测来看，中国乳制品市场竞争激烈，伊利、蒙牛、光明位居中国乳制品企业前三名，合计的市场份额接近50%，前十大品牌的市场销售份额超过75%，行业集中度高，消费者品牌意识较强。三元食品、新希望乳业等企业分别在华东及华中、华北、西南等区域性市场拥有较强的品牌优势，处于区域龙头的地位。从近年来的发展趋势看，龙头乳业企业的收入增长普遍高于行业的平均增速，行业集中度有进一步提升的趋势。国内乳品企业主要的竞争对手来自新西兰，2008年10月1日起，中国与新西兰的自由贸易协定生效，关税逐步降低至完全取消，促进新西兰进口乳制品量的迅速上升，对中国奶粉市场产生重大影响，对国产奶粉市场造成冲击。

据国家统计局数据月报，2018年1-11月，全国规模以上乳制品企业589家，主营业务收入3085.5亿元，同比增长10.0%，利润总额220.6亿元，同比增长4.7%，销售收入利润率为7.2%。乳制品产量2394.8万吨，同比增长3.6%，其中液体乳产量2228.9万吨，同比增长3.5%，乳粉产量87.8万吨，同比增长-0.9%，婴幼儿配方乳粉产量约87.0万吨，同比增长7.0%。2018年，乳制品产量前5位的省区有：河北、内蒙古、山东、黑龙江、陕西，总产量占全国的43.6%。其中河北、黑龙江、山东、陕西4个省区处于正增长，其中黑龙江增长最高为15.99%；产量处于负增长的省区市有11个，其中内蒙古是负增长4.7%。

2. 行业关注

规模化养殖水平较低

由于规模化养殖牧场在牛群管理和饲料安全方面要求较严格，所产原料奶品质较高，因而自“三聚氰胺事件”以来，各大液态奶生产企业加大了自建牧场和从规模化牧场采购的比例，国内奶牛的规模化养殖程度有了一定的提升，但与新西兰、澳大利亚、美国等养殖大国相比仍存在很大差距。但另一方面，2014年以来，随着生鲜乳价格持续下降，奶牛价格也相应下跌，小规模养殖缺乏规模化效益，同时不断提高的牛奶质量标准以及整改要求进一步推高了养殖成本，乳制品企业也对原料奶质量要

求逐步提高，小规模养殖户面临的经营压力日益增加，促进了规模化养殖的发展。

进口乳品冲击国内乳品产业

据海关总署统计，2018年中国共计进口各类乳制品264万吨，同比增加6.7%，进口额101亿美元，约占国内乳制品销售收入的20%，同比增长14.3%；其中，进口干乳制品193万吨，同比增加9.2%，进口额91亿美元，同比增长15.7%；进口液态奶70万吨，同比增加0.3%，进口额10亿美元，同比增长2.9%。近年来，中国乳制品进口持续增长，已经成为全球最大的乳制品进口国，但出口增长相对缓慢，对外依存度逐渐加大。由于目前国内奶源供给难以覆盖需求，短期内，中国市场对乳品进口的依赖性将不会发生明显改变。

3. 行业政策

2016年10月，《婴幼儿乳粉产品配方注册管理办法》推出注册制，自2018年1月1日正式实施，规定单个企业原则上不得超过3个配方系列9种产品配方，从而调节行业供给端，目前市场上大量中小品牌和贴牌婴幼儿奶粉将淡出市场，国内婴幼儿奶粉品牌将有明显下降，品牌集中度进一步提升，有利于形成中国婴幼儿配方乳粉行业健康发展的新格局。

2018年2月，由中国农业科学院北京畜牧兽医研究所农业部奶及奶制品质量监督检验测试中心（北京）牵头主持的《食品安全国家标准生乳》、《食品安全国家标准巴氏杀菌乳》、《食品安全国家标准灭菌乳》及《食品安全国家标准复原乳检验方法》4项国家乳业新标准讨论稿对外公布，是中国目前实施的生乳国家标准制定后的首次修订，在生乳分级、加工工艺规范、奶产品包装标识等关键指标上提出了更高的要求，行业竞争也将集中在原奶供应方面，龙头企业的资源优势将进一步体现。

政策层面上看，食品安全事件爆发后，国家对乳制品行业的健康持续发展更为重视，提高了行业准入条件，对生乳收购生产和相关食品添加剂进一步作出规范，同时加大针对婴幼儿配方奶粉的安全控制力度。

4. 行业发展

2016年12月27日，农业部、国家发改委、工信部、商务部、食品药品监管总局联合印发《全国奶业发展规划（2016-2020年）》，指出当前中国奶业发展主要任务有优化区域布局，巩固发展东北和内蒙古产区、华北产区，稳步提高西部产区，积极开辟南方产区，稳定大城市周边产区；发展奶牛标准化规模养殖，提升奶业生产机械化、信息化、智能化水平；提升婴幼儿配方乳粉竞争力，鼓励研发适合中国婴幼儿的产品，培育具有国际影响力和竞争力的国产婴幼儿配方乳粉品牌；推动乳制品加工业发展，优化乳制品产品结构，鼓励企业兼并重组；加强乳品质量安全监管；加快推进产业一体化等。通过多方措施保证奶业快速健康发展。

中国拥有规模巨大的乳制品市场，近年来，居民收入水平和健康意识不断提升，同时，新型城镇化、放开“二孩”等政策实施，乳制品市场需求不断提升。中国政府积极推动原料奶生产的发展，出台鼓励建立和发展大型规模化乳牛养殖场的优惠政策和经济支持手段，对大型奶牛农场的扩展进行补助。随着行业兼并重组发生，国内奶源及进口奶源进一步被龙头企业整合，企业生产效益和安全水平提升，产业结构优化；在国家严格的安全监管制度之下，消费者信心有望逐步建立，但奶源进口依赖性短期内仍将存在。

六、基础素质分析

1. 产权状况

截至2019年3月底，公司注册资本为60.78亿元。公司前十名股东持股情况如下表所示，第一大股东为香港中央结算有限公司（持有公司14.55%的股权），前十大股东中潘刚、赵成霞、刘春海和胡利平均为公司高管（累计质押公司股票分别为1.91亿股、0.76亿股、0.75亿股

和0.71亿股，分别占其所持股份的80.76%、89.90%、89.55%和89.61%）；呼和浩特投资有限责任公司累计质押公司股票1.38亿股，占其所持股份的25.66%。公司无控股股东及实际控制人。

表 2　2019 年 3 月底前十名股东持股情况(单位：%)

股东名称	持股比例
香港中央结算有限公司	14.55
呼和浩特投资有限责任公司	8.86
潘刚	3.88
中国证券金融股份有限公司	3.00
阳光人寿保险股份有限公司-分红保险产品	1.80
赵成霞	1.38
刘春海	1.37
胡利平	1.31
招商银行股份有限公司-兴全合宜灵活配置混合型证券投资基金	1.20
阳光人寿保险股份有限公司-吉利两全保险产品	1.17

资料来源：Wind 资讯

2. 企业规模及竞争力

公司是中国乳制品行业的龙头，由荷兰合作银行发布的 2018 年度“全球乳业 20 强”榜单显示，公司继续蝉联亚洲第一，。2018 年，“BrandZ™最具价值中国品牌 100 强”榜单显示，“伊利”品牌再度蝉联最具价值中国品牌榜食品和乳品行业第一。凯度调研数据显示，截至 2018 年 12 月，公司常温液态类乳品的市场渗透率为 82.3%，较上年同期提升了 2.2 个百分点。2018 年，公司直控村级网点近 60.8 万家，较上年提升 14.7%，市场渗透能力逐年增强。

七、管理分析

根据公司于 2018 年 12 月 4 日发布的《关于董事会秘书辞职的公告》和公司于 2018 年 12 月 8 日发布的《关于聘任董事会秘书的公告》，胡利平先生因工作原因不再兼任公司董事会秘书职务，仍将继续担任公司董事、副总裁职务。经公司第九届董事会临时会议审议通过，公司董事会同意聘任邱向敏先生担任公司董事会秘书。

邱向敏先生，1975 年 7 月出生，汉族，大学本科学历；历任公司原奶事业部财务副总监、液态奶事业部财务副总监。现任公司总裁办公室副总监。

除上述人员变动外，跟踪期内，公司法人结构、管理制度和其他高级管理人员无重大变化。

八、重大事项

根据公司于 2019 年 4 月 9 日发布的《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的公告》（以下简称“公告”）和公司于 2019 年 4 月 17 日发布的《关于以集中竞价交易方式回购公司股份的回购报告书》（以下简称“报告书”），公司拟使用自有资金，以不超过人民币 35.00 元/股的价格回购公司 A 股股份，回购股份数量不低于 151953191 股（占公告发布日公司总股本 2.50%）且不超过 303906380 股（占公告发布日公司总股本 5.00%）（均包含本数）（简称“本次回购”）。本次回购股份相关议案已经公司第九届董事会临时会议审议通过，回购方案自董事会决议之日起生效，无需提交公司股东大会审议。本次回购的期限为自公司董事会审议通过回购方案之日起不超过 12 个月，本次回购的股份将用于实施股权激励。公司将根据证券市场变化确定股份回购的实际实施进度，若公司未能或未能全部实施上述用途，未使用部分将依法予以注销，公司注册资本将相应减少。回购股份的具体用途由董事会依据有关法律法规予以办理。本次回购的股份应当在披露回购结果暨股份变动公告后三年内转让或者注销。公司将根据回购方案实施期间股票市场价格的变化情况，结合公司经营状况进行回购。具体回购股份的数量以回购期满时实际回购的股份数量为准。

若本次回购方案全部实施完毕，按回购股份数量上限 303906380 股测算，回购股份比例约占公司总股本 6078127608 股的 5.00%。若回

购股份全部用于实施股权激励并锁定，或股权激励未实施并全部注销，则预计回购股份后公司股权的变动情况如下表所示：

表 3　预计回购股份后公司股权的变动情况

（单位：亿股、%）

股份类别	回购前		回购后（股权激励实施，全部股份对外转让）		回购后（股权激励未实施，全部股份注销）	
	股份数量	比例	股份数量	比例	股份数量	比例
总股本	60.78	100.00	60.78	100.00	57.74	100.00
无限售条件股	60.40	99.37	57.36	94.37	57.36	99.34
有限售条件股	0.38	0.63	3.42	5.63	0.38	0.66

资料来源：公司公告

注：上述变动情况暂未考虑其他因素影响，仅供参考，具体回购股份的数量以回购期满时实际回购的股份数量为准

若按照本次回购股份数量上限 303906380 股及回购价格上限 35.00 元/股计算，公司预计使用资金 106.37 亿元。根据截至 2018 年底的财务数据测算，本次回购股份耗用的资金占公司总资产和归属于上市公司股东的净资产的比例分别为 22.34%和 38.10%。

相关股东减持计划方面，根据公告和报告书，公司无控股股东，无实际控制人；截至 2019 年 4 月 8 日，除公司董事潘刚、刘春海、赵成霞、胡利平、闫俊荣及监事王晓刚、李建强可能因参与公司持股计划归属导致的股份增减之外，公司全体董事、监事、高级管理人员于未来 3 个月、未来 6 个月不存在减持本公司股份的计划；截至 2019 年 4 月 4 日，持股 5%以上的股东呼和浩特投资有限责任公司不存在未来 3 个月、未来 6 个月减持公司股票的计划。如有减持计划，呼和浩特投资有限责任公司将及时通知公司。

根据公告和报告书，本次回购方案的不确定风险包含以下几个方面：①回购期限内股票价格持续超出回购价格上限、回购股份所需资金未能及时到位等情形，致使回购方案无法按计划实施的风险；②若发生对公司股票交易价格产生重大影响的重大事项，或公司生产经营、财务情况、外部客观情况发生重大变化，或其他导致公司董事会决定终止本次回购方案的事项发生，则存在回购方案无法顺利实施或者根据相关规定变更或终止本次回购方案的风险；③公司本次回购的股份拟用于实施股权激励。若公司未能在法律法规规定的期限内实施上述用途，则存在启动未转让部分股份变更用途或注销程序的风险；④本次回购方案不代表公司将在二级市场回购公司股份的承诺，公司将在回购期限内根据市场情况择机做出回购决策并予以实施。

如出现相关风险导致公司本次回购方案无法实施，公司将依照法律法规及《公司章程》规定履行相应的审议和信息披露程序，择机修订或适时终止回购方案。

从回购方案对公司财务影响看，若公司全额实施回购，资金支出规模大，对公司整体流动性管理提出一定要求。目前公司货币资金充裕，整体债务负担很轻，财务弹性良好，经营获现能力强，整体财务情况为回购方案的实施提供了有利条件。同时，联合资信也关注到若出现短时间集中回购的情况，可能对公司短期流动性造成较大不利影响。

根据公司于 2019 年 5 月 7 日发布的《关于首次回购公司股份的公告》，公司于 2019 年 5 月 6 日通过上海证券交易所交易系统以集中竞价交易方式实施了首次股份回购，首次回购股份数量为 1546669 股，占公司总股本的比例为 0.0254%，已支付的总金额为 0.46 亿元人民币（不含交易费用）。联合资信将持续关注上述股份回购的进展。

九、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务仍以液体乳及乳制品制造业为主，其他业务主要包括担保、保理业务等类金融业务以及材料销售。2018年，随着公司经营规模的不断扩大以及产品结构升级，公司主营业务收入789.76亿元，同比增长16.92%。按细分产品来看，2018年，液体乳产

品收入656.79亿元，同比增长17.78%，占主营业务收入的83.16%，同比略有增长；冷饮产品系列收入49.97亿元，同比增长8.49%，占主营业务收入的6.33%，同比减少0.49个百分点；奶粉及奶制品收入80.45亿元，同比增长25.16%，主要受销量上升以及产品结构调整所致，收入占主营业务收入的10.19%，同比增加0.67个百分点；其他业务收入为2.55亿元，同比大幅下降，主要系公司本期出售原料奶业务量减少所致，占主营业务收入比重低。

毛利率方面，2018年，公司主营业务综合毛利率为37.82%，同比增加0.53个百分点；其中液体乳毛利率为35.21%，同比略有增加；冷饮产品系列毛利率45.06%，同比增加1.98个百分点，主要系公司调整产品结构，高端产品销售占比增加所致；奶粉及奶制品毛利率为54.78%，同比增加0.83个百分点；受本年出售原材料业务量下降影响，其他业务毛利率为33.33%，同比增加16.86个百分点。

表4　公司近年来主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

板块		2016 年			2017 年			2018 年		
		收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
液体乳及乳制品制造业	液体乳	495.22	82.11	35.96	557.66	82.56	35.17	656.79	83.16	35.21
	冷饮产品系列	41.94	6.95	43.05	46.06	6.82	43.08	49.97	6.33	45.06
	奶粉及奶制品	54.56	9.05	56.17	64.28	9.52	53.95	80.45	10.19	54.78
其他业务		11.40	1.89	18.07	7.47	1.11	16.47	2.55	0.32	33.33
合计		**603.12**	**100.00**	**37.94**	**675.47**	**100.00**	**37.29**	**789.76**	**100.00**	**37.82**

资料来源：公司提供
注：1. 其他业务包括担保、保理业务及销售材料等；2. 公司 2019 年一季度经营数据无法对外披露

跟踪期内，随着销售规模持续扩大及产品结构升级，公司收入规模持续增长，核心业务液体乳产品收入持续攀升，公司主业盈利能力强。

2. 液体乳及乳制品制造业

（1）采购情况

公司通过招标方式，对主要原辅材料进行集中采购，以提高公司的资金使用效率和议价能力。公司主要采购内容为原料奶和其他原辅料（其他原辅料即原料奶之外的重要生产材料）。2018 年，公司前五名供应商采购额 86.24 亿元，占年度采购总额 20.06%。

原料奶采购方面，公司主要通过资本或技术合作，以嵌入式服务的方式，充分发挥农业产业化龙头企业的带动示范作用，与奶源供应商建立利益共同体，稳定并增加奶源供给，满足乳品生产需求。目前原料奶的外部采购渠道包括 China Youran Dairy Holding Limited、大型牧业企业和社会奶源等。在原料奶质量管控上，公司建立了一套完整的质量管控和保障体系，通过提升供应商自主管理能力、质量保障能力，稳步提升原料奶质量水平。原料奶的账款结算方式为定期根据购买量进行银行电汇结算，账期一般为 15 日或 30 日。

其他原辅料的采购方面，公司其他原辅料中采购规模较大的为包材、瓦楞包装箱和乳粉，辅助材料因行业进入壁垒较低，供应商较多，同质化严重，对公司而言供应商选择范围大，更换成本低，因而具有较强的议价能力，保证了采购价格平稳。供应商款项款项结算方式为电汇或采取承兑汇票方式，账期有 25 天、30 天、60 天、90 天等。

（2）生产情况

公司主要产品包括：液体乳、奶粉及奶制品、冷饮产品系列。2018 年，公司液体乳（包括酸奶类产品）产销量分别为 810.71 万吨和 808.13 万吨，同比分别增长 11.88%和 11.18%；奶粉及奶制品产销量分别为 10.95 万吨和 10.90 万吨，同比分别增长 16.24%和 15.83%；冷饮产

品产销量分别为 39.85 万吨和 39.31 万吨，同比分别增长 4.48%和 2.69%。

表 5 近年来公司主要产品产销量情况

		2016 年	2017 年	2018 年
液体乳	产量（万吨）	661.59	724.60	810.71
	销量（万吨）	653.63	726.89	808.13
奶粉及奶制品	产量（万吨）	8.85	9.42	10.95
	销量（万吨）	8.44	9.41	10.90
冷饮产品	产量（万吨）	38.90	38.14	39.85
	销量（万吨）	38.67	38.28	39.31

资料来源：公司提供

（3）销售情况

公司采取经销与直营相结合的销售模式，实现渠道拓展目标和终端门店业务标准化、规范化管理。2018 年，公司经销模式实现营业收入 761.03 亿元，较上年同期增长 17.83%；直营模式实现营业收入 26.18 亿元，较上年同期增长 18.35%。跟踪期内，公司产品销售仍以经销模式为主。

公司探索新的渠道合作模式，通过推进电商平台、母婴店、便利店等渠道业务发展，带动销售增长。2018 年，公司电商业务收入较上年增长 61.00%；同期，尼尔森零研数据显示，在母婴渠道，公司的零售额较上年增长 32.00%；在便利店渠道，公司常温液态奶业务零售额市占份额较上年提高 3.70 个百分点。

公司采取渠道拓展与市场渗透“双管齐下”策略，通过开发空白网点、强化现有网点的维护，逐步提升终端掌控力。公司重点推动乡镇村市场开发，通过搭建乡镇村服务体系，以及构建全新的乡镇村业务发展模式，网点拓展数量和产品覆盖率有所提升。公司所服务的线下液态奶终端网点数量，2018 年底达到 175 万家，比上年同期增长 23.20%。

销售区域方面，公司主要销售区域为华北、华南及其他地区，结算方式为先款后货。公司利用大数据技术规划物流发运线路和仓储节点；通过与第三方物流服务商合作，借助信息技术平台和服务，及时为客户提供物流配送服务。2018 年，前五名客户销售额 27.01 亿元，占年度销售总额 3.40%。

表 6 公司销售区域分布（单位：亿元）

地区	2016 年	2017 年	2018 年
华北	186.86	201.13	238.51
华南	168.80	184.98	212.74
其他	240.48	281.90	335.95
合计	**596.14**	**668.00**	**787.21**

资料来源：公司提供

销售结算方式方面，目前公司主要采用预收货款的方式；按照商务政策规定以现金结算为主，部分使用银行承兑汇票方式结算。

分产品看，液体乳业务是公司的核心业务，在公司整体生产经营中处于绝对领先地位。跟踪期内，随着公司持续扩大销售规模，升级产品结构，公司液体乳销量持续增长，2018 年实现销量 808.13 万吨，同比增长 11.18%；实现收入 656.79 亿元，占公司主营业务收入比重为 83.16%。公司液体乳业务包括常温液体乳和低温液体乳两大类，分别由液态奶事业部和酸奶事业部组织生产、销售。

公司常温液体乳产品分为四大类：纯牛奶产品、常温酸奶产品、调制乳以及乳饮料产品。2018 年，公司常温液态奶业务零售市占份额为 36.80%。公司的低温液体乳产品包括低温酸奶和低温巴氏鲜奶。目前公司重点产品有“畅轻”、“每益添”、“Joyday”等。

公司的奶粉事业部主要组织奶粉及奶制品产品的生产、销售。2018 年，公司奶粉及奶制品销量为 10.90 万吨，同比增长 15.83%；实现收入 80.45 亿元，占公司主营业务收入比重 10.19%。目前公司针对婴幼儿、中老年人等不

同消费群体，推出“金领冠”、“托菲尔”、“培然”、“欣活”等子品牌奶粉产品，成人奶粉份额位居全行业第一。

公司的冷饮事业部组织冷饮产品的生产和销售。2018 年，公司冷饮产品系列的销量为 39.31 万吨，同比增长 2.69%；实现收入 49.97 亿元，占公司主营业务收入比重为 6.33%。冷饮产品主要为各种冰淇淋产品，目前为公司主营业务产品之一，产品包括“巧乐兹”、“甄稀”、“冰工厂”、“伊利牧场”、“妙趣”等重点品牌和其他基础产品，全面覆盖巧冰、奶冰、水冰、童趣等 品类。公司冷饮产品在国内市场份额连续 25 年排名第一。

3. 担保、保理业务及利息收入

公司该板块的经营主体为全资子内蒙古惠商融资担保有限公司（以下简称“惠商担保”）和惠商商业保理有限公司（以下简称“惠商保理”），除自有资金以外，2 家子公司的资金也部分源于公司提供的委托贷款。

惠商保理为公司产业链上下游合作伙伴提供高效率、低风险的融资及应收账款管理服务，有效解决客户的资金问题，提高公司产业链竞争力。截至 2019 年 3 月底，惠商保理的应收关联方款项为 8.53 亿元。截至 2018 年底，惠商保理的总资产为 27.95 亿元，净资产为 20.55 亿元；2018 年营业收入和净利润分别为 0.94 亿元和 0.30 亿元。

惠商担保的融资用途为上游供应商主要购买原材料、购置固定资产等，下游经销商全部用于购买公司产品。截至 2019 年 3 月底，代偿率为 0.18%。根据最新公告，截至 2019 年 3 月底，惠商担保累计对外担保总额 10.29 亿元（其中下游经销商担保总额为 9.42 亿元）；惠商担保的担保责任余额 10.47 亿元（其中下游担保余额为 9.28 亿元）；对外担保在保户数为 1150 户。截至 2019 年 3 月底，惠商担保总资产为 3.56 亿元，净资产为 3.43 亿元；2019 年 1-3 月，营业收入和利润总额分别为 0.02 亿元和 0.03 亿元。

4. 经营效率

2018 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 71.29 次、9.68 次和 1.64 次。总体看，跟踪期内公司经营效率较高。

5. 未来发展

（1）战略计划

公司将继续以“全球乳业 5 强”战略目标为指引，坚守“伊利即品质”信条，在贯彻“质量领先”战略的基础上，落实以下战略举措：①立足乳业核心业务，进军植物蛋白饮品、功能饮料等大健康产业，加速健康食品业务战略布局；②把握“一带一路”、乡村振兴、消费升级等重大发展机遇，聚焦全球优势资源，全力开拓海外市场；③从更好地满足消费者需求出发，升级与业务伙伴的关系，构建企业级生态圈；④紧跟科技发展和创新的趋势，持续推进公司数字化战略升级，系统打造更加智能和高效的运营能力；⑤整合全球优质资源，搭建汇聚全球精英力量的创新平台，打造享誉世界的健康食品品牌，成为具有世界影响力的全球性企业；⑥继续以“精益求精、追求卓越、不断超越自我”为要求，夯实公司基业长青的文化根基。

（2）在建项目

目前，公司主要在建项目计划总投资 153.56 亿元，截至 2018 年底，已累计投资 80.32 亿元。

表 7 截至 2018 年底公司主要在建项目情况

（单位：亿元、%）

项目	项目金额	项目进度	2018 年投入	累计投入	资金来源
液态奶项目	10.48	44.75	18.13	46.92	自有资金
奶粉项目	7.80	62.56	0.62	4.88	自有资金
冷饮项目	4.45	68.18	2.21	3.03	自有资金
酸奶项目	12.87	80.95	4.94	10.42	自有资金
其他项目	23.61	63.85	13.01	15.07	自有资金

合计	153.56	--	38.92	80.32	--

资料来源：公司年报

总体看，公司未来投资主要是乳品制造相关项目，资金需求尚可。

十、财务分析

公司提供的 2018 年财务报表经大华会计师和事务所（特殊普通合伙）审计，审计机构出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的 2019 年一季度财务报表未经审计。

2018 年，公司纳入合并报表范围的子公司 72 户，较上年新增 1 户，为新设子公司大庆伊利乳品有限责任公司；较上年减少 4 户，包括注销子公司大庆市伊利乳业有限责任公司和转让子公司安达伊利乳业有限责任公司、朔州伊利乳业有限责任公司、扎兰屯伊利乳业有限责任公司。2019 年 3 月底，公司纳入合并报表范围的子公司 74 户，较 2018 年增加 2 户。总体看，跟踪期内，公司合并范围变动不大，财务数据可比性较强。

根据公司于 2019 年 2 月 28 日发布的《关于会计政策变更的公告》（以下简称“变更公告”），经公司第九届董事会第六次会议和第九届监事会第六次会议审议通过，公司按照财政部修订并发布的《企业会计准则第 22 号-金融工具确认和计量》《企业会计准则第 23 号-金融资产转移》《企业会计准则第 247 号-套期会计》《企业会计准则第 37 号-金融工具列报》等四项金融工具相关会计准则（简称“新准则”）对原会计政策相关内容进行调整，并从 2019 年 1 月 1 日起开始执行。根据新准则中衔接规定相关要求，公司不对比较财务报表进行追溯调整，新旧准则转换累计影响结果仅对期初留存收益或其他综合收益进行调整。公司按照新准则修订的内容主要包括：金融资产分类变更为“以摊余成本计量的金融资产”“以公允价值计量且其变动计入其他综合收益的金融资产”及“以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产”三类。金融资产减值准备计提由“已发生损失法”改为“预期损失法”。套期会计方面扩大了符合条件的被套期项目和套期工具范围，以定性的套期有效性要求取代定量要求，引入套期关系“再平衡”机制；按金融工具披露要求相应调整。

截至2018年底，公司总资产476.06亿元，所有者权益合计280.37亿元（含少数股东权益1.22亿元）。2018年，公司营业总收入795.53亿元，利润总额75.78亿元。

截至2019年3月底，公司总资产524.58亿元，所有者权益合计264.36亿元（含少数股东权益1.26亿元）。2019年1-3月，公司营业总收入231.30亿元，利润总额27.28亿元。

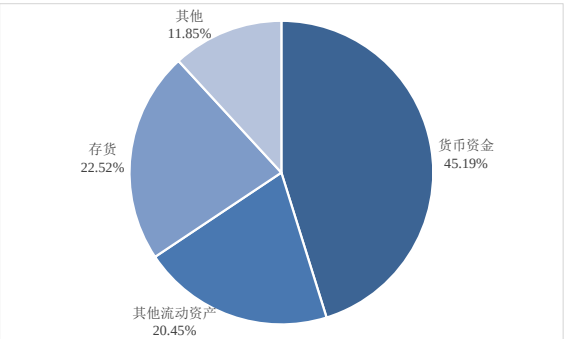
1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额 476.06 亿元，同比下降 3.44%；其中流动资产占 51.37%，非流动资产占 48.63%，流动资产比重同比下降 9.17 个百分点。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 244.55 亿元，同比下降 18.06%，主要来自货币资金的下降；流动资产主要由货币资金、存货和其他流动资产构成。

图 4　截至 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表

截至 2018 年底，公司货币资金为 110.51 亿元，同比下降 49.36%，主要系公司偿还短期借款以及在建项目投资支出增加所致。公司货币资金的构成以银行存款（占 94.45%）为主；

受限资金为3.46亿元，包括财务公司存放于中央银行法定存款准备金2.78亿元和子公司惠商担保为公司客户向银行贷款提供担保所存入银行的担保保证金0.68亿元。

截至2018年底，公司应收账款为11.01亿元，同比增长40.05%，主要系公司应收商超及电商的销货款增加所致；从构成看，按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款占99.98%，均采用余额百分比法计提坏账准备，计提比例为8.00%；单项金额不重大但单独计提坏账准备的应收账款占0.02%，计提比例为100%；按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款合计6.81亿元，占应收账款总额56.91%，集中度高，已计提坏账准备0.54亿元。

截至2018年底，公司预付款项为14.60亿元，同比增长22.41%，主要系广告营销款增长所致；从账龄看，公司预付款项主要集中在1年以内（占99.43%）；按预付对象归集的期末余额前五名的预付款合计10.63亿元，占预付账款总额72.82%，集中度高。

截至2018年底，公司存货为55.07亿元，同比增长18.69%，主要由原材料（占50.61%）和库存商品（占36.57%）构成，累计计跌价准备0.13亿元。

截至2018年底，公司其他流动资产为50.00亿元，同比大幅增长，主要系财务公司发生购买国债逆回购和质押式报价回购的同业业务所致；从构成看，主要包括买入返售金融资产（占62.60%）、子公司惠商保理为公司经销商和供应商提供应收账款保理业务形成的应收保理款（占13.80%）、待抵扣进项税（占10.02%）和财务公司和内蒙古惠商互联网小额贷款有限公司（以下简称“惠商小贷”）为公司的经销商和供应商发放的短期贷款（占8.14%）。

非流动资产

截至2018年底，公司非流动资产为231.51亿元，同比增长19.00%，主要由固定资产（占63.44%）和在建工程（占11.56%）构成。

截至2018年底，公司可供出售金融资产8.31亿元，同比增长27.49%；从构成看，按公允价值计量的可供出售权益工具3.28亿元，同比大幅增长；按成本计量的可供出售权益工具5.03亿元，同比下降17.27%，主要为对中信产业投资基金管理有限公司的投资1.22亿元和对国开博裕一期（上海）股权投资合伙企业的投资1.78亿元；公司可供出售金融资产共计提减值准备35.00万元。

截至2018年底，公司长期股权投资为19.09亿元，同比增长8.17%，主要系对Youran的长期股权投资确认的投资损益以及其他收益增加所致；从构成看，公司长期股权投资以对Youran的投资（占89.05%）为主。

截至2018年底，公司固定资产为146.88亿元，同比增长10.80%，主要系液态奶项目由在建工程转入固定资产所致；其中机器设备在建工程转入固定资产23.13亿元，房屋及建筑物在建工程转入固定资产6.57亿元；从构成看，主要由厂房及建筑物（占37.45%）和机器设备（占57.97%）构成；公司累计计提固定资产折旧97.78亿元，计提资产减值准备0.27亿元。

截至2018年底，公司在建工程26.76亿元，同比增长41.76%，主要系北京商务运营中心在建项目增长所致；从构成看，主要由其他项目（占53.33%）和液态奶项目（占29.22%）构成，其中其他项目主要为北京商务运营中心项目。

截至2018年底，公司无形资产6.39亿元，同比增长24.28%，增长主要来自软件资料及开发；从构成看，主要为土地使用权（占67.29%）和软件资料及开发（占30.05%）；公司累计计提无形资产摊销2.28亿元，未计提资产减值准备。

截至2018年底，公司其他非流动资产17.18亿元，同比增长137.04%，主要系公司本期预付的工程和设备款增加，以及子公司惠商保理应收保理款增加所致；从构成看，主要包括预付工程设备款（占55.53%）、子公司惠商保理为公司供应商提供远期保理业务形成的应收保理款（占34.83%）和子公司惠商小贷为公司的

供应商发放的中长期贷款（占 9.64%）。

截至2018年末，公司海外资产总额为83.73亿元，占公司总资产的17.59%。公司境外经营实体主要为在新西兰的全资子公司 Oceania Dairy Limited（经营地为新西兰，记账本位币为新西兰元），记账本位币依据境外经营实体的主要经济环境决定，2018 年度未发生变化。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 524.58 亿元，较 2018 年底增长 10.19%，流动资产占 52.30%，非流动资产占 47.70%。受会计政策变更影响，公司可供出售金融资产规模较 2018 年底大幅下降，交易性金融资产和其他权益工具投资规模较 2018 年底大幅提升至 2.91 亿元和 11.83 亿元。除上述科目变动之外，截至 2019 年3月底，公司应收票据和应收账款分别为3.43亿元和 14.06 亿元，较 2018 年底分别增长 89.63%和 27.71%，主要系公司应收商超及电商的销货款增加，以及经销商使用银行承兑汇票结算的销售业务增加所致；预付款项为 21.96 亿元，较 2018 年底增长 50.43%，主要系预付的材料款和广告营销款增加所致；其他流动资产为 60.89 亿元，较 2018 年底增长 21.76%，主要系本期买入返售金融资产增加所致；其他非流动资产为 32.38 亿元，较 2018 年底增长 88.44%，主要系公司预付工程和设备款增加所致；其他科目较 2018 年底变化不大。

跟踪期内，公司资产规模波动增长，受限资产规模较小，货币资金充裕。受财务公司开展同业业务以及惠商保理保理业务增加影响，其他流动资产和其他非流动资产快速增长。公司整体资产质量及流动性好。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益（含少数股东权益 1.22 亿元）为 280.37 亿元，同比增长 10.20%，增长主要来自未分配利润、盈余公积和其他综合收益；从构成看，归属母公司的所有者权益中实收资本占 21.77%、资本公积占 10.18%、其他综合收益占 1.34%、盈余公积占 10.91%、未分配利润占 56.14%；其中其他综合收益为 3.75 亿元，同比增幅较大（截至 2017 年底为-0.71 亿元）主要系本期人民币对美元汇率下降导致以美元作为记账本位币的子公司产生外币报表折算差额增加所致；盈余公积为 30.46 亿元，同比增长 25.72%，增长全部来自法定盈余公积；未分配利润为 156.73 亿元，同比增长 11.08%。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益（含少数股东权益 1.26 亿元）合计为 264.36 亿元，较 2018 年底下降 5.71%，下降主要来自未分配利润；归属于母公司权益为 263.10 亿元，其中实收资本占 23.10%、资本公积占 10.83%、盈余公积占 11.58%、未分配利润占 52.56%；其中其他综合收益 6.01 亿元，较 2018 年底增长 60.11%，主要系会计政策变更所致。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益稳步增长，稳定性尚可。

负债

截至 2018 年底，公司负债规模为 195.69 亿元，同比下降 18.67%，下降主要来自流动负债；从结构看，流动负债和非流动负债分别占 97.97%和 2.03%，流动负债比重同比减少 1.16 个百分点。

截至 2018 年底，公司流动负债为 191.71 亿元，同比下降 19.62%；从构成看，主要由应付账款（占 46.11%）、预收款项（占 22.96%）和应付职工薪酬（占 13.11%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款为 15.23 亿元，同比下降 80.62%，主要系公司偿还到期银行借款所致；从构成看，主要为信用借款（占 98.49%）。

截至 2018 年底，公司应付账款为 88.39 亿元，同比增长 21.86%，主要系随着公司业务规模的不断拓展，应付原辅材料等货款和营销及运输费用增加所致；从构成看，主要为原辅材料等货款（占 55.03%）和营销及运输费（占 29.68%）。

截至 2018 年底，公司预收款项 44.01 亿元，同比增长 6.67%，主要为预收经销商货款。

截至 2018 年底，公司其他应付款 11.17 亿元，同比下降 11.97%，下降主要来自限制性股票回购义务；从构成看，主要由押金及保证金（占 83.44%）构成。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 3.98 亿元，同比增长 89.16%，增长主要来自递延所得税负债；从构成看，主要由递延收益（占 39.76%）、递延所得税负债（占 26.60%）和长期应付款（占 33.57%）构成。

截至 2018 年底，公司长期应付款 1.34 亿元，同比增长 108.73%，主要系子公司惠商保理新增乳业产业扶贫项目委托资金以及应付融资租赁款增长所致；从构成看，应付融资租赁款 1.17 亿元，乳业产业扶贫项目委托资金 0.50 亿元，一年内到期的长期应付款 0.33 亿元。

截至 2018 年底，公司新增递延所得税负债 1.06 亿元，主要系公司本期一次性税前扣除固定资产以及可供出售金融资产公允价值增加使得计提的递延所得税负债增加所致。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 260.21 亿元，较 2018 年底增长 32.97%，来自应付股利和其他流动负债；其中，短期借款为 2.00 亿元，较 2018 年底下降 86.87%；应付票据和应付账款分别为 1.20 亿元和 96.35 亿元，分别较 2018 年底下降 56.48%和增长 9.01%；预收款项为 29.58 亿元，较 2018 年底下降 32.80%，主要系公司预收经销商产品减少所致；应付股利为 43.47 亿元，较 2018 年底大幅增长，主要系公司 2018 年度利润分配预案通过股东大会审批，以方案实施前的公司总股本 60.78 亿股为基数，每股派发现金红利 0.70 元（含税），共计派发现金红利 42.55 亿元所致；其他流动负债为 30.13 亿元，较 2018 年底增长 88.44%，主要为公司于 2019 年 1 月发行额度为 5.00 亿元的超短期融资券“19 伊利实业 SCP001”（期限为 270 天）以及公司于 2019 年 3 月发行额度为 25.00 亿元的超短期融资券“19 伊利实业 SCP002”（期限为 270 天）；应付债券为 5.00 亿元，为公司于 2019 年 1 月发行的 5.00 亿元中期票据“19 伊利实业 MTN001”（期限为 3 年）；其他科目较 2018 年底变化不大。

从有息债务来看，截至2018年底，公司全部债务[1]为15.73亿元，同比下降79.99%，主要系公司本期偿还短期借款所致；从构成看，短期债务占96.82%，仍以短期债务为主。从债务指标看，长期债务资本化比率为0.18%，全部债务资本化比率和资产负债率分别为5.31%和41.11%，同比分别减少18.29个百分点和7.70个百分点。截至2019年3月底，公司有息债务合计37.52亿元，较2018年底增幅较大，主要系公司当期发行两期额度合计30.00亿元的超短期融资券和额度为5.00亿元的中期票据所致；从构成看，短期债务占85.34%，长期债务占14.66%，仍以短期债务为主；从债务指标来看，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49.60%、12.43%和2.04%，较2018年底分别增加8.50个百分点、7.12个百分点和1.86个百分点。

跟踪期内，公司负债以流动负债为主，有息债务规模大幅收缩，期限仍以短期债务为主，整体债务负担轻。

3. 盈利能力

2018 年，公司实现营业总收入 795.53 亿元，同比增长 16.89%；营业成本为 491.06 亿元，同比增长 15.92%；营业利润率为 37.61%，同比增加 0.61 个百分点。

期间费用方面，2018 年，公司期间费用为 231.19 亿元，同比增长 21.98%，占营业总收入的 29.06%，占比同比增加 1.21 个百分点。公司期间费用以销售费用为主，2018 年为 197.73 亿元，同比增长 27.39%，主要由于市场竞争激烈，公司投入的广告营销费用以及装卸运输费增加所致。2018 年，公司财务费用为-0.60 亿元，2017

[1]公司应付票据和一年内到期的非流动负债不产生利息费用，长期借款为无息财政借款，均不计入有息债务指标核算。

年为 1.13 亿元，主要本期借款减少使得利息支出减少和银行存款利息收入增加所致。整体看，公司期间费用占营业总收入比重较高，对利润形成有一定影响。

2018 年，公司投资收益为 2.61 亿元，同比增长 93.73%，主要系本期公司联营企业 Youran 的净利润增加使得确认投资收益增加所致；从构成看，主要为权益法下确认的长期投资收益 1.44 亿元和可供出售金融资产等取得的投资收益 1.16 亿元。

2018 年，公司资产减值损失 0.76 亿元，同比增长 49.45%，主要系本期应收账款及应收票据规模增加使得计提坏账损失增加所致；从构成看，主要为坏账损失 0.42 亿元和存货跌价损失 0.11 亿元。

2018 年，公司实现其他收益 7.47 亿元，同比略有下降，全部为与经营相关的政府补助，公司获得的政府补助主要为投资建厂时当地政府按承诺扶持条件给予公司的扶持资金，该类补助不是按照国家统一标准定额或定量享受的政府补助，具有不确定性、各期收到补助金额不均衡的特点；资产处置收益为-0.38 亿元，主要为固定资产处置收益，系公司本期处置机器设备亏损增加所致；营业外收入为 0.35 亿元，同比下降 59.32%，主要为经批准无法支付的应付款项；营业外支出为 1.48 亿元，同比增长 16.06%，其中对外捐赠占比较大。

2018 年，公司实现利润总额 75.78 亿元，同比增长 7.12%。从盈利能力指标看，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 22.21%和 23.01%，同比分别增加 3.57 个百分点和减少 0.58 个百分点，公司主业盈利能力强。

2019 年 1-3 月，公司实现营业总收入 231.30 亿元，同比增长 17.10%；营业成本为 138.58 亿元，同比增长 15.68%；期间费用合计 64.97 亿元，同比增长 22.81%；投资收益和其他收益（与经营相关的政府补助）分别为 0.56 亿元和 0.78 亿元，同比分别下降 22.57%和 30.04%；公司实现利润总额 27.28 亿元，同比增长 9.08%；营业利润率为 39.36%，较 2018 年增加 0.74 个百分点。

跟踪期内，公司营业总收入持续增长，主业盈利能力强；期间费用增长较快，对利润有一定影响，投资收益、其他收益等非经常性损益对公司利润形成一定补充。

4. 现金流及保障

从经营活动来看，2018 年，公司经营活动现金流入 914.69 亿元，同比增长 18.00%，主要为销售商品、提供劳务收到的现金 892.70 亿元，同比增长 17.93%；收到其他与经营活动有关的现金 16.33 亿元，主要为政府补助；收取利息、手续费及佣金的现金 5.66 亿元，同比增长 50.46%，主要系财务公司利息收入增加以及应收利息到期收回款项所致。2018 年，公司经营活动现金流出 828.45 亿元，同比增长 17.50%，主要为购买商品、接受劳务支付的现金 702.46 亿元，同比增长 21.25%；存放中央银行和同业款项净增加额-7.32 亿元，同比由正转负（2017 年为 5.78 亿元），主要系财务公司本期交存的法定存款准备金减少所致；支付其他与经营活动有关的现金 14.54 亿元，同比增长 4.15%，主要为押金、保证金和差旅费等。2018 年，公司经营活动现金流量净额为 86.25 亿元，同比增长 23.10%。从现金收入实现质量来看，2018 年，公司现金收入比为 112.21%，同比变化不大，收入实现质量好。

从投资活动来看，2018 年，公司投资活动现金流入为 16.12 亿元，同比大幅增长，主要为收回投资收到的现金 14.49 亿元，同比大幅增长，主要系公司本期赎回理财产品和收回可供出售金融资产所致。2018 年，公司投资活动现金流出为 69.86 亿元，同比增长 105.70%；其中购建固定资产、无形资产等支付的现金 50.91 亿元，同比增长 51.90%；投资支付的现金 16.25 亿元，同比大幅增长，主要系公司购买理财产品所致；新增支付其他与投资活动有关的现金 2.71 亿元，主要为财务公司本期发生质押式报

价回购业务所致。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额-53.74 亿元，仍呈净流出趋势（2017 年为-31.17 亿元）。

从筹资活动来看，2018 年，公司筹资活动现金流入为 50.01 亿元，同比下降 42.37%；其中取得借款收到的现金 49.83 亿元，同比下降 41.10%；吸收投资收到的现金 0.18 亿元，同比下降 91.73%，主要系 2017 年公司向股权激励对象发行限制性股票收到现金，而本期未发生所致。2018 年，公司筹资活动现金流出 157.50 亿元，同比大幅增长；其中偿还债务支付的现金 113.20 亿元，同比大幅增长；分配股利、利润或偿付利息支付现金 43.93 亿元，同比增长 14.23%；支付其他与筹资活动有关的现金 0.37 亿元，同比增长 26.93%，主要为融资租赁款。2018 年，筹资活动产生的现金流量净额为-107.49 亿元，较 2017 年由净流入转为净流出（2017 年底为 40.53 亿元）。

2019年1-3月，公司经营活动产生的现金流量净额为13.50亿元，；投资活动产生的现金流量净额为-17.33亿元，其中投资活动现金流出22.32亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金21.95亿元为主，系公司新建项目以及项目改造支付的现金增加所致。同期，公司筹资活动产生的现金流量净额为24.40亿元，其中筹资活动现金流入37.88亿元，主要为发行债券收到的现金35.00亿元；筹资活动现金流出13.48亿元，主要为偿还债务支付的现金13.23亿元。

跟踪期内，公司经营活动现金流入保持较大规模，收入实现质量及经营获现能力良好；受在建项目以及项目改造投入增加影响，公司投资活动现金流持续净流出；受偿还债务影响，公司筹资活动现金流量净额由流入转为流出，但公司经营活动产生的现金流量净额能够覆盖公司投资性资本支出，目前筹资压力较小。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2018 年底，公司的流动比率和速动比率分别为 127.57%和 98.84%，同比分别增加 2.43 个百分点和减少 6.85 个百分点。截至 2019 年 3 月底，上述指标分别为 109.75%和 88.60%，较 2018 年底分别减少 17.82 个百分点和 10.24 个百分点。从现金流对短期债务保障程度来看，2018 年，公司经营现金流动负债比为 44.99%，同比增加 15.61 个百分点。整体看，公司货币资金充裕，经营活动获现能力良好，短期偿债能力很强。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 为 93.18 亿元，同比增长 6.76%；同期，公司全部债务/EBITDA 为 0.17 倍；EBITDA 利息倍数为 70.80 倍。总体看，公司长期偿债能力很强。

截至 2019 年 3 月底，除惠商担保业务外，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得各银行授信额度 333.60 亿元，未使用授信额度 316.88 亿元，公司间接融资渠道畅通。同时，公司为上市公司，直接融资渠道畅通。

6. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额 382.94 亿元，同比下降 5.67%，其中流动资产 97.16 亿元，非流动资产 285.78 亿元，资产结构以非流动资产为主。母公司流动资产主要为货币资金 30.06 亿元、预付款项 20.09 亿元和存货 21.08 亿元；应收账款为 10.58 亿元，同比增长 42.65%，计提坏账准备 0.34 亿元，主要为采用余额百分比法计提坏账准备的应收电商及商超的货款，应收账款前五名占比 57.66%，集中度高；其他流动资产为 12.24 亿元，同比大幅增长。母公司非流动资产主要为长期股权投资 251.93 亿元，同比增长 10.10%，主要为对子公司的投资 233.12 亿元；固定资产和在建工程分别为 12.21 亿元和 13.93 亿元。

截至 2018 年底，母公司负债合计 184.20 亿元，同比下降 19.49%，其中流动负债 183.56 亿元，非流动负债 0.64 亿元，以流动负债为主。

母公司流动负债应付票据及应付账款和预收款项为主，分别为 93.88 亿元和 43.91 亿元，同比分别增长 9.42%和 6.66%；短期借款为 13.00 亿元，同比下降 80.09%。母公司非流动负债以递延收益-非流动负债为主，为 0.63 亿元。2018 年底，母公司有息债务 13.00 亿元，同比下降 80.09%；资产负债率为 48.10%，同比下降 8.26 个百分点。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 198.74 亿元，同比增长 12.17%，主要来自未分配利润的增长；其中实收资本占 30.58%、资本公积占 13.78%、盈余公积占 15.33%、未分配利润占 40.81%。

盈利能力方面，2018 年，母公司营业收入 803.89 亿元，同比增长 17.76%；营业成本 591.14 亿元，同比增长 16.23%；期间费用合计 184.53 亿元，同比增长 27.21%，主要以销售费用 168.73 亿元为主；投资收益为 36.98 亿元，同比增长 33.96%，主要为成本法核算的长期股权投资收益 34.80 亿元；其他收益为 4.85 亿元，主要为政府补助。2018 年，母公司实现利润总额 65.80 亿元，同比增长 13.62%；营业利润率为 26.10%，同比增加 1.02 个百分点。

2018 年，母公司经营活动产生的现金流量净额 22.77 亿元，同比下降 31.74%，其中经营活动现金流入 909.88 亿元，同比增长 17.27%，以销售商品、提供劳务收到的现金为主。母公司投资活动产生的现金流量净额-3.99 亿元，同比由净流入转为净流出（2017 年为 12.28 亿元），其中购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金和投资支付的现金分别为 14.04 亿元和 34.37 亿元，同比均大幅增长。母公司筹资活动产生的现金流量净额为-95.82 亿元，同比由净流入转为净流出（2017 年为 29.37 亿元）；其中筹资活动现金流入 42.00 亿元，同比下降 41.09%，全部为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出 137.82 亿元，同比大幅增长，主要为偿还债务支付的现金 94.30 亿元。

总体看，母公司有息债务规模可控，盈利能力强。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码为：G1015010100010590U），截至 2019 年 5 月 15 日，公司无未结清的不良信贷记录；已结清的款项中包含 15 笔关注类流动资金贷款，合计金额为 30.53 亿元，均已正常回收；根据中国农业银行股份有限公司呼和浩特青城支行（以下简称“农业银行青城支行”）于 2017 年 7 月 10 日出具的《关于对内蒙古伊利实业集团股份有限公司征信报告相关内容的情况说明》，公司《企业征信报告》中已结清贷款信息中的关注类贷款产生原因主要受三聚氰胺事件影响，导致银行在对公司进行信贷资产分类时，将贷款分类由正常类下调至关注类。

整体看，公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司作为中国乳制品行业龙头，在品牌知名度、市场渗透率、渠道建设、技术研发水平及产品品类等方面具有明显的优势与竞争力。

总体看，公司抗风险能力极强。

十一、存续债券偿债能力分析

截止本报告出具日，公司存续债券包括公司于 2019 年 1 月发行的 5.00 亿元中期票据“19 伊利实业 MTN001”（期限为 3 年）、公司于 2019 年 1 月发行的 5.00 亿元超短期融资券“19 伊利实业 SCP001”（期限为 270 天）、公司于 2019 年 3 月发行的 25.00 亿元超短期融资券“19 伊利实业 SCP002”（期限为 270 天）和公司于 2019 年 5 月发行的 30.00 亿元超短期融资券“19 伊利实业 SCP003”（期限为 143 天）。

截至本报告出具日，公司一年内到期的债券为“19 伊利实业 SCP001”、“19 伊利实业 SCP002”和“19 伊利实业 SCP003”，合计金额 60.00 亿元。截至 2018 年底和 2019 年 3 月底，公司剔除受限后现金类资产规模分别为 108.87

亿元和 119.23 亿元，分别为一年内到期债券余额的 1.81 倍和 1.99 倍。公司现金类资产对一年内到期债券的保障能力较强。

截至本报告出具日，公司应付债券余额合计 65.00 亿元。2018 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入和经营活动现金净流量分别为 93.18 亿元、914.69 亿元和 86.25 亿元，分别为公司存续债券余额的 1.43 倍、14.07 倍和 1.33 倍，公司 EBITDA 和经营活动现金净流量对存续期内债券的保障能力较强。

表8　公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项 目	2018 年
一年内到期债券余额	60.00
现金类资产/一年内到期债券余额	1.81
经营活动现金流入/应付债券余额	14.07
经营活动现金净流量/应付债券余额	1.33
EBITDA/应付债券余额	1.43

资料来源：联合资信整理

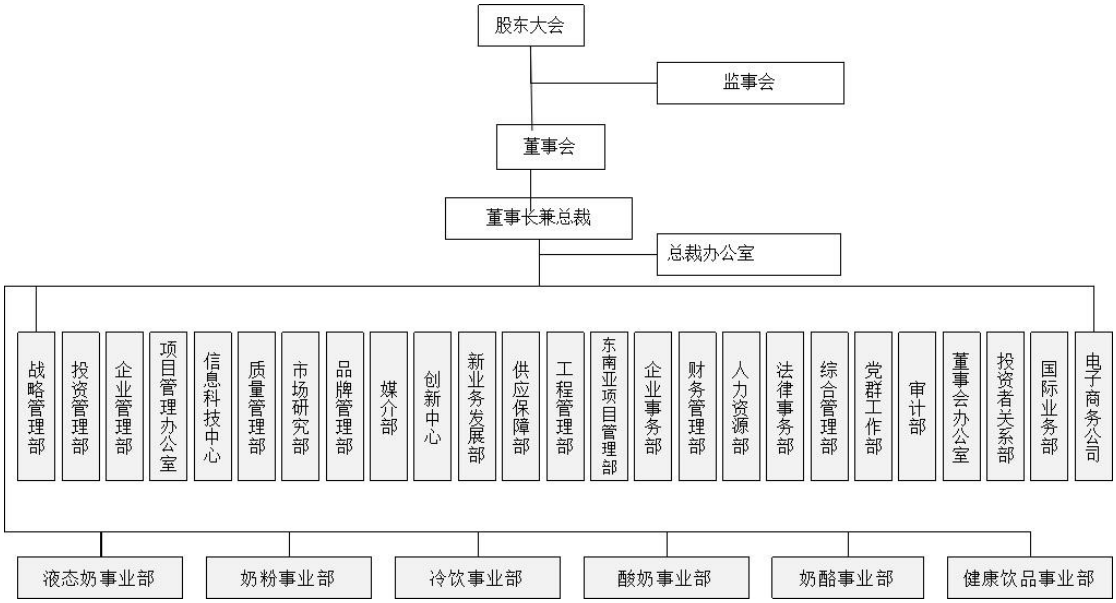
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，“19 伊利实业 MTN001”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司前十名股东持股情况

股东名称	持股比例（%）
香港中央结算有限公司	14.55
呼和浩特投资有限责任公司	8.86
潘刚	3.88
中国证券金融股份有限公司	3.00
阳光人寿保险股份有限公司-分红保险产品	1.80
赵成霞	1.38
刘春海	1.37
胡利平	1.31
招商银行股份有限公司-兴全合宜灵活配置混合型证券投资基金	1.20
阳光人寿保险股份有限公司-吉利两全保险产品	1.17

附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	139.38	219.87	112.33	123.06
资产总额(亿元)	392.62	493.00	476.06	524.58
所有者权益(亿元)	232.36	254.42	280.37	264.36
短期债务(亿元)	1.50	78.60	15.23	32.02
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.50	5.50
全部债务(亿元)	1.50	78.60	15.73	37.52
营业收入(亿元)	606.09	680.58	795.53	231.30
利润总额(亿元)	66.32	70.74	75.78	27.28
EBITDA(亿元)	82.85	87.28	93.18	--
经营性净现金流(亿元)	128.17	70.06	86.25	13.50
财务指标				
销售债权周转次数(次)	86.22	83.19	71.29	--
存货周转次数(次)	8.33	9.45	9.68	--
总资产周转次数(次)	1.54	1.54	1.64	--
现金收入比(%)	111.56	111.23	112.21	104.96
营业利润率(%)	37.55	37.00	37.61	39.36
总资本收益率(%)	24.42	18.64	22.21	--
净资产收益率(%)	24.40	23.59	23.01	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.18	2.04
全部债务资本化比率(%)	0.64	23.60	5.31	12.43
资产负债率(%)	40.82	48.80	41.11	49.60
流动比率(%)	135.45	125.14	127.57	109.75
速动比率(%)	106.44	105.68	98.84	88.60
经营现金流动负债比(%)	85.98	29.38	44.99	--
EBITDA 利息倍数(倍)	201.45	41.58	70.80	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.02	0.90	0.17	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；公司应付票据和一年内到期的非流动负债不产生利息费用，长期借款为无息财政借款，均不计入有息债务指标核算

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（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%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

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

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