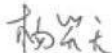


新希望乳业股份有限公司

公开发行 A 股可转换公司债券信用评级报告

项目负责人：刘翌晨 ychliu@ccxi.com.cn 

项目组成员：杨笑天 xtyang@ccxi.com.cn 

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2020 年 06 月 19 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]2100D 号

新希望乳业股份有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“新希望乳业股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望稳定；本期可转换公司债券的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年六月十九日



发行要素

发行主体	本期规模	发行期限	转股期限	偿还方式	发行目的
新希望乳业股份有限公司	不超过 7.18 亿元 (含 7.18 亿元)	不超过 6 年	可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转债到期之日	每年付息一次, 到期一次还本付息	收购寰美乳业 40% 股权项目及补充流动资金

评级观点: 中诚信国际评定新希望乳业股份有限公司(以下简称“新乳业”或“公司”)主体信用等级为 AA, 评级展望为稳定; 评定“新希望乳业股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券”的信用等级为 AA。中诚信国际肯定了公司具备较强的区域竞争实力、近年来业务规模稳健增长、获得一定外部支持、拥有丰富成功的并购整合经验以及良好的银企关系和畅通的直接融资渠道等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时, 中诚信国际关注到市场竞争风险加剧、新冠肺炎疫情对公司造成一定的不利影响、面临一定整合管理风险、财务杠杆比例较高以及债务结构有待改善等因素对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

新乳业(合并口径)	2017	2018	2019	2020.3
总资产(亿元)	43.81	42.41	53.64	53.20
所有者权益合计(亿元)	13.10	15.42	20.56	17.98
总负债(亿元)	30.71	26.99	33.08	35.22
总债务(亿元)	18.73	15.74	20.67	28.07
营业总收入(亿元)	44.22	49.72	56.75	10.55
净利润(亿元)	2.16	2.47	2.51	-0.27
EBIT(亿元)	3.03	3.37	3.32	--
EBITDA(亿元)	5.61	6.20	6.53	--
经营活动净现金流(亿元)	4.88	4.37	6.35	-1.60
营业毛利率(%)	34.72	33.85	33.11	31.86
总资产收益率(%)	6.91	7.95	6.19	--
资产负债率(%)	70.10	63.64	61.66	66.20
总资本化比率(%)	58.85	50.51	50.13	60.96
总债务/EBITDA(X)	3.34	2.54	3.16	--
EBITDA 利息倍数(X)	8.66	9.11	9.84	--

注: 中诚信国际根据 2017 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理。

正面

■ **具备较强的区域竞争实力, 近年来业务规模稳健增长。** 公司为立足西南、辐射全国的区域型领先乳制品供应商。公司坚持“鲜战略”, 在低温乳制品领域竞争力较强, 在四川、云南、河北、浙江等地拥有较高的市场占有率和较强的竞争优势。近年来, 公司不断完善其“产供销”体系, 业务规模稳健增长。

■ **经营发展享有一定的外部支持。** 公司享有国家政策规定的对农牧企业在税收减免、融资等方面的一系列优惠政策。公司实际控制人除拥有公司外, 还拥有新希望集团有限公司(以下简称“新希望集团”)等大型企业, 具有较大的产业规模和一定的金融及社会资源, 对公司经营发展可提供一定支持。

■ **拥有丰富成功的并购整合经验。** 经过多年实践总结, 公司已具备丰富成功的并购整合经验。未来, 公司若继续通过并购等方式进行外延扩张, 其丰富成功的整合经验有助于公司实现进一步快速成长。

■ **良好的银企关系和畅通的直接融资渠道。** 公司银企关系良好, 授信额度较为充足; 此外, 公司于 2019 年上市成功, 直接融资渠道畅通。

关注

■ **市场竞争风险加剧。** 近年来, 随着人均收入的提升, 低温乳制品受到消费者的青睐, 市场规模增速较快。各乳企在低温乳

制品领域加大了资本投入、产品创新和营销推广力度, 公司面临更趋激烈的市场竞争。

■ **新冠肺炎疫情对公司造成一定的不利影响。** 2020 年以来, 受新冠肺炎疫情影响, 公司产品销售受阻, 营业收入及盈利水平较同期有所下降。中诚信国际将对公司未来的销售情况保持持续关注。

■ **面临一定整合管理风险。** 尽管公司拥有较好的整合方法与经验, 但由于整合项目存在差异性, 公司仍面临资源整合不善的风险。

■ **财务杠杆比例较高, 债务结构有待改善。** 公司维持较大规模的资本开支使得财务杠杆处于较高水平, 同时短期债务占比较高, 债务结构有待改善。

评级展望

中诚信国际认为, 新希望乳业股份公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。** 业务规模显著扩张, 盈利能力提升且具有持续性; 资本实力显著增强; 财务杠杆水平大幅降低。

■ **可能触发评级下调因素。** 出现食品安全问题; 业务规模大幅萎缩, 盈利及获现能力大幅弱化; 债务规模大幅攀升, 偿债能力下降。

同行业比较

2019 年部分乳制品企业主要指标对比表						
公司名称	产品销量	资产总额 (亿元)	资产负债率 (%)	总资本化比率 (%)	营业总收入 (亿元)	净利润 (亿元)
伊利股份	液体乳 875.83 万吨；奶粉及奶制品 18.15 万吨；冷饮产品 441.01 万吨	604.61	56.54	28.19	902.23	69.51
中国蒙牛	乳制品 807.79 万吨	785.37	57.54	41.31	790.30	42.96
光明乳业	鲜奶 31.93 万吨；酸奶 66.02 万吨；奶粉 18.82 万吨；原奶 41.89 万吨	176.37	57.95	28.60	225.63	6.82
新乳业	低温奶 31.19 万吨；常温奶 29.19 万吨	53.64	61.66	50.13	56.75	2.51

注：“伊利股份”为“内蒙古伊利实业集团股份有限公司”简称；“中国蒙牛”为“中国蒙牛乳业有限公司”简称；“光明乳业”为“光明乳业股份有限公司”简称。

资料来源：公开信息，中诚信国际整理

发行主体概况

公司前身系由新希望集团于 2006 年出资设立的新希望乳业控股有限公司。2015 年 3 月，新希望集团以 6.18 亿元将公司 100%股权转让给 Universal Dairy Limited（以下简称“UDL”）。2016 年 11 月，公司实施整体改制。2019 年 1 月 25 日，公司在深圳证券交易所挂牌上市（证券代码：002946.SZ）。

截至 2020 年 3 月末，公司总股本为 8.54 亿元，控股股东为 UDL，其持有公司股权比例为 65.60%，UDL 实际控制人为自然人 Liu Chang，系刘永好先生之女；刘永好先生通过新希望投资集团有限公司持有公司 15.74%的股份。根据双方一致行动协议的约定，刘永好及 Liu Chang 父女为公司的共同实际控制人。

公司专门从事乳制品及含乳饮料的研发、生产和销售，着重发展盈利能力更强的低温乳制品。目前已成为一家立足西南、辐射全国的区域型领先乳制品供应商。截至 2019 年末，公司合并范围内二级子公司共 20 家。

表 1：公司主要子公司

全称	简称
四川新华西乳业有限公司	新华西乳业
四川新希望乳业有限公司	四川乳业
昆明雪兰牛奶有限责任公司	昆明雪兰
杭州新希望双峰乳业有限公司	杭州双峰
安徽新希望白帝乳业有限公司	安徽白帝
青岛新希望琴牌乳业有限公司	青岛琴牌
河北新希望天香乳业有限公司	河北天香
山东绿源唯品乳业有限公司	唯品乳业
新希望双喜乳业(苏州)有限公司	苏州双喜
湖南新希望南山液态乳业有限公司	湖南南山
四川新希望华西牧业有限公司	华西牧业
四川新希望奶牛养殖有限公司	奶牛养殖

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本期债券概况

表 2：本次债券基本条款

基本条款	
债券名称	新希望乳业股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券
发行规模	本次拟发行可转债总额为不超过人民币 7.18 亿元（含 7.18 亿元），具体发行数额提请股东大会授权公司董事会在上述额度范围内确定。

债券期限	本次发行的可转债期限为发行之日起不超过 6 年。
票面金额和发行价格	本次发行的可转债每张面值为人民币 100 元，按面值发行。
债券利率	本次发行的可转债的票面利率的确定方式及每一计息年度的最终利率水平，提请股东大会授权公司董事会或董事会授权人士在发行前根据国家政策、市场状况和公司具体情况与保荐机构（主承销商）协商确定。
付息方式的期限和方式	本次发行的可转债采用每年付息一次的付息方式，到期归还本金和最后一年利息。
转股期限	本次可转债转股期自可转债发行结束之日满六个月后的第一个交易日起至可转债到期之日止。
初始转股价格的确定	本次可转债的初始转股价格不低于募集说明书公告日前二十个交易日公司股票交易均价（若在该二十个交易日内发生过因除权、除息引起股价调整的情形，则对调整前交易日的交易价格按经过相应除权、除息调整后的价格计算）和前一个交易日公司股票交易均价，具体转股价格提请公司股东大会授权公司董事会或董事会授权人士在发行前根据市场状况与保荐机构（主承销商）协商确定。
赎回条款	1、到期赎回条款：在本次发行的可转债期满后五个交易日内，公司将赎回全部未转股的可转债，具体赎回价格由股东大会授权董事会或董事会授权人士根据发行时市场情况与保荐机构（主承销商）协商确定。 2、有条件赎回条款：在本次发行的可转债转股期内，当下述两种情形的任意一种出现时，公司董事会有权决定按照债券面值加当期应计利息的价格赎回全部或部分未转股的可转债：（1）在本次发行的可转债转股期内，如果公司 A 股股票连续三十个交易日中至少有十五个交易日的收盘价格不低于当期转股价格的 130%（含 130%）；（2）当本次发行的可转债未转股余额不足 3,000 万元时。
回售条款	1、有条件回售条款：在本次发行的可转债最后两个计息年度，如果公司股票在任何连续三十个交易日的收盘价低于当期转股价格的 70%时，可转债持有人有权将其持有的可转债全部或部分按面值加上当期应计利息的价格回售给公司。若在上述交易日内发生过转股价格因发生送红股、转增股本、增发新股（不包括因本次发行的可转债转股而增加的股本）、配股以及派发现金股利等情况而调整的情形，则在调整前的交易日按调整前的转股价格和收盘价格计算，在调整后的交易日按调整后的转股价格和收盘价格计算。如果出现转股价格向下修正的情况，则上述“连续三十个交易日”须从转股价格调整之后的第一个交易日起重新计算。本次发行的可转债最后两个计息年度，可转债持有人可在每年回售条件首次满足后按上述约定条件行使回售权一次。若在首次满足回售条件而可转债持有人未在公司届时公告的回售申报期内申报并实施回售的，该计息年度不能再行使回售权，可转债持有人不能多次行使部分回售权。

	2、附加回售条款：若公司本次发行的可转换公司债券募集资金投资项目的实施情况与公司在募集说明书中的承诺情况相比出现重大变化，根据中国证监会的相关规定被视作改变募集资金用途或被中国证监会认定为改变募集资金用途的，可转换公司债券持有人享有一次回售的权利。可转换公司债券持有人有权将其持有的可转换公司债券全部或部分按债券面值加上当期应计利息价格回售给公司。可转换公司债券持有人在附加回售条件满足后，可以在公司公告后的附加回售申报期内进行回售，该次附加回售申报期内不实施回售的，不能再行使附加回售权。
募集资金用途	本次可转债募集资金扣除发行费用后将用于收购寰美乳业 40% 股权项目及补充流动资金

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019 年中国经济增速进一步回落，同比增长 6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然 2019 年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情对经济带来较大冲击，2020 年一季度 GDP 同比下滑 6.8%，较上年底大幅回落 12.9 个百分点，自 1992 年公布季度 GDP 数据以来首次出现负增长。后续来看，随着国内疫情防控取得阶段性胜利，在稳增长政策刺激下后三个季度经济有望反弹，中诚信国际预计在中性情境下全年 GDP 或同比增长 2.5% 左右，但仍需警惕海外疫情蔓延给中国经济带来的不确定性。

应对疫情采取的严厉管控措施导致 2020 年前两个月中国经济数据出现大幅度的下滑。3 月份随着国内疫情防控成效显著、复工复产持续推进，当月宏观经济数据出现技术性修复。受 1~2 月份经济近乎“停摆”、3 月份国内产能仍未完全恢复影响，一季度供需两侧均受到疫情的巨大冲击，工业增加值、投资、消费、出口同比均出现两位数以上的降幅。此外，疫情之下供应链受到冲击，部分产品供求关系扭曲导致 CPI 高位运行，工业生产低迷 PPI 呈现通缩状态，通胀走势分化加剧。

宏观风险：虽然当前国内疫情防控取得显著进展，但海外疫情的全面爆发加剧了中国经济运行的

内外风险，中国经济面临的挑战前所未有。从外部因素来看，疫情蔓延或导致全球经济衰退，国际贸易存在大幅下滑可能，出口压力持续存在，对外依存度较高的产业面临较大冲击；同时，疫情之下全球产业链或面临重构，有可能给中国经济转型带来负面影响；再次，近期保护主义变相升级，中美关系长期发展存在不确定性，地缘政治风险仍有进一步抬升可能。从国内方面看，多重挑战依然存在甚至将进一步加剧：首先，疫情防输入、防反弹压力仍然较大，对国内复工复产的拖累持续存在；其次，宏观经济下行企业经营状况恶化，信用风险有加速释放可能，同时还将导致居民就业压力明显加大；再次，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显；最后，当前我国宏观杠杆率仍处于高位，政策刺激力度加大或加剧债务风险。

宏观政策：在经济遭遇前所未有冲击的背景下，宏观政策坚持底线思维。2020 年 4 月 17 日政治局会议在坚持打好三大攻坚战、加大“六稳”工作力度基础上，进一步提出“保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转”的“六保”方向。财政政策将更加有效，赤字率有望进一步提升，新增专项债额度或进一步扩大，发行特别国债也已提上日程，未来随着外部形势的演变和内部压力的进一步体现，不排除有更大力度的刺激政策。海外量化宽松下国内货币政策仍有空间，货币政策将更加灵活，保持流动性合理充裕的同时引导利率继续下行，在一季度三次降准或结构性降准基础上，年内或仍有一至两次降准或降息操作，可能的时点有二季度末、三季度末或年末。政策在加大短期刺激的同时，着眼长远的市场化改革进一步推进，《中共中央、国务院关于构建更加完善的要素市场化配置体制机制的意见》等文件陆续出台。

宏观展望：尽管当前国内疫情发展进入缓冲期，生产秩序逐步恢复，但消费、投资和出口形势均不容乐观。其中，受经济下行居民收入放缓和谨慎性

动机等因素影响，消费需求疲软或将延续；尽管刺激政策将针对基建领域重点发力，但考虑到基建存在一定投资周期，投资或将低位运行；海外疫情迅速扩散导致包括中国主要贸易国在内的全球主要经济体先后进入短期停摆状态，疲软的外部需求将限制出口的增长。需求疲弱将对生产带来拖累，从而给国内的复工复产带来负面影响。综合来看，疫情冲击下中国经济在 2020 年将面临进一步下行压力，但经济刺激政策能在一定程度上对冲疫情对中国经济的负面影响。

中诚信国际认为，虽然国内疫情管控效果显现和经济刺激政策的发力有助于中国经济在后三个季度出现改善，但后续经济的恢复程度仍取决于疫情海外蔓延的情况和国内政策对冲效果，疫情冲击下中国经济短期下行压力仍十分突出。不过，从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深将持续释放制度红利，中国经济中长期增长前景依旧可期。

行业及区域经济环境

在市场需求和行业政策的带动下，我国乳制品行业有望继续保持良好发展势头，“两超多强”的市场格局已基本稳定；2018 年下半年以来，原奶价格的波动上涨对乳制品企业成本控制能力提出更高要求

我国乳业的发展受到国内乳制品供需平衡、养殖成本变化以及国际乳制品市场影响表现出畜牧业固有的周期性。2016 年以来，抗风险能力较弱的“小、散、低”的牧场逐渐退出市场竞争，行业进入产能出清阶段，产量有所下降。2018~2019 年，行业产量逐步回升。

图 1：近年来中国牛奶产量情况



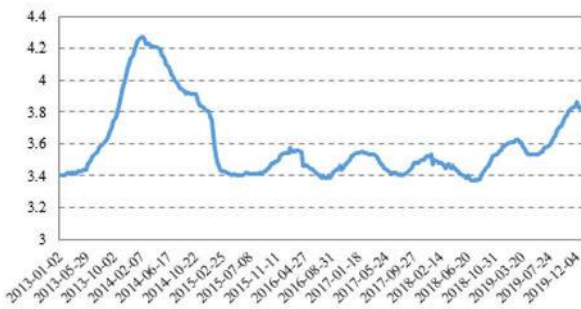
资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

上游原材料方面，原料奶是乳制品企业生产成本中重要的一部分，液态奶成本中原料奶占比 40% 左右，而奶粉中原料奶占成本比则达 60%。从奶牛存栏量来看，2015 年以来受生鲜奶价格持续下跌以及环保政策趋严等因素影响，小规模养殖户退出市场，全国奶牛存栏量呈下降趋势，2018 年末泌乳奶牛存栏量降至近 700 万头，我国原奶供给处于紧缺状态。同时，我国奶牛规模化养殖率逐步提升，2018 年单体牧场存栏 100 头以上奶牛规模养殖比重达到 58.3%，比 2012 年提高了 21.1 个百分点。随着我国规模化养殖占比的提升，奶牛养殖成本较高的情况得到一定缓解，但土地资源有限及饲草质量较差等问题在短期内较难得到解决。因此，我国原奶生产成本高企的现象仍然存在。

原奶价格是影响乳制品价格的重要因素，稳定、安全的原奶来源对乳制品生产企业至关重要。原奶价格主要受养殖成本的影响，其中饲料成本在奶牛养殖总成本中占比较高，约为 70%。同时，随着乳制品进口规模逐步增长，国际奶价变动亦对国内原奶价格形成较大冲击。2017 年以来，国内主产区奶价维持低位震荡态势，截至 2018 年 7 月末，我国生鲜乳集贸市场平均价为 3.37 元/公斤，达到 2014 年下半年以来新低；8 月以后，受中小奶牛饲养户继续关停牧场、成乳牛存栏量下降等影响，原奶供应量有所下降，加之大豆和苜蓿等饲料成本上升，根据农业农村部 2020 年 1 月 8 日数据，我国集贸市场生鲜乳均价升至 3.83 元/公斤，较 2019 年全年 3.65 元/公斤的均价呈进一步上涨态势，对下游

乳制品的成本控制带来一定挑战。

图 2：近年来生鲜乳价格走势（元/公斤）



资料来源：根据公开信息整理

下游需求方面，乳制品需求主要受居民可支配收入、消费习惯和偏好、人口数量及结构变化以及乳制品价格影响。近年来，随着居民收入水平和健康意识不断提升，家庭膳食结构得到改善，乳制品的市场需求不断扩大。2018 年我国人均乳品消费量 34.3 公斤，比 2000 年增长 3 倍，但仍不足世界人均饮奶量的三分之一，不足亚洲人均饮奶量的二分之一。随着我国居民人均消费支出的持续增加，乳制品需求量有望保持增长态势。同时，我国乳制品消费区域分化严重，上海市、北京市等经济发达城市人均乳品消费额达三四线及农村地区的 2 倍左右，农村地区液态奶渗透率不足 30%，未来仍有较大市场潜力。据凯度调研数据显示，2018 年全国县级市及县城的液态奶消费支出较上年增长 8.4%，三四线城市级乡镇市场的乳品消费蕴含着新的增长机会。

从消费结构来看，我国乳制品消费结构相对单一，通常以家庭消费纯牛奶及酸奶产品为主。近年来乳制品企业通过产品创新，各种牛奶饮料层出不穷，乳饮料在液态奶中的占比有所提高。此外，随着人们生活水平的提高、西方饮食文化逐渐渗透以及乳制品加工工艺不断升级，乳制品的消费形式将不仅限于液态奶，黄油、奶酪等产品的消费量也有望逐步增长。预计未来我国乳制品消费的品种将呈现多元化的发展趋势。

从终端产品的市场格局来看，内蒙古伊利实业集团股份有限公司和中国蒙牛乳业有限公司拥有

全国性品牌，销售网络覆盖面广，收入水平和市场占有率处于领先地位，根据 Nielsen 的统计，2018 年伊利和蒙牛的液态奶市场份额合计 57%，相较于 2012 年的 48% 上升 9 个百分点，成为我国液态奶市场上的两大全国性龙头企业。光明乳业股份有限公司、北京三元食品股份有限公司和新希望乳业股份有限公司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，与全国性乳企形成有效互补。近年来，由于国家对乳制品加工业市场准入的严格限制以及对现有乳制品企业的整顿，行业龙头企业通过资产重组、兼并收购等方式，扩大自身规模，丰富产品品类，同时不断加强对奶源和销售渠道的控制，其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。

中诚信国际认为，近年来我国乳制品消费市场保持稳定，终端市场“两超多强”的市场格局已基本形成，且未来集中度有望进一步提升。在环保政策趋严等影响下，近两年我国原奶产量增速缓慢，且 2018 年下半年以来原奶价格持续上涨，对乳制品企业成本控制能力提出更高要求。

食品安全是乳制品行业稳定发展的关键因素，能够在一定程度上影响乳制品行业的整体发展格局，相关制度的不断完善是行业健康发展的有效保障；新冠肺炎疫情对乳制品行业影响较为有限

食品安全是乳制品行业稳定发展的关键因素，行业突发事件倒逼乳制品生产企业加强内部质量安全管控，提升管理质量，也促使行业监管更加规范。2008 年，影响全行业的“三聚氰胺事件”暴露出了我国乳制品行业产业链仍存在较多薄弱环节，全产业链条上的食品质量安全管控亟待加强，也在一定程度上影响了乳制品行业的发展格局，加速淘汰规模小、管理极不规范的小型乳制品生产企业，行业集中度有所提升。食品安全事件的爆发一方面对乳制品生产企业的品牌形象、短期经营形成一定压力，也对企业的产业链管理和质量安全把控提出了更高的要求。同时，消费者信心骤降导致下游需

求端疲弱、舆论压力不减也促进了行业法律法规及监管体系的进一步完善。2013年以来,随着相关政策法规和监管提议日益完善,乳品质量安全水平有所提升,根据2019年《中国奶业质量报告》数据显示,2018年我国生鲜乳抽检合格率已达99.9%,其中三聚氰胺等重点监控违禁添加物抽检合格率连续10年保持100%,乳制品抽检合格率99.6%,婴幼儿配方乳粉抽检合格率99.9%,在食品中保持领先。未来,在行业相关政策的指导下,奶牛标准化规模养殖将持续推进,同时乳制品质量安全管控进一步趋严,我国乳制品企业的品牌竞争力和市场影响力有望同步加强,行业整体将继续保持良好的发展态势。

2020年春节期间,新冠肺炎疫情蔓延对我国经济产生全面性的影响。其中,春节期间走亲访友活动减少,高端乳制品送礼需求短期受到较明显抑制,但同时由于乳制品具有健康属性,且可长时间保存,因此短期内囤货需求增加。目前来看,乳制品行业需求端受疫情冲击较小。但仍需关注的是,此次疫情干扰了乳制品企业春节旺季的销售计划,在传统渠道销售受限的情况下,线上销售及新零售等渠道开拓将成为行业发展趋势。

业务运营

公司自2001年通过并购整合的方式进入乳制品行业,目前已成长为一家人立足西南、辐射全国的区域型领先乳制品供应商。公司采用母品牌与区域品牌结合的联合品牌策略进行推广营销。目前,公司在我国西南、华中、华东、华北等地区共拥有13个主要乳品品牌、14家乳制品加工厂。公司业务以液体乳业务为主,以低温乳制品为主导产品。近年来,受益于产能提升及下游市场的不断开拓,公司收入规模逐年增长。

表3: 公司主要板块收入结构及占比(亿元、%)

收入	2017	2018	2019
液体乳	42.80	47.86	54.11

¹公司现有的11个自有牧场主要分布在四川、云南、浙江、山东等地区。

其中: 低温产品	25.27	28.50	33.22
常温产品	17.52	19.36	20.88
奶粉	0.64	0.52	0.64
其他	0.78	1.34	2.01
合计	42.22	49.72	56.75
占比	2017	2018	2019
液体乳	96.79	96.25	95.34
其中: 低温产品	57.16	57.31	58.54
常温产品	39.63	38.94	36.80
奶粉	1.45	1.06	1.13
其他	1.76	2.69	3.53
合计	100.00	100.00	100.00

注:表中各分项加总数与合计数略有差异,系四舍五入所致

资料来源:公司提供,中诚信国际整理

公司原材料供应较为稳定,质量可靠,为公司业务发展提供了有力保障

公司主要原材料包括原料奶、其他原辅料和包材,其中原料奶采购金额约占60%。公司对原材料实行统一采购并根据原材料种类及采购特点设置了奶源发展中心和采购中心,其中奶源发展中心主要负责原料奶的采购,采购中心主要负责其他原材料的采购。

公司原料奶来源于自有牧场、合作大型奶源基地及规模化养殖合作社。其中,自有牧场方面,截至2019年末,公司拥有11个自有牧场¹和2个在建牧场²;大部分自有牧场距离加工厂在150公里以内,奶源的新鲜度得到有效保证。截至2019年末,公司自有奶牛总存栏数19,086头,牛只绝大部分从澳大利亚、乌拉圭和新西兰进口,加之公司持续优化饲喂工作,奶源质量得到了有效保障。

合作大型奶源基地及规模化养殖合作社方面,公司主要从合作认证标准、质量合作标准、质量管理标准三方面进行筛选并进行必要的质量安全管理,统一质量标准,实现奶源质量可回溯。公司与合格原料奶供应商签订年度合同,坚持优质优价保障奶源稳定。公司与原奶供应商采取先货后款的结算方式,按月进行结算。

近年来,随着公司业务规模的扩张,公司原奶

²2019年,由公司董事会批准公司将建设2个万头新牧场,分别位于甘肃永昌和宁夏海原。

采购量呈逐年增长态势。从三类奶源的供给比例来看，近年来公司自有牧场扩张速度未及业务规模速度，导致其自供比例不断下降，外购奶比例不断上升。2019 年受外购奶源重分类影响³，合作大型奶源基地供给比例有所下降。此外，2019 年公司对现代

牧业进行战略投资⁴，加强了与上游供应商的战略合作，奶源供应的稳定性明显提升。中诚信国际认为，公司具备一定的自有奶源供给能力，同时加强与规模化养殖牧场合作，奶源品质可靠，供应较为稳定，为公司业务发展提供了有力保障。

表 4：公司不同采购模式下原奶采购金额及占比（亿元、%）

	2017		2018		2019	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自有牧场	4.20	26.53	4.84	25.73	5.24	22.96
合作大型奶源基地	5.17	32.66	7.30	38.81	6.93	30.37
规模化养殖合作社	6.46	40.81	6.67	35.46	10.65	46.67
合计	15.83	100.00	18.81	100.00	22.82	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他原材料采购方面，公司发挥集团化采购在规模和成本上的优势，通过采购中心与供应商集中谈判，并签署供货框架性合同。公司原辅料供应商较为分散，包材供应商主要为纷美（北京）贸易有限公司和利乐中国有限公司。公司与供应商采取先货后款的结算方式，按月进行结算。

关联采购方面，公司主要从关联公司鲜生活冷链物流有限公司⁵（以下简称“鲜生活”）及其子公司采购冷链物流服务；从新希望集团其他下属单位采购原材料和劳务服务。目前鲜生活是国内领先的城市第三方冷链物流公司，具备国内城市全网冷链运输服务能力，可满足公司对冷链运输服务的需求。2017~2019 年，公司关联采购金额分别为 4.47 亿元、3.71 亿元和 4.49 亿元，分别占采购比重的 10.03%、15.50%和 10.33%。

供应商集中度方面，2019 年公司前五大采购商采购金额占比为 20.62%，集中程度尚可，对单一供应商依赖程度较低。

近年来公司生产规模有序扩张，产能利用率逐年提升，产品研发实力较强，发展态势良好

公司产品分为低温产品和常温产品，其中低温产品为主导产品。公司采用“以销定产”的生产模式，于每年 10 月左右确定次年经营目标。各子公司将年度目标分解为月度目标，做好人员、设备、原料和生产线等资源的提前筹备工作。

产能方面，随着安徽白帝扩建项目的投产，2019 年公司产能有所提升，其中低温产品作为主导产品，产能扩张速度快于常温产品。产能布局方面，目前公司拥有 14 家乳品加工厂，其中四川地区 3 家、云南地区 4 家、华东地区 3 家、华北地区 3 家、湖南地区 1 家，形成了立足西南、辐射全国的产能布局。产量方面，近年来随着市场的不断拓展，公司各产品产量均逐年提升，且低温产品的产量增速更快，同时产能利用水平亦逐年提升。中诚信国际认为，公司辐射全国的产能布局为业务扩张奠定了基础，近年来生产规模稳定扩张，发展态势良好。

表 5：公司主要产品产能及产量情况（万吨/年、万吨、%）

	2017			2018			2019		
	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率

³2019 年公司将日产 30 吨以下和临调外部奶源供应商由合作大型奶源基地调整至规模化养殖合作社。

⁴2019 年 9 月，公司以自有资金 7.09 亿元购买中国现代牧业控股有限公司（以下简称“现代牧业”，股票代码 1117.HK）5.95 亿股股票，持股比例为 9.28%。现代牧业是中国最大的奶牛畜牧公司及最大原料奶生产商，拥有丰富的奶牛饲养经验；其 2019 年营业收入为 55.14 亿元，实现净利润 3.50 亿元。

⁵ 鲜生活冷链物流有限公司为新希望集团下属公司。

低温产品	28.73	24.42	85.00	28.46	27.35	96.10	32.32	31.91	98.73
常温产品	32.64	26.46	81.07	34.47	28.97	84.04	34.17	29.19	85.43

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

产品研发方面，公司建立了全球的产学研平台，2019年公司研发投入为0.70亿元，处于行业较好水平。此外，公司在生物发酵、酶工程、基因检测、优质乳工艺研究等方面积累了较为丰富的专有技术。中诚信国际认为，较强的研发实力和投入为公司产品创新奠定了基础，对维持较好的盈利水平形成了一定的保障。

近年来，公司利用联合品牌策略和丰富的销售渠道进行市场拓展，产品销量稳步增长，销售区域稳步拓展

目前，公司采用“母品牌+区域品牌”的联合品牌策略，保留被并购企业的已有品牌，如“新希望华西”、“新希望雪兰”等。区域品牌在当地市场具有影响力和品牌知名度，尤其对于低温产品，区域品牌让客户更有归属感和认同感。同时，公司统一统筹全国性重点产品品类的包装形式和设计，便于公司把品类品牌做大做强。

销售渠道方面，目前直销渠道销售额占比超过50%，为公司主要销售渠道。公司主要对核心城市客户采取直销模式，对外埠地区采取经销模式，主要系核心城市销售网络较为发达，冷链技术较为完善，供应链条较短所致。同时，公司积极发展线上渠道拉动销售增长，与阿里、美团、拼多多等线上平台合作，通过展开如“粉丝节”等线上活动积累用户数量。目前，线上渠道已成为线下销售渠道的有效补充。中诚信国际认为，丰富的渠道有利于公司进行市场开拓和产品推广。

销量方面，近年来，随着公司产能的扩张及不断加大市场拓展，公司产品销量逐年增长。中诚信国际关注到，受低温乳制品特性影响，公司部分低温产品存在一定的退损情况。目前公司退损率处于正常水平，同时公司加大对销售的把控力度，计划进一步降低退损率。中诚信国际将对公司产品退损情况保持持续关注。价格方面，除学生奶外，公司

采取成本加成定价方式；学生奶销售价格由政府招标确定。近年来，受原奶价格上涨及公司产品结构调整等因素影响，公司产品销售均价有所上涨。

表 6：近年来公司主要产品销售情况（元/kg、万吨）

	2017		2018		2019	
	销售均价	销量	销售均价	销量	销售均价	销量
低温产品	10.55	23.95	10.74	26.54	11.06	30.05
常温产品	6.75	25.95	6.75	28.67	7.17	29.14

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售区域方面，目前公司主要销售区域为西南地区，但近年来随着其他区域市场的快速拓展，西南地区的销售占比逐年下降，公司对西南地区的销售依赖度有所下降。市场占有率方面，公司在四川、云南、河北、浙江、山东等地拥有较高的市场占有率和较强的竞争优势。

表 7：近年来公司区域销售分布情况（亿元、%）

地区	2017		2018		2019	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
西南	26.79	60.59	28.94	58.21	31.85	56.13
华北	9.87	22.31	11.16	22.44	13.98	24.63
华东	4.42	10.00	5.81	11.69	6.14	10.81
其他	3.14	7.10	3.80	7.65	4.78	8.43
合计	42.22	100.00	49.72	100.00	56.75	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司下游客户构成丰富，包括中大型卖场商超、团购客户（包括学生奶及单位采购客户）、直营门店、奶亭及经销商等。公司对不同客户采取不同的结算方式，对中大型商超及学生奶客户采取赊销模式，商超客户享有30~60天的账期，教育局等单位结算账期约为30~90天；公司对其他直销客户采取货到付款的结算方式；对经销商采取先款后货的结算方式。近年来随着销售规模的扩大，公司应收账款规模逐年有所增长，中诚信国际将对公司销售回款情况保持持续关注。客户集中度方面，2019年公司前五大客户销售收入占营业总收入的比重为12.68%，客户较为分散。

表 8: 2019 年公司前五大客户情况 (万元、%)

客户名称	销售收入	占比
客户一	19,587.67	3.45
客户二	18,558.03	3.27
客户三	17,679.64	3.12
客户四	10,697.34	1.89
客户五	5,457.02	0.96
合计	71,979.70	12.68

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

中诚信国际关注到, 2020 年一季度, 受新冠肺炎疫情影响, 商超营业时间缩短、人员流动受限、学校延期开学等对公司销售产生了不利影响。但随着疫情的好转, 公司加大销售力度积极完成销售目标。中诚信国际将对公司的销售情况保持持续关注。

战略规划及管理

公司计划进一步完善全国化的产业布局, 重点发展低温乳制品, 提高奶源的自给比例; 中诚信国际将

表 9: 截至 2020 年 3 月末公司在建项目情况 (万元)

项目名称	总投资	截至 2020 年 3 月末已投资	2020 年预计投资	计划投产日期
海原牧业牧场项目	36,000	6,284	26,284	2020 年 12 月
永昌牧业一期牧场项目	8,400	4,631	8,631	2020 年 12 月
合计	44,400	10,915	34,915	--

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

外延扩张方面, 2019 年 9 月, 公司与叶松景签署了《“福州澳牛”投资框架协议》, 公司拟收购福州健氏食品有限公司及其“澳牛”品牌 55% 的股权, “澳牛”品牌在福建地区拥有一定的知名度。截至目前该项交易尚未达成。2020 年 5 月 6 日, 公司发布公告称, 拟以 17.11 亿元收购宁夏寰美乳业发展有限公司 (以下简称“寰美乳业”) 全部股份⁶。寰美乳业成立于 2007 年 3 月, 位于中国优质奶源带一宁夏地区。寰美乳业旗下共两家子公司, 其中子公司宁夏夏进乳业集团股份有限公司 (以下简称“夏进乳业”) 主打常温乳制品, 是宁夏地区单体规模最大、市场占有率最高 (高于 50%) 的龙头乳制品企业, 覆盖了包括宁夏、甘肃、陕西地区在内的西

⁶ 交易方案方面, 公司计划两步完成对寰美乳业的收购。第一步, 拟向寰美乳业股东永峰管理有限公司、上达乳业投资 (香港) 有限公司和物美科技集团有限公司通过支付现金 10.27 亿元收购标寰美乳业 60% 股权; 第二步, 通过本次发行可转债募集资金支付剩余的 40% 股权价款。

对公司在建项目建设进展及外延扩张情况保持持续关注

未来, 公司坚持以低温乳制品为主导产品, 进一步提高研发能力, 持续推出新品。适度提高自有奶源供给比例, 进一步增强奶源供给的稳定性。优化经销网络布局建设, 实行精细化管理, 渠道下沉, 加强品牌建设, 实现内生增长。积极开拓国内空白市场及国际市场, 重点发展华东地区市场和东南亚市场。发挥并购整合能力的核心优势, 加快整合步伐, 积极推动全国化布局。积极培养人才, 优化人与激励机制。加强内部信息化建设, 提高公司管理水平和运营效率。

截至 2020 年 3 月末, 公司主要在建项目为牧场项目, 项目建成后, 公司自有奶源供给比例有望得到提高。

北市场; 旗下另一家子公司宁夏夏进综合牧业开发有限公司 (以下简称“综合牧业”) 专业从事奶牛繁育与养殖业务, 其牧场位于四大黄金奶源带之一, 截至 2019 年 11 月末, 奶牛存栏量 8,319 头 (含犊牛、育成牛、成母牛), 具备优质充足的奶源。近年来, 寰美乳业财务表现较为稳健。中诚信国际认为, 本次拟收购标的具有很强的区域品牌和市场优势以及优质充足的原料奶资源。若公司成功收购寰美乳业, 公司产业布局有望将进一步拓展, 竞争实力有望进一步增强。但目前本次交易尚未最终完成, 且资源是否能实现有效整合也存在一定的挑战与不确定性。同时, 交易完成后公司将确认较大金额的商誉, 未来可能面临一定的商誉减值风险。中诚

目前, 本次交易方案已获得国家市场监督管理总局反垄断局的批准, 尚需获得股东大会的批准后方可实施。

信国际将对本次交易进展、未来投后整合情况及商誉减值风险保持持续关注。

表 10：近年来寰美乳业主要财务指标情况(亿元)

财务科目	2017	2018	2019.1~11
货币资金	2.35	2.61	2.01
固定资产	4.78	4.10	3.98
生物性生物资产	0.86	1.10	1.19
总资产	7.13	6.49	6.70
总负债	4.51	2.95	3.47
所有者权益	2.62	3.53	3.23
营业收入	13.05	13.96	13.21
净利润	1.01	0.91	1.13
经营活动净现金流	1.08	2.14	0.41

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

公司治理

公司法人治理结构完善，内部控制管理体系健全，且具有丰富成功的并购整合经验，但仍面临一定管理整合风险

在《公司章程》的基础上，公司根据自身及下属公司所在司法区域其他相关法律法规的规定，制订了较为全面的管理制度。针对食品安全问题，制定了一系列质量管理办法，不仅依照食品企业卫生要求等相关法规标准化建厂，还在原辅料采购、生产加工以及包装运输过程中执行严格的质量控制标准，确保产品的质量安全，现已建立起来的质量管理体系符合国内食品法规的要求。

财务管理方面，公司制定了预算管理、资金管理、税务管理、会计作业类等各项制度。在财务预算方面，公司财务实行计划管理和预算管控。在资金管理方面，公司实行“集中管理、统一结算”的原则。采用统一管理，分工负责，分级核算，有效控制和管理公司的资金筹集、分配和使用。公司强化内部监督，严格费用管理，建立了较为完备的检查制度，规范了公司的财务行为。

此外，公司自 2001 年通过并购整合的方式进入乳制品行业，至今已发展为立足西南、辐射全国的区域型领先乳制品供应商，丰富成功的并购整合区域性乳企的经验和管理能力已成为公司的独特优势和核心竞争力之一。中诚信国际认为，公司具

备成功的资源整合经验，有助于实现快速地发展壮大、抢占市场份额。但由于并购整合项目存在差异性，公司仍面临资源无法有效整合的风险，中诚信国际将对此保持持续关注。

财务分析

以下分析基于经毕马威华振会计师事务所(特殊普通合伙)审计并出具标准无保留意见的 2018~2019 年审计报告以及公司提供的未经审计的 2020 年 1~3 月财务报表。公司财务报表按照新企业会计准则编制。2017 年财务分析采用 2018 年期初数，2018~2019 年财务分析均采用财务报告期末数。中诚信国际分析时将公司计入“长期应付款”中的国开基金借款调整至长期债务；将计入“其他应付款”的应付关联公司租金和应付第三方借款和往来款计入短期债务。

盈利能力

公司主业突出，2017~2019 年随着业务规模扩张，经营性业务利润逐年增长，但营业毛利率小幅下降；此外，2020 年以来受新冠肺炎疫情疫情影响，公司盈利水平有所下滑

公司主业突出，近年来，尽管受原材料成本上升影响，公司营业毛利率小幅下滑，但公司产品的盈利能力仍保持在较好水平。分产品来看，公司低温产品盈利能力优于常温产品。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情疫情影响，下游需求不足使得销量有所下降，公司营业毛利率小幅降至 31.86%。

表 11：近年来公司主要板块毛利率构成(%)

板块	2017	2018	2019
液体乳	34.77	34.11	33.54
其中：低温产品	41.78	40.30	39.40
常温产品	24.66	25.00	24.20
营业毛利率	34.72	33.85	33.11

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司期间费用主要为销售费用，近年来随着业务规模的扩张，公司广告费、运输费及劳务支出均逐年上升，拉动了期间费用的增长。公司期间费用

率基本保持稳定，但处于较高水平，期间费用管控能力有待改善。

受益于销量的持续增长，2017~2019 年公司利润总额整体有所增长。公司利润主要由经营性业务利润构成，近年来呈小幅增长态势，主要受益于产品毛利润和政府补助的增长。2020 年一季度，受疫情影响，公司部分产品销售受阻，当期销量同比减少，经营性业务利润降幅较大。投资收益为公司利润提供了一定的补充，主要来自对重庆天友⁷的按权益法核算的长期股权投资；其中 2017~2019 年重庆天友盈利能力持续提升，公司投资收益亦呈上升态势；2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，当期重庆天友呈亏损状态，公司投资收益为负。

近年来，公司 EBIT 随利润水平变化整体呈增长态势。公司 EBITDA 逐年提升，但其利润率受毛利率小幅下降影响整体呈小幅下降态势。2019 年由于总资产规模增幅较大，总资产收益率同比有所下降。

表 12：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2017	2018	2019	2020.1-3
销售费用	9.39	10.69	12.50	2.36
管理费用	2.95	3.15	3.47	0.82
财务费用	0.75	0.69	0.64	0.17
期间费用合计	13.09	14.53	16.61	3.35
期间费用率(%)	29.61	29.23	29.28	31.74
经营性业务利润	2.32	2.49	2.53	0.05
资产减值损失	-0.15	-0.10	-0.09	-0.03
投资收益	0.30	0.31	0.37	-0.23
营业外损益	0.16	0.12	0.11	0.02
利润总额	2.41	2.70	2.68	-0.23
EBIT	3.03	3.37	3.32	--
EBITDA	5.61	6.20	6.53	--
EBITDA 利润率(%)	12.68	12.47	11.51	--
总资产收益率(%)	6.91	7.95	6.19	--

注：公司管理费用含研发费用。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

⁷ 重庆天友是一家以生产、销售乳制品作为主营业务的公司，主要业务集中在重庆地区，其 2019 年度营业收入为 22.49 亿元，同比增长 5.61%，实现净利润 0.74 亿元，同比增长 12.68%。

近年来公司业务规模扩张带动资产和债务规模整体增长；此外，利润的累积和成功上市使得公司资本实力明显增强；但公司财务杠杆水平仍然较高，债务期限结构有待改善

受益于经营规模的扩大，公司总资产整体呈增长态势。从资产结构来看，公司资产主要由非流动资产构成。近年来随着产能规模的扩张，公司固定资产整体增长。公司无形资产主要为土地使用权，近年来呈小幅下降态势。公司长期股权投资主要为对重庆天友等联营企业的投资，近年来受益于发放现金及利润累积，整体呈上升态势。公司生产性生物资产均为雌性奶牛，近年来规模小幅波动。2019 年公司购买现代牧业股份，使得公司其他权益工具投资大幅增长。2020 年以来，公司持有的现代牧业股票价格下跌导致所持有的股权公允价值下降。中诚信国际将对公司面临的公允价值变动风险保持关注。

流动资产方面，公司流动资产主要由货币资金、应收账款和存货构成。近年来，公司投融资运作较为频繁，波动较大，导致公司货币资金呈波动态势。公司存货主要为原材料和库存商品，近年来随业务规模扩张呈增长态势。此外，受益于公司主打周转较快的低温乳制品，公司存货周转情况较好，跌价风险小。2017~2019 年，公司存货周转率分别为 10.58 次、11.51 次和 11.56 次，好于同期行业存货周转率中位数⁸。应收账款方面，公司应收账款主要由商超、教育局等直销客户产生。近年来随着业务规模的扩张，公司应收账款金额呈增长态势。截至 2019 年前五名欠款方欠款金额占比为 24.98%，集中度尚可。中诚信国际关注到，近年来，公司应收账款周转率呈逐年下降态势，2017~2019 年分别为 14.66 次、13.84 次和 13.16 次，较同期行

⁸ 行业存货周转率中位数为伊利股份、光明乳业、北京三元食品股份有限公司（以下简称“三元股份”）、新疆天润乳业股份有限公司（以下简称“天润乳业”）、新乳业、兰州庄园牧场股份有限公司（以下简称“庄园牧场”）、广州燕塘乳业股份有限公司（以下简称“燕塘乳业”）的存货周转率的中位数。2017~2019 年，行业存货周转率中位数分别为 8.43 次、9.28 次和 9.75 次。

业应收账款周转率中位数偏低⁹；同时，截至 2019 年末公司应收账款坏账准备计提比例为 6.18%，存在一定的回款风险。中诚信国际对下游客户对公司的资金占用情况及回款情况保持持续关注。

表 13：近年来公司资产构成情况（亿元）

	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	3.97	3.05	4.46	4.02
应收账款	3.02	3.59	4.31	4.24
存货	2.73	2.86	3.28	4.45
流动资产	12.39	10.46	12.99	14.62
固定资产	18.51	19.91	20.19	19.91
其他权益工具投资	0.00	0.00	6.13	3.92
长期股权投资	3.60	3.86	4.10	3.86
在建工程	1.59	0.66	1.58	1.98
无形资产	2.35	2.24	2.26	2.24
生产性生物资产	3.31	3.28	3.24	3.88
非流动资产	31.42	31.95	40.65	38.58
总资产	43.81	42.41	53.64	53.20

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

负债方面，公司负债主要由应付账款、其他应付款和有息债务构成。随着经营规模的扩大，公司应付账款整体呈上升态势，主要为应付原材料采购款。公司其他应付款主要为应付第三方往来款及押金，近年来呈小幅波动态势。有息债务方面，公司债务以短期债务为主，近年来随着业务扩张，资金需求有所增加，债务规模不断增长。截至 2020 年 3 月末，公司长短期债务比为 5.32，债务期限结构有待改善。

近年来，受益于利润累积以及成功实现 IPO，公司所有者权益整体呈增长态势。2020 年以来，受现代牧业股票价格下跌影响，公司所有者权益较 2019 年末有所下降。

财务杠杆水平方面，受益于资本实力的持续增长，2017~2019 年末公司总资本化比率和资产负债率不断下降；但 2020 年 3 月末，公司财务杠杆明显上升，主要系当期所有者权益下降以及短期债务增长较快所致。中诚信国际认为，公司业务规模扩张带动债务增长，目前公司财务杠杆高于行业内平

⁹行业应收账款周转率中位数为伊利股份、光明乳业、三元股份、天润乳业、新乳业、庄园牧场、燕塘乳业的应收账款周转率的中位数。2017~2019 年，行业应收账款周转率中位数分别为 26.91 次、23.12 次和 21.59 次。

均水平，且债务结构有待优化。

表 14：近年来公司负债及资本实力情况（亿元、%）

	2017	2018	2019	2020.3
应付账款	3.95	4.03	5.26	4.48
其他应付款	4.63	3.63	4.61	5.02
短期债务	15.56	12.91	16.01	23.63
总债务	18.73	15.74	20.67	28.07
总负债	30.71	26.99	33.08	35.22
总股本	7.68	7.68	8.54	8.54
资本公积	2.29	2.19	5.39	5.39
未分配利润	2.07	4.50	6.28	6.02
其他综合收益	--	--	-0.88	-3.20
所有者权益合计	13.10	15.42	20.56	17.98
资产负债率	70.10	63.64	61.66	66.20
总资本化比率	58.85	50.51	50.13	60.96

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债能力

近年来，公司获现能力逐步提升；偿债指标小幅波动

2017~2019 年公司获现能力整体有所增强。近年来公司投资支出波动较大，其中 2019 年由于公司收购现代牧业股权，投资活动现金呈大幅净流出态势。2017~2018 年经营活动净现金流可基本覆盖投资支出，筹资需求较低；2019 年公司对外投资力度加大，公司加大筹资力度，筹资活动现金流转为净流入态势。2020 年一季度，受疫情影响，公司获现能力有所下滑，经营活动现金呈现净流出态势；当期公司保持了一定的对外筹资规模以满足经营及投资需求。未来随着公司收购项目的进行，公司仍将保持较大的资金需求。

近年来由于获现能力的提升，经营活动净现金流相关指标对总债务的覆盖能力不断增强。由于 EBITDA 不断上升，其对利息支出的覆盖能力不断增强；但 2019 年以来债务规模增长较快，EBITDA 对其的覆盖能力呈现下降态势。

表 15：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2017	2018	2019	2020.1~3
经营活动净现金流	4.88	4.37	6.35	-1.60

投资活动净现金流	-5.84	-1.61	-12.67	-2.17
筹资活动净现金流	-0.71	-3.68	7.71	3.32
经调整的经营活动净现金流/总债务(%)	21.07	22.45	24.83	--
经营活动净现金流/利息支出	7.55	6.43	9.56	--
EBITDA 利息保障倍数	8.66	9.11	9.84	--
经营活动净现金流/总债务(%)	26.08	27.78	30.72	-22.75*
总债务/EBITDA	3.34	2.54	3.16	--

注：由于缺乏数据，2020年3月末部分财务指标无法计算。带“*”指标经年化处理

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司拥有良好的银企关系和畅通的直接融资渠道

截至2020年3月末，公司受限资产主要为其他权益工具投资。公司质押现代牧业股票5.95亿股，用于获取银行借款。此外，公司受限货币资金为0.05亿元，规模较小，可动用货币资金规模尚可。

截至2020年3月末，公司授信总额为52.32亿元，其中未使用授信为28.88亿元，备用流动性较为充足。此外，公司作为上市公司，直接融资渠道通畅。中诚信国际认为，较高的金融机构授信额度和畅通的直接融资渠道对公司资金需求和债务偿付起到了很强的保障作用。

截至2020年3月末，公司无对外担保。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至2020年3月末，公司所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

公司作为农牧企业可获得国家一定的政策扶持；公司实际控制人掌握较强的产业、金融及社会资源，有利于公司经营发展

公司作为农牧业企业，符合国家支持和扶持农业产业的政策和方针，享受国家政策规定的对农牧企业在税收减免、融资等方面的一系列优惠政策。

公司为新希望集团成员企业，实际控制人之一

刘永好先生同时还为新希望集团、新希望投资集团有限公司（以下简称“新希望投资”）等多家大型企业的实际控制人，拥有农业、房地产、环保和投资等多项产业和多家上市公司，产业、金融及社会资源较为丰厚；其中新希望集团为国内第一大、世界第三大饲料生产商。中诚信国际认为，公司实际控制人拥有较强的产业、金融及社会资源，公司可共享部分资源，有利于公司的经营发展。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定新希望乳业股份有限公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；评定“新希望乳业股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券”的债项信用等级为 **AA**。

中诚信国际关于新希望乳业股份有限公司公开发行 A 股可转换公司债券的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司将在本次债券信用级别有效期内或者本次债券存续期内，持续关注本次债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本次债券偿债保障情况等因素，以对本次债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本次债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本次债券有关的信息，如发生可能影响本次债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

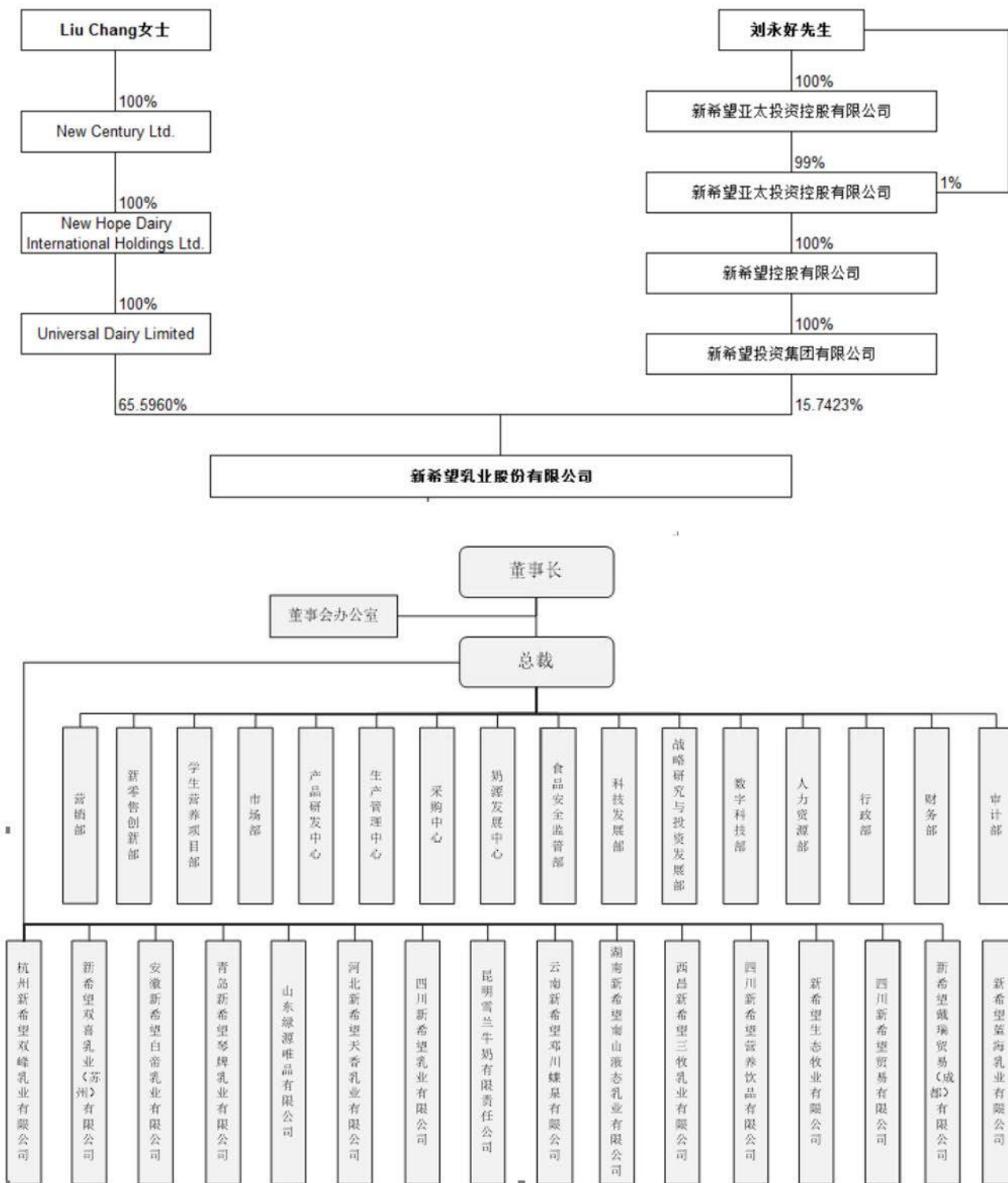
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 06 月 19 日

附一：新希望乳业股份有限公司股权结构图及组织结构图(截至 2020 年 3 月末)



资料来源：公司提供

附二：新希望乳业股份有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	39,719.28	30,461.28	44,640.40	40,216.38
应收账款净额	30,170.77	35,924.57	43,112.10	42,373.63
其他应收款	4,352.53	3,854.77	2,908.08	3,308.99
存货净额	27,293.93	28,570.16	32,844.71	44,543.38
长期投资	36,071.37	38,598.57	102,284.86	77,778.17
固定资产	185,128.32	199,095.23	201,930.47	199,107.19
在建工程	15,929.10	6,633.43	15,765.53	19,752.88
无形资产	23,524.02	22,370.40	22,606.01	22,359.12
总资产	438,108.26	424,095.10	536,408.61	531,957.29
其他应付款	46,331.28	36,341.99	46,104.01	50,161.03
短期债务	155,564.62	129,106.82	160,126.65	236,324.19
长期债务	31,734.86	28,289.60	46,589.60	44,400.00
总债务	187,299.48	157,396.42	206,716.25	280,724.19
净债务	147,580.20	126,935.14	162,075.84	240,507.81
总负债	307,132.69	269,873.30	330,772.79	352,177.38
费用化利息支出	6,221.28	6,673.42	6,381.45	--
资本化利息支出	251.17	131.33	261.46	--
所有者权益合计	130,975.57	154,221.80	205,635.83	179,779.91
营业总收入	442,181.53	497,195.38	567,495.37	105,515.51
经营性业务利润	23,153.80	24,869.84	25,279.54	464.60
投资收益	3,047.60	3,093.80	3,662.72	-2,336.17
净利润	21,594.43	24,662.24	25,144.52	-2,668.24
EBIT	30,283.30	33,698.49	33,212.08	--
EBITDA	56,083.68	62,015.26	65,345.86	--
经营活动产生现金净流量	48,846.41	43,726.39	63,501.37	-15,964.41
投资活动产生现金净流量	-58,397.36	-16,101.37	-126,651.45	-21,716.86
筹资活动产生现金净流量	-7,055.89	-36,809.05	77,093.74	33,190.57
资本支出	59,845.10	41,146.96	60,166.43	12,701.82
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	34.72	33.85	33.11	31.86
期间费用率(%)	29.61	29.23	29.28	31.74
EBITDA 利润率(%)	12.68	12.47	11.51	--
总资产收益率(%)	6.91	7.95	6.19	--
净资产收益率(%)	16.49	15.99	12.23	-5.94
流动比率(X)	0.47	0.46	0.48	0.49
速动比率(X)	0.36	0.33	0.36	0.34
存货周转率(X)	10.58	11.51	11.56	6.46*
应收账款周转率(X)	14.66	13.84	13.16	9.96*
资产负债率(%)	70.10	63.64	61.66	66.20
总资本化比率(%)	58.85	50.51	50.13	60.96
短期债务/总债务(%)	83.06	82.03	77.46	84.18
经营活动净现金流/总债务(X)	0.26	0.28	0.31	-0.23*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.31	0.34	0.40	-0.27*
经营活动净现金流/利息支出(X)	7.55	6.43	9.56	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	21.07	22.45	24.83	--
总债务/EBITDA(X)	3.34	2.54	3.16	--
EBITDA/短期债务(X)	0.36	0.48	0.41	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	8.66	9.11	9.84	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.68	4.95	5.00	--

注：公司所有财务报表均按照新会计准则编制；2020年一季报未经审计；所有者权益含少数股东权益；各期财务数据均为财务报告期末数据；由于缺乏数据，未计算2020年1-3月部分指标；中诚信国际分析时将公司计入“长期应付款”中的国开基金借款调整至长期债务；将计入“其他应付款”的应付关联公司租金和应付第三方借款和往来款计入短期债务。带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
偿债能力	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=股权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



营业执照

(副本) (1-1)

统一社会信用代码 9111000071092067XR

名称 中诚信国际信用评级有限责任公司
 类型 有限责任公司(中外合资)
 住所 北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101
 法定代表人 闫衍
 注册资本 人民币3266.67万元
 成立日期 1999年08月24日
 营业期限 1999年08月24日至 2024年08月23日
 经营范围 证券市场资信评级业务; 债券、基金金融机构评级业务及相关信息服务。(依法须经批准的项目, 经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动。)

此件与原件一致, 仅限新希望乳业股份有限公司公开增发可转债转换公司债券信用评级报告使用, 再次复印无效。



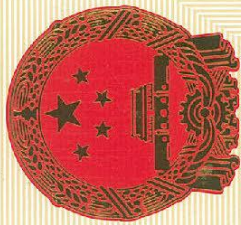
在线扫码获取详细信息

登记机关



2017年 08月 01日

提示: 每年1月1日至6月30日通过企业信用信息公示系统报送上一年度年度报告并公示。



中华人民共和国

证券市场资信评级业务许可证

此件与原件一致，仅用于新希望乳业股份有限公司公开发行A股可转换公司债券信用评级报告使用，再次复印无效。



公司名称：中诚信国际信用评级有限责任公司

业务许可种类：证券市场资信评级

法定代表人：闫衍

注册地址：北京市东城区南竹杆胡同2号1幢60101

编号：ZPJ 012

中国证券监督管理委员会(公章)
2020年2月13日

五、你公司在开展证券市场资信评级业务过程中如遇重大问题，须按规定报告我会。



抄送：国家发展改革委，中国人民银行，市场监管总局，银保监会；北京证监局，上交所，深交所，中国结算，中证监测，全国股转公司，证券业协会，上市公司协会，证券投资基金业协会。

分送：会领导。

办公厅，发行部，公众公司部，市场部，债券部，机构部，上市部，稽查局，处罚委，法律部，会计部，国际部，存档。

证监会办公厅

2020年2月14日印发

打字：蔡时雨

校对：李 晋

共印 16 份



中国证券监督管理委员会

证监许可〔2020〕267号

关于核准中诚信国际信用评级有限责任公司 从事证券市场资信评级业务的批复

中诚信国际信用评级有限责任公司：

《中诚信国际信用评级有限责任公司关于证券市场资信评级业务许可的申请》（中诚信国际文〔2019〕101号）及相关文件收悉。根据《证券法》、《证券市场资信评级业务管理暂行办法》（证监会令第50号）等有关规定，经审核，现批复如下：

一、核准你公司从事证券市场资信评级业务。

二、你公司应当加入中国证券业协会，按照相关法律法规、自律规则的规定开展证券市场资信评级业务，遵守职业道德，诚信执业，勤勉尽责。

三、你公司应当在本批复下发之日起30个工作日内，到我会领取《证券市场资信评级业务许可证》，并依法办理工商登记相关手续。

四、你公司应当依据《公司法》及本批复修改公司章程，并报我会备案。

