

# 新希望乳业股份有限公司

## 公开发行可转换公司债券跟踪评级报告（2021）

---

项目负责人：孙 抒 shsun@ccxi.com.cn

项目组成员：张馨予 xyzhang@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2021年6月11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](http://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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

# 信用等级通知书

信评委函字 [2021]跟踪 0650 号

## 新希望乳业股份有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会最后审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“新乳转债”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

二零二一年六月十一日

**评级观点：**中诚信国际维持新希望乳业股份有限公司（以下简称“新乳业”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“新乳转债”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了跟踪期内公司业务区域进一步拓展、业务规模稳健增长、保持在低温乳制品领域的竞争力、获得一定外部支持以及拥有丰富成功的并购整合经验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、面临一定整合管理风险、债务规模快速增加、偿债指标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）	2018	2019	2020	2021.3
总资产（亿元）	42.41	53.64	85.79	89.12
所有者权益合计（亿元）	15.42	20.56	28.61	28.68
总负债（亿元）	26.99	33.08	57.18	60.44
总债务（亿元）	15.74	20.67	39.76	40.26
营业总收入（亿元）	49.72	56.75	67.49	20.14
净利润（亿元）	2.47	2.51	2.89	0.35
EBIT（亿元）	3.37	3.32	3.90	--
EBITDA（亿元）	6.20	6.53	7.55	--
经营活动净现金流（亿元）	4.37	6.35	7.19	1.71
营业毛利率(%)	33.85	33.11	24.49	25.30
总资产收益率(%)	7.95	6.19	5.59	--
资产负债率(%)	63.64	61.66	66.65	67.82
总资本化比率(%)	50.51	50.13	58.15	58.40
总债务/EBITDA(X)	2.54	3.16	5.27	--
EBITDA 利息倍数(X)	9.11	9.84	8.18	--

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告及 2021 年一季度未经审计的财务报表整理。

### 正面

■ **跟踪期内公司业务区域进一步拓展，业务规模稳健增长，保持在低温乳制品领域的竞争力。**跟踪期内公司保持一定的收购节奏，全国化布局进一步完善，公司在四川、宁夏、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，业务规模稳健增长，同时，公司坚持“鲜战略”，在低温乳制品领域竞争力较强。

■ **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。同时，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，对公司经营发展提供一定支持。

### 同行业比较

2020 年部分乳制品企业主要指标对比表

公司名称	产品销量	主要区域布局	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）	经营活动净现金流（亿元）
蒙牛乳业	乳制品 807.79 万吨	全国	801.46	53.53	764.52	35.25	53.48
新乳业	乳制品 72.15 万吨	四川、云南、河北、浙江、宁夏、山东等地	85.79	66.65	67.49	2.89	7.19

注：“蒙牛乳业”为“中国蒙牛乳业有限公司”简称，蒙牛乳业产品销量为 2019 年数据。

资料来源：中诚信国际整理

### 本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
新乳转债	AA	AA	2020/6/19	7.18	7.18	2020/12/18-2026/12/17	回售、赎回

■ **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增长。

### 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。

■ **面临一定整合管理风险。**跟踪期内，公司继续收购多家企业，商誉大幅增加，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，投后管理情况和商誉减值风险仍值得关注。

■ **债务规模快速增加，偿债指标有待改善。**受收购和建设项目资金支出影响，公司债务规模和杠杆水平升高，偿债指标有待改善。

### 评级展望

中诚信国际认为，新希望乳业股份有限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。

## 跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

## 募集资金使用情况

表 1：公司募集资金使用情况

债项简称	募集资金 (亿元)	已使用资金 (亿元)	募集用途	募集用途 是否变更
新乳转债	7.18	7.18	收购寰美乳业 40% 股权项目及补充流动资金	否

资料来源：公司发行公告，中诚信国际整理

## 宏观经济和政策环境

**宏观经济：**2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，产需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心

CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

**宏观风险：**2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口”并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

**宏观政策：**2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对



地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

**宏观展望：**即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处于持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

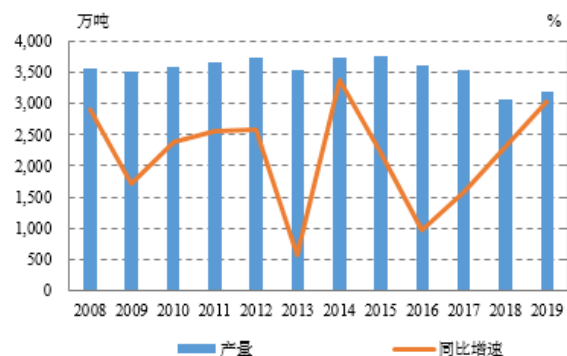
中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

## 近期关注

**我国乳制品行业产销保持相对稳定态势，“两超多强”的市场格局已基本稳定，行业集中度或将进一步提高；2020 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**

我国乳制品行业的发展受到国内供需平衡、产品质量、养殖成本以及国际乳制品市场影响，存在一定波动。2018 年以来，受益于国内乳制品产品质量升级和新品持续推出，乳制品产销量逐步回升，供需处于相对稳定态势，行业整体进入成熟阶段。

图 1：近年来中国牛奶产量情况

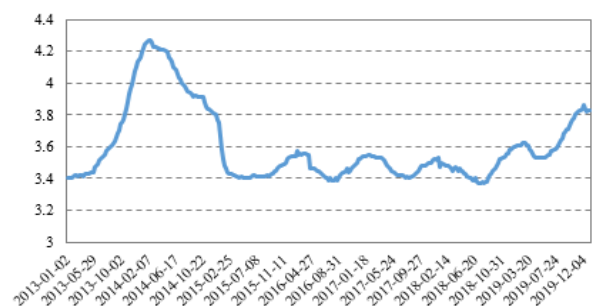


资料来源：国家统计局，中诚信国际整理

原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

奶成本占比则达 60%。原奶价格是影响乳制品价格的重要因素，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%。受养殖成本、乳牛养殖周期等因素影响，原奶产量及价格存在一定周期性，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。根据农村农业部数据，2018 年下半年以来，主产区生鲜乳均价走出过去近 4 年 3.5 元/公斤低价进入上涨通道，2020 年上半年，受疫情影响，乳制品送礼需求短期受到明显抑制，生鲜乳均价下落到低点约 3.56 元/公斤，2020 年中旬以来，受益于疫情好转，民众饮奶需求恢复，同时，大豆和苜蓿等饲料成本上升，国际牛奶价格提高，生鲜乳价格保持上涨态势，2021 年 5 月第三周，生鲜乳平均价格达到 4.23 元/公斤，对下游乳制品企业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：IFCN, Choice

国内上游牧场不断提升牧场规模、机械化和数字化，基本大型牧场已实现数字化管理，机械化挤奶率接近 100%。中诚信国际关注到，疫情后带来的需求端的强劲增长使得乳制品企业关注奶源供给保障及控制权强化，全国及地方乳品龙头加速并购或自建上游牧场，以保障其奶源的稳定性，根据海关总署数据，2020 年全国进口活牛 266,117 头，同比增长 33.5%，新建牧场及奶牛存栏量的增长或将对原奶价格形成一定冲击。

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。受疫情后消费者教育提升和消费

升级背景下，乳制品消费量或将保持增长态势。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制品消费额达三四线及农村地区的 2 倍左右，近年来低线城市和农村居民收入提升速度更快，居民饮奶意识逐渐增强，饮奶习惯逐渐形成，未来低线城市和农村市场的乳品消费和渗透率仍有很大提升空间。

从产品消费结构来看，目前常温纯奶占主导地位，酸奶增长较快，低温巴氏奶在消费升级和冷链物流快速发展的驱动下，保持较快增长趋势，2015~2019 年近 5 年复合增长率约为 10%，奶酪、黄油及其他占比较低。近年来乳制品企业持续推出新产品，未来产品高端化趋势将进一步驱动行业增长。

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，根据前瞻产业研究院的统计，2019 年伊利和蒙牛的乳制品市场份额近 50%，行业已经形成高度集中的双寡头竞争态势。区域性乳制品企业基本通过低温产品、渠道便利性以及区域性品牌认知度进行市场竞争，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。地方性乳制品企业通常仅在单一省市经营，生产经营规模较小，竞争力有限。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，2020 年受疫情的冲击，部分中小乳企逐渐退出，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 2020 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**

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。2020 年 12 月市场监管总局制定并印发《乳制品质量安全提升行动方案》，重点任务之一则是强化法规标准体系建设，包括积极配合修订食品安全国家标准以及明确提出鼓励企业使用生鲜乳生产乳制品，预计随着方案落地我国乳制品质量有望提高。

### **跟踪期内公司继续以收购方式进一步完善全国化产业布局，但频繁并购形成较高商誉，未来投后整合情况和商誉减值风险值得关注**

2020 年 5 月，公司以 0.78 亿元收购福建新希

望澳牛乳业有限公司（以下简称“新澳乳业”）55%股权，以 0.23 亿元收购福建新澳牧业有限公司（以下简称“新澳牧业”）55%股权<sup>1</sup>，新澳乳业及新澳牧场拥有的“澳牛”品牌在福建地区拥有一定的知名度，2020 年 7~12 月，新澳乳业营业收入 1.20 亿元，净利润 0.06 亿元；新澳牧业营业收入 0.01 亿元，净利润 0.01 亿元。

2020 年 7 月，公司以 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。寰美乳业成立于 2007 年 3 月，位于中国优质奶源带—宁夏地区。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、陕西地区在内的西北市场，2020 年寰美乳业业绩稳健。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。

**表 2：近年来寰美乳业主要财务指标情况(亿元)**

财务科目	2018	2019	2020
总资产	10.32	11.30	16.19
所有者权益	4.20	4.23	9.91
营业收入	14.84	15.04	8.54
净利润	0.78	1.23	0.52
经营活动净现金流	2.14	1.43	--

注：寰美乳业于 2020 年 7 月纳入公司合并范围，2020 年 7~12 月，寰美乳业收入 8.54 亿元，净利润 0.52 亿元。

资料来源：公司公告，中诚信国际整理

2021 年 1 月，公司公告称拟以 2.31 亿元收购重庆新牛瀚虹实业有限公司（以下简称“重庆瀚虹”）<sup>2</sup>60% 股权，重庆瀚虹拥有“一只酸奶牛”品牌，“一只酸奶牛”主打“酸奶+”等差异化产品，创立 5 年左右，现门店数量已逾千家，主要集中在成都、重庆、西

<sup>1</sup>收购对价将由新澳牧业及新澳乳业未来三年的盈利水平予以最终确认，公司根据新澳牧业及新澳乳业未来年度预测的利润金额确认本次收购对价为人民币 1.01 亿元，其中 8,800 万元为基准价格，剩余款项为新澳乳业及新澳牧业未来三年的预测净利润确定的或有收购对价。该收购对价将在三年内支付，其中人民币 2,173 万已于 2020 年支付。截至报告出具日，股权收购款 0.46 亿元尚未支付完成。

<sup>2</sup>重庆瀚虹在业绩承诺期内累计净利润不低于 1.27 亿元，若重庆瀚虹在业绩承诺期内累计净利润小于 1.05 亿元，原实际控制人以现金方式向公司支付估值差额补偿；若净利润小于 1.27 亿元，原实际控制人补足业绩差额。

安等地，2020 年营业收入为 2.07 亿元，净利润为 0.27 亿元。

**中诚信国际关注到**，公司收购寰美乳业等公司形成商誉规模较高，未来投后整合情况及商誉减值风险值得关注。

### **跟踪期内自有奶源产量增加，受业务规模扩张影响，采购金额增加，奶源供应较为稳定**

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占比约为 60%。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。

自有牧场方面，截至 2020 年末，公司拥有 13 个自有牧场<sup>3</sup>，公司自有奶牛总存栏数 36,995 头，受益于公司收购寰美乳业等公司和 2 个自建牧场（宁夏海原和甘肃永昌）完工而大幅增加，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。公司牛只绝大部分从澳大利亚、乌拉圭和新西兰进口。公司持续优化饲喂工作，2020 年母牛单产提升约 2%，年产奶量 9~10 吨，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，2020 年，公司继续增加对现代牧业的战略投资<sup>4</sup>，加强与上游供应商的战略合作，提升奶源供应的稳定性。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。

2020 年，随着公司业务规模的扩张，公司原奶采购量呈增长态势，其中，自有奶源占比保持稳定。2020 年下半年以来，原奶价格上升小幅增加公司采购压力。**中诚信国际认为**，公司具备一定的自有奶

<sup>3</sup>公司现有的 13 个自有牧场主要分布在四川、云南、浙江、山东等地区。

<sup>4</sup>2019 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%。2020 年 12 月，公司以 0.68 亿港元购买现代牧业 0.4 亿股，2020 年末，公司持股比例 9.84%。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，其 2020 年营业收入为 60.20 亿元，实现净利润 7.84 亿元，同比增长 124.02%。公司尚未对现代牧业委派董事。



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 3：公司不同采购模式下原奶采购金额及占比（亿元、%）

	2018		2019		2020	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自有牧场	4.84	25.73	5.24	22.96	6.46	22.38
合作大型奶源基地	7.30	38.81	6.93	30.37	22.39	77.62
规模化养殖合作社	6.67	35.46	10.65	46.67		
<b>合计</b>	<b>18.81</b>	<b>100.00</b>	<b>22.82</b>	<b>100.00</b>	<b>28.85</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他原材料采购方面，跟踪期内公司沿用集采和分采结合的模式。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。

供应商集中度方面，2020 年公司前五大采购商采购金额占比为 24.70%，受原奶价格上升影响，较 2019 年增加约 4 个百分点，第一、第二大供应商采购额占年度采购总额的比例分别为 12.13% 和 8.31%。此外，公司第二大供应商为关联公司，公司主要从鲜生活冷链物流有限公司<sup>5</sup>（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奶粉、饲料等原材料和劳务服务。2020 年，公司关联采购金额为 4.31 亿元，占采购总额比重为 8.31%，较 2019 年小幅下降。

**受益于收购寰美乳业等公司，公司区域布局扩大，常温产品产销规模大幅扩张；低温产品推出新品，**

### 总体保持稳定

跟踪期内公司收购寰美乳业和新澳乳业，弥补在西北地区和东南地区的产能区域空白，截至 2020 年末，公司拥有 16 家乳制品加工厂，形成了立足西南、辐射全国的产能布局。

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。公司收购的寰美乳业以常温产品为主，2020 年常温产品产能、产量及销量均大幅提升，受寰美乳业产品价格较低影响，常温奶销售均价小幅下滑；低温产品产能和产量小幅增加，受市场竞争影响，销量保持稳定，产销率有所下滑。**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。

表 4：公司主要产品产能及产量情况（万吨/年、万吨、%、千元/吨）

年份		低温产品	常温产品	奶粉
2018	产能	28.46	34.47	0.36
	产量	27.35	28.97	0.13
	产能利用率	96.10	84.04	36.11
	销量	26.54	28.67	0.13
	产销率	97.04	98.96	100.00
	销售价格	10.74	6.75	41.49
2019	产能	32.32	34.17	0.36
	产量	31.91	29.19	0.16
	产能利用率	98.73	85.43	44.44

<sup>5</sup> 鲜生活冷链物流有限公司为新希望集团下属公司。

2020	销量	30.05	29.14	0.15
	产销率	94.17	99.83	93.75
	销售价格	11.06	7.17	43.32
	产能	33.31	45.88	0.36
	产量	33.03	41.06	0.20
	产能利用率	99.16	89.49	55.56
	销量	30.12	42.03	0.15
	产销率	91.19	102.36	75.00
	销售价格	11.03	7.03	46.67

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

产品研发方面，2020 年公司研发投入为 0.74 亿元，占营业收入比例为 1.11%，与 2019 年基本持平，处于行业较好水平。2020 年，公司新推出了黄金 24 小时鲜牛乳、初心减蔗糖酸奶、初心零蔗糖酸奶、活润晶球酸奶、澳特兰梦幻盖系列等新品，特别是在新冠疫情期间提前发布并上市的活润晶球酸奶，首创 3D 包埋技术将益生菌包埋在由植物性保护膜构成的弹性晶球之中，提升其对于胃酸和胆汁盐的抗性，使得其到达肠道的存活率大大提高，有助于消费者肌体免疫力的提升，其取得了良好的市场反应。**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。

销售渠道方面，2020 年，公司直销渠道<sup>6</sup>和经销渠道销售额占比分别为 52.37% 和 47.63%。经销商方面，2020 年末，公司经销商合计 3,817 家，受寰美乳业纳入合并范围影响，华东和西北区域经销商有所增加。跟踪期内公司积极发展线上渠道拉动销售增长，疫情期间通过直播、短视频、私域社群、社区拼团等新营销方式紧抓用户需求，鲜奶业务与饿了么、支付宝、美团等近场电商平台深度合作，2020 年公司实现电商渠道销售收入 3.72 亿元，同比增长 54.49%。

公司对商超客户结算账期约为 30~60 天，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；对经销商主要采取先款后货的结算方式。2020 年公司引入外部供应链

金融以缓解经销商资金压力。客户集中度方面，2020 年公司前五大客户销售收入占营业总收入的比重为 11.45%，较 2019 年小幅下降，客户较为分散。

**表 5：2020 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	21,497.32	3.19
客户二	19,937.49	2.95
客户三	18,828.36	2.79
客户四	11,202.57	1.66
客户五	5,830.79	0.86
<b>合计</b>	<b>77,296.53</b>	<b>11.45</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售区域方面，2020 年公司主要销售区域仍为西南地区，受益于寰美乳业等企业的收购，公司华东和西北片区的销售收入占比大幅增长，公司对西南地区的销售依赖度进一步下降。市场占有率方面，公司在四川、宁夏、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 6：近年来公司区域销售分布情况（亿元、%）**

地区	2018		2019		2020	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
西南	28.94	58.21	31.85	56.13	30.82	45.66
华北	5.81	11.69	6.14	10.81	7.12	10.55
华东	11.16	22.44	13.98	24.63	16.87	24.99
其他	3.80	7.65	4.78	8.43	12.68	18.79
<b>合计</b>	<b>49.72</b>	<b>100.00</b>	<b>56.75</b>	<b>100.00</b>	<b>67.49</b>	<b>100</b>

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

**公司以鲜战略为核心，提出三年倍增计划；在建项目尚需投资规模较大，面临一定资金压力**

公司提出“鲜立方战略”，以低温乳制品为主导

<sup>6</sup> 直销渠道包括大型超市、连锁、直营门店、教育局以及学校等。

产品，通过构建“品类立体化”，实现低温、常温、固奶等多赛道协同发展；完善“渠道立体化”，推动线上、线下渠道有机融合，公域、私域平台全域发展；推进“品牌立体化”，强化主品牌，锐化产品品牌，做强战略产品，打造全国性大单品，鼓励区域创新特色产品；实现“用户立体化”，以用户为导向，满足消费者的多层次、多场景、多元化新鲜营养需求。2020年12月，公司公布了股权激励方案，制定了三年业绩增长95%的目标，以2020年为基数，

2021年公司营业收入和净利润增长率均不低于25%。**中诚信国际认为**，公司未来或将继续依靠并购扩张业务规模，投资进度及其资金平衡情况值得关注。

截至2020年末，公司主要在建项目为牧场项目，公司尚需投资规模较大，面临一定资金压力。项目建成后，公司自有奶源供给比例有望得到提高。

**表 7：截至 2021 年 5 月末公司在建项目情况（万元）**

项目名称	总投资	已投资	2021 年预计投资	计划投产日期
蝶泉牧场二期项目	10,095	196	5,000	2022 年 4 月
塞上牧场	33,141	232	8,000	2022 年 12 月
青岛琴牌二期智能车间项目	12,000	11,510	1,786.00	2021 年 5 月
苏州双喜新建仓库项目	1,900	1,261	739.00	2021 年 11 月
<b>合计</b>	<b>57,136</b>	<b>13,199</b>	<b>15,525</b>	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

## 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2018~2020年审计报告以及公开披露的未经审计的2021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，财务数据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。

2020年，公司收购寰美乳业、新澳乳业和新澳牧业，并于2020年7月将其纳入合并报表范围；此外，公司投资设立成都新希望新鲜贸易有限公司、昆明新希望新鲜连锁有限公司、新希望乳业(广东)有限公司。新希望蓝海乳业(北京)有限公司少数股

东增资使得公司丧失控制权，不再纳入公司合并范围。2021年一季度，公司收购重庆瀚虹并将其于2021年3月纳入合并报表范围。

### 跟踪期内，受益于合并范围扩大，公司收入和利润规模呈增长态势，但期间费用对利润侵蚀仍较为突出

跟踪期内，公司营业收入仍主要来自液体乳。2020年，受益于合并范围扩大和市场拓展增强，液体乳销售收入进一步增加，但受寰美乳业毛利率较低且原奶价格增加影响，液体乳毛利率水平下降。公司其他收入主要来自原奶销售及代加工乳制品，疫情期间，公司奶源富裕，原奶销售收入有所增加。

2021年一季度，受益于合并范围扩大和疫情得以控制，公司实现营业收入为20.14亿元，同比增长90.88%；营业毛利率为25.30%，同比有所下降。

**表 8：近年来公司主要板块收入和毛利率构成（亿元，%）**

项目	2018		2019		2020	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
液体乳	47.86	34.11	54.11	33.54	62.73	24.81
奶粉	0.52	36.54	0.64	37.50	0.70	28.57
其他	1.34	23.88	2.01	20.40	4.06	18.72
<b>营业总收入/综合毛利率</b>	<b>49.72</b>	<b>33.85</b>	<b>56.75</b>	<b>33.11</b>	<b>67.49</b>	<b>24.49</b>

注：根据会计新准则，2020年公司将原计入销售费用的运费纳入营业成本核算，2019年和2020年运输费分别为4.04亿元和4.51亿元。

资料来源：公司提供

公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成。跟踪期内公司业务规模快速扩张，广告及营销费用、人工成本均有所增加；受债务规模增加影响，公司财务费用有所上升。受益于收入增长，期间费用率下降，但仍处于较高水平。公司利润总额主要来自经营性业务利润，受益于业务规模扩张，公司经营性业务利润小幅增加。投资收益主要来自对重庆天友<sup>7</sup>的按权益法核算的长期股权投资，对利润总额形成一定补充。

跟踪期内，公司 EBIT 和 EBITDA 有所上升，但其利润率呈小幅下降态势。2020 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 9：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.1~3
销售费用	10.69	12.50	9.21	3.07
管理费用	2.84	3.20	3.69	1.26
研发费用	0.31	0.28	0.35	0.11
财务费用	0.69	0.64	0.82	0.29
期间费用合计	14.53	16.61	14.07	4.72
期间费用率(%)	29.23	29.28	20.85	23.45
经营性业务利润	2.49	2.53	2.84	0.36
投资收益	0.31	0.37	0.36	0.01
营业外损益	0.12	0.11	0.12	0.00
利润总额	2.70	2.68	3.08	0.44
EBIT	3.37	3.32	3.90	--
EBITDA	6.20	6.53	7.55	--
EBITDA 利润率 (%)	12.47	11.51	11.19	--
EBIT 利润率(%)	6.78	5.85	5.78	--
总资产收益率(%)	7.95	6.19	5.59	--

注：2020 年公司将原计入销售费用的运费纳入营业成本核算。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 公司业务规模扩张带动资产和债务规模扩张，财务杠杆水平上升

跟踪期内，公司资产仍主要以非流动性资产为主。受寰美乳业等企业纳入公司合并报表影响，公司固定资产和无形资产均有所增加，其中，无形资产的增长以寰美乳业的商标使用权为主。受合并范

<sup>7</sup> 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 2020 年度营业收入为 22.86 亿元，同比小幅增长 1.63%，实现净利润 0.66 亿元，同比减少 10.05%。

围变化及奶牛养殖规模扩大影响，公司以雌性奶牛为主的生物性资产亦增长。受益于公司持有现代牧业股票规模增加及股票价格上涨，其他权益工具投资规模上升。**中诚信国际关注到**，受收购寰美乳业等企业影响，2020 年末公司商誉规模大幅增长，面临一定商誉减值风险。

**表 10：2020 年末公司主要商誉构成情况（亿元，%）**

公司名称	账面价值	占比
寰美乳业	7.57	76.31
综合牧业	0.74	7.46
新希望双喜乳业（苏州）有限公司	0.39	3.93
新澳乳业	0.37	3.73
西昌新希望三牧乳业有限公司	0.29	2.92
<b>合计</b>	<b>9.36</b>	<b>94.35</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

流动资产方面，2020 年公司扩大借款规模，同时，公司将暂时闲置资金购买结构性存款，公司货币资金和交易性金融资产增加。受业务规模扩大影响，存货和应收账款有所增长。

**表 11：近年来公司主要资产情况（亿元）**

	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	3.05	4.46	5.39	5.77
交易性金融资产	0	0.06	1.41	0.41
应收账款	3.59	4.31	5.34	5.72
存货	2.86	3.28	4.66	4.86
<b>流动资产合计</b>	<b>10.46</b>	<b>12.99</b>	<b>18.59</b>	<b>18.59</b>
长期股权投资	3.86	4.10	4.31	4.31
其他权益工具投资	0.00	6.13	9.95	9.99
固定资产	19.91	20.19	27.21	27.26
在建工程	0.66	1.58	1.27	1.14
无形资产	2.24	2.26	6.17	7.14
商誉	1.13	1.13	9.92	11.58
生产性生物资产	3.28	3.24	6.63	6.86
<b>非流动资产合计</b>	<b>31.95</b>	<b>40.65</b>	<b>67.20</b>	<b>70.53</b>
<b>资产合计</b>	<b>42.41</b>	<b>53.64</b>	<b>85.79</b>	<b>89.12</b>

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司总负债仍主要由有息债务、应付账款和其他应付款构成。2020 年以来，为完成收并购和推进项目建设，公司发行“新乳转债”、并增加银行借款，



债务规模大幅扩张，同时，公司优化债务结构，债务期限以长期为主。2020年，公司新增向新希望集团等关联公司的借款，其他应付款进一步增加。

所有者权益方面，2020年，受益于公司发行“新乳转债”、持有的现代乳业股票价格上涨和利润累积，公司所有者权益上升，此外，受公司收购部分股权影响，少数股东权益增长。跟踪期内，受债务规模扩张影响，公司财务杠杆水平快速上升。

**表 12：近年来公司主要负债情况（亿元、%）**

	2018	2019	2020	2021.1-3
短期债务	12.91	16.01	19.10	15.67
长期债务	2.83	4.66	20.66	24.59
长短期债务比	4.56	3.44	0.92	0.64
总债务	15.74	20.67	39.76	40.26
应付账款	4.03	5.26	6.47	6.70
其他应付款	3.63	4.61	7.73	8.21
<b>总负债</b>	<b>26.99</b>	<b>33.08</b>	<b>57.18</b>	<b>60.44</b>
实收资本	7.68	8.54	8.54	8.54
其他权益工具	0	0	0.96	0.96
其他综合收益	0	-0.88	2.81	2.80
未分配利润	4.50	6.28	8.41	8.70
少数股东权益	0.83	0.87	2.07	2.13
<b>所有者权益合计</b>	<b>15.42</b>	<b>20.56</b>	<b>28.61</b>	<b>28.68</b>
资产负债率	63.64	61.66	66.65	67.82
总资本化比率	50.51	50.13	58.15	58.40

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 跟踪期内公司业务保持良好的收现能力，投资活动流出规模进一步增加，偿债指标有所弱化

2020年，受益于业务规模扩张，公司经营活动净现金流入规模较2019年有所上升。2020年以来，公司收购寰美乳业、新澳乳业、重庆瀚虹等企业，并持续推进项目建设，收购和建设资金部分来自借款，投资活动现金净流出和筹资活动现金净流入规模明显增加。

受债务扩张影响，经营活动净现金流和EBITDA对债务本息的覆盖能力明显减弱，受益于公司调整债务结构，EBITDA对短期债务的覆盖能力保持稳定。

**表 13：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）**

	2018	2019	2020	2021.1-3
经营活动净现金流	4.37	6.35	7.19	1.71
投资活动净现金流	-1.61	-12.67	-19.45	-1.80
筹资活动净现金流	-3.68	7.71	13.21	0.47
经营活动净现金流/短期债务	0.34	0.40	0.38	0.44*
经营活动净现金流/总债务	0.28	0.31	0.18	0.17*
经营活动净现金流/利息支出	6.43	9.56	7.79	--
(CFO-股利)/总债务(%)	22.45	24.83	14.25	--
EBITDA 利息保障倍数	9.11	9.84	8.18	--
总债务/EBITDA	2.54	3.16	5.27	--
EBITDA/短期债务	0.48	0.41	0.40	--
货币资金/短期债务	0.24	0.28	0.28	0.37

注：表中加\*为年化指标

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

### 跟踪期内公司受限资产增加，影响资产流动性，公司拥有良好的银企关系和直接融资渠道，无对外担保

2020年以来，公司对外质押资产和股权以取得长期借款，对资产流动性产生一定影响。截至2021年3月末，公司受限资产合计16.47亿元，其中，受限固定资产2.19亿元，公司对外质押现代乳业股权5.95亿股（账面价值9.28亿元）和寰美乳业股权4.9亿元。

截至2021年3月末，公司授信总额为60.79亿元，其中未使用授信为29.45亿元，备用流动性尚可。此外，公司作为上市公司，具有直接融资渠道。

截至2021年3月末，公司无对外担保和对公司营运产生影响的重大诉讼。

**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2021年5月6日，近三年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。

## 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

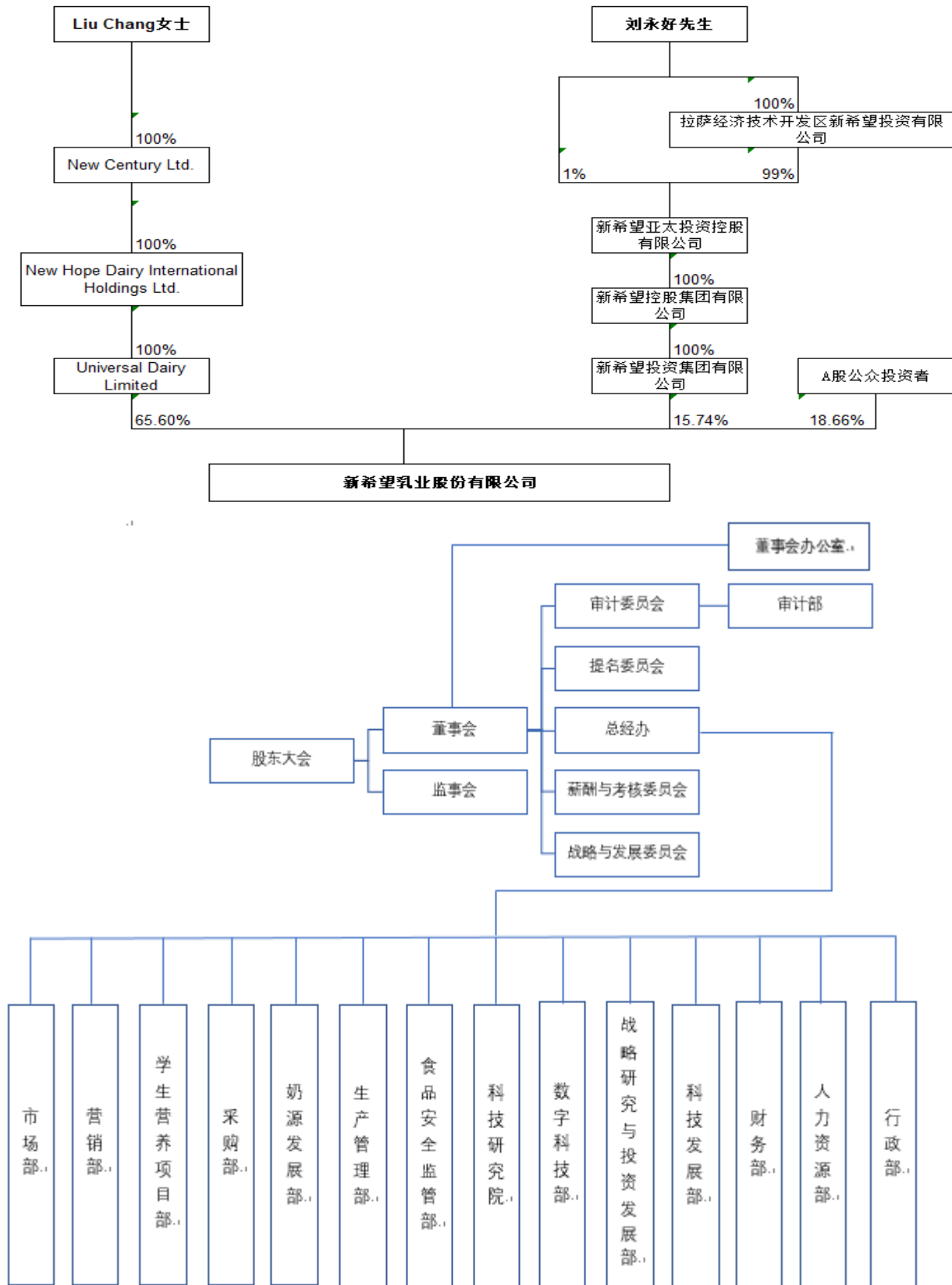
公司作为农牧业企业，符合国家支持和扶持农业产业的政策和方针，享受国家政策规定的对农牧企业在税收减免、融资等方面的一系列优惠政策。2020年，公司获得政府补贴0.71亿元。

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。2020年，新希望集团向公司提供防疫借款2.65亿元，并为公司发行供应链资产支持专项计划2.72亿元提供差额补足。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，中诚信国际维持新希望乳业股份有限公司的主体信用等级为**AA**，评级展望为稳定；维持“新乳转债”的债项信用等级为**AA**。

### 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 2021 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）	2018	2019	2020	2021.3
货币资金	30,461.28	44,640.40	53,866.35	57,654.46
应收账款净额	35,924.57	43,112.10	53,388.00	57,215.71
其他应收款	3,854.77	2,908.08	3,323.34	3,929.32
存货净额	28,570.16	32,844.71	46,612.19	48,552.24
长期投资	38,598.57	102,284.86	142,632.38	143,046.81
固定资产	199,095.23	201,930.47	272,128.34	272,616.64
在建工程	6,633.43	15,765.53	12,734.53	11,432.33
无形资产	22,370.40	22,606.01	61,686.55	71,399.70
总资产	424,095.10	536,408.61	857,881.96	891,151.97
其他应付款	36,341.99	46,104.01	77,267.87	82,069.82
短期债务	129,106.82	160,126.65	191,006.48	156,677.72
长期债务	28,289.60	46,589.60	206,558.23	245,923.44
总债务	157,396.42	206,716.25	397,564.71	402,601.16
净债务	126,935.14	162,075.84	343,698.36	344,946.70
总负债	269,873.30	330,772.79	571,805.56	604,358.78
费用化利息支出	6,673.42	6,381.45	8,163.58	--
资本化利息支出	131.33	261.46	1,070.22	--
所有者权益合计	154,221.80	205,635.83	286,076.39	286,793.19
营业总收入	497,195.38	567,495.37	674,863.19	201,409.65
经营性业务利润	24,869.84	25,279.54	28,366.49	3,575.41
投资收益	3,093.80	3,662.72	3,643.96	70.86
净利润	24,662.24	25,144.52	28,943.46	3,467.71
EBIT	33,698.49	33,212.08	38,995.50	--
EBITDA	62,015.26	65,345.86	75,498.82	--
经营活动产生现金净流量	43,726.39	63,501.37	71,944.18	17,080.48
投资活动产生现金净流量	-16,101.37	-126,651.45	-194,548.81	-18,019.97
筹资活动产生现金净流量	-36,809.05	77,093.74	132,084.89	4,731.04
资本支出	41,146.96	60,166.43	63,443.60	17,115.39
财务指标	2018	2019	2020	2021.3
营业毛利率(%)	33.85	33.11	24.49	25.30
期间费用率(%)	29.23	29.28	20.85	23.45
EBITDA 利润率(%)	12.47	11.51	11.19	--
总资产收益率(%)	7.95	6.19	5.59	--
净资产收益率(%)	15.99	12.23	11.77	--
流动比率(X)	0.46	0.48	0.54	0.56
速动比率(X)	0.33	0.36	0.40	0.41
存货周转率(X)	11.51	11.56	12.83	12.65*
应收账款周转率(X)	13.84	13.16	13.99	14.57*
资产负债率(%)	63.64	61.66	66.65	67.82
总资本化比率(%)	50.51	50.13	58.15	58.40
短期债务/总债务(%)	82.03	77.46	48.04	38.92
经营活动净现金流/总债务(X)	0.28	0.31	0.18	0.17*
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.34	0.40	0.38	0.44*
经营活动净现金流/利息支出(X)	6.43	9.56	7.79	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	22.45	24.83	14.25	--
总债务/EBITDA(X)	2.54	3.16	5.27	--
EBITDA/短期债务(X)	0.48	0.41	0.40	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	9.11	9.84	8.18	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.95	5.00	4.22	--

注：1、2021年一季报未经审计；2、带\*指标已经年化处理；3、由于缺乏数据，未计算2021年1~3月部分指标；4、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。



### 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+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+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	=营业总收入/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
现金流	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
	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
偿债能力	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）
	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
偿债能力	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=债权投资+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。