



新希望乳业股份有限公司

2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：信评委函字[2023]跟踪 0713 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本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。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2023 年 6 月 21 日

本次跟踪发行人及评级结果	新希望乳业股份有限公司	AA/稳定
--------------	-------------	-------

本次跟踪债项及评级结果	“新乳转债”	AA
-------------	--------	----

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，主要基于新希望乳业股份有限公司（以下简称“新乳业”或“公司”）在区域低温乳制品领域拥有较高的市场地位，跟踪期内持续推出新产品，产品多样性水平进一步提升；收入和盈利水平有所提升及公司股东在业务、融资和资金方面能够提供一定支持等方面的优势。同时中诚信国际也关注到乳制品行业竞争激烈，新拓展的区域市场经营情况值得关注；债务规模有所增长，财务杠杆水平处于较高水平；商誉占资产比重仍较高等因素对其经营和整体信用状况造成的影响。

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。

调级因素

可能触发评级上调因素：市场占有率显著提升，区域多元化程度明显提高；盈利能力大幅提升且具有持续性；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。

正面
<ul style="list-style-type: none"> ■ 公司在区域低温乳制品领域拥有较高的市场地位，跟踪期内持续推出新产品，产品多样性水平进一步提升 ■ 公司收入和盈利水平有所提升 ■ 公司股东在业务、融资和资金方面能够提供一定支持
关注
<ul style="list-style-type: none"> ■ 乳制品行业竞争激烈，新拓展的区域市场经营情况值得关注 ■ 债务规模有所增长，财务杠杆水平处于较高水平 ■ 商誉占资产比重仍较高，需对其减值风险保持关注

项目负责人：孙 抒 shsun@ccxi.com.cn

项目组成员：刘彦迪 ydliu@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

财务概况

新乳业（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3
资产总计（亿元）	85.79	95.04	94.90	94.55
所有者权益合计（亿元）	28.61	28.69	26.66	26.56
负债合计（亿元）	57.18	66.35	68.24	67.99
总债务（亿元）	39.76	42.63	44.17	45.65
营业总收入（亿元）	67.49	89.67	100.06	25.21
净利润（亿元）	2.89	3.41	3.62	0.62
EBIT（亿元）	3.93	5.02	5.78	--
EBITDA（亿元）	7.58	9.15	10.60	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	7.19	10.35	10.34	2.12
营业毛利率（%）	24.49	24.56	24.04	27.06
总资产收益率（%）	5.64	5.55	6.08	--
EBIT 利润率（%）	5.82	5.59	5.77	--
资产负债率（%）	66.65	69.81	71.91	71.91
总资本化比率（%）	58.15	59.77	62.36	63.22
总债务/EBITDA（X）	5.24	4.66	4.17	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	8.21	6.82	6.60	--
FFO/总债务（X）	0.15	0.16	0.18	--

注：1、中诚信国际根据新乳业提供的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 2021~2022 年度审计报告及未经审计 2023 年度一季报整理；其中，2020 年、2021 年财务数据分别采用了 2021 年、2022 年审计报告期初数，2022 年财务数据采用了 2022 年审计报告期末数；2、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，特此说明；3、中诚信国际债务统计口径包含公司长期应付款和其他应付款债中的带息债务。

同行业比较（2022 年数据）

公司名称	液体乳产能（万吨）	资产总额（亿元）	资产负债率（%）	营业总收入（亿元）	营业毛利率（%）	总债务/EBITDA（X）
中国蒙牛	1,291	1,178.13	57.52	933.10	35.30	4.46
新乳业	113	94.90	71.91	100.06	24.04	4.17

中诚信国际认为，与同行业企业相比，公司在西南、西北等区域渠道布局完善，在区域低温鲜奶领域具有一定竞争力，产品创新能力和原奶自给水平尚可，但其品牌影响力、产能布局、业务多元化等方面仍有较大提升空间。公司盈利能力较低、财务杠杆水平较高。

注：中国蒙牛是“中国蒙牛乳业有限公司”简称。

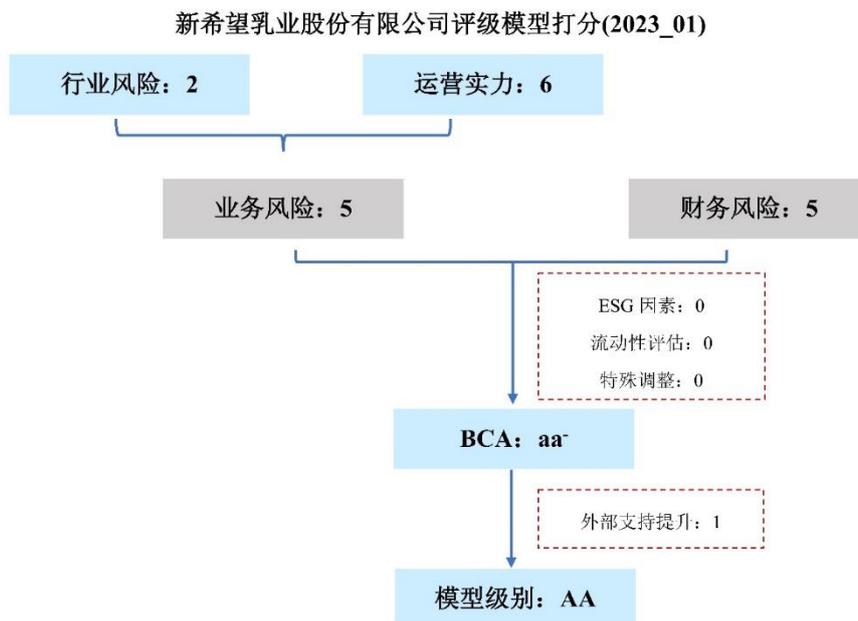
资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项评级结果	上次债项评级结果	上次评级时间	发行金额（亿元）	债项余额（亿元）	存续期	特殊条款
新乳转债	AA	AA	2022/06/27	7.18	7.18	2020/12/18~2026/12/18	回售、赎回

注：截至 2023 年一季度末，剩余可转债金额为 71,797.34 万元，剩余可转债数量 717.9734 万张。

评级模型



方法论

中诚信国际饮料乳品行业评级方法与模型 C090402_2022_03

■ 业务风险:

新乳业属于饮料乳品行业，中诚信国际对中国饮料乳品行业风险评估为较高；新乳业在低温鲜奶领域拥有较高的市场地位，研发能力强，在跟踪期内持续推出新产品，产品多样性水平进一步提升，公司在西南、西北等区域渠道布局完善，业务风险评估为较低。

■ 财务风险:

新乳业获现能力较强，盈利能力持续提升，财务杠杆处于较高水平，偿债指标一般，财务风险评估为较低。

■ 个体信用状况（BCA）:

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对新乳业个体基础信用等级无影响，新乳业具有 aa- 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和较低的财务风险。

■ 外部支持:

公司实际控制人之一刘永好先生同时还为新希望集团实际控制人，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，公司作为其产业内的重要上市公司和乳业品业务的主要运营板块，实控人对其支持意愿较强，可在融资、客户资源、业务协同、资金等方面提供给公司较大支持，外部支持调升 1 个子级。

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（亿元）

债项简称	募集资金	已使用募集资金	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：公司提供，中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性继续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

近期关注

我国乳制品行业整体发展态势良好，产销量稳步增长，产品功能化和高端化成为行业增长重要驱动力，为适应消费者对产品的个性化需求和新零售渠道，各乳企加强产品创新和营销推广力度，行业竞争日趋激烈，行业集中度或将有所提升；受供需变化和饲料成本影响，近年来原奶价格快速波动，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，近年来产品质量有所提升。

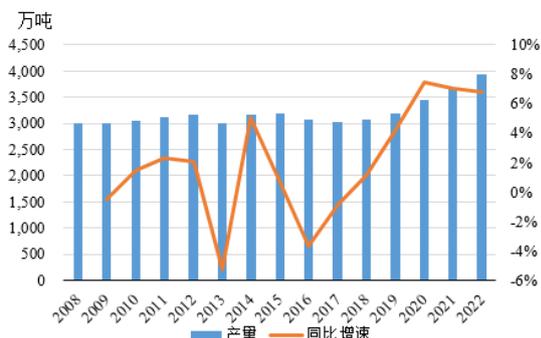
我国乳制品行业的发展受到国内供需平衡、产品质量、养殖成本以及国际乳制品市场环境变化影响，存在一定波动，但行业整体向好。受益于国内乳制品产品质量升级、多元化新品持续推出以及冷链物流技术的发展，乳制品产销量稳步提升，根据国家统计局数据，2022 年我国乳制品产量约 3,117.7 万吨，同比增长 2.84%。

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。近年来受居民消费升级、国民健康意识提升、饮食结构变化等因素影响，乳制品产品需求呈上升态势，人均乳制品消费量不断提高。中国乳制品工业协会数据显示，2022 年我国人均每日乳制品摄入量为 255ml。但目前我国人均奶类占有量仍只有世界平均水平的三分之一，与发达国家相比差距较大，未来市场增长空间较大。

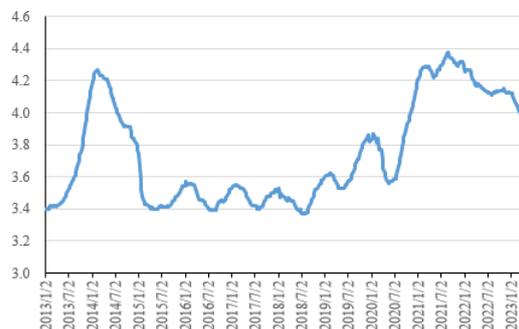
从下游消费结构来看，常温白奶占据主导地位，近年来市场规模稳健增长，2022 年受消费受限影响，低温乳制品销售有所下滑。近年来龙头企业与新锐品牌纷纷提升产品研发能力，在产品端不断创新，低糖、脱脂、高钙、零添加、高蛋白等个性化产品正在满足消费者的多样化需求，加快了细分赛道的形成。未来产品高端化、功能化或将成为行业重要创新点与增长点。

从消费渠道和营销方式来看，超市、大卖场等线下渠道占有重要地位，新销售渠道的多样性促进了乳制品市场发展，未来更多实体门店的营销渠道将转移至线上，以短视频、直播、私域运营等数字营销方式协助乳制品的推广与市场扩张。

从原材料来看，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%。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，乳制品进口量具有一定规模，国际奶价变动亦对国内原奶价格形成较大影响。近年来，得益于政府扶持生产政策、乳品企业加大投资以及过去 5 年连续进口超 120 万头优质奶牛等因素影响，原奶产量保持增长态势，2022 年我国牛奶产量达 3,932 万吨，同比增长 6.8%，连续五年保持上升态势，已创近年来新高。2021 年原奶供应整体趋紧，受大豆、玉米等饲料成本推动和民众饮奶需求恢复影响，原奶价格保持上涨态势，并于 2021 年 8 月达到最高点 4.3 元/公斤；2021 年四季度以来，受奶源阶段性过剩影响，原奶价格有所下行。近年来全国及地方乳品龙头投资、并购或自建上游牧场，以保障其奶源的稳定性，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，原材料价格波动对下游乳制品企业成本控制的影响值得关注。

图 1：近年来牛奶产量情况


资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来原奶价格走势（元/公斤）


资料来源：公司年报，中诚信国际整理

从终端市场格局来看，第一梯队是销售网络覆盖全国，收入水平和市场占有率处于行业领先地位的全国性企业，目前形成以蒙牛和伊利为首的双寡头格局；第二梯队是在重点区域市场占据一定领先地位，与全国性乳企形成有效互补的区域性企业，如三元乳业、光明乳业、君乐宝、新乳业等；第三梯队是生产经营规模较小，通常仅在单一省市经营，市场份额小并且竞争力有限的地方性企业，如天润乳业、科迪乳业、燕塘乳业、济南佳宝、菊乐股份等。各乳企在面对消费群体年轻化、需求多样化方面，加大了产品创新、营销推广的力度，市场竞争更趋激烈。近年来，第一二梯队企业通过资产重组、兼并收购等方式收购中小乳企，抢占区域市场份额，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，挤压中小企业生存空间，行业集中度有进一步提升的趋势。

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。根据 2022 年《中国奶业质量报告》数据显示，2021 年我国生鲜乳抽检合格率已达 99.9%，继续保持较高水准；乳蛋白、乳脂肪的抽检平均值分别为 3.32%、3.83%，实现双增长；菌落总数、体细胞抽检平均值优于欧盟标准；重点监控违禁添加物抽检合格率连续 13 年保持 100%。全国 4,261 个生鲜乳收购站和 5,342 辆运输车，实现监管全覆盖，保障生鲜乳质量安全。

中诚信国际认为，新乳业保持较高的品牌知名度和低温鲜奶领域较高的市场地位，产品多样性水平进一步提升；公司在西南、西北、华东等区域营销渠道布局完善，产能规模优势进一步增强，DTC 和市场拓展共同推动产品量价齐升，此外，公司原奶自给水平提升，在建项目待投资规模不大，资本支出压力可控。但关联交易规模情况、部分新拓展区域市场的经营情况仍有待持续关注。

公司多元化品牌布局完善，主品牌知名度较高，在区域低温乳品领域保持较高的市场地位；跟踪期内持续推出新产品，产品多样性水平进一步提升。

公司主要从事乳制品的生产、研发和销售业务，产品以常温奶、低温鲜奶和低温酸奶为主。公司品牌运营策略为一个核心品牌“新希望”以及多个子品牌（具体有“华西”、“雪兰”、“阳平”、“七彩云”、“蝶泉”、“三牧”、“南山”、“双峰”、“双喜”、“白帝”、“琴牌”、“唯品”、“天香”、“夏进”、“澳牛”），各子品牌在核心品牌“新希望”下独立运营，能够有效地发挥主品牌较高的市场影响力，并增强区域客户粘性。公司在低温乳品领域拥有较高的市场地位，其中低温鲜奶全国市场率超过

10%，在四川、宁夏、云南等区域市场均具有领先地位。

研发方面，跟踪期内公司持续加强研发能力并研发新品，2022 年研发投入同比进一步提升，占营收比重 0.48%。2022 年，公司的复合包埋技术研究成果“益生菌包埋技术在乳品中的应用研究及产业化”获得中国乳制品工业协会 2022 年技术进步奖一等奖；通过注气技术实现酸奶与乳酪工艺有机结合，拓宽了乳制品品类，研发上市云朵慕斯系列产品。2022 年，公司共荣获行业级科技进步奖 5 项；共申请专利 27 项，其中发明专利 11 项；获授权专利 44 项，其中发明专利 8 项。整体来看，持续的研发投入和及时的专利获取有助于公司产品保持市场竞争力。2022 年，公司通过持续迭代创新的产品，推出了 24 小时限定娟姗乳、今日鲜奶铺浓牛乳、活润晶球好胃道、初心零蔗糖椰子酸奶、味蕾游记（云朵慕斯·新鲜凝酪）、酸奶生“汽”了等新产品，产品多样性水平进一步提升。

跟踪期内，受益于新产能投放、市场拓展和 DTC 业务发展，低温和常温产品呈量价齐升态势，但乳制品市场竞争激烈，新区域市场拓展情况值得关注。

公司拥有 16 家乳制品加工厂，分布于四川、云南、浙江、山东、宁夏、甘肃等区域，形成了立足西南、辐射全国的产能布局。产能方面，由于蝶泉牧业二期及永昌牧业一期等产能扩建项目的投产和部分常温产品落后产线的淘汰，公司低温产品产能规模明显扩大，而常温产品产能有所降低，产能利用率受产能变化影响呈反向波动趋势。整体来看，公司产能规模优势有所提升。

公司采用以销定产的生产模式。跟踪期内，受益于公司低温产品新产能投产、持续迭代创新产品并加大对特色产品的营销，公司低温产品及常温产品产销规模均实现增长且产销率处于较好水平。销售价格方面，跟踪期内，公司优化产品结构并调升了主要产品销售单价，常温产品和低温产品销售价格均有所提升。

表 2：公司主要产品产能及产销情况（万吨/年、万吨、%、千元/吨）

年份	指标	低温产品	常温产品
2020	产能	33.31	45.88
	产量	33.03	41.06
	产能利用率	99.16	89.49
	销量	30.12	42.03
	产销率	91.19	102.36
	销售价格	11.03	7.03
2021	产能	35.64	68.52
	产量	34.37	59.26
	产能利用率	96.44	86.48
	销量	35.11	60.77
	产销率	102.15	102.55
	销售价格	11.42	7.06
2022	产能	46.55	66.56
	产量	37.29	60.80
	产能利用率	80.10	91.34
	销量	35.51	64.42
	产销率	95.23	105.95

销售价格	11.77	7.13
------	-------	------

资料来源：公司提供

公司销售模式分为直销与经销两种，2022 年，公司发展 DTC（Direct To Consumer）业务，直销渠道¹和经销渠道销售额分别同比增加 19.82% 和减少 8.82%，提升 DTC 业务占比有助于公司增强对市场需求及产品价格的掌控力。同时 2022 年公司加强了经销商业务整合力度，经销商数量净减少 708 家至 3,261 家。其中，西南、华东地区经销商数量仍居前二；公司持续拓展华中市场业务，华中地区经销商数量同比增长 6.81% 至 439 家。此外，公司积极发展线上渠道，线上消费涵盖淘系、京东等各大购物平台，公司还通过直播、短视频、私域社群、社区拼团等新营销方式紧抓用户需求，2022 年公司实现电商渠道销售收入 7.30 亿元，同比增长 8.70%。

销售区域方面，西南地区仍为公司核心销售区域，2022 年西南地区销售收入同比增长 3.06%；同时受益于公司优秀的冷链配送能力及高端鲜奶产品推广较快，2022 年公司在上海市的销售规模显著增加，带动华东区域销售收入同比增长 31.55%；此外，得益于公司持续开拓市场，公司产品销售在大湾区城市群实现了超过 100% 的高速增长。但乳制品市场竞争激烈，公司在广州等新拓展区域市场盈利情况尚有待改善。

表 3：近年来公司区域销售分布情况（亿元、%）

区域	2020		2021		2022	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
西南	30.82	45.66	36.13	40.30	37.24	37.21
华东	16.87	24.99	21.91	24.43	28.82	28.80
华北	7.12	10.55	8.65	9.65	7.98	7.97
西北	6.97	10.32	14.31	15.96	14.38	14.37
其他	5.71	8.47	8.67	9.67	11.66	11.65
合计	67.49	100.00	89.67	100.00	100.06	100.00

注：受分项数据四舍五入影响，表中分项数据价格与合计数。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，公司对商超客户和教育局等单位的结算账期仍分别为 30~60 天和 30~90 天，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。客户集中度方面，2022 年公司前五大客户销售收入占营业总收入的比重为 12.30%，同比小幅提升，客户仍较为分散。

跟踪期内，公司自有奶牛存栏量稳步增长，自有奶源供应占比持续提升，与供应商保持稳定良好的合作关系。

公司主要原材料包括原料奶、其他原辅料和包材。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。跟踪期内，公司持续加强自有牧场的建设，在全国范围内总共拥有 13 个规模化与标准化牧场，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。2022 年蝶泉牧场扩建完成，公司从澳大利亚进口千头奶牛自行培育，2022 年末自有奶牛总存栏数 48,255 头，同比增加 5,135 头；且随着公司持续优化饲喂工作，2022 年公司成母牛单产同比提升 0.5 吨/头年，乳脂、乳蛋白等原奶指标均有所提升，带动公司自有奶源供应占比持续提升。2022 年，原奶价格依旧高位运行，但因自有奶源供应占比提升，公司原奶采购金额同比变化不大。此

¹直销渠道包括大型超市、连锁、直营门店、教育局以及学校等。

外，跟踪期内，公司继续从 AUSTASIA INVESTMENT HOLDINGS PTE.LTD（以下简称“澳亚集团”）、中国现代牧业控股有限公司（以下简称“现代牧业”）等合作大型奶源基地采购原料奶，2022 年通过控股、参股的牧场所提供的稳定奶源达到总需求量的 50% 左右，供应较为稳定，奶源品质可靠，为公司业务发展提供了有力保障，但仍需关注原奶价格变动对公司带来的成本压力，以及原奶产品质量对公司乳制品产品品质的影响。

表 4：公司不同采购模式下原奶采购金额及占比（亿元、%）

	2020		2021		2022	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
自有牧场	6.46	22.38	9.89	25.88	11.63	30.07
社会牧场	22.39	77.62	28.33	74.12	27.05	69.93
合计	28.85	100	38.22	100.00	38.68	100

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其他材料采购方面，跟踪期内公司仍沿用集采和分采结合的模式，且与供应商保持稳定良好的合作关系。公司辅料供应商较为分散；而包材供应商较为集中，主要为纷美（北京）贸易有限公司和利乐中国有限公司。结算方面，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；公司与包材和辅料的供应商采取先货后款的结算方式，按月进行结算。

公司已建立完善的供应商管理和考核体系，每季度对供应商进行动态考核。供应商集中度方面，2022 年公司前五大采购商采购金额占比为 25.15%，同比增加 3.7 个百分点，集中度有所提升。目前，公司第一大供应商为关联公司，关联方交易主要围绕原材料与劳务采购展开，2022 年，公司从关联方采购规模为 8.86 亿元，占采购总额比重为 10.32%，占比同比增加 1.25 个百分点，采购端关联交易规模较大。此外，2022 年，公司向关联方销售商品和劳务合计 2.22 亿元，占销售总额比例较低。公司与关联方交易定价与结算机制均按照市场化定价原则进行，但中诚信国际将对此保持关注。

跟踪期内，公司放缓投资并购速度，在建项目待投资规模不大，资本支出压力可控，建成后公司自有奶源供给比例有望得到进一步提高。

跟踪期内，公司放缓了投资并购速度，相关资本支出有所减少。2022 年 3 月，公司投资 1.42 亿元，收购湖南新希望南山液态乳业有限公司（以下简称“湖南南山”）40% 少数股东权益。2022 年 5 月，公司对一番植(上海)生物科技有限公司（以下简称“一番植”）增资人民币 1,000 万元，取得其 15% 的股权。一番植成立于 2020 年，主打产品为低温鲜燕麦奶品牌一番麦，目前产品主要在以盒马为主的线下渠道和以天猫、京东为主的线上渠道销售。预计公司未来投资并购节奏可控，股权投资资金支出压力不大。

截至 2022 年末，公司在建项目主要集中于以塞上牧业工程为主的牧场建设项目及小规模产线技改项目，主要在建项目均将在 2023 年投产，建成后公司自有奶源供给比例有望进一步提升。公司在建工程投资规模不大，截至 2023 年 3 月末，公司主要在建项目总投资额为 4.53 亿元，未来拟投入金额为 3.26 亿元，考虑到公司具有一定规模的资金储备及较强的获现能力，资本支出压力可控。

表 5: 截至 2023 年 3 月末公司主要在建工程 (万元)

项目名称	总投资	截至 2023 年 3 月末已投资	计划投产日期
塞上牧业工程	41,248.00	9,796.14	2023 年 12 月
夏进乳业综合车间 A3/speed-0400 高速灌装线安装工程	1,919.88	1,330.33	2023 年 5 月
夏进乳业动力车间 3000T 污水处理设备安装工程	1,030.00	948.31	2023 年 5 月
永昌牧业一期扩建工程	750.10	525.06	2023 年 6 月
夏进乳业-综合车间扩产前处理匹配调整改造项目工程	322.00	42.27	2023 年 8 月
合计	45,269.98	12,642.11	--

资料来源: 公司提供

财务风险

中诚信国际认为, 跟踪期内, 受益于液体乳产品量价齐升, 公司盈利规模有所提升; 经营获现保持在一定规模, 投资压力不大; 2022 年债务规模有所增长, 财务杠杆仍处于较高水平, 偿债指标一般。

跟踪期内, 受益于液体乳产品量价齐升, 公司收入和盈利规模均有所提升。

2022 年, 受益于液体乳主要产品销量及价格齐升, 公司液体乳板块收入和毛利率均有所增长; 奶粉板块收入较为稳定, 受市场竞争加剧影响, 其毛利率有所下降; 公司其他业务主要包括代加工、贸易、学生营养餐以及租赁收入等, 当年公司抓住市场机会拓展了代加工和贸易业务, 带动其他业务收入显著提升, 但代加工和贸易业务的毛利率水平较低, 相应拉低了该板块的毛利率。综合影响下, 2022 年公司营业总收入同比提升 11.59%, 而营业毛利率略有下降。2023 年 1~3 月, 公司产品销售情况较好, 营业收入同比增加 8.84%, 营业毛利率同比增长 3.06 个百分点。

表 6: 公司分板块收入和毛利率情况 (亿元、%)

项目	2020		2021		2022	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
液体乳	62.73	24.81	83.01	24.74	87.76	26.06
奶粉	0.70	28.03	0.73	33.27	0.71	28.29
其他	4.06	18.87	5.93	20.98	11.59	8.48
营业总收入	67.49	24.49	89.67	24.56	100.06	24.04
/毛利率						

资料来源: 公司公告, 中诚信国际整理

公司期间费用主要由销售费用和管理费用构成。2022 年, 销售费用增加主要系业务规模扩张影响, 公司相应增加营销投入; 而同期限制性股票激励计划股份支付减少及公司强化劳效管理使得管理费用下降, 降低人工成本导致。此外, 公司财务费用主要因境外融资成本上升导致的利息支出增加及净汇兑损失增长而有所增加。整体来看, 跟踪期内公司期间费用管控能力有所提升。公司利润以经营性业务利润为主, 来自重庆市天友乳业股份有限公司、现代牧业和澳亚集团的投资收益对公司利润亦形成一定补充, 2022 年受部分下游客户经营情况恶化影响, 公司增加了对应收账款的单项坏账准备计提规模并调高了不同账龄的违约损失率引致信用减值损失同比增加。综合来看, 跟踪期内, 公司 EBIT 利润率和总资产收益率均同比增加, 盈利规模进一步提升。

表 7: 近年来公司盈利能力相关指标 (亿元、%)

	2020	2021	2022	2023.3
销售费用	9.21	12.48	13.57	3.91

管理费用	3.69	4.92	4.70	1.12
研发费用	0.35	0.40	0.48	0.12
财务费用	0.82	1.16	1.48	0.40
期间费用率	20.85	21.15	20.20	21.97
经营性业务利润	2.84	3.19	3.90	1.30
资产减值损失	0.03	0.01	0.00	0.00
信用减值损失	0.06	-0.07	0.36	0.20
投资收益	0.36	0.55	0.52	-0.04
利润总额	3.08	3.77	4.06	0.79
EBIT 利润率	5.82	5.59	5.77	--
总资产收益率	5.64	5.55	6.08	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

跟踪期内，受股权投资股价下跌影响，公司资产规模和权益规模下降；商誉规模仍较高，需关注其减值风险；受债务规模增长影响，财务杠杆进一步上升，处于较高水平。

2022 年，公司资产规模相对稳定，以长期股权投资、固定资产、其他权益工具投资、生产性生物资产和商誉为主的非流动资产在资产总额中占比较高。其中其他权益工具投资同比减少较多主要系持有的澳亚集团和现代牧业股权股价下跌较多所致；生产性生物资产同比增加较多主要系自有牧场牛只规模上升所致；由于跟踪期内公司并购活动减少，且前期被并购企业整体运营符合预期，商誉规模不变，但占资产比重仍较高，需持续对其减值风险保持关注。流动资产方面，公司货币资金维持一定规模，且受限比例较低；公司销售回款保持良好水平，应收账款周转率有所提升；受公司牧场扩建及跟踪期内物流运输不畅影响，公司增加了牧草等原材料储备，存货规模同比增加较多，需对产成品库存规模及库存周期变化情况保持关注。截至 2023 年 3 月末，公司资产规模略下降主要系其他权益工具投资中被投资企业股价下跌所致，资产结构变化不大。

公司总负债主要由有息债务构成，跟踪期内公司债务规模略有增长，长短期债务分布较为均衡。权益结构方面，公司利润持续积累，2022 年公司计划分红 0.74 亿元，占当期净利润的比例约为 20%，分红比例尚可。但其他综合收益和少数股东权益下降较多导致公司所有者权益有所减少，其中其他综合收益下降主要是持有的澳亚集团和现代牧业股权在跟踪期内股价下跌导致公允价值下降所致；而少数股东权益减少主要系公司收购子公司湖南南山 40% 的少数股东股权所致。跟踪期内，受债务规模增长及权益规模下降影响，公司财务杠杆比率有所上升，且处于较高水平。

表 8：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%、X）

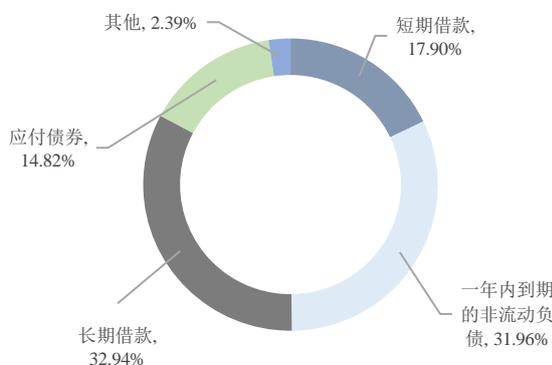
	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	5.39	5.15	4.94	6.65
应收账款	5.34	6.17	5.76	6.58
存货	4.66	6.85	8.00	6.58
长期股权投资	4.31	4.62	4.89	4.85
固定资产	27.21	28.39	28.07	27.52
其他权益工具投资	9.95	10.73	7.50	6.60
生产性生物资产	6.63	7.88	9.42	9.73
商誉	9.92	11.90	11.90	11.90
资产总计	85.79	95.04	94.90	94.55
应付账款	6.47	8.82	9.58	8.36
其他应付款	7.73	7.63	6.38	7.27
总负债	57.18	66.35	68.24	67.99

短期债务/总债务	48.04	49.11	46.40	49.96
总债务	39.76	42.63	44.17	45.65
股本	8.54	8.67	8.67	8.67
其他综合收益	2.81	0.01	-4.21	-4.97
未分配利润	8.41	10.92	13.76	14.37
少数股东权益	2.07	2.32	1.47	1.48
所有者权益合计	28.61	28.69	26.66	26.56
存货周转率	12.83	11.75	10.23	10.09*
资产负债率	66.65	69.81	71.91	71.91
总资本化比率	58.15	59.77	62.36	63.22

注：加*指标为年化数。

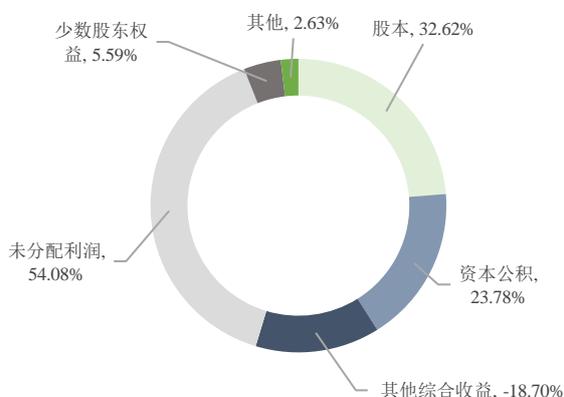
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 3：截至 2023 年 3 月末公司总债务构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

图 4：截至 2023 年 3 月末公司所有者权益构成



资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2022 年公司经营获现保持一定规模，能够有效满足投资需求；偿债指标表现一般。

公司经营获现能力较好，2022 年经营性现金流相对平稳。投资活动方面，2022 年受公司收并购活动同比减少影响，投资活动现金净流出规模显著收窄。筹资活动方面，受回购限制性股票增加及收到股权激励认缴款减少等因素影响，筹资活动现金由正转负。2023 年一季度，受销售规模增长影响，经营活动净现金流同比增加 93.32%，同期公司新增部分银行借款，筹资活动净现金流由负转正。

偿债指标方面，跟踪期内，受公司债务规模上升及盈利能力增加综合影响，公司偿债指标有所分化，但整体表现一般。

表 9：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2020	2021	2022	2023.3
经营活动净现金流	7.19	10.35	10.34	2.12
投资活动净现金流	-19.45	-11.08	-6.53	-1.50
筹资活动净现金流	13.21	0.47	-4.69	1.15
货币等价物/短期债务	0.36	0.25	0.21	0.27
经营活动净现金流/利息支出	7.79	7.71	6.44	--
EBITDA 利息保障倍数	8.21	6.82	6.60	--
总债务/EBITDA	5.24	4.66	4.17	--
FFO/总债务	0.15	0.16	0.18	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

截至 2022 年末，公司受限资产主要为货币资金及用于长期借款质押的股权，合计 9.57 亿元，占总资产比重为 10.12%，受限比例不高。其中货币资金为 0.70 亿元，主要系银行票据保证金、住房公积金和在途资金等；而用于长期借款质押的子公司股权价值和其他权益工具投资股权价值分别为 3.61 亿元和 5.26 亿元。

截至 2023 年 3 月末，公司无对外担保和影响正常经营的重大未决诉讼。

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，2020 年~2023 年 4 月，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。

预测与假设²

假设

- 2023 年，预计新乳业产品销量呈增长态势，通过优化渠道和内部管理等方式，盈利能力有所提升。
- 2023 年，预计新乳业投资支出规模同比小幅下降，仍主要为产能建设项目投资。
- 2023 年，预计新乳业年末有息债务规模小幅下降。

预测

表 10：预测情况表

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总资本化比率（%）	59.77	62.36	57~62
总债务/EBITDA（X）	4.66	4.17	3~3.6

资料来源：中诚信国际预测

调整项

流动性评估

中诚信国际认为，新乳业长短期债务分布合理，凭借一定规模的资金储备和较好的备用流动性，流动性压力可控。

公司经营获现能力较好，拥有一定规模的资金储备和备用流动性。截至 2023 年 3 月末，公司非受限货币资金为 6.02 亿元；同期末公司共获得银行授信额度 82.60 亿元，其中未使用银行授信额度为 45.35 亿元，备用流动性较好。同时，公司为 A 股上市公司，具有股权融资渠道。

公司资金流出主要用于投并购、产能建设投资和偿付本息，随着公司品牌和产能布局的逐渐完善，未来公司资本支出预计将有所下降。近年来公司支付利息较多，2020~2022 年分配股利、利润或偿付利息支付的现金支出合计约 5.2 亿元。公司债务长短期分布合理，且拥有一定规模的备用流

² 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

动性，短期内债务集中兑付压力可控。整体来看，公司未来一年流动性来源可对流动性需求形成一定覆盖，流动性压力可控。

表 11：截至 2023 年 3 月末公司债务到期分布情况（亿元）

合并口径	2023 年到期	2024 年到期	2025 年及以后到期
银行借款	16.40	9.69	11.17
公开债务	--	--	6.78
其他	--	--	2.40
合计	16.40	9.69	20.35

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

ESG 分析³

中诚信国际认为，公司环境、食品安全和安全生产方面表现良好，并积极履行作为社会责任，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构较优；目前公司 ESG 综合表现水平较高，其对持续经营和信用风险负面影响较小，潜在 ESG 风险较小。

环保方面，2022 年，新乳业积极与国家市场监督管理总局认证认可技术研究中心、中国农科院饲料研究所等“双碳”领域专业机构、院所开展合作，在生产加工与牧场养殖两条线，开展了碳盘查方法的培训与降碳研究，参与制定的“国家绿色工厂”乳制品行业标准已发布实施，开启了公司低碳转型的新阶段，且当年公司主动减少废气排放量，公司废气排放总量同比下降 2.81%。食品安全方面，跟踪期内公司通过了 ISO22000 食品安全管理体系、FSSC22000 食品安全管理体系认证，并搭建了“全链路数字化食品安全精准管控”管理体系，所有工厂都配置了食品安全总监和食品安全员，针对食品安全的管控力度进一步加强。跟踪期内，公司未发生重大环境污染、食品安全及质量事故。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系十分健全，人员稳定性较高；且 2022 年，公司积极履行社会责任，开展乡村振兴项目，积极帮扶 3 万余户人，总计投入 2.7 亿元。近三年未发生一般事故以上的安全生产事故。

公司治理方面，截至 2023 年 3 月末，公司董事会共 7 人，设董事长 1 人，独立董事 3 人，跟踪期内公司董事、监事和高管保持稳定。内控方面，公司建立相对健全的内部控制体系，根据公司披露的《2022 年度内部控制自我评价报告》，跟踪期内公司不存在财务报表相关的内部控制重大缺陷，已按照企业内部控制规范体系和相关规定的要求在所有重大方面保持了有效的财务报告内部控制。资金管理方面，公司对下属子、分公司资金进行每日集中管理，筹融资事项均由公司总部决策。公司战略方面，公司将继续在“鲜立方”战略统领下，将内生增长、市场深度和价值目标置于优先地位，做大做强核心业务，提升公司盈利能力和企业价值，抓住经济恢复的机遇，奋力挑战收入、净利润双位数增长，力争在规模增长的基础上实现净利率显著提升的经营目标。

外部支持

公司作为实控人所属产业的重要上市公司和乳业品业务的主要运营板块，实控人对公司的支持意愿和支持能力均较强，可在融资、客户资源、业务协同、资金等方面给予公司一定支持。

³ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

公司实际控制人为刘永好与 Liu Chang，实际控制人之一刘永好先生同时还为新希望集团实际控制人，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，公司作为实控人所属产业的重要上市公司和乳业品业务的主要运营板块，实控人对其支持意愿较强，可在融资、客户资源、业务协同、资金等方面提供给公司较大支持。

同行业比较

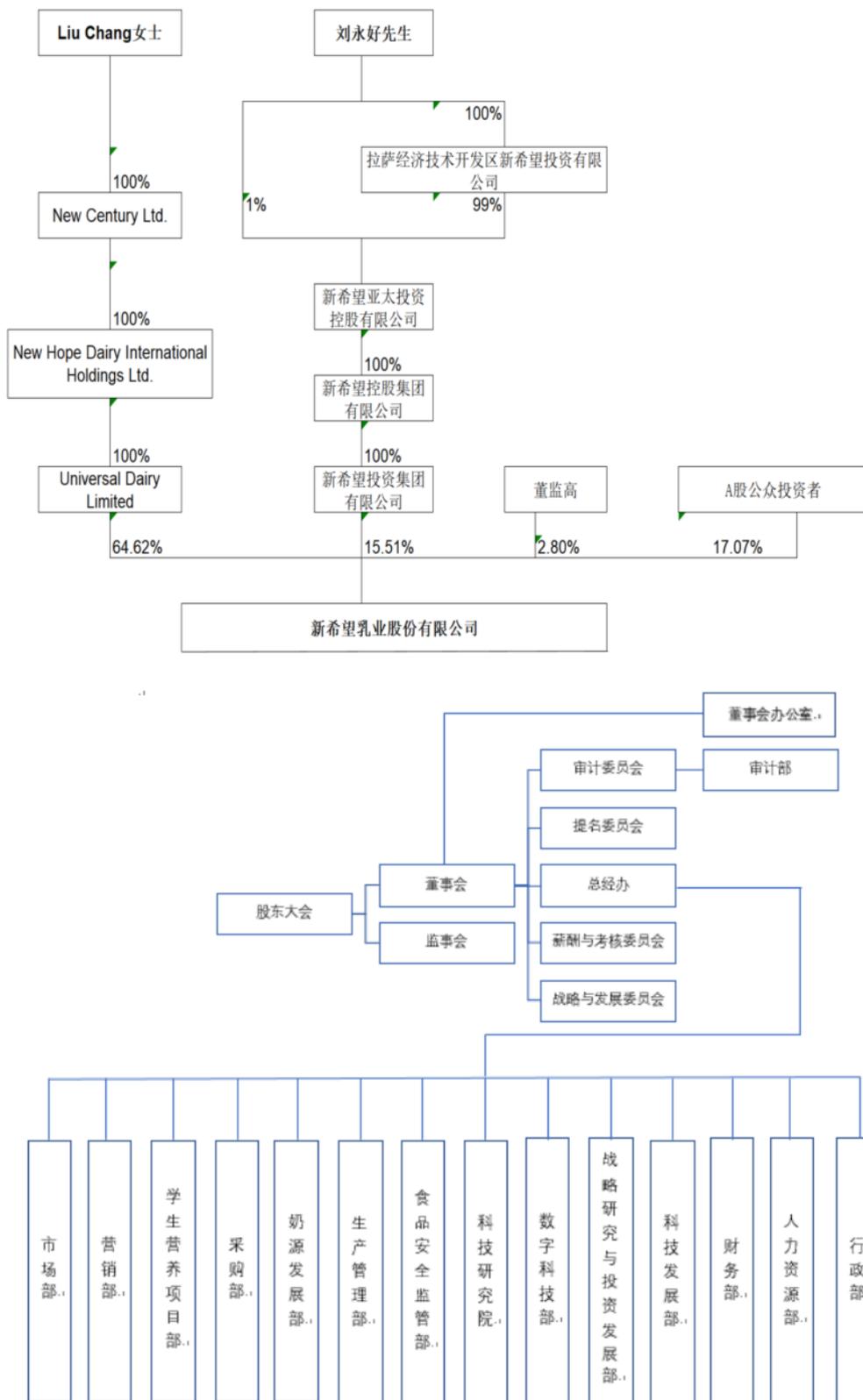
中诚信国际选取了中国蒙牛乳业有限公司作为新乳业的可比公司，上述公司为乳制品生产销售企业，在业务和财务方面具有一定的可比性。

中诚信国际认为，与同行业相比，公司在西南、西北等区域渠道布局完善，在区域低温鲜奶领域具有一定竞争力，产品创新能力和原奶自给水平尚可，但其品牌影响力、产能布局、业务多元化等方面仍有较大提升空间。公司盈利能力较低、财务杠杆水平较高。

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 2022 年末）



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）	2020	2021	2022	2023.3
货币资金	53,866.35	51,524.27	49,409.70	66,482.80
应收账款	53,388.00	61,681.57	57,575.47	65,830.56
其他应收款	3,323.34	4,383.52	4,932.74	5,518.31
存货	46,612.19	68,522.16	80,026.61	65,818.03
长期投资	142,632.38	153,424.73	123,836.45	114,487.44
固定资产	272,128.34	283,941.88	280,700.58	275,221.17
在建工程	12,734.53	4,510.45	11,687.41	14,920.35
无形资产	61,686.55	71,292.68	77,617.72	76,789.04
资产总计	857,881.96	950,418.78	949,045.44	945,506.67
其他应付款	77,267.87	76,315.51	63,847.35	72,748.63
短期债务	191,006.48	209,388.33	204,944.49	228,074.84
长期债务	206,558.23	216,941.01	236,764.69	228,471.39
总债务	397,564.71	426,329.35	441,709.18	456,546.23
净债务	343,979.62	375,299.87	399,310.08	396,388.37
负债合计	571,805.56	663,490.33	682,428.40	679,873.34
所有者权益合计	286,076.39	286,928.45	266,617.04	265,633.33
利息支出	9,233.80	13,426.61	16,055.52	--
营业总收入	674,863.19	896,687.24	1,000,649.98	252,149.15
经营性业务利润	28,366.49	31,865.32	39,013.43	13,035.28
投资收益	3,643.96	5,499.26	5,178.83	-410.47
净利润	28,943.46	34,126.17	36,213.79	6,248.11
EBIT	39,308.08	50,154.21	57,755.24	--
EBITDA	75,811.41	91,514.89	105,968.68	--
经营活动产生的现金流量净额	71,944.18	103,506.44	103,371.01	21,246.82
投资活动产生的现金流量净额	-194,548.81	-110,770.17	-65,303.41	-15,022.23
筹资活动产生的现金流量净额	132,084.89	4,709.21	-46,851.73	11,548.02
财务指标	2020	2021	2022	2023.3
营业毛利率（%）	24.49	24.56	24.04	27.06
期间费用率（%）	20.85	21.15	20.20	21.97
EBIT 利润率（%）	5.82	5.59	5.77	--
总资产收益率（%）	5.64	5.55	6.08	--
流动比率（X）	0.54	0.48	0.50	0.51
速动比率（X）	0.40	0.32	0.32	0.36
存货周转率（X）	12.83	11.75	10.23	10.09*
应收账款周转率（X）	13.99	15.59	16.78	16.35*
资产负债率（%）	66.65	69.81	71.91	71.91
总资本化比率（%）	58.15	59.77	62.36	63.22
短期债务/总债务（%）	48.04	49.11	46.40	49.96
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	0.16	0.21	0.20	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	0.33	0.43	0.42	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	7.79	7.71	6.44	--
总债务/EBITDA（X）	5.24	4.66	4.17	--
EBITDA/短期债务（X）	0.40	0.44	0.52	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	8.21	6.82	6.60	--
EBIT 利息保障倍数（X）	4.26	3.74	3.60	--
FFO/总债务（X）	0.15	0.16	0.18	--

注：1、2023 年一季报未经审计；2、带“*”指标已经年化处理；3、中诚信国际债务统计口径包含公司长期应付款和其他应付款债中的带息债务；4、因缺少数据，部分指标无法计算。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	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
	经调整的所有者权益	所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金	货币资金-受限货币资金
	利息支出	资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
	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
经营效率	应收账款周转率	营业收入/(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)
	存货周转率	营业成本/存货平均净额
	现金周转天数	(应收账款平均净额+应收款项融资调整项平均净额)×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本+合同资产平均净额×360天/营业收入-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
	期间费用合计	销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率	期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余)	利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
现金流	总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
	EBIT 利润率	EBIT/营业收入
	收现比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额	经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
偿债能力	FFO	经调整的经营活动产生的现金流量净额—营运资本的减少(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)
	EBIT 利息保障倍数	EBIT/利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	EBITDA/利息支出
	经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数	经营活动产生的现金流量净额/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：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立 · 客观 · 专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn