



新疆天润乳业股份有限公司向不特定对象发行 A 股可转换公司债券信用评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号：CCXI-20231818D-02

声 明

- 本次评级为委托评级，中诚信国际及其评估人员与评级委托方、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，未受评级委托方、评级对象和其他第三方的干预和影响。
- 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，亦不对评级委托方、评级对象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，有效期为受评债项的存续期。受评债项存续期内，中诚信国际将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维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 根据监管要求，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。对于任何未经充分授权而使用本报告的行为，中诚信国际不承担任何责任。

跟踪评级安排

- 根据相关监管规定以及评级委托协议约定，中诚信国际将在评级结果有效期内进行跟踪评级。
- 中诚信国际将在评级结果有效期内对评级对象风险程度进行全程跟踪监测。发生可能影响评级对象信用水平的重大事项，评级委托方或评级对象应及时通知中诚信国际并提供相关资料，中诚信国际将就有关事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整评级结果，并按照相关规则进行信息披露。
- 如未能及时提供或拒绝提供跟踪评级所需资料，或者出现监管规定的其他情形，中诚信国际可以终止或者撤销评级。

中诚信国际信用评级有限责任公司
2024年6月25日

发行人及评级结果	新疆天润乳业股份有限公司	AA/稳定
----------	--------------	-------

本次债项评级结果	AA
----------	----

发行要素	拟发行金额为总额不超过人民币 99,000.00 万元（含本数），发行期限为 6 年，每年付息一次、到期归还本金和最后一年利息。募集资金拟用于年产 20 万吨乳制品加工项目以及补充流动资金。
------	---

评级观点	中诚信国际肯定了新疆天润乳业股份有限公司（以下简称“天润乳业”或“公司”）在疆内市场拥有稳固的龙头地位和完善的销售渠道，近年来产销规模持续扩大；奶源自给率高；差异化产品与同业形成错位竞争；作为股东旗下重要上市公司，能够获得股东有力支持且融资渠道畅通等方面的优势。同时中诚信国际也关注到公司销售区域集中于新疆，未来向疆外拓展面临激烈的市场竞争；并购及在建项目推升债务规模，需关注新增产能消纳情况；公司原材料价格上涨，面临一定成本控制压力以及食品安全风险控制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，新疆天润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	<p>可能触发评级上调因素：公司产品市场地位和产能规模显著提升；品牌地位进一步提高；公司盈利能力显著提升且具有持续性；偿债能力显著提升。</p> <p>可能触发评级下调因素：公司产品市场占有率大幅下滑；品牌弱化；债务水平持续攀升，流动性压力加大，偿债能力显著弱化；发生严重食品安全事故。</p>
------	---

正面

- 公司在疆内乳制品市场拥有稳固的龙头地位和完善的销售渠道，近年来产销规模持续扩大
- 奶源自给率高，居行业领先水平
- 差异化产品与同业形成错位竞争
- 作为股东旗下重要的上市公司，能够获得股东有力支持，且融资渠道畅通

关注

- 公司销售区域集中于新疆，未来向疆外拓展面临激烈的市场竞争
- 并购及在建项目推升债务规模，同时需关注新增产能市场消纳情况
- 公司原材料库存上升较快，叠加原材料价格波动，公司成本控制情况需持续关注
- 食品安全风险控制

项目负责人：肖 瀚 hxiao@ccxi.com.cn
项目组成员：梁子秋 zqliang@ccxi.com.cn

评级总监：
电话：(027)87339288

财务概况

天润乳业（合并口径）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
总资产（亿元）	34.72	39.36	57.00	57.35
所有者权益合计（亿元）	23.02	25.38	26.53	26.53
总负债（亿元）	11.70	13.98	30.47	30.81
总债务（亿元）	2.72	4.81	14.62	16.64
营业总收入（亿元）	21.09	24.10	27.14	6.41
净利润（亿元）	1.61	2.01	1.40	0.01
EBIT（亿元）	1.93	2.46	2.78	--
EBITDA（亿元）	3.11	3.86	4.77	--
经营活动净现金流（亿元）	3.59	3.01	3.44	-0.06
营业毛利率(%)	16.35	17.89	19.11	16.43
总资产收益率(%)	6.35	6.63	5.77	3.11*
EBIT 利润率(%)	9.14	10.20	10.24	--
资产负债率(%)	33.70	35.53	53.46	53.73
总资本化比率(%)	10.57	15.95	35.53	38.55
总债务/EBITDA(X)	0.88	1.25	3.07	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	42.93	28.50	14.87	--
FFO/总债务(X)	1.10	0.78	0.33	--

注：1、中诚信国际根据天润乳业提供的经希格玛会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2022~2023 年度审计报告及未经审计的 2024 年一季度财务报表整理。其中，2021 年、2022 年财务数据分别采用了 2022 年、2023 年审计报告期初数，2023 年财务数据采用了 2023 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，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

同行业比较（2023 年数据）

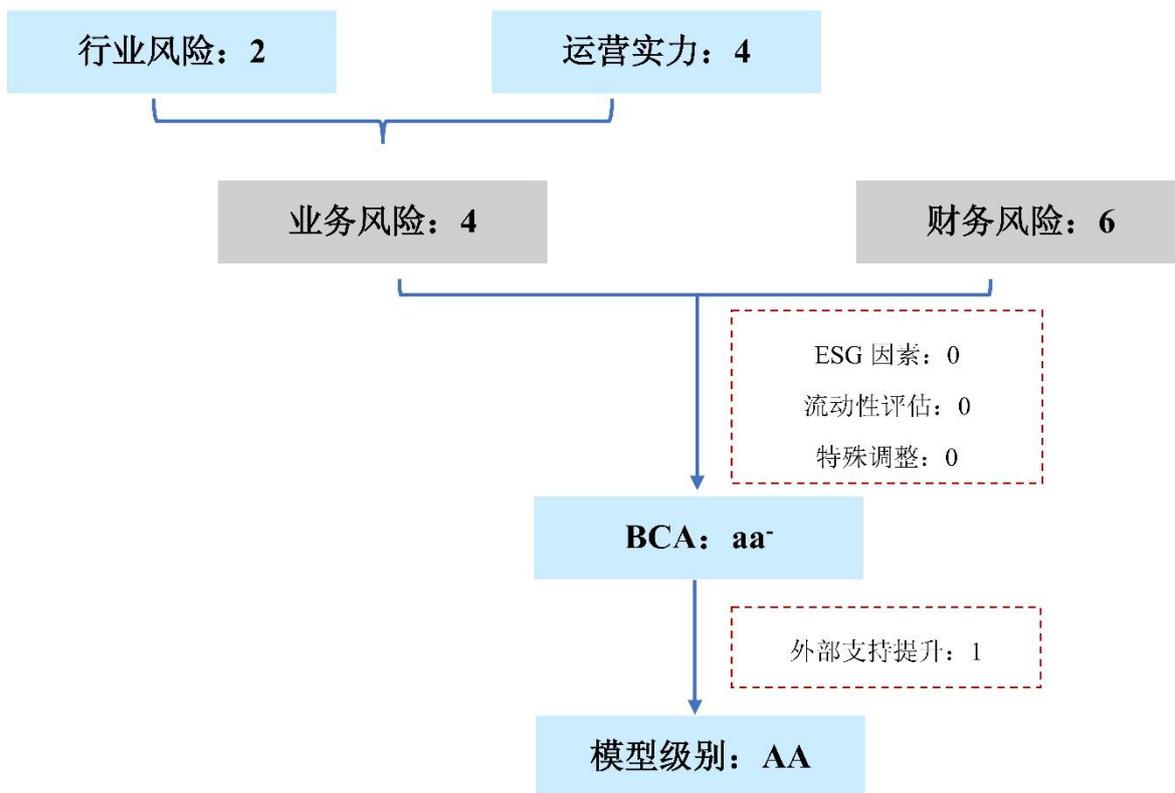
公司名称	销量（万吨）	营业总收入（亿元）	EBIT 利润率（%）	总资本化比率（%）	FFO/总债务（X）
新乳业	108.49	109.87	6.91	58.76	0.27
天润乳业	28.45	27.14	10.24	35.53	0.33

中诚信国际认为，与同行业企业相比，天润乳业在疆内市场龙头地位稳固，渠道布局完善，但在疆外市场品牌知名度仍有待提升；公司差异化产品与同业形成错位竞争，原奶自给能力强，为平稳生产提供有力保障。因收并购新农乳业，财务杠杆水平有所提升，偿债指标下滑，但公司 EBIT 利润率仍处于较高水平；公司面临一定的资本支出需求，未来杠杆仍将面临一定上升压力。

注：“新乳业”为“新希望乳业股份有限公司”的简称。

● 评级模型

新疆天润乳业股份有限公司评级模型打分(C090402_2024_04_2024_01)



注:

调整项: 当期状况对企业基础信用等级无显著影响。

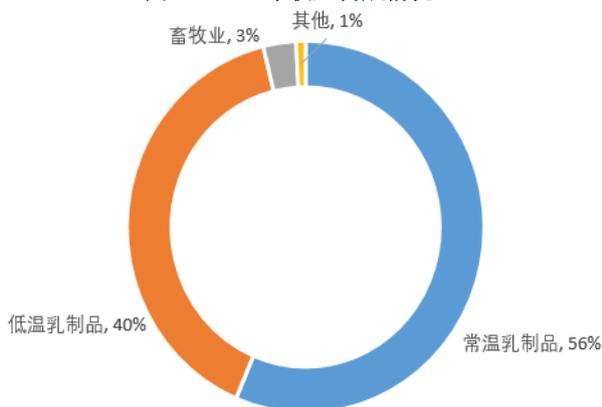
外部支持: 公司实际控制人为新疆生产建设兵团第十二师国有资产监督管理委员会（以下简称“十二师国资委”），其对公司重视程度较高，可在业务拓展、资源整合、流动性等多方面给予公司支持。此外，公司综合实力位列十二师国资委下属企业前列，为区域经济和产业发展提供了有力支持，当地政府对公司支持意愿亦很强，外部支持调升 1 个子级。

方法论: 中诚信国际饮料乳品行业评级方法与模型 C090402_2024_04

发行人概况

公司成立于 2002 年，并于 2007 年整合了乌鲁木齐农垦乳业集团。2013 年，上市公司新疆天宏纸业股份有限公司（以下简称“天宏纸业”）进行重大资产重组，置出天宏纸业全部资产与负债，置入新疆天润生物科技股份有限公司（以下简称“天润科技”）96.80% 股权，天宏纸业更名为天润乳业，正式转变为乳制品加工企业，证券代码为 600419.SH。公司是新疆乳制品生产领域的龙头企业之一，业务集乳品生产、奶牛养殖、饲草种植、科技研发和市场营销为一体，提供产品主要包括常温 UHT 奶、爱克林酸奶、乳饮料、奶啤、鲜奶等，2023 年实现营业总收入 27.14 亿元。

图 1：2023 年收入构成情况



资料来源：公司年报，中诚信国际整理

图 2：近年来收入走势(亿元)



资料来源：公司年报及一季报，中诚信国际整理

产权结构：截至 2024 年 3 月末，公司实收资本为 3.20 亿元，控股股东为新疆生产建设兵团第十二师国有资产经营（集团）有限责任公司（以下简称“十二师国资公司”），直接持股 31.10%。公司的实际控制人为十二师国资委。

表 1：截至 2024 年 3 月末公司主要子公司（亿元）

全称	简称	持股比例	2024 年 3 月末		2023 年	
			总资产	净资产	营业总收入	净利润
新疆天润生物科技股份有限公司	天润科技	96.80%	14.75	5.49	19.05	1.25
新疆天澳牧业有限公司	天澳牧业	100%	5.56	4.15	3.04	0.09
新疆天润乳业销售有限公司	天润销售	100%	3.63	0.31	24.18	0.20
阿拉尔新农乳业有限责任公司	新农乳业	100%	11.41	1.35	3.14	-0.73

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

本次债券概况

公司拟发行可转债总额不超过人民币 99,000.00 万元（含本数），发行期限为 6 年，每年付息一次、到期归还本金和最后一年利息。募集资金拟用于年产 20 万吨乳制品加工项目以及补充流动资金。

本次债券附有转股价格向下修正、发行人赎回选择权、投资人回售选择权等条款。

本次债券发行后将在短期内推升资产负债率，转股后或有助于优化公司资本结构。

业务风险

宏观经济和政策环境

中诚信国际认为，2024 年一季度中国经济增长好于预期，工业生产与制造业投资加速是主要拉动因素，但消费恢复性增长的势头有所减弱，供需失衡的矛盾尚未缓解，宏观政策仍需着力推动经济实现供需良性循环。

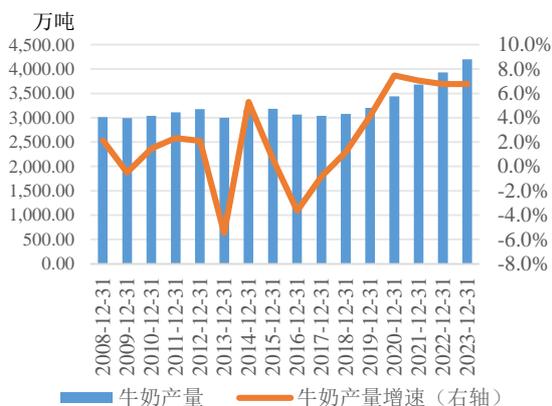
详见《2024 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccxi.com.cn/coreditResearch/detail/11126?type=1>

行业概况

中诚信国际认为，短期奶源阶段性过剩及乳品消费放缓将制约乳制品行业发展，但随着国民消费水平提升及健康饮食理念普及，未来乳制品行业发展空间较大，其中下沉市场增长潜力更大；近年来行业收并购放缓，短期行业仍将呈现“两超多强”的竞争格局。

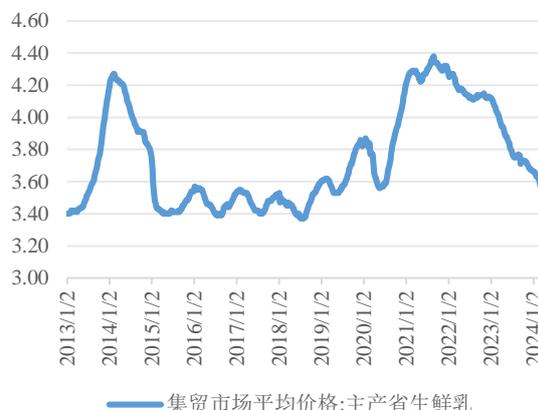
2023 年中国经济温和复苏，乳制品消费整体继续放缓。国家乳业工程技术研究中心数据显示，2023 年液态乳销售额仍呈回落态势，其中常温乳品消费相对稳定，而低温乳品消费则进一步下降。与此同时，受奶牛存栏量回升、单产水平提高等因素影响，牛奶产量保持增长态势。2023 年，我国牛奶产量 4,197 万吨，同比增长 6.7%，原奶市场仍呈现供给过剩状态，价格持续回落。农业农村部数据显示，截至 2024 年 5 月中旬，主产省生鲜乳价格已降至 3.38 元/公斤。原奶价格下降或可部分缓解主要依赖外购奶源的乳企成本压力，但对于自有牧场奶源占比较高的乳企而言，受养殖成本仍处较高水平，仍将受到一定负面影响。

图 3：近年来牛奶产量情况



资料来源：choice，中诚信国际整理

图 4：近年来原奶价格走势（元/公斤）



资料来源：choice，中诚信国际整理

中诚信国际认为，短期奶源阶段性过剩及乳品消费恢复不及预期仍将制约乳企经营发展。但从人均消费量看，我国奶类消费处于较低水平。2023 年，人均奶类消费量 41.3 公斤，约占全球平均水平的 40%。随着国民消费水平的提升以及健康饮食理念的普及，未来乳制品行业仍有较大增长空间，其中低能级城市及乡村等下沉市场未来发展潜力更大。

从终端竞争格局来看，我国乳制品市场参与者众多，行业竞争尤为激烈。然而，受奶源分布、物流配送能力等条件限制，中国乳制品行业呈现出少数全国性大乳企以及众多区域性中小乳企两极分化但又二者并存的状态。部分乳企通过加大对地方性乳企收购拓展业务范围，但随着行业发展放缓，收并购节奏趋缓。中诚信国际认为，乳制品行业短期仍将呈现“两超多强”的竞争格局：蒙牛和伊利作为我国液态奶市场上的两大全国性龙头企业市场占有率及营业收入远超其他乳企；以新乳业、君乐宝、三元乳业、光明乳业等为代表的腰部企业则需在产品创新、渠道控制等方面

直面来自头部厂商和新兴品牌的双重挑战。

运营实力

中诚信国际认为，公司在疆内市场龙头地位稳固，产能和产量均呈持续上升态势；产品结构逐步优化，与同业形成错位竞争；公司逐步建立起以自有养殖基地为主的奶源体系，自有奶源占比很高，2023 年并购新农乳业进一步提高自有奶源比率；但并购后的资源整合及新增产能消纳情况、疆外市场竞争激烈及渠道布局有限、较大的在建项目投资规模推升资本支出压力以及原材料价格波动对公司成本控制带来的影响值得关注。

公司在疆内市场龙头地位稳固，具有较高品牌知名度；公司产品研发及创新能力较强，品类不断丰富，产品结构逐步完善，差异化产品与同业形成错位竞争。

公司是新疆乳制品龙头企业之一¹，在新疆地区市场地位稳固，旗下品牌“天润”、“盖瑞”、“佳丽”等在区域内具有一定的知名度和影响力。目前公司拥有爱克林酸奶、UHT 奶和奶啤三大特色产品系列，且近年来不断推出多种口味和多规格包装产品，产品矩阵不断丰富，常、低温产品并举的产品结构逐步优化完善。公司产品“天山奶源”、“醇厚口感”等主要特点突出，其差异化产品与同业形成错位竞争。

公司重视技术研发²和产品创新，近年来在产品研发领域投入持续增加。截至 2023 年末，公司拥有 9 项发明专利，在奶啤领域技术实力领先，拥有核心菌株马克斯克鲁维酵母的自主知识产权，同时是行业内唯一掌握自有奶啤产线的主流品牌，且在产品端品类创新能力较强³。

随着新建产能释放以及收购新农乳业影响，公司产能和产销规模持续扩张，产业链进一步完善，但仍需持续关注新农乳业并入后的管理整合、新增产能消纳及其对公司经营业绩、偿债能力等方面的影响；销售区域较为集中，疆内销售渠道布局完善，但疆外市场及销售渠道拓展进度仍有待关注。

目前公司共设 5 个乳制品生产基地，其中 2021 年位于南疆的天润唐王城生产基地一期投产，新增约 3 万吨产能；2023 年通过收购新农乳业⁴和天润齐源乳品有限公司（以下简称“天润齐源”）一期投产，新增两家生产基地。近年来公司产能持续增长，且以常温产品为主。受益于新增产能和市场拓展，近年来公司乳制品产销量逐年上升，产能利用率有所波动，但产销率稳定且保持在很高水平。此外，从长期来看，收购新农乳业将有助于公司补齐奶粉业务板块，扩大规模优势，进一步增强全产业链竞争优势，但该收购事项的后续管理及整合进展、新增产能消纳以及其对公司经营业绩和偿债能力等方面的影响仍需保持关注。

表 2：截至 2023 年末公司主要生产基地情况（万吨/年、%）

生产基地	子公司名称	所在地	产能	产能利用率
北疆加工基地	天润科技	乌鲁木齐（北疆）	22.61	97.23

¹ 2023 年液态奶产销量居全自治区第一，疆内市场占有率达 40%；公司为中国奶业 20 强（D20）联盟成员企业之一。2023 年，公司收入水平位列国内乳制品行业第 16 位。

² 目前公司拥有博士后科研工作站 1 个、自治区级企业技术中心、兵团级工程技术中心各 1 个，同时建立了新疆发酵乳微生物菌种资源开发重点实验室等。

³ 近年来公司每年开发储备超过 30 款产品，并根据市场需求推出 8~10 个新品。

⁴ 公司于 2023 年 5 月完成以现金 3.26 亿元收购新疆区域乳企—新农乳业，新农乳业于 2023 年 6 月成为公司的全资子公司。新农乳业实际控制人为新疆生产建设兵团第一师国有资产监督管理委员会，拥有 1 个乳制品加工厂、8 个自有及租赁牧场，现有 6 大系列 40 余种产品，主要包括鲜牛乳、酸奶、纯牛奶等液态奶产品以及有机奶粉，是农业产业化国家重点龙头企业 and 国家级高新技术企业。

	沙湾盖瑞乳业有限责任公司	沙湾县（新疆）		
南疆加工基地	新疆天润唐王城乳品有限公司	图木舒克（南疆）	6.41	78.73
新农乳业	新农乳业	阿拉尔（南疆）	5.79	22.67
天润齐源项目	天润齐源乳品有限公司	齐河县（山东德州）	--	--

注：1、天润齐源一期 10.5 万吨液态奶项目于 2023 年 11 月完工投产开始试运营，其产能仍处于爬坡阶段；2、新农乳业为 2023 年 6 月末并表，表中数据为 6-12 月数据，年产能总规模约 10 万吨（包括 1L 装大规格乐砖奶约 2.59 万吨、低温酸奶约 3.36 万吨、常温 UHT 奶 3.11 万吨和奶粉 0.86 万吨），产品品牌包括“新农”、“爱自然”等，受市场行情影响，2023 年产能利用率较低。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 3：近年来公司产能和产销情况

	2021	2022	2023
生产能力（万吨/年）	26.94	27.54	34.82
乳制品总产量（万吨）	24.41	27.27	28.29
产能利用率（%）	87.34	92.59	80.93
乳制品总销量（万吨）	24.33	26.79	28.45
乳制品产销率（%）	99.70	99.65	100.60

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

运输方面，公司已建立起覆盖疆内和疆外大多数省份的物流配送网络，拥有 90 余条通向内地的配送线路，由于运输半径较长，运输周期通常为 1~3 天⁵，总体运输成本偏高。仓储方面，公司无自有仓库，全部使用经销商仓库。公司已建立起较为有效的供应链体系，但在生产管理、物流管理等方面与行业龙头企业尚存在差距；未来公司精细化管理对生产效率、运输效率等的提升情况值得关注。

销售区域方面，公司销售区域以新疆内市场为主⁶，且大力拓展疆外市场。近年来华东、华南和北方地区销售收入持续上升，但疆外市场竞争激烈，疆外市场拓展情况有待关注。渠道布局方面，公司以经销模式为主⁷，经销收入占比保持在 88%左右，直销客户主要为乌鲁木齐大型商超及政府项目。截至 2024 年 3 月末，公司在全国范围内共有经销商 955 家，其中 385 家位于疆内。同时，公司通过与经销商合作成立专卖店和“天润乳业生活馆”的方式加快市场拓展，截至 2024 年 3 月末，已在全国范围内开设专卖店 939 家，主要分布于二至四线城市。疆外区域拓展方面，公司针对不同层级市场的特点，通过差异化战略重点培养不同的销售渠道，但目前对特定区域中的单一渠道依赖较大⁸，渠道多元化程度有待提升。近年来，公司加强布局京东、天猫、美团买菜等线上渠道，并加大电商和自媒体平台投入，线上销售收入呈增长态势。

公司整体客户较为稳定，2023 年前五大客户销售额占销售总额的 15.42%，主要为公司经销商，客户集中度一般。产品定价策略方面，公司产品的定价模式为成本加成结合市场定价，受物流运输成本和竞争影响，产品在疆外市场定价高于疆内市场。结算方面，公司同经销商之间主要采取先款后货的方式；同乌鲁木齐大型商超结算账期为 45~90 天；政府项目上，学生饮用奶通常于当月 25 日至次月 10 日结算、乌鲁木齐“哺育工程”奶按月结算货款，但受财政支付困难影响，近年来出现了政府项目结算不及时的情况，资金结算进展值得关注。

公司逐步建立起以自有养殖基地为主的奶源体系，奶源自给率高，2023 年并购新农乳业进一步

⁵ 公司每年通过招标的方式选择第三方物流承运商，运输合同通常采取包车定价的方式，有利于节约运输成本。

⁶ 近年来公司持续完善疆内市场的渠道架构和销售网络，已实现疆内县级市场全覆盖，2023 年新疆内市场收入占比超过 50%。

⁷ 经销模式下，为加快流通速度，减少流通环节的成本，公司主要通过一级代理商外销产品，较少采用分销的方式。

⁸ 在广东主要依靠 KA 等传统渠道开展销售；在江浙地区则主要依托专卖店渠道发展。

提高自有奶源比率；公司与供应商建立稳定良好的合作关系，但需关注材料价格变化对公司成本控制的压力。

公司原料主要包括原奶、饲草料、辅料和包装材料等，其中原奶占公司乳制品生产成本约 50%。公司重视自有奶源建设，其中 2015 年收购新疆天澳牧业有限公司（以下简称“天澳牧业”）100% 的股权后开始通过投资设立奶牛养殖企业的方式向上游畜牧产业延伸，并于 2023 年收购新农乳业后新增 8 家自有牧场⁹，公司根据“围绕工厂建设牧场”的思路逐步建立起以自有养殖基地为主的奶源体系。截至 2024 年 3 月末，公司共拥有 9 家奶牛养殖企业和分布在新疆各地的 26 家自有及合作运营牧场，牧场通常位于生产基地 350 公里范围以内。目前公司整体牛只存栏量约 6.14 万头，主要为自培育的荷斯坦牛，其中泌乳牛占比约 42.1%，自有牧场全群平均年单产量 10.49 吨，在疆内处于较好水平。2023 年公司生鲜乳产量 23.87 万吨，截至 2023 年末，受益于新增自有牧场，自有奶源比率大幅提升至 92.36%¹⁰，居行业领先水平，奶源供应的稳定性高。

原奶方面，除自有牧场外，公司还通过数家合作牧场收购原奶，同合作牧场之间通常每年签订一次采购合同，在结算价格方面主要根据市场定价，并在参考质量的基础上对不同原奶进行价格调整，近年来采购均价呈下降态势。公司同合作牧场结算的平均账期约为 45 天。饲草料、包装材料和辅料等方面，近年来随着生产规模的扩大，各主要原材料采购¹¹规模均有所上升，饲草料和部分包装材料采购价格略有下滑但仍处于高位，后续需对公司成本控制压力情况保持关注。供应商管理方面，近年来公司供应商较为稳定，集中度较低。此外，近年来公司产能规模扩张，同时原材料价格维持高位，公司相应增加了饲草等采购、备货规模，导致原材料库存快速增加，需对库存水平的控制情况保持关注。

公司产能扩建项目较多，预计投产后将提升常温乳制品的产能，完善疆外市场布局，并进一步提高奶源自给率，但亦将使公司面临一定的资本支出压力。

公司产能扩张速度较快，在建项目主要围绕乳制品及牧场项目，其中公司拟发行可转债用于投建乌鲁木齐年产 20 万吨乳制品加工项目。预计建成后将大幅提升公司乳制品规模优势、完善生产区域布局、提升奶源自给能力，但公司在建工程尚需投资规模较大，未来公司仍面临一定的资本支出压力。此外，山东齐河工厂拟使用山东当地奶源，且产品使用“佳丽”品牌，“新疆奶”标签作用减弱，后续需对其市场拓展情况保持关注。

表 4：公司主要在建项目情况（亿元）

主要在建及拟建项目名称	总投资	资金来源	截至 2024 年 3 月末
			累计投资
北亭 1 万头规模化示范牧场建设项目	5.50	自有资金、非公开发行募集资金 3.97 亿元	3.44
一期 10.5 万吨液态奶项目	4.90	自有资金、计划后期银行贷款 1.9 亿元	3.32
年产 20 万吨乳制品加工项目	8.53	自有资金、计划使用可转债募集资金 7.12 亿元	1.75
新农乳业四团田园特色小镇万头奶源	4.66	自有资金 1.46 亿元、银行贷款 3.2 亿元	3.20

⁹ 约 1.76 万头牛只。

¹⁰ 2022 年自有奶源比率约 64%。

¹¹ 饲草主要向农户收购；部分饲料采购来自关联企业，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。

基地建设项目		
合计	23.59	11.71

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务风险

中诚信国际认为，天润乳业利润结构及盈利能力较优，2023 年并购事项对经营业绩产生一定影响；近年来乳制品加工业务持续扩张和收并购带动总资产及总负债规模持续上升，有息债务规模及财务杠杆均大幅增长。随着产能扩张，公司未来资本支出将保持一定规模，但公司充裕的未使用授信、良好的银企关系以及畅通的直接融资渠道能够为后续投融资需求提供保障，较强的经营获现能力亦对债务偿付提供一定支撑，整体偿债能力较强。

盈利能力

近年来公司营业收入呈增长态势，以经营性业务利润为主的利润结构较好，较低的期间费用率使得公司盈利能力处于同业较优水平，2023 年并购事项推升公司期间费用、资产减值和营业外损失，利润总额由升转降，需持续关注公司后续费用控制情况以及新农乳业经营情况。

公司营业收入主要来自乳制品制造业务，近年来收入占比超过 96%，常温乳和低温乳产品并行发展，近年来随着公司在疆内市场的深耕和疆外市场的不断拓展，叠加 2023 年收购新农乳业，乳制品制造业务收入呈逐年增长趋势；畜牧业收入是公司营业收入重要补充，2023 年受公牛市场下行影响，畜牧业收入有所下滑且毛利率为负，但当期外购原奶价格下行使得乳制品制造业务毛利率上升并推升公司营业毛利率。2024 年一季度，营业收入同比小幅增长，但受公牛市场持续下行以及公司针对 UHT 奶开展降价促销活动影响，毛利率大幅下滑至 16.43%。

期间费用方面，近年来公司对于市场的拓展主要采用线上新媒体运营、口碑营销等方式，销售费用及管理费用规模均较小，但近年来受业务规模扩张影响，费用持续上升；2023 年以来财务费用同比大幅增长，主要系公司收购新农乳业新增并购贷款以及合并新农乳业存续债务导致当期利息支出增加所致。受上述因素影响，公司期间费用规模及期间费用率同比均呈增长态势，但整体上看，公司期间费用率仍处于行业较低水平，但需关注后续费用的控制情况。

公司利润总额主要来自经营性业务利润，利润结构较优。2023 年随着收入规模扩大及毛利率水平回升，经营性业务利润保持增长态势；2023 年受公牛及奶粉市场行情下行影响，公司资产减值损失¹²和营业外损益¹³对利润总额产生一定影响。盈利指标方面，近年来 EBIT 和 EBIT 利润率均与毛利率呈现相同增长趋势，EBIT 利润率处于同业较优水平。

表 5：近年来公司盈利能力相关指标（亿元、%）

	2021	2022	2023	2024.1~3
营业总收入	21.09	24.10	27.14	6.41
营业毛利率	16.35	17.89	19.11	16.43
销售费用	0.97	1.25	1.47	0.37
管理费用	0.65	0.81	0.97	0.27
研发费用	0.06	0.10	0.25	0.05

¹² 资产减值损失中，公牛相关的生产性生物资产减值损失为-0.12 亿元；奶粉相关的存货跌价损失及合同履约成本减值损失为-0.30 亿元。

¹³ 营业外支出中，生产性生物资产淘汰损失共计 0.74 亿元。

财务费用	-0.05	-0.05	0.18	0.10
期间费用率	7.71	8.74	10.56	12.29
经营性业务利润	1.96	2.46	2.99	0.31
资产减值损失	0.12	0.13	0.49	0.01
营业外损益	-0.06	-0.17	-0.72	-0.27
利润总额	1.80	2.15	1.73	0.04
EBIT	1.93	2.46	2.78	--
EBIT 利润率	9.14	10.20	10.24	--

注：损失以正值列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

资产质量

新农乳业并表带动公司总资产及总负债的上升，公司有息债务规模及财务杠杆水平均大幅增长，且在建项目仍有融资需求，未来财务杠杆仍面临一定上升压力。

2023 年新农乳业的并表，期末资产总额和负债总额有所增长。具体来看，公司流动资产主要包括货币资金和存货，近年来受产能扩建项目持续投入影响，公司货币资金规模逐年递减，应收账款主要来自政府学生奶项目及大型超市，该部分账款回款速度较慢且呈逐年增长态势，中诚信国际将对公司应收账款回款情况保持关注；存货中饲草占比较高，近年来随着公司产能规模扩大，饲草料及消耗性生物资产规模均呈增长态势，存货周转率处于较低水平，2023 年以来随着新农乳业并表，新增 8 家牧场导致牛只存栏规模扩大，公司饲草料储备规模增长，存货周转率进一步下降，后续仍需关注公司存货对资金的占用情况。非流动资产方面，近年来公司先后进行了唐王城乳制品加工产能扩建、北亭万头奶牛示范牧场、山东齐河县工厂等项目的开工及建设，叠加 2023 年新农乳业并表，综合带动公司固定资产、在建工程及生产性生物资产的整体增加。

公司负债以应付账款和有息债务为主。公司应付账款主要为应付的工程款、设备款、包装材料款等，近年来随产能及业务扩大而波动上升。有息债务方面，公司债务来源主要为银行借款，2023 年以来，为项目建设公司加大筹资力度，叠加收购新农乳业新增并购贷及存量债务，公司总债务规模大幅增长。

近年来公司所有者权益呈增长态势，增长主要来自利润积累及少数股东权益的增长。近年来除回购因素外，公司分红比例基本保持在 30% 左右，分红政策较为稳定。2023 年受新农乳业并表以及新增银行借款，资产负债率及总资本化比率同比大幅上升。并且考虑到公司产能扩建项目仍存在一定规模的融资需求，公司未来财务杠杆仍面临一定上升压力。

表 6：近年来公司资产质量相关指标（亿元、%）

	2021	2022	2023	2024.3
货币资金	9.01	7.04	5.11	5.58
应收账款	0.67	0.98	1.43	1.56
存货	4.01	5.02	8.12	7.42
固定资产	13.02	13.14	22.39	24.92
在建工程	1.18	3.89	5.10	2.22
生产性生物资产	5.36	6.70	11.52	11.75
总资产	34.72	39.36	57.00	57.35
应付账款	4.50	4.00	8.68	7.13
总负债	11.70	13.98	30.47	30.81

短期债务	1.45	3.78	5.19	6.85
总债务	2.72	4.81	14.62	16.64
未分配利润	4.67	6.02	6.64	6.68
少数股东权益	0.83	2.30	2.62	2.58
所有者权益	23.02	25.38	26.53	26.53
资产负债率	33.70	35.53	53.46	53.73
总资本化比率	10.57	15.95	35.53	38.55
存货周转率	5.15	4.38	3.34	2.76*
应收账款周转率	29.17	29.23	22.53	17.14*

注：带*指标经过年化处理

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

现金流及偿债情况

公司经营获现能力较强，债务规模上升导致偿债指标有所下降，但充裕的未使用授信、良好的银企关系及通畅的直接融资渠道为债务偿付提供保障，整体偿债能力较强。

乳制品行业先款后货的结算模式对公司经营性回款形成保障，近年来公司经营活动现金流均为净流入状态，经营获现能力较强。近年来产能扩建项目资金投入使得公司投资活动现金流持续净流出，2023 年支付收购新农乳业款项 2.93 亿元，投资活动现金流出规模进一步增加。近年来筹资活动现金流保持净流入态势，其中 2021 年因定向增发流入规模较大；2023 年新增并购贷款导致流入规模扩大。整体来看，公司资本支出需求较大，经营获现能力虽较强，但仍无法满足资金需求，对外部融资形成一定依赖。

偿债能力方面，尽管近年来公司盈利和获现能力持续增强，但债务规模亦保持较快增速。2023 年经营活动净现金流和 EBITDA 对债务本息的保障能力均有所下降。截至 2024 年 3 月末，公司共获得银行授信总额 37.30 亿元，未使用的授信额度为 28.20 亿元，具备较强的财务弹性，并且银企关系较好；同时考虑到公司为 A 股上市公司，并于 2021 年完成非公开发行股票，直接融资渠道畅通。整体来看，公司偿债能力较强。

表 7：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2021	2022	2023	2024.1~3/2024.3
经营活动净现金流	3.59	3.01	3.44	-0.06
投资活动净现金流	-4.74	-6.43	-10.69	-1.36
筹资活动净现金流	6.46	1.46	5.31	1.89
经调整的经营净现金流净额/总债务	1.30	0.60	0.22	--
经营活动净现金流/利息支出	49.53	22.20	10.75	--
总债务/EBITDA	0.88	1.25	3.07	--
EBITDA 利息保障倍数	42.93	28.50	14.87	--
FFO/总债务	1.10	0.78	0.33	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

其他事项

截至 2024 年 3 月末，公司无受限资产。截至 2024 年 3 月末，公司除为控股子公司提供担保外，无其他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，2021~2024 年 5 月，公司无未结清不良信贷信息，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。

假设与预测¹⁴

假设

- 2024 年，随着天润乳业拓展疆外市场，乳制品销量有所增长，经营活动净现金流保持增长。
- 2024 年，随着天润乳业产能扩建项目的推进，投资支出规模同比增长。
- 2024 年，公司将通过债权融资方式获取资金，债务规模或将有所增加。

预测

表 8：预测情况表

重要指标	2022 年实际	2023 年实际	2024 年预测
总资本化比率 (%)	15.95	35.53	36.00~46.00
总债务/EBITDA (X)	1.25	3.07	3.10~4.10

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，公司流动性很强，未来一年流动性来源对流动性需求形成较好覆盖。

公司经营获现能力较强，截至 2024 年 3 月末，公司可动用货币资金规模为 5.58 亿元；同期末，公司未使用的授信额度充裕，具备较强的财务弹性；同时，公司为 A 股上市公司，资本市场直接融资渠道较为通畅。公司资金流出主要用于产能扩建项目的资本支出、乳制品加工业务的开展和债务的还本付息。近年在新建产能和收并购方面的资本支出规模较大，而随着在建项目的逐步投入，预计未来资本支出仍将维持在一定规模。此外，2021~2023 年分配股利、利润或偿付利息支付的平均现金支出为 0.62 亿元。综上所述，公司未来仍存在一定的资本支出需求，但较强的获现能力和较为充足的备用流动性对资金需求形成较好覆盖，且若本次可转债成功发行，募投资金亦可为公司未来资本开支形成一定支撑，公司未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

ESG 分析¹⁵

中诚信国际认为，公司注重食品安全和质量管理，并积极履行作为区域行业龙头企业的社会责任，为其平稳运营奠定基础；公司治理结构较优，内控制度完善，目前公司 ESG 表现较好，其对持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，公司控股子公司天润科技及孙公司沙湾盖瑞属于国家环境保护部门公布的废水重点排

¹⁴ 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其他事项和假设因素，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。

¹⁵ 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。

污单位，2023 年全年均未发生超标排放现象。此外，公司编制了突发环境事件应急预案并制定了环境自行检测方案，同时通过采用进口设备工艺减少节约能耗并减少污染物排放。近三年来，公司未发生重大环境污染事故。

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。公司食品安全和质量管理体系完善，2021 年以来，公司未发生严重食品安全责任事故，中诚信国际将持续关注公司食品安全和质量管理情况。

公司治理方面，公司严格按照《公司法》、《公司章程》设立了股东大会、董事会、监事会、经营管理层等决策机构、监督机构和经营团队，法人治理结构较为完善；公司董事会由 9 名成员组成，其中股东委派 2 名，3 名为独立董事；公司监事会由 3 名监事组成，其中 1 名为职工代表监事。公司制定了详尽的内控制度，资金管理方面，公司资金实行集中管理、每日归集，由公司总部统一调度；投融资方面，本部对融资进行统筹管理，对子公司投资设置限额，根据额度不同上报党委会或董事会和股东会进行决策。战略方面，天润乳业聚焦乳品主业，深化全产业链布局，进一步稳固新疆市场，积极主动拓展全国市场，探索相关多元化业务发展；同时天润乳业将充分利用上市平台，加强与自治区和兵团内各类产业及金融机构合作，加快对外部资源整合和市场开拓力度。总体来看，公司内控及治理结构较健全，发展战略符合行业政策和公司经营目标。

外部支持

公司作为十二师国资委下属上市公司，综合实力位列十二师下属企业前列，当地政府对公司支持意愿很强，业务发展能够获得股东较大支持。

公司控股股东为十二师国资公司，业务范围涵盖食品加工、贸易批发、建材生产加工和电器制造等，十二师国资公司作为十二师唯一的国有资产运营主体，承担了十二师国有资本运营的重要职能，平台地位突出，资本实力和支持能力较强。公司作为上市公司，综合实力位列十二师下属企业前列，且天润乳业在新疆内具有很高的品牌知名度和领先的市场份额，为区域经济和产业发展提供了有力支持，当地政府对公司支持意愿很强。在政策方面，新疆生产建设兵团和十二师均对公司高度重视，在土地、税收、科技发展、人才引进等方面给予政策支持。在资金方面，十二师国资公司作为公司控股股东，亦对天润乳业给予大力支持，2021 年公司非公开发行股票募集资金 5.67 亿元，十二师国资公司认购 1.76 亿元，占发行总额的 31.10%。

同行业比较

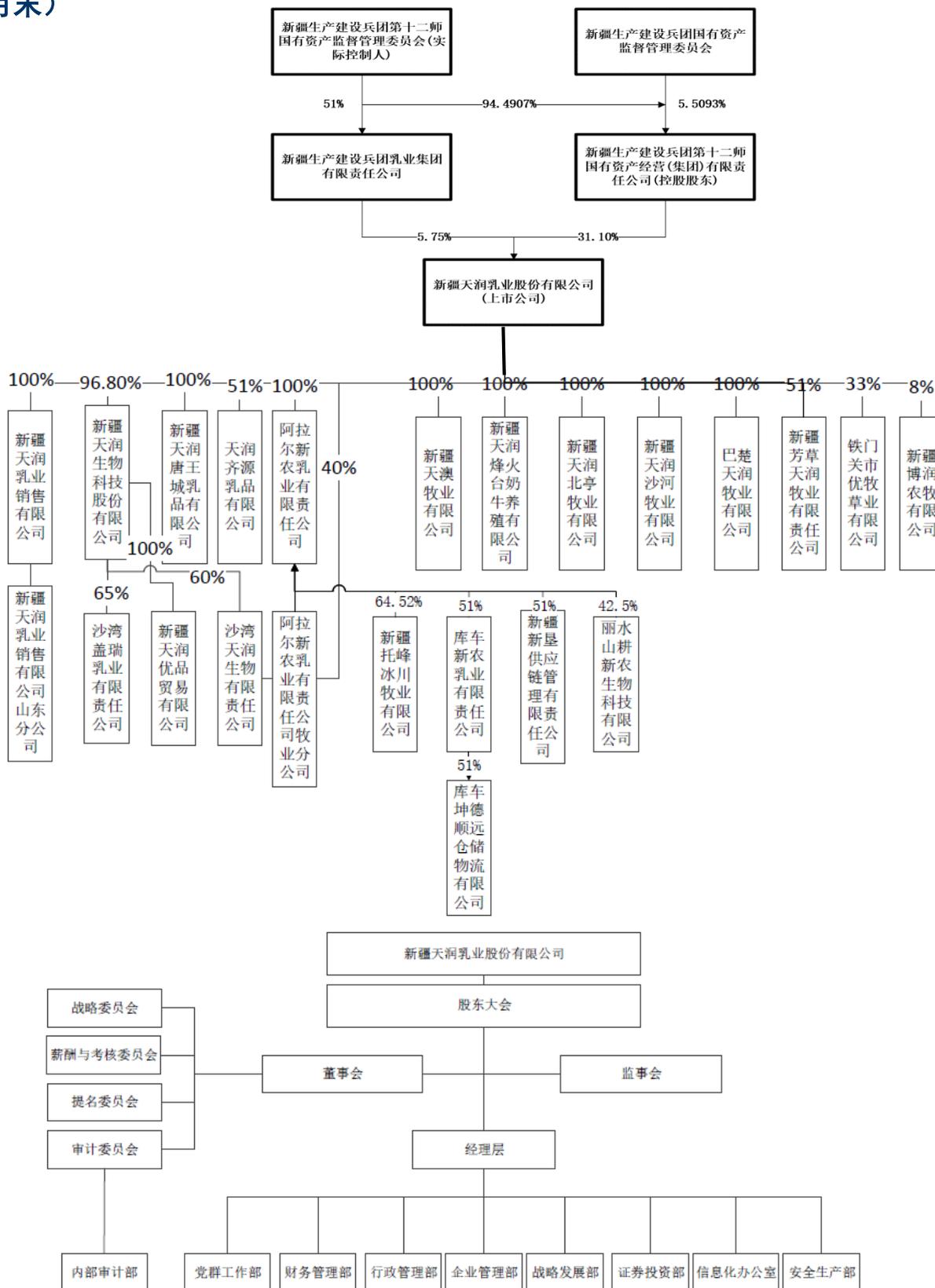
中诚信国际选取了新乳业作为天润乳业的可比公司，新乳业与公司同为区域型乳制品加工与销售企业，与公司在业务和财务方面均具有较高的可比性。

中诚信国际认为，与同行业企业相比，公司在疆内市场龙头地位稳固，渠道布局完善，但在疆外市场品牌知名度仍有待提升；公司差异化产品与同业形成错位竞争；公司原奶自给能力强，为平稳生产提供有力保障。整体来看，公司经营获现能力和盈利能力较强，因收并购新农乳业，自有牧场规模扩大，但财务杠杆水平有所提升，偿债指标下滑；且公司面临一定的资本支出需求，未来杠杆仍将面临一定上升压力。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定新疆天润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“新疆天润乳业股份有限公司向不特定对象发行 A 股可转换公司债券”的信用等级为 **AA**。

附一：新疆天润乳业股份有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2024 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附二：新疆天润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）	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
货币资金	90,072.00	70,434.05	51,075.07	55,799.76
应收账款	6,708.43	9,780.39	14,314.03	15,591.34
其他应收款	1,044.47	1,410.35	2,110.92	2,139.95
存货	40,111.57	50,155.06	81,183.38	74,244.03
长期投资	268.65	347.18	1,941.00	1,946.09
固定资产	130,182.23	131,368.42	223,850.95	249,150.12
在建工程	11,757.91	38,932.61	50,992.44	22,198.71
无形资产	3,819.19	4,242.64	6,221.55	11,360.37
资产总计	347,214.95	393,600.86	570,016.28	573,480.91
其他应付款	12,288.74	14,360.34	21,115.83	17,078.68
短期债务	14,495.48	37,843.81	51,942.91	68,498.28
长期债务	12,719.97	10,299.95	94,253.55	97,950.76
总债务	27,215.45	48,143.76	146,196.46	166,449.04
净债务	-62,856.55	-22,290.29	95,121.38	110,649.29
负债合计	117,006.48	139,848.92	304,728.29	308,141.10
所有者权益合计	230,208.48	253,751.94	265,287.99	265,339.81
利息支出	724.40	1,355.57	3,204.00	--
营业总收入	210,925.81	240,978.47	271,400.00	64,055.53
经营性业务利润	19,627.22	24,640.25	29,896.93	3,140.89
投资收益	10.45	78.53	72.52	5.09
净利润	16,095.91	20,069.57	14,009.26	51.82
EBIT	19,271.08	24,568.21	27,804.88	--
EBITDA	31,096.22	38,635.39	47,654.89	--
经营活动产生的现金流量净额	35,877.92	30,095.41	34,433.53	-626.44
投资活动产生的现金流量净额	-47,377.09	-64,291.23	-106,883.56	-13,568.17
筹资活动产生的现金流量净额	64,555.73	14,557.88	53,091.04	18,919.29
财务指标	2021	2022	2023	2024.3/2024.1~3
营业毛利率（%）	16.35	17.89	19.11	16.43
期间费用率（%）	7.71	8.74	10.56	12.29
EBIT 利润率（%）	9.14	10.20	10.24	--
总资产收益率（%）	6.35	6.63	5.77	--
流动比率（X）	1.71	1.29	0.90	0.91
速动比率（X）	1.23	0.81	0.43	0.48
存货周转率（X）	5.15	4.38	3.34	2.76*
应收账款周转率（X）	29.17	29.23	22.53	17.14*
资产负债率（%）	33.70	35.53	53.46	53.73
总资本化比率（%）	10.57	15.95	35.53	38.55
短期债务/总债务（%）	53.26	78.61	35.53	41.15
经调整的经营活动产生的现金流量净额/总债务（X）	1.30	0.60	0.22	--
经调整的经营活动产生的现金流量净额/短期债务（X）	2.44	0.76	0.62	--
经营活动产生的现金流量净额利息保障倍数（X）	49.53	22.20	10.75	--
总债务/EBITDA（X）	0.88	1.25	3.07	--
EBITDA/短期债务（X）	2.15	1.02	0.92	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	42.93	28.50	14.87	--
EBIT 利息保障倍数（X）	26.60	18.12	8.68	--
FFO/总债务（X）	1.10	0.78	0.33	--

注：1、2024 年一季报未经审计；2、带*指标已经年化处理；3、因 2024 年一季度缺少部分数据，部分指标无法计算。

附三：基本财务指标计算公式

指标	计算公式
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
资本结构	
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)
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
盈利能力	
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
总资产收益率	EBIT/总资产平均余额
EBIT 利润率	EBIT/营业收入
现金流	
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
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)
偿债能力	
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：1、“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；2、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），对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

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：[1] 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。[2] 个体信用评估：通过分析受评主体的经营风险和财务风险，在不考虑外部特殊支持情况下，对其自身信用实力的评估。特殊支持指政府或股东为了避免受评主体违约，对受评主体所提供的日常业务之外的任何援助。

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。



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