

现代牧业（集团）有限公司
及其发行的 16 现牧债与 17 现牧 01

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司
Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪(2018)100418】

评级对象: 现代牧业(集团)有限公司
及其发行的 16 现牧债与 17 现牧 01

	16 现牧债	17 现牧 01
	主体/展望/债项/评级时间	主体/展望/债项/评级时间
本次跟踪:	AA/稳定/AA/2018 年 6 月 26 日	AA/稳定/AA/2018 年 6 月 26 日
前次跟踪:	AA/稳定/AA/2017 年 6 月 19 日	AA/稳定/AA/2017 年 6 月 19 日
首次评级:	AA/稳定/AA/2016 年 8 月 8 日	AA/稳定/AA/2016 年 12 月 8 日

主要财务数据及指标

项 目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
母公司口径数据:				
货币资金	7.56	5.97	4.34	5.06
刚性债务	63.51	57.84	66.56	68.69
所有者权益	33.31	31.31	47.16	47.18
经营性现金净流入量	0.29	0.39	0.24	-0.25
合并口径数据及指标:				
总资产	170.80	174.55	163.15	164.47
总负债	88.72	102.01	99.42	100.68
刚性债务	70.56	76.88	79.11	81.94
所有者权益	82.08	72.54	63.73	63.79
营业收入	47.51	49.19	48.06	13.44
净利润	3.70	-9.67	-9.88	0.02
经营性现金净流入量	14.59	11.57	5.34	3.76
EBITDA	8.70	-3.26	-2.79	—
资产负债率[%]	51.94	58.44	60.94	61.21
权益资本与刚性债务 比率[%]	116.34	94.36	80.56	77.85
流动比率[%]	56.36	50.72	42.82	46.45
现金比率[%]	18.75	16.87	12.12	16.71
利息保障倍数[倍]	2.67	-2.05	-1.76	—
净资产收益率[%]	5.37	-12.50	-14.50	—
经营性现金净流入量与 流动负债比率[%]	30.96	19.39	8.22	—
非筹资性现金净流入量 与负债总额比率[%]	-3.08	1.31	-3.53	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.89	-1.03	-0.78	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	-0.04	-0.04	—

注: 根据现代牧业经审计的 2015~2017 年及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。其中 2015 年、2016 年数据采用经追溯调整后的数据。

分析师

翁斯喆 wsz@shxsj.com
朱侃 zk@shxsj.com
Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F
<http://www.shxsj.com>

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称本评级机构)对现代牧业(集团)有限公司(简称现代牧业、发行人、该公司或公司)及其发行的 16 现牧债及 17 现牧 01 的跟踪评级反映了跟踪期内现代牧业在政策支持、经营业绩、融资渠道和股东支持等方面所取得的积极变化,同时也反映了公司在行业低迷、经营亏损、资产流动性、疫情疫病及环保治理和食品安全等方面继续面临压力。

主要优势:

- **政策支持力度加大。**跟踪期内,国家出台多项乳制品业和乳牛养殖业支持政策,有望提升我国乳牛养殖业景气度。现代牧业是我国畜群养殖规模最大的乳牛养殖公司,在行业整合过程中获得较大发展。
- **经营业绩有所好转。**2018 年第一季度,受原料奶业务经营状况好转、品牌奶止损等因素影响,公司实现扭亏为盈,公司经营性现金流净额也实现大幅好转。目前现代牧业已转型为乳牛养殖和原料奶供应商,主要为蒙牛乳业提供原料奶,后续经营风险整体可控。
- **融资渠道保持畅通。**跟踪期内,现代牧业能够持续获得较大规模的银行授信,蒙牛乳业给予公司一定的资金支持和融资渠道支持,公司外部融资渠道保持畅通。
- **股东支持力度大。**跟踪期内,现代牧业控股股东蒙牛乳业持续在品牌奶销售,原材料采购和原料奶收购等经营方面,以及资金和融资渠道等方面给予公司很大支持。

主要风险:

- **乳牛养殖业仍较低迷。**跟踪期内,我国进口大包粉数量仍维持在较高水平,我国原料奶价格在低位波动,乳牛养殖行业景气度仍较低迷,

行业企业经营业绩欠佳。

- **经营亏损风险。**2016 年以来，主要受原料奶价格低迷影响，现代牧业经营压力大，生产性生物资产公允价值变动净损失大，连续两年净利润呈大幅亏损状态。
- **流动性压力突出。**跟踪期内，现代牧业刚性债务规模持续增长，结构上以短期为主，且公司非筹资性现金流状况欠佳，公司流动性压力突出。
- **信用质量对蒙牛乳业的依赖性较大。**现代牧业原料奶主要销售给单一客户蒙牛（内蒙古），蒙牛乳业的经营状况对公司经营影响大，公司的信用质量对蒙牛乳业的依赖性较大。
- **国内疫情发生的潜在风险。**疫情是影响畜牧业的最大风险，疫情的发生和传播的潜在风险可能对现代牧业经营带来不利影响。
- **环保和食品安全风险。**民众对环保的关注及行业环保标准的提高给现代牧业带来较大的环保压力。此外，作为原料奶供应商，产品质量安全对现代牧业的信用品质构成重大影响。

➤ 未来展望

通过对现代牧业及其发行的上述公司债券主要信用风险要素的分析，本评级机构维持公司 AA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为上述公司债券还本付息安全性很高，并维持上述公司债券 AA 信用等级。



现代牧业（集团）有限公司 及其发行的 16 现牧债与 17 现牧 01

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照现代牧业集团有限公司 2016 年公开发行公司债券（第一期）及 2017 年公开发行公司债券第一期（分别简称 16 现牧债及 17 现牧 01）信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据现代牧业提供的经审计的 2017 年财务报表、未经审计的 2018 年第一季度财务报表及相关经营数据，对现代牧业的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

该公司最新于 2017 年 11 月在中国银行间债券市场交易商协会成功注册了 5.00 亿元短期融资券和 15.00 亿元超短期融资券发行额度，有效期均至 2019 年 11 月 10 日。截至本评级报告出具日，公司尚在存续期的债券本金余额为 16.50 亿元，公司 2013 年以来注册发行债务融资工具情况如图表 1 所示。

图表 1. 公司 2013 年以来注册发行债务融资工具概况

债项名称	发行金额 (亿元)	期限 (天/年)	发行利率 (%)	发行时间	注册额度/注册时间	本息兑付情况
13 现代牧业 CP001	7.00	365 天	4.99	2013.03.27	14 亿元/2013 年 2 月	已到期兑付
14 现代牧业 CP001	7.00	365 天	6.00	2014.04.22		已到期兑付
13 现代牧业 PPN001	5.00	180 天	6.90	2013.12.06	10 亿元/2013 年 11 月	已到期兑付
14 现代牧业 PPN001	4.00	365 天	6.30	2014.05.21		已到期兑付
15 现代牧业 MTN001	2.00	3 年	6.00	2015.02.10	18 亿元/2014 年 6 月	已到期兑付
16 现代牧业 MTN001 (A)	10.00	2 年	4.60	2016.03.22		已到期兑付
16 现代牧业 MTN001 (B)	6.00	3 年	4.75	2016.03.22		未到期
15 现代牧业 SCP001	3.00	120 天	4.20	2015.05.19	20 亿元/2015 年 4 月	已到期兑付
15 现代牧业 SCP002	3.00	120 天	3.79	2015.07.16		已到期兑付
15 现代牧业 SCP003	4.00	270 天	3.98	2015.09.21		已到期兑付
16 现代牧业 SCP001	5.00	270 天	3.89	2016.01.21		已到期兑付
16 现代牧业 SCP002	5.00	270 天	4.67	2016.06.15		已到期兑付
16 现代牧业 SCP003	3.00	270 天	5.00	2016.08.31		已到期兑付
17 现代牧业 SCP001	5.00	270 天	5.39	2017.01.19		已到期兑付
16 现牧债	2.50	3 年	5.30	2016.08.10	20 亿元/2016 年 6 月	未到期
17 现牧 01	8.00	3 年	5.49	2017.03.24		未到期

资料来源：现代牧业

业务

1. 外部环境

(1) 宏观因素

2018年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。随着我国对外开放范围和层次的不拓展，稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作稳步落实，我国经济有望长期保持中高速增长态势。

2018年一季度全球经济景气度自高位略有回落，增长前景依然向好，美联储货币政策持续收紧或带来全球性信用收缩，主要经济体间关税政策将加剧贸易摩擦，热点地缘政治仍是影响全球经济增长的不确定性冲击因素。在主要发达经济体中，美国经济、就业表现依然强劲，美联储换届后年内首次加息、缩表规模按期扩大，税改计划落地，特朗普的关税政策将加剧全球贸易摩擦，房地产和资本市场仍存在泡沫风险；欧盟经济复苏势头向好，通胀改善相对滞后，以意大利大选为代表的内部政治风险不容忽视，欧洲央行量化宽松规模减半，将继美联储之后第二个退出量化宽松；日本经济温和复苏，通胀回升有所加快，而增长基础仍不稳固，超宽松货币政策持续。在除中国外的主要新兴经济体中，经济景气度整体上要略弱于主要发达经济体；印度经济仍保持中高速增长，前期的增速放缓态势在“废钞令”影响褪去及税务改革积极作用逐步显现后得到扭转；俄罗斯经济在原油价格上涨带动下复苏向好，巴西经济已进入复苏，两国央行均降息一次以刺激经济；南非经济仍低速增长，新任总统对经济改革的促进作用有待观察。

2018年一季度我国宏观经济继续呈现稳中向好态势，在以供给侧结构性改革为主的各类改革措施不断推进落实下，经济发展质量和效率有望进一步提升。国内消费物价水平温和上涨、生产价格水平因基数效应涨幅回落，就业形势总体较好；居民收入增长与经济增长基本同步，消费稳定增长，消费升级需求持续释放、消费新业态快速发展的态势不变；房地产投资带动的固定资产投资回升，在基建投资增速回落、制造业投资未改善情况下可持续性不强，而经济提质增效下的投资结构优化趋势不变；进出口增长强劲，受美对华贸易政策影响或面临一定压力；工业企业生产增长加快，产业结构升级，产能过剩行业经营效益提升明显，高端制造业和战略性新兴产业对经济增长的支撑作用持续增强。房地产的调控政策持续、制度建设加快、区域表现分化，促进房地产市场平稳健康发展的长效机制正在形成。“京津冀协同发展”、“长江经济带发展”、

雄安新区建设及粤港澳大湾区建设等国内区域发展政策持续推进，新的增长极、增长带正在形成。

在经济稳中向好、财政增收有基础条件下，我国积极财政政策取向不变，赤字率下调，财政支出聚力增效，更多向创新驱动、“三农”、民生等领域倾斜；防范化解地方政府债务风险持续，地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，地方政府债务风险总体可控。货币政策维持稳健中性，更加注重结构性引导，公开市场操作利率上调，流动性管理的灵活性和有效性提升；作为双支柱调控框架之一的宏观审慎政策不断健全完善，金融监管更加深化、细化，能够有效应对系统性金融风险。人民币汇率形成机制市场化改革有序推进，以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节，人民币汇率双向波动明显增强。

在“开放、包容、普惠、平衡、共赢”理念下，以“一带一路”建设为依托，我国的对外开放范围和层次不断拓展，开放型经济新体制逐步健全，同时对全球经济发展的促进作用不断增强。人民币作为全球储备货币，人民币资产的国际配置需求不断提升、国际地位持续提高，人民币国际化和金融业双向开放不断向前推进。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2018年作为推动高质量发展的第一年，供给侧结构性改革将继续深入推进，强化创新驱动，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生和防风险各项工作，打好三大攻坚战，经济将继续保持稳中有进的态势。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、经济结构优化、产业升级、内需扩大、区域协调发展的逐步深化，我国经济的基本面有望长期向好和保持中高速增长趋势。同时，在主要经济体货币政策调整、地缘政治、国际经济金融仍面临较大的不确定性及国内防范金融风险 and 去杠杆任务仍艰巨的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性因素的冲击性风险。

该公司主业为乳牛养殖和原料奶生产销售，作为提供生活必需品的行业，其发展与地区经济发展水平、人口结构、消费者偏好等紧密相连，但受宏观经济波动影响较小。

(2) 行业因素

跟踪期内，随着居民收入的增加和对牛奶产品质量安全要求的日益提高，乳品消费市场较快增长。近年来受进口奶及进口大包粉的持续冲击影响，我国原料奶价格仍在低位运行，奶农和小规模牧场因持续亏损退出市场，大中型牧场出现较大亏损，造成原料奶产量持续下滑。未来我国乳品消费市场空间仍较大，且随着行业深度调整，原料奶价格有望实现回升，国家相关政策的推出也有助于规模化养殖企业获得较大的发展空间。

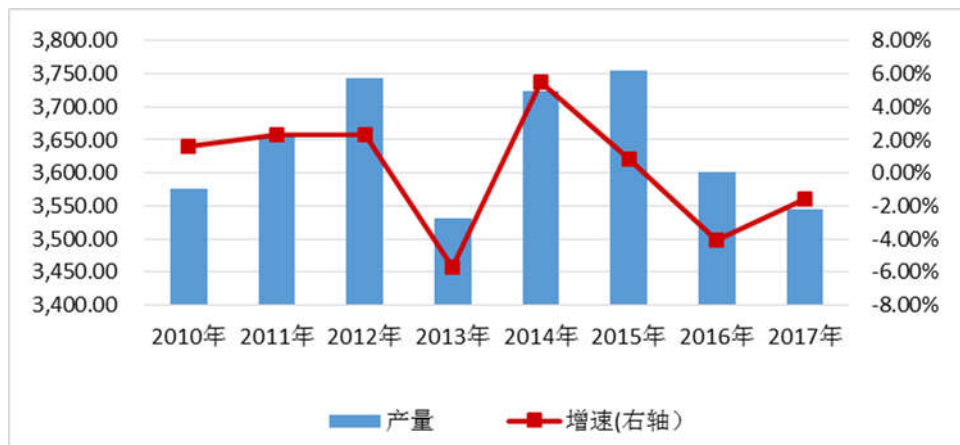
A. 行业概况

乳牛养殖业属于食品行业中的农牧业，介于饲料业与乳制品行业之间，易受上下游供需波动影响。近年来，我国乳品消费人群快速扩张，带动乳品消费市场较快增长，但由于我国原料奶价格持续低迷，造成乳牛养殖规模的下降，我国原料奶产量整体呈下降态势。

随着我国居民生活水平的提高，以及伊利、蒙牛、光明等乳品品牌的推广，我国乳品消费人群快速扩张，带动乳品消费市场较快增长。2017 年我国乳品加工业销售收入为 3,490.41 亿元，同比增长 6.77%。尽管我国乳品市场逐年增长，但我国人均乳制品折合生鲜乳的消费量仅为世界平均水平的三分之一，显著低于发达国家。此外，我国乳品消费在城乡间差异较大，我国城镇居民和农村居民鲜奶的人均消费量分别约为 14 千克和 6 千克。未来随着我国人均可支配收入的增长以及城镇化进程的推进，我国牛奶产销量均有较大的成长空间。

从原料奶供应情况来看，近年来由于受进口大包粉冲击，国内奶价持续低迷，导致养殖户和小型牧场退出市场，根据中国奶业年鉴公布的最新数据，2016 年末我国乳牛存栏量为 1,413 万头，较 2015 年减少 94.2 万头。根据国家统计局数据显示，2017 年我国原料奶产量同比下降 1.58% 至 3,545 万吨。

图表 2. 2010 年以来我国原料奶产量及增速情况（万吨）



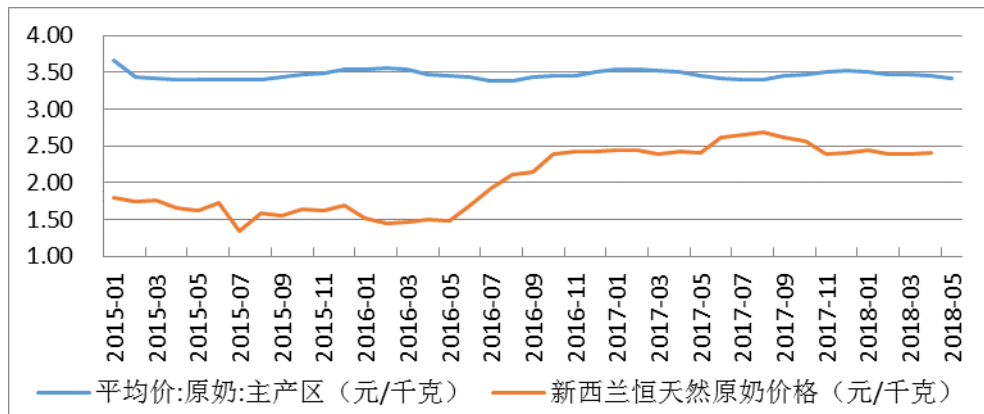
资料来源：Wind 资讯

从价格来看，2014 年以来，国际市场乳制品价格持续大幅走低，新西兰恒天然原料奶价格从 2014 年 1 月的 66.46 新西兰元/100 千克降至 2016 年 5 月末的 33.44 新西兰元/100 千克（按汇率换算¹约从 3.33 元/千克降至 1.49 元/千克），而我国由于饲料价格高、奶牛单产低等因素导致原料奶价格相对较高，造成我国大多数乳企选择使用进口大包粉作为原料，固体乳制品进口量激增，2014 年奶粉进口量 92.34 万吨，折合生鲜乳约合 1,200 万吨，约占我国牛奶产量的三分之一，2015 年和 2016 年我国进口奶粉分别为 54.70 万吨和 60.42 万吨，库存消化仍需一段时日。此外，在“三聚氰胺”事件发生后，我国消费者对国

¹ 考虑数据可比性，新西兰恒天然原料奶价格是由原始数据（单位为新西兰元/100 千克）经单位换算和新西兰元兑人民币月均汇率中间价进行计算得出的。图表 3 也为经换算的价格。

产牛奶信心严重不足，消费者更倾向于选择进口牛奶，近年来随着电商的迅猛发展，进口牛奶产品品牌及数量大幅增长，目前进入我国市场的进口常温奶品牌已超过 100 个，2017 年我国液态奶累计进口量为 70.17 万吨，同比增长 7.12%，进口牛奶价格较国内部分品牌常温奶具有一定的价格优势也促使消费者对进口牛奶购买意愿进一步提升，从而对国产牛奶的销售造成了一定的影响。受此影响，自 2015 年以来我国原料奶价格维持低位，2017 年以来持续在 3.50 元/千克上下波动。后续看，2016 年 7 月以来国际原料奶价格上升，导致国内外原料奶价差缩小，但前期进口奶粉库存消化仍需一段时日，预计 2018 年我国原料奶价格整体有望实现小幅回升。

图表 3. 近年来我国主产区原料奶及新西兰恒天然原料奶价格情况



资料来源：Wind 资讯以及农业部每月发布的农产品供需形势分析月报

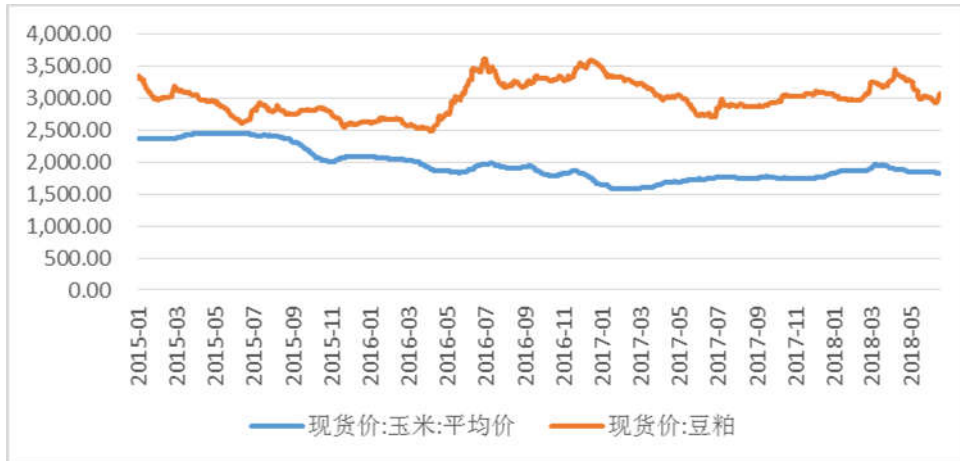
饲料成本在乳牛养殖成本中占比较大，主要饲料原材料价格波动对企业成本控制影响很大。饲料价格主要与原材料价格呈同向波动态势，2017 年以来玉米国内供需环境相对宽松，玉米价格整体维持低位。我国豆粕主要来源于进口，受天气因素影响价格有所波动。

在乳牛规模养殖成本中，饲料成本所占比重较大，乳牛饲料主要由精饲料（包括玉米、大豆及棉籽）和粗饲料（包括玉米青贮饲料、羊草及苜蓿）构成，其价格走势受整个农产品市场影响较大，并对养殖企业利润产生影响。

我国饲料价格主要按成本加成模式确定，原材料价格波动是导致饲料价格波动的主要原因。我国玉米消费以饲料消费为主，2009 年以来，国内饲料用玉米需求迅速扩大，玉米供需格局由平衡转为出现供给缺口，玉米进口量也大幅上升，近年来玉米产量整体呈增长态势，虽然 2016 年以来由于调控导致产量有所下滑，但目前玉米供需环境相对宽松。从玉米价格看，2014~2015 年玉米价格有所波动但整体呈下跌态势。2016 年国内玉米市场价格持续弱势，1 月至 5 月上旬，受玉米库存高企、需求疲软以及国家发改委调整临时收储政策为“市场定价、价补分离”等因素影响，玉米价格呈现持续下滑态势，5 月下旬国储收购结束后，优质玉米供应量偏紧，玉米价格有所回升，但由于市场供大于求情况尚未有所改善，全年整体呈现下降态势。2017 年以来，由于国家层面调减玉米种植面积，玉米供应量有所下降，对玉米价格形成一定支撑。

从豆粕价格来看，我国大豆主要来源于进口，受海外市场影响较大。2017年以来，国内大豆供需较为平衡，在国家政策推动下种植面积有所增加，目标价格补贴政策也继续实行，大豆供应较为宽松，价格波动主要受季节性涨跌因素影响。全球市场来看，根据 USDA 公布的 2018 年 6 月全球农产品供需报告显示，USDA 预计 2018/19 年全球大豆产量为 3.55 亿吨，消费量为 3.58 亿吨，呈现供小于求的状况，库存消费比为 24.33%，呈持续下降状态，后续价格可能会有所上涨。

图表 4. 近年来我国玉米及豆粕价格走势情况（元/吨）



资料来源：Wind 资讯

B. 政策环境

2017 年以来，我国国务院、财政部、农业农村部等多部门密集出台多项政策，在食品安全方面、防疫方面、乳制品质量等多方面给予指导、意见和政策支持。其中 2018 年 6 月，国务院办公厅发布《国务院办公厅关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》，意见中提出：到 2020 年，奶业供给侧结构性改革要取得实质性成效，100 头以上规模养殖比重超过 65%，奶源自给率保持在 70%以上，优质苜蓿自给率达到 80%，到 2025 年奶业实现全面振兴。另外要发展标准化规模养殖，支持乳品企业自建、收购养殖场，提高自有奶源比例，促进养殖加工一体化发展。此外，国家还将修订《生乳》国家标准和灭菌乳等液态奶产品标准，建立生乳分级标准体系引导优质优价；制定发布复原乳检测方法食品安全国家标准和液态奶加工工艺标准，为复原乳监管提供依据，提升乳品质量安全水平。

在国家政策利好的推动下，我国乳牛养殖行业持续低迷的情况有望得到改善，规模化乳制品企业和乳牛养殖企业有望在行业洗牌的过程中获得更大的发展。

图表 5. 2017 年以来乳牛养殖业主要政策

部门	时间	政策	主要内容
国务院	2017 年 4 月	《2017 年食品安全重点工作安排的通知》	对婴幼儿配方乳粉生产企业进行食品安全生产规范体系检查。加快修订乳制品工业产业政策，进一步严格行业准入，推动婴幼儿配方乳粉企业兼

部门	时间	政策	主要内容
			并重组，发布实施婴幼儿配方乳粉追溯体系行业标准。加强肉类、婴幼儿配方乳粉、蔬菜等重要产品追溯体系建设，加快推进省级重要产品追溯管理平台建设。
食药监局	2017年5月	《婴幼儿配方乳粉产品配方注册申请材料项目与要求（试行）（2017修订版）》	对婴幼儿配方乳粉产品配方注册申请材料项目与要求进行修订。
财政部	2017年4月	《动物防疫等补助经费管理办法》	明确动物防疫等补助经费使用范围、资金分配和下达依据、资金使用和管理以及监督检查。
质检总局	2017年10月	《关于开展重要产品追溯标准化工作的指导意见》	到2020年，标准化支撑重要产品追溯体系建设的作用明显增强。基本建成国家、行业、地方、团体和企业标准相互协同、覆盖全面、重点突出、结构合理的重要产品追溯标准体系。开展重要产品追溯标准化基础研究、统筹规划重要产品追溯体系、研制重要产品追溯基础共性标准、探索重要产品追溯标准化试点示范、抓好重要产品追溯标准的推广应用以及做好重要产品追溯标准实施信息反馈和评估，其中重要产品包括食用农产品和食品。
农业部办公厅	2018年2月	《2018年畜牧业工作要点》	强化饲料和生鲜乳质量安全，健全饲料安全保障体系，严格饲料产品质量安全监管，强化生鲜乳质量安全监管；持续推进奶业振兴，贯彻落实国家奶业发展政策措施，推动奶业向高质量发展转变，做大做强民族奶业品牌，引导培育乳制品消费。
农业部、财政部	2018年4月	《2018年财政重点强农惠农政策》	中央财政继续加大支农投入，强化项目统筹整合，完善资金使用管理机制。农民直接补贴、支持新型农业经营主体发展，支持农业结构调整，支持农村产业融合发展，支持绿色高效技术推广服务，支持农业资源生态保护和面源污染防治。
国务院	2018年6月	《国务院办公厅关于推进奶业振兴保障乳品质量安全的意见》	到2020年，奶业供给侧结构性改革要取得实质性成效，100头以上规模养殖比重超过65%，奶源自给率保持在70%以上，优质苜蓿自给率达到80%，到2025年奶业实现全面振兴。要发展标准化规模养殖，支持乳品企业自建、收购养殖场，提高自有奶源比例，促进养殖加工一体化发展。

资料来源：根据公开信息整理

C. 竞争格局/态势

我国乳牛养殖以个体农户及中小型牧场为主，规模化养殖程度不高，目前我国单个畜牧场乳牛存栏量100头以上规模比重占比为48.3%，我国乳牛养殖体系产业化程度低。同时养殖散户相对于规模化养殖企业而言，资金实力弱、技术落后、食品安全和环保问题难以得到保障，且由于进入和退出市场成本低，短时间内易对乳牛养殖行业造成供需失衡。近年来，由于环保、食品安全要求日益严格，以及原料奶价格持续低迷，个体农户“杀牛倒奶”现象严重，大中型牧场经营亏损。目前从养殖规模看，行业大型乳牛养殖企业有现代牧业、圣牧高科、西部牧业等。

图表 6. 行业内核心样本企业基本数据概览（2017 年/末，亿元，%）

核心样本企业名称	核心经营指标（原料奶/液体乳）			核心财务数据（合并口径）				
	营业收入	毛利率	销量（万吨）	总资产	资产负债率	归属母公司股东的权益/带息债务（倍）	净利润	经营性净现金流
上游乳牛养殖企业								
现代牧业	48.06	29.61	114.87	163.15	60.94	0.80	-9.88	5.34
圣牧高科	28.61	36.55	58.59	102.18	49.28	0.99	-7.87	-1.08
原生态牧业	10.14	24.97	26.30	54.66	15.63	—	-0.68	4.31
西部牧业	6.93	4.61	3.93	24.23	70.45	0.56	-3.76	0.81
下游乳品加工企业								
蒙牛乳业	601.56	35.21	—	581.39	53.38	1.62	20.48	55.05
伊利股份	675.48	37.29	726.89	493.00	48.80	3.07	60.03	70.06
三元股份	61.21	29.55	46.28	76.29	33.84	10.85	0.79	-0.24
光明乳业	216.72	33.31	143.89	165.39	59.60	1.51	8.18	16.00
天润乳业	12.40	27.97	13.74	14.29	34.66	21.84	1.05	1.97
科迪乳业	12.39	25.96	21.60	28.31	41.25	1.85	1.27	3.27

资料来源：新世纪评级整理。

D. 风险关注

原料奶价格波动风险。受养殖成本影响，国际原料奶价格长期大幅低于国内原料奶价格。我国原料奶价格易受国际奶价、国内供需平衡等影响，造成较大波动，近年来我国原料奶价格持续低迷，对行业内企业经营形成很大压力。

成本控制压力。乳牛养殖行业成本主要为饲料，而饲料产品价格基本按成本加成模式定价，所以玉米、豆粕、苜蓿等饲料原材料价格波动易对乳牛养殖行业盈利状况造成影响，企业始终面临成本控制压力。

疫病防治风险。疫病对乳牛养殖影响大，疫病防治涉及养殖的各个阶段。一旦发生疫病，除了对企业直接产生的经济损失外，在一定时间内也会对下游需求产生不利影响，导致消费市场的萎缩，造成供需失衡。

食品安全风险。乳制品行业“三聚氰胺”等事件使得消费者对国内牛奶质量长期信心不足，也对行业企业发展产生很大的不利影响，饲料产品的安全性也直接影响畜牧产品的质量。随着国家和人民对食品安全问题的日益重视，一旦企业的产品质量出现问题，对其经营将造成重大不利影响，甚至直接退出市场，此外还可能对整个行业的运营产生重大不利影响。

环保压力增大。乳牛养殖排泄物需经过处理和处置后进行排放，其排放标准需符合国家环保监管的相关要求。随着我国对环境保护问题的日益重视，国家制定了更严格的环保标准和规范，包括要求从事乳牛养殖的单位对粪便、尸体和污水等废弃物进行科学处置，防止污染环境。环保监管要求的提高，使得乳牛养殖企业的环保费用支出有所加大，且一旦发生环境污染事件，可能对企业的运营产生重大不利影响。

2. 业务运营

该公司是农业产业化国家重点龙头企业。跟踪期内，由于商河牧场合并以及奶牛单产的提升，公司原料奶收入和盈利能力大幅增强，但品牌奶业务经营模式的转变导致销量大幅下滑，从而影响整体营业收入和毛利率水平。2017年主要受公司大额计提品牌奶应收账款坏账准备以及公允价值变动净损失规模仍较大影响，公司净利润仍呈大额亏损状态，但从主业情况看，经营状况有所好转。2018年第一季度受益于原料奶业务经营情况进一步转好，加之品牌奶业务不再亏损，公司实现扭亏为盈。公司在疫病、食品安全及环境保护等方面持续面临一定的挑战。目前公司已转型为乳牛养殖和原料奶供应商，主要为蒙牛乳业提供原料奶，整体看后续经营风险可控。

该公司是农业产业化国家重点龙头企业。公司建立了包括饲料生产、乳牛繁育、乳牛养殖、原料奶及品牌奶加工等在内的一体化经营模式，产业链较为完整，产业集约化水平较高。2018年4月，公司品牌奶业务移交给蒙牛（内蒙古），转型为乳牛养殖和原料奶供应商，主要为蒙牛乳业提供原料奶，整体经营风险可控。

2017年，该公司实现营业收入48.06亿元，同比下降2.30%，实现毛利率为29.61%，同比减少1.50个百分点。分业务来看，原料奶业务经营状况有所好转，主要是当年销量大幅增长以及成本降低所致，2017年公司原料奶实现销售收入41.19亿元，同比大幅增长32.57%，实现毛利率31.32%，同比上升0.45个百分点。品牌奶业务主要受经营模式变化导致当年销量同比大幅下降，2017年品牌奶实现营业收入6.65亿元，同比大幅下降55.06%，实现毛利率21.16%，同比大幅减少16.69个百分点。

2018年第一季度，该公司实现营业收入13.44亿元，同比增长16.09%，毛利率同比减少0.98个百分点至29.84%。其中原料奶业务收入和毛利率同比均有所增长，而品牌奶业务收入有所下滑，但由于不再亏损，对公司整体业绩的不利影响有所降低。

整体看，跟踪期内，该公司原料奶销售状况转好，品牌奶业务销售转由内蒙古蒙牛乳业（集团）股份有限公司（简称蒙牛（内蒙古），为中国蒙牛乳业有限公司境内实体）进行后导致销量下滑，公司品牌奶收入和毛利率下滑对整体业绩形成拖累，但是公司品牌奶按成本加成方式赚取加工费的模式使得品牌奶业务转亏为盈，公司主业经营状况有所好转。后续看，行业持续低迷导致原料奶产能下降，且2018年以来国务院也出台多项支持行业发展的政策，能够对原料奶价格形成一定支撑，但目前原料奶价格仍较低迷，公司经营业绩受原料奶价格波动影响大，2018年经营业绩仍有待观察。

图表 7. 公司主业基本情况

主营业务/产品或服务	市场覆盖范围/核心客户	业务的核心驱动因素
乳牛养殖/原料奶、品牌奶	国内/蒙牛（内蒙古）	规模/价格/管理/品牌

资料来源：现代牧业

(1) 主业运营状况/竞争地位

图表 8. 公司核心业务收入及变化情况（亿元）

主导产品或服务	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计	47.51	49.19	48.06	13.44	12.84
其中：核心业务营业收入	47.51	48.63	47.84	13.44	11.58
在营业收入中所占比重	100%	98.86%	99.54%	100%	90.19%
其中：（1）原料奶	32.49	33.84	41.19	11.03	8.72
在核心业务收入中所占比重	68.39%	69.59%	86.10%	82.07%	75.30%
（2）品牌奶	15.02	14.79	6.65	2.41	2.86
在核心业务收入中所占比重	31.61%	30.41%	13.90%	17.93%	24.70%
毛利率（%）	34.34	31.11	29.61	29.84	30.82
其中：原料奶（%）	32.16	30.87	31.32	34.05	31.19
品牌奶（%）	39.05	37.85	21.16	10.60	26.90

资料来源：现代牧业

A. 原料奶

跟踪期内，受益于该公司收购股东中国现代牧业控股有限公司（简称现代牧业控股）所经营的商河公司全部股权²导致牛群数增加、奶牛单产的提升以及蒙牛（内蒙古）对公司原料奶收购量的增加，公司原料奶产销量同比大幅增长，原料奶销售收入实现大幅提升，加之公司持续加强成本控制，盈利能力持续增强。2017 年和 2018 年第一季度，公司原料奶实现营业收入分别为 41.19 亿元和 13.44 亿元，同比分别增长 32.57%和 16.09%；实现营业毛利分别为 12.90 亿元和 3.76 亿元，同比分别增长 38.27%和 38.04%；毛利率同比分别增加 0.45 个百分点和 2.86 个百分点至 31.32%和 34.05%。

规模因素

截至 2018 年 3 月末，该公司在全国合计经营 14 个乳牛畜牧场，分布于安徽、山东、河北、四川、陕西、内蒙古和黑龙江等省，按万头牧场计算合计有 26 个万头牧场³，其中 2017 年公司合并原先由现代牧业控股经营的商河牧场，

² 2017 年 9 月 1 日，该公司与 ADTH I 及 ADTH II（两家公司均为现代牧业控股全资子公司）签署股权转让协议，公司分别以新增注册资本 2.32 亿元和 2.32 亿元作为对价购买 ADTH I 和 ADTH II 各自持有的商河公司 50%的股权。2017 年 10 月 18 日交易完成后，公司拥有商河公司的控制权。商河牧场主要经营实体为商河公司，商河公司合并日资产总额为 26.42 亿元，净资产 23.21 亿元，合并当期期初至合并日实现营业收入 4.05 亿元，净利润 1.23 亿元，经营活动现金净流量为 0.67 亿元。

³ 其中宝鸡牧场、合肥牧场、双河牧场和商河牧场均分为一期和二期；察北牧场分为一期、二期和三期；五河牧场和张家口牧场分为一期、二期、三期和四期。

该牧场计划存栏规模 3.00 万头，截至 2018 年 3 月末存栏规模为 2.33 万头，日产牛奶 427.90 万吨。由于行业整体较为低迷，跟踪期内公司未新建牧场，后续也无新牧场建设计划。截至 2018 年 3 月末，公司合计拥有存栏乳牛 22.73 万头，日产牛奶 3,623.95 吨。

图表 9. 截至 2018 年 3 月末公司牧场分布情况

所在省份	畜牧场名称	计划规模 (头)	存栏规模 (头)	日产牛奶 (吨)
安徽省	马鞍山牧场	10,000	8,255	146.60
	合肥牧场	20,000	18,908	324.34
	五河牧场	40,000	35,632	568.71
河北省	张家口牧场	40,000	36,341	581.75
	察北牧场	30,000	22,736	343.95
	恒盛牧场	10,000	5,309	78.80
黑龙江省	尚志牧场	10,000	7,180	111.06
	双城牧场	20,000	17,683	256.03
内蒙古自治区	和林格尔牧场	10,000	10,169	165.57
	通辽牧场	10,000	10,777	163.06
四川省	洪雅牧场	10,000	6,167	93.99
陕西省	宝鸡牧场	20,000	16,581	236.98
山东省	汶上牧场	10,000	8,270	125.21
	商河牧场	30,000	23,263	427.90
合计		270,000	227,271	3,623.95

资料来源：根据现代牧业所提供数据整理。

该公司采用了较为先进的畜群管理技术，近年来提高了养殖效率。截至 2018 年 3 月末，公司乳牛存栏量为 22.73 万头，其中成乳牛 12.33 万头，青年牛 7.73 万头，犊牛 2.67 万头⁴，期末成乳牛所占比重 52.24%，未来随着公司牛群年龄结构的持续改善，该比例有望进一步提升⁵。同时，得益于较先进的繁殖、饲喂及畜群管理技术，公司单头乳牛年均产奶量逐年提升，2018 年 3 月末为 9.9 吨，而国内平均水平约为 6 吨左右。

图表 10. 近年来公司乳牛存栏量及产奶量情况

	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年 3 月末
乳牛存栏量 (头)	207,238	205,188	223,058	227,271
其中：成乳牛	108,644	108,094	126,839	123,265
青年牛	66,499	64,243	73,371	77,276
犊牛	32,095	32,851	32,848	26,730
成乳牛所占比重 (%)	52.42	52.68	54.42	52.24
单头乳牛年均产奶量 (吨)	9.1	9.4	9.8	9.9

资料来源：根据现代牧业所提供数据整理。

⁴ 成乳牛为已生产过的雌性牛科动物，包括干奶牛及泌乳牛；青年牛为 6 个月以上尚未生产过小牛的雌性牛科动物；犊牛为出生至 6 个月大的年轻雌性牛科动物。

⁵ 成熟牧场成乳牛占乳牛畜群的比重约为 60%。

从原料奶产销规模来看，主要受该公司合并商河牧场导致成乳牛数量增长以及奶牛单产的提升，公司原料奶产量同比有所增长。2017年和2018年第一季度，公司原料奶产量分别为118.20万吨和32.62万吨，同比分别增长18.14%和20.50%。同期公司原料奶销量分别为114.87万吨和31.86万吨，同比分别增长23.20%和22.73%，产销率分别为97.18%和97.67%，同比均有所提升。公司原料奶销售分为对外销售和对内销售两部分，对内销售主要是供应品牌奶生产，2017年对外销售和对内销售占比分别为93.63%和6.37%。

图表 11. 2015 年以来公司原料奶产销量情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一 季度	2017 年第一 季度
产量（万吨）	94.60	100.05	118.20	32.62	27.07
销量（万吨）	90.58	93.24	114.87	31.86	25.96
其中：内部销量（万吨）	17.17	15.29	7.32	2.59	2.85
外部销量（万吨）	73.41	77.95	107.55	29.27	23.11
产销率（%）	95.75	93.20	97.18	97.67	95.90

资料来源：根据现代牧业所提供数据整理。

销售价格方面，由于蒙牛（内蒙古）为该公司主要客户，公司根据市场行情，与蒙牛（内蒙古）协商确定价格，由于公司在行业内拥有较高的产品美誉度，售价一般较市场价格略高。跟踪期内，由于原料奶价格整体仍较低迷，2017年公司原料奶平均销售价格为3,829.49元/吨，较2016年下跌149.88元/吨，2018年第一季度平均销售价格进一步降至3,792.55元/吨。从公司销售给蒙牛（内蒙古）的价格来看，同期分别约为3,890元/吨和3,770元/吨，基本略高于外部平均销售价格。

图表 12. 2015 年以来公司原料奶销售价格情况（元/吨）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一 季度	2017 年第一 季度
平均销售价格	4,394.16	3,979.37	3,829.49	3,792.55	3,775.25
其中：内部销售均价	4,258.00	3,911.68	3,825.59	4,070.00	3,660.00
外部销售均价	4,426.00	3,981.34	3,829.89	3,768.00	3,780.00

资料来源：根据现代牧业所提供数据整理。

成本因素

该公司成本主要为乳牛饲养的饲料成本，公司采购的乳牛饲料原料主要包括精饲料（玉米、豆粕及棉籽等）和粗饲料（玉米青贮饲料、羊草及苜蓿等）。跟踪期内，公司加大各物料间性价比分析，通过对精、粗饲料结构的调整降低饲料原材料成本，另外为进一步提高原料奶的质量，公司还会向国际市场采购高质量苜蓿，2017年采购占比为7.8%，采购价格同比有所下降。从原材料采购价格来看，近年来受整体供应环境影响，主要农产品价格有所分化。为应对饲料价格波动风险，公司目前主要采取以下采购策略：（1）尽量减少锁单及大合同方式，多采取小单、月单形式签订合同；（2）加大成本分析，并于各财年

开始制定各种饲料的年度采购预算计划；（3）密切关注饲料原料行情变化，并积极与营养中心进行讨论，加大各物料间性价比分析。

图表 13. 公司饲料原料采购情况（万吨，万元/吨，亿元）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年第一季度			2017 年第一季度		
	采购量	均价	金额	采购量	均价	金额	采购量	均价	金额	采购量	均价	金额	采购量	均价	金额
羊草	1.33	0.10	0.14	0.94	0.12	0.12	0.88	0.10	0.09	0.12	0.09	0.01	0.14	0.12	0.01
国产苜蓿	3.71	0.22	0.83	3.79	0.22	0.85	4.04	0.20	0.83	0.69	0.20	0.14	0.53	0.22	0.12
玉米纤维	8.83	0.12	1.10	5.55	0.09	0.49	3.71	0.11	0.21	0.65	0.12	0.08	0.54	0.13	0.07
豆粕	10.07	0.30	3.04	11.98	0.32	3.86	14.55	0.32	4.72	4.19	0.33	1.36	4.00	0.35	1.42
玉米颗粒	14.39	0.24	3.45	5.88	0.20	1.20	13.35	0.18	2.46	1.82	0.20	0.36	2.00	0.18	0.36
棉籽	6.69	0.28	1.90	6.54	0.32	2.08	6.00	0.34	2.01	1.75	0.26	0.45	1.83	0.38	0.69
合计	45.03	—	10.45	34.68	—	8.60	42.53	—	10.32	9.22	—	2.40	9.04	—	2.67

资料来源：根据现代牧业所提供数据整理。

管理因素

采购管理方面，该公司精饲料主要向国内大型供应商集中采购，通常公司会与供应商签订 1~3 个月的短期采购协议，货款结算方面，公司一般于收到发票日期起 60 日内付款，跟踪期内公司推进与中粮佳悦油厂自提豆粕合作，账期为 90 日内付款。由于采购规模较大，公司具有一定的议价能力，可以较低的价格购买多种精饲料。粗饲料采购方面，公司一般与当地农户订立为期 8~12 个月的长期采购协议，根据协议，农户会按要求种植及收割作物。公司主要采用现金或银行承兑汇票两种方式进行货款结算，2017 年整体货款账期由 2016 年的 112 天延长至 123 天。公司基本形成了以长期稳定的供应商为主，辅以其他供应商的多层次原料供应体系，2017 年及 2018 年第一季度公司向前五名供应商合计采购金额占年度采购总金额的比重分别为 14.88%和 18.51%，公司对主要供应商的采购依赖程度仍较低。

生产管理方面，该公司采用高度自动化的挤奶设备及安全的挤奶程序，在挤奶过程中，所有原料奶自动经管道输送至中央制冷系统进行冷却，再经由管道输送至保温运奶车，直接运送给客户。

销售管理方面，该公司的客户主要为蒙牛（内蒙古），根据公司于 2008 年 10 月与蒙牛（内蒙古）签署了为期十年的原料奶供应承购协议，截至 2018 年 10 月，公司可按协商价格向蒙牛出售每天生产的所有原料奶，同时公司可将原料奶日产量最多 30%直接出售给其他加工商⁶或最终客户，货款结算方式为月结，每月 10 号付清上月奶款。跟踪期内中国蒙牛乳业有限公司（简称蒙牛乳业）已成为公司间接控股股东，在原料奶采购方面优先采购公司原料奶，公司也会优先保障对其的供应，双方合作更为紧密，2017 年和 2018 年第一季度，公司

⁶ 蒙牛集团的两名主要竞争对手除外（即蒙牛以外中国乳品业市场份额前两位的企业）。

销售给蒙牛（内蒙古）的原料奶占原料奶销售总额比重分别为 74.71%和 79.50%，高于 2016 年 73.40%的水平，若按对外销售总额的口径统计，同期销售给蒙牛（内蒙古）的原料奶占比分别为 80.23%和 90.97%。公司 2008 年签订的原料奶供应承购协议即将到期，按原合同约定若没有发生导致协议变更或解除的重大违约情形，自履行期限届满之日起本协议有效期自动延长 10 年，另外蒙牛（内蒙古）一般于年底与公司确认下一年度的供奶量，2018 年确认的计划平均供奶量为 3,078 吨/日，全年预计为 112.35 万吨，按 2017 年产量计算，占比约为 95%。

在疫病防治方面，该公司具有一支专职兽医及防疫队伍，并建立了较完整的疫病防控体系。在具体的防疫过程中，公司采取了较严格的消毒、预防、免疫和监测等卫生防疫措施；在畜牧场内外环境管理、养殖过程和原料奶生产中采取了“全进全出”、“封闭饲养”和“隔离空关”等生物安全措施，确保公司防疫体系安全、有效。跟踪期内，公司未发生重大疫病情况。此外，公司为所有可参加保险的奶牛购买因疾病、意外及自然灾害引致损害的保险⁷，并对主要的生产设施及设备进行投保。2017 年，公司为生产性生物资产及相关设备购买保险费用为 0.78 亿元，已赔付保额为 0.38 亿元。

食品安全和品质管理方面，该公司装有、设置并实施了一套严格的监控及品质控制系统，对乳牛品质、饲料品质、挤奶过程品质及储存和运输品质四个阶段进行控制。公司所有乳牛畜牧场均使用了智能饲料搅拌系统，通过饲料管理软件对乳牛的每一餐进行严格的检测，并实时监控饲料配方，以确保饲料的质量与营养。在生产过程的每个阶段，公司会进行若干品质检验及检测程序，以确保原料奶符合国内法律及法规。公司品牌奶中常温纯牛奶产品连续五年（2014~2018 年）蝉联世界食品品质评鉴大会金奖⁸，常温酸牛奶产品 2017 年获世界食品品质评鉴大会银奖，低温鲜牛奶产品 2018 年获世界食品品质评鉴大会金奖。总体看，公司食品安全控制良好，保障了公司产品的品质。

环保管理方面，该公司经营中产生的主要废物为废水及牛粪，公司在生产环节实施了一套废物处理程序，废物在生产设施内按照国内目前实施的环境标准处理。公司所有畜牧场均配有全自动刮粪系统、牛粪发酵池和沼气发电系统等环保设施，公司各畜牧场每天产生的牛粪全部经由中央发电系统收集及加工，转为生物气用以发电；循环系统将经加工的牛粪用作乳牛睡卧用的垫料及生产肥料。2017 年，公司环保投入为 0.66 亿元，占营业收入比重为 1.36%。

⁷ 公司各个牧场所在地政府指定保险公司（国元农业保险股份有限公司和中国人民财产保险股份有限公司）为公司奶牛提供保险服务，主要针对公司 12 个月龄以上奶牛的疫病、安全事故和自然灾害等进行保险。另外公司针对公司 12 个月龄以上奶牛的一般性疾病情况、疫苗注射过敏情况、九种重大疫情疫病、政府部分根据规定强制扑杀情况和安全事故与自然灾害等情况，购买了中国人民财产保险股份有限公司商业保险。

⁸ 世界品质评鉴大会（Monde Selection）创建于 1961 年，由欧洲共同体和比利时经贸部创立，每年对世界各国超过 1000 中商品进行品质评鉴，由研究员对食品或产品的安全、味道、包装、原材料等各方面进行审查后评定，奖项分为铜奖（平均评分 60%~69%）、银奖（平均评分 70%~79%）、金奖（平均评分 80%~89%）和特别金奖（平均评分 90%~100%）。行业内人士公认，如果获得此项世界品质嘉奖，相当于达到国际食品评价基准的要求。

近三年公司的各项环保治理均符合国家相关的环保标准要求。

B. 品牌奶

为完善产业链一体化，该公司于 2011 年起开展品牌奶加工销售业务，公司主要产品为自有品牌“现代牧业”常温纯牛奶，而后又相继推出 2 小时鲜牛奶、常温酸奶和低温酸奶等产品丰富产品线。由于市场品牌推广费用高，近年来公司品牌奶业务持续亏损，2016~2017 年分别亏损 3.53 亿元和 2.30 亿元⁹。蒙牛乳业成为公司间接控股股东后，自 2017 年 5 月起公司将品牌奶销售交由蒙牛（内蒙古）进行，公司进行品牌奶加工后销售给蒙牛（内蒙古），由其销售给市场。蒙牛乳业承诺会保留“现代牧业”品牌，将其作为高端产品进行推广，自接手公司品牌奶销售以来，蒙牛乳业陆续推出“现代牧业鲜语”常温纯牛奶和“现代牧业莱慕”常温酸牛奶等新产品。

该公司品牌奶均采用公司自有牧场原料奶作为原料，生产集中于塞北牧场、蚌埠牧场和肥东牧场，原料奶采购价格以各牧场销售给蒙牛（内蒙古）的价格为准。目前肥东牧场设有 6 条常温低速生产线，蚌埠牧场设有 4 条常温高速生产线和 2 条低温生产线，塞北牧场设有 8 条常温/低温生产线。公司常温纯牛奶、低温鲜牛奶和酸奶日实际产能分别约为 960.00 吨、106.00 吨和 42.00 吨。公司品牌奶均为以销定产，跟踪期内由于经营模式的转变，产销量同比均大幅下滑，2017 年和 2018 年第一季度，公司品牌奶产量分别为 7.16 万吨和 2.44 万吨，同比分别下降 52.36%和 9.29%；同期销量分别为 7.46 万吨和 2.92 万吨，同比分别下降 50.03%和 14.06%。但随着业务模式转变带来的市场交接等不利因素影响逐步减轻，市场销售渠道逐步恢复，预计品牌奶销售情况将有所好转。

销售方面，2017 年 1~4 月，该公司品牌奶仍通过各地经销商按区域进行销售，实施款到发货，货款以现金或电汇方式支付。2017 年 5 月起，由于蒙牛（内蒙古）行业经验丰富、销售渠道完善，公司将品牌奶产品销售移交给蒙牛（内蒙古）进行，公司原经销商统一与蒙牛（内蒙古）签订销售合同。公司仅负责品牌奶加工，加工费按蒙牛与其工厂结算模式进行，一般为月结。从前五大客户情况来看，2017 年前五大客户占比为 36.89%，其中蒙牛占比 28.51%，而 2018 年第一季度公司品牌奶主要销售给蒙牛，其占比为 99.89%。

图表 14. 2015 年以来公司品牌奶产销量及销售价格情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度	2017 年第一季度
产量（万吨）	16.46	15.03	7.16	2.44	2.69
销量（万吨）	16.20	14.93	7.46	2.92	2.56
产销率（%）	98.45	99.34	104.19	119.67	95.17
销售金额（亿元）	15.02	14.79	6.65	2.41	2.85
毛利率（%）	39.05	37.69	21.16	10.60	22.02

资料来源：根据现代牧业所提供数据整理。

⁹ 未考虑坏账拨备影响。

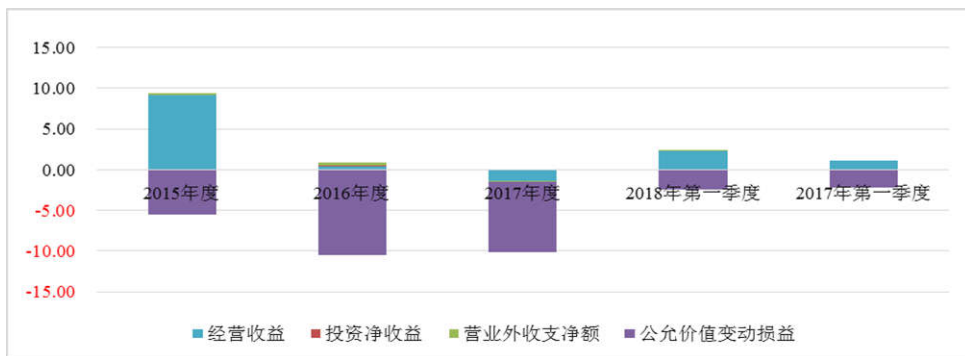
从产品价格看，该公司品牌奶定位高端，定价参照同时期高端奶品的销售价格，前几年促销活动较多导致终端价格不及预期，蒙牛（内蒙古）进行产品销售后，主要致力于恢复终端价格，目前“现代牧业鲜语”产品价格维持在 66 元至 72 元左右。

此外，为进一步专注乳牛养殖主业，2017 年 12 月 21 日，该公司董事会审议通过向蒙牛（内蒙古）按双方商定价格出售现代牧业（肥东）有限公司和现代牧业（蚌埠）有限公司两个液态奶工厂各 50% 股权事宜。2018 年 1 月 22 日公司与蒙牛（内蒙古）订立两份股权转让协议，总现金对价为 5,604.00 万元。2018 年 3 月 2 日，该事项获股东大会批准。2018 年 4 月上述事项股权交割完成，公司不再对上述两个合资工厂进行并表。公司品牌奶业务模式变更为：公司将原料奶销售给合资公司（原模式抵消了这部分收入，现在体现为原料奶营业收入增长），合资公司负责加工后销售给蒙牛并按成本加成 8% 的净利润入账，公司按 50% 持股比例计入投资收益（即成本加成 4% 的净利润）。

整体看，该公司品牌奶业务前期由于销售情况欠佳、大幅促销以及市场推广费用高等因素，净利润持续亏损。但 2017 年 5 月起，公司将品牌奶业务移交给蒙牛进行，充分利用其完善的销售渠道、借助其终端市场影响力，有助于“现代牧业”品牌产品的推广，也有助于公司控制品牌奶业务长期给公司带来的亏损，2018 年第一季度品牌奶实现净利润 0.10 亿元，上年同期亏损 0.41 亿元。

(2) 盈利能力

图表 15. 公司盈利来源结构（亿元）



资料来源：根据现代牧业所提供数据绘制。

注：经营收益=营业利润-其他经营收益

从收益结构看，该公司利润主要来源于经营收益，但受生产性生物资产公允价值变动影响大。2015~2017 年和 2018 年第一季度，公司经营收益分别为 9.21 亿元、0.44 亿元、-1.38 亿元和 2.33 亿元，其中 2017 年公司经营收益亏损 -1.38 亿元，主要是当年公司计提品牌奶应收账款坏账准备 4.88 亿元所致¹⁰，

¹⁰ 由于该公司品牌奶自 2017 年 5 月起销售统一由蒙牛（内蒙古）负责，原四大经销商不再进行公司品牌奶销售，相关应收品牌奶货款为 10.70 亿元，其中 9.89 亿元已超出账期，公司预计不能全部收回，四大经销商所持 3.19 亿股现代牧业控股股份进行抵押，公司计提坏账准备 4.88 亿元。

若剔除该因素，公司主业收益情况有所好转，2018 年第一季度公司经营收益同比增长 103.50%。公司公允价值变动净收益为生产性生物资产公允价值变动产生收益，同期金额分别为-5.54 亿元、-10.48 亿元、-8.70 亿元和-2.45 亿元，其中 2017 年在原料奶价格持续低迷的情况下，商河牧场合并导致牛群结构有所变化，导致以收益法评估乳牛的公允价值变动损益略有增长。公司的营业外净收入主要来源于政府补助，规模相对较小。

跟踪期内，主要受品牌奶销量下滑影响，2017 年该公司实现营业收入 48.06 亿元，同比下降 2.30%；实现营业毛利 14.23 亿元，同比下降 7.03%。从费用支出情况来看，2017 年公司期间费用同比下降 24.32%至 10.50 亿元，期间费用率同比减少 6.36 个百分点至 21.86%，主要是销售费用同比大幅下降 52.86%至 3.70 亿元所致（公司品牌奶销售模式转变，销售全部由蒙牛负责），管理费用同比增长 26.99%至 3.39 亿元，财务费用同比基本持平，当年为 3.41 亿元。资产减值损失方面，2017 年公司资产减值损失 5.07 亿元，其中主要是公司对原品牌奶四大经销商应收账款进行坏账准备计提。

图表 16. 公司营业利润结构分析

公司营业利润结构	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
营业收入合计（亿元）	47.51	49.19	48.06	13.44	12.84
毛利（亿元）	16.31	15.30	14.23	4.01	3.96
期间费用率（%）	14.94	28.22	21.86	12.41	22.29
其中：财务费用率（%）	6.25	6.82	7.10	5.01	6.25
全年利息支出总额（亿元）	2.14	3.14	3.58	—	—
其中：资本化利息数额（亿元）	0.10	0.03	0.01	—	—

资料来源：根据现代牧业所提供数据整理。

由于原料奶价格持续低迷，该公司以收益法评估乳牛的公允价值变动损益仍呈大额亏损状态，2017 年受益于商河牧场合并，牛群结构的调整，公司公允价值变动净损失 8.70 亿元，净损失额较 2016 年有所减少。

图表 17. 影响公司盈利的其他因素分析

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
投资净收益（亿元）	-0.01	0.07	-0.00	—	—
其中：联营现代牧业（安徽）电子商务有限公司（亿元）	-0.01	-0.02	-0.00	—	—
参股秋实草业有限公司（亿元）	—	0.09	—	—	—
营业外收入（亿元）	0.19	0.53	0.03	0.04	0.01
其中：政府补助（亿元）	0.15	0.52	—	—	—
处置固定资产利得（亿元）	0.04	0.00	—	—	—
保险赔款（亿元）	—	—	0.01	—	—
其他（亿元）	0.00	0.01	0.02	0.04	0.01
公允价值变动损益（亿元）	-5.54	-10.48	-8.70	-2.45	-2.11

影响公司盈利的其他因素	2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 第一季度	2017 年 第一季度
其中：以公允价值计量的生物资产（亿元）	-5.54	-10.59	-8.68	-2.45	-2.11
利率互换合同（亿元）	—	-0.01	—	—	—
远期外汇合约（亿元）	—	0.12	-0.02	—	—

资料来源：根据现代牧业所提供数据整理。

受上述因素综合影响，2017 年该公司营业利润和净利润分别亏损 9.82 亿元和 9.88 亿元，同比分别减少 2.23%和增长 2.21%。但考虑到公司应收账款计提影响，公司主业经营状况较 2016 年实际有所好转。

2018 年第一季度，受益于原料奶销量的增长，该公司实现营业收入 13.44 亿元，同比增长 4.66%，实现营业毛利 4.01 亿元，同比增长 4.01%。品牌奶销售模式的变化使得公司期间费用同比大幅下降 41.76%至 1.67 亿元，期间费用率从 22.29%降至 12.41%。当期公允价值变动净损失 2.45 亿元，同比略有增长，主要是奶价同比较低所致。受上述因素综合影响，2018 年第一季度公司实现扭亏为盈，当期营业利润和净利润分别为 52.38 万元和 241.48 万元。根据公司判断，考虑到原料奶市场供需偏紧，预计全年平均奶价不会低于 2017 年水平，另外公司与蒙牛就 2018 年供奶量达成约定，原料奶销售有所保障，2018 年全年公司预计能够实现盈亏平衡。公司经营效益主要取决于原料奶价格变动，后续原料奶价格的变化和对公司业绩的影响需持续关注。

（3）运营规划/经营战略

该公司后续无新牧场建设计划，在建工程主要是对现有牧场的设备和维护等，投资金额小。经营方面，公司将专注乳牛养殖主业，提升奶牛单产，降低饲养成本。

管理

跟踪期内，该公司股权结构发生重大变动，蒙牛乳业成为公司间接控股股东，且因上述事宜导致现代牧业控股董事会人员略有调整，蒙牛乳业参与重大战略事项决策，但日常经营将仍交由公司高管团队进行，公司经营团队稳定。此外，公司通过不断加强对各项业务的制度化管理，提升管理能力。

该公司控股股东为 AQUITAIR，AQUITAIR 为现代牧业控股的全资子公司，2017 年因公司收购现代牧业控股全资子公司 ADTH I 和 ADTH II 所持有的商河公司股权，导致股权结构有所变化，但控股股东未发生变化，截至 2018 年 3 月末，现代牧业控股通过 AQUITAIR（83.76%）、ADTH I（7.21%）和 ADTH II（7.21%）合计持有公司 98.18%股份，蒙牛（内蒙古）和蒙牛（马鞍山）分别持有公司 1.21%和 0.61%股份。

从现代牧业控股层面来看，2017 年 2 月，蒙牛乳业通过其全资子公司

Future Discovery Limited 向 Success Dairy II Limited 收购其持有的现代乳业控股 15.7% 股份，并向现代乳业控股所有其他股份作出要约。截至 2017 年 3 月 21 日要约截止，蒙牛乳业及其一致行动人合计持有现代乳业控股 61.3% 股份，从而间接成为该公司的控股股东。截至 2018 年 3 月末，蒙牛乳业及其一致行动人合计持有现代乳业控股 60.76% 股权（其中 Future Discovery Limited 和蒙牛乳业分别持股 39.27% 和 21.49%），同期末金牧、银牧、新牧（股东主要为公司高管团队）持股比例分别为 3.61%、4.3% 和 4.3%。

跟踪期内，该公司董事会因个人原因发生一定变动，2017 年 3 月起孙玉刚先生不再担任公司董事，由董先理先生（公司 CFO）任董事。2017 年 3 月，蒙牛乳业成为现代乳业控股的控股股东后，现代乳业控股董事会人数从 11 人减少至 9 人¹¹，截至目前未发生变化，其中蒙牛乳业委派 3 名董事作为非执行董事，参与重大战略事项决策，但日常经营将仍交由公司高管团队进行，蒙牛乳业表示将保持公司经营团队稳定。

2017 年，该公司关联交易主要体现为关联方蒙牛（内蒙古）销售原奶和品牌奶，当年分别实现收入 33.05 亿元和 2.38 亿元。资金拆借方面，公司主要为资金拆入，分别为现代乳业控股和蒙牛（内蒙古）给予公司的借款，2017 年末分别为 13.79 亿元和 10.65 亿元，其中现代乳业控股借款利率为 0~3.43%，蒙牛（内蒙古）借款利率为 4%。往来款方面，主要是应收蒙牛（内蒙古）的货款，同期末为 2.21 亿元。

根据该公司提供的信息，跟踪期内，公司及其控股股东、核心子公司不存在不良行为记录。根据公司提供的 2018 年 5 月 8 日《企业信用报告》，公司无不良信贷记录。

财务

跟踪期内，该公司债务规模波动下降，但业绩亏损导致净资产减少，公司负债率维持在较高水平。公司债务期限结构仍以短期为主，即期债务偿付压力较大，流动性压力突出。公司有一定的货币资金存量和经营性现金回笼，融资渠道保持畅通，能够对其债务偿付形成基本保障。

1. 数据与调整

德勤华永会计师事务所（特殊普通合伙）对该公司的 2015 年至 2017 年财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则（2006 版）、企业会计制度及其补充规定。并根据财政部 2014 年发

¹¹ 现代乳业控股董事会成员：执行董事为高丽娜女士和韩春林先生（两人来自现代乳业），非执行董事为卢敏放先生、温永平先生、张平先生（三人由蒙牛乳业委派）和 Julian Juul WOLHARDT 先生，其余 3 位为独立非执行董事。此外，原董事会主席于旭波先生辞任，由卢敏放先生任董事会主席，高丽娜女士和韩春林先生仍任董事会副主席兼总裁和运营总经理。

布的《企业会计准则第 30 号—财务报表列报》等八项具体会计准则，2017 年，公司根据财政部当年 5 月颁布的《关于印发修订〈企业会计准则第 16 号—政府补助〉的通知（财会[2017]15 号）》，自 2017 年 1 月 1 日起与企业日常活动有关的政府补助从“营业外收入”项目重分类至“其他收益”项目¹²，并不涉及对以前年度的追溯调整。公司根据财政部当年 4 月印发的《关于修订印发一般企业财务报表格式的通知（财会[2017]30 号）》的规定，在利润表中新增了“资产处置收益”项目，将原列报于“营业外收入”和“营业外支出”的非流动资产处置利得和损失变更为列报于“资产处置收益”项目¹³。

跟踪期内，该公司合并范围子公司有所变化，截至 2017 年末合并范围子公司合计 23 家。与 2016 年末相比，公司注销 3 家子公司，分别为现代乳业（安徽）乳业有限公司、马鞍山现代乳业饲草有限公司以及现代乳业集团（安徽）四季宝有机肥有限公司；另外增加子公司 3 家，其中新设立现代乳业（五河）有限公司和现代乳业（张家口）有限公司¹⁴，同一控制下的企业合并新增子公司 1 家，为现代乳业（商河）有限公司，2017 年 9 月 1 日，公司与 ADTH I 及 ADTH II（两家公司均为现代乳业控股全资子公司）签署股权转让协议，公司分别以新增注册资本 2.32 亿元和 2.32 亿元作为对价购买 ADTH I 和 ADTH II 各自持有的商河公司 50% 的股权。2017 年 10 月 18 日交易完成后，公司拥有商河公司的控制权，根据相关会计准则¹⁵，公司对 2015 年和 2016 年审计报告进行追溯调整。公司 2015 年、2016 年期末数均采用 2017 年调整后的期初数。截至 2018 年 3 月末，公司合并范围子公司较 2017 年末没有发生变化。

另外，该公司向蒙牛（内蒙古）按双方商定价格出售现代乳业（肥东）有限公司和现代乳业（蚌埠）有限公司两个液态奶工程各 50% 权益事宜于 2018 年 4 月股权交割完成。

¹² 2017 年“其他收益”项目增加 3,755.79 万元，“营业外收入”减少 3,755.79 万元。

¹³ 2017 年“营业外收入”减少 47.58 万元，营业外支出减少 1,174.35 万元，“资产处置损失”增加 1,126.77 万元；2016 年“营业外收入”减少 26.76 万元，营业外支出减少 752.46 万元，“资产处置损失”增加 725.70 万元。

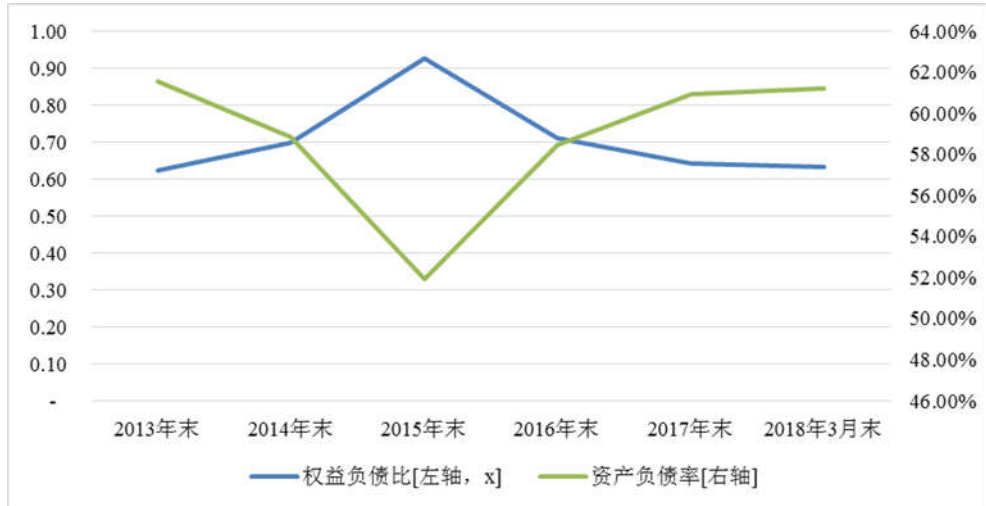
¹⁴ 现代乳业（五河）有限公司和现代乳业（张家口）有限公司主业均为畜牧业，为公司全资子公司，注册资本分别为 2,000 万元和 16,000 万元。

¹⁵ 母公司在报告期内因同一控制下企业合并增加的子公司以及业务，编制合并报表时，应当调整资产负债表的期初数，将该子公司以及业务合并当期期初至报告期末的收入、费用、利润纳入合并利润表，同时应当对比较报表的相关项目进行调整，视同合并后的报告主体自最终控制方开始控制时点起一直存在，对于本期公司收购商河牧场的股权的事项，合并后的报告主体即视同自最终控制方现代乳业控股对商河牧场获得控制的日期（2015 年 7 月 31 日）起即存在。

2. 资本结构

(1) 财务杠杆

图表 18. 公司财务杠杆水平变动趋势



资料来源：根据现代牧业所提供数据绘制。

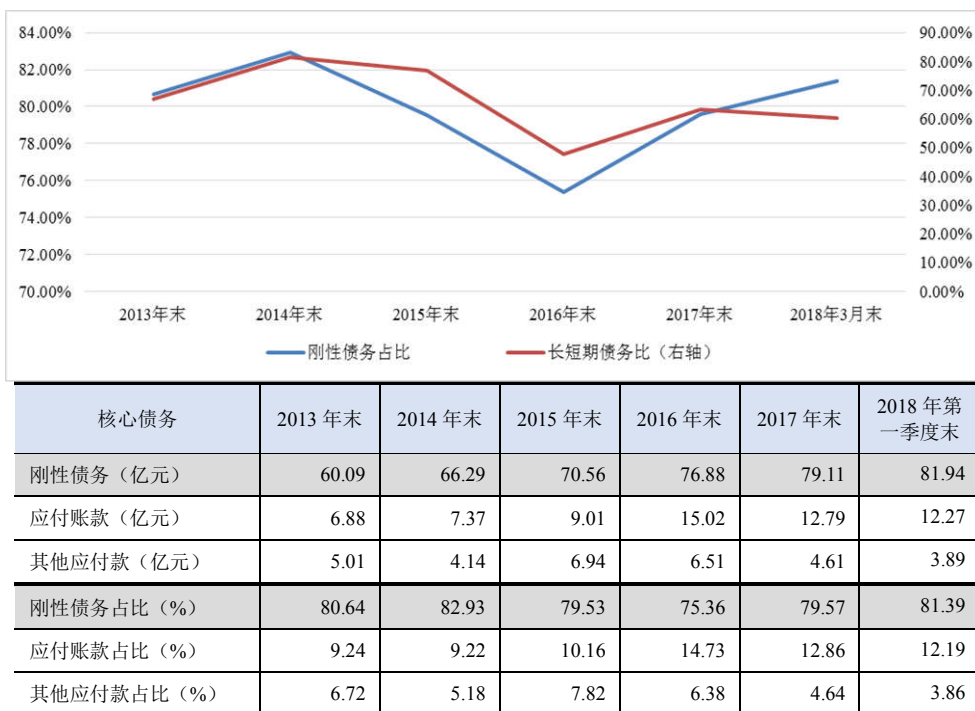
跟踪期内，该公司负债规模略有波动，但整体呈下降态势。2017年末及2018年3月末，公司负债总额分别为99.42亿元和100.68亿元，分别较上年末下降2.54%和增长1.27%。同期末公司资产负债率分别为60.94%和61.21%，分别较上年末增长2.50个百分点和0.27个百分点，主要是公司经营亏损导致所有者权益下降所致。公司负债经营程度在行业中仍处于偏高水平。

从权益资本来看，由于该公司经营亏损，2017年末公司所有者权益为63.73亿元，较上年末下降12.15%，主要是未分配利润大幅减少41.25%所致。2017年末公司资本公积和实收资本合计为52.14亿元，占所有者权益比重超过80%，净资产稳定性较强。具体看，同期末公司实收资本32.16亿元，较上年末增长16.85%，主要是公司股东以股权注入新增注册资本4.63亿元作为对价收购商河公司；资本公积较上年末下降21.79%，主要是收购商河公司所致。2018年3月末，公司所有者权益为63.79亿元，较2017年末略有增长，主要是当期实现盈利导致未分配利润略有增长所致。

后续看，该公司资金需求主要在牧场维护和乳牛养殖两个方面，预计公司债务规模和杠杆水平将维持在偏高水平。

(2) 债务结构

图表 19. 公司债务结构及核心债务



资料来源：根据现代牧业所提供数据绘制。

从债务期限结构看，该公司负债主要仍以流动负债为主，2017 年末和 2018 年 3 月末长短期债务比分别为 63.29%和 60.18%，其中 2017 年末较上年末增长 15.61 个百分点，债务结构略有调整，但仍有待改善。

从债务结构看，该公司负债主要仍以刚性债务、应付账款和其他应付款为主。2017 年末，公司刚性债务占负债总额比重为 79.57%；公司应付账款主要为应付饲料采购款，同期末为 12.79 亿元，较上年末下降 14.88%；公司其他应付款主要为应付工程项目设备和材料采购款，2017 年末余额为 4.61 亿元，较上年末略有下降。2018 年 3 月末，公司应付账款和其他应付款较上年末均略有下降，其他科目虽有变化但影响都较小。

(3) 刚性债务

图表 20. 公司刚性债务构成 (亿元)

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
短期刚性债务合计	31.55	31.62	33.50	46.05	42.45	45.95
其中：短期借款	11.80	9.97	23.16	25.45	24.88	34.06
衍生金融负债 (万元)	—	—	—	—	12.61	—
一年内到期的长期借款	6.09	9.11	3.03	7.44	3.37	2.31
应付短期债券	12.00	11.00	4.00	7.99	—	—
应付票据	1.31	1.05	3.10	3.77	0.61	0.79
其他短期刚性债务	0.35	0.49	0.20	1.41	13.59	8.79

刚性债务种类	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
中长期刚性债务合计	28.54	34.67	37.06	30.82	36.65	36.00
其中：长期借款	28.54	34.67	35.06	10.37	20.20	28.03
应付债券	—	—	2.00	20.46	16.45	7.97
综合融资成本（年化，%）	6.02	5.62	5.21	4.63	4.84	4.85

资料来源：根据现代乳业所提供数据整理，其中综合融资成本系根据财务报表数据估算。

2017 年末，该公司刚性债务总额为 79.11 亿元，较上年末增长 2.90%，主要是中长期刚性债务增长所致。具体看，2017 年末短期刚性债务较上年末下降 7.82%至 42.45 亿元，其中短期借款余额较上年末下降 2.24%至 24.88 亿元；应付票据较上年末下降 83.70%至 0.61 亿元，主要是公司减少票据支付所致；一年内到期的长期借款余额 3.37 亿元，较上年末下降 54.68%；当年公司兑付了全部存续的超短期融资券；公司其他短期刚性债务主要为应付利息和一年内到期应付债券，2017 年末较上年末增长 867.27%至 13.59 亿元，增量主要是转入的一年内将到期的待偿还本金合计 12.00 亿元的“15 现代乳业 MTN001”和“16 现代乳业 MTN001（A）”。同年末，公司中长期刚性债务余额 36.65 亿元，较上年末增长 18.91%，其中长期借款较上年末增长 94.83%，其中 4.39 亿元为股东现代乳业控股提供的无息借款；应付债券余额较 2016 年下降 19.57%，主要是公司 2017 年新发行本金为 8.00 亿元的“17 现牧 01”，而“15 现代乳业 MTN001”和“16 现代乳业 MTN001（A）”转入一年内到期的应付债券所致。

截至 2018 年 3 月末，该公司刚性债务余额为 81.94 亿元，较上年末增长 3.58%，主要是短期刚性债务较上年末增长 8.22%至 45.95 亿元所致。其中短期借款较上年末增长 10.11%；一年内到期的长期借款较上年末下降 31.42%；其他短期刚性债务较上年末下降 35.32%至 8.79 亿元，主要是公司兑付合计本金为 12.00 亿元的“15 现代乳业 MTN001”和“16 现代乳业 MTN001（A）”，另外新转入将于一年内到期的本金为 6.00 亿元的“16 现代乳业 MTN001（B）”所致。2018 年 3 月末公司中长期刚性债务较上年末略有下降，其中公司长期借款较上年末增长 38.76%，主要是新增的股东贷款所致；应付债券余额较上年末下降 51.58%至 7.97 亿元，主要是“16 现代乳业 MTN001（B）”转入一年内到期的应付债券所致。

从借款方式看，该公司外部银行借款以信用借款为主，保证借款主要是公司为下属子公司进行担保的借款，抵押借款主要是公司以生物性资产等进行抵押进行融资，2018 年 3 月末分别为 24.39 亿元、9.97 亿元和 0.91 亿元。此外，蒙牛乳业给予公司的委托贷款余额为 15.00 亿元，融资成本为年化 4%；期末股东现代乳业控股给予公司借款 20.72 亿元，融资成本为 0~3.43%。

该公司综合融资成本保持在 4.63%-6.02%之间，整体呈先降后升趋势，主要与社会融资成本变动有关，公司 2017 年以来融资成本持续上升。从债务期

限结构和融资成本来看，公司刚性债务以 1 年以内、1~2 年（不含 2 年）以及 2~3 年（不含 3 年）为主，2017 年末分别占刚性债务总额的 51.33%、17.96% 和 27.11%。融资成本集中于 3%~5% 之间，融资成本处于适中水平。

图表 21. 公司 2017 年末刚性债务综合融资成本/利率区间与期限结构（亿元）

综合融资成本或利率区间/到期年份	1 年以内	1~2 年（不含 2 年）	2~3 年（不含 3 年）	3~5 年（不含 5 年）	5 年及以上
3%以内	3.61	0.57	—	—	0.59
3%~4%（不含 4%）	10.82	—	10.68	—	—
4%~5%（不含 5%）	23.20	11.15	2.80	0.40	—
5%~6%（不含 6%）	2.60	2.49	7.97	—	—
6%~7%（不含 7%）	0.38	—	—	—	—
合计	40.61	14.21	21.45	0.40	0.59

资料来源：现代牧业。

3. 现金流量

(1) 经营环节

图表 22. 公司经营环节现金流量状况

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一季度
营业周期（天）	160.79	116.75	144.64	175.60	178.93	—
营业收入现金率（%）	93.12	98.00	97.92	88.33	94.57	92.47
业务现金收支净额（亿元）	6.45	16.90	15.50	12.05	6.36	3.82
其他因素现金收支净额（亿元）	-0.18	-0.76	-0.91	-0.44	-1.02	-0.06
经营环节产生的现金流量净额（亿元）	6.27	16.14	14.59	11.61	5.34	3.76
EBITDA（亿元）	9.73	13.82	8.70	-3.26	-2.79	—
EBITDA/刚性债务（倍）	0.16	0.21	0.12	-0.04	-0.04	—
EBITDA/全部利息支出（倍）	3.84	4.98	3.89	-1.03	-0.78	—

资料来源：根据现代牧业所提供数据整理。

注：业务收支现金净额指的是剔除“其他”因素对经营环节现金流量影响后的净额；其他因素现金收支净额指的是经营环节现金流量中“其他”因素所形成的收支净额。

跟踪期内，该公司营业周期有所拉长，2017 年为 178.93 天，较 2016 年增加 3.33 天。从现金流状况看，由于账期较长的品牌奶业务自 2017 年 5 月起交由蒙牛进行销售，公司仅赚取产品加工费，公司主业现金回笼能力有所好转，2017 年和 2018 年第一季度“销售商品、提供劳务收到的现金”分别为 45.45 亿元和 12.43 亿元，同比分别增长 4.60%和 16.59%，同期实现营业收入现金率分别为 94.57%和 92.47%，其中 2017 年较上年增加 6.24 个百分点，目前原料奶和品牌奶账期基本都在 1 个月以内。2017 年，公司经营性现金流量较上年下降 53.85%至 5.34 亿元，主要是当年公司支付 2016 年需支付的青贮款 3.00 亿元所致；2018 年第一季度公司经营性现金流净额 3.76 亿元，

同比增加 6.36 亿元，实现大幅好转。

2017 年由于经营性现金流净额同比下降而流动负债规模有所增长，该公司经营性现金净流量与流动负债的比率从 19.39% 降至 8.22%，公司经营性现金流入可为即期债务偿付的保障程度大幅降低。当年公司 EBITDA 为 -2.79 亿元，主要来源于同期的固定资产折旧、利润总额和利息支出，亏损主要是由于当年利润总额亏损所致。

(2) 投资环节

图表 23. 公司投资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一 季度
回收投资与投资支付净流入额	—	0.02	—	—	0.02	-0.01
购建与处置固定资产、无形资产及其他长期资产形成的净流入额	-8.19	-9.39	-7.26	-4.14	-3.76	0.49
其他因素对投资环节现金流量影响净额	-9.19	-7.21	-8.22	-7.35	-7.32	0.08
投资环节产生的现金流量净额	-17.38	-16.59	-17.18	-10.32	-8.90	-2.62

资料来源：根据现代牧业所提供数据整理。

从投资性现金流来看，跟踪期内，该公司牧场建设等固定资产投入减少，但公司犊牛及青年牛的繁育支出较大。2017 年和 2018 年第一季度，公司“购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金”分别为 3.91 亿元和 1.51 亿元，其中 2017 年同比下降 6.53%，而 2018 年同比增长 26.41% 主要是公司为改善天热时乳牛的热应激情况而加装风扇等设施所致。公司投资性现金流支出额主要为犊牛及青年牛的繁育支出，该笔支出为年固定支出，同期分别为 12.17 亿元和 3.19 亿元，同期公司投资活动产生的现金流量净流出额分别为 8.90 亿元和 2.62 亿元，净流出量同比均有所减少。

(3) 筹资环节

图表 24. 公司筹资环节现金流量状况（亿元）

主要数据及指标	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年第一 季度
权益类净融资额（万元）	—	52.12	—	184.00	196.00	—
债务类净融资额	12.00	-1.00	-7.00	4.00	-8.00	—
其中：现金利息支出	1.85	2.40	2.51	2.28	3.31	—
筹资环节产生的现金流量净额	12.00	1.91	3.39	2.38	1.85	1.90

资料来源：根据现代牧业所提供数据整理。

2017 年，该公司经营性现金净流量可部分补充资本性支出的需要，差额部分主要通过新增借款及发行债券等方式满足，当年公司筹资活动产生的现金净流量为 1.85 亿元。2018 年第一季度经营性现金流净流入量可覆盖投资性现金流净流出量，筹资压力有所下降，当期公司筹资活动产生的现金净流量为 1.90 亿元。

4. 资产质量

图表 25. 公司主要资产的分布情况

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一 季度末
流动资产（亿元，在总资产中占比%）	20.18	25.06	28.30	35.03	26.07	29.20
	16.67%	18.45%	16.57%	20.07%	15.98%	17.75%
其中：现金类资产（亿元）	7.83	10.74	9.41	11.65	7.38	10.51
应收款项（亿元）	4.63	6.37	8.83	12.16	8.97	10.46
存货（亿元）	6.91	6.41	8.34	9.81	8.49	6.57
非流动资产（亿元，在总资产中占比%）	100.84	110.77	142.51	139.52	137.07	135.27
	83.33%	81.55%	83.43%	79.93%	84.02%	82.25%
其中：固定资产（亿元）	39.28	43.32	52.08	49.68	46.40	45.28
在建工程（亿元）	1.01	1.23	1.64	1.00	0.51	0.69
生产性生物资产（亿元）	59.54	65.31	75.91	76.03	77.51	76.66
商誉（亿元）	—	—	11.31	11.14	11.14	11.14
期末全部受限资产账面余额（亿元）	49.37	39.57	29.68	31.36	13.45	14.48
期末抵质押融资余额（亿元）	19.65	14.70	6.29	4.06	0.52	0.91
受限资产账面余额/总资产（%）	40.79	29.13	20.20	17.97	8.24	8.80

资料来源：根据现代牧业所提供数据整理。

截至 2017 年末，该公司资产总额为 163.15 亿元，较上年末下降 6.54%。公司流动资产主要仍来源于货币资金、应收账款和存货。年末公司货币资金余额较上年末下降 36.02%至 7.37 亿元，其中使用受限的货币资金为 0.97 亿元，现金比率为 12.12%；公司应收账款期末余额为 8.97 亿元，较上年末下降 26.20%，其中应收品牌奶货款约为 5.00 亿元（以现代牧业控股股票质押），账期主要在 2 年以内；公司存货主要为乳牛饲料，期末余额较上年末下降 13.45%至 8.49 亿元。2017 年公司应收账款和存货周转速度分别为 4.55 次和 3.70 次，资产周转效率尚可。

2017 年末，该公司非流动资产主要仍为生产性生物资产、固定资产和在建工程。具体看，公司生产性生物资产主要为乳牛，按公允价值进行后续计量，公司委托中量联行企业评估及咨询有限公司，通过原料奶价、各胎次产奶情况、各胎次牛群淘汰率、泌乳天数等因素对公司乳牛进行评估，2017 年末余额为 77.51 亿元。年末固定资产余额为 46.40 亿元，主要是用于养殖、挤奶的自建建筑物和机器设备。2017 年公司未进行乳牛畜牧场建设，后续暂时无新建牧场计划，年末公司在建工程余额为 0.51 亿元。

截至 2018 年 3 月末，该公司资产总额较上年末基本持平，其中货币资金余额较上年末增长 42.49%至 10.51 亿元（使用受限的货币资金为 1.30 亿元），现金比率为 16.71%；应收账款较上年末增长 16.55%至 10.46 亿元，存货较上年末下降 22.53%至 6.57 亿元，其余科目虽有变动但影响较小。

截至 2017 年末，该公司受限资产账面价值为 13.45 亿元，占总资产的

8.24%，主要是以生产性生物资产为项目贷款进行抵押，期末受限的生产性生物资产账面价值为 11.54 亿元。

5. 流动性/短期因素

图表 26. 公司资产流动性指标

主要数据及指标	2013 年末	2014 年末	2015 年末	2016 年末	2017 年末	2018 年第一季度末
流动比率 (%)	45.15	56.91	56.36	50.72	42.82	46.45
速动比率 (%)	28.14	40.31	38.36	35.33	27.29	33.86
现金比率 (%)	17.52	24.39	18.75	16.87	12.12	16.71

资料来源：根据现代牧业所提供数据整理。

该公司畜群结构中犊牛及青年牛占比仍较高，在日常经营中饲料等存货向生产性生物资产的转化使得公司资产流动性处于较弱水平，2018 年 3 月末公司流动比率和速动比率分别为 46.45% 和 33.86%，流动性仍处于较弱水平。但公司具有一定的货币资金存量，外部融资渠道畅通，加之蒙牛乳业给予一定的资金支持，可为即期债务的偿付提供基本保障。

6. 母公司/集团本部财务质量

截至 2017 年末，该公司经审计的母公司口径资产总额为 117.89 亿元，所有者权益 47.16 亿元。公司资产主要为其他应收款 61.96 亿元（应收合并范围内关联方款项）和长期股权投资 34.11 亿元（对合并范围内子公司投资）。同期末负债总额为 70.64 亿元，资产负债率为 59.97%，其中刚性债务余额 66.56 亿元（短期刚性债务占比约 48%）。2017 年母公司实现营业收入 1.91 亿元，净利润亏损 8.31 亿元，经营性现金流净流出 2.48 亿元。

外部支持因素

1. 控股股东支持

跟踪期内，蒙牛乳业通过间接持股成为该公司控股股东。蒙牛乳业是我国乳制品行业龙头企业之一，2017 年末，蒙牛乳业第一大股东为中粮乳业投资有限公司（持股比例 23.88%）。截至 2017 年末，蒙牛乳业合并口径资产总额 581.39 亿元，股东权益 271.07 亿元，负债总额为 310.32 亿元，资产负债率为 53.38%，其中刚性债务余额 139.73 亿元。2017 年蒙牛乳业实现营业收入 603.01 亿元，同比增长 11.47%；净利润为 20.48 亿元，较 2016 年大幅增加 27.99 亿元，2016 年亏损主要是其子公司雅士利国际控股有限公司（1230.HK）亏损导致蒙牛乳业计提商誉减值 22.54 亿元所致。同年蒙牛乳业实现经营性现金净流入 55.05 亿元。

蒙牛乳业通过间接持股成为该公司控股股东后，进一步强化了公司与其

已有的原料奶销售合作，2017 年 2018 年第一季度公司销售给蒙牛乳业的原料奶实现的收入占销售收入比重超过 70%，2018 年第一季度接近 80%。在原材料采购方面，公司利用蒙牛乳业和中粮的资源优势，可获得相对较长的采购账期。在品牌奶业务方面，公司自 2017 年 5 月起将品牌奶销售交由蒙牛（内蒙古）进行，蒙牛乳业在保留“现代乳业”品牌基础上推出“现代乳业鲜语”和“现代乳业莱慕”两款新产品，加大广告等宣传投入，利用其原有的销售渠道进行推广，2018 年 4 月公司还将肥东和蚌埠的品牌奶加工厂转让给蒙牛（内蒙古），公司未来专注于上游乳牛养殖。

资金支持方面，2017 年蒙牛乳业向该公司提供 10 亿元委托贷款（贷款利率为 4%，期限为 1 年，总年限为 3 年，到期可申请循环展期）和 5 亿元过桥贷款（贷款利率为 4%，按日收取利息，总年限为 3 年，到期可申请循环展期）。此外，在蒙牛乳业的支持下，现代乳业控股获得境外银团 3 亿元美金的贷款，综合融资成本在 4.03~4.04%。

总体看，蒙牛乳业对公司整体支持力度大，目前在行业低迷的情况下，公司的信用质量对蒙牛乳业的依赖性较大。

2. 国有大型金融机构支持

该公司已与多家商业银行建立了长期的合作关系。截至 2018 年 3 月末，公司合并口径已获得银行授信总额为 51.96 亿元¹⁶，其中尚未使用的授信余额为 23.53 亿元。公司授信总额中大型国有金融机构综合授信额度占比约 53%，同期末大型国有金融机构综合授信额度为 27.66 亿元，尚未使用的授信额度为 10.48 亿元，贷款利率区间基本为基准或基准最高上浮 10%。

图表 27. 来自大型国有金融机构的信贷支持

机构类别	综合授信	其中： 贷款授信	尚未使用 授信余额	利率区间	附加条件/增信措施
全部（亿元）	51.96	51.96	23.53	基准或基准最高上浮 10%	流贷为信用方式、项目贷为抵押方式
其中：国家政策性金融机构（亿元）	3.50	3.50	—	基准上浮 5%	保证担保
工农中建交五大商业银行（亿元）	24.16	24.16	10.48	基准或基准最高上浮 10%	流贷为信用方式、项目贷为抵押方式
其中：大型国有金融机构占比（%）	53.23	53.23	44.54	—	—

资料来源：根据现代乳业所提供数据整理（截至 2018 年 3 月 31 日）。

跟踪评级结论

该公司是农业产业化国家重点龙头企业。跟踪期内，由于商河牧场合并以及奶牛单产的提升，公司原料奶收入和盈利能力大幅增强，但品牌奶业务经营模式的转变导致销量大幅下滑，从而影响整体营业收入和毛利率水平。

¹⁶ 未包括蒙牛乳业给予公司的委托贷款和现代乳业控股给予公司的贷款。

2017 年主要受公司大额计提品牌奶应收账款坏账准备以及公允价值变动净损失规模仍较大影响，公司净利润仍呈大额亏损状态，但从主业情况看经营状况有所好转。2018 年第一季度受益于原料奶经营情况进一步转好，加之品牌奶业务不再亏损，公司实现扭亏为盈。此外，公司持续在疫病、食品安全及环境保护等方面面临一定的挑战。

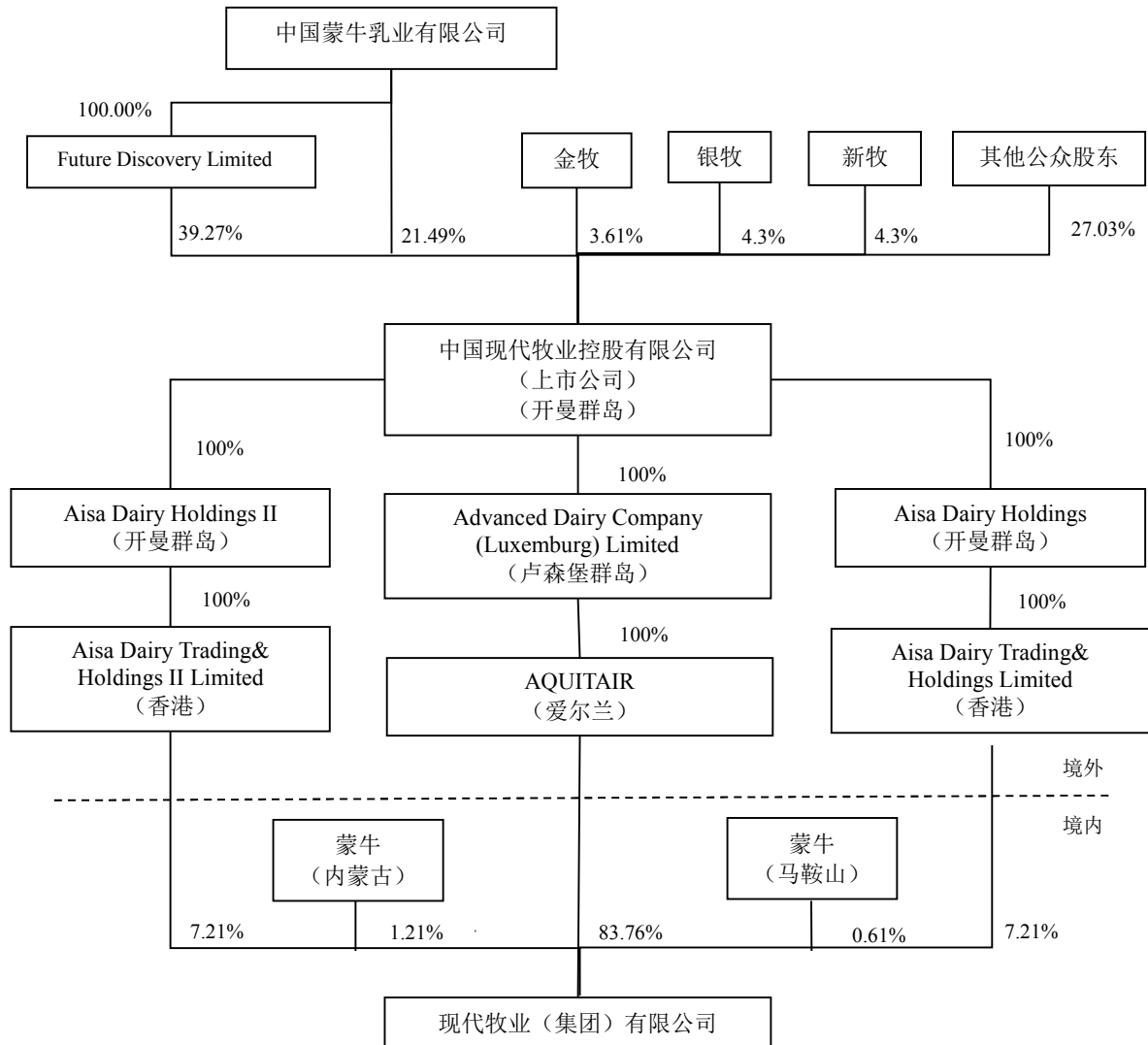
跟踪期内，该公司股权结构发生重大变动，蒙牛乳业成为公司间接控股股东，且因上述事宜导致现代牧业控股董事会人员略有调整，蒙牛乳业参与重大战略事项决策，但日常经营将仍交由公司高管团队进行，公司经营团队稳定。此外，公司通过不断加强对各项业务的制度化管理，提升管理能力。

跟踪期内，该公司债务规模波动下降，但业绩亏损导致净资产减少，公司负债率维持在较高水平。公司债务期限结构仍以短期为主，即期债务偿付压力较大，流动性压力突出。公司有一定的货币资金存量和经营性现金回笼，公司融资渠道保持畅通，另外公司在业务、资金、流动性和融资渠道等方面能够获得蒙牛乳业的大力支持，对其债务偿付也形成一定保障。

目前该公司已转型为乳牛养殖和原料奶供应商，主要为蒙牛乳业提供原料奶，公司在经营、资金和融资渠道等各方面能够获得蒙牛乳业的支持，整体看后续经营和财务风险可控。

附录一：

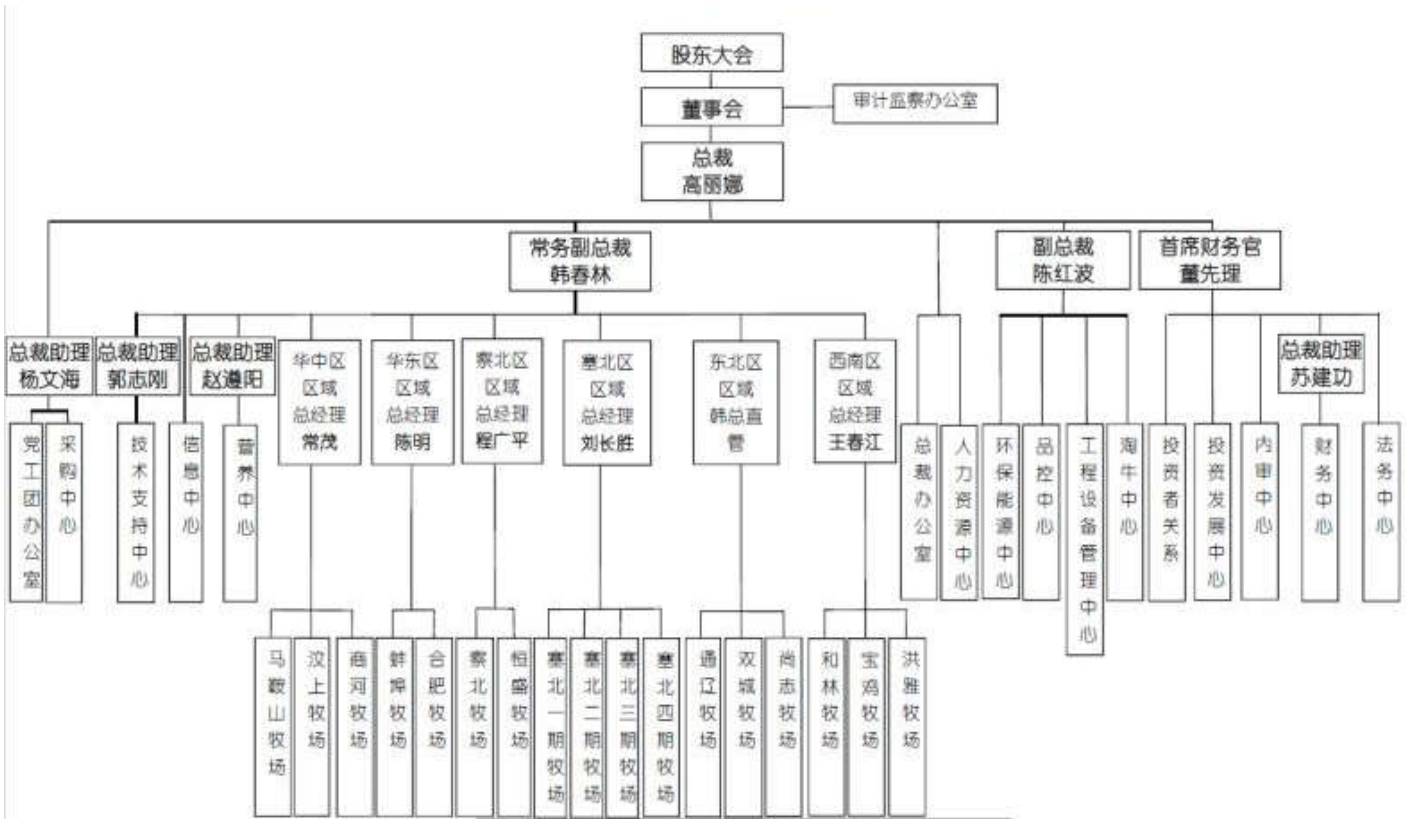
公司与实际控制人关系图



注：根据现代牧业提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录二：

公司组织结构图



注：根据现代牧业提供的资料绘制（截至 2018 年 3 月末）。

附录三：
相关实体主要数据概览

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA	
中国蒙牛乳业有限公司	蒙牛乳业	现代牧业控股股东	—	乳制品	139.73	271.07	603.01	20.48	55.05	—	
中国现代牧业(控股)有限公司	现代牧业控股	公司之控股股东	—	奶牛养殖销售(包括生产和销售牛奶)	74.25	70.88	48.36	-9.75	-0.57	—	
现代牧业(集团)有限公司	现代牧业	本级	—	奶牛养殖、销售(包括生产和销售牛奶)	66.56	47.16	1.91	-8.31	0.24	-7.98	母公司口径
现代牧业(塞北)有限公司	塞北公司	子公司	100	奶牛养殖、销售(包括生产和销售牛奶)	0.30	9.05	6.73	-0.41	2.19	1.06	
现代牧业(汶上)有限公司	汶上公司	子公司	100	奶牛养殖、销售(包括生产和销售牛奶)	0.30	1.95	1.39	-0.14	0.27	0.11	
现代牧业(察北)有限公司	察北公司	子公司	100	奶牛养殖、销售(包括生产和销售牛奶)	0.28	5.82	4.90	-0.33	1.94	0.42	
现代牧业(洪雅)有限公司	洪雅公司	子公司	100	奶牛养殖、销售(包括生产和销售牛奶)	0.00	1.10	1.43	-0.07	0.41	0.18	
现代牧业(和林格尔)有限公司	和林公司	子公司	100	奶牛养殖、销售(包括生产和销售牛奶)	0.00	4.08	2.05	0.36	0.92	0.52	
现代牧业(宝鸡)有限公司	宝鸡公司	子公司	100	奶牛养殖、销售(包括生产和销售牛奶)	0.40	3.43	3.25	-0.98	1.29	-0.44	
现代牧业(尚志)有限公司	尚志公司	子公司	100	奶牛养殖、销售(包括生产和销售牛奶)	0.00	1.11	1.27	-0.11	0.50	0.12	
现代牧业(合肥)有限公司	合肥公司	子公司	100	奶牛养殖、销售(包括生产和销售牛奶)	0.54	5.67	3.91	0.46	1.53	1.15	
现代牧业(通辽)有限公司	通辽公司	子公司	100	奶牛养殖、销售(包括生产和销售牛奶)	0.00	3.24	1.90	0.13	0.63	0.34	

全称	简称	与公司关系	母公司持股比例 (%)	主营业务	2017年(末)主要财务数据(亿元)						备注
					刚性债务余额	所有者权益	营业收入	净利润	经营环节现金净流入量	EBITDA	
				生产和销售牛奶)							
现代牧业(恒盛)有限公司	恒盛公司	子公司	100	奶牛养殖、销售(包括生产和销售牛奶)	0.36	1.88	1.12	0.06	0.32	0.17	
现代牧业(五河)有限公司	五河公司	子公司	100	奶牛养殖、销售(包括生产和销售牛奶)	0.00	9.80	6.63	-1.74	1.29	-0.32	
现代牧业(商河)有限公司	商河公司	子公司	100	奶牛养殖、销售(包括生产和销售牛奶)	0.00	11.91	5.13	1.50	1.15	1.82	
现代牧业(双城)有限公司	双城公司	子公司	100	奶牛养殖、销售(包括生产和销售牛奶)	2.75	4.10	2.97	0.12	0.93	0.80	

注：根据现代牧业2017年度审计报告附注及所提供的其他资料整理。

附录四：
主要数据及指标

主要财务数据与指标[合并口径]	2015年	2016年	2017年	2018年 第一季度
资产总额 [亿元]	170.80	174.55	163.15	164.47
货币资金 [亿元]	9.18	11.52	7.37	10.51
刚性债务[亿元]	70.56	76.88	79.11	81.94
所有者权益 [亿元]	82.08	72.54	63.73	63.79
营业收入[亿元]	47.51	49.19	48.06	13.44
净利润 [亿元]	3.70	-9.67	-9.88	0.02
EBITDA[亿元]	8.70	-3.26	-2.79	—
经营性现金净流入量[亿元]	14.59	11.57	5.34	3.76
投资性现金净流入量[亿元]	-17.18	-10.32	-8.90	-2.62
资产负债率[%]	51.94	58.44	60.94	61.21
权益资本与刚性债务比率[%]	116.34	94.36	80.56	77.85
流动比率[%]	56.36	50.72	42.82	46.45
现金比率[%]	18.75	16.87	12.12	16.71
利息保障倍数[倍]	2.67	-2.05	-1.76	—
担保比率[%]	—	—	—	—
营业周期[天]	144.64	175.60	178.93	—
毛利率[%]	34.34	31.11	29.61	29.84
营业利润率[%]	7.71	-20.41	-20.43	0.04
总资产报酬率[%]	3.89	-3.77	-3.73	—
净资产收益率[%]	5.37	-12.50	-14.50	—
净资产收益率*[%]	5.21	-12.24	-14.57	—
营业收入现金率[%]	97.92	88.33	94.57	92.47
经营性现金净流入量与流动负债比率[%]	30.96	19.39	8.22	—
非筹资性现金净流入量与负债总额比率[%]	-3.08	1.31	-3.53	—
EBITDA/利息支出[倍]	3.89	-1.03	-0.78	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.13	-0.04	-0.04	—

注：表中数据依据 ABC 公司经审计的 2015~2017 年度及未经审计的 2018 年第一季度财务数据整理、计算。其中 2015 年和 016 年数据采用经追溯调整后数据。

指标计算公式

资产负债率(%)=期末负债合计/期末资产总计×100%
权益资本与刚性债务比率(%)=期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)=期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)=(期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额)/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
担保比率(%)=期末未清偿担保余额/期末所有者权益合计×100%
营业周期(天)=365/{报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]}+365/{报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]}
毛利率(%)=1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)=报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)=(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)=报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)=报告期归属于母公司所有者的净利润/[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]×100%
营业收入现金率(%)=报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)=报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)=(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/(期初负债合计+期末负债合计)/2×100%
EBITDA/利息支出[倍]=报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]=EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+应付利息+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人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 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人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 级	发行人不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 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。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

注：除 AAA 级，CCC 级以下等级外，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。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《食品饮料行业信用评级方法（2018 版）》（发布于 2018 年 4 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。