

跟踪评级公告

联合[2017]488号

北京顺鑫农业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

北京顺鑫农业股份有限公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为“稳定”

北京顺鑫农业股份有限公司公开发行的“15顺鑫 01”和“15顺鑫 02”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一七年五月二十四日



地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)



北京顺鑫农业股份有限公司 公司债券 2017 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA 评级展望：稳定

上次评级结果：AA 评级展望：稳定

债项信用等级

| 债券简称 | 债券规模 | 债券期限 | 上次评级结果 | 本次评级结果 | 上次评级时间 |
|----------|-------|------|--------|--------|-----------------|
| 15 顺鑫 01 | 10 亿元 | 5 年 | AA | AA | 2016 年 5 月 27 日 |
| 15 顺鑫 02 | 10 亿元 | 5 年 | AA | AA | 2016 年 5 月 27 日 |

跟踪评级时间：2017 年 5 月 24 日

主要财务数据

| 项 目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 3 月 |
|-------------------|--------|--------|------------|
| 资产总额 (亿元) | 161.75 | 178.35 | 183.42 |
| 所有者权益 (亿元) | 55.04 | 68.22 | 69.97 |
| 长期债务 (亿元) | 35.80 | 32.54 | 34.49 |
| 全部债务 (亿元) | 82.31 | 79.70 | 80.70 |
| 营业收入 (亿元) | 96.37 | 111.97 | 38.43 |
| 净利润 (亿元) | 3.83 | 4.25 | 1.90 |
| EBITDA (亿元) | 10.11 | 10.51 | -- |
| 经营性净现金流 (亿元) | 3.50 | 10.08 | 6.52 |
| 营业利润率 (%) | 26.08 | 23.12 | 28.14 |
| 净资产收益率 (%) | 7.17 | 6.89 | 2.75 |
| 资产负债率 (%) | 65.97 | 61.75 | 61.85 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 59.93 | 53.88 | 53.56 |
| 流动比率 (倍) | 1.63 | 1.70 | 1.73 |
| EBITDA 全部债务比 (倍) | 0.12 | 0.13 | -- |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 5.34 | 3.82 | -- |
| EBITDA/待偿本金合计 (倍) | 0.51 | 0.53 | -- |

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的；3、2017 年一季度数据未审计，相关指标未年化；4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；5、其他流动负债计入短期借款，长期应付款计入长期债务。

评级观点

北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“公司”或“顺鑫农业”）作为农业产业化国家重点龙头企业之一，2016 年，受益于白酒行业的回暖以及猪肉价格的反弹影响，公司白酒业务销售区域有所扩大，屠宰及肉类加工业务经营稳健，同时建筑业务承接项目数量有所增长。2016 年，公司营业收入和净利润稳步增长，经营现金流状况保持良好。同时，联合评级也关注到目前白酒行业竞争激烈、屠宰与食品加工业务易受外部因素影响、公司涉及行业板块仍较多对公司管理水平提出挑战等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目的完成，公司白酒业务有望在外埠市场方面取得进一步发展；同时，随着产业技术升级项目进入运营阶段，公司熟食产量有望进一步提高。整体看，未来，公司在白酒和屠宰及肉食品加工领域的竞争优势有望继续保持。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“15 顺鑫 01”和“15 顺鑫 02”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 跟踪期内，公司白酒业务受到白酒行业的回暖及外埠市场销售增幅较快的影响，销售规模持续增长。

2. 跟踪期内，我国猪肉价格恢复性上涨后回落趋稳，受此影响，公司屠宰及肉类加工业务稳健增长。

3. 跟踪期内，公司建筑业务工程分布广、跨区、跨省工程多，收入规模增长较快。

4. 跟踪期内，公司营业收入和净利润稳

步增长，经营现金流状况保持良好。

关注

1. 跟踪期内，白酒行业有所回暖，但整体形势仍不容乐观，在行业整体销量增速放缓的情况下，行业竞争会愈演愈烈，未来公司牛栏山白酒的外埠市场开拓程度和产品结构优化升级的效果有待考察。

2. 公司的主营业务中的生猪养殖业务受自然灾害、疫病、食品安全、原材料价格、生猪价格、产业政策等外部突发因素影响较大，给公司的盈利能力带来一定的不确定性。

3. 跟踪期内，公司继续剥离房地产业务，但目前所涉及行业及业务仍然较多，对公司综合管理能力提出了考验。

4. 公司营业利润对投资收益依赖大。

分析师

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

孙林林

电话：010-85172818

邮箱：sunll@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC
大厦 1201 室（100022）

Http: //www. unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：



联合信用评级有限公司

一、主体概况

北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“公司”或“顺鑫农业”）是经北京市人民政府京政函[1998]33 号文批准，由北京顺鑫农业发展（集团）有限公司（原名北京市泰丰现代农业发展中心，以下简称“顺鑫集团”）独家发起，以募集方式设立的股份有限公司。成立时公司注册资本为 28,000 万元，其中顺鑫集团以其经评估后的部分经营性净资产 31,390 万元投入公司，按 66.90% 的折股率折为国有法人股 21,000 万股，占总股本的 75%；公开发行社会公众股 7,000 万股，占总股本的 25%。公司于 1998 年 9 月正式成立，并于 1998 年 11 月在深交所挂牌上市（股票简称“顺鑫农业”，股票代码“000860.SZ”）。2005 年 11 月，公司完成股权分置改革。2014 年 12 月，顺鑫集团名称由“北京顺鑫农业发展（集团）有限公司”变更为“北京顺鑫控股集团有限公司”（以下简称“顺鑫控股”）。公司成立后历经多次增发，截至 2016 年底，公司注册资本为 57,059 万元，公司直接控股股东为顺鑫控股，持股比例为 37.45%，实际控制人为北京市顺义区人民政府国有资产监督管理委员会。

图 1 截至 2016 年底公司股权结构



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围和组织结构均未发生变化，目前公司正在逐步剥离房地产业务。截至 2016 年底，公司纳入合并范围的控股子公司 14 家；拥有在职员工 6,016 人。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 178.35 亿元，负债总额 110.13 亿元，所有者权益（含少数股东权益）68.22 亿元，归属于母公司所有者权益合计 67.45 亿元。2016 年，公司实现合并营业收入 111.97 亿元，净利润（含少数股东损益）4.25 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 4.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额 10.08 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.42 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 183.42 亿元，负债总额 113.45 亿元，所有者权益（含少数股东权益）69.97 亿元，归属于母公司所有者权益合计 69.24 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 38.43 亿元，净利润（含少数股东损益）1.90 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.88 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.52 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.08 亿元。

公司注册地址：北京市顺义区站前街 1 号院 1 号楼顺鑫国际商务中心 12 层；法定代表人：王泽。

二、本次债券概况及募集资金用途

经中国证券监督管理委员会证监许可[2014]1230 号文核准，公司发行“北京顺鑫农业股份有限公司 2015 年公司债券”，分期发行，其中第一期发行时间为 2015 年 5 月 13 日，发行规模为 10 亿元，期限为 5 年，发行利率为 4.5%；第二期发行时间为 2015 年 10 月 26 日，发行规模为 10 亿元，期限为 5 年，发行利率为 4.0%。第一期公司债已于 2015 年 6 月 30 日上市（第一期债券简称：15 顺鑫 01，上市代码：112245.SZ），第二期公司债已于 2016 年 1 月 20 日上市（第二期债券简称：15 顺鑫 02，上市代码：112289.SZ）。

2015 年公司发行两期公司债券扣除发行费用后募集资金净额为 19.84 亿元，公司用募集资金归还银行贷款 14.00 亿元，用于补充流动资金 5.84 亿元。截至 2016 年末，已全部使用完毕。

公司已于 2016 年 5 月 13 日支付“15 顺鑫 01”第一期利息 4,500 万元，于 2016 年 10 月 26 日支付“15 顺鑫 02”第一期利息 4,000 万元。

三、行业分析

公司属于农业类上市公司，主营业务包括白酒制造业、肉类加工业、建筑工程业和房地产业。其中白酒制造业和肉类加工所产生的营业收入占比较大。

1. 白酒制造业

（1）行业概况

据国家统计局发布 2016 年我国白酒行业数据显示，2016 年全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 1,358.36 万千升，同比增长 3.23%，增速较上年下降 1.84 个百分点。从各省情况看，2016 年白酒产量较高省份分别是：四川省白酒年产量 402.67 万千升，增长 8.65%，产量位居全国第 1 位；河南省白酒产量 117.50 万千升，增长 3.65%，位居全国第 2 位；山东省白酒年产量 112.64 万千升，下降 0.72%，位居全国第 3 位；江苏省白酒年产量 106.89 万千升，增长 7.83%，位居全国第 4 位。从各省市区的白酒产量增长的情况来看，2016 年白酒产量增长率超过 10% 的共有 7 个省市区。其中：青海省白酒年产量 2.63 万千升，增长 42.16%；山西省白酒年产量 10.32 万千升，增长 24.33%；湖南省白酒年产量 30.58 万千升，增长 18.79%；北京市白酒年产量 31.02 万千升，增长 16.73%；其他年产量增长率超过 10% 的省市区分别是：吉林、天津、贵州。从各省市区白酒年产量下降的情况来看，2016 年白酒年产量下降的省市区共有 11 个。其中辽宁省白酒年产量 8.28 万千升，下降 80.78%；西藏自治区白酒年产量 0.05 万千升，下降 28.62%；浙江省白酒年产量 1.15 万千升，下降 21.13%；江西白酒年产量 16.01 万千升，下降 12.18%。下降幅度超过 5% 的还有河北、福建、广东。

从行业企业业绩来看，2016 年纳入到国家统计局范畴的规模以上白酒企业 1,578 家，其中亏损企业 113 个，企业亏损面为 7.16%；规模以上白酒企业累计完成销售收入 6,125.74 亿元，同比增长 10.07%；累计实现利润总额 797.15 亿元，同比增长 9.24%；亏损企业累计亏损额 10.54 亿元，同比下降 15.92%。行业企业业绩两极分化，以茅台、洋河、泸州老窖为代表的高端酒企均成功实现业绩回温，而中低端酒企发展持续疲软。

总体看，2016年，白酒行业实现弱势回暖，分别以高端和以中低端白酒为主导的白酒企业业绩两极分化，占有优势的国内中高端酒企逐渐凸显主导地位，并以稳定的增势实现局部回温；但中小型企业之间的竞争却更加激烈，同时受行业恶劣的宏观经济拖累发展环境更加恶化。

（2）行业上下游

上游方面，白酒行业的原材料主要为粮食和包装材料。

粮食方面，从产量看，2016年，主要受气象灾害导致粮食减产、全国粮食种植面积下滑影响，中国粮食生产在连续实现“十二连增”之后首次出现下滑。国家统计局的数据显示，2016年全国粮食总产量61,624万吨，较2015年减少520万吨，下降0.8%，仍是历史第二高产年。其中，夏粮产量13,920万吨，下降1.2%；早稻产量3,278万吨，下降2.7%；秋粮产量44,426万吨，下降0.6%。2016年中国粮食播种面积113,028.2千公顷，比2015年减少314.7千公顷，减少0.3%。全国粮食单位面积产量每公顷5,452.1公斤，比2015年每公顷减少30.7公斤，减少0.6%。价格方面，虽然最近几年粮食价格保持稳中有升的态势，但因粮食价格为关系国计民生的基础性商品，政府对粮食价格进行严格的控制。尤其国家近几年对农业投入的加大，并对农产品进行补贴，粮食价格的波动幅度整体不大，对白酒行业的成本不会造成大的不利影响。包装材料方面，白酒产品配套的包装材料主要包括酒瓶、酒坛、瓶盖/瓶塞、外包装箱等，因供货商众多，白酒生产企业的选择余地较大，受供应量、价格的影响不大。

下游方面，白酒为快速消费品，下游主要为酒类经销商、酒店、商场和超市等批发零售商，经由上述渠道销售至终端消费者。各地消费者的收入水平以及对白酒品牌的认知程度最终影响白酒未来的发展。2016年，白酒行业逐步适应市场消费的“新常态”，随着消费者日常聚饮以及商务餐饮的白酒消费水平逐步提升，一部分大众和商务白酒消费将从原来中低端区域进入到次高端区域，中高端白酒呈现出复苏和发展的迹象。

总体看，2016年，上游原材料价格较为稳定，对行业内企业采购成本影响不大，下游销量有所回暖，中高端白酒发展前景良好。

（3）行业政策

跟踪期内，我国白酒行业法规标准体系建设和落实仍然滞后，无相关政策、法律出炉。目前涉及白酒生产流通的主要法律是《食品安全法》和《产品质量法》，缺乏适应白酒生产流通特点的专门法规；食品行业遵循的《食品安全国家标准食品生产通用卫生规范》（GB14881-2013），不完全适用白酒酿造的工艺特点。中国酒业协会发布的关于工艺和理化指标检测方法等推荐标准，也由于缺乏强制性，很难被地方政府及生产企业执行落实。

（4）行业关注

行业分化

白酒行业经历了数年调整，逐步回归正常经营，在以茅台、五粮液为代表的高端酒逐步提价的大背景下，高端酒中龙头产品的市占率呈现逐步提高态势，且未来议价能力越发增强，中小白酒企业或将出现较为明显的业绩低潮。

替代品的威胁

随着人们生活水平的不断提高和健康意识的不断增强，少饮白酒甚至不饮白酒的意识可能会给白酒行业的发展带来长远的阻力。80后、90后的消费者对白酒的依赖程度远不如他们的父辈，并且对白酒的口味也比较挑剔。

高端白酒还面临着高端葡萄酒和洋酒的竞争。近年来随着葡萄酒行业的景气上升，和消费者对健康消费的日益关注，葡萄酒在商务消费和礼品消费上都对高端白酒形成了明显的替代，

未来随着张裕等葡萄酒企业高端化路线的继续深入，高端白酒市场将面临更大的替代品竞争压力。洋酒方面，威士忌、白兰地、轩尼诗等洋酒品牌也越来越受到年轻一代的欢迎，洋酒销量的增长对白酒也构成了一定的竞争压力。

（5）未来发展

白酒作为中国最重要的商务宴请饮料之一，随着居民收入增加，白酒行业的发展前景依然光明。未来3~5年白酒市场将进入整合重组阶段。行业整合重组期将会有效的提高行业集中度，降低产能过剩风险。在过去十年的行业高速成长期，大小酒企都获得了宽松的成长空间，市场集中度难以提高。但在行业调整期，行业进入挤压式发展阶段，具有资金、规模、品牌优势的名优酒企将挤压小企业的生存空间。在高端市场需求萎缩的现实压力下，名优酒企将会逐步调整产品结构，发力中端市场；固步于低端产品的企业由于规模、资金、技术、品牌等诸多劣势将会退出行业。

整体看，白酒行业的发展前景光明，但将面临行业整合重组过程。

2. 屠宰及肉类加工业

（1）行业概况

生猪屠宰加工是肉类加工的主体，目前占肉类生产总量的65%左右。2016年全国规模以上企业生猪屠宰总量20,870.72万头，较2015年的21,383.46万头减少512.74万头，同比下降2.39%，主要是在猪周期波动加上环保趋严的双重影响下，全国猪场数量大幅减少，养殖户大量退出，综合造成生猪存栏量、出栏量和猪肉产量的下降所致。和农商两部职能交接前相比，规模以上企业屠宰生猪量从2012年的2.77亿头降至2016年的2.09亿头，减少了6,800万头，降幅达24.55%。上述趋势自2016年7月开始发生好转。据统计，2016年1~6月我国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量为10,014.42万头，同比减少671.6万头，同比下降6.28%。6月份，我国规模以上企业屠宰生猪数量跌至谷底，仅1,437.11万头，同比下降6.28%。自7月起，规模以上企业屠宰生猪数量逐月上升，至12月屠宰生猪2,271.23万头，环比增长18.73%，扭转了2016年上半年以来持续下降的趋势。

根据国家统计局发布的《2016年国民经济和社会发展统计公报》，2016年，全年肉类总产量8,540万吨，同比下降1.0%，其中，猪肉产量5,299万吨，下降3.4%；年末生猪存栏43,504万头，下降3.6%；生猪出栏68,502万头，下降3.3%。

猪肉价格方面，2016年猪肉价格前高后稳，上半年恢复性上涨，之后在政策作用和价格信号的引导下，猪肉价格逐渐回落趋稳。整体看，2016年全年猪肉平均价格为29.41元/千克，较2015年有较大幅度上涨。

总体看，2016年生猪屠宰及肉类加工业整体下行，生猪屠宰量、生猪存栏量及生猪出栏量均有所下降，猪肉价格恢复性上涨后整体回落趋稳。

（2）行业政策

2016年，农业部发布的《2016年国家落实发展新理念加快农业现代化，促进农民持续增收政策措施》提出，为调动地方政府发展生猪（牛羊）养殖积极性，促进生猪（牛羊）生产、流通，引导产销有效衔接，保障市场供应，2015年中央财政安排生猪（牛羊）调出大县奖励资金35亿元。生猪（牛羊）调出大县奖励资金包括生猪调出大县奖励资金、牛羊调出大县资金和省级统筹奖励资金三个部分。生猪（牛羊）调出大县奖励资金按因素法分配到县，分配因素包括过去三年年均生猪（牛羊）调出量、出栏量和存栏量，因素权重分别为50%、25%、25%，奖

励资金对生猪调出大县前 500 名、牛羊调出大县前 100 名给予支持。奖励资金由县级人民政府统筹安排用于支持本县生猪（牛羊）生产流通和产业发展，支持范围包括：生猪（牛羊）生产环节的圈舍改造、良种引进、粪污处理、防疫、保险、牛羊饲草料基地建设，以及流通加工环节的冷链物流、仓储、加工设施设备等方面的支出。省级统筹奖励资金按因素法切块到省（区、市），分配因素包括各省（区、市）生猪（牛羊）生产量、消费量等。统筹奖励资金由省级人民政府统筹安排用于支持本省（区、市）生猪（牛羊）生产流通和产业发展。2016 年继续实施生猪（牛羊）调出大县奖励政策。

2016 年，农业部发布的《关于促进南方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》提出，要对上海、浙江、江苏、广东、安徽、江西、山东、河南、湖北、湖南等地的生猪养殖业做出调整优化，构建产出高效、产品安全、资源节约、环境友好的生猪养殖业。

总体看，2016 年，我国出台政策扶持生猪养殖产业并强调优化生猪养殖布局，有利于屠宰行业的发展。

（3）行业关注

“小、散、乱、低”特征明显

目前，我国畜禽屠宰和肉制品加工企业超过 4 万家，其中小微企业占绝大多数，规模以上企业仅占 10% 左右。相当部分小微屠宰和肉制品加工企业尚未脱离作坊式生产，仍处于手工或半机械加工的落后状态，发展水平较低。这种小而散的市场结构一方面造成了大中型企业先进屠宰设备利用率严重不足；另一方面也加大了市场监管的难度，导致注水肉、病死肉和走私肉等问题时有发生，造成了市场的无序发展与竞争。此外，由于我国肉类产品分等分级标准制定落后，市场上优质产品难以实现优价，甚至出现注水肉、病死肉和走私劣质肉等冒充优质肉在市场上销售，反而将优质肉挤出市场的现象。

屠宰行业污染严重

生猪的屠宰过程中会产生大量的污水、废气，其中污水的处理成本较高。部分小企业盲目扩张产能，但是又无法承担大笔的污水治理费用，造成周边水域的污染和破坏。随着居民环保意识的增加和政府环保力度的趋严，屠宰企业的环保压力和环保成本与日俱增。

（4）行业发展

从行业竞争态势来看，兼并收购将是行业未来发展的主题，具有资金、技术、品牌优势的屠宰企业将在国家政策的支持下进行兼并收购，一方面可以提高自己的行业地位，另一方面也有助于缓解屠宰行业的产能过剩，增强自身盈利能力。除横向的兼并收购外，为了更好的控制生猪质量、控制生产成本，屠宰企业也会谋求延伸产业链，向上下游发展，例如建立自己的养猪场，建立自己的销售渠道等。

从行业本身的产成品来看，未来将实现两大方面的升级：

第一，热鲜猪肉向冷鲜猪肉升级。

目前，我国生猪肉产品主要由热鲜猪肉、冷冻猪肉和冷鲜猪肉构成。热鲜猪肉目前在城乡消费中占主导地位，它的优点是肉品新鲜、膘白肉红、味道鲜美，但它的缺点也很明显，易污染，易腐化变质。冷冻猪肉虽然安全卫生，易于运输，但是解冻会导致大量营养物质流失。冷鲜猪肉具有热鲜猪肉的一切优点，同时又安全卫生，不易变质，营养程度高，未来随着人均可支配收入的提高，将成为消费者消费的主流猪肉产品。

第二，高温猪肉制品向低温猪肉制品升级。

高温猪肉制品虽然由于高温高压消毒彻底，保质期较长，但营养成分损失较多，口感也较

差。低温猪肉制品是指在常压下通过蒸、煮、熏、烤加工过程，使猪肉制品中心温度达到 72~85 摄氏度，并通过杀菌处理加工，使得在包装、贮存和销售环节始终保持低温的猪肉制品。低温猪肉制品口感好，营养含量高，未来发展前景广阔。

整体看，兼并收购是屠宰及肉类加工业未来发展的主题，行业产品为将实现热鲜猪肉向冷鲜猪肉和高温猪肉制品向低温猪肉制品的升级。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事李晓勇、监事会主席李宝玉、监事张振和职工监事潘永杰任期满离任；2016 年 11 月 29 日起，王立友担任公司董事，负振德担任公司监事会主席，曾淑萍和李文祥担任公司监事；2017 年 2 月 10 日起，李秋生担任公司财务总监；公司主要内控制度和组织结构未发生变化。

李秋生，48 岁，研究生学历，注册会计师。最近五年历任公司财务计划部部长、顺鑫控股计划财务部经理。2017 年 2 月 10 日起担任公司财务总监。

总体看，跟踪期内，公司部分管理人员因换届选举发生变更，对公司整体运营管理情况影响较小；公司主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括白酒制造、肉类加工、建筑工程等十余种业务。2016 年，主要受白酒、屠宰及建筑业务规模增加影响，公司收入规模增幅较大；实现合并营业收入 111.97 亿元，同比增长 16.18%；公司营业成本为 73.30 亿元，同比增长 21.26%；公司实现利润总额 5.45 亿元，同比小幅下降 2.77%；实现净利润 4.25 亿元，同比增长 10.80%。2016 年公司主营业务收入在营业收入中占 99.68%，主营业务突出；具体来看，白酒业务和屠宰业务仍是公司营业收入和利润的最主要来源，2016 年白酒业务和屠宰业务收入占全部营业收入的 80.04%。其中，随着白酒市场的回暖以及公司加大白酒业务拓展力度影响，白酒产业实现营业收入 52.04 亿元，同比增长 11.97%；随着销量增加、价格提高，猪肉产业实现营业收入 37.58 亿元，同比增长 26.82%；随着承接项目数量较上年大幅增长，建筑业务实现营业收入 16.53 亿元，同比增长 34.72%。

从综合毛利率来看，2016 年，公司业务综合毛利率为 34.54%，较上年下降 2.74 个百分点，整体属适中水平。具体来看，2016 年公司占比较大的白酒业务、屠宰业务和建筑业务的毛利率分别为 62.59%、2.99% 和 8.54%，白酒业务毛利率较上年增加 0.47 个百分点，变化不大；屠宰业务毛利率较上年下降 4.36 个百分点，主要系毛猪价格较高导致毛利率下降；建筑业务毛利率较上年下降 2.47 个百分点，主要系工程业务毛利率下降所致。

表1 2015~2016年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元，%，个百分点）

| 业务 | 2015 年 | | | 2016 年 | | | 营业收入同比增减 | 毛利率较上年同期增减 |
|----|--------|-------|-------|--------|-------|-------|----------|------------|
| | 营业收入 | 占比 | 毛利率 | 营业收入 | 占比 | 毛利率 | | |
| 白酒 | 46.48 | 48.23 | 62.12 | 52.04 | 46.48 | 62.59 | 11.97 | 0.47 |
| 屠宰 | 27.79 | 28.83 | 7.36 | 34.74 | 31.03 | 2.99 | 25.04 | -4.36 |
| 建筑 | 12.27 | 12.73 | 11.01 | 16.53 | 14.76 | 8.54 | 34.72 | -2.47 |

| | | | | | | | | |
|-----------|--------------|---------------|--------------|---------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| 种畜 | 1.85 | 1.92 | 0.70 | 2.84 | 2.54 | 30.34 | 53.52 | 29.65 |
| 蔬菜 | 0.03 | 0.03 | 13.34 | -- | -- | -- | -- | -- |
| 市场管理 | 1.93 | 2.00 | 75.36 | 1.74 | 1.55 | 67.45 | -9.73 | -7.91 |
| 房地产 | 5.01 | 5.20 | 31.94 | 2.72 | 2.43 | 34.17 | -45.65 | 2.23 |
| 纸业 | 0.30 | 0.31 | 48.50 | 0.33 | 0.29 | 50.89 | 9.43 | 2.39 |
| 食品加工 | 0.47 | 0.49 | 70.45 | 0.66 | 0.59 | 46.59 | 40.09 | -23.86 |
| 其他业务 | 0.24 | 0.25 | 47.87 | 0.37 | 0.32 | 58.52 | 48.17 | 10.65 |
| 合计 | 96.37 | 100.00 | 37.28 | 111.97 | 100.00 | 34.54 | 16.18 | -2.74 |

资料来源：公司年报

2017年1~3月，公司实现营业收入38.43亿元，同比增长5.77%；实现利润总额2.46亿元，同比增长2.89%；实现净利润1.90亿元，同比增长6.67%，其中归属母公司所有者的净利润1.88亿元。

总体看，2016年，公司主营业务收入构成变化不大，白酒业务、屠宰业务及建筑业务营业收入占比较大；受白酒市场持续向好、猪价回升以及工程量增加、结转收入增加影响，公司白酒业务、屠宰业务及建筑业务收入规模均较上年有所增长；白酒业务毛利率较上年变化不大，屠宰业务和建筑业务毛利率均较上年有所下降。

2. 白酒业务运营

2016年，公司白酒生产及销售业务仍由下属牛栏山酒厂承担。2016年，随着白酒市场的回暖，公司加大白酒业务拓展力度，销售覆盖区域扩大，公司白酒业务产生营业收入为52.04亿元，较上年增长11.97%。

(1) 原料采购

牛栏山酒厂白酒的原材料为包装材料、酒基和其他原料，其他原料主要包括小麦、玉米、糯米、大米等作物。其中，酒基的20%~30%由公司外购获得，粮食全部外购，包装绝大多数也是外购。2016年，牛栏山酒厂白酒业务原料总采购额为17.95亿元，较上年增长5.03%，主要系白酒产量增加所致。

表2 2015~2016年牛栏山酒厂白酒原料采购情况（单位：亿元，%）

| 项目 | 2015年 | | 2016年 | |
|-----------|--------------|---------------|--------------|---------------|
| | 金额 | 占比 | 金额 | 占比 |
| 包装材料 | 8.26 | 48.32 | 9.35 | 52.10 |
| 酒基 | 7.23 | 42.32 | 7.12 | 39.65 |
| 其他 | 1.60 | 9.36 | 1.48 | 8.25 |
| 合计 | 17.09 | 100.00 | 17.95 | 100.00 |

资料来源：公司提供

2016年，牛栏山酒厂包装材料采购额为9.35亿元，较上年增长13.20%，主要系白酒成品产量增加所致，包装材料采购额占白酒业务原料总采购额比例为52.10%，为公司白酒业务采购额占比最大的原料；酒基采购额为7.12亿元，较上年下降1.52%，主要系2016年生产消耗部份库存基酒所致，酒基采购额占白酒业务原料总采购额比例为39.65%，为公司白酒业务采购额占比第二大的原料；其他原料采购额为1.48亿元，较上年下降7.50%，主要系自酿基酒产量减

少，消耗原材料减少所致，其他原料采购额占白酒业务原料总采购额比例为 8.25%。

总体看，2016 年，承担公司主要白酒业务的牛栏山酒厂原料采购金额较上年有所增加，其中包装材料采购有所增加，酒基和其他原料采购额有所减少。

(2) 产品生产

2016 年，随着市场需求的增长，公司白酒业务实现生产量 364,148 千升，较上年增长 20.45%；库存量为 92,421 千升，较上年增长 49.81%，主要是公司为迎接 2017 年春节销售高峰，进行了较大库存储备所致。

公司投资的“牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目（一期、二期）”拟在保持白酒生产总量不变的条件下，通过改进生产工艺、更新灌装设备，将 6,000 吨白酒由低档白酒向中档优质白酒转型，新增高品质基酒储存能力 12,000 吨，新增配制酒灌装能力 50,000 吨，同时建设研发中心、微生物培养实验楼以及对老旧的灌装、勾调等生产线、设备进行更新改造。该项目拟投入 13.15 亿元，其中拟投入非公开发行股票募集资金 9.32 亿元，调整后拟投入募集资金 7.82 亿元。截至 2016 年底，已完成投入（募集资金投入）7.82 亿元。项目建成后，根据公司测算，正常情况下年均可实现利润总额 2.50 亿元，税后内部收益率 11.5%。

总体看，公司白酒业务生产量和库存量较上年有所增长，生产设备改造进度不断推进。

(3) 产品销售

2016 年，公司牛栏山酒类产品主要销售区域仍为北京，针对北京巨大的酒类消费市场，公司围绕构建“大北京市场”和“外埠根据地市场”的战略部署，除在城区加大渠道和终端营销力度外，还积极向外埠渗透，公司酒类产品基本覆盖北京大部分大中型酒店和主要商场超市，酒类销售的餐饮终端网点已达 1 万余家。与此同时，外埠市场销售增幅较快，新增湖南、江西、湖北、黑龙江、陕西五个亿元省级市场。

2016 年，公司实现白酒销售量 333,420.95 千升，较上年增长 14.45%；白酒销售平均价格为 15,609 元/千升，较上年下降 2.17%，变化不大。

从采购和销售的结算方式来看，公司对于白酒原材料的采购和对经销商的销售继续实行现金结算，不存在应收应付问题。

总体看，公司白酒业务销量较上年有所增长，销售覆盖范围有所扩大。

3. 屠宰及肉制品加工业务运营

截至 2016 年底，公司种猪生产拥有祖代猪 1,176 套；父母代猪 12,646 套；屠宰能力为 400 万头/年，较上年无变化。公司小店种猪场育种出来的猪苗约 20% 对外销售、80% 自己养殖，2016 年公司小店种猪场种猪、育肥仔猪销售收入 1.60 亿元。

2016 年，公司完成生猪屠宰量 135.79 万头，同比下降 16.32%，主要系毛猪价格高、公司减少屠宰量所致；公司完成总生产量 19.04 万吨，较上年增长 7.94%，主要原因是公司为保证肉制品的市场供应，除正常屠宰外，对外采购原辅材料进行加工；公司销售生猪肉制品 19.08 万吨，同比增长 13.50%，主要是由于公司加强市场开发，实现销售收入有效增长；销售猪肉熟食制品 1.03 万吨，同比下降 9.65%，主要是公司进行产品结构调整，减少熟食制品量所致。屠宰业务年销售量为 201,182.07 吨，较上年增长 12.10%，主要系 2016 年公司消化产品库存所致，一般来说冻肉储存周期一年，公司采用循环储备的方式，储存期不超过一年；库存量为 9,155.83 吨，较上年下降 -54.05%。

表 3 2015~2016 年公司肉类加工业采购、生产及销售情况

| | 项目 | 2015 年 | 2016 年 |
|----|---------------|--------|--------|
| 养殖 | 期末祖代（套） | 1,100 | 1,176 |
| | 期末父母代（套） | 13,384 | 12,646 |
| 屠宰 | 屠宰能力（万头/年） | 400 | 400 |
| | 实际屠宰量（万头） | 162.27 | 135.79 |
| 采购 | 收购均价（元/公斤） | 15.08 | 18.79 |
| 销售 | 生猪肉制品（万吨） | 16.81 | 19.08 |
| | 生猪肉制品均价（元/公斤） | 15.23 | 17.92 |
| | 猪肉熟食（万吨） | 1.14 | 1.03 |
| | 猪肉熟食均价（元/公斤） | 14.95 | 15.64 |

资料来源：公司提供

肉类产品销售渠道方面，截至 2016 年底，公司共建立销售网点 2,974 家，其中北京地区 2,644 家，北京以外地区 330 家。北京地区网点包括商场、超市 395 个，星级酒店及西餐厅 766 个，社区市场 455 个，加盟店、直营店和机关团体等 1,028 个。

总体看，2016 年，公司屠宰业务年销售量有所增长 12.03%；库存量有所下降。

4. 建筑业务

2016 年，公司从事建筑工程的下属企业仍为北京鑫大禹水利建筑工程有限公司（以下简称“鑫大禹公司”）。2016 年，鑫大禹公司承接了怀柔区小城镇污水处理市场化建设配套管网工程（第三标段）、顺义区小城镇污水处理市场化建设配套管网工程、顺义区李桥镇河道排污口治理工程、顺义区高效节水示范区建设（2015）工程、顺义区顺平南辅线（顺西南路-通顺路）道路工程及市政配套附属工程雨水、污水及排水工程、大兴区天堂河治理工程河道工程、顺义区农业高效节水灌溉试点工程、顺义区水源地（北小营镇）单村供水工程、顺义区无名河治理工程施工、复兴东街（顺安路-右堤路）道路及周边市政配套工程-引潮入城输水管线工程等 76 个项目，项目数量较上年增加一倍以上，签约合同总额为 5.71 亿元，较 2015 年增长 9.60%。项目分布主要在京内顺义区各乡镇、怀柔区、大兴区、通州区及外阜河北省、甘肃省、湖北省等区域。

2016 年，公司建筑业务产生营业收入为 16.53 亿元，较上年增长 34.72%，主要是承接项目数量较上年大幅增长所致。

总体看，2016 年，公司建筑业务承接项目数量较上年大幅增长，发展较快。

5. 房地产业务

2016 年，公司继续执行“聚焦主导产业，调整剥离其他产业”的战略，房地产业务可售房源大幅减少以及主要销售市场销售环境较差导致结转收入减少，实现营业收入 2.72 亿元，较上年减少 45.71%。

2016 年，公司房地产业务运营主体仍为北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司（以下简称“佳宇地产”），佳宇地产主营一级土地和房地产物业的开发和投资，2011 年 2 月获得房地产开发一级资质。开发选择方面，佳宇地产以住宅开发为主，工业和商业物业开发为辅，开发区域集中在北京市顺义区。

表 4 截至 2016 年底公司主要房地产项目情况 (单位: 万平方米, 亿元, 套)

| 项目名称 | 占地面积 | 总投资 | 已完成投资 | 可供出售房产 | 开始销售时间 |
|-------------|--------------|--------------|--------------|--------------|-------------|
| 牛栏山下坡屯家园项目 | 14.21 | 23.73 | 22.11 | 1 | 2012 年 10 月 |
| 站前街商业金融项目二期 | 4.18 | 20.25 | 19.42 | 109 | 2014 年 3 月 |
| 顺鑫望潮苑 | 16.96 | 11.40 | 11.05 | 577 | 2011 年 5 月 |
| 富海家园 | 3.8 | 7.65 | 4.96 | 360 | 2013 年 7 月 |
| 合计 | 39.15 | 63.03 | 57.54 | 1,047 | -- |

资料来源: 公司提供

截至 2016 年底, 佳宇地产持有 4 个房地产开发项目, 总占地面积为 39.15 万平方米, 总建筑面积为 61.48 万平方米, 总可售面积为 50.37 万平方米, 总投资为 63.03 亿元, 目前已完成投资额 57.54 亿元, 尚需投入 5.49 亿元。

总体看, 2016 年, 公司房地产业务收入下降幅度较大, 随着公司战略的推进, 未来将继续收缩房地产业务, 直至退出。

6. 关联交易

2016 年, 公司接受关联方提供劳务及服务的金额合计 6,794.84 万元, 向关联方提供劳务及租赁合计 333.83 万元, 规模均较小。

7. 经营关注

(1) 白酒行业风险

一是市场风险, 当前国内中低端白酒市场竞争日益激烈, 公司主要白酒产品在进行外埠市场拓展过程中, 面临区域市场地方品牌的挑战; 二是假冒产品侵权风险, 假冒伪劣产品是困扰具有品牌知名度和市场影响力酒企的一大难题, 如侵权活动得不到有效控制, 将对企业品牌和市场造成不利影响。

(2) 生猪养殖行业风险

一是生猪价格波动风险, 生猪价格的周期性波动导致生猪养殖业的毛利率呈现周期性波动, 公司的屠宰业务也同样受到影响; 二是生猪养殖行业易受到暴发大规模疫病或出现安全事件造成的影响, 给猪场带来巨大的防疫压力, 并增加在防疫上的投入, 导致经营成本提高; 另外, 生猪养殖行业出现安全事件或某个区域暴发疫病, 将会导致全体消费者的心理恐慌, 降低相关产品的总需求量, 直接影响猪场的产品销售, 给经营者带来损失。

(3) 涉及行业板块较多, 对公司管理能力提出挑战

公司所从事的主要行业属于“大农业”范畴, 公司的业务主要包括种猪繁育、生猪屠宰与肉制品加工、白酒制造与销售等。此外, 公司还涉及水利建筑及房地产等多个行业, 所经营的业务较多。广泛的经营业务范围和较大的业务活动差异给公司的经营管理、人力资源、生产技术、资金运用、市场营销等诸多方面提出了较高的要求, 同时也使公司的生产经营受到多个行业发展状况和影响因素的制约。因此, 如果公司不能合理配置现有资源, 并进行有效的经营管理, 那么公司不仅会面临一定的内部控制风险, 而且可能使公司管理成本和运营成本增加, 使得协同效应不能得到充分的发挥。

8. 未来发展

未来，公司将结合行业发展态势和公司内部产业布局规划，以产业经营为基础，资本运营为手段，围绕“主业突出、业务清晰、同业整合、价值实现”的发展目标，实施归核化发展战略，聚焦酒业、肉食两大主业，逐步剥离其他业务。同时，通过整合内外部资源，推动产业规模扩大、资产价值提升。

酒业产业方面，公司力争打造“民酒”中的“名酒”，实现百亿规模。公司将坚持以营销为龙头、科技为核心、管理为基础、文化为底蕴的发展方针，通过品牌提升，市场推动，形成以“牛栏山”为主导的全国化市场营销格局，实现主营业务收入100亿元，力争成为中国第一个进入白酒“百亿俱乐部”的“民酒”成员企业。通过战略合作、产业并购，实现产业资源的有效整合与扩张，将顺鑫酒业产业发展成为在全国拥有多个种植基地、生产基地、自主白酒品牌子公司的酒业集团。

肉食产业方面，公司将坚持“自上而下，重点把控”的原则，加快推动从种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工、肉制品深加工到物流配送的产业链整合提升。在生态养殖环节，强化食品安全源头把控，提高科技水平，降低生猪生产成本。在生鲜业务环节，立足北京市场，拓展区域市场，扩大品牌知名度，并大力推进产品基地化和标准化，与国际产品标准接轨。在熟食业务环节，以市场为先导，扩大拳头产品市场份额，推进中低温产品快速发展，成为全国肉制品行业产销量和技术领先的龙头。

整体看，公司发展战略较为清晰，将聚焦酒业、肉食两大主业，逐步剥离其他业务促进销售额和利润的稳步快速增长，公司战略可实施性较强。

六、财务分析

公司 2016 年度合并财务报表已经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2016 年，因转让北京顺鑫石门农产品批发市场有限责任公司（以下简称“顺鑫石门”）股权，公司合并范围内子公司减少 1 家，新增子公司 5 家。由于主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额 178.35 亿元，负债总额 110.13 亿元，所有者权益（含少数股东权益）68.22 亿元，归属于母公司所有者权益合计 67.45 亿元。2016 年，公司实现合并营业收入 111.97 亿元，净利润（含少数股东损益）4.25 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 4.13 亿元；经营活动产生的现金流量净额 10.08 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.42 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额 183.42 亿元，负债总额 113.45 亿元，所有者权益（含少数股东权益）69.97 亿元，归属于母公司所有者权益合计 69.24 亿元。2017 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 38.43 亿元，净利润（含少数股东损益）1.90 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.88 亿元；经营活动产生的现金流量净额 6.52 亿元，现金及现金等价物净增加额 6.08 亿元。

1. 资产及负债结构

资产

截至 2016 年底，公司资产总额 178.35 亿元，较年初增长 10.26%。资产总额中，流动资产

占 73.45%，非流动资产占 26.55%，流动资产占比略有上升，公司资产仍以流动资产为主。

流动资产方面，截至 2016 年底，公司流动资产合计 131.00 亿元，较年初增长 15.66%，占比较大的项目为货币资金（占比 31.60%）和存货（占比 59.53%）。

截至 2016 年底，公司货币资金为 41.39 亿元，较年初大幅增长 65.78%，主要是业务规模扩大所致，主要由银行存款（占比 74.73%）和其他货币资金（占比 25.25%）构成。其他货币资金主要是票据保证金、第三方支付保证金及工程保函保证金，其中使用受限资金规模为 10.45 亿元，占货币资金比例为 25.25%，受限比例尚可。

截至 2016 年底，公司存货为 77.99 亿元，较年初增长 3.25%，变化幅度不大。公司存货主要由开发成本（占比 29.14%）、开发产品（占比 39.02%）和库存商品（占比 17.49%）构成。公司存货不存在受限情况。公司未对存货计提跌价准备。

截至 2016 年底，公司应收账款价值为 1.81 亿元，较年初大幅减少 34.60%，主要是回收上年销房款所致。公司应收账款中 1 年以内的占比 90.82%，公司对 1 年以内的应收账款坏账计提比例为 5%。

截至 2016 年底，公司非流动资产合计 47.35 亿元，较年初减少 2.35%，其中占比较高的项目为固定资产（占比 69.35%）、在建工程（占 5.03%）和无形资产（占比 16.72%）。

截至 2016 年底，公司固定资产账面价值为 32.83 亿元，较年初增长 27.50%；其中，公司 2016 年处置了下属子公司顺鑫石门的股权，使公司固定资产净额减少 2.45 亿元；公司牛栏山酒厂研发中心暨升级改造部分完工转入固定资产 7.24 亿元；鹏程熟食产业技术升级工程完工转入固定资产 2.21 亿元；公司共计提累计折旧 9.29 亿元，减值准备 0.01 亿元，固定资产成新率为 77.91%，成新率尚可。公司固定资产中有部分房屋建筑物及无形资产中部分土地共同对外抵押用于取得银行借款 43,742.58 万元。

截至 2016 年底，公司在建工程账面价值 2.38 亿元，较年初下降 73.21%；主要是公司处置下属子公司股权以及部分项目完工转入固定资产所致；公司未对在建工程计提减值准备。

截至 2016 年底，公司投资性房地产为 0.48 亿元，较年初下降 79.70%；主要是公司处置下属子公司股权所致。

截至 2016 年底，公司无形资产为 7.92 亿元，较年初下降 2.36%，变化不大。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为 183.42 亿元，较年初增长 2.85%，其中流动资产占比 74.17%，非流动资产占比 25.83%，较年初变化不大。

总体看，2016 年，公司资产规模较有所增长，资产结构变化不大；公司流动资产占比高，主要是存货和货币资金；非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产组成；公司整体资产质量较高。

负债及所有者权益

（1）负债

截至 2016 年底，公司负债合计 110.13 亿元，较年初小幅增长 3.21%。公司负债中，流动负债与非流动负债分别占 70.00% 和 30.00%，仍以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债为 77.09 亿元，较年初增长 11.00%，主要是短期借款、应付票据和预收款项增加所致，流动负债构成以短期借款（占 41.14%）、应付票据（占 12.97%）、预收款项（占 27.78%）和其他流动负债（占 6.55%）为主。

截至 2016 年底，短期借款为 31.71 亿元，较年初增长 12.00%，主要系公司增加保证借款所致；应付票据为 10.00 亿元，较年初增长 233.33%，主要系银行承兑汇票增加所致；预收账

款为 21.41 亿元，主要是白酒销售形成的预收款，较年初增长 25.14%，主要由一年以内的预收账款（占比 99.80%）构成；其他流动负债为 5.05 亿元，较年初大幅下降 66.78%，主要系公司偿付超短期融资券所致。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 33.04 亿元，较年初下降 11.31%，主要系公司减少长期借款所致。公司非流动负债中长期借款（占比 24.86%）、应付债券（占比 61.55%）和长期应付款（占比 12.08%）占比较大。

截至 2016 年底，公司长期借款为 8.21 亿元，较年初下降 20.53%，主要系公司发行 10 亿元永续债券，减少长期借款所致，公司长期借款中于 2018 年到期的为 3.84 亿元，于 2020 年到期的为 2.70 亿元，于 2021 年到期的为 1.67 亿元，集中偿付压力不大。

截至 2016 年底，公司应付债券账面价值为 20.34 亿元，较年初没有变化，应付债券主要为 2015 年发行的“15 顺鑫 01”和“15 顺鑫 02”两期公司债券，均于 2020 年到期。

截至 2016 年底，公司长期应付款为 3.99 亿元，较年初下降 22.08%，主要系应付展硕融资租赁有限公司及光大银行租赁股份有限公司款项减少所致。

截至 2016 年底，公司全部债务合计 79.70 亿元，较年初下降 3.16%，变化幅度不大。其中，短期债务为 47.16 亿元，长期债务为 32.54 亿元；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.75%、53.88%和 32.30%，负债水平较年初有所降低，但债务负担仍属较重。将 10 亿元永续债计入债务后，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.36%、59.38%和 38.41%。

截至 2017 年 3 月底，公司负债合计 113.45 亿元，较年初增长 3.01%，其中流动负债占比 69.15%，非流动负债占比 30.85%，负债结构较年初变化不大。截至 2017 年 3 月底，公司全部债务合计 80.70 亿元，较年初增长 1.25%。债务结构较年初变化不大。

（2）所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 68.22 亿元，较年初增长 23.94%，主要系未分配利润增长及发行 10 亿元永续债券所致。归属于母公司所有者权益为 67.45 亿元，其中实收资本占比 8.46%，其他权益工具占比 14.83%、资本公积占比 41.49%、盈余公积占比 6.26%、未分配利润占比 28.97%，所有者权益的稳定性有待提升。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益为 69.97 亿元，所有者权益结构较年初变化不大。

总体看，公司债务水平有所下降，但债务负担仍属较重；所有者权益稳定性有待提升。

2. 盈利能力

2016 年，受到我国白酒行业回暖，公司白酒销售区域扩大及猪肉价格上半年恢复性上涨等因素影响，在占公司营业收入比重较大的白酒业务板块和屠宰业务板块收入增长的带动下，2016 年公司实现合并营业收入 111.97 亿元，同比增长 16.18%；公司营业成本为 73.30 亿元，同比增长 21.26%；公司实现利润总额 5.48 亿元，同比小幅下降 1.65%；实现净利润 4.25 亿元，同比增长 10.80%，其中，归属于母公司的净利润为 4.13 亿元，同比增长 9.65%。

投资收益方面，公司 2016 年投资收益为 1.86 亿元，同比大幅增长 42.42 倍，主要系处置长期股权投资产生的投资收益增长所致，占利润总额比例为 34.23%，对公司营业利润影响很大；公司 2016 年营业外收入为 0.01 亿元，占利润总额比例为 0.19%，对公司营业利润影响很小。

2016 年，公司期间费用为 22.36 亿元，同比增长 14.32%。其中，销售费用为 12.23 亿元，同比增长 7.38%，主要系白酒和屠宰业务营销费用增长所致；管理费用为 7.56 亿元，同比增长

17.15%，主要系人工成本、折旧费或摊销费、宣传经费增加所致；财务费用为 2.56 亿元，同比大幅增长 49.83%，主要系融资手续费增长以及佳宇地产部份项目因借款利息不具备资本化的条件而进行费用化所致。2016 年，公司费用收入比由 2015 年的 20.29% 下降至 19.97%，公司费用控制能力有所提升。

2016 年，公司主营业务盈利能力有所下降。从盈利指标来看，公司营业利润率由 26.08% 降至 23.12%，主要系公司屠宰业务毛利率下降所致。在净利润变动不大的情况下，随着净资产的增长，公司净资产收益率由 2015 年的 7.17% 下降至 6.89%，总资本收益率由 4.20% 增长至 4.91%，总资产报酬率由 4.73% 增长至 4.82%。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 38.43 亿元，同比增长 5.77%；实现利润总额 24.62 亿元，同比增长 2.89%；实现净利润 1.90 亿元，同比增长 6.67%，其中归属母公司所有者的净利润 1.88 亿元。

总体看，2016 年，伴随着白酒和屠宰业务的发展，公司收入规模有所提升，利润对投资收益依赖性较大，整体盈利能力较上年有所下降。

3. 现金流

2016 年，公司经营活动现金流量净额为 10.08 亿元，较上年大幅增长 187.76%，主要是公司预收销货款的增加及应付采购款的增加所致。其中，公司经营活动现金流入为 138.41 亿元，较上年增长 25.99%；经营活动现金流出为 128.33 亿元，较上年增长 20.66%。同期，公司现金收入比由上年的 113.52% 提升到 123.00%，公司收入实现质量有所提高。

2016 年，公司投资活动现金流量净额为 0.35 亿元，较上年大幅增长 107.48 倍，主要是公司处置持有顺鑫石门股权收回的净投资额的增加所致。其中，公司投资活动现金流入 4.15 亿元，较上年增长 2.84 倍；投资活动现金流出为 3.80 亿元，较上年增长 2.52 倍。

2016 年，公司筹资活动现金流量仍然呈现净流出，净流出规模为 4.01 亿元，较上年下降 12.88%，主要是发行债券取得的现金和偿还债务支付的现金减少所致。其中，公司筹资活动现金流入为 57.45 亿元，较上年下降 22.09%，主要是公司发行债券取得的现金流入减少所致；筹资活动现金流出为 61.46 亿元，较上年下降 21.55%，主要系偿还债务支付的现金减少所致。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额 6.52 亿元，投资活动产生的现金流量净额 -0.77 亿元，筹资活动产生的现金流量净额 0.32 亿元。

总体看，2016 年，随着经营规模的扩大，公司经营活动现金流量净额大幅增加；受处置子公司股权收回的净投资额的增加影响，公司投资活动现金流量净额大幅增加；公司融资需求有所下降。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，随着公司流动资产规模的增加，截至 2016 年底公司流动比率由上年底的 1.63 倍小幅上升到 1.70 倍，速动比率由上年底的 0.54 倍小幅上升到 0.69 倍，流动资产对流动负债的保护程度较高。截至 2016 年底，公司现金类资产规模较年初大幅增加，现金短期债务比由年初的 0.57 倍大幅提升到 0.91 倍，现金类资产对短期债务的负债程度尚可。总体看，短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标来看，2016 年，公司 EBITDA 合计 10.51 亿元，同比增长 3.89%，其中折旧占比 16.46%，摊销占比 5.54%，计入财务费用的利息支出占比 26.18%，利润总额占比

51.83%；2016年，公司 EBITDA 全部债务比为 0.13 倍，较上年变化不大；受计入财务费用的利息支出增加较多影响，公司的 EBITDA 利息倍数也由 2015 年的 5.34 倍降至 3.82 倍，但仍处于较高水平。公司长期偿债能力尚可。

截至 2016 年底，公司获得各银行授信合计 166.42 亿元，已使用 38.14 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司作为上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2016 年底，公司合并范围内无对外担保，无重大诉讼、仲裁事项。

根据机构信用代码为 G10110113016362100 的人民银行征信报告，截至 2017 年 3 月 31 日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

总体看，短期偿债能力较强，长期偿债能力尚可；伴随公司盈利规模进一步提升，公司整体偿债能力有望增强。

七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 43.04 亿元，约为“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”本金合计发行规模（20 亿元）的 2.15 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达 68.22 亿元，约为债券本金合计（20 亿元）的 3.41 倍。公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2016 年，公司 EBITDA 为 10.51 亿元，约为债券本金合计（20 亿元）的 0.53 倍，公司 EBITDA 对“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入 138.41 亿元，约为债券本金合计（20 亿元）的 6.92 倍，公司经营活动现金流入量对“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为我国农业产业化重点龙头企业，在外部发展环境、品牌影响力、产业链布局、多元化经营等方面具有优势，联合评级认为，公司对“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”的偿还能力很强。

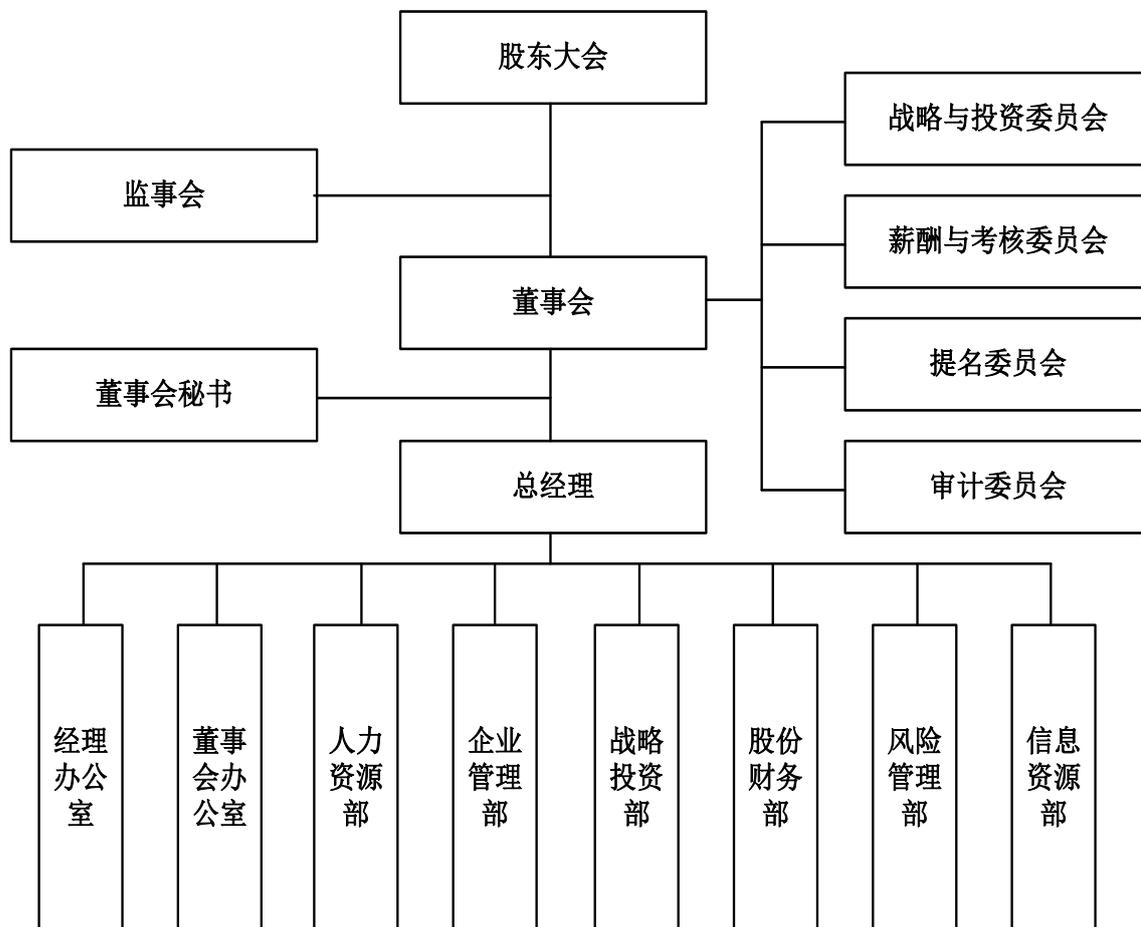
八、综合评价

跟踪期内，受益于白酒行业的回暖以及猪肉价格的反弹影响，公司白酒业务销售区域有所扩大，屠宰及肉类加工业务经营稳健，同时建筑业务承接项目数量有所增长。2016 年，公司营业收入和净利润稳步增长，经营现金流状况保持良好。同时，联合评级也关注到目前白酒行业竞争激烈、屠宰与食品加工业务易受外部因素影响、公司涉及行业板块仍较多等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来随着公司牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目完成，公司白酒业务有望在外埠市场方面取得进一步发展；同时，随着产业技术升级项目进入运营阶段，公司熟食产量有望进一步提高。整体看，未来，公司在白酒和屠宰及肉食品加工领域的竞争优势有望继续保持。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望为“稳定”；同时维持“15 顺鑫 01”和“15 顺鑫 02”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 北京顺鑫农业股份有限公司组织结构图



附件 2 北京顺鑫农业股份有限公司 主要财务指标

| 项目 | 2015 年 | 2016 年 | 2017 年 3 月 |
|-------------------|--------|--------|------------|
| 资产总额 (亿元) | 161.75 | 178.35 | 183.42 |
| 所有者权益 (亿元) | 55.04 | 68.22 | 69.97 |
| 短期债务 (亿元) | 46.51 | 47.16 | 46.20 |
| 长期债务 (亿元) | 35.80 | 32.54 | 34.49 |
| 全部债务 (亿元) | 82.31 | 79.70 | 80.70 |
| 营业收入 (亿元) | 96.37 | 111.97 | 38.43 |
| 净利润 (亿元) | 3.83 | 4.25 | 1.90 |
| EBITDA (亿元) | 10.11 | 10.51 | -- |
| 经营性净现金流 (亿元) | 3.50 | 10.08 | 6.52 |
| 应收账款周转次数 (次) | 45.93 | 44.99 | 16.89 |
| 存货周转次数 (次) | 0.81 | 0.95 | 0.31 |
| 总资产周转次数 (次) | 0.61 | 0.66 | 0.21 |
| 现金收入比率 (%) | 113.52 | 123.00 | 121.71 |
| 总资本收益率 (%) | 4.20 | 4.91 | 1.27 |
| 总资产报酬率 (%) | 4.73 | 4.82 | 1.36 |
| 净资产收益率 (%) | 7.17 | 6.89 | 2.75 |
| 营业利润率 (%) | 26.08 | 23.12 | 28.14 |
| 费用收入比 (%) | 20.29 | 19.97 | 21.60 |
| 资产负债率 (%) | 65.97 | 61.75 | 61.85 |
| 全部债务资本化比率 (%) | 59.93 | 53.88 | 53.56 |
| 长期债务资本化比率 (%) | 39.41 | 32.30 | 33.02 |
| EBITDA 利息倍数 (倍) | 5.34 | 3.82 | -- |
| EBITDA 全部债务比 (倍) | 0.12 | 0.13 | -- |
| 流动比率 (倍) | 1.63 | 1.70 | 1.73 |
| 速动比率 (倍) | 0.54 | 0.69 | 0.76 |
| 现金短期债务比 (倍) | 0.57 | 0.91 | 1.08 |
| 经营现金流流动负债比率 (%) | 5.04 | 13.08 | 8.31 |
| EBITDA/待偿本金合计 (倍) | 0.51 | 0.53 | -- |

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径。2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。3、2017 年一季度数据未审计，相关指标未年化。4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。5、其他流动负债计入短期借款，长期应付款计入长期债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式

| 指标名称 | 计算公式 |
|-------------------|--|
| 增长指标 | |
| 年均增长率 | (1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100% |
| 经营效率指标 | |
| 应收账款周转次数 | 营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2] |
| 存货周转次数 | 营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2] |
| 总资产周转次数 | 营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2] |
| 现金收入比率 | 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100% |
| 盈利指标 | |
| 总资本收益率 | (净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100% |
| 总资产报酬率 | (利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100% |
| 净资产收益率 | 净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100% |
| 主营业务毛利率 | (主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×100% |
| 营业利润率 | (营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100% |
| 费用收入比 | (管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100% |
| 财务构成指标 | |
| 资产负债率 | 负债总额/资产总计×100% |
| 全部债务资本化比率 | 全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) × 100% |
| 长期债务资本化比率 | 长期债务/ (长期债务+所有者权益) × 100% |
| 担保比率 | 担保余额/所有者权益×100% |
| 长期偿债能力指标 | |
| EBITDA 利息倍数 | EBITDA/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出) |
| EBITDA 全部债务比 | EBITDA/全部债务 |
| 经营现金债务保护倍数 | 经营活动现金流量净额/全部债务 |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | 筹资活动前现金流量净额/全部债务 |
| 短期偿债能力指标 | |
| 流动比率 | 流动资产合计/流动负债合计 |
| 速动比率 | (流动资产合计-存货) / 流动负债合计 |
| 现金短期债务比 | 现金类资产/短期债务 |
| 经营现金流动负债比率 | 经营活动现金流量净额/流动负债合计×100% |
| 经营现金利息偿还能力 | 经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出) |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 | 筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出) |
| 本次公司债券偿债能力 | |
| EBITDA 偿债倍数 | EBITDA/本次公司债券发行额度 |
| 经营活动现金流入量偿债倍数 | 经营活动产生的现金流入量/本次公司债券发行额度 |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数 | 经营活动现金流量净额/本次公司债券发行额度 |

注: 现金类资产=货币资金+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

长期债务=长期借款+应付债券

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+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）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。

AAA 级：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：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：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：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；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。