

跟踪评级公告

联合[2018]654 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”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年五月二十日

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>

北京顺鑫农业股份有限公司 公司债券 2018 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	9.70 亿元	5 年	AA	AA+	2017 年 5 月 24 日
15 顺鑫 02	10 亿元	5 年	AA	AA+	2017 年 5 月 24 日

跟踪评级时间：2018 年 5 月 29 日

主要财务数据

项 目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额 (亿元)	178.35	184.12	179.32
所有者权益 (亿元)	68.22	71.27	74.80
长期债务 (亿元)	32.54	31.11	32.05
全部债务 (亿元)	79.70	68.11	60.05
营业收入 (亿元)	111.97	117.34	39.73
净利润 (亿元)	4.25	4.42	3.65
EBITDA (亿元)	10.51	10.96	--
经营性净现金流 (亿元)	10.08	24.71	8.74
营业利润率 (%)	23.12	22.90	29.29
净资产收益率 (%)	6.23	6.34	5.00
资产负债率 (%)	61.75	61.29	58.29
全部债务资本化比率 (%)	53.88	48.87	44.53
流动比率 (倍)	1.70	1.69	1.83
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.13	0.16	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.32	3.38	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	0.53	0.56	--

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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、其他流动负债计入短期借款，长期应付款计入长期债务；5、2018 年 1 季度报表未经审计。

评级观点

跟踪期内，受益于白酒行业的回暖以及全国化市场布局的扎实推进，北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“公司”或“顺鑫农业”）收入规模和利润水平均保持增长，经营活动现金流状况较佳。2018 年 1 季度，公司白酒销量增加，净利润同比大幅增长。随着公司剥离低毛利的建筑业务，公司主业进一步聚焦，未来盈利能力有望获得提升。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到白酒业务毛利率下降、生猪价格波动较大、在建房地产项目资金支出压力较大以及期间费用对利润存在一定侵蚀等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司牛栏山酒厂研发中心暨升级改造项目的完成以及继续全国化布局的推进，公司白酒业务有望在外埠市场方面取得进一步发展；同时，随着公司聚焦发展白酒和屠宰及肉食品加工业务，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，联合评级上调公司的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“稳定”；同时上调“15 顺鑫 01”和“15 顺鑫 02”的债项信用等级为“AA+”。

优势

1. 2017 年，受白酒行业的回暖及全国布局扎实推进的影响，公司白酒销售规模持续增长。

2. 2017，公司坚持“聚焦主导产业，调整剥离其他产业”的经营策略，主动剥离建筑业务，公司主业进一步聚焦。

3. 2017 年，公司收入及利润规模进一步扩大，债务规模有所下降，偿债能力有所

增强，经营活动现金流状况较佳；2018 年 1 季度，受益于白酒销量增加，公司净利润同比大幅增长。

关注

1. 2017 年，受猪肉价格下降以及生猪肉制品销量减少影响，公司屠宰业务收入有所下降。
2. 公司房地产项目未来投资需求较大，仍面临一定的资金支出压力。

分析师

高 鹏

电话：010-85172818

邮箱：gaop@unitedratings.com.cn

康赣华

电话：010-85172818

邮箱：kanggh@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：

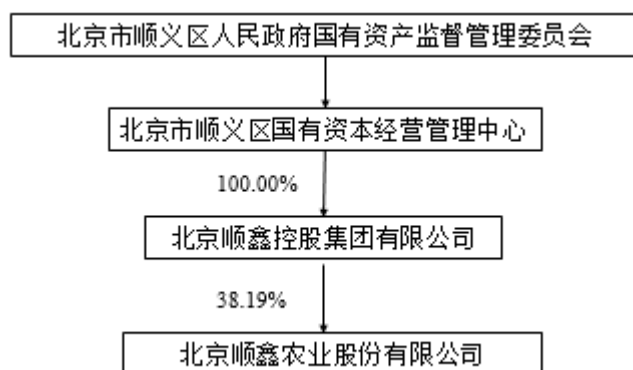
高鹏 解新华

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（原名为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。公司成立时注册资本为 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 2018 年 3 月底，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 38.19%，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 2018 年 3 月底公司股权结构



资料来源：公司提供

2017 年，公司经营范围和组织结构均未发生变化。截至 2017 年底，公司纳入合并范围的控股子公司 13 家；拥有在职员工 5,252 人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 184.12 亿元，负债总额 112.85 亿元，所有者权益（含少数股东权益）71.27 亿元，归属于母公司所有者权益合计 70.88 亿元。2017 年，公司实现合并营业收入 117.34 亿元，净利润（含少数股东损益）4.42 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 4.38 亿元；经营活动产生的现金流量净额 24.71 亿元，现金及现金等价物净增加额 19.57 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 179.32 亿元，负债总额 104.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益）74.80 亿元，归属于母公司所有者权益合计 74.45 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 39.73 亿元，净利润（含少数股东损益）3.65 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.66 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.74 亿元，现金及现金等价物净增加额 -1.61 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2017年底，募集资金已全部使用完毕。

截至本次报告出具日，“15顺鑫01”的回售数量为300,000张，回售金额为31,350,000元（含利息），剩余托管量为9,700,000张，债券本金为9.70亿元。

截至本次报告出具日，公司已支付“15顺鑫01”第三期利息4,500万元和“15顺鑫02”第二期利息4,000万元，“15顺鑫01”下一付息日为2019年5月13日，“15顺鑫02”下一付息日为2018年10月26日。

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

根据国家统计局数据，2017年，全国酿酒行业规模以上企业完成酿酒总产量7,077.41万千升，较上年增长3.31%；其中饮料酒产量6,050.13万千升，较上年增长0.97%；发酵酒精产量1,027.29万千升，较上年增长19.63%。2017年，全国酿酒行业规模以上企业总计2,781家，酿酒行业规模以上企业累计完成产品销售收入9,239.57亿元，较上年增长10.45%；累计实现利润总额1,314.03亿元，较上年增长27.24%。白酒方面，根据国家统计局数据，2017年，全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量1,198.06万千升，较上年增长6.86%；规模以上白酒企业1,593家，累计完成销售收入5,654.42亿元，较上年增长14.42%；累计实现利润总额1,028.48亿元，与上年同期相比增长35.79%。

从白酒行业上游看，粮食方面，2017年，全年粮食种植面积11,222万公顷，较上年减少81万公顷；其中小麦种植面积2,399万公顷，较上年减少20万公顷；稻谷种植面积3,018万公顷，较上年减少0.2万公顷；玉米种植面积3,545万公顷，较上年减少132万公顷。产量方面，2017年全年粮食产量61,791万吨，较上年增加166万吨，增产0.3%；其中稻谷产量20,856万吨，较上年增产0.7%；小麦产量12,977万吨，较上年增产0.7%；玉米产量21,589万吨，较上年减产1.7%。价格方面，为解决“三高”并存形势、粮食产品结构不合理以及粮食价格机制市场化程度较低等问题，2016年我国取消玉米临时收储政策，实施“市场定价、价格补贴”的政策，2017年，我国玉米价格在经历了2016年价格下跌后持续上涨，玉米价格市场化机制逐步形成，玉米现货均价从年初的1,650.00元/吨上涨至年底1,818.12元/吨，上涨约10.18%。2017年，小麦和稻谷最

低收购价全面下调，其中白小麦下调3元/50公斤至115元/50公斤，早籼稻下调10元/50公斤至120元/50公斤。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。

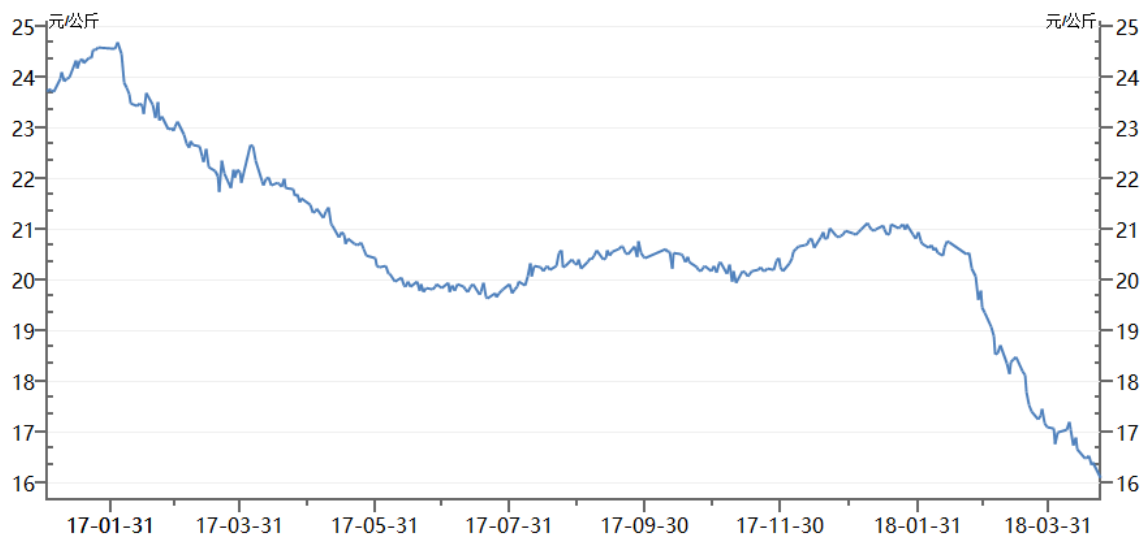
从白酒消费需求看，白酒为快速消费品，下游主要为酒类经销商、酒店、商场和超市等批发零售商，经由上述渠道销售至终端消费者。2017年，白酒行业回暖趋势明显，本轮向上周期主要系以下因素驱动：（1）消费升级趋势加快，中产及以上阶层持续稳定增长，商务消费和大众消费逐渐代替政务消费份额；（2）行业调整期渠道库存基本出清，随着终端需求回暖和渠道利润改善，行业开始进入加库存周期，渠道强势反弹；（3）白酒消费税率不断提高，加速行业洗牌，白酒行业集中度持续提升；（4）从高端到次高端再至中低端白酒价格的传导轮动，也使得白酒行业整体发展逐步提速。

总体看，2017年，我国白酒行业发展趋势向好，行业回暖趋势明显，主要原材料价格有所下降，未来价格大幅上涨概率较低，行业需求已由政务消费驱动逐步向商务消费和大众消费转换。

2. 生猪养殖行业

根据国家统计局发布《2017年国民经济和社会发展统计公报》显示，2017年，全国猪肉产量5,340万吨，较上年增长0.8%，年末生猪存栏43,325万头，较上年下降0.4%，生猪出栏68,861万头，较上年增长0.5%。受2016年生猪价格高位运行的影响，2017年上半年生猪产能增加，导致上半年生猪价格持续下跌，加上养殖成本上升、环保压力等现实因素的影响，中小型养猪场补栏积极性降低，甚至开始减栏退出，使得能繁母猪存栏头数进一步下跌，四季度供给偏紧、需求回升，使下半年生猪价格触底后持续震荡上行。2018年以来，受生猪市场供大于求以及春节后阶段性消费淡季影响，生猪价格在2018年一季度持续下跌，截至2018年3月底已跌至17.10元/公斤。

图2 全国猪肉平均批发价情况（单位：元/公斤）



资料来源：公司提供

政策方面，2017年2月，农业部办公厅印发了《2017年畜牧业工作要点》（以下简称“《要

点》”）的通知。根据要点规定，生猪养殖由北京、天津、上海、江苏、浙江、福建、广东、安徽、江西、湖北、湖南等限制发展的南方水网向潜力增长区东北的黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古以及西南的云南和贵州转移，在转移过程中出现的供应缺口将由禽类以及牛羊等肉类来补上，并选择几个典型县开展生猪种养结合循环发展试点。此外，环保问题今年来也成为生猪养殖重点关注的问题，《要点》中对养猪场环保提出了更高的要求，继续推进不达标猪场的拆迁工作，同时提出解决粪污方法的一些措施。

总体看，2017年，受猪肉供给过剩影响，猪肉价格持续下跌；生猪养殖受环保以及资源约束双重影响，未来产能向潜力增长区转移，生猪养殖呈现出“南猪北移”的发展趋势，同时受环保约束影响，未来中小养殖户将逐步退出市场，规模化、标准化、专业化的养殖将更具发展优势，行业集中度可能进一步提升。

四、管理分析

2017年，公司董事、监事及高级管理人员有所变动，主要业务人员及技术人员较稳定，管理制度未发生重大变更。2018年5月，公司召开的股东大会选举李颖林先生、李秋生先生和秦龙先生为公司董事，董事会选举李颖林先生为公司董事长。公司董事会重新选举产生了董事会提名委员会、董事会薪酬与考核委员会和董事会战略与投资委员会。公司董事会审议通过聘任安元芝先生为公司总经理、聘任李秋生先生为公司副总经理。

李颖林先生，46岁，研究生学历，历任北京市顺义区国有资本经营管理中心党委委员、副经理，北京顺义金融控股有限责任公司董事、副经理，北京顺鑫控股集团有限公司监事会主席，北京综合保税区开发管理有限公司监事会主席，北京顺鑫控股集团有限公司党委副书记、董事、经理，2018年5月起任公司董事长。

安元芝先生，47岁，研究生学历，历任公司副总经理兼董事会秘书，北京顺鑫控股集团有限公司董事，2018年5月起任公司总经理。

李秋生先生，49岁，研究生学历，注册会计师，历任公司财务计划部部长、顺鑫控股计划财务部经理职务，2017年2月起担任公司财务总监，2018年5月任公司副总经理兼财务总监。

总体看，2017年以来，公司治理层和管理层发生较大变更，但对公司整体运营管理情况影响不大；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。2017年，受白酒业务规模扩大影响，公司收入及净利润规模有所增长，实现合并营业收入117.34亿元，同比增长4.79%；实现净利润4.42亿元，同比增长4.17%。2017年，公司主营业务收入在营业收入中占99.69%，主营业务突出。

收入方面，白酒业务和屠宰业务仍是公司营业收入最主要来源，2017年，白酒业务和屠宰业务收入占全部营业收入的80.28%。其中，受到白酒市场回暖以及公司加大白酒业务拓展力度影响，白酒业务实现营业收入64.51亿元，同比增长23.96%；受销量及销售价格下降等因素影响，屠宰业务实现营业收入29.69亿元，同比下降14.54%；其他业务实现营业收入23.14亿元，同比下降8.10%，主要系市场管理和房地产业务收入减少所致。

毛利率方面，2017 年，公司业务综合毛利率为 33.92%，较上年变动不大。具体来看，2017 年，公司白酒业务毛利率为 54.86%，较上年下降 7.73 个百分点，主要系白酒销售单价下降所致；屠宰业务毛利率为 4.52%，较上年上升 1.53 个百分点；其他业务毛利率为 13.87%，较上年下降 6.82 个百分点，主要系建筑业毛利率下降、毛利较高的市场管理和房地产业务收入减少所致。

表2 2016~2017年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元，%）

业务	2016 年			2017 年		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
白酒	52.04	46.48	62.59	64.51	54.98	54.86
屠宰	34.74	31.03	2.99	29.69	25.30	4.52
其他	25.18	22.49	20.69	23.14	19.72	13.87
合计	111.97	100.00	34.54	117.34	100.00	33.92

资料来源：公司年报

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 39.73 亿元，较上年同期增长 3.37%；实现净利润 3.65 亿元，较上年同期增长 92.11%，主要系公司白酒业务销量增加且剥离了毛利较低的建筑业务所致。

总体看，2017 年，公司白酒业务、屠宰业务仍为公司最主要收入来源；受市场回暖以及公司加大市场拓展力度影响，白酒收入大幅增长；受销量及价格下降影响，屠宰业务收入有所下滑；公司综合毛利率水平基本保持稳定。

2. 白酒业务

2017 年，随着白酒市场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 64.51 亿元，同比增长 23.96%。

（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。2017 年，牛栏山酒厂白酒业务原料总采购额为 21.29 亿元，较上年增长 18.61%，主要系白酒产量增加所致。

表3 2016~2017 年牛栏山酒厂白酒原料采购情况（单位：亿元，%）

项目	2016 年		2017 年	
	金额	占比	金额	占比
包装材料	9.35	52.10	10.63	49.93
酒基	7.12	39.65	9.16	43.02
其他	1.48	8.25	1.50	7.05
合计	17.95	100.00	21.29	100.00

资料来源：公司提供

2017 年，牛栏山酒厂包装材料采购额为 10.63 亿元，较上年增长 13.69%，包装材料采购额占白酒业务原料总采购额比例为 49.93%，采购占比有所下降；酒基采购额为 9.16 亿元，较上年增长 28.65%，酒基采购额占白酒业务原料总采购额比例为 43.02%，采购占比有所上升；其他原料采购额为 1.50 亿元，较上年变动不大，其他原料采购额占白酒业务原料总采购额比例为

7.05%，较上年变化不大。

总体看，2017 年，受白酒产销量增长影响，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。

（2）产品产销

2017 年，公司积极推进营销创新、科技研发、管理改革，继续深耕全国市场，推进泛全国化布局，外部市场销售收入占比稳步提升，形成了河北、内蒙古、江苏等 18 个省级区域的亿元级市场，同时，公司线上线下同时推进，与京东商城达成战略合作，拓展线上销售渠道。受行业回暖以及公司上述措施的积极影响，2017 年，公司白酒产销量均实现增长，其中产量为 440,957 千升，较上年增长 21.09%；销量为 429,292 千升，较上年增长 28.75%；产销率为 97.35%，较上年上升 5.79 个百分点，产销率仍维持在较高水平。2017 年，公司白酒销售单价为 14,628.82 元/千升，较上年下降 6.28%，主要系公司运用“普通推广+免费陈列”的营销手段，发力三四线城市市场所致。

总体看，公司白酒业务产销量较上年快速增长，产销率仍维持较高水平；公司通过“普通推广+免费陈列”的营销手段，发力三四线城市市场，白酒销售均价有所下降，全国化布局成效显著。

3. 屠宰及肉制品加工业务

2017 年，公司屠宰能力为 400 万头/年，较上年无变化；实际屠宰量为 151.00 万头，较上年增长 11.19%，主要系生猪收购价格下降，公司加大生猪屠宰入库所致；库存为 1.19 万吨，较上年增长 30.34%。2017 年，由于市场需求不旺，公司生猪肉制品产销量均有所减少；公司生猪肉制品完成总生产量 16.82 万吨，较上年下降 11.66%；生猪肉制品销量 16.55 万吨，较上年下降 13.26%；猪肉熟食制品销量 0.97 万吨，较上年下降 5.83%；销售价格方面，除猪肉熟食制品的销售较上年小幅上升外，其他产品售价均有所下降。

表 4 2016~2017 年公司肉类加工业采购、生产及销售情况

项目	项目	2016 年	2017 年
采购	收购均价（元/公斤）	18.79	15.46
屠宰	屠宰能力（万头/年）	400	400
	实际屠宰量（万头）	135.79	151.00
	库存（万吨）	0.92	1.19
销售	生猪肉制品（万吨）	19.08	16.55
	生猪肉制品均价（元/公斤）	17.92	17.00
	猪肉熟食（万吨）	1.03	0.97
	猪肉熟食均价（元/公斤）	15.64	15.77

资料来源：公司提供

肉类产品销售渠道方面，截至 2017 年底，公司共建立销售网点 2,955 家，其中北京地区 2,637 家，北京以外地区 318 家。北京地区网点包括商场、超市 375 个，星级酒店及西餐厅 768 个，社区市场 443 个，加盟店、直营店和机关团体等 1,051 个。

总体看，2017 年，公司屠宰量有所增长；生猪肉制品销量和猪肉熟食销量均有所下降；除猪肉熟食制品的销售较上年小幅上升外，其他产品售价均有所下降。

4. 其他业务

2017 年，公司其他业务板块实现收入 23.14 亿元，较上年下降 8.82%，主要系市场管理和房地产业务收入减少所致。其他业务板块中，2017 年，公司建筑业务实现收入 17.36 亿元，较上年增长 5.02%，毛利率为 6.80%，较上年小幅下降 1.73 个百分点；种畜养殖业实现收入 2.45 亿元，较上年下降 13.73%，主要系仔猪价格下跌所致，毛利率为 18.79%，较上年下降 11.55 个百分点；房地产业务实现收入 1.59 亿元，较上年下降 41.60%，主要系北京加大限购政策、同时实施限制商办类项目销售对象等房地产调控政策，影响了公司房地产销售业务的达成，以及公司下坡屯颐和天璟项目未达到结转销售收入条件所致，毛利率为 37.73%，较上年小幅上升 3.56 个百分点；纸品业务和食品加工业务分别实现收入 0.43 亿元和 0.94 亿元，对公司收入影响很小。

2017 年，公司继续执行“聚焦主导产业，调整剥离其他产业”的战略。

建筑业方面，2017 年 8 月 31 日，公司与北京顺鑫建设科技有限公司（以下简称“顺鑫建设”）签署了《北京顺鑫建设科技有限公司与北京顺鑫农业股份有限公司关于收购北京鑫大禹水利建筑工程有限公司股权的协议》。经双方协商，顺鑫建设以现金方式出资 294,989,790 元收购公司持有北京鑫大禹水利建筑工程有限公司（以下简称“鑫大禹”）85.43%的股权，此次交易完成后，顺鑫建设持有鑫大禹 85.43%的股权，公司不再持有鑫大禹的股权。自 2017 年 10 月 31 日起，公司丧失对鑫大禹控制权，不再将其纳入合并范围。

房地产方面，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 5 截至 2017 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
下坡屯项目	23.27	65.41	35.87	471	2012.10
GBD 二期项目	4.18	21	20.22	138	2014.3
包头项目	16.96	11.5	11.14	448	2011.5
海南	8.68	7.65	5.53	595	2013.7
合计	53.09	105.56	72.76	1,652	--

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，佳宇地产可售房产有 1,652 套，目前持有 4 个房地产开发项目，总占地面积为 53.09 万平方米，总投资为 105.56 亿元，已完成投资额 72.76 亿元，尚需投入 32.80 亿元，公司未来仍有较大的资金需求。

种畜养殖方面，截至 2017 年底，公司种猪生产拥有祖代猪 1,640 套，较上年底增长 39.46%，主要系公司从国外引进一批原种猪所致；父母代猪 12,087 套，较上年底下降 4.42%。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，2017 年，公司小店种猪场种猪、育肥仔猪销售收入 1.60 亿元，与上年持平；其他主要为商品仔猪和淘汰猪。

总体看，2017 年，公司其他业务销售收入较上年有所下降，建筑业务已剥离；公司房地产业务以存量项目开发和销售为主，未来仍有较大的资金需求；随着公司继续实施“聚焦主导产业，调整剥离其他产业”策略，未来其他业务板块收入规模可能进一步缩小。

5. 在建项目

截至 2017 年底，公司在建项目主要有牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程和鹏程生鲜精加工车间改造工程。牛栏山酒厂研发中心暨升级改造项目预算 13.15 亿元，截至 2017 年底已完成 72.11%，未来仍需投入约 3.68 亿元；鹏程生鲜精加工车间改造工程项目预算 1.50 亿元，截至 2017 年底已完成 58.59%，未来仍需投入约 0.62 亿元。

总体看，截至 2017 年底，公司在建项目不多，但考虑到房地产项目未来需投资规模，公司未来资金需求仍然较大。

6. 经营关注

（1）白酒业务盈利能力下降

2017 年，公司大力推动全国化市场布局，“普通推广+免费陈列”的营销手段，发力三四线城市市场，白酒业务收入虽实现较好增长，但毛利率显著下滑，盈利能力有所弱化。

（2）猪肉价格波动风险

2017 年，猪肉价格大幅下跌，公司生猪肉制品均价和销量均出现下滑，导致公司 2017 年屠宰业务收入下降。

（3）涉及行业板块较多，对公司管理能力提出挑战

公司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。

7. 未来发展

未来，公司将结合“一带一路”、“京津冀一体化”等国家战略发展机遇，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，以牛栏山酒厂为核心，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，通过战略合作、产业并购，整合资产优良、规模适中、具有发展前景的白酒企业，完善全国白酒产业布局，释放白酒产能，壮大白酒产业规模，在成为中国二锅头第一品牌的基础上，进一步打造成为最大的民酒产业集团。

肉食产业方面，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。养殖繁育环节，发挥小店品牌技术优势，由数量规模型向质量科技型转变；肉制品加工环节，在保障安全肉食品供应的基础上，立足北京市场，扩展区域市场，发展社区市场，以市场为导向，重点研发中低温产品，丰富产品群，扩大品牌知名度，提升猪肉板块整体实力，最终打造成为独立运营的肉食品产业集团。

总体看，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 2017 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。截至 2017 年底，公司合并范围内子公司公 13 家，较上年底减少 1 家，主要系转让鑫大禹所致。2017 年 4 月 28 日，财政部发布了关于印《企业会计准则第 42 号—持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》通知（财会[2017]13 号），自 2017 年 5 月 28 日起施行，对于施行日存在的持有待售非流动资产、处置组和终止经营，采用未来适用法处理。2017 年 5 月 10 日，财政部发布了关于印修订《企业会计准则第 16 号—政府补助》的通知（财会[2017]15 号），对相关准则进行了修订，自 2017 年 6 月 12 日起施行，对于 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助，要求采用未来适用法处理；对 2017 年 1 月 1 日至本准则施行之间新增的政府补助根据本准则进行调整。根据《财部关于修订印发一般企业财务报表格式的通知》（财会[2017]30 号），将原归集于营业外收入、支出的非流动资产处置损益调整至资产处置收益单独列报。2017 年度的比较财务报表按新口径追溯调整。以上会计政策变更对公司影响如下表。总体看，公司合并范围变动较小，会计政策变更导致的受影响金额较小，财务可比性仍较强。

表 6 会计政策变更对公司 2017 年 12 月 31 日合并报表的影响项目及金额（单位：元）

项目	受影响金额
其他收益	341,000.00
营业外收入	-341,000.00
本期资产处置收益	-1,456,901.79
本期营业外收入	-433,146.33
本期营业外支出	-1,890,048.12
上期资产处置收益	-3,854,079.65
上期营业外收入	-12,904.64
上期营业外支出	-3,866,984.29

资料来源：公司年报

截至 2017 年底，公司合并资产总额 184.12 亿元，负债总额 112.85 亿元，所有者权益（含少数股东权益）71.27 亿元，归属于母公司所有者权益合计 70.88 亿元。2017 年，公司实现合并营业收入 117.34 亿元，净利润（含少数股东损益）4.42 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 4.38 亿元；经营活动产生的现金流量净额 24.71 亿元，现金及现金等价物净增加额 19.57 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 179.32 亿元，负债总额 104.52 亿元，所有者权益（含少数股东权益）74.80 亿元，归属于母公司所有者权益合计 74.45 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现合并营业收入 39.73 亿元，净利润（含少数股东损益）3.65 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 3.66 亿元；经营活动产生的现金流量净额 8.74 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.61 亿元。

1. 资产及负债结构

资产

截至 2017 年底，公司资产总额 184.12 亿元，较年初增长 3.24%；其中流动资产占 75.17%，非流动资产占 24.83%，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 2017 年底，公司流动资产合计 138.41 亿元，较年初增长 5.65%，以货币资金（占比 36.82%）和存货（占比 56.48%）为主。

截至 2017 年底，公司货币资金为 50.96 亿元，较年初增长 23.11%，主要系预收销货款增加所致；公司货币资金中，银行存款占 99.99%，无受限货币资金；公司存货为 78.17 亿元，较年初增长 0.23%，变化幅度不大。公司存货主要由开发成本（占比 43.31%）、开发产品（占比 30.00%）和库存商品（占比 19.16%）构成，开发成本和开发产品为公司房地产业务形成。截至 2017 年底，公司计提存货跌价准备 145.96 万元，计提比例很低。

截至 2017 年底，公司非流动资产合计 45.71 亿元，较年初下降 3.45%，主要由固定资产（占比 68.97%）、在建工程（占 6.64%）和无形资产（占比 16.88%）构成。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值为 31.53 亿元，较年初下降 3.97%；固定资产以房屋及建筑物（占比 64.59%）和机器设备（占比 27.35%）为主；公司共计提累计折旧 10.70 亿元，减值准备 0.01 亿元，固定资产成新率为 76.27%，成新率尚可；公司在建工程账面价值 3.04 亿元，较年初增长 27.50%，主要系牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程和鹏程生鲜精加工车间改造工程新增投入所致，公司未对在建工程计提减值准备；公司无形资产 7.71 亿元，较年初下降 2.58%，公司无形资产主要为土地使用权，占比 98.91%，无形资产累计摊销 1.38 亿元，未计提减值准备。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 179.32 亿元，较年初下降 2.61%；其中流动资产占 73.91%，非流动资产占 26.09%，资产较年初变动较小。

总体看，2017 年底，公司资产规模有所增长，资产结构变化不大；公司流动资产占比高，主要包括存货和货币资金；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 2017 年底，公司负债合计 112.85 亿元，较年初小幅增长 2.47%；其中流动负债占 72.43%，非流动负债占 27.57%，仍以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债为 81.74 亿元，较年初增长 6.03%；流动负债以短期借款（占 41.60%）和预收款项（占 46.31%）为主。

截至 2017 年底，公司短期借款为 34.00 亿元，较年初增长 7.22%；其中保证借款占 64.71%，信用借款占 35.29%；公司预收款项为 37.85 亿元，较年初增长 76.75%，主要系预收销货款增加所致，其中一年以内的预收账款占比 99.95%。

截至 2017 年底，公司非流动负债为 31.11 亿元，较年初下降 5.84%，主要系公司长期借款和长期应付款减少所致；主要为长期借款（占比 25.37%）、应付债券（占比 65.37%）和长期应付款（占比 9.26%）。

截至 2017 年底，公司长期借款为 7.89 亿元，较年初下降 3.92%，公司长期借款于 2020 年到期的为 6.59 亿元，其余将于 2021 年到期，集中偿付压力不大；公司应付债券为 20.34 亿元，较年初没有变化，主要为 2015 年发行的“15 顺鑫 01”和“15 顺鑫 02”，均于 2020 年到期，有一定集中偿付压力；公司长期应付款为 2.88 亿元，较年初下降 27.78%，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，其中，应付展硕融资租赁有限公司融资租赁款为 1.60 亿元，应付光大银行租赁股份有限公司融资租赁款为 1.29 亿元。

截至 2017 年底，公司全部债务合计 68.11 亿元，较年初下降 14.54%，主要系短期债务减少所致；其中短期债务为 37.00 亿元，较年初下降 21.54%，主要系应付票据兑付和偿还超短期

融资券所致；长期债务为 31.11 亿元，较年初下降 4.40%；其中短期债务占比 54.32%，债务结构较均衡。截至 2017 年底，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 61.29%、48.87%和 30.39%，分别较年初下降 0.46 个百分点、5.02 个百分点和 1.91 个百分点，负债水平较年初有所降低，整体债务负担较重，但仍处于合理水平。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额为 104.52 亿元，较年初下降 7.38%；其中流动负债占 69.34%，非流动负债占 30.66%，仍以流动负债为主。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 60.05 亿元，较年初下降 11.84%，主要系偿还短期借款以及一年内到期的债务所致；其中短期债务占 46.63%，长期债务占 53.37%，债务结构有所优化。截至 2018 年 3 月底，公司资产负债率为 58.29%，较年初下降 3.00 个百分点；全部债务资本化比率为 44.53%，较年初下降 4.34 个百分点；长期债务资本化比率为 30.00%，较年初下降 0.39 个百分点，公司整体债务负担有所减轻。

（2）所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 71.27 亿元，较年初增长 4.48%；其中归属于母公司所有者权益为 70.88 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占比 8.05%、其他权益工具占比 14.11%、资本公积占比 39.48%、盈余公积占比 7.04%、未分配利润占比 28.64%，所有者权益的稳定性一般。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益为 74.80 亿元，较年初增长 4.95%，其中归属于母公司的所有者权益合计 74.45 亿元，占所有者权益的 99.53%；归属于母公司所有者权益中，股本占比 7.66%、其他权益工具占比 13.43%、资本公积占比 37.59%、盈余公积占比 6.71%、未分配利润占比 34.61%，所有者权益结构变动较小。

总体看，2017 年底，公司负债规模较稳定，仍以流动负债为主，公司全部债务有所减少，债务结构更趋均衡；考虑到公司长期借款和应付债券大量集中于 2020 年到期，公司集中偿付压力较大；公司所有者权益结构变动较小，所有者权益稳定性一般。

2. 盈利能力

2017 年，受白酒业务规模扩大影响，公司收入及净利润规模有所扩大，实现营业收入 117.34 亿元，较上年增长 4.79%；实现净利润 4.42 亿元，较上年增长 4.17%。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 39.73 亿元，较上年同期增长 3.37%；实现净利润 3.65 亿元，较上年同期增长 92.11%，主要系公司白酒业务销量增加且剥离了毛利较低的建筑业务所致。

2017 年，公司投资收益为 0.95 亿元，较上年下降 49.12%，主要系公司 2017 年处置鑫大禹的对价较上年处置北京顺鑫石门农产品批发市场有限责任公司股权的对价较小所致；投资收益占营业利润 14.88%，对公司营业利润有一定影响；其他收益为 34.10 万元，对公司营业利润影响很小。2017 年，公司营业外收入为 13.25 万元，对公司营业利润影响很小。

2017 年，公司期间费用为 21.08 亿元，较上年下降 5.72%；其中销售费用为 11.50 亿元，较上年下降 6.02%，主要系促销及业务费减少所致；管理费用为 8.00 亿元，较上年增长 5.88%，主要系人工成本、折旧费或摊销费及其他费用增加所致；财务费用为 1.58 亿元，较上年大幅下降 38.49%，主要系利息支出减少所致。2017 年，公司费用收入比由 2016 年的 19.97%下降至 17.96%，公司费用控制能力有所提升。

从盈利指标来看，2017 年，公司营业利润率为 22.90%，与上年基本持平；公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.50%、4.64%和 6.34%，较上年变动很小。

总体看，2017 年，公司收入规模提升，盈利能力保持稳定，投资收益对盈利有一定影响；

公司费用控制能力有所提升。

3. 现金流

2017 年，公司经营活动现金流量净额为 24.71 亿元，较上年大幅增长 145.07%，主要是公司预收销货款的增加所致；其中经营活动现金流入为 156.89 亿元，较上年增长 13.35%；经营活动现金流出为 132.18 亿元，较上年增长 3.00%。2017 年，公司现金收入比由上年的 123.00% 提升到 133.04%，公司收入实现质量有所提高。

2017 年，公司投资活动现金流量净额为-0.91 亿元，由上年净流入转为净流出；其中投资活动现金流入 2.01 亿元，较上年下降 51.71%，主要系上年处置子公司收到款项较大所致；投资活动现金流出为 2.91 亿元，较上年下降 23.40%，主要系购建相关资产的支出减少所致。

2017 年，公司筹资活动现金流量仍然呈现净流出状态，净流出规模为 4.23 亿元，较上年小幅扩大；其中筹资活动现金流入为 42.60 亿元，较上年下降 25.86%，主要系公司 2016 年发行“15 顺鑫 02”所致；筹资活动现金流出为 46.83 亿元，较上年下降 23.81%，主要系偿还债务支付的现金减少所致。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 8.74 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-1.48 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为-8.87 亿元。

总体看，2017 年，公司经营活动现金流量净额大幅增加，经营性现金流入完全能满足公司对外投资需求；公司对外筹资规模有所下降，筹资活动现金净流出规模有所扩大。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，公司流动比率由上年底的 1.70 倍下降至 1.69 倍，速动比率由上年底的 0.69 倍小幅上升到 0.74 倍；2017 年，公司现金短期债务比由上年的 0.91 倍大幅提升到 1.46 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度较高。总体看，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2017 年，公司 EBITDA 合计 10.96 亿元，较上年增长 4.28%，其中折旧占比 19.14%，摊销占比 4.15%，计入财务费用的利息支出占比 18.57%，利润总额占比 58.14%。2017 年，公司 EBITDA 全部债务比为 0.16 倍，较上年变化不大；受利息支出以及资本化利息减少影响，EBITDA 利息倍数由 2016 年的 2.32 倍上升至 3.38 倍，EBITDA 对利息覆盖程度很高，公司长期偿债能力尚可。

截至 2017 年底，公司获得各银行授信合计 165.22 亿元，已使用 42.09 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 2017 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 2018 年 4 月 13 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，跟踪期内，公司短期偿债指标稳定，长期偿债指标有所优化，整体偿债能力尚可；未来随着公司白酒业务全国化布局进一步完善以及白酒相关在建项目投产，整体偿债能力有望进一步提升。

七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应

收票据)达 52.85 亿元,约为“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”待偿本金合计发行规模(19.70 亿元)的 2.68 倍,公司现金类资产对“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”待偿本金的覆盖程度高;净资产达 74.80 亿元,约为“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”待偿本金的 3.80 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,2017 年,公司 EBITDA 为 10.96 亿元,约为“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”待偿本金的 0.56 倍,EBITDA 对“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”的覆盖程度尚可。

从现金流情况来看,公司 2017 年经营活动产生的现金流入 156.89 亿元,约为“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”待偿本金的 7.96 倍,公司经营活动现金流入量对“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”的覆盖程度很高。

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全国化市场布局的扎实推进,公司收入规模和利润水平均保持增长,经营活动现金流状况较佳。2018 年 1 季度,公司白酒销量增加,净利润同比大幅增长。随着公司剥离低毛利的建筑业务,公司主业进一步聚焦,未来盈利能力有望获得提升。同时,联合信用评级有限公司(以下简称“联合评级”)也关注到白酒业务毛利率下降、生猪价格波动较大、在建房地产项目资金支出压力较大以及期间费用对利润存在一定侵蚀等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

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以及继续全国化布局的推进,公司白酒业务有望在外埠市场方面取得进一步发展;同时,随着公司聚焦发展白酒和屠宰及肉食品加工业务,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,联合评级上调公司的主体长期信用等级为“AA+”,评级展望为“稳定”;同时上调“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 主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	178.35	184.12	179.32
所有者权益（亿元）	68.22	71.27	74.80
短期债务（亿元）	47.16	37.00	28.00
长期债务（亿元）	32.54	31.11	32.05
全部债务（亿元）	79.70	68.11	60.05
营业收入（亿元）	111.97	117.34	39.73
净利润（亿元）	4.25	4.42	3.65
EBITDA（亿元）	10.51	10.96	--
经营性净现金流（亿元）	10.08	24.71	8.74
应收账款周转次数（次）	59.30	79.69	--
存货周转次数（次）	0.95	0.99	--
总资产周转次数（次）	0.66	0.65	0.22
现金收入比率（%）	123.00	133.04	120.49
总资本收益率（%）	4.91	4.50	--
总资产报酬率（%）	4.82	4.64	--
净资产收益率（%）	6.89	6.34	5.00
营业利润率（%）	23.12	22.90	29.29
费用收入比（%）	19.97	17.96	16.67
资产负债率（%）	61.75	61.29	58.29
全部债务资本化比率（%）	53.88	48.87	44.53
长期债务资本化比率（%）	32.30	30.39	30.00
EBITDA 利息倍数（倍）	2.32	3.38	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.16	--
流动比率（倍）	1.70	1.69	1.83
速动比率（倍）	0.69	0.74	0.81
现金短期债务比（倍）	0.91	1.46	1.89
经营现金流负债比率（%）	13.08	30.23	12.06
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.53	0.56	--

附件 2 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	
总资产收益率	(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 3 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。