

北京顺鑫农业股份有限公司

2006 年度 5 亿元短期融资券信用评级分析报告

评级结果：A-1

评级时间：

2006 年 4 月 12 日

主要数据：

项 目	2003 年	2004 年	2005 年
资产总额(万元)	193863.91	233186.04	312744.18
所有者权益(万元)	116511.61	138561.51	145798.42
主营业务收入(万元)	132460.85	217127.96	290771.32
利润总额(万元)	9519.35	10813.18	11052.59
资产负债比率(%)	30.39	33.94	47.67
全部资本化比率(%)	27.67	27.63	43.73
净资产收益率(%)	7.13	6.55	6.10
流动比率(%)	125.11	107.16	95.41
EBITDA 利息倍数(倍)	9.51	36.07	7.27
债务保护倍数(倍)	0.26	0.25	0.13

分析员

谭 亮 刘 强

电话

8610-64912118

传真

8610-64912663

地址

100101

北京市朝阳区安慧里四区 15 号楼

五矿大厦 16 层

Email: lianhe@lianheratings.com.cn

Http: [//www.lianheratings.com.cn](http://www.lianheratings.com.cn)

评级观点：

农业是国民经济的基础性支柱产业，高科技农业的发展更得到国家和地方财政及信贷政策的大力支持。北京顺鑫农业股份有限公司是农业部等八部委行联合认定的农业产业化国家重点龙头企业，发展环境良好。公司管理体制健全，核心产品具有良好的品牌知名度，市场营销网络布局日趋合理，运营风险小。公司资产规模较大，现金回流质量高，债务负担正常，间接融资渠道畅通。对于本期短期融资券偿还，公司有较为充裕的经营性现金流作为保障。总体看，本期短期融资券偿债风险小。

优势：

1. 公司实施多元化经营，整体抗风险能力较强。
2. 公司生鲜肉类销售占据北京市半壁江山，区域性行业寡头地位已形成。“牛栏山”品牌效应显著，在北京地区具有较强区域影响力。
3. 奥运项目建设、临空经济核心区建设、顺义新城改造等契机使得公司建筑、物流等业务将有较大增长。
4. 作为农业产业化国家重点龙头企业，公司能享受到贷款贴息等政策优惠，且公司大部分业务所得可免交企业所得税。

关注：

1. 公司生产成本中比重较大的原材料为农产品和畜产品，受生长周期和外部条件的影响较大，且采购较为分散，采购所需现金规模较大。
2. 农产品价格上涨对公司未来经营业绩将产生一定不利影响。

一、发债主体概况

北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“顺鑫农业”或“公司”）是经北京市人民政府京政函[1998]33 号文批准，由北京市泰丰现代农业发展中心（现改制为北京顺鑫农业发展集团有限公司）独家发起，以募集方式于 1998 年 9 月 21 日成立的股份有限公司。公司股票于 1998 年 11 月 4 日在深交所挂牌上市，股票简称“顺鑫农业”（现为“G 顺鑫”），股票代码“000860”。公司曾先后经中国证券监督管理委员会证监发行字[2000]222 号文、[2004] 35 号文批准，两次成功配股。2005 年 11 月，公司顺利完成股权分置改革。截至 2005 年底，总股本达到 39774 万股，其中控股股东北京顺鑫农业发展集团有限公司持 56.844%，公司董事、监事及高管持股 0.019%，其余 43.156%为社会公众股。公司实际控制人为北京市顺义区国有资产监督管理委员会。

公司是首批获得农业部、原国家计委、原国家经贸委、财政部、原对外贸易经济合作部、中国人民银行、国家税务总局和中国证监会等八部委行审定的农业产业化国家重点龙头企业（农经发[2000] 8 号文、[2005] 7 号文），经营范围主要涉及肉食品加工与销售、良种繁育与销售、白酒生产与销售、果蔬饮料生产与销售、水利与建筑工程施工、农副产品市场管理与物流配送服务、生态观光农业、药品生产与销售、高档花卉培育与销售、蔬菜果品生产与销售等。

截至 2005 年底，公司总资产 312744.18 万元，所有者权益 145798.42 万元。2005 年公司实现主营业务收入 290771.32 万元，净利润 8889.30 万元。

公司注册地址：北京市顺义区站前街南侧，法定代表人：李维昌。

二、本期融资券概况

公司 2006 年拟发行短期融资券总额为人民币 5 亿元，其中一年期品种 3 亿元，九个月品种 2 亿元，两品种融资券同时发行，所募集的资金将主要用于满足公司生产经营所需流动资金需求，并降低融资成本。

三、基础素质

1. 企业规模与竞争力

作为农业产业化重点龙头企业，顺鑫农业自 1998 年成立以来，在发展过程中获得了税收、信贷等财政金融政策的多方支持，发展环境良好。公司目前已经拥有分公司 5 家，控股子公司 10 家（见附件 1）。公司在果蔬饮品生产、白酒制造、种畜养殖、肉类加工行业均已形成规模，生产技术水平先进，品牌优势已经显现。2005 年，公司荣列中国制造业企业 500 强第 475 位，同年 9 月，公司被农业部等八部委行联合授予“全国百家农业产业化优秀龙头企业”称号。

生产规模

下属鹏程食品分公司建立了年屠宰生猪能力 300 万头的自动化生猪屠宰线和年产 5 万吨的熟食生产线，2005 年公司位列“中国肉类食品行业 50 强企业”第 20 位。

公司已拥有占地 20 万平方米的专业级绿色种植基地，果蔬汁生产线 9 条，设计产能 15 万吨/年。

牛栏山酒厂目前年生产白酒能力为 5 万吨，2005 年产量约为 2.53 万吨，还有一定的发展空间。

2005 年 6 月，公司顺鑫石门市场 16600 平方米蔬菜交易大厅落成，成为北京市最大的进场交易式农副产品批发市场。

技术水平

下属鹏程食品分公司引进国际先进的生猪屠宰加工设备和工艺技术，建成国内第一

条自动化生产线，同期引入的智能化机器人、三点式低压麻电、中空放血、冷凝式蒸汽烫毛、同步检疫等工艺均处于国际领先水平。2004 年，公司被商务部屠宰技术鉴定中心评为“2004 年中国机械化屠宰加工优势企业”。

控股子公司顺鑫牵手有限责任公司（“顺鑫牵手”）引进世界领先的全封闭式生产设备，采用蔬菜深加工技术及细胞破壁、分子包埋、超高温瞬时灭菌等行业先进生产工艺，保证了果蔬汁的营养和安全。

专利及非专利技术

公司拥有“以胡萝卜为主要原料的系列果蔬汁及其制造方法”专利及“利用甜高粱秸秆生产白酒的方法”等专利申请权和非专利技术，为其开发新产品、增强发展的可持续性奠定了基础。

品牌优势

公司一直注重品牌建设，2004 年，鹏程食品分公司猪肉产品通过了农业部农产品质量安全中心的审核，获准使用“无公害农产品”标志。同年，公司“华灯”牌北京醇白酒、“牛栏山”牌白酒、“牵手”牌果蔬饮料荣获“北京名牌产品”称号。2005 年牛栏山酒厂 14 个产品顺利通过由中国酿酒协会、国家质检总局、国家商务部联合认定的质量优级认证。“牛栏山”商标 2006 年 1 月被国家工商总局认定为驰名商标。

2. 人员情况

截至 2005 年 12 月 31 日，公司共有在册职工 7075 人，其中生产人员 4344 人，占比 61.40%，销售人员 694 人，占比 9.81%，技术人员 1279 人，占比 18.08%，财务人员 173 人，占比 2.44%，行政人员 585 人，占比 8.27%。从学历构成来看，公司具有大专及以上学历者 1149 人，占比 16.24%，高中及中专学历者 2830 人，占比 40%。总体看，公司人员结构基本合理，能满足公司日常生产经营需要。

公司董事长兼总经理李维昌先生，53 岁，

研究生学历，高级经济师，历任顺义区马坡供销社副主任，顺义区板桥乡农工商联合总公司副总经理，顺义区供销社副主任、副书记，顺义区供销社主任、党委书记，北京隆华集团公司总经理等职，具备较高的专业素质和丰富的行业管理经验，管理水平较高。

3. 区位优势和优惠政策

公司所在地北京市是中国的首都，是中国政治、经济、文化中心。近年来，首都经济始终保持着持续快速协调健康发展势头，综合经济实力不断增强。据初步统计，“十五”期间，北京地区生产总值年均增长 11.9%，2005 年实现 6814.5 亿元，人均地区生产总值达到 5457 美元。地方财政收入从 2000 年的 345 亿元提高到 2005 年的 919.2 亿元，同口径年均增长 25.3%。城市居民人均可支配收入年均实际增长 10.4%，农民人均纯收入年均实际增长 9.9%，2005 年分别达到 17653 元和 7860 元。北京是全国肉类、饮料饮品主要消费城市之一，北京经济的快速发展、城乡居民可支配收入的提高使得人们对肉类、饮品需求大幅增加，这为公司的发展提供了重要推动力。

公司所处的顺义区位于北京市东北，区内有京密公路、京承高速公路、京承铁路通过，并拥有国内最大的航空港——北京首都国际机场。公司距机场不足 10 公里，陆空交通较为便利，具有较大的区位优势。目前首都机场扩建工作已开始进行，预计 2007 年完工后，首都机场将达到每年 6000 万人次、180 万吨货物的吞吐能力，这将对临空经济核心区及周边地区的经济发展起到极大的促进作用。区位优势为公司各业务板块、尤其是农产品物流配送业务的发展提供了良好契机。

此外，《北京市十一五规划纲要》中明确，“十一五”期间北京市将发展都市型现代农业，调整优化农业结构与布局，全面拓展

农业的生产、生态和生活功能，重点发展高效生态农业和观光休闲农业，积极培育龙头企业，加快发展专业合作组织，不断提高农业的组织化程度，公司生态观光农业相关业务未来发展空间很大。

在所得税优惠政策方面，根据财政部、国家税务总局财税字[94]001 号文、财税字[97]49 号文规定，公司良种生产加工、农业技术开发、畜禽良种繁育免缴企业所得税。根据国家税务总局国税[2001]124 号文，农业产业化国家重点龙头企业控股比例超过 50% 的子公司，从事种植、养殖业和农林产品初加工的所得暂免征收企业所得税。经北京市地方税务局、北京市顺义区地方税务局批准，公司从事种植粮食作物、种植林木、苗木、园艺作物、畜禽养殖业、肉类初加工所得暂免征收企业所得税。根据上述所得税优惠政策，顺鑫农业分公司中仅牛栏山酒厂生产酒类按 33%征收所得税，控股子公司中北京顺丽鑫园林绿化工程有限责任公司自 2001 年 1 月 1 日起免缴企业所得税。

另据顺地税减免所[2002]112 号文、[2002]110 号文、[2002] 94 号文批准，公司控股子公司顺鑫牵手下属北京牵手果蔬饮品有限责任公司、北京顺鑫祥云药业有限责任公司（祥云药业）、北京鑫竺空港果蔬仓储有限责任公司三家公司所取得的免税项目所得自 2001 年 1 月 1 日起免征企业所得税。

除税收优惠外，作为农业产业化国家重点龙头企业，公司还能享受到国债专项建设资金支持以及各类贷款贴息等政策优惠。2004 年，公司利用 14000 万元国债贴息贷款建设农产品绿色物流项目；2005 年，公司获得各类贷款贴息共计 2641.77 万元。

综上所述，公司区域发展环境良好，目前所享受的所得税政策优惠、财政贴息政策优惠及国债建设资金支持都对公司经营表现产生积极影响。

四、企业管理

公司第一大股东北京顺鑫农业发展集团有限公司 92.80% 的股份由北京市顺义区国有资产监督管理委员会管理的国有独资公司北京顺鑫投资管理公司持有，除控股股东外，公司无持股超过 10% 的法人股东，公司实际控制人为北京市顺义区国有资产监督管理委员会。

公司已按《公司法》的要求建立了现代企业法人治理结构。公司董事会设董事 9 人，其中独立董事 3 人，监事会设监事 3 人，符合公司章程有关规定。公司实行董事会领导下的总经理负责制，下设总经理办公室、人力资源部、财务计划部、审计部、战略发展部、产业发展部、投资管理部、资本运营部、行政部等 9 个职能部门。总体看，公司机构设置合理，法人治理结构基本完善。

公司对本部和分公司的管理与监督主要从人事、生产运营、投资、财务、法务等关键方面进行。针对以往不同分公司经营业务差别性较大，生产经营管理比较分散的局面，公司建立了《劳动人事管理制度》、《财务管理基本制度》、《全面预算管理制度》、《内部审计制度》、《资产经营考核办法》、《投资管理办法》、《关于明确经营管理权限、强化管理职责的规定》等专项制度，细化了各部门管理流程，明确了各部门权责关系和下属公司投资权限，推行了全面预算管理和统一贷款管理，并将经营管理效果与绩效考核挂钩。通过上述举措，公司对分公司管理效果大大增强，较为有效的防范了经营财务风险。公司对下属控股子公司的管理则主要通过委派董事、总经理、财务总监等方式实现。

下属分、子公司内部管理科学严谨，其中牛栏山酒厂、鹏程食品分公司、顺鑫牵手均已通过 HACCP 食品安全体系认证，牛栏山酒厂已通过 GB/T19002 以及 ISO9002 质量体系认证，鹏程食品已通过 ISO9001 质量体

系认证，顺鑫牵手已通过 ISO14001 质量体系认证。

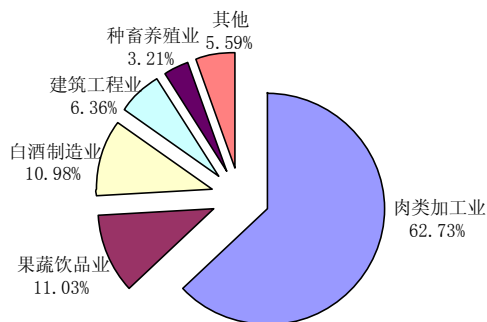
总体来看，公司管理体制健全，各项内控措施详实有效，能满足正常经营发展需要。

五、公司经营

1. 业务现状

公司推行“4+2”发展战略，即完善四条产业链：（1）种猪繁育、肉食品加工产业链，（2）饮料、饮品产业链，（3）农副产品物流配送产业链，（4）生态观光农业产业链；发展两个行业，即稳定和拓展白酒业、适度发展房地产及建筑工程业。2005 年，公司共实现主营业务收入 290771.32 万元，其中，肉类加工业 182715.40 万元，占比 62.73%，白酒制造业 31916.31 万元，占比 10.98%，果蔬饮品业 32040.09 万元，占比 11.03%，种畜养殖业 9345.54 万元，占比 3.21%，建筑施工业 18509.78 万元，占比 6.35%，其他行业 16244.20 万元，占比 6.36%，公司 2005 年主营业务收入构成情况见图 1。

图 1 公司 2005 年主营业务收入构成



肉类加工业

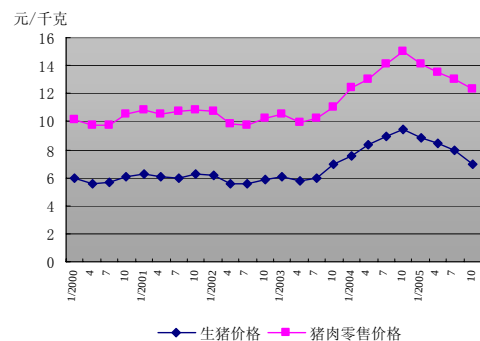
（1）行业分析

我国是肉制品生产和消费大国，肉类总产量、肉类消费人口和消费总量在世界处于首位。我国肉类总产量中猪肉产量占 6 成以上，是关系到人民基本生活的“菜篮子”骨干商品。据农业部相关统计数据表明，近几

年我国猪肉产量、人均猪肉消费量一直处于稳步增长态势。2005 年，全国猪肉产量同比增长约 6%，2005 年 1-11 月我国城镇居民平均购买猪肉量为 17.65 千克，与上年同期相比上涨了 1.85%。我国肉类生产与消费均呈现鲜明的区域性特色，主要生产区集中在四川、湖南、山东、河南、河北等省份，主要消费区则集中于北京、天津、上海、福建和广东等地区。

2005 年我国生猪产品价格呈持续回落态势。根据农业部畜牧业司定点调查月报资料分析，2005 年我国活猪每公斤平均价格为 7.91 元，比上年同期下降 7.81%，同期猪肉价格则表现出与生猪价格大致相近的走势（见图 2）。

图 2 2000.1-2005.12 年我国生猪价格与猪肉零售价格



资料来源：农业部畜牧司统计资料

目前，我国猪肉制品行业处于结构调整期，行业的销售利润率较低，仅维持在 4% 左右。我国肉食品行业技术水平落后，普遍处于初级加工阶段。猪肉绝大部分都是以鲜肉形式出现在市场上，缺少高附加值的后期加工，与国外发达国家相比存在较大差距。根据《全国食品工业“十五”及 2010 年发展规划建议》，我国食品行业将贯彻“变大为小、变粗为精、变生为熟、变废为宝”的产品调整方针，大力发展直接食用的肉制品，逐步提高肉制品在肉类消费中的比重。

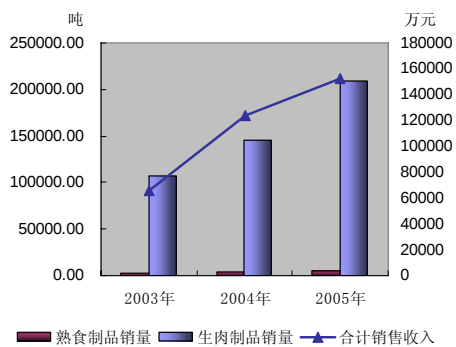
北京是猪肉产品消费的特大城市，随着

北京居民可支配收入的提高，人们对生鲜肉类及肉制品的需求及质量要求将持续上升。根据北京市生猪屠宰行业发展规划，到 2006 年底，北京城八区屠宰厂将只保留 3 家日屠宰量 1500 头以上的大规模、综合性屠宰加工企业，全面提升屠宰行业的技术水平及产品质量，确保猪肉食品安全和消费者的身体健康，逐步实现首都肉类加工销售体系的现代化。到 2008 年市区全部实现包装化、品牌化的冷却保鲜肉上市。这些举措将进一步净化市场竞争环境，顺鑫农业这类规模以上技术先进的肉类加工企业未来经营业绩将得到更为有效的保障。

（2）经营情况

公司下属鹏程食品分公司是经营肉类加工与销售业务的主要实体。2003-2005 年，鹏程食品分公司生肉、熟食制品销量及销售收入增长迅速，2005 年，其生肉制品销量达到 20.86 万吨，熟食制品销量 5442.77 吨，总销售量近三年复合增长率达 40.10%。同期销售收入实现 152848.91 万元，近三年复合增长率达 52.36%（见图 3）。

图 3 2003-2005 鹏程食品分公司销售情况



鹏程食品分公司生肉制品的生产成本中生猪等原材料占 90% 以上，生猪猪源供应充足、猪肉质量优良是公司肉类加工业务的重要保障。为此，公司 2003 年开始实施贯穿生猪养殖、屠宰加工、同步检疫、低温冷却、无菌分割、熟肉加工、冷储运输整个流程的

“放心肉”工程，实施全程质量管理。

在生猪养殖环节，公司采取“公司+经济合作组织（中介组织）+基地”的运作模式，对养殖基地实施“统一引种、统一饲料供应、统一用药、统一防免疫和统一收购”的“五统一”管理，定期进行检查指导。通过综合服务和保护价，确保猪源供应、生猪质量及价格稳定，2005 年基地养殖生猪约 300 万头。在屠宰加工等环节，鹏程食品分公司自荷兰引进国际先进的生猪屠宰加工设备和工艺技术，建立了达到欧盟标准的自动生产线，并严格执行生鲜肉类的同步检疫、低温冷却和无菌分割，提高了肉类产品品质与生产能力。2005 年鹏程食品分公司生猪屠宰能力达到 300 万头，实际生猪屠宰量达到 239 万头。与此同时，鹏程食品分公司引进达到日本农林水产省标准的熟食生产线，熟食生产能力也已达到 5 万吨/年。鹏程食品分公司猪肉储存、运输则实施封闭冷链运输。“放心肉”工程的全程质量管理保证了“鹏程”肉制品的新鲜安全和营养健康，使公司肉类制品在北京市场的影响力大大提升。

公司在肉制品产能和质量提高的同时加大了营销力度，鹏程食品分公司建立了集团供应部、连锁店供应中心、业务员制等多种营销渠道，并针对不同客户灵活运用不同销售方式，2000 多家销售网点遍布北京全市。2005 年，公司生鲜肉类在北京市场的占有率高达 40%，位列第一。熟食营销方面，鹏程食品分公司依托生鲜渠道优势，大力开展熟食网络建设，以建 100 家专营店和 100 家加盟店的“双百工程”为突破口，加大了对商超、团购、社区和星级酒店市场的开发，目前熟食销售网点已达到 440 余家。

除巩固扩大北京市肉类市场外，公司开始积极向我国西部、西南部等肉类主产区扩张，先后在陕西汉中、四川达州收购当地肉制品加工企业，设立屠宰点，以充分利用外埠生猪的采购成本相比北京地区较低的优势

降低主营业务成本，并进一步扩大全国市场份额，降低生产销售过于集中于北京可能带来的风险。相比 2004 年，公司 2005 年肉类加工业务主营业务成本增幅低于同期主营业务收入增幅 1.47%。

但相比河南漯河双汇实业集团有限公司等同行企业，公司屠宰规模还较小，熟食制品 2005 年销售量也仅 5442.77 吨，远低于其设计产能，产业链向肉制品深加工的延伸能力还有待提高。此外，地区性口蹄疫、猪链球菌等疫情的突发也会对肉类加工业务产生不良影响。

（3）未来发展

未来几年公司计划在北京以外地区收购或新建 2-3 家生猪屠宰及肉制品加工企业，以加快在肉类主产区 and 主销区的战略布局；进一步建立起全国性的市场网络，做强做大生鲜产业。同时，公司将以创新低温精品熟食系列为主流产品，开发高端猪肉消费市场，逐步实现肉类加工业内涵式增长。2006-2008 年，公司肉类产品产销指标见表 1。从目前公司发展情况来看，我们预计其新增生猪屠宰点建设或外埠肉制品加工企业收购能得以顺利进行，生猪屠宰量能按计划实现，若猪肉价格大致维持目前市场价位，公司肉类业务收入预测实现可能性较大。

表 1 公司 2006 -2008 年肉类产品产销指标

	2006 年	2007 年	2008 年
生猪屠宰量（万头）	360	430	500
熟食产量（万吨）	1.20	2	3
销售收入合计（万元）	24.79	29.64	34.48

白酒制造业

（1）行业分析

我国是传统的白酒生产和消费大国，国家统计局相关统计表明，2005 年全国饮料酒制造业规模以上企业实现利税 400.8 亿元，同比增长 20.2%。其中规模以上白酒企业生产白酒（折 65 度）349.4 万千升，同比增长

15%，产销率 95%，实现销售收入 722.7 亿元，同比增长 22.3%，市场销售稳中有升。6 个白酒生产大省，产量均超过 20 万千升，行业排名前 50 家企业，产品销售收入、税金总额和利润总额分别占全行业规模以上企业销售收入、税金和利润的 65.4%、71.8%和 92.4%。位居前五位企业的销售收入达 263.2 亿元（茅台、五粮液、剑南春、泸州老窖、汾酒），占全行业的 36.4%。

近年来，我国一直执行“限制高度酒的发展，鼓励发酵酒和低度酒的发展，支持水果酒和非粮食原料酒的发展”的酒类发展产业政策，运用税收等宏观经济调控手段对白酒发展实施结构调整与总量控制。2001 年 5 月，国家本着节约粮食、提高行业集中度的目的，对粮食、薯类白酒开始施行从价定率、从量定额双重消费税征收办法，在对粮食白酒征收 25%、薯类白酒征收 15%的从价消费税的基础上，再征收每斤 0.5 元的从量消费税，并取消了以外购酒勾兑生产酒的企业可以扣除其购进酒已纳消费税的抵扣政策，这在促进白酒生产集中度提高、产品结构优化的同时，直接影响了白酒生产企业尤其是中低档白酒生产企业的经营业绩。2006 年 4 月 1 日国家统一粮食类白酒和薯类白酒的消费税率，粮食类白酒消费税率下调至 20%，将对提高粮食白酒产量产生促进作用。

此外，白酒行业品牌化经营趋势明显，品牌已成为白酒行业竞争的核心要素和竞争优势。地产白酒在地域文化、家乡观念等情感消费上占据的优势，区域销售形势将继续看好。

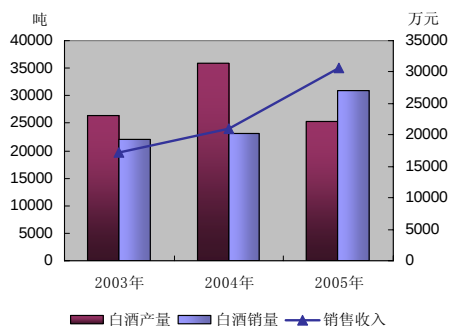
（2）经营情况

牛栏山酒厂是公司专门从事白酒生产及销售业务的分公司，主要生产浓香型白酒、清香型白酒、营养型酒、黄酒四大类，共计 110 余种不同规格的产品。

牛栏山酒厂酿酒历史悠久，工艺传统，

具有较高的市场认同度和美誉度，拥有相当稳定的客户群。近几年，酒厂通过对传统酒类产品进行技术改造和工艺延伸后，白酒品种更加丰富，口感优良，白酒销量呈现逐年上升趋势。2005 年，牛栏山酒厂对白酒系列产品进行了产品结构调整，加大了高档酒的生产和销售，“经典二锅头”、“经典百年”两个高端系列产品成功推向市场后，酒厂销量达到 30937.42 吨，实现销售收入 30582.08 万元，近三年复合增长率分别达到 18.67%和 33.33%（见图 4），其中高档白酒销售收入占比超过 10%。

图 4 2003-2005 年牛栏山酒厂产销情况



公司白酒的生产成本中高粱等原材料占 50%左右，而农产品有一定的生长周期，受生长环境和外部条件的影响较大。为稳定原料供应及价格，牛栏山酒厂建立了粮食与原酒储备，其中原酒储备 1 万吨，能保证酒厂未来 3 年的生产需求。

公司酒类产品主要销售区域在北京，针对北京这个巨大的酒类消费市场，公司除在城区加大渠道和终端营销力度外，还积极向昌平、通州、房山三区渗透，目前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到 800 余家。对北京以外地区，公司在长江三角洲以南京市场为中心，在珠江三角洲以广州、深圳为重点，采取直销模式全面进入两洲地区。经过多年的营销战略布局，牛栏山酒厂“一城、两洲、三区”的销售格局初步

建立。2005 年，牛栏山酒厂白酒产品还远销至加拿大、东南亚等国家和地区。

但目前北京市场白酒品牌众多，竞争激烈。公司在北京地区的主要竞争对手为北京红星股份有限公司（北京红星）。根据公司提供的资料，与北京红星相比，公司在 2005 年 1-3 季度的产销量及收入都略低，但公司百元产值实现利润 9.5 元，较北京红星高 8.2 元。

（3）未来发展

2006-2008 年牛栏山酒厂白酒产销指标如下表 2。销售指标中考虑了未来几年牛栏山酒厂将投入资金人力增加白酒销量，以及加大酒类产品结构调整，大幅增加高价位中高档白酒的销售比例等因素。从表 2 看，该酒厂未来三销售收入年复合增长率预计为 14.43%，相比 2003-2005 年 33.33%的实际增长水平，牛栏山酒厂酒类销售指标制定合理，实现可能性大。

表 2 牛栏山酒厂 2006 -2008 年产销指标

	2006 年	2007 年	2008 年
产量合计（吨）	35000	40000	45000
销售收入合计（万元）	42000	48000	55000

此外，2005 年公司出资 900 万元与公司控股股东共同设立了赤峰顺鑫宁城老窖酒业有限公司，公司持股 90%。该酒业公司现有的 2200 吨原酒储量、“宁城老窖”良好的品牌价值及其已形成的特定地域影响力，将进一步增加公司白酒业务销售规模。

但未来粮食价格若持续上涨，会对公司白酒板块经营业绩产生一定不利影响。

果蔬饮品业

（1）行业分析

我国饮料行业发展迅速，据食品科技协会相关统计数据表明：2004 年全国饮料总产量达到了 2912.43 万吨，比 2003 年增长 22.66%。瓶装饮用水、碳酸饮料和果汁饮料

依然是饮料的主体，三者的产量合计比重达到 82%。其中，果汁及果汁饮料产量达到 500 万吨，产量占饮料总产量比重为 17.17%，比上年增加 4 个百分点。果蔬汁产业是我国食品工业重点发展的新兴产业，也是农业产业化重点支持领域。

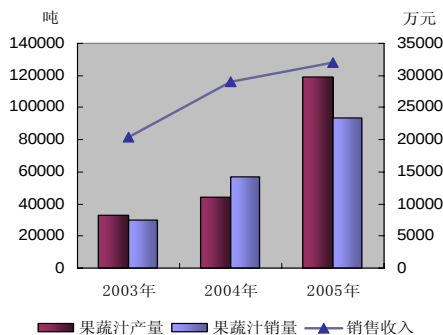
我国果汁饮料行业在发展的同时也在迅速整合，与国内其它主要软饮料行业比较，我国的果汁饮料生产行业的生产集中度相对较低，未来市场将有可能进一步向少数具有竞争优势的企业集中。

近年来，消费者健康意识正在不断增强，对营养健康型饮料的需求日益上升，这为果蔬汁的发展提供了有利环境。随着国家对食品安全管理的加强，生产工艺先进、质量管理严格的生产企业将得到更多发展契机，但突发性食品安全事件将会给整个行业带来不利影响。

（2）经营情况

顺鑫牵手是公司主要从事果蔬饮品业务的实体，其产品包括果蔬汁、果蔬乳、果汁、蔬菜汁等四个系列。2003-2005 年，顺鑫牵手销售情况逐年趋好，2005 年，其销量达到 93305.18 吨，同期实现果蔬汁销售收入 32040.09 万元，近三年复合增长率分别为 75.77%、25.44%（见图 5）

图 5 2003-2005 年顺鑫牵手产销情况



由于果蔬汁饮品的市场尚未细分，同类可替代性产品较多，要进一步赢得消费者认同，形成品牌效应，巩固和扩大市场份额，

企业需要从生产、研发、销售各环节入手，降低生产成本，提高产品质量与口感，改善产品结构，同时加大营销力度。

顺鑫牵手主要生产原料胡萝卜、南瓜等农产品，具有一定生长周期和季节性。为保证原料供应，降低储存成本，并稳定原料供应价格，公司根据主要原料在不同地区的收获季节差异，分别在内蒙古、北京、河北合理配置种植基地，并与基地建立起长期稳定的合作关系，节约了生产成本，保证了生产的顺利进行。

为赢得消费者认同，扩大市场占有率，公司首先投入 7400 万元，实施搬迁改造和技术创新，从瑞典、意大利引进世界领先的全封闭式生产设备，采用超高温瞬时灭菌等生产工艺，保证产品卫生合格。其次，顺鑫牵手与科研机构建立了长期的合作关系，根据胡萝卜细胞壁较厚，不易破裂特性，采用蔬菜深加工及细胞破壁技术最大程度释放胡萝卜营养成分，采用分子包埋技术去除胡萝卜药性，保证产品营养健康、口感优良。再次，顺鑫牵手将产品结构从单一的高浓度果蔬汁延伸到低浓度果蔬汁，先后推出了 10%、60% 浓度果汁等系列新品。通过扩大低价值产品销量，强化品牌认知。

在营销模式上，顺鑫牵手在北京地区采用直销、经销商模式，在外埠采用经销商制。营销渠道由原来的商超、餐饮拓宽到商超、餐饮、流通三个领域，逐步建立起以 21 个办事处为核心的全国分销网络和销售队伍。由于产品质量提高，品种增多，营销力度的加强，带动果蔬饮品销量及销售收入明显增加（见图 5）。

（3）未来发展

到 2008 年，公司计划新增果蔬饮品生产线 7 条，产量增加至 21 万吨，以获得规模效应，降低单位成本，增强市场竞争力。与此同时，公司将适时引进战略合作者，整合及

利用资源优势，形成以“大果蔬饮品”为核心的完整产业链，但饮料市场消费人群不稳定，竞争异常激烈，市场推广费用较大，公司需加大果蔬汁的市场开拓力度和资金投入，增加市场份额和销量，使新增产能得到顺利消化。

种畜养殖业

我国种猪市场目前还处于初级阶段，种猪场规模参差不齐，种猪质量差别较大，优良种猪供应相对不足，很多种猪繁育企业还停留在引种阶段，良种利用、改良能力不足。为此我国各级政府相继出台许多鼓励繁育良种的优惠政策，支持良种猪的生产、引进和利用，这对于提高种猪企业的市场竞争力，增加利润起到了积极的作用，使得我国种猪企业近十年来一直处于较高利润时期，但同时该行业的竞争也日趋激烈。

公司分公司小店畜禽良种场是国内高端种猪的产地，从美国、英国、法国引进原种皮特兰、杜洛克、长白、大白种猪，采用国内先进的育种手段，繁育产仔率高、瘦肉率高等综合性能优良的种猪。同时，为摆脱低端市场上的价格竞争，着眼于高端市场，小店畜禽良种场从父母代种猪销售转向祖父母代种猪销售，改进品种结构，提高产品附加值。2005年公司种畜养殖业实现主营业务收入 9345.54 万元，近三年复合增长率为 12.21%。

但由于各种新设的小型种猪场的种猪销售价格较低，行业竞争加剧，对市场造成了较大的冲击，使得公司种猪的销售价格和销售利润率出现下降。此外，饲料价格及猪瘟、口蹄疫等突发性疾病也将直接影响种猪养殖业的经营业绩。

建筑工程等其他业务

除上述业务外，公司的经营范围还涉及建筑工程、中西药生产与销售、旅游开发、生态观光、农副产品物流等领域。

公司从事房地产及建筑工程的一级下属企业为北京鑫大禹水利建筑工程有限公司（鑫大禹公司）。近年来，为拓展当地市场，实现跨区域发展，鑫大禹公司不断加大资本运作力度，整合其他郊区或外省市施工企业。2005 年 3 月份，鑫大禹公司成功兼并北京新禹水利水电工程公司，并设立为分公司，承接了怀柔区怀河 3 号橡胶坝蓄水工程、北房联合水厂工程等项目，当年实现产值 2900 万元，实现利润 300 万元。2005 年 12 月，在甘肃张掖市建立了分公司，为进军西北水利工程市场做好了前期铺垫。2005 年鑫大禹公司实现主营业务收入 18509.78 万元，近三年年均复合增长 70.93%。未来几年，鑫大禹公司将抓住奥运场馆建设、潮白河综合治理、顺义新城建设等一系列契机，积极拓展新的市场领域，实现跨区域发展。公司预计，鑫大禹公司 2006 年将在 2005 年基础上增加收入 8000 万元，建筑工程板块将成为公司重要收入增长来源。

公司二级子公司祥云药业通过自主研发、与科研单位合作等方式，相继开发三金分散片、气血双生等 7 个药品品种，并获得了药品文号。2005 年，祥云药业中西药生产与销售实现主营业务收入 4701.87 万元。未来几年，公司计划通过控股其他药厂方式进一步做大药业业务。

在生态农业观光领域，公司借助顺义地区良好自然资源，修建森林假日酒店工程，并开展了“顺风顺水顺鑫游”、樱桃采摘等一系列旅游活动，2005 年公司旅游业实现主营业务收入 4003.61 万元。2005 年底，牛栏山酒厂、牵手公司和鹏程食品分公司被国家旅游局评为“全国工业旅游示范点”，这不仅为公司推动农业观光旅游向更高层次发展奠定了基础，还有效增进了消费者对公司品牌的认知，对公司未来销售业绩将产生积极影响。

2004年，公司开始利用区位优势，建设农产品绿色物流项目（该项目被列入2002年国家重点技术改造计划，列入第八批国债专项资金项目），计划在物流基地内扩建生鲜食品加工、检测、配送中心，建设信息管理计算机网络系统等。项目建成后，将使公司形成净菜10000吨/年、方便菜5000吨/年、水果8000吨/年、配菜猪肉7600吨/年的生产能力。该项目2006年上半年将正式运转，公司预计除满足自身配送需求外，当年可实现销售额5000万元。

2. 经营效率

公司近三年通过固定资产投资、股权收购等方式使得资产总额得到稳步增长，三年年均复合增长率为27.01%。同期公司成本率有所上升，这主要是由于公司所需粮食原料及生猪价格上涨所致。从最近三年各项经营效率指标来看，2005年公司管理费用率较2003年有所下降，销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均较2003年有所上升，公司整体经营效率得到提高（表3）。

表3 经营效率

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
资产总额	193863.91	233186.04	312744.18	27.01
主营业务收入	132460.85	217127.96	290771.32	48.16
主营业务成本	100823.06	173280.24	238290.28	53.74
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
管理费用率(%)	7.16	5.15	4.91	5.74
成本率(%)	94.13	95.06	96.15	95.11
销售债权周转次数(次)	31.24	39.76	42.72	37.90
存货周转次数(次)	3.52	4.77	5.47	4.59
总资产周转次数(次)	0.75	1.02	1.07	0.94

3. 未来规划和重大投资

“十一五”期间，公司将继续以产业投资为核心，立足果蔬饮料、肉类加工、白酒制造三大食品产业，加强产品结构调整与品牌建设，获取行业主导地位。同时，公司将进一步整合内外资源，继续发展农产品物流

配送、生态农业旅游观光产业链，建成优质农产品分级供给平台和基于第四方物流的信息平台，打造都市型农业观光示范点。借助顺义区城市建设与奥运契机，公司还将适度发展房地产建筑施工业务。通过协调六大产业跨地区共同发展，公司将成长为大型综合性投资控股集团。

根据公司“十一五”规划，2006-2008年期间，公司发展各产业链和业务板块需资金投入约6亿元（目前在建、拟建项目及未来股权投资预算见表4），到2008年，公司计划实现销售收入58亿元，近三年年均复合增长率预计为20.42%，计划实现利润总额2亿元。相比公司2003-2005年收入年均复合增长48.16%的实际水平，公司预测较为客观。

表4 未来三年投资支出计划（单位：万元）

项目名称	2006 年	2007 年	2008 年
农产品绿色物流项目	1500		
石门市场升级改造	5000	8000	4000
“放心肉”工程	3500	2500	2000
牛栏山酒厂技术改造		5000	5000
森林假日酒店工程	3500		
顺鑫牵手扩产升级及祥云药业并购药厂投资	5800	4500	6500
鑫大禹公司并购投资			2900
合计	19300	20000	20400

预计随着“放心肉”工程、牛栏山酒厂技术改造、顺鑫牵手扩产升级等项目实施，公司肉类、酒类、饮品业务规模都将大幅增加，规模效应将更趋明显。承担奥运场馆建设等项目使未来建筑工程业务对公司经营业绩贡献得到增强。农产品物流等新增利润点盈利效果也将在2006年初显。此外，公司加大产品结构调整，增加利润率高的高档白酒等产品产销比重将使公司未来盈利能力进一步增强。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2003年至2005年度财务报表，报表由北京兴华会计师事务所有限责任公司审计，均出具了无保留意见的审计结论。

截止2005年底，公司资产总额为312744.18万元，负债总额149078.46万元，所有者权益145798.42万元。2005年实现主营业务收入290771.32万元，利润总额11052.59万元，现金及现金等价物净增加额34508.24万元。

截至2005年底，母公司资产总额为269383.48万元，负债总额123585.06万元，所有者权益145798.42万元。2005年实现主营业务收入194158.77万元，利润总额8893.30万元，现金及现金等价物净增加额29754.54万元。

2. 资产质量

2003-2005年间，公司资产总额持续稳健增长，三年年均复合增长率为27.01%。截至2005年底，公司资产规模达到312744.18万元，其中固定资产占比52.44%，流动资产占比42.43%。除报表合并范围扩大影响外，公司资产总额增长主要源自流动资产及固定资产的增长。

2005年底，公司固定资产合计163988.29万元，三年年均复合增长率为26.21%，主要是公司近年来加大固定资产投入，“放心肉”工程、石门市场升级改造工程、森林假日酒店工程、农产品绿色物流等工程逐步按建设进度完工所致。

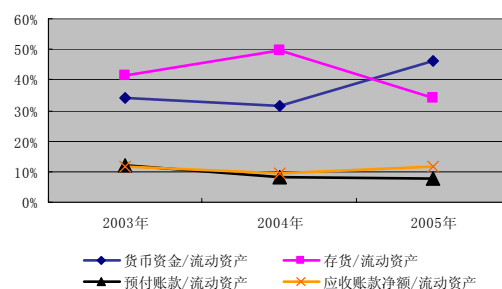
公司流动资产三年年均复合增长率为34.28%，到2005年底达到132683.26万元，其增长主要来源于货币资金、存货及预付账款、应收款项的增长。截止2005年底，公司流动资产中货币资金、存货、预付账款和应收款项净额（包括应收账款净额和其他应收

款净额）占比分别为46.15%、34.06%、7.59%和11.53%（图6）。

截至2005年底，公司货币资金较2004年底增加129.12%，达到61232.45万元，除报表合并范围变化影响外，主要是因为公司2005年销售规模扩大以及银行借款增加所致。

截至2005年底，公司存货为45191.11万元，较2004年底增长7.72%，其中库存商品占比38.57%，在产品占比42.41%。存货的增长主要源自公司肉类、酒类库存商品、在产品及下属北京鑫大禹水利建筑工程有限公司建筑工程所需建筑安装材料增加。

图6 2003-2005年公司流动资产构成变化



截至2005年底公司预付账款规模较2004年底上升41.85%，达到10065.46万元，主要是公司为降低采购成本、保证生产原料供应增加的预付原材料和工程材料款，以及预付广告费增加所致。

公司2005年应收款项较2004年底增加89.88%，达到15294.60万元，其中应收账款7029.15万元，其他应收款8265.44万元。公司应收账款账龄在一年内的占76.63%，账龄1-2年的占19.12%，主要为顺鑫牵手、牛栏山酒厂和祥云药业暂未收回的销售货款。居前五位的应收账款合计占比为8.00%，应收账款账龄大部分较短且集中度较低，发生坏账的风险较小。公司已按账龄计提应收账款坏账准备，平均提取比例为10.92%。截至2005年底公司其他应收款较2004年底增加331.66%，增至8265.44万元，其中账龄在一

年以内的占 96.52%。居前五位的其他应收款合计占比为 9.00%，主要是公司拨付给各办事处的备用金和业务人员暂借款。公司已按账龄提取其他应收账款坏账准备，平均提取比例为 5.57%。

总体看，公司资产构成正常，流动资产质量较好。

3. 资金来源构成

2003-2005 年，公司负债逐年增长，三年年均复合增长率为 59.08%。截至 2005 年底，公司负债合计 149078.46 万元，其中流动负债占 93.29%，债务结构不尽合理。公司流动负债较 2004 年底增长 75.73%，主要是短期借款增加，以及公司改变酒类、果蔬汁销售模式，部分采取先收款后发货方式导致预收账款的增加。截至 2005 年底，公司短期借款占流动负债比重为 84.27%，预收账款占比 4.33%。2005 年底，公司长期借款为 10008.66 万元，较 2004 年底增长 9994.33 万元，主要是“放心肉”工程建设所需借款。

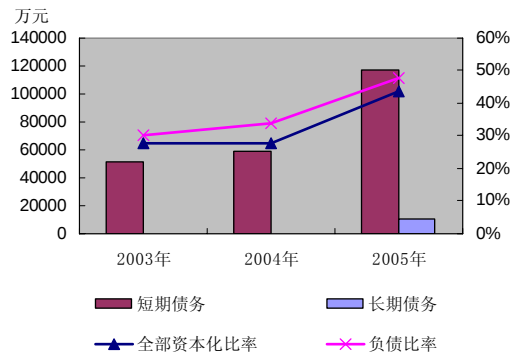
公司近三年所有者权益合计年均复合增长率为 11.86%。2004 年所有者权益较 2003 年增加 22049.90 万元，增幅 18.93%，主要源于 2004 年公司成功配股增加股本 2730.00 万元、同期股本溢价增加资本公积 13250.17 万元，以及利润增加导致的盈余公积和未分配利润增加。2005 年公司所有者权益较 2004 年增加 7236.91 万元，增幅 5.22%，主要源于公司派送红股导致股本增加及同期盈余公积增加。截至 2005 年底，公司注册资本、资本公积、盈余公积、未分配利润占所有者权益合计的比重分别为 27.28%、51.71%、10.34% 和 10.67%，所有者权益构成正常。

从表 5 看，2003-2005 年，公司资产负债比率、长期资本化比率和全部资本化比率均有所增加，2005 年分别为 47.67%、5.76% 和 43.73%，公司有一定的债务负担。

表5 财务构成

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率(%)
所有者权益	116511.61	138561.51	145798.42	11.86
短期债务	51616.86	58800.00	117200.00	50.68
长期债务	0.00	9.33	10008.66	—
负债总额	58906.05	79152.63	149078.46	59.08
资产总额	193863.91	233186.04	312744.18	27.01
指 标 (%)	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
长期资本化比率	0.00	0.01	5.76	1.92
全部资本化比率	27.67	27.63	43.73	33.01
资产负债比率	30.39	33.94	47.67	37.33

图 7 2003-2005 年公司债务变化情况



本期短期融资券拟发行额为 5 亿元，以 2005 年底财务数据为基础，预计发行后公司资产负债比率和全部资本化率模拟值将分别上升至 54.88% 和 51.99%，公司债务压力偏重。考虑到公司将利用部分短期融资券所募集资金偿还短期借款，且除发行本期融资券外，未来一年内大规模融资可能性不大，因此，在本期短期融资券存续期间，公司的债务负担不会进一步加重。

4. 盈利能力分析

公司 2003-2005 年盈利能力状况见表 6。近三年，公司主营业务收入增幅较大，三年复合增长率为 48.16%，除合并范围变化外，主要由于公司“放心肉”工程技术升级改造项目完工后，年生猪屠宰量大幅增加；公司加大了营销力度和新产品研发力度，产品销量的增加；公司建筑水利工程规模扩大。公司主营业务收入增长的同时，主营业务成本逐年增加，三年复合增长率为 53.74%，超过主营业务收入增长幅度，扣除销量增长因素，

主要是因为近年来粮食、建筑材料价格上涨导致公司所需原材料成本增加。

在上述因素综合作用下，2003-2005年，公司主营业务利润复合增长率达27.68%，2005年主营业务利润达到46390.77万元，但主营业务利润率自2003年的21.48%降至2005年的15.95%。

2005年随着公司经营规模扩大和营销力度加强，以及在建项目增加使得贷款规模增加导致其三项期间费用均有所增加，这使得公司营业利润的增幅略低于主营业务利润的增幅，三年复合增长率为19.92%。

补贴收入是公司利润的重要来源之一。2003年公司补贴收入为1908.76万元，占同期利润总额的20.05%。自2004年后，根据北京市财政局京财经[2004]1978号文件通知，公司将市财政局拨付的猪肉储备费用从“补贴收入”科目调整为冲减财务费用、储备费用、商品损耗等费用支出科目，公司补贴收入科目账户余额减少。

2005年，公司利润总额为11052.59万元，较2003年年均复合增长9.80%，增长较为稳健。

表6 盈利能力

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
主营业务收入	132460.85	217127.96	290771.32	48.16
主营业务利润	28457.66	39114.73	46390.77	27.68
财务费用	927.94	-461.73	1150.90	11.37
补贴收入	1908.76	130.00	20.00	-89.76
利润总额	9519.35	10813.18	11052.59	7.75
净利润	8307.48	9074.85	8889.30	3.44
利息支出	1741.82	471.39	3025.63	31.80
所有者权益	116511.61	138561.51	145798.42	11.86
全部债务	51616.86	58809.33	127208.66	56.99
销售商品、提供劳务收到的现金	148709.91	244179.90	329954.93	48.96
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
主营业务利润率(%)	21.48	18.01	15.95	18.48
总资产收益率(%)	6.25	5.38	4.84	5.49
净资产收益率(%)	7.13	6.55	6.10	6.59

2003-2005年，公司总资本收益率和净资产收益率均有所下降，除合并范围变化等因素影响外，主要是公司债务和所有者权益增

加较快所致。2005年底，公司总资本收益率和净资产收益率分别为4.84%和6.10%，作为农业型企业，公司整体盈利水平正常。

预计随着公司产品产量的增加，产品结构的调整，市场份额的逐步扩大，公司未来几年盈利规模将持续增长，盈利能力有望得到提高。

5. 现金流分析

公司2003-2005年现金流量状况见表7。受主营业务收入增长影响，近三年公司经营活动产生的现金流入逐年上升，年复合增长率为48.36%。2003-2005年，公司经营活动产生现金流出呈现同向增长，增长率53.40%，增幅高于同期流入幅度，除粮食原料、生猪价格上涨导致购买商品、接受劳务支付的现金增加外，主要是公司加大广告投入导致支付的其他与经营活动有关的现金增加，以及各项税费支出增加。近三年公司经营活动产生的现金流量净额逐年下降，2005年为7519.97万元。

近三年，由于公司“放心肉”工程、石门市场升级改造及农产品物流项目等工程投入较大，公司投资活动产生的现金流出规模较大，每年均在3亿元以上。公司投资活动产生的现金流量以净流出为主，经营活动现金流量净额不能覆盖投资带来的现金净流出，外部筹资是维持公司正常投资资金需求的主要途径。

近三年，公司筹资活动产生的现金流入年复合增长率为111.47%。2004年公司筹资活动现金流入主要由向银行借款59362.07万元和配股吸收权益性投资19056.62万元形成，2005年99.43%的流入是通过向银行借款获得，筹资活动成为弥补公司现金流缺口的重要途径。

从收入实现角度来看，2003-2005年公司现金收入比率分别为112.27%、112.46%和113.48%，公司主营业务收入现金流入质量较

高。

表 7 2003-2005 公司现金流量状况

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
销售商品、提供劳务收到的现金	148709.91	244179.90	329954.93	48.96
经营活动产生的现金流入量	150964.63	246307.23	332275.03	48.36
经营活动产生的现金流量净额	12960.05	10791.30	7519.97	-23.83
投资活动产生的现金流出量	38648.21	35080.77	39317.32	0.86
投资活动产生的现金流量净额	-37794.32	-34572.79	-39087.11	1.70
筹资活动产生的现金流入量	33107.67	80833.69	148051.24	111.47
筹资活动产生的现金流量净额	17605.11	25499.54	66075.38	93.73
现金及现金等价物净增加额	-7229.16	1718.05	34508.24	—
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
现金收入比率 (%)	112.27	112.46	113.48	112.73

公司提供了 2006-2008 年现金流量预测 (见表 8)，从经营活动产生的现金流来看，随着公司肉类、白酒、果蔬饮品等核心产品产能的扩大、销售规模的逐年增长，建筑工程业务和中西药业务经营业绩的增长，以及公司通过产品结构调整增加利润率高的高档白酒产销，未来三年公司经营活动产生的现金流入及其净额规模均将会持续稳定增加。

投资方面，随着“放心肉”工程、石门市场升级改造等大型项目的逐步完工，公司未来工程投入规模将有所缩减，预计每年将保持约 2 亿左右投资支出规模。2006 年，公司仍然需要依靠对外融资来满足其投资需求。2007、2008 年，公司经营活动流入净额规模预计将超过同期投资支出规模，公司投资支出能完全由经营活动产生的现金流量净额覆盖。

未来三年，公司经营活动产生的现金流量净额增长的同时，投资活动产生的现金流出规模将减少，这使得公司对外部融资的依赖逐步减弱，2007、2008 年公司预计偿还借款规模将超过筹资活动导致的现金流入，筹资活动产生的现金流量净额将出现负值。

表 8 现金流量预测

项 目 (万元)	2006 年	2007 年	2008 年
销售商品、提供劳务收到的现金	454682	545619	659289
经营活动产生的现金流入量	455026	546031	659787
经营活动产生的现金流量净额	17701	27855	32740
购建固定资产、无形资产和其他长期投资所支付的现金净额	15800	14000	17500
投资所支付的现金	3500	6000	2900
投资活动产生的现金流出量	19300	20000	20400
投资活动产生的现金流量净额	-18950	-19540	-19810
筹资活动产生的现金流入量	123500	121200	119600
筹资活动产生的现金流量净额	3380	-5605	-5665
现金及现金等价物净增加额	2131	2710	7265

6. 偿债能力分析

从表 9 看，公司前三年流动比率和速动比率逐年下降，2005 年底两项指标分别为 95.41%和 62.55%，短期支付能力有待改善。

表 9 偿债能力

项 目 (万元)	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
流动资产	73588.56	84804.37	132683.26	34.28
流动负债	58821.05	79138.30	139069.80	53.76
折旧	4372.53	4609.45	6401.59	21.00
摊销	930.21	1106.94	1525.71	28.07
利息支出	1741.82	471.39	3025.63	31.80
利润总额	9519.35	10813.18	11052.59	7.75
EBITDA	16563.91	17000.97	22005.52	15.26
筹资活动前现金流量净额	-24834.27	-23781.49	-31567.14	12.74
全部债务	51616.86	58809.33	127208.66	56.99
指 标	2003 年	2004 年	2005 年	平均值
流动比率 (%)	125.11	107.16	95.41	109.22
速动比率 (%)	72.52	53.10	62.55	62.72
EBITDA 利息倍数 (倍)	9.51	36.07	7.27	17.62
债务保护倍数 (倍)	0.26	0.25	0.13	0.22
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 (倍)	-0.48	-0.40	-0.25	-0.38

由于 2005 年债务规模增加，利息支出上升，导致在 EBITDA 规模上升的情况下，EBITDA 利息倍数较 2004 年有所下降，为 7.27 倍，公司利息支付能力仍然较强。2003 年至 2005 年，债务规模增加使得债务保护倍数有所下降，分别为 0.26 倍、0.25 倍和 0.13 倍。2005 年，公司债务全部为银行借款，全部债务中短期债务占 92.13%，考虑到其债务期限特征，公司对全部债务的保护能力弱。近三年，公司筹资活动前现金流量净额债务

保护倍数均为负，分别为-0.48 倍、-0.40 倍和-0.25 倍，公司不能通过经营活动和投资活动产生的现金流量净额偿还债务。

未来三年，公司收入及盈利规模不断扩大，投资规模相对缩减，筹资活动前现金流量净额将逐步增加，根据表 8 测算，2006、2007 年公司筹资活动前现金流量净额债务保护倍数将为-0.01 倍和 0.06 倍，公司通过经营和投资活动偿还债务的能力将得到增强。

截至 2005 年 12 月底，公司无对外担保。

截至 2005 年 12 月底，公司共获得国内银行授信额度 17.60 亿元，已使用 11.60 亿元，尚有未用授信额度 6.00 亿元，未用授信全部为流动性授信。公司间接融资渠道畅通，未使用的流动性授信能对本期融资券偿还起到一定备用支持作用。

另外，公司将同时发行两种不同期限融资券品种，这将降低公司集中偿付压力，有利于到期偿付安排。

综上所述，公司基本素质优良、主营业务保持持续稳健增长，未来两年经营性现金流较为充裕，未用流动性授信能起到一定备用支持作用，加之本期融资券不同期限品种设计分散了公司集中偿付压力，本期融资券不能按期还本付息的风险小。

附件 1 2005 年公司组织架构

分公司 (5家)	1. 北京顺鑫农业股份有限公司牛栏山酒厂			
	2. 北京顺鑫农业股份有限公司鹏程食品分公司			
	3. 北京顺鑫农业股份有限公司小店畜禽良种场			
	4. 北京顺鑫农业股份有限公司耘丰种业分公司			
	5. 北京顺鑫农业股份有限公司顺科农业技术开发分公司			
计入合并 报表范围 控股子公司 (10家)	被投资单位名称	注册资本 (万元)	经营范围	母公司控股比例
	1. 北京顺丽鑫园林绿化工程 有限责任公司	909.40	销售果树、苗木等	51%
	2. 北京鑫大禹水利建筑工程 有限公司	2980.00	水利、水电、房屋建 筑 工程施工总承包	75%
	3. 北京顺鑫明珠广告有限公司	400.00	设计、制作、代理、 发布 国内及外商来华广告	80%
	4. 北京顺鑫牵手有限责任公司	27273.00	制造食品、果蔬汁饮 料、 药品、仓储	82.49%
	5. 北京顺鑫石门农产品批发市场 有限责任公司	7620.00	市场管理、服务， 商业信息咨询	73.76%
	6. 汉中顺鑫鹏程食品有限公司	3294.22	肉制品生产销售	60.71%
	7. 北京顺鑫绿色度假村有限 责任公司	5722.00	旅游开发、住宿	45.44%
	8. 北京顺鑫腾飞纸制品有限 公司	467.76	纸制品加工制作	80%
	9. 达州顺鑫鹏程食品有限公司	3500.00	肉制品生产销售	60%
	10. 赤峰顺鑫宁城老窖有限公司	1000.00	白酒制造与销售	90%

附件 2-1 资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

资 产	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
流动资产				
货币资金	25006.16	26724.21	61232.45	56.48
短期投资	0.00	0.00	0.00	—
应收票据	0.00	44.00	400.82	—
应收账款	4738.93	6140.12	7029.15	21.79
其他应收款	3723.23	1914.81	8265.45	49.00
预付账款	9010.53	7096.03	10065.46	5.69
应收补贴款	176.38	103.50	0.00	-100.00
存货	30633.34	41953.47	45191.11	21.46
待摊费用	300.00	828.23	498.82	28.95
待处理流动资产净损失	0.00	0.00	0.00	—
一年内到期的长期债权投资	0.00	0.00	0.00	—
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	—
流动资产合计	73588.56	84804.37	132683.26	34.28
长期投资				
长期股权投资	10705.82	12390.66	10229.86	-2.25
长期债权投资	0.00	0.00	0.00	—
长期投资合计	10705.82	12390.66	10229.86	-2.25
减：长期投资减值准备	0.00	0.00	0.00	—
长期投资净额	10705.82	12390.66	10229.86	-2.25
合并价差	0.00	0.00	0.00	—
固定资产				
固定资产原值	98480.58	130648.49	168192.31	30.69
减：累计折旧	23296.67	27239.85	33589.62	20.08
固定资产净值	75183.90	103408.64	134602.69	33.80
固定资产净值减值准备	2253.62	2253.62	1713.60	-12.80
固定资产净额	72930.28	101155.01	132889.09	34.99
工程物资	0.00	0.00	0.00	—
在建工程	30012.84	29034.45	31099.19	1.79
固定资产清理	0.00	0.00	0.00	—
待处理固定资产净损失	0.00	0.00	0.00	—
固定资产合计	102943.11	130189.46	163988.29	26.21
无形资产及其他资产				
无形资产	1872.34	1831.56	2671.38	19.45
开办费	0.00	0.00	0.00	—
长期待摊费用	4754.07	3969.99	3171.39	-18.32
其他长期资产	0.00	0.00	0.00	—
无形资产及其他资产合计	6626.41	5801.55	5842.77	-6.10
递延税项				
递延税项借项	0.00	0.00	0.00	—
资产总计	193863.91	233186.04	312744.18	27.01

附件 2-2 资产负债表（负债及股东权益）

（单位：人民币万元）

负债及所有者权益	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
流动负债				
短期借款	45200.00	55800.00	117200.00	61.03
应付票据	6416.86	3000.00	0.00	—
应付帐款	2598.71	6577.88	7764.56	72.85
预收帐款	0.00	2797.64	6020.59	—
代销商品款	0.00	0.00	0.00	—
应付工资	399.78	197.05	439.15	4.81
应付福利费	210.70	93.24	171.65	-9.74
应付股利	0.00	508.57	1198.79	—
应交税金	878.50	1055.09	-520.01	—
其他应交款	79.45	163.00	190.33	54.77
其他应付款	2916.91	8396.99	6144.36	45.14
预提费用	120.14	548.83	460.40	95.76
一年内到期的长期负债	0.00	0.00	0.00	—
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	—
流动负债合计	58821.05	79138.30	139069.80	53.76
长期负债				
长期借款	0.00	9.33	10008.66	—
应付债券	0.00	0.00	0.00	—
长期应付款	0.00	0.00	0.00	—
专项应付款	85.00	5.00	0.00	—
住房周转金	0.00	0.00	0.00	—
其他长期负债	0.00	0.00	0.00	—
长期负债合计	85.00	14.33	10008.66	985.12
递延税项	0.00			
递延税项贷款	0.00	0.00	0.00	—
负债合计	58906.05	79152.63	149078.46	59.08
少数股东权益	18446.25	15471.90	17867.29	-1.58
所有者权益				
股本	30415.00	33145.00	39774.00	14.36
资本公积	62101.05	75387.61	75392.47	10.18
盈余公积	9579.69	12085.99	15071.64	25.43
其中：公益金	4789.84	6025.91	7427.20	24.52
未分配利润	14415.87	17942.91	15560.32	3.89
现金股利	0.00	0.00	0.00	—
所有者权益合计	116511.61	138561.51	145798.42	11.86
负债及所有者权益合计	193863.91	233186.04	312744.18	27.01

附件 3 利润及利润分配表

(单位: 人民币万元)

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
一、主营业务收入	132460.85	217127.96	290771.32	48.16
减: 折扣与折让	0.00	0.00	0.00	—
主营业务收入净额	132460.85	217127.96	290771.32	48.16
减: 主营业务成本	100823.06	173280.24	238290.28	53.74
主营业务税金及附加	3180.13	4732.99	6090.27	38.39
二、主营业务利润	28457.66	39114.73	46390.77	27.68
加: 其他业务利润	681.96	349.35	455.88	-18.24
减: 存货跌价损失	0.00	0.00	0.00	—
营业费用	11508.75	18558.55	20798.14	34.43
管理费用	8927.74	10637.23	13716.33	23.95
财务费用	927.94	-461.73	1150.90	11.37
三、营业利润	7775.19	10730.04	11181.29	19.92
加: 投资收益	-65.94	-76.14	6.78	—
补贴收入	1908.76	130.00	20.00	-89.76
营业外收入	76.00	129.28	48.76	-19.90
减: 营业外支出	174.65	100.00	204.24	8.14
其他支出	0.00	0.00	0.00	—
加: 以前年度调整	0.00	0.00	0.00	—
四、利润总额	9519.35	10813.18	11052.59	7.75
减: 所得税	603.65	554.57	904.90	22.44
减: 少数股东损益	608.22	1183.77	1258.39	43.84
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	—
五、净利润	8307.48	9074.85	8889.30	3.44
加: 年初未分配利润	12814.14	14415.87	17942.91	18.33
盈余公积转入数	0.00	0.00	0.00	—
减: 合资企业提取奖福基金	0.00	0.00	0.00	—
其他调整因素	0.00	0.00	0.00	—
六、可供分配的利润	21121.62	23490.71	26832.21	12.71
减: 提取法定盈余公积	1071.75	1270.24	1584.35	21.58
提取法定公益金	1071.75	1236.06	1401.29	14.35
七、可供股东分配的利润	18978.12	20984.41	23846.57	12.10
减: 应付优先股股利	0.00	0.00	0.00	—
提取任意盈余公积	0.00	0.00	0.00	—
应付普通股股利	4562.25	3041.50	1657.25	-39.73
转作股本的普通股股				
利	0.00	0.00	6629.00	—
其他	0.00	0.00	0.00	—
八、未分配利润	14415.87	17942.91	15560.32	3.89

附件 4-1 现金流量表

(单位: 人民币万元)

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
一、经营活动产生的现金流量				
销售商品、提供劳务收到的现金	148709.91	244179.90	329954.93	48.96
收到的租金	0.00	0.00	0.00	—
收到的税费返还	0.00	17.63	33.63	—
收到的其他与经营活动有关的现金	2254.73	2109.70	2286.47	0.70
现金流入小计	150964.63	246307.23	332275.03	48.36
购买商品、接受劳务支付的现金	109794.42	202353.14	272657.30	57.59
经营租赁所支付的现金	0.00	0.00	0.00	—
支付给职工以及为职工支付的现金	11734.97	9515.42	13293.39	6.43
支付的各项税费	7291.02	9232.68	13504.03	36.09
支付的其他与经营活动有关的现金	9184.18	14414.68	25300.34	65.98
现金流出小计	138004.59	235515.93	324755.05	53.40
经营活动产生的现金流量净额	12960.05	10791.30	7519.97	-23.83
二、投资活动产生的现金流量				
收回投资所收到的现金	0.00	0.00	0.00	—
取得投资收益所收到的现金	40.00	88.82	118.58	72.18
处置固定资产、无形资产和其他长期资产而收回的现金	813.89	419.16	111.62	-62.97
收到的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	—
现金流入小计	853.89	507.98	230.20	-48.08
购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金	32598.21	31197.46	39317.32	9.82
投资所支付的现金	6050.00	3883.31	0.00	—
支付的其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	0.00	—
现金流出小计	38648.21	35080.77	39317.32	0.86
投资活动产生的现金流量净额	-37794.32	-34572.79	-39087.11	1.70
三、筹资活动产生的现金流量				
吸收权益性投资所收到的现金	5275.33	19056.62	842.58	-60.04
发行债券所收到的现金	0.00	0.00	0.00	—
借款所收到的现金	26966.34	59362.07	147208.66	133.64
收到的其他与筹资活动有关的现金	866.00	2415.00	0.00	—
现金流入小计	33107.67	80833.69	148051.24	111.47
偿还债务所支付的现金	9146.37	48731.03	75809.33	187.90
发生筹资费用所支付的现金	0.00	0.00	0.00	—
分配股利或利润所支付的现金	6356.19	5652.66	6166.52	-1.50
偿付利息所支付的现金	0.00	0.00	0.00	—
融资租赁所支付的现金	0.00	0.00	0.00	—
减少注册资本所支付的现金	0.00	0.00	0.00	—
支付的其他与筹资活动有关的现金	0.00	950.45	0.00	—
现金流出小计	15502.56	55334.14	81975.85	129.95
筹资活动产生的现金流量净额	17605.11	25499.54	66075.38	93.73
四、汇率变动对现金的影响	0.00	0.00	0.00	—
五、现金及现金等价物净增加额	-7229.16	1718.05	34508.24	—

附件 4-2 现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项 目	2003 年	2004 年	2005 年	变动率 (%)
一、不涉及现金收支的投资和筹资活动				
以固定资产偿还债务	0.00	0.00	0.00	—
以投资偿还债务	0.00	0.00	0.00	—
以固定资产进行长期投资	0.00	0.00	0.00	—
以存货偿还债务	0.00	0.00	0.00	—
融资租赁固定资产	0.00	0.00	0.00	—
二、将净利润调节为经营活动的现金流量				
净利润	8307.48	9074.85	8889.30	3.44
加: 少数股东损益	608.22	1183.77	1258.39	43.84
计提的资产减值准备	288.56	13.04	639.32	48.85
固定资产折旧	4372.53	4609.45	6401.59	21.00
无形资产摊销	41.19	40.78	85.52	44.09
长期待摊费用摊销	889.02	1066.16	1440.18	27.28
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失(减:收益)	90.60	-37.56	-88.43	—
待摊费用减少(减:增加)	742.32	-528.23	329.42	-33.38
预提费用增加(减:减少)	-35.02	428.70	-6.78	-55.98
固定资产报废损失	0.00	9.68	150.38	—
财务费用	927.04	-462.71	79.03	-70.80
投资损失(减:收益)	65.94	76.14	1150.90	317.77
递延税款贷项(减:借项)	0.00	0.00	0.00	—
存货的减少(减:增加)	-3906.12	-11320.12	-3237.64	-8.96
经营性应收项目的减少(减:增加)	-3776.56	2108.07	-4016.73	3.13
经营性应付项目的增加(减:减少)	4344.83	4529.30	-5554.47	—
其他	0.00	0.00	0.00	—
经营活动产生的现金流量净额	12960.05	10791.30	7519.97	-23.83
三、现金及现金等价物净增加情况				
货币资金的期末余额	25006.16	26724.21	61232.45	56.48
减: 货币资金的期初余额	32235.32	25006.16	26724.21	-8.95
现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	—
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	—
现金及现金等价物净增加额	-7229.16	1718.05	34508.24	—

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入
总资本收益率	(利润总额+利息支出)/(少数股东权益+所有者权益+短期债务+长期债务)
净资产收益率	净利润/所有者权益
长期资本化比率	长期债务/(长期债务+所有者权益+少数股东权益)
全部资本化比率	(长期债务+短期债务)/(长期债务+短期债务+所有者权益+少数股东权益)
资产负债比率	负债总额/资产总额
流动比率	流动资产/流动负债
速动比率	(流动资产-存货)/流动负债
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
债务保护倍数	(净利润+固定资产折旧+摊销)/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
管理费用率	管理费用/总成本
销售债权周转次数	主营业务收入/(平均应收账款+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货
总资产周转次数	主营业务收入/平均资产总额
成本率	总成本/主营业务收入
总成本	主营业务收入-营业利润
EBITDA	税、息、折旧及摊销前的收益 (利润总额+利息支出+折旧+摊销)
短期债务	短期借款+应付票据+一年内到期的长期负债
长期债务	长期借款+应付债券
全部债务	长期债务+短期债务

附件 6 融资券级别设置及其含义

级别设置		含 义
投资级	A-1	该级别融资券是本公司评出的最高级融资券，其还本付息能力最强，安全性最高。 在此评级中另可有+号调整为 A-1+级，以表示还本付息能力极强。
	A-2	该级融资券有足够的还本付息能力，但其安全性不如 A-1 级融资券。
	A-3	该级别融资券还本付息能力一般，但与 A-1 和 A-2 级融资券相比，其更易受不良环境变化的影响。
投机级	B	该级别属于投机性融资券，其还付息能力具有较多的不确定因素。
	C	该级别融资券的还本付息能力具有很多的不确定因素。
倒闭级	D	该级别融资券不能按期还本付息。