

跟 踪 评 级 公 告

联合[2014] 764 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持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,并维持“14顺鑫CP001”的信用等级为A-1。

特此公告。



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

北京顺鑫农业股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
14 顺鑫 CP001	4 亿元	2014/4/28-2015/4/28	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2014 年 6 月 24 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	15.97	23.46	19.16	31.26
资产总额(亿元)	103.33	124.80	137.85	150.26
所有者权益合计(亿元)	29.94	29.86	31.76	33.16
长期债务(亿元)	1.95	18.96	13.95	13.90
全部债务(亿元)	63.86	84.76	84.93	91.83
营业收入(亿元)	75.80	83.42	90.72	32.06
利润总额(亿元)	3.75	2.05	3.00	2.48
EBITDA(亿元)	6.21	5.80	6.32	--
经营性净现金流(亿元)	0.27	-2.83	7.44	4.77
营业利润率(%)	21.05	20.29	21.74	27.21
净资产收益率(%)	10.74	4.37	6.44	--
资产负债率(%)	71.03	76.07	76.96	77.93
全部债务资本化比率(%)	68.18	73.95	72.78	73.47
流动比率(%)	100.74	112.89	101.76	101.48
全部债务/EBITDA(倍)	10.32	14.61	13.43	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.18	1.25	3.28	--
经营现金流/流动负债(%)	0.38	-3.72	8.08	--

注: 2013 年和 2014 年 3 月“长期债务”、“全部债务”及相关指标计算中加入“其他流动负债”中中期票据额度、“长期应付款”中融资租赁额度; 2012 年“长期债务”、“全部债务”及相关指标计算中加入“其他流动负债”中短期融资券和非公开定向债务融资工具额度、“其他非流动负债”中中期票据额度; 2014 年一季度财报未审计。

分析师

靳晓龙 杨学慧
 lianhe@lhratings.com
 电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
 中国人保财险大厦 17 层 (100022)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 对北京顺鑫农业股份有限公司 (以下简称“公司”) 的评级反映了公司作为国家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、多元化经营以及区域市场竞争等方面的优势。跟踪期间, 公司资产规模不断扩大, 营业收入稳步增长, 白酒制造业务快速发展。同时联合资信关注到, 公司肉类加工行业收入下降、债务负担重、营业税金快速增加等因素可能对公司经营与发展带来的负面影响。

在国家控制三公消费和中央军委“禁酒令”的影响下, 白酒行业的整体增速可能持续受到影响, 产品结构将进一步转型; 2014 年以来, 猪肉价格持续下跌后有所反弹, 但目前猪肉养殖行业压力仍较大, 考虑到行业的周期性较强, 居民对猪肉的需求稳定增长, 猪肉养殖行业未来有望继续向好。

综合考虑, 联合资信维持北京顺鑫农业股份有限公司 AA 的主体长期信用等级, 评级展望为稳定, 并维持“14 顺鑫 CP001” A-1 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 公司多元化经营格局发展良好, 白酒制造业务盈利能力较高, 肉类加工产业规模较大, 两行业品牌优势和区域竞争优势明显。
2. 跟踪期内, 公司白酒制造业务快速发展, 对整体收入和利润贡献增大。
3. 公司现金类资产和经营活动产生的现金流入量较大, 对待偿还债券的保障能力强。

关注

1. 公司肉类产品的产量和市场价格受行业周期和公司调整产品结构影响, 跟踪期间销售收入规模下降。

2. 公司债务规模较大，债务负担重，短期债务占比高。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与北京顺鑫农业股份有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与北京顺鑫农业股份有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，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。

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因北京顺鑫农业股份有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用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。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由北京顺鑫农业股份有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

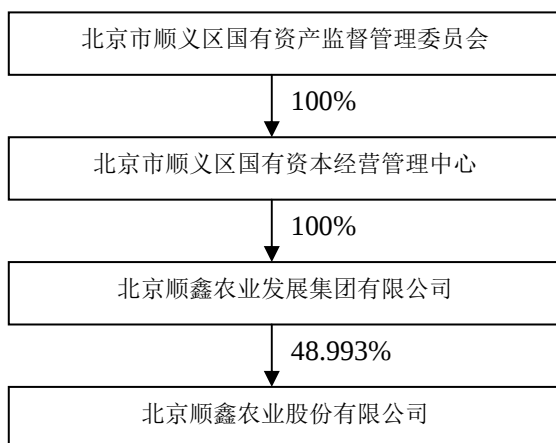
一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于北京顺鑫农业股份有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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”，股票代码“000860”）。2005年11月，公司完成股权分置改革。2007年9月12日，公司非公开发行股票4080万股。截至2013年底，公司总股本43854万股，其中控股股东北京顺鑫农业发展集团有限公司（以下简称“顺鑫集团”）持股48.993%，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（以下简称“顺义国资委”）。

图1 截至2013年底公司股权结构



资料来源：公司2013年度报告

公司属于农业类上市公司，经营范围包括种植业，养殖业及其产品加工销售；农业技术开发；农业产前、产中、产后服务；销售日用百货，日用杂品，五金，交电，化工，针纺织

品。

截至2013年底，公司下设审计监察部、经理办公室、安全生产部、人力资源部、节能和环保部等14个职能部门；公司纳入合并范围的控股子公司27家；公司在职员工6645人。

截至2013年底，公司（合并）资产总额为137.89亿元，所有者权益合计31.76亿元（含少数股东权益1.15亿元）；2013年，公司实现营业收入90.72亿元，利润总额3.00亿元。

截至2014年3月底，公司（合并）资产总额为150.26亿元，所有者权益合计33.16亿元（含少数股东权益1.18亿元）；2014年1~3月，公司实现营业收入32.06亿元，利润总额2.48亿元。

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。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；

三次产业投资同比分别增长 32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013 年，中国进出口总额为 41600 亿美元，同比增长 7.6%；其中出口金额增长 7.9%，进口金额增长 7.3%，贸易顺差 2592 亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013 年，中国财政累计收入为 129143 亿元，同比增长 10.1%，各项民生政策得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自 8 月 1 日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7 月 31 日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10 月 25 日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至 2013 年底，M2 存量达 110.7 万亿，同比增长 13.6%。从社会融资规模来看，2013 年全社会融资规模为 17.3 万亿，比上年同期多 1.5 万亿；其中人民币贷款 12.97 万亿，增加 2.54

万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资 6885 亿元，比上年增加 1044 亿元。其中，A 股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803 亿元，增加 710 亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资 4082 亿元，增加 1369 亿元。2013 年发行公司信用类债券 3.67 万亿元，比上年减少 667 亿元。

人民币汇率方面，截至 2013 年底，人民币兑美元汇率中间价为 6.0969 元，比上年末升值 3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013 年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2 月 26 日，国务院办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6 月 26 日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来 5 年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区 1000 万户；8 月 22 日，发改委下发了发改办财金[2013]2050 号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10 月 15 日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘

汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

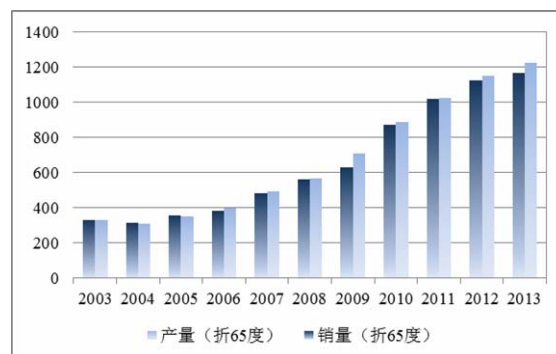
总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

白酒制造业

图3 中国白酒产销量情况（单位：万吨）



资料来源：国家统计局

白酒是中国传统蒸馏酒，工艺独特，历史悠久。作为白酒的生产和消费大国，近几年，中国白酒的产量和消费量一直保持较大规模，并呈现稳步增长趋势。2013年，受限制“三公”消费和中央军委“禁酒令”等政策影响，高端白酒受到较大冲击，白酒行业增速明显放缓。2013年，中国白酒产量和销量（按65度折纯计算）分别为1226.20万吨和1166.20万吨，分别同比增长6.33%和3.51%，增速同比分别下降6.11和6.76个百分点。

从产销率来看，中国白酒供给和需求长期总体处于波动平衡状态，主要是因为白酒销售总体上采取的是以产定销的方式，价格调节使得白酒产销率保持一定平衡。2002年后，高端白酒价格不断上涨，但是2008年底，受到金融危机的影响，高端白酒需求急剧下滑，供需缺口加大，造成2009年白酒产销率有所提升，茅台、五粮液、水井坊、国窖1573等高端白酒采取不涨价或者降价促销等方式刺激消费量的增长。2013年高端白酒消费受到政策限制后，白酒行业的产销率呈小幅下降趋势。

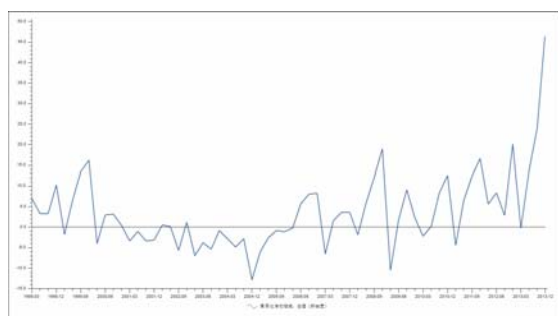
图4 1998~2013年中国白酒累计产销率情况
(单位: %)



资料来源: 国家统计局

从库存角度看, 2013年前, 由于行业产销比稳定, 白酒行业的库存长期围绕均衡水平波动; 2013年后, 库存同比变化率明显提升, 2013年12月达到了46.50%的历史高点。

图5 1998~2013年中国白酒库存比年初增减
(单位: %)



资料来源: 国家统计局

原料方面, 白酒酿造所需原料主要是高粱、大米、玉米、小麦等, 其中以高粱为主, 约占70%左右。整体上, 由于粮食等生产成本占白酒售价比重较低, 影响程度不大。

随着国家逐步提高白酒行业的质量标准、消费升级深化, 以及行业进入调整期, 白酒市场进入整合重组阶段。行业整合重组为行业集中度提升创造条件, 原因是在过去10年的行业高速增长期, 无论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压力下, 此前大量进入高端市场的酒企将因市场空间收缩

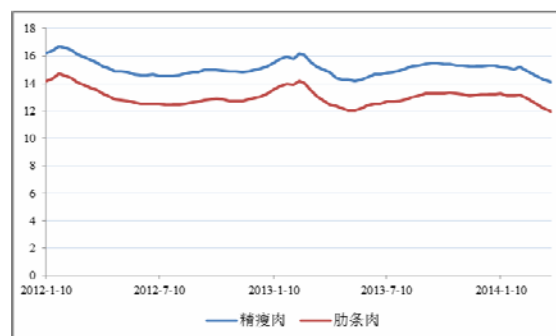
而退出, 固步于低端产品的企业由于规模、资金、技术、品牌等诸多原因绝大多数将被淘汰, 高低端市场将释放出可观的市场份额。而中端市场将成为必争之地, 一方面是以高端白酒为主的全国性白酒企业加速进入中端市场, 另一方面地方优势酒企业因进入高端市场受阻而被迫固守区域中端市场, 使得中端市场两头受压。

联合资信认为, 过去十年白酒价格大幅上涨的基础来自政务和商务消费的低价格弹性。尽管随着政府限制“三公”消费和中央军委“禁酒令”影响, 高端白酒政务消费将持续萎缩。但随着十二五期间“居民收入倍增计划”的实施, 个人收入增长带动消费结构持续升级, 将为白酒产业发展提供新的支撑, 同时随着白酒产品结构的逐步升级, 白酒总体均价仍将保持增长。

肉类加工业

中国是猪肉制品生产和消费大国, 猪肉总产量、消费人口和消费总量在世界均处于首位, 而中国肉类总产量中猪肉占6成以上。近十年, 随着中国人口增长、生活水平提升, 人们对猪肉的需求也逐步增加。2004~2013年, 中国肉类总产量年均复合增长率1.69%。2013年, 中国肉类总产量8536万吨, 同比增长1.78%, 其中, 猪肉产量5493万吨, 同比增长2.83%。目前中国猪肉产量已占世界总产量的一半。

图6 2012年~2014年4月中国城市猪肉零售价格
(单位: 元/斤)

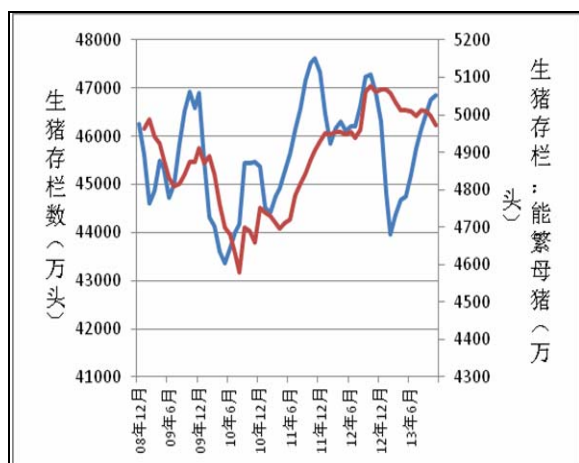


资料来源: 国家发改委

从过往猪肉价格变动情况看,猪肉价格具有明显的周期性波动特点,猪价周期通常表现为:“生猪养殖盈利增加——种猪存栏增加——生猪供应增加——猪价下跌——生猪盈利下降——种猪存栏下降——猪价上涨——生猪盈利增加”这一传递链条。

2012 年上半年,猪肉价格持续下跌,7 月猪肉价格跌至 28.72 元/公斤,创 2011 年 5 月以来的新低,2012 年底猪肉价格有所回升,但年底价格仍比年初下降了 7.85%。2013 年前两个月由于春节因素导致猪肉需求量增加,猪肉价格小幅走高,之后随着需求回落和生猪存栏量持续处于高位,猪肉价格一路下滑,5 月国务院批准启动冻肉收储,7 月份价格明显上涨,但国家储备肉在 4-6 个月内必须出库,冻肉储备不能从根本上解决猪肉供需矛盾,只能部分平抑生猪价格的过度波动,2013 年底,猪肉价格为 30.6 元/公斤,与年初基本持平。2014 年初,猪肉价格不断下降,2014 年 3 月下降至 28.3 元/公斤;5 月以来,猪肉价格有所反弹,截至 2014 年 5 月底为 30.5 元/公斤。

图 7 中国生猪存栏和能繁母猪存栏情况



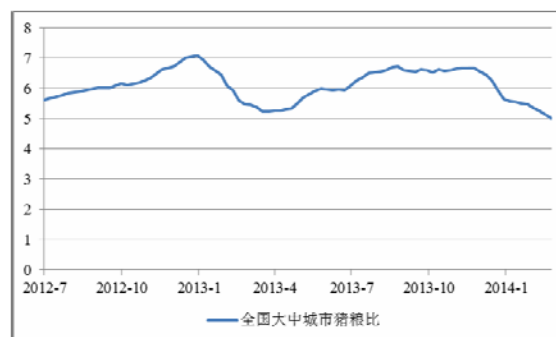
资料来源: wind 资讯

生猪存栏量和能繁母猪存栏量是某一时点的生猪存栏头数和能繁母猪存栏头数,可以用来衡量一个地区的生猪繁育情况,可作为生猪供给的替代指标。生猪供给的变化影响猪肉价格的波动,猪肉价格的波动又会影响养殖户

的收益以及未来养殖数量的决策,而这又会影响未来猪肉的供给。因此猪肉价格和养殖户供给决策之间存在交互作用,加之生猪养殖周期较长、猪肉供给存在滞后性的特点,使得某一时点的生猪存栏量和能繁母猪存栏量可以作为未来猪肉价格的先行指标。

2009~2012 年来生猪出栏年均复合增速为 4.26%,高于 2003~2012 年来复合增速水平(2.55%),生猪总体供给充足。截至 2012 年底,生猪存栏量 4.75 亿头,同比增长 1.6%,生猪存栏量相对较高。2013 年生猪存栏量则呈现先减少后增加的态势,基本与 2012 年的走势类似,截至 2014 年 1 月,生猪存栏量为 4.65 亿头。2013 年一季度,受春节过后终端消费减弱影响,生猪价格持续低迷,饲料成本居高不下导致养殖户处于亏损状态,部分养殖户开始淘汰母猪;2013 年,全国能繁母猪存栏量总体上呈现下滑态势,由 2012 年底的 5068 万头下滑至 2013 年 12 月的 4938 万头。2014 年以来,由于猪肉价格继续下降,全国能繁母猪存栏量继续下滑,截至 2014 年 4 月底为 4686 万头。截至 2014 年 4 月底,全国母猪平均存栏比(能繁母猪存栏量/生猪存栏量)为 10.84%,仍高于 9%的正常比值,高的母猪存栏比将导致育肥猪增加,在不发生大的疫情情况下,猪肉产能处于相对过剩状态,未来一段时间猪价上涨仍面临阻力。

图 8 2012 年 7 月~2014 年 3 月 22 省市猪粮比



资料来源: Choice 资讯

实践中常用生猪价格与玉米价格的比率,即“猪粮比”来衡量养殖业的盈利情况。猪粮比越

高,说明养殖利润越好,反之则越差。按照相关规定,当猪粮比达到6时,生猪养殖基本处于盈亏平衡点。2013年一季度末期,猪粮比探至5的水平,生猪养殖业处于深度亏损状态;二季度,国家冻猪肉收储工作陆续展开实施,生猪价格在政策和端午节节日效应的双重利好下,在5月中下旬上扬,之后持续走高,至2013年底达6.69。2014年以来,受季节因素影响,猪粮比大幅回落,2014年3月底,大中城市猪粮比为4.66。2014年5月,猪粮比小幅回升至5.64。整体上看,2014年以来,养殖户亏损严重。

总体看,受粮食价格波动、短期肉类市场供需调整加大以及养殖疫情爆发等因素影响,跟踪期内,猪肉价格虽呈阶段性波动下调;养殖行业较强的周期性特征使得小型养殖企业仍面临较大市场风险,而具有规模优势、市场优势及多元化生产布局的大型养殖企业将表现出更强的抗风险能力,有望在竞争中进一步做大做强。

2. 区域经济环境

近年来,北京市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。根据《北京市2013年国民经济和社会发展统计公报》,2013年,北京市实现地区生产总值19500.6亿元,同比增长7.7%;同期,北京城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入分别达到40321元和18337元,扣除价格因素后分别比上年增长7.1%和7.7%;截至2013年底,北京市常住人口2114.8万人,比上年末增加45.5万人。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、城乡居民人均可支配收入的提高以及常住人口的快速增长使得人们对肉类、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

机场设计旅客吞吐能力达到7800万人次/年、设计货运吞吐能力达到180万吨/年,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。

五、基础素质分析

顺鑫农业属于农业类上市公司,主营业务包括:白酒的生产销售、种猪繁育、生猪养殖屠宰及肉制品加工、房地产开发、水利与建筑工程施工、农副产品生产加工、物流业务等。公司主要产品包括:“牛栏山”二锅头、宁城老窖、“小店”品牌种猪、“鹏程”牌冷鲜肉与低温肉制品等,拥有“牛栏山”、“宁城”、“鹏程”、“顺鑫”、“小店”等5个中国驰名商标。公司连续八年入选“中国制造业企业500强”(由中国企业联合会和中国企业家协会组织评定)、公司先后被授予“2009年度中国食品工业百强企业”、“2009-2010年度中国食品工业实施卓越绩效模式先进企业”等称号。

公司是北京地区最大的肉制品生产企业,形成了“育种-饲料-养殖-防疫-屠宰-加工-物流”一条龙的完整产业链。公司在北京地区建有年屠宰生猪能力300万头并达到欧盟标准的自动化猪宰线,年产5万吨并达到日本农林水产省标准的熟食生产线。公司的生猪屠宰量和生猪肉的市场份额均居北京市首位(市场份额约占40%以上),是北京市“放心肉”定点供应单位和猪肉储备的定点承储单位。

公司在白酒制造已形成规模,生产技术水平先进,品牌优势突出,旗下牛栏山酒厂是北京地区自主酿造规模最大的白酒生产企业,产能21万吨左右。牛栏山酒厂历年来获得了“中华老字号”、“中国驰名商标”、二锅头的“原产地标记保护产品”认定、“纯粮固态发酵”等多项认证,同时也是北京地区唯一拥有“中国酿酒大师”的企业,其产品是“清香型”(二锅头工艺)白酒的典型代表。公司所属牛栏山

酒厂华北地区最大的 P2 级微生物实验室，实验室配备有行业内最先进的仪器设备，达到了白酒行业分析设备的最高水平。同时，牛栏山酒厂还依托科研实力，积极开展对外合作，承担了“中国白酒 169 计划”科研项目，并与中国科学院合作，借助科研机构对提高酒品品质的微生物种群及其酶活进行跟踪研究，以提高酒品品质。2013 年 11 月牛栏山酒厂博士后科研工作站挂牌成立，是北京白酒行业获准设立博士后科研工作站的首家企业，为进一步加强产、学、研合作、技术创新和引进、培养高层次人才提供了一个新的更高的平台，也将进一步提升牛栏山酒厂的研发能力，促进企业依靠科技进步，提高企业的核心竞争能力。

在所得税优惠政策方面，根据财政部及国家税务总局财税字【1996】18 号文以及财税[2008]149 号文《关于发布享受企业所得税优惠政策的农产品初加工范围（试行）的通知》，公司良种生产加工、农业技术开发、畜禽良种繁育业务收入免缴增值税；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。

总体看，跟踪期间，公司行业地位得到巩固，品牌影响力及研发实力持续提升；作为农业类企业，公司能够享受一定税收减免优惠，具有良好的发展空间。

六、管理分析

跟踪期内公司在管理体制、股权变更、领导变动、管理制度等方面无重大变化情况。

七、经营分析

公司主营业务包括：白酒制造、肉制品加工、房地产开发、建筑工程施工、农副产品生产加工物流业务等。

2013 年，公司实现主营业务收入 90.72 亿元，同比增长 10.90%，主要是白酒制造和建筑工程业务收入大幅增加所致。2013 年，由于公司调整熟食产业整体规划及进行熟食车间改造，肉类加工业收入同比下降 7.02%；白酒制造业和肉类加工业收入占比分别为 41.27%和 32.80%，依旧为公司两大支柱产业。

从主营业务盈利水平看，由于毛猪收购价格下降较多及熟食产品调整，公司肉类加工业毛利率同比上升 2.51 个百分点；2013 年白酒销量中，销量占比最高的低端酒均价上升，因而毛利率有所上升；房地产收入大多为上年项目的尾房销售，价格较低，以及新建项目入住率低，导致毛利率下降。2013 年公司主营业务整体毛利率为 30.00%，同比上升 3.22 个百分点。

2014 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 32.06 亿元，占 2013 年全年的 35.34%。受生猪收购价格下降和熟食销售均价上升影响，公司肉类加工业毛利率升至 10.63%，但收入占比下降至 20.38%；白酒加工业务发展趋势良好，收入占比升至 55.47%，毛利率下降至 57.56%。2014 年 1~3 月，公司主营业务整体毛利率升至 38.38%。

表 1 2011~2013 年公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

业务分类	2011 年			2012 年			2013 年			2014 年 1-3 月		
	业务收入	占比	毛利率	业务收入	占比	毛利率	业务收入	占比	毛利率	业务收入	占比	毛利率
白酒制造业	250356.39	33.10	56.81	323823.82	38.90	51.49	374371.05	41.27	60.35	177698.97	55.47	57.56
肉类加工业	350644.48	46.37	3.15	320001.62	38.44	4.80	297551.53	32.80	7.31	65295.19	20.38	10.63

建筑工程业	70409.01	9.31	12.88	79952.61	9.60	13.09	126105.33	13.90	9.51	30279.71	9.45	12.11
房地产业	33785.73	4.47	37.97	41459.70	4.98	15.50	43962.71	4.85	11.41	26193.22	8.18	23.12
其他	51047.52	6.75	39.48	67179.88	8.07	35.59	65244.92	7.19	11.42	21181.13	6.51	19.19
合 计	756259.55	100.00	25.83	832417.63	100.00	26.78	907235.54	100.00	30.00	320648.22	100.00	38.38

资料来源：公司年报

1. 白酒制造业

公司白酒生产及销售业务主要由下属牛栏山酒厂承担，此外，内蒙古顺鑫宁城老窖酒业有限公司（以下简称“宁城老窖公司”）也贡献一定收入，但占比小。2013 年，牛栏山酒

厂贡献公司酒类业务销售量及金额的 98.61% 和 96.72%。2014 年 1-3 月，牛栏山酒厂贡献公司酒类业务销售量及金额的 99.14% 和 98.14%。

表 2 公司白酒分类销售情况（不含税，单位：吨、万元）

品牌	品种	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1-3 月	
		销售量	销售金额	销售量	销售金额	销售量	销售金额	销售量	销售金额
牛栏山	低档酒	116282.53	105194.00	150417.67	152429.67	197719	211196.91	91847.41	102265.68
	中档酒	9632.77	42065.19	12242.48	56250.07	14056	62060.32	7206.60	30467.81
	高档酒	4554.41	90940.69	4813.87	101736.57	4401	91230.27	2065.32	41656.32
	小计	130469.71	238199.88	167474.02	310416.31	216176	364487.50	101119.33	174389.81
宁城老窖	低档酒	1601.95	2592.3	809.42	1483.37	643	686.83	235.80	535.90
	中档酒	1666.83	6673.78	2063.71	8650.00	1482	6543.35	620.78	2419.97
	高档酒	160.98	2890.43	169.4	3274.14	128	2653.37	15.18	353.29
	小计	3429.76	12156.51	3042.53	13407.51	2253	9883.55	871.76	3309.16
合 计		133899.47	250356.39	218429	374371.05	218429	374371.05	101991.09	177698.97

资料来源：公司提供

注：公司将白酒档次划分为 3 个档次：单瓶售价在 10 元/500ml 以下的为低档酒，10 元至 50 元（含 10 元不含 50 元）为中档酒，50 元以上的高档酒。

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。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，酒厂主要生产清香型“牛栏山”牌二锅头和浓香型“百年牛栏山”为代表的系列产品，共计 400 余种。清香型白酒主要以 52 度经典二锅头、45 度珍品二锅头为主，浓香型白酒主要以 36 度百年牛栏山和百年红系列为主。近年来公司牛栏山白酒产量实现快速增长，2013 年达到 23.69 万吨。

公司牛栏山酒类产品主要销售区域在北京，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大幅增至 8000 余家。2013 年，牛栏山酒厂进一步加大产品结构调整力度，在巩固北京市场的同时，进一步加大产品结构调整力度，在巩固北京市场的同时，通过加速对外埠重点市场的开发，使得外埠市场经营业绩取得新的突破，呼市、天津、山西、河南、山东、辽宁等市场销售收入大幅增长。

牛栏山产品结构覆盖了高中低三个档次，以低档白酒为主，2013 年实销售收入 36.45 亿

元，整体吨酒价格为 1.69 万元，毛利率为 60%。

2013 年，牛栏山产品中，低档酒销售收入 21.12 亿元，占 57.94%，中端酒销售收入 6.21 亿元，占 17.03%，高档酒销售收入 9.12 亿元，占比 25.02%。白酒行业 2012 年进入拐点，经销商库存压力大，资金吃紧，公司低端酒具有需求稳定、周转快、现款现货、价格低资金占

用量小的优点，经销商倾向于选择代理公司产品。2013 年以来，公司低端酒销售收入占比进一步提高。2014 年 1-3 月，公司低端酒销售收入 10.23 亿元，占 58.64%。

从成本上看，牛栏山酒厂白酒的生产成本主要为原酒、粮食和包装。其中，酿酒所需的粮食主要包括小麦、玉米、糯米、大米等作物。

表 3 牛栏山白酒分类成本情况（不含税，单位：万元，%）

产品	原材料	2011 年		2012 年		2013 年	
		金额	比例	金额	比例	金额	比例
		(万元)	(%)	(万元)	(%)	(万元)	(%)
高档酒	原酒	2394.17	12.06	2349.97	11	1462.01	10.03
	粮食	3624.23	18.26	4084.84	19.11	2825.92	19.39
	包装	13832.87	69.68	14937.79	69.89	10287.87	70.58
	合计	19851.27	100.00	21372.60	100.00	14575.80	100.00
中档酒	原酒	7497.67	36.42	10552.87	36.22	7512.13	32.77
	粮食	1422.54	6.91	2019.64	6.93	2147.97	9.37
	包装	11664.80	56.67	16563.14	56.85	13264.96	57.86
	合计	20585.01	100.00	29135.65	100.00	22925.06	100.00
低档酒	原酒	24677.84	37.85	38664.56	37.88	45859.89	43.96
	粮食	6845.11	10.5	10690.13	10.47	12394.13	11.88
	包装	33680.16	51.65	52720.31	51.65	46057.86	44.15
	合计	65203.11	100.00	102075.00	100.00	104311.88	100.00

资料来源：公司提供

目前，公司计划实施“牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程”，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 6000 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 12000 吨，新增配制酒灌装能力 50000 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，截至 2013 年底，已完成投入 5.37 亿元。项目建成后，将促进公司白酒产品结构升级，提高中高档白酒生产能力。

宁城老窖公司主要生产“宁城”牌白酒，市场开拓主要以内蒙古地区为主，产量、销量和收入规模都较小，对白酒收入贡献不大。

总体看，跟踪期内，公司白酒销售仍以牛栏山系列二锅头产品为主，公司白酒相对于整

个白酒市场而言，其价位偏低，在中央限制“三公”消费的背景下，总体定位低端的牛栏山在外埠市场容易得到消费者的认可，销售收入及毛利率反而有所上升。

2. 肉类加工业

公司种猪繁育、生猪屠宰与肉食品加工销售主要由小店畜禽良种场（以下简称“小店良种场”）、鹏程食品分公司（以下简称“鹏程食品”）经营。鹏程食品是北京地区最大的猪肉生产基地，生鲜猪肉在北京市场占有率 40% 以上的份额，是北京市“放心肉”定点供应单位和猪肉储备的定点承储单位，产品多次被指定为“两会”等国家重要大型会议的特供产品。作为农业产业化龙头企业，公司建立了“公司+基地+农户”经营模式，形成了种猪繁育、畜牧养

殖、检验防疫、生猪屠宰、肉制品深加工及物流配送完善的产业链及可追溯的食品安全控制体系，目前生猪屠宰能力达到 300 万头/年。

2013 年，公司视库存和市场情况完成生猪屠宰量 184.10 万头，向市场提供生猪肉制品 15.67 万吨，同比下降 13.66%；2013 年销售猪肉熟食制品 1.39 万吨，同比增长 9.30%。2013 年猪肉市场价格基本保持稳定，由于产量下降，公司肉类加工业收入 29.76 亿元，同比下降 7.00%；由于生猪收购均价降低，公司肉类加工业毛利率有所提升，2013 年为 7.31%。2014 年 1-3 月，公司完成生猪屠宰量 48.70 万头，销售猪肉熟食制品 0.32 万吨。2014 年一季度，受市场环境和公司产品调整影响，公司生猪收购均价及生猪销售价格均有所降低，熟食均价小幅上升。

表 4 2012~2014 年 3 月公司肉类加工业采购、生产及销售情况

项目	2012 年	2013 年	2014 年 1-3 月
祖代(套)	1329	1299	1721
父母代(套)	16314	15487	14670
屠宰能力(万头/年)	300	300	300
实际屠宰量(万头)	190.35	184.10	48.70
收购均价(元/公斤)	15.28	13.28	12.24
生猪肉制品(万吨)	18.15	15.67	4.28
生猪肉均价(元/公斤)	17.63	17.77	15.63
猪肉熟食(万吨)	1.41	1.39	0.32
猪肉熟食均价(元/公斤)	16.39	15.79	16.22

资料来源：公司提供

育种方面，小店畜禽良种场是全国 33 家国家级种猪场之一，是农业部命名的国家级重点种畜禽场，是农业部联合育种首批育种场。跟踪期间，公司“小店”商标被认定为中国驰名商标，成为国内种猪行业第一件驰名商标。公司下设 10 个养猪场，设有原种猪场，祖代种猪场，父母代种猪场，形成种猪体系 3 级配套，满足不同类型种猪场的购种需求。公司原种猪场利用现代 BLUP 育种模型技术，对种猪进行选育。公司所属小店种猪场在全国同行业首家通过 HACCP 认证，是全国唯一一家向客户承诺现场采血化验合格再引种的场家。选育场长

期饲养着长白、大白、皮特兰、杜洛克等世界上最优秀的种猪品种，小店种猪的成活率达 90%以上，高于全国平均水平。截至 2013 底，公司种猪生产拥有祖代猪 1299 套，父母代猪 15487 套，育种技术能力较强。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，2013 年小店种猪场种猪、育肥仔猪销售收入 27389 万元，同比增长 5.24%。

销售渠道方面，公司已形成了以航空食品、酒店为主的高端产品网络；以连锁店、超市和大型商场为主的零售业网络；以国家机关、大专院校为主的集团消费网络；以城区居民消费为主的大型社区市场网络，销售网点遍及北京，已成为北京百姓日常生活的重要组成部分。截至 2013 年底，公司共建立销售网点 3028 家，其中北京地区 2642 家，北京以外地区 386 家。北京地区网点包括商场、超市 385 个，星级酒店及西餐厅 818 个，社区市场 512 个，加盟店、直营店和机关团体等 30 个。

总体看，养殖行业对过程管理要求高，盈利能力受生猪价格波动、产能利用率高度影响的行业。公司生猪养殖产业链完整；掌控上游资源有利于降低生产成本，减少了市场风险；凭借“公司+基地+农户”模式的可复制性形成一定的养殖规模，解决了制约规模化养殖瓶颈；同时通过种猪自主繁育、药品统一采购、饲料自主加工等措施，降低了公司养殖成本。凭借成本优势，有助于公司在猪价大幅波动的情况下保持良好的盈利水平。跟踪期内，受肉制品价格波动和熟食产业调整影响，公司生猪采购和屠宰规模逐年减少，产业链向肉制品深加工的延伸能力还有待提高。

3. 建筑工程业

公司从事建筑工程的下属企业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”）。鑫大禹公司具有水利水电工程、市政公用工程施工总承包二级、房屋建筑工程总承包一级、地基与基础处理工程专业承包三级、

河湖整治工程专业承包三级等专业资质，可承担大中型水利水电工程及辅助生产设施的建筑工程、水利机电设备安装工程。

鑫大禹公司成立以来，参与施工了怀柔区怀河3号橡胶坝蓄水工程、北房联合水厂工程、潮白河综合治理、顺义新城建设等多项水利和房建施工工程，主要集中在顺义区。截至2012年底，鑫大禹公司在建工程项目包括顺义区党委党校迁址新建项目、顺义区中小学校舍安全工程北京市顺义区杨镇第二中学实验楼及食堂翻建项目、新建冷库（冷链物流配送项目）、顺义区兽医站、站前街3#楼（顺义区站前街商业金融项目）等十余项。2013年，公司建筑工程业务实现营业收入12.61亿元，同比增长57.73%。未来几年，公司建筑工程业务板块计划投资重点项目包括包头南海花苑二期项目、海南文昌顺义小区项目等。

4. 房地产业

公司房地产业务运营主体是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。

在地产开发方面，佳宇地产以住宅开发为主，工业和商业物业开发为辅，开发区域集中在顺义区。近几年，佳宇地产先后开发了顺鑫澜庭、杨镇一期（双阳西区）、杨镇二期（阳洲鑫园）、高丽营项目（顺鑫花语）、杨镇三期（顺鑫郎郡）、包头南海花苑、曲阜商品城等项目，均获得较好收益。

2013年房地产收入主要来自杨镇三期顺鑫郎郡项目、下坡屯回迁房项目的尾房销售和站前街商业金融项目一期租金。2013年房地产业务毛利率出现下滑，原因是下坡屯回迁房基本不贡献利润，站前街一期入住率低，处于亏损状态。站前街一期是顺鑫国际商务中心，位于顺义城区黄金地段，项目总建筑面积6.6万平方米。

表5 截至2014年3月底公司主要房地产项目
(单位: 亿元、套)

项目名称	土地面积 (M ²)	总投资	截至 2013年 底已完 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	142140	23.74	18.52	393	2012.10
站前街商业金融项目二期	41798.1	20.25	12.10	390	2014.3
顺鑫望潮苑	190707.12	13.73	8.2	337	2011.5
富海家园	57663.71	7.65	2.52	706	2013.7

资料来源：公司提供

5. 其他业务

公司其他业务主要包括农产品加工与物流配送、农产品市场管理与服务业务、种猪业务等。2013年，公司其他业务总收入6.52亿元，同比减少2.89%。

6. 未来发展

“十二五”期间，公司制定了“植根农业发展，立足企业使命，完善农产品加工产业和新农村建设两个领域，坚持资本经营与产业经营并举，大力发展主导产业，重点培育优势产业，加快培育和形成产业集团”的战略目标。

白酒酿造与销售业务方面，公司将以科技研发为核心，充分发挥微生物实验室的技术研发优势，加快推进新产品研发；深入优化产品结构，重点打造中、高档产品线，稳健中档价位的布局；加速外埠市场扩张，在继续拓展北京市场的同时，进一步强化板块销售格局，强化对亿元市场的支持和培育，全力促进销售收入稳步增长。

种猪繁育、生猪屠宰与肉食品加工业务方面，公司将继续提升种猪繁育管理和科技水平，成立小店育种中心，开展适合本地生产的新品种研发，研发培育产仔率高、料肉比低、成活率高、抗病性强的种猪新品种，增加养殖效益；继续加强生猪养殖标准化基地建设，强化食品安全源头把控能力。生猪屠宰业务将强化北京的决策中心、信息中心、营销中心的作用，提

高终端市场占有率，提高销售量。肉食品加工业务将整合规范商超市场、农贸市场、外埠市场三大销售板块；开展熟食车间技术改造，引进国际领先的生产设备和加工工艺，促进熟食业务质和量的双重提升；加大研发力度，丰富产品线，重点加大星级酒店、快餐店和机关食堂等渠道的开发，以规模提升市场影响力。

水利建筑工程施工业务方面，公司紧抓国家“十二五”期间大兴水利建设的发展机遇，在巩固北京市场核心地位的基础上，进一步强化内部管理，努力提升基础环节的管理水平；加大外埠市场和高端市场开拓力度，不断扩大经营规模。

房地产开发业务方面，公司把握政策走向，抓住北京城乡一体化建设和顺义新城北京东北部中心城市建设的机遇。

农产品精细加工与物流配送、农产品市场管理与服务业务坚持“以现代科技为指导，以冷链仓储为基础，向基地建设延伸”的发展思路，积极构建集农产品基地建设、仓储、加工、集散、物流配送为一体的农产品绿色物流体系。

在建项目方面，“牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目”和“优质猪种繁育和规模化养殖项目”未来还有一定的投资需求；房地产在建项目规模较大，未来仍需仍有较大的融资需求；此外考虑到建筑施工行业的特点，公司承建的工程前期所需资金大部分由鑫大禹公司垫付，根据工程进度与业主进行结算，未来也有一定的资金需求。总体看，公司未来资本投入需求和融资需求较高。

八、财务分析

公司提供的2013年度财务报表已经北京兴华会计师事务所有限责任公司审计，并出具标准无保留意见的审计报告。公司2013年新增合并单位1家，为海南香顺房地产开发有限公司。总体看，公司合并范围较2012年变化不大，财务数据可比性较强。

截至2013年底，公司（合并）资产总额为

137.89亿元，所有者权益合计31.76亿元（含少数股东权益1.15亿元）；2013年，公司实现营业收入90.72亿元，利润总额3.00亿元。

截至2014年3月底，公司（合并）资产总额为150.26亿元，所有者权益合计33.16亿元（含少数股东权益1.18亿元）；2014年1~3月，公司实现营业收入32.06亿元，利润总额2.48亿元。

1. 盈利能力

2013年，公司实现营业收入90.72亿元，同比增长8.76%；其中主营业务收入为90.56亿元，同比增长10.88%。公司营业收入的主要来源仍然是白酒制造业务和肉类加工。同期，公司营业成本62.42亿元，同比增长2.25%，增速低于营业收入增速。2013年，公司营业利润率为21.74%，较上年小幅增长。2014年1-3月，公司实现营业收入32.06亿元，为上年全年水平的35.34%，整体营业利润率增至27.21%。

2013年，公司期间费用（销售费用、管理费用和财务费用）总额同比增长12.27%，高于同期营业收入的增速（8.76%），增长主要来自销售费用的增加。2013年期间费用率为18.42%，同比上升0.57个百分点，公司期间费用控制能力有待加强。2014年1-3月，由于市场开拓和人力成本上升，公司销售费用增多，期间费用率为升至19.43%。

2013年，公司营业税金及附加同比增长57.43%，至8.58亿元，主要来自消费税的增长。

2013年，公司实现利润总额3.00亿元，同比增长47.92%，实现净利润2.05亿元，同比增长56.73%。公司营业外收入主要为固定资产处置利得等项目。2013年，公司总资本收益率为3.15%，较2012年底下降2.54个百分点；净资产收益率为6.44%，同比增长2.07个百分点。2014年1-3月，公司实现利润总额2.48亿元，净利润1.84亿元，分别为上年全年水平的82.62%和89.74%。

跟踪期内，公司收入规模不断扩大，营业

成本控制较好，期间费用控制一般；公司营业利润率和净资产收益率有所提升，总资本收益率有所下降。总体看，公司盈利水平保持稳定。

2. 现金流及保障

2013 年，随着销售规模的扩大，公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 22.68%，经营活动现金流入同比增长 22.53%，为 117.36 亿元。从经营活动现金流出看，公司购买商品、接受劳务支付的现金 86.71 亿元，同比增长 8.11%；经营活动现金流出 109.92 亿元，同比增长 11.47%。经营活动净现金流表现为净流入 7.44 亿元。由于公司应收账款回收情况较好，2013 年公司现金收入比为 128.95%，同比增长 14.63 个百分点，公司经营活动获现能力强。

从投资活动看，2013 年，公司投资活动现金流入 4.48 亿元，主要为收回理财投资收到的现金；公司投资活动现金流出为 11.04 亿元，同比增长 27.35%，主要由于牛栏山酒厂升级改造、鹏程冷链物流等在建项目的投资以及购买理财产品带来的现金流出增加。2013 年，公司投资活动净现金流为-6.56 亿元。公司经营活动净现金流能够满足投资活动现金支出。

2013 年，公司筹资活动前现金流量为 0.88 亿元，公司经营活动现金净流量对投资活动支出基本能自我平衡。2013 年，公司筹资活动现金流入为 36.73 亿元，全部为银行借款；筹资活动现金流出为 42.12 亿元，筹资活动净现金流为-5.39 亿元，公司 2013 年底现金及现金等价物增加额表现为减少。

2014 年 1-3 月，公司经营活动现金流入较多，经营活动现金净流量为 4.77 亿元；投资活动产生的现金净流量为-1.85 亿元；当期取得借款 15.50 亿元，筹资活动现金表现为净流入 8.27 亿元。2014 年 1-3 月，公司现金收入小幅下降至 117.71%。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流净额大幅增长，能够满足公司的投资需求，考虑到公司牛栏山酒厂升级改造、鹏程冷链物流

等项目未来仍需较大投资，公司仍有一定的外部融资需求。

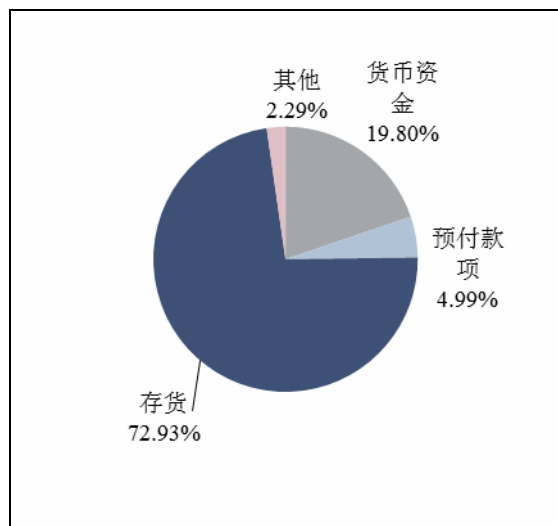
3. 资本及债务结构

资产

截至 2013 年底，公司资产总额为 137.89 亿元，较上年底增长 10.50%。其中流动资产占 67.99%，非流动资产占 32.01%。

2013 年底，公司流动资产 93.76 亿元，同比增长 9.43%，主要为货币资金、预付款项和存货。

图 9 2013 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013 年，公司货币资金为 18.56 亿元，较上年底减少 19.55%，其中银行存款 18.38 亿元。

2013 年，公司应收账款为 1.13 亿元，较上年底减少 30.21%，主要是应收销售员业务预借款和未结算建筑工程款；其中 1 年以内的占 79.52%，1-2 年的占 0.87%，2-3 年的占 2.79%，3 年以上的 16.82%；应收账款前 5 名合计占比 26.62%，集中度一般。

2013 年底公司预付款项 4.68 亿元，同比减少 24.04%，主要为预付供应商的设备款，前 5 名合计占比 18.69%；其中 1 年以内的占 70.03%，1-2 年的占 29.32%，2-3 年的占 0.65%。

2013 年底公司存货 68.38 亿元，同比增长 26.51%，主要来自商务中心项目二期、牛栏山

下坡屯房地产项目等开发成本的增加;2013年,公司存货构成主要为库存商品(占16.60%)、开发成本(占66.44%)、工程施工(占11.26%),公司未计提跌价准备。公司开发成本主要包括小店项目、牛栏山下坡屯香木、包头顺鑫望潮苑项目等。

2013年底,公司非流动资产为44.13亿元,同比增长12.83%。非流动资产主要由固定资产(占55.43%)、在建工程(占14.93%)和无形资产(占19.62%)构成。

2013年底,公司投资性房地产为2.13亿元,全部为房屋及建筑物,同比变化不大。2013年底,公司固定资产24.46亿元,同比增长1.20%,主要为房屋及建筑物和机器设备;固定资产账面原值30.20亿元,主要为房屋及建筑物(占65.07%)、机器设备(占31.59%),公司固定资产累计折旧6.01亿元,计提减值准备167.79万元。2013年底公司在建工程6.59亿元,同比大幅增长123.79%,主要由牛栏山酒厂升级改造、鹏程冷链物流、猪舍改造、石门市场三号厅建设及市场升级改造等项目构成,年内转固资产原值为1.26亿元。2013年底公司无形资产8.66亿元,同比增长6.07%,主要来自牛栏山酒厂升级改造项目购得土地使用权的增加。

2014年3月底,公司资产总额150.26亿元,较上年底增长8.97%,主要来自货币资金的增加;其中流动资产占比69.70%,资产构成变化不大。2014年3月底,公司货币资金29.75亿元,较2013年底增长60.29%,主要由于公司借款和销售回款的增长;应收票据1.51亿元,较2013年底增长150.18%,主要是由于2014年以来,公司减少直接货币交易,调整收款形式所致。

总体看,跟踪期内公司资产规模稳步增长,资产结构变化不大,以流动资产为主,流动资产中存货占比大;非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。公司资产质量良好。

负债

2013年底,公司负债总额为106.13亿元,

同比增长11.79%,主要来自短期借款的增加;其中,流动负债占86.82%,非流动负债占13.18%,流动负债占比同比上升6.87个百分点,主要是由于短期借款的增加及公司2012年发行的中期票据(12顺鑫MTN1,额度10亿元)转入其他流动负债。

2013年底,公司流动负债92.14亿元,同比增长21.40%。流动负债的增长主要来自短期借款、预收款项的增加。

2013年底,公司短期借款60.94亿元,同比增长15.43%,其中保证借款46.94亿元,信用借款14.00亿元;2013年,公司应付账款3.74亿元,同比增长0.88%,1年以内的占82.05%,1年以上的主要是应付北京顺新城开发有限公司的土地款0.40亿元。

2013年,公司预收款项16.91亿元,同比大幅增长179.59%,增长主要来自白酒销售预收款的增加,其中1年以内的占99.70%,账龄短;其他应付款0.70亿元,同比减少26.17%,主要为应付房屋业主的契税和维修款及工程保证金等;其他流动负债10.07亿元,为公司2012年发行的10亿元中期票据“12顺鑫MTN1”及累计应付利息。

2013年底,公司非流动负债13.99亿元,同比减少26.52%,由长期借款和长期应付款构成。2013年底,公司长期借款10.99亿元,同比增长22.63%,全部为保证借款和抵押借款。2013年底新增长期应付款3.00亿元,系公司2013年与展硕融资租赁有限公司签订的融资租赁合同,公司以拥有的综合管网等价值3.21亿元的设备作为标的物,以售后回租方式向展硕融资租赁有限公司申请融资租赁,融资额度为3.00亿元,租赁期限6年。公司每三个月支付租金,共24期。

2014年3月底,公司负债总额为117.10亿元,较上年底增长10.34%,增长主要来自短期借款和其他流动负债的增加(其他流动负债的增加来自公司发行非公开定向发行股票)。公司其他负债科目变化不大。

2013 年底，公司全部有息债务为 84.93 亿元，同比增长 0.20%；资产负债率为 76.96%，与 2012 年底基本相同，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率同比均有下降，2013 年底分别为 72.78%和 30.58%。2014 年 3 月底，公司有息债务合计 91.83 亿元，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 77.93%、73.47%和 29.53%。

总体看，跟踪期内公司债务负担仍较重；流动负债占比有所上升，公司短期债务占比高，债务结构有改善空间。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益合计 31.76 亿元，较 2012 年底增长 10.50%；从构成来看，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 14.32%，资本公积占 40.12%，盈余公积占 9.31%，未分配利润占 36.25%。截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益为 33.16 亿元，增长来自未分配利润增加，其他部分均无变动。总体看，跟踪期间，公司所有者权益结构保持稳定。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，由于 2013 年公司流动负债增长较快及货币资金的减少，截至 2013 年底，公司流动比率和速动比率分别下降至 101.76%和 27.55%；截至 2014 年 3 月底，两项指标分别 101.48%和 37.56%。总体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力看，2013 年，公司 EBITDA 同比增长 8.96%，为 6.32 亿元；由于 2013 年间公司两期短期融资券（共 10 亿元）及非公开定向债务融资（3 亿元）到期，公司 EBITDA 利息倍数从 1.25 倍升至 3.28 倍，全部债务/EBITDA 倍数从 14.61 倍降至 13.43 倍，公司 EBITDA 对利息及全部债务的保障能力有所增强。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2014 年 4 月底，公司全部待偿还债券本金共计 14 亿元（“12 顺鑫 MTN1”10 亿元，“14 顺鑫 CP001”4 亿元），均将于一年内到期。

截至 2014 年 3 月底，公司现金类资产 31.26 亿元，为全部待偿还本金的 2.23 倍；2014 年 3 月，公司经营活动现金流入和净流量分别为 37.95 亿元和 4.77 亿元，分别为全部待偿还本金的 2.71 倍和 0.34 倍。公司现金类资产和经营活动现金流入量规模较大，对待偿还本金的保障能力较强。

截至 2014 年 3 月底，公司共获得银行授信 121.30 亿元，已使用 78.83 亿元，未使用额度 42.47 亿元，间接融资渠道顺畅；公司为深交所上市公司，直接融资渠道畅通。

截至 2014 年 3 月底，公司无对外担保。

5. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行企业基本信用信息报告（信用代码为：G10110113016362100），截至 2014 年 4 月 4 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

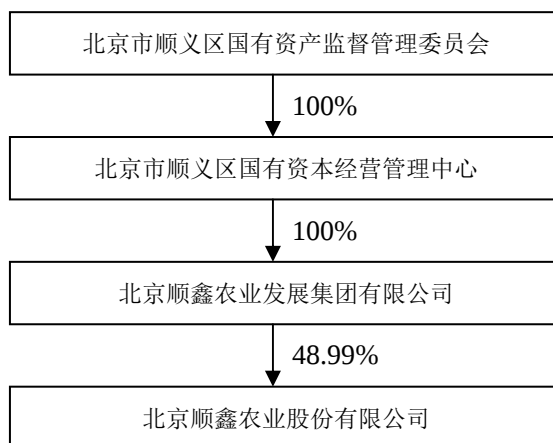
6. 抗风险能力

公司作为北京地区最大的肉制品生产商，为国家农业产业化重点龙头企业，已形成集育种-饲料-养殖-防疫-屠宰-加工-物流一条龙的完整产业链，白酒制造业务盈利能力强，在外部发展环境、品牌影响力、多元化经营以及区域市场竞争方面具备一定优势。总体看，公司抗风险能力较强。

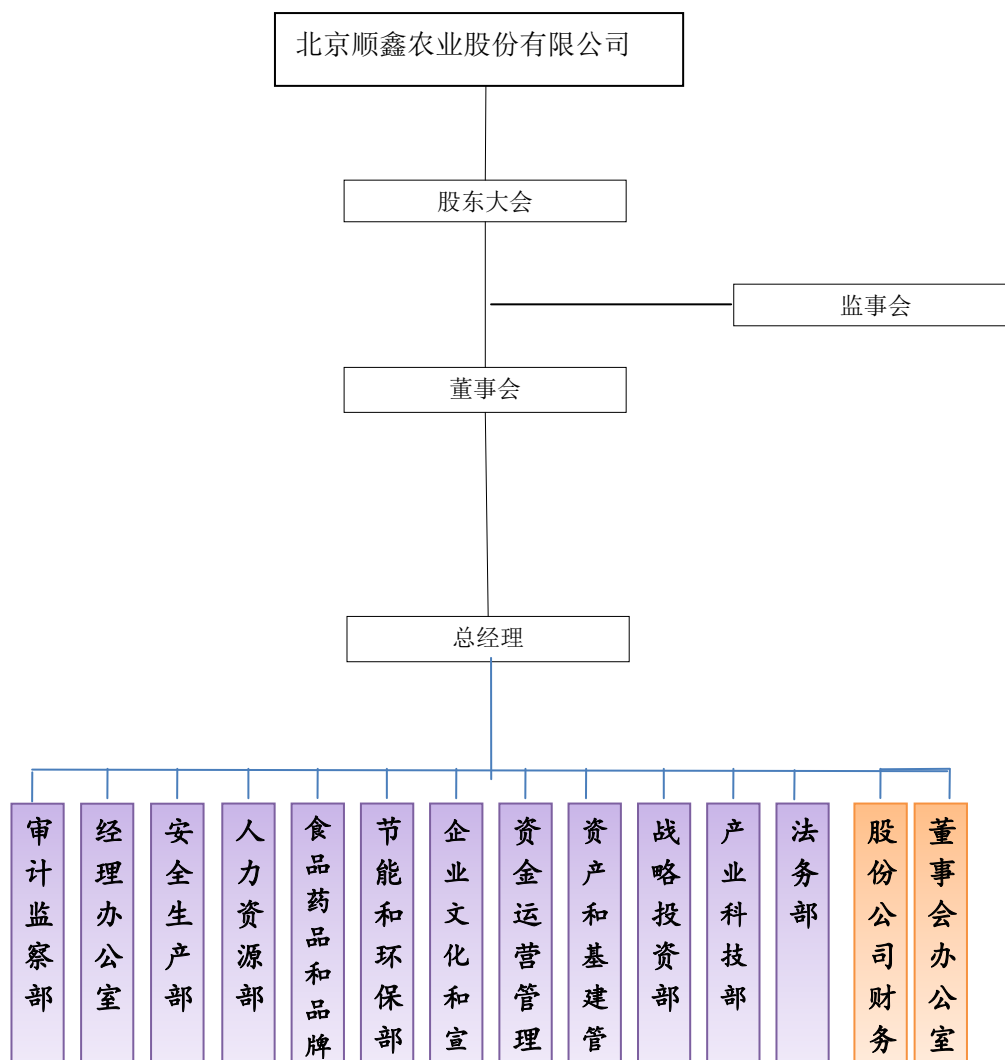
九、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 顺鑫 CP001” A-1 的信用等级。

附件 1 公司股权结构图



附件 2 公司组织架构图



附件 3 2013 年底纳入合并范围子公司列表

取得方式	子公司名称	期末实际出资额(万元)	持股比例
通过设立或投资等方式取得的子公司	内蒙古顺鑫宁城老窖酒业有限公司	900.00	90.00%
	北京顺鑫腾飞纸制品有限公司		92.20%
	海口顺鑫小店种猪选育有限公司	450.00	90.00%
	滦平县顺鹏小店种猪繁育有限公司	100.00	100.00%
	阳高县鹏程小店种猪繁育有限公司	50.00	100.00%
	肃宁县鹏程小店种猪繁育有限公司	500.00	100.00%
	兴隆县鑫鹏小店种猪繁育有限公司	500.00	100.00%
	北京顺鑫国际种业有限公司	1000.00	100.00%
	北京顺鑫国际电子商务有限公司	1000.00	100.00%
	北京顺鑫鹏程商贸有限公司	200.00	100.00%
	北京顺鑫创新国际物流有限公司	1000.00	100.00%
	城固县顺鑫鹏程种猪选育场	204.00	51.00%
	宁城鑫宁贸易有限公司	559.58	100.00%
	曲阜顺鑫鑫泽园房地产开发有限公司	2000.00	100.00%
	北京顺鑫美厨餐饮管理有限公司	180.00	60.00%
非同一控制下企业合并取得的子公司	北京顺鑫石门农产品批发市场有限责任公司	15157.63	87.08%
	达州顺鑫鹏程食品有限公司	2101.44	60.00%
	汉中顺鑫鹏程食品有限公司	2000.00	61.71%
	北京顺丽鑫园林绿化工程有限责任公司	463.80	51.00%
	曲阜孔子国际商品交易城有限公司	1745.00	100.00%
	北京顺鑫天宇建设工程有限公司	11878.80	100.00%
	北京鑫大禹环保工程有限责任公司	2380.00	100.00%
	包头市金瑞房地产开发有限责任公司	13800.00	100.00%
	海南香顺房地产开发公司	6812.92	80.00%
同一控制下企业合并取得的子公司	北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司	19413.78	96.00%
	北京鑫大禹水利建筑工程有限公司	7759.97	85.43%
	北京鑫大禹华霖节水设备有限责任公司	658.00	100.00%

资料来源：公司 2013 年年度报告。

附件 4 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.97	23.46	19.16	31.26
资产总额(亿元)	103.33	124.80	137.89	150.26
所有者权益(亿元)	29.94	29.86	31.76	33.16
短期债务(亿元)	61.91	65.80	70.94	77.93
长期债务(亿元)	1.95	18.96	13.99	13.90
全部债务(亿元)	63.86	84.76	84.93	91.83
营业收入(亿元)	75.80	83.42	90.72	32.06
利润总额(亿元)	3.75	2.05	3.00	2.48
EBITDA(亿元)	6.21	5.80	6.32	--
经营性净现金流(亿元)	0.27	-2.83	7.44	4.77
财务指标				
销售债权周转次数(次)	47.48	45.64	48.33	--
存货周转次数(次)	1.67	1.26	1.02	--
总资产周转次数(次)	0.75	0.73	0.69	--
现金收入比(%)	115.39	114.32	128.95	117.71
营业利润率(%)	21.05	20.29	21.74	27.21
总资本收益率(%)	6.45	5.69	3.15	--
净资产收益率(%)	10.74	4.37	6.44	--
长期债务资本化比率(%)	6.12	38.84	30.58	29.53
全部债务资本化比率(%)	68.18	73.95	72.78	73.47
资产负债率(%)	71.03	76.07	76.96	77.93
流动比率(%)	100.74	112.89	101.76	101.48
速动比率(%)	41.14	41.68	27.55	37.56
经营现金流流动负债比(%)	0.38	-3.72	8.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.18	1.25	3.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.32	14.61	13.43	--

注：2013 年和 2014 年 3 月“长期债务”、“全部债务”及相关指标计算中加入“其他流动负债”中中期票据额度、“长期应付款”中融资租赁额度；2012 年“长期债务”、“全部债务”及相关指标计算中加入“其他流动负债”中短期融资券和非公开定向债务融资工具额度、“其他非流动负债”中中期票据额度；2014 年一季度财报未审计。

附件 5 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入 / (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×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%
债务结构指标	
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/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据
 长期债务=长期借款+应付债券
 全部债务=短期债务+长期债务
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 6 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，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。

级别设置	含 义
AAA	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	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	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	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	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	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	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 7 短期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行 2006 年 3 月 29 日发布的“银发〔2006〕95 号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及 2006 年 11 月 21 日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息