

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 966 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CP002”的信用等级为A-1。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年六月二十六日



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 CP002	6 亿元	2014/9/19-2015/9/19	A-1	A-1

跟踪评级时间: 2015 年 6 月 26 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	23.40	19.08	26.01	31.05
资产总额(亿元)	124.80	137.89	155.43	160.22
所有者权益(亿元)	29.86	31.76	51.85	53.78
短期债务(亿元)	65.80	70.94	60.79	59.96
全部债务(亿元)	84.76	84.93	82.92	85.85
营业收入(亿元)	83.42	90.72	94.81	32.34
利润总额(亿元)	2.05	3.00	5.35	2.67
EBITDA(亿元)	5.80	6.32	9.35	--
经营性净现金流(亿元)	-2.83	7.44	2.94	4.24
营业利润率(%)	20.29	21.74	22.94	31.97
净资产收益率(%)	4.37	6.44	7.03	--
资产负债率(%)	76.07	76.96	66.64	66.43
全部债务资本化比率(%)	73.95	72.78	61.52	61.48
流动比率(%)	112.89	101.76	131.70	132.02
全部债务/EBITDA(倍)	14.61	13.43	8.55	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.25	1.37	1.88	--
经营现金流动负债比(%)	-3.72	8.08	3.62	--

注: 1. 2015 年一季度财务数据未经审计; 2. 2013~2015 年 3 月“全部债务”及相关指标计算中加入“其他流动负债”中短期融资券额度、“长期应付款”中融资租赁额度; 3. 2012~2013 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”中中期票据额度; 4. 现金类资产计算已剔除受限资金。

分析师

刘晓濛 王 毓

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。跟踪期内, 公司资产规模、营业收入稳定增长, 白酒制造业务受益于外埠市场扩张取得突破保持良好发展。同时, 联合资信也关注到, 猪肉价格波动大、公司肉类加工业务收入下降等因素可能对公司经营与发展带来的负面影响。

2015 年, 公司拟通过非公开发行股份及支付现金方式收购临夏市清河源清真食品有限责任公司 (以下简称“清河源”) 70% 的股权。清河源是甘肃农业产业化重点龙头企业, 产业链覆盖牛羊繁育、屠宰和肉制品加工。本次收购完成后, 公司业务领域延伸至牛羊肉加工, 肉类加工板块经营规模及盈利水平有望迎来新增长点。与此同时, 非公开发行股份将一定程度提升公司资本实力, 优化资产结构, 公司综合竞争力有望进一步增强。

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 CP002” A-1 的信用等级。

优势

1. 跟踪期内, 公司白酒制造业务受益于外埠市场扩张保持良好发展, 对整体收入和利润贡献大。
2. 跟踪期内, 公司完成非公开发行股票一定程度提升资本实力, 债务负担有所减轻。
3. 公司现金类资产及经营活动现金流入量规模较大, 对“14 顺鑫 CP002”保障能力强。

关注

1. 跟踪期内,公司肉类加工板块受行业周期和公司调整产品结构影响,收入规模有所下降。
2. 公司房地产在建项目仍存在一定资金需求。

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至“14 顺鑫 CP002”到期日内有效；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“14 顺鑫 CP002”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。2014 年经证监许可[2014]462 号《关于核准北京顺鑫农业股份有限公司非公开发行股票的批复》批准,公司新增加注册资本人民币 13205.00 万元,变更后的注册资本为 57059.00 万元。截至 2015 年 3 月底,公司总股本 57059 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 38.98%,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2015年3月底,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。

截至 2014 年底,公司(合并)资产总额为 155.43 亿元,所有者权益合计 51.85 亿元(含少数股东权益 1.06 亿元);2014 年,公司实现营业收入 94.81 亿元,利润总额 5.35 亿元。

截至 2015 年 3 月底,公司(合并)资产总额为 160.22 亿元,所有者权益合计 53.78 亿元(含少数股东权益 1.07 亿元);2015 年 1~3 月,公司实现营业收入 32.34 亿元,利润总额 2.67 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

2014 年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值 636463 亿元,按可比价格计算,比上年增长 7.4%。增长平稳主要表现为,在实现 7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业 1322 万,调查失业率稳定在 5.1%左右,居民消费价格上涨 2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位 GDP 的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%,城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%,农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看,2014 年,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元,比上年名义增长 12.0%(扣除价格因素实际增长 10.9%)。固定资产投资(不含农户)502005 亿元,比上年名义增长 15.7%(扣除价格因素实际增长 15.1%)。全年进出口总额 264335 亿元人民币,比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支

撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 行业分析

白酒制造业

2013 年随着宏观经济形势和政策环境变化，国家政策严格控制“三公”经费、厉行节约，限制了高端白酒消费需求，超高端、高端白酒销售下挫，行业增长放缓，2013 年全国白酒行业产量达到了 1226.2 万千升，同比增长 6.33%，增速回落达到 6.11 个百分点。2014 年全国白酒行业产量达到了 1257.13 万千升，达到了历史最高点，但同比增长仅为 2.52%，部分白酒企业经营出现不同程度下滑，整个行业进入调整期。

随着中国经济的快速发展，人们消费水平和购买能力的不断增强，白酒作为国民广泛喜爱的传统饮品，行业的产销量不断增长，近年来白酒行业的销售收入和利润总额也随之不断的提高。虽然 2012 年起全行业进入调整期，行业整体销售收入仍保持了一定增长，利润总额增长停滞，2014 年出现全行业利润下滑。2014 年白酒行业累计产量 1257.13 万千升，同比增长 2.52%；2014 年累计销售收入 5258.89 亿元，同比增长 4.80%；实现利润 698.75 亿元，同比下降 13.18%，累计利润近年来首次呈现大幅下滑。

随着消费升级趋势的加快，健康饮酒、理性饮酒的消费理念进一步深入人心，消费者的品牌意识增强，优质白酒消费量大幅度提升，低端白酒品牌化步伐逐渐加快；个性化、功能性产品需求加大，低度、优质的白酒产品逐渐成为消费的方向。随着宏观政策环境和消费结构变化，白酒市场需求从金字塔型向橄榄型转变，高端市场疲软，中端、中低端市场需求受宏观政策影响相对较小，成为各大酒企竞争的主要战场，高端酒企的产品线下延，地域性酒企的产品线升级，积极参与该部分市场竞争。

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%。2014年，中国肉类总产量8540万吨，同比增长2.0%，其中，猪肉产量5671万吨，同比增长3.2%。目前中国猪肉产量已占世界总产量的一半。

图1 2009~2014年中国城市生猪零售价格
单位（元/公斤）



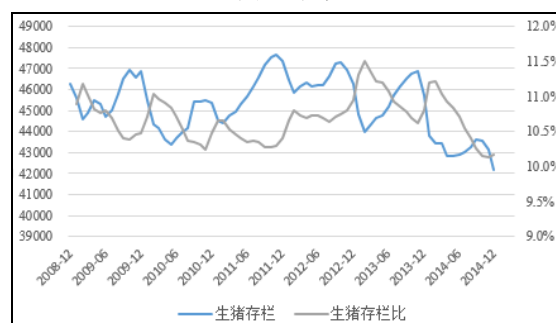
资料来源：wind资讯

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。

2013年，前两个月由于过节因素导致生猪需求量增加，生猪价格小幅走高，之后随着需求回落和生猪存栏量持续处于高位，生猪价格一路下滑，3月生猪价格12.77元/公斤，比年初16.89元/公斤的价格下滑了24.39%。之后虽然生猪价格有所反弹，但是由于东北地区猪病泛滥引发的抛售情况席卷了全国各地，生猪的价格也开始出现快速下滑的态势。2013年底，生猪价格维持在15.38元/公斤，较年初有所下降。2014年春节前，生猪价格行情出现了罕见的大幅下跌，其主要原因是春节前终端需求小于之前预期，养殖户对年后行情持悲观心态，因而集中出

栏，造成市场供大于求的局面，全部母猪的存栏量大大过剩。而目前需求下滑也从客观层面导致了供过于求，作为猪肉消费大户的餐饮业因受到“三公”消费的影响，需求下降也导致生猪价格走跌。截至2014年4月底，生猪价格跌至10.55元/公斤的低谷，较年初的15.04元/公斤的价格大幅下降了29.85%。从2014年5月起，受国内生猪阶段性断档影响，生猪价格开始不断上升，2014年8月22日，生猪的价格已经回复至15.36元/公斤的年内最高值。2014年9月，生猪价格受中秋节前压栏生猪大量集中出栏影响，一路下行，截至2014年12月底，生猪价格稳定在13.53元/公斤左右，较年初的生猪价格有所提升。

图2 2008~2014年中国生猪存栏和生猪存栏比情况
(单位：万头)

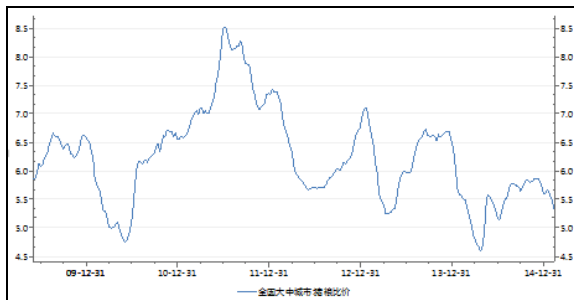


资料来源：wind 资讯

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12月，生猪存栏量为4.22亿头。2015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持续下滑，截至2014年12月底为4190万头。截至2014年12月底，全国母猪平均存栏比（能

繁母猪存栏量/生猪存栏量)为9.94%，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3 2009~2014年全国大中城市猪粮比(单位: %)



资料来源: Wind资讯

猪粮比指标方面,2014年以来,受猪价下降影响,猪粮比大幅回落,2014年3月底,大中城市猪粮比下滑至4.66。2014年5月,猪粮比小幅回升至5.64,但全年猪粮比均未达到盈亏平衡点以上。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,近几年,鸡肉、猪肉价格虽呈阶段性波动调整但整体上处于上涨趋势;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2014年国民经济和社会发展统计公报》,2014年,北京市实现地区生产总值21330.8亿元,比上年增长7.3%;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43910元和20226元,扣除价格因素后分别比上年增长7.2%和8.6%;截至2014年底,北京市常住人口2151.6万人,比

上年末增加36.8万人。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、城乡居民可支配收入的提高以及常住人口的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,拥有“牛栏山”、“宁城”、“鹏程”、“顺鑫”、“小店”等5个中国驰名商标。公司连续九年入选“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)、入选“2014年度中国企业500强”、入选“2014年度中国食品百强企业”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。

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,公司行业地位保持巩固,品牌影响力持续提升;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

跟踪期内公司在法人治理、管理水平及管理层等方面无重大变化情况。

七、重大事项

2015 年,公司拟通过非公开发行股份及支付现金相结合的方式,购买交易对方(9 名股东)合计持有的临夏市清河源清真食品有限责任公司(以下简称“清河源”)70%的股份,交易价格暂定为 10.75 亿元(其中以发行股份方式支付的交易金额占 80%,其余通过配套融资现金支付)。与此同时,股权出让方对标的资产盈利情况作出四年承诺,对实际扣非净利润未达到承诺的差额先以公司支付的尚在禁售期股份进行补偿,不足部分以现金补偿。

清河源位于甘肃临夏市,产业链覆盖牛羊繁育、屠宰和肉制品加工,是甘肃省农业产业化重点龙头企业。截至 2014 年底,清河源资产总额 6.44 亿元,净资产 3.38 亿元;2014 年,

清河源实现营业收入 8.85 亿元,利润总额 1.30 亿元。

本次收购完成后,公司业务领域延伸至牛羊羊肉加工,肉类加工板块规模整体提升,产品结构更加丰富,收入及盈利规模有望迎来新增长点。与此同时,非公开发行将一定程度提升公司资本实力,降低财务风险,综合竞争力将进一步增强。截至目前,审计机构对本次资产重组涉及的标的资产的审计工作、评估机构对本次资产重组涉及的标的资产的评估工作尚在进行中。待相关工作完成后,公司将再次召开董事会审议本次资产重组相关事项。本次收购尚存在一定不确定性,联合资信将持续关注本次资产重组进展。

八、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。

2014 年,公司实现营业收入 94.81 亿元,同比增长 4.50%,主要来自白酒制造板块和房地产板块增长。从收入构成来看,白酒制造板块及肉类加工板块仍为公司收入主要来源,2014 年分别占营业收入比重 43.46%和 27.54%;房地产板块收入随项目销售结转实现快速增长,收入占比提升至 11.90%。2014 年,受生猪养殖行业景气度持续低位运行影响,公司肉类加工板块业务收入下降至 26.11 亿元,同比下降 12.27%;建筑工程板块受完工进度影响,收入同比下降 22.72%。

从盈利水平看,跟踪期内,生猪收购价格下降幅度较大,公司肉类加工业毛利率同比小幅增加 1.22 个百分点;白酒制造板块受部分中高端产品价格下降影响,毛利率同比减少 3.05 个百分点;房地产业务受益于盈利水平较高的 GBD 二期项目销售结转,毛利率明显提升至 28.77%,同比增加 17.36 个百分点;建筑工程板块毛利率提升至 13.93%,同比增加 4.42 个百分点。2014 年公司整体毛利率为 33.67%,

同比增加 3.67 个百分点。

2015 年 1~3 月,公司实现营业收入 32.29 亿元,占 2014 年全年的 34.06%,同比增长 0.72%。其中,白酒板块受益于低档酒销售增长带动规模优势显现,毛利率提升至 60.63%,同比增加 3.33 个百分点,收入占比提升至 62.04%;公司肉类加工业毛利率 9.09%,同比下滑 1.54 个百分点;房地产业务及建筑工程业务收入受销售及结算进度影响,分别下降至

2.73 亿元和 1.35 亿元,同比分别下降 10.00% 和 48.27%,房地产板块毛利率水平进一步提升至 29.11%,同比增加 5.99 个百分点,主要系销售 GBD 二期住宅商品房品质差异带动所致。2015 年 1~3 月,受益于盈利水平较强的白酒板块良好发展,公司综合毛利率 42.86%,同比增加 4.48 个百分点。总体看,跟踪期内,公司整体盈利能力有所提升。

表 1 2012~2015 年 1~3 月公司营业收入情况(单位:万元、%)

业务分类	2012 年			2013 年			2014 年			2015 年 1~3 月		
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率
白酒制造业	323823.82	38.90	51.49	374371.05	41.27	60.35	412013.52	43.46	57.30	200342.20	62.04	60.63
肉类加工业	320001.62	38.44	4.80	297551.53	32.80	7.31	261056.62	27.54	8.53	65539.54	20.29	9.09
建筑工程业	79952.61	9.60	13.09	126105.33	13.90	9.51	97457.55	10.28	13.93	27252.61	8.44	13.71
房地产业	41459.70	4.98	15.50	43962.71	4.85	11.41	112857.98	11.90	28.77	13548.62	4.20	29.11
其他	68957.72	8.08	35.59	65244.92	7.18	11.42	64680.74	6.82	22.97	16262.35	5.03	20.27
合计	834195.47	100.00	26.78	907235.54	100.00	30.00	948066.41	100.00	33.67	322945.32	100.00	42.86

资料来源:公司提供

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,但规模小。2014 年,牛栏山酒

厂贡献公司酒类业务销售量及金额的 99.22% 和 98.18%。2015 年 1~3 月,牛栏山酒厂贡献公司酒类业务销售量及金额的 99.41% 和 98.63%。

表 2 公司白酒分类销售情况(不含税,单位:吨、万元)

品牌	品种	2012 年		2013 年		2014 年		2015 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	150418	152430	197719	211197	243072	267432	110939	128283
	中档酒	12242	56250	14056	62060	15950	60708	6261	25475
	高档酒	4814	101737	4401	91230	3949	76611	2329	43936
	小计	167474	310417	216176	364487	262971	404751	119529	197694
宁城老窖	低档酒	809	1483	643	687	573	1243	167	382
	中档酒	2064	8650	1482	6543	1445	5335	524	1998
	高档酒	169	3274	128	2653	43	914	16	359
	小计	3042	13407	2253	9883	2061	7492	707	2739
合计		170516	323824	218429	374370	265032	412243	120236	200433

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，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。牛栏山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，2015 年 1~3 月达到 275000 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。近年来，牛栏山酒厂在巩固北京市场的同时，进一步加大产品结构调整力度，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。跟踪期内，公司产品销售区域拓展至长三角、珠三角乃至海外等新市场，外埠市场销售收入已超过北京地区，未来将成为推动销售收入增长的重点发展领域。

牛栏山产品结构覆盖了高中低三个档次，以低档白酒为主，2014 年实销售收入 40.48 亿

元，整体吨酒价格为 1.54 万元，同比下降 8.71%。

2014 年，牛栏山产品中，低档酒销售收入 26.74 亿元，占比为 66.07%，同比提升 8.13 个百分点，主要受益于外埠市场拓展取得突破；中档酒销售收入 6.07 亿元，占比为 15.00%，高档酒销售收入 7.66 亿元，占比为 18.93%。其中，受中、高端白酒市场竞争加剧影响，公司中、高档酒产品吨酒价格同比分别下降 6.41%和 13.79%；高档酒销售量同比下降 10.27%，主要系受市场环境影响，高档酒销售承压。2012 年，白酒行业发展进入拐点，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。2015 年 1~3 月，公司白酒业务规模保持良好发展，实现销售收入 20.03 亿元，同比增长 12.74%；其中低档酒受益于外埠市场持续拓展，销售收入较去年同期增长 20.28%。产品价格方面，低档、中档产品价格较 2014 年有所增长，高档产品价格进一步下降，整体吨酒价格为 1.65 万元，较上年同期下降 4.07%。

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。跟踪期内，公司白酒板块生产要素成本结构变化不大。

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	2012 年		2013 年		2014 年	
		金额	比例	金额	比例	金额	比例
		(万元)	(%)	(万元)	(%)	(万元)	(%)
高档酒	原酒	2350	11.00	1462	10.03	1441	10.56
	粮食	4085	19.11	2826	19.39	2645	19.38
	包装	14938	69.89	10288	70.58	9562	70.06
	合计	21373	100.00	14576	100.00	13648	100.00
中档酒	原酒	10553	36.22	7512	32.77	8852	33.58
	粮食	2020	6.93	2148	9.37	2597	9.85
	包装	16563	56.85	13265	57.86	14913	56.57
	合计	29136	100.00	22925	100.00	26362	100.00

低档酒	原酒	38665	37.88	45860	43.96	48522	43.56
	粮食	10690	10.47	12394	11.88	12777	11.47
	包装	52720	51.65	46058	44.16	50093	44.97
	合计	102075	100.00	104312	100.00	111392	100.00

资料来源：公司提供

公司“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（其中 9.32 亿元资金来源于 2014 年非公开发行募集资金），截至 2015 年 3 月底，已完成投入 9.40 亿元，预计 2015 年上半年一期项目完工投入运营。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，定位高端，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。2013 年以来，受政府限制“三公”消费政策影响，宁城老窖高档产品销量持续下滑。2014 年，宁城老窖实现销售量 2061 吨，同比下降 8.52%；受高档酒销量明显下滑影响，2014 年实现销售额 7492 万元，同比下降 24.20%。

2015 年 1 月，市安监局对包括牛栏山酒厂在内 8 家白酒酿造企业进行安全检查，查出多项安全隐患问题，并责令牛栏山酒厂进行限期整改。针对安全生产检查结果，公司立即成立安全生产专项隐患整改领导小组，针对隐患问题，按照市安监局整改意见要求，制定了工作方案及工作措施，确定了隐患整改负责人，明确了各项隐患整改的责任人。根据整改方案，牛栏山酒厂将于 2015 年底前陆续废除相关隐患设施，从根本上消除各项安全生产隐患问题。目前，牛栏山酒厂正在逐项落实整改措施，各项生产经营活动正常有序。

跟踪期内，公司白酒销售仍以牛栏山系列

二锅头产品为主，公司产品相对于整个白酒市场而言，价位偏低，受中央限制“三公”消费政策影响小。2014 年以来，公司总体定位低端的牛栏山在外埠市场取得突破，销售收入实现稳定增长。

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。2014 年，鹏程食品实现收入 25.94 亿元，实现净利润 1.25 亿元。

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。

2014 年，公司视库存和市场情况完成生猪屠宰量 184.50 万头，向市场提供生猪肉制品 18.03 万吨，同比增长 15.06%；2014 年销售猪肉熟食制品 1.22 万吨，同比下降 12.23%，主要由于熟食车间升级改造所致。2014 年，受猪肉市场价格持续呈下降趋势，公司肉类加工业收入 26.10 亿元，同比下降 12.27%；由于生猪收购均价下降幅度较大，公司肉类加工业毛利率有所提升，2014 年为 8.53%，同比提升 1.22 个百分点。2015 年 1~3 月，公司完成生猪屠宰量 48.60 万头，销售猪肉熟食制品 0.30 万吨。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价均呈下降趋势。

表 4 2013~2015 年 3 月公司肉类加工业采购、生产及销售情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年 1~3 月
祖代（套）	1299	1299	1252
父母代（套）	15487	15487	14676
屠宰能力（万头/年）	300	300	300
实际屠宰量（万头）	184.10	184.50	48.60
收购均价（元/公斤）	15.28	13.28	11.82
生猪肉制品（万吨）	15.67	18.03	4.86
生猪肉均价（元/公斤）	17.77	17.68	15.64
猪肉熟食（万吨）	1.39	1.22	0.30
猪肉熟食均价（元/公斤）	15.79	15.08	16.30

资料来源：公司提供

育种方面，小店良种场是全国 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。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。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。2014 年以来，公司对现有猪群进行调整，将生产性能不好的猪群淘汰更新，导致祖代、父母代套数有所下降。截至 2015 年 3 月底，公司种猪生产拥有祖代猪 1252 套，父母代猪 14676 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，2014 年，面对生猪价格一路下行，公司通过加大仔猪的销售力度，已降低养殖成本。跟踪期内，小店种猪场种猪、育肥仔猪销售收入 4539.69 万元，实现净利润-750.53 万元。

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。截至 2015 年 3 月底，公司共建立销售网点 2745 家，其中北京地区 2407 家，北京以外地区 285 家。北京地区网点包括商场、超市 365 个，熟食加工厂 53 家。星

级酒店及餐饮 690 个，社区农贸市场 410 个，加盟店、直营店和机关团体 942 个。

产品结构方面，公司未来发展重点将转向下游熟食产业，并加快向保鲜调理和精细加工下游产业转型，充分利用渠道优势扩大市场占有率，提高附加值。公司近年对熟食产业进行调整：在产品结构方面，扩大台湾烤香肠等优势产品的产量，启用“跳跳乐”品牌主攻中低端市场，形成高中低端完善的产品结构。2013 年，公司进行熟食车间改扩建，以提升熟食产品业务产能、生产效益及经济效益，扩建车间预计将于 2015 年下半年投入运营。2014 年和 2015 年 1~3 月公司销售猪肉熟食制品分别为 16.57 万吨和 4.9 万吨，未来随着熟食车间产能释放，熟食制品销售有望成为公司肉类加工板块利润增长点。

跟踪期内，受肉制品价格波动和熟食产业调整影响，公司生猪养殖、肉类加工业，产业链向肉制品深加工的延伸能力还有待提高。2015 年，公司拟收购清河源，业务领域将延伸至牛羊肉加工。预计收购完成后，公司肉类加工板块规模整体提升，产品结构更加丰富，收入及盈利规模有望迎来新增长点。

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、水利水电设备安装工程。

鑫大禹公司成立以来，参与施工顺义区多项水利和房建施工工程，截至 2015 年 3 月底，鑫大禹公司在建工程项目包括 GBD 二期、海南文昌顺义小区、鹏程食品项目、板桥回迁房、西马坡政策性住房、顺义区重点镇城乡一体化（一期）工程、顺义区城南供水工程等十余项。

2014 年，公司建筑工程业务实现营业收入 9.75 亿元，同比下降 22.72%，主要受完工进度确认影响；同期毛利率提升至 13.93%，同比增加 4.42 个百分点。2015 年 1~3 月，建筑工程业务实现营业收入 2.73 亿元，主要来自 GBD 二期、海南文昌顺义小区及党校项目项目收入。

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。

2014 年房地产收入主要来自 GBD 二期项目（8.01 亿元）及牛栏山下坡屯项目一期（1.65 亿元）销售收入；其中站前街二期项目位于顺义城区黄金地段，项目总建筑面积，项目盈利水平较高，带动当期房地产业务毛利率水平提升至 28.77%，同比增加 17.36 个百分点。2015 年 1~3 月，公司房地产业务实现销售收入 1.35 亿元，同比大幅下降，主要由于 GBD 二期住宅项目已基本售完并结转收入，商业项目销售预计 2015 年下半年逐步结转；毛利率为 29.11%，同比增加 5.99 个百分点，主要系销售 GBD 二期住宅商品房品质差异带动所致。

截至 2015 年 3 月底，公司房地产板块在建项目主要包括牛栏山下坡屯项目一期、站前街商业金融项目二期、顺鑫望潮苑和富海家园，预计总投资额为 65.37 亿元，其中截至 2015 年 3 月底已投资 50.80 亿元。总体看，公司房地产业务有一定资金需求。

表 5 截至 2015 年 3 月底公司主要房地产项目
（单位：万平方米、亿元、%、元/平米）

项目名称	建筑面积	总投资	截至 2015 年 3 月底已投资	销售比例	销售均价
牛栏山下坡屯项目一期	22.01	23.74	20.10	一期住宅 87%	24600
GBD(站前街商业金融)二期	16.07	20.25	16.60	住宅 74%	15000
顺鑫望潮苑	17.34	13.73	9.60	一期 83% 二期 14%，三期 5%	6000/ 12000
海南富海家园	6.92	7.65	4.50	19%	9200
合 计	62.34	65.37	50.80	--	--

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。2014 年，公司其他业务总收入 6.47 亿元，同比变化不大；同期，其他业务毛利率水平提升至 22.97%，同比增加 11.55 个百分点，主要由于蔬菜及种业板块毛利率提升。2015 年 1~3 月，公司其他业务收入 1.63 亿元，同比下降 23.22%。

6. 未来发展

白酒酿造与销售业务方面，公司将紧紧围绕“内抓管理、外拓市场”的原则，以“目标管理”的方式，强化次产品动销监控，明确不同区域的市场需求，强有力的调整好产品结构，有计划、有步骤、有重点的精耕北京市场，大力拓展外埠市场，并确保外埠市场可持续发展，为市场全国化奠定坚实的基础。科研方面，将筛选出“牛栏山一号清香型低温大曲”在产酒、产香及特殊风味物质特别突出的菌种，全力做好酿酒和调味酒实验，尽快生产出高品质的特色基酒，全面提升企业核心竞争力。

种猪繁育、生猪屠宰与肉食品加工业务方面，生鲜业务将继续稳定产品质量，将生产和业务进一步紧密衔接，满足了市场对各级产品的数量要求与质量变化。分割车间将根据各产

品的生产特点,通过改进生产工艺等技术手段,进一步保障产品产值,同时根据市场需求,进行合理分级,提高产品附加值并最大限度的满足市场需求。熟食业务将做好新建车间的运行准备工作,为新车间的建成培养储备研发、设备维护等各类人才,未来将以熟食业务为突破口,做精做细猪肉产业,壮大公司肉食品产业。

在建项目方面,“牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目”一期已基本完成,预计2015年上半年投入运营;房地产在建项目仍有一定融资需求;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,公司发展战略明确,可实施性强。

九、财务分析

公司提供的2014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。公司提供的2015年一季度财务报表未经审计。

2014年,公司纳入合并范围子公司减少1家北京顺丽鑫园林绿化工程有限责任公司,较2013年变化不大。截至2015年3月底,公司纳入合并范围子公司较2014年底无变化,财务数据可比性较强。

截至2014年底,公司(合并)资产总额为155.43亿元,所有者权益合计51.85亿元(含少数股东权益1.06亿元);2014年,公司实现营业收入94.81亿元,利润总额5.35亿元。

截至2015年3月底,公司(合并)资产总额为160.22亿元,所有者权益合计53.78亿元(含少数股东权益1.07亿元);2015年1~3月,公司实现营业收入32.34亿元,利润总额2.67亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内,公司经营规模稳步增长,2014

年实现营业收入94.81亿元,同比增长4.50%;其中主营业务收入为90.56亿元,同比增长10.88%,主要来源为白酒制造业务和肉类加工业务。同期,公司营业成本62.88亿元,同比增长0.75%。受益于营业成本增速低于营业收入增速,2014年公司营业利润率小幅提升至22.94%,同比增加1.19个百分点。2015年1~3月,公司实现营业收入32.34亿元,同比变化不大;受益于盈利能力较强的白酒制造业务规模持续扩张,公司整体营业利润率增至31.97%,同比增加4.76个百分点。

从期间费用来看,2014年公司期间费用(销售费用、管理费用和财务费用)总额同比小幅下降2.25%,主要系销售费用(主要包括广告费、业务费、促销费及运输费等)有所下降。2014年期间费用率为17.23%,同比减少1.19个百分点;2015年1~3月,公司期间费用率为23.56%,较2014年增加6.33个百分点,主要为一季度广告费及业务费带动销售费用增长。总体看,公司期间费用率水平受销售费用变化影响有所波动,整体控制能力有待加强。

2014年,受益于毛利率水平较高的白酒销售业务及房地产业务规模增长,公司实现利润总额5.35亿元,同比增长78.38%,实现净利润3.65亿元,同比增长78.20%。从盈利能力指标看,2014年公司总资产收益率及净资产收益率分别为4.06%和7.03%,同比分别增加0.90个和0.59个百分点。2015年1~3月,公司实现利润总额2.67亿元,占2014年全年49.88%,同比增长7.66%;净利润1.93亿元,占2014年全年52.87%,同比增长5.46%。

跟踪期内,公司收入规模稳定增长,期间费用控制能力有待加强;受益于盈利水平较高的白酒业务及房地产业务规模增长,公司各项盈利指标有所提升。总体看,公司盈利水平有所提高。

2. 现金流及保障

2014年,公司销售商品、提供劳务收到的

现金同比下降 5.20%，主要系预收款项较 2013 年下降；受此影响，经营活动现金流入量小幅下降至 111.39 亿元。从经营活动现金流出看，跟踪期内公司严格控制营业成本，购买商品、接受劳务支付的现金 80.28 亿元，同比下降 7.42%；经营活动现金流出 108.45 亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金主要包括广告费（3.45 亿元）、运输费（1.45 亿元）、促销费（1.40 亿元）；经营活动净现金流表现为净流入 2.94 亿元。获现质量方面，受预收款项下降影响，2014 年公司现金收入比下降至 116.99%，公司经营活动获现能力正常。

从投资活动看，2014 年，公司投资活动现金流入 0.14 亿元，同比下降明显，主要系跟踪期内公司未进行理财投资所致；公司投资活动现金流出为 4.51 亿元，同比下降 59.15%，主要为牛栏山酒厂升级改造、鹏程冷链物流等在建项目的持续投资支付的现金。2014 年，公司投资活动净现金流为-4.37 亿元。

2014 年，公司筹资活动前现金流量为-1.43 亿元，公司经营活动现金净流量未能满足当期投资活动支出需求。2014 年，公司筹资活动现金流入为 74.88 亿元，其中非公开发行股份募集资金 17.02 亿元（募集净额），取得银行借款 57.79 亿元；筹资活动现金流出为 65.94 亿元，主要为偿还债务支付的现金；筹资活动净现金流为 8.94 亿元。

2015 年 1~3 月，受益于经营规模持续扩张带动销售商品、提供劳务收到的现金增长，公司经营活动现金净流量为 4.24 亿元；投资活动产生的现金净流量为-0.98 亿元，主要为牛栏山酒厂升级改造项目 and 鹏程冷链物流项目持续投入支付的现金；筹资活动现金表现为净流入 1.48 亿元。2015 年 1~3 月，公司现金收入小幅提升至 118.04%。

跟踪期内，公司经营活动现金流净额有所下降，未能满足当期投资需求。考虑到房地产等项目仍有资本投入需求，公司有一定外部融资需求。

3. 资本及债务结构

资产

跟踪期内，公司资产规模稳定增长。截至 2014 年底，公司资产总额为 155.43 亿元，较上年底增长 12.72%；其中流动资产占 68.74%，非流动资产占 31.26%，公司资产构成仍以流动资产为主。

截至 2014 年底，公司流动资产 106.85 亿元，同比增长 13.96%，构成主要为货币资金（占 24.39%）和存货（占 69.10%）。

截至 2014 年底，公司货币资金为 26.06 亿元，同比增长 40.43%，主要系非公开发行股份募集的资金；其中银行存款 25.93 亿元。

截至 2014 年底，公司应收账款为 1.02 亿元，同比下降 10.30%，主要为应收销售员业务预借款和未结算建筑工程款；其中账龄在 1 年以内的占 77.65%，1~2 年的占 1.72%，3 年以上的 20.60%；应收账款前 5 名合计占比 29.09%，集中度一般。公司计提坏账准备 0.17 亿元，综合计提比例 14.36%。

截至 2014 年底，公司预付款项 5.45 亿元，同比增长 16.46%，主要为预付广告费及供应商设备款；前 5 名合计占比 38.35%，集中度较高；账龄在 1 年以内的占 78.14%，1~2 年的占 16.70%，2~3 年的占 5.16%，账龄超过 1 年的预付账款主要为公司预付的工程设备款。

截至 2014 年底，公司存货 73.84 亿元，同比增长 7.98%，主要来自开发产品（包头顺鑫望潮苑及 GBD 商务中心等项目）及库存商品的增长。跟踪期内，公司充分利用 4 万吨冷链物流项目完工运营，加大猪肉反周期操作，在猪价低迷时加大屠宰量，同时，随着春节的临近，公司猪肉及肉制品相应增加库存量，以备销售，综合带动库存商品增长。2014 年，公司存货构成主要为库存商品（占 17.76%）、开发成本（占 51.28%，主要包括 GBD 二期商务中心项目 8.92 亿元、牛栏山下坡屯项目 22.64 亿元、包头顺鑫望潮苑项目 2.00 亿元等）、开发产品（占 15.71%）、建造合同形成的已完工未结算资产

(占 9.58%)。当期,公司对消耗性生物资产计提存货跌价准备 0.05 亿元,存货计提水平较低。

截至 2014 年底,公司非流动资产为 48.58 亿元,同比增长 10.08%。非流动资产构成主要由固定资产(占 53.60%)、在建工程(占 16.01%)和无形资产(占 17.41%)构成。

截至 2014 年底,公司固定资产 26.04 亿元,同比增长 6.46%,主要来自在建工程中鹏程冷链物流项目结转;固定资产构成主要为房屋及建筑物(占 64.92%)和机器设备(占 32.09%);固定资产账面原值 34.54 亿元,累计折旧 8.47 亿元,计提减值准备 167.79 万元。

截至 2014 年底,公司在建工程进一步增长至 7.78 亿元,同比增长 18.07%,主要由牛栏山酒厂升级改造(期末余额 5.30 亿元)、熟食产业技术升级(期末余额 0.65 亿元)及牛酒食堂及倒班宿舍改造(期末余额 0.67 亿元)等项目构成,年内转固资产 1.89 亿元(鹏程冷链物流项目)。

截至 2014 年底,公司无形资产 8.46 亿元,构成主要为土地资产,同比变化不大。

截至 2015 年 3 月底,公司资产总额进一步增长至 160.22 亿元,较 2014 年底增长 3.08%,主要来自货币资金的增长;其中流动资产占比 69.52%,资产构成变化不大。

总体看,跟踪期内公司资产规模稳步增长,资产构成以流动资产为主,资产结构稳定。流动资产中货币资金及以开发产品、开发成本为主的存货占比大;非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产构成。整体看,公司资产质量良好,资产流动性一般。

所有者权益

截至 2014 年底,公司所有者权益合计 51.85 亿元(含少数股东权益 1.06),较 2013 年底增长 63.24%,主要系非公开发行股份(发行数量 13205.00 万股,发行价格 13.20 元/股,募集资金净额 17.02 亿元)带动资本公积及实收资本的增长;从构成来看,归属于母公司的所有者权益中,实收资本占 11.23%,资本公积占

50.28%,盈余公积占 6.19%,未分配利润占 27.48%。截至 2015 年 3 月底,公司所有者权益增至 53.78 亿元(含少数股东权益 1.07 亿元),较 2013 年底增长 3.72%,主要来自未分配利润的增长。

总体看,跟踪期内公司所有者权益结构稳定性良好。

负债

截至 2014 年底,公司负债总额为 103.58 亿元,同比下降 2.41%;其中,流动负债占 78.33%,非流动负债占 21.67%,流动负债占比同比减少 8.49 个百分点,债务结构有所改善。

截至 2014 年底,公司流动负债 81.13 亿元,同比下降 11.95%,主要来自短期借款的减少。

截至 2014 年底,公司短期借款 47.09 亿元,同比下降 22.73%,其中保证借款 34.40 亿元,信用借款 12.69 亿元。

截至 2014 年底,公司预收款项 16.79 亿元,同比变化不大,构成主要为白酒销售预收货款及建筑工程板块预收工程款。

截至 2014 年底,公司其他流动负债 13.41 亿元,同比增长 33.14%,主要包括公司于 2014 年发行的 4 亿元“14 顺鑫 CP001”、6 亿元“14 顺鑫 CP002”及 3 亿元非公开定向债务融资工具。

截至 2014 年底,公司非流动负债 22.45 亿元,同比增长 60.45%,由长期借款和长期应付款构成。截至 2014 年底,公司长期借款 16.13 亿元,同比增长 46.75%,全部为保证借款和抵押借款;长期应付款增长至 6.32 亿元,主要为公司 2014 年新签订的融资租赁合同,以拥有的酒罐等价值人民币 3.6 万元的设备作为标的物,以售后回租方式向光大租赁公司申请的融资租赁 3.00 亿元,租赁期限 6 年。公司每三个月支付租金,共 24 期。

截至 2015 年 3 月底,公司负债总额为 106.44 亿元,较上年底增长 2.76%,主要来自短期借款增长,其他负债科目同比变化不大。其中流动负债占 79.27%,非流动负债占

20.73%。

截至2014年底,公司全部有息债务为82.92亿元,同比下降2.37%;其中短期债务占比73.31%,长期债务占比为26.69%,债务结构有所改善。债务指标方面,受益于非公开发行股份带动所有者权益增长,公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均有所下降,2014年底分别为66.64%、61.52%和29.91%,同比分别减少10.33个、11.94个和0.67个百分点。

截至2015年3月底,公司有息债务合计85.85亿元,较2014年底增长3.54%,主要来自短期债务的增长;公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别小幅下降至66.43%、61.48%和28.93%。

总体看,跟踪期内公司完成非公开发行股份一定程度提升资本实力,整体债务负担有所下降但仍较重;公司短期债务占比有所下降,债务结构有所改善。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看,2014年受益于非公开发行股份带动货币资金增长,公司流动比率和速动比率分别提升至131.70%和40.69%;其中受存货规模较大影响,公司速动比率处于较低水平。截至2015年3月底,上述两项指标分别为132.02%和44.47%。考虑到公司货币资金充沛,经营活动现金流入量规模较大,公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看,2014年受益于利润总额快速增长,公司EBITDA同比增长26.91%至9.35亿元;同期,公司EBITDA利息倍数小幅提升至1.88倍,全部债务/EBITDA倍数从13.91倍降至8.55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。

截至目前,公司存续期内债券包括6亿元短期融资券“14顺鑫CP002”。截至2014年底,公司扣除受限资金后现金类资产为26.01亿元,

是“14顺鑫CP002”的4.34倍;截至2015年3月底,公司扣除受限资金后现金类资产为“14顺鑫CP002”的5.18倍;2014年,公司经营活动现金流入和净流量分别为111.39亿元和2.94亿元,分别为存续期内债券的18.57倍和0.49倍。公司经营活动现金流入量及现金类资产规模较大,对“14顺鑫CP002”的保障能力强。

截至2015年3月底,公司共获得银行授信约157亿元,未使用额度约59亿元,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2015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2015年5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。

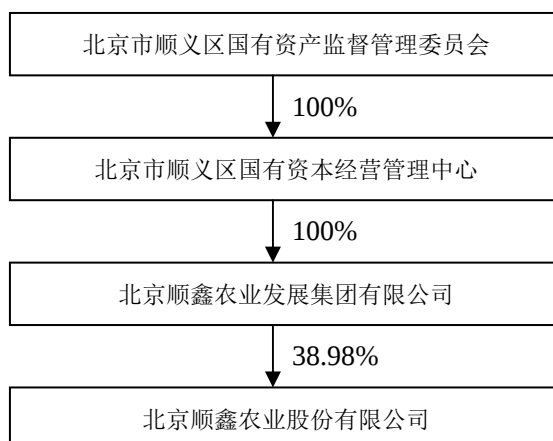
6. 抗风险能力

公司作为北京地区最大的肉制品生产商,是国家农业产业化重点龙头企业,已形成“育种-饲料-养殖-防疫-屠宰-加工-物流”一条龙的完整产业链。公司白酒制造业务盈利能力强,产品具有较强知名度和美誉度,在外部发展环境、品牌影响力以及区域市场竞争方面具备一定优势。总体看,公司抗风险能力强。

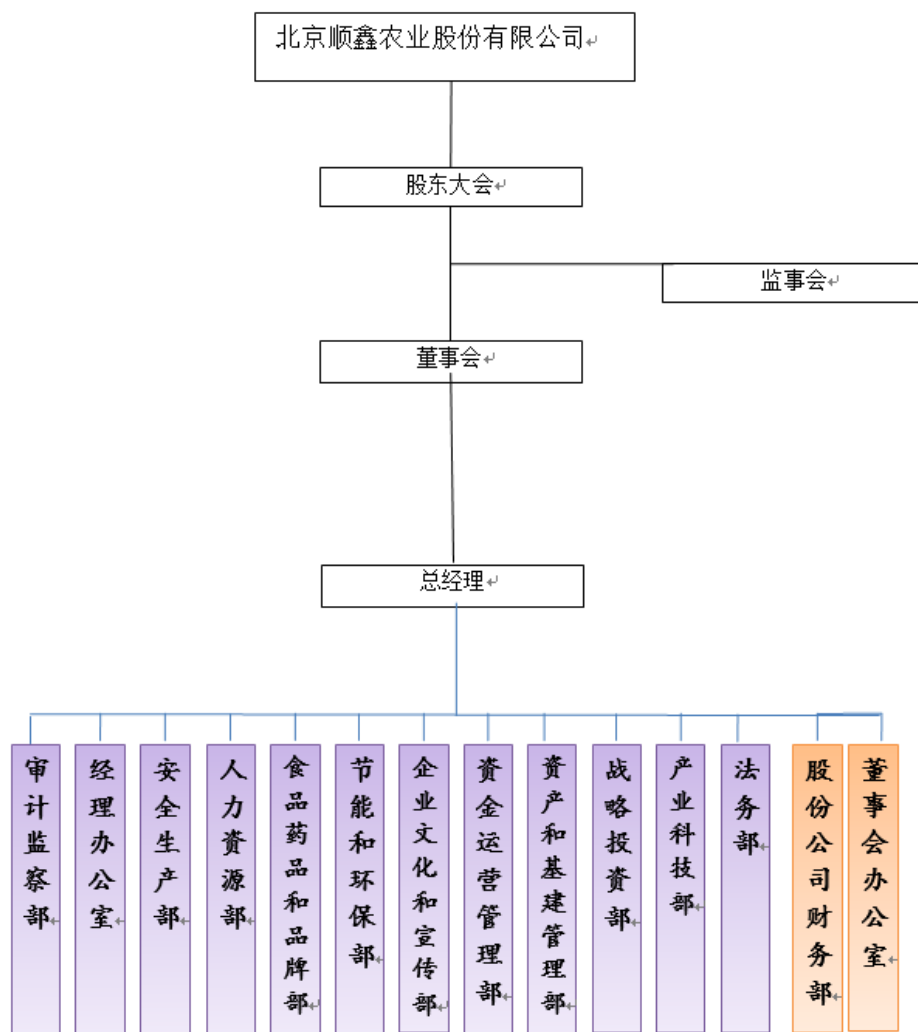
十、结论

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CP002”A-1的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	23.40	19.08	26.01	31.05
资产总额(亿元)	124.80	137.89	155.43	160.22
所有者权益(亿元)	29.86	31.76	51.85	53.78
短期债务(亿元)	65.80	70.94	60.79	59.96
长期债务(亿元)	18.96	13.99	22.13	21.90
全部债务(亿元)	84.76	84.93	82.92	85.85
营业收入(亿元)	83.42	90.72	94.81	32.34
利润总额(亿元)	2.05	3.00	5.35	2.67
EBITDA(亿元)	5.80	6.32	9.35	--
经营性净现金流(亿元)	-2.83	7.44	2.94	4.24
财务指标				
销售债权周转次数(次)	45.64	48.33	68.76	--
存货周转次数(次)	1.26	1.02	0.88	--
总资产周转次数(次)	0.73	0.69	0.65	--
现金收入比(%)	114.32	128.95	116.99	118.04
营业利润率(%)	20.29	21.74	22.94	31.97
总资本收益率(%)	5.69	3.15	4.06	--
净资产收益率(%)	4.37	6.44	7.03	--
长期债务资本化比率(%)	38.84	30.58	29.91	28.93
全部债务资本化比率(%)	73.95	72.78	61.52	61.48
资产负债率(%)	76.07	76.96	66.64	66.43
流动比率(%)	112.89	101.76	131.70	132.02
速动比率(%)	41.68	27.55	40.69	44.47
经营现金流流动负债比(%)	-3.72	8.08	3.62	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.25	1.37	1.88	--
全部债务/EBITDA(倍)	14.61	13.43	8.55	--

注：1. 2015 年一季度财务数据未经审计；2. 2013~2015 年 3 月“全部债务”及相关指标计算中加入“其他流动负债”中短期融资券额度、“长期应付款”中融资租赁额度；3. 2012~2013 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”中中期票据额度；4. 现金类资产计算已剔除受限资金。

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	
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/营业收入×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 4 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 5 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