

跟踪评级公告

联合[2015] 316 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
二零一五年三月十七日



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 3 月 17 日

财务数据

项 目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 9 月
现金类资产(亿元)	15.97	23.46	19.16	35.43
资产总额(亿元)	103.33	124.80	137.85	162.85
所有者权益(亿元)	29.94	29.86	31.76	51.08
长期债务(亿元)	1.95	18.96	13.99	23.31
全部债务(亿元)	63.86	84.76	84.93	93.80
营业收入(亿元)	75.80	83.42	90.72	71.42
利润总额(亿元)	3.75	2.05	3.00	4.24
EBITDA(亿元)	6.21	5.80	6.32	--
经营性净现金流(亿元)	0.27	-2.83	7.44	4.01
营业利润率(%)	21.05	20.29	21.74	24.85
净资产收益率(%)	10.74	4.37	6.44	--
资产负债率(%)	71.03	76.07	76.96	68.63
全部债务资本化比率(%)	68.18	73.95	72.78	64.74
流动比率(%)	100.74	112.89	101.76	130.84
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: 1. 2014 年三季度财务数据未经审计; 2. 2013 年和 2014 年 9 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。

分析师

刘晓蒙 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实现持续增长; 非公开发行股票一定程度提升了资本实力。同时联合资信关注到, 猪肉价格波动大、公司肉类加工业务收入下降、债务负担较重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 CP002” 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强, 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, 公司白酒制造业务受益于外埠市场扩张实现持续增长, 对整体收入和利润贡献大。
3. 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。

关注

1. 跟踪期内, 公司肉类产品产量和市场价格受

行业周期和公司调整产品结构影响,销售收入规模下降。

2. 公司债务规模较大,债务负担较重,短期债务占比高。
3. 公司未来房地产业务有一定投资需求。

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 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“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 2014 年 9 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2014年9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9月底,公司纳入合并范围控股子公司共计26家。

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 9 月底,公司(合并)资产总额为 162.85 亿元,所有者权益合计 51.08 亿元(含少数股东权益 1.06 亿元);2014 年 1~9 月,公司实现营业收入 71.42 亿元,利润总额 4.24 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 年前三季度,中国国民经济在新常态下运行总体平稳。前三季度国内生产总值 419908 亿元,按可比价格计算,同比增长 7.4%。分季度看,一季度同比增长 7.4%,二季度增长 7.5%,三季度增长 7.3%。虽然 GDP 增速放缓,但结构调整稳步推进,主要表现为:①产业结构更趋优化:第三产业增加值占国内生产总值的比重为 46.7%,比上年同期提高 1.2 个百分点,高于第二产业 2.5 个百分点;②需求结构继续改善:最终消费支出对国内生产总值增长的贡献率为 48.5%,比上年同期提高 2.7 个百分点。

从消费、投资和进出口情况看,2014 年前三季度,市场销售稳定增长,固定资产投资增速放缓,进出口增速回升。社会消费品零售总额 189151 亿元,同比名义增长 12.0% (扣除价格因素实际增长 10.8%),增速比上年同期回落 0.1 个百分点;固定资产投资(不含农户)357787 亿元,同比名义增长 16.1% (扣除价格因素实际增长 15.3%),增速比上年同期回落 1.2 个百分点;进出口总额 194223 亿元人民币,同比增长 3.3%,增速比上年加快 2.1 个百分点。

2. 政策环境

2014 年前三季度,中国继续实施积极的财政政策。全国财政收入 106362 亿元,比去

年同期增加 7973 亿元，增长 8.1%。其中税收收入 90695 亿元，同比增长 7.4%。全国财政支出 103640 亿元，比去年同期增加 12107 亿元，增长 13.2%，完成预算的 67.7%，比去年同期提高 1.5 个百分点。

2014 年前三季度，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，灵活开展公开市场操作，搭配使用短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）、常备借贷便利（SLF）等调节方式。9 月末，广义货币（M2）余额 120.21 万亿元，同比增长 12.9%，狭义货币（M1）余额 32.72 万亿元，增长 4.8%，流通中货币（M0）余额 5.88 万亿元，增长 4.2%。9 月末，人民币贷款余额 79.58 万亿元，人民币存款余额 112.66 万亿元。总体看，银行体系流动性充裕，货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，市场利率回落，金融机构贷款利率总体有所下行。

总的来看，前三季度国民经济运行保持了总体平稳、稳中有进、稳中有质的发展态势，但国内外环境仍然错综复杂，经济发展仍面临不少困难和挑战，特别是经济下行压力较大。2014 年中央经济工作会议提出，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

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。2002~2012 年是白酒的“黄金十年”，白酒行业产量快速上升，销售收入节节攀升，产量年均

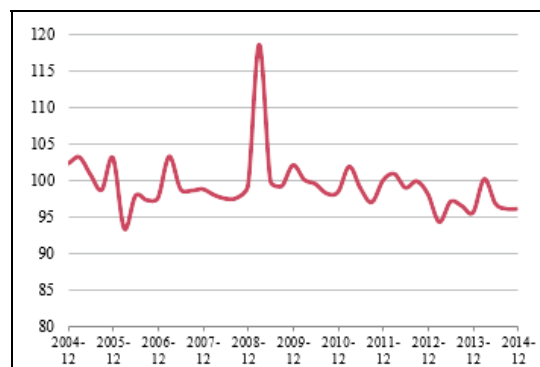
复合增长率为 18.48%。2013 年下半年以来，受限制“三公”消费和中央军委“禁酒令”等政策影响，高端白酒受到较大冲击，白酒行业增速明显放缓。2013 年，中国白酒产量和销量（按 65 度折纯计算）分别为 1226.20 万吨和 1166.20 万吨，分别同比增长 6.33% 和 3.51%，增速同比分别下降 6.11 和 6.76 个百分点。2014 年，中国白酒产量和销量分别为 1257.13 万吨和 1202.60 万吨，同比分别增长 2.52% 和 3.12%。

图 1 中国白酒产销量情况（单位：万吨）



资料来源：国家统计局

图 2 2004~2014 年中国白酒累计产销率情况（单位：%）



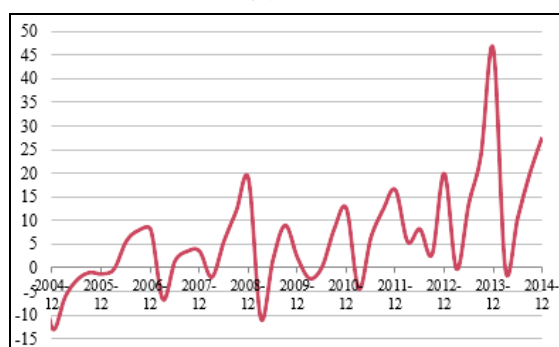
资料来源：Wind 资讯

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 2008 年底受金融危机影响，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；2014 年底，白酒产销率为 96.1%，处于基本平稳状态。

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；2014 年 12 月底，白酒行业库存比年初增长回落至 27.70%，库存压力有一定缓解但仍处于高位。

图 3 2004~2014 年中国白酒库存比年初增长
(单位：%)



资料来源：Wind 资讯

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。

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4 2009~2014年中国城市生猪零售价格
单位（元/公斤）



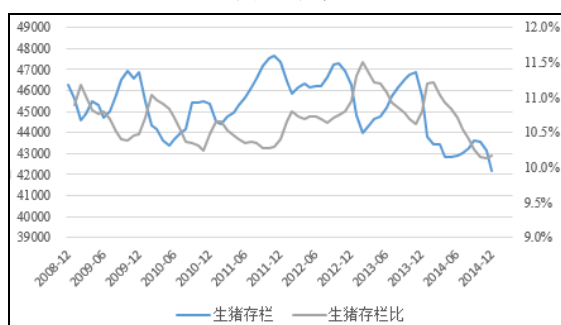
资料来源：wind资讯

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区,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 5 2008~2014 年中国生猪存栏和生猪存栏比情况
(单位: 万头)



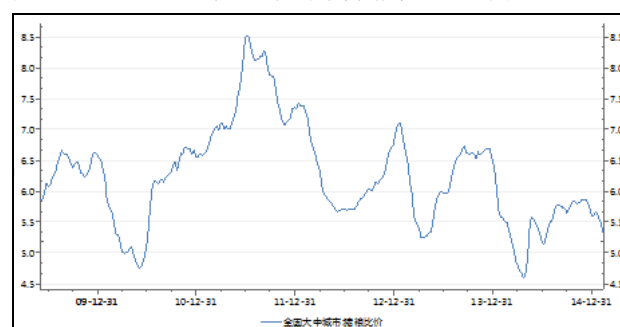
资料来源: wind 资讯

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 12 月, 生猪存栏量为 4.22 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 6 2009~2014 年全国大中城市猪粮比 (单位: %)



资料来源: Wind 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“2013年度中国企业500强”,牛栏山酒厂入选“2013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。

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，公司行业地位进一步巩固，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、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，公司实现营业收入 90.72 亿元，同比增长 8.76%，主要来自白酒制造和建筑工程业务收入大幅增长。2013 年，受公司调整熟食产业整体规划及熟食车间改造影响，肉类加工业务收入同比下降 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。

从盈利水平看，由于毛猪收购价格下降幅度较大及熟食产品调整，公司肉类加工业毛利率同比增加 2.51 个百分点；2013 年白酒销量中，受益于销量占比最高的低端酒均价上涨，白酒制造业务毛利率有所提升；房地产业务收入大多为上年项目的尾房销售，价格较低，且新建项目入住率低，导致毛利率下降。2013 年公司整体毛利率为 30.00%，同比增加 3.22 个百分点。

2014 年 1~9 月，公司实现营业收入 71.42 亿元，占 2013 年全年的 78.72%，同比增长 8.86%。受生猪收购价格进一步下降影响，公司肉类加工业毛利率升至 8.70%，但收入占比下降至 27.94%；白酒加工业务发展趋势良好，2014 年前三季度实现收入 29.57 亿元，毛利率水平增长至 65.04%；房地产业务收入及盈利水平随 GBD 二期项目销售均有所提升，收入快速增长至 7.45 亿元，占比提升至 10.43%。2014 年 1~9 月，公司综合毛利率升至 35.64%。

表 1 2011~2014 年 1~9 月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 1~9 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	250356.39	33.10	56.81	323823.82	38.90	51.49	374371.05	41.27	60.35	295717.63	41.41	65.04
肉类加工业	350644.48	46.37	3.15	320001.62	38.44	4.80	297551.53	32.80	7.31	199579.13	27.94	8.70
建筑工程业	70409.01	9.31	12.88	79952.61	9.60	13.09	126105.33	13.90	9.51	96317.22	13.49	9.24
房地产业	33785.73	4.47	37.97	41459.70	4.98	15.50	43962.71	4.85	11.41	74481.00	10.43	31.56
其他	51063.94	6.75	39.48	68957.72	8.08	35.59	65244.92	7.18	11.42	48111.38	6.74	25.83
合 计	756259.55	100.00	25.83	834195.47	100.00	26.78	907235.54	100.00	30.00	714206.36	100.00	35.64

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。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 1~9 月，牛栏山酒厂贡献公司酒类业务销售量及金额的 99.07% 和 97.96%。

表 2 公司白酒分类销售情况（不含税）

品牌	品种	2011 年		2012 年		2013 年		2014 年 1~9 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	116283	105194	150418	152429.67	197719	211196.91	162116	178965.95
	中档酒	9633	42065.19	12242	56250.07	14056	62060.32	12609	50079.38
	高档酒	4554	90940.69	4814	101736.57	4401	91230.27	3082	60636.27
	小计	130470	238199.88	167474	310416.31	216176	364487.50	177807	289681.60
宁城老窖	低档酒	1602	2592.30	809	1483.37	643	686.83	438	935.33
	中档酒	1667	6673.78	2064	8650.00	1482	6543.35	1204	4363.78
	高档酒	161	2890.43	169	3274.14	128	2653.37	35	736.92
	小计	3430	12156.51	3042	13407.51	2253	9883.55	1677	6036.03
合 计		133900	250356.39	170516	323823.82	218429	374371.05	179484	295717.63

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，2014 年 1~9 月达到 22.47 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，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。2014 年以来，公司产品销售区域拓展至珠三角及海南等新市场，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，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，占比为 57.94%，中档酒销售收入 6.21 亿元，占比为 17.03%，高档酒销售收入 9.12 亿元，占比为 25.03%。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。2014 年 1~9 月，公司白酒业务规模持续扩张，实现销售收入 29.57 亿元，同比增长 3.68%；其中低档酒受益于外埠市场拓展取得突破，销售收入较去年同期增长 15.71%，占比提升至 61.78%。产品价格方面，受行业竞

争加剧影响，公司高档产品价格有所下降，吨酒价格为 19.67 万元，较 2013 年下降 5.11%。

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	10.50	10690.13	10.47	12394.13	11.88
	包装	33680.16	51.65	52720.31	51.65	46057.86	44.16
	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（其中 9.32 亿元资金来源于 2014 年非公开发行募集资金），截至 2014 年 9 月底，已完成投入 9.09 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，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 1~9 月高档产品实现销量 35 吨，占 2013 年全年高

档产品销量的 27.34%。

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。2013 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 1~9 月，鹏程食品实现收入 19.77 亿元，实现净利润 0.99 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。

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 1~9 月，公司完成生猪屠宰量 142.57 万头，销售猪肉熟食制品 0.92 万吨。受市场环境和公司产品调整影响，公司生猪收购均价、生猪销售价格及熟食均价均呈下降趋势。

表 4 2012~2014 年 9 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 1~9 月
祖代（套）	1329	1299	1205
父母代（套）	16314	15487	15191
屠宰能力（万头/年）	300	300	300
实际屠宰量（万头）	190.35	184.10	142.57
收购均价（元/公斤）	15.28	13.28	11.49
生猪肉制品（万吨）	18.15	15.67	11.50
生猪肉均价（元/公斤）	17.63	17.77	16.01
猪肉熟食（万吨）	1.41	1.39	0.92
猪肉熟食均价（元/公斤）	16.39	15.79	15.19

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，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。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。2013 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 2014 年 9 月底，公司种猪生产拥有祖代猪 1205 套，父母代猪 15191 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%。2014 年 1~9 月，受行业景气度持续下降影响，小店良种场种猪、育肥仔猪实现销售收入 8711.93 万元，实现净利润-1257.27 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 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。

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。2013 年和 2014 年 1~9 月公司销售猪肉熟食制品分别为 1.39 万吨和 0.92 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。

总体看，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2014年9月底，鑫大禹公司在建工程项目包括顺义区党校党校迁址新建项目、顺义区赵全营镇板桥村定向安置房项目、站前街（顺义区站前街商业金融项目）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%。2014年1~9月，建筑工程业务实现收入9.63亿元，主要来自站前街商业金融项目收入。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项目盈利能力低，且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。2014年1~9月，公司房地产业务实现销售收入7.45亿元，超过2013年全年水平，主要来自GBD二期项目及牛栏山下坡屯项目一期销售收入；毛利率为31.56%，较2013年水平增加20.15个百分点，主要系盈利水平较高的GBD二期项目收入增加所致。

截至2014年9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2014年9月底已投资41.34亿元。总体看，公司房地产业务有一定资金需求。

表5 截至2014年9月底公司主要房地产项目
(单位：万平方米、亿元、%、元/平方米)

项目名称	建筑面积	总投资	截至2014年9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	18.52	88	24600
GBD(站前街商业金融)二期	16.07	20.25	12.10	70	15000
顺鑫望潮苑	17.34	13.73	8.20	18	6000/12000
海南富海家园	6.92	7.65	2.52	17	9200
合 计	62.34	65.37	41.34	--	--

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%。2014年1~9月，公司其他业务收入4.81亿元，同比变化不大。

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

新农村建设的两个领域，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。

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，公司未来有一定融资需求。

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，合并范围较2012年变化不大，财务数据可比性较强。截至2014年9月底，公司合并范围减少单位1家：顺丽鑫园林绿化工程有限责任公司。

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9月底，公司（合并）资产总额为162.85亿元，所有者权益合计51.08亿元（含少数股东权益1.06亿元）；2014年1~9月，公司实现营业收入71.42亿元，利润总额4.24亿元。

1. 盈利能力

跟踪期内，公司经营规模稳步增长，2013年实现营业收入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%，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62.42亿元，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1~9月，公司实现营业收入71.42亿元，为上年全年水平的78.72%；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24.85%，同比增加0.83个百分点。

从期间费用来看，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%，主要系公司加强下游销售渠道建设及品牌宣传力度带动销售费用增长所致。2013年期间费用率为18.42%，同比上升0.57个百分点；2014年1~9月，公司期间费用率为18.92%，较2013年增加0.50个百分点。总体看，公司期间费用控制能力有待加强。

2013年，受益于毛利率水平较高的白酒销售业务持续增长，公司实现利润总额3.00亿元，

同比增长 46.32%，实现净利润 2.05 亿元，同比增长 56.73%。从盈利能力指标看，2013 年公司总资本收益率为 3.15%；净资产收益率为 6.44%，同比增加 2.07 个百分点。2014 年 1~9 月，公司实现利润总额 4.24 亿元，较 2013 年增长 41.27%；净利润 2.88 亿元，较 2013 年增长 40.59%。

总体看，跟踪期内，公司收入规模不断扩大，营业成本控制较好，期间费用控制能力有待加强；公司营业利润率和净资产收益率有所提升。总体看，公司盈利水平有所提高。

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% 至 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。受益于应收账款回收情况较好以及白酒业务预收货款快速增长，2013 年公司现金收入比为 128.95%，同比增加 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。

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基本能满足当期投资活动支出需求。2013 年，公司筹资活动现金流入为 36.73 亿元，全部来自银行借款；筹资活动现金流出为 42.12 亿元，主要为偿还债务支付的现金；筹资活动净现金流为 -5.39 亿元。

2014 年 1~9 月，公司经营活动现金净流量

为 4.01 亿元；投资活动产生的现金净流量为 -3.70 亿元，主要为牛栏山酒厂升级改造项目和鹏程冷链物流项目持续投入支付的现金；当期筹资活动现金流入大幅增长至 56.08 亿元，主要来自非公开发行股票募集的现金（募集净额 17.02 亿元，截至 2014 年 10 月 16 日已使用 8.22 亿元）及取得借款收到的现金，筹资活动现金表现为净流入 16.41 亿元。2014 年 1~9 月，公司现金收入小幅下降至 119.55%。

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 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%，公司资产以流动资产为主。

截至 2013 年底，公司流动资产 93.76 亿元，同比增长 9.43%，构成主要为货币资金（占 19.80%）和存货（占 72.93%）。

截至 2013 年底，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。

截至 2013 年底，公司应收账款为 1.13 亿元，同比下降 30.21%，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 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。公司当期计提坏账准备 0.17 亿元，综合计提比例 13.03%。

截至 2013 年底，公司预付款项 4.68 亿元，同比下降 24.04%，主要为预付供应商的设备款；前 5 名合计占比 18.69%，集中度较低；账龄在 1 年以内的占 70.03%，1~2 年的占 29.32%，2~3 年的占 0.65%，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 2013 年底，公司存货 68.38 亿元，同比增长 26.51%，主要来自 GBD 项目二期、牛栏山下坡屯房地产项目等开发成本的增长；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%，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）、工程施工（占 11.26%），公司未计提跌价准备。

截至 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。

截至 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，构成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，累计折旧 6.01 亿元，计提减值准备 167.79 万元。截至 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，年内转固资产原价为 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。

截至 2014 年 9 月底，公司资产总额 162.85 亿元，较 2013 年底增长 18.10%，主要来自非公开发行股份带动货币资金的增加；其中流动资产占比 70.51%，资产构成变化不大。截至 2014 年 9 月底，公司货币资金 35.28 亿元，较 2013 年底增长 90.09%，主要系公司非公开发行股票募集资金（17.02 亿元）所致；公司存货进一步增长至 72.21 亿元，其中开发成本 43.33 亿元（牛栏山下坡屯项目 22.89 亿元、GBD 项目 9.14 亿元、包头顺鑫望潮苑 7.39 亿元），库存商品 11.74 亿元。非流动资产方面，截至 2014 年 9 月底，公司长期应收款增长至 0.30 亿元，主要为融资租赁保证金；在建工程增长至 7.60

亿元，主要来自牛栏山酒厂升级改造项目和鹏程冷链物流项目的持续投入；长期待摊费用增长至 1.44 亿元，主要系融资租赁手续费增加 1.35 亿元所致。

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。流动资产中货币资金及以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 2013 年底，公司所有者权益合计 31.76 亿元，较 2012 年底增长 6.38%；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 9 月底，公司所有者权益增至 51.08 亿元（含少数股东权益 1.06 亿元），较 2013 年底增长 60.82%，主要系公司非公开发行股票（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）带动实收资本和资本公积增长。总体看，跟踪期内公司所有者权益结构稳定性较好。

负债

截至 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增加 6.87 个百分点，主要系短期借款的增加及公司将 2012 年发行的中期票据（“12 顺鑫 MTN1”，额度 10 亿元）转入其他流动负债核算所致。

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

截至 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；预收款项快速增长至 16.91 亿元，同比增长 179.59%，主要来自白酒销售预收款的增加。

截至 2013 年底，公司非流动负债 13.99 亿元，同比下降 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。

截至 2014 年 9 月底，公司负债总额为 111.76 亿元，较上年底增长 5.31%，主要来自其他流动负债和长期应付款的增长。截至 2014 年 9 月底，公司预收款项进一步增长至 19.25 亿元，主要来自白酒销售业务预收货款及房地产业务预收房款的增加；其他流动负债 17.68 亿元，较 2013 年底增长 75.45%，主要系 2014 年以来公司新发行 4 亿元短期融资券“14 顺鑫 CP001”和 3 亿元非公开定向债务融资工具及累计应付利息；公司长期应付款 6.69 亿元，较 2013 年底增长 122.95%，主要为公司以拥有的酒罐等价值人民币 3.6 亿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。其他负债科目较 2013 年底变化不大。

截至 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 9 月底，公司有息债务合计 93.80 亿元，其中短期债务占 75.15%，长期债务占 24.85%，债务结构有所改善。债务指标方面，受益于非公开发行股票带动货币资金及所有者权益增长，公司资产负债率、全部债务资本化比率分别下降至 68.63%和 64.74%；长期债务资本化比率增长至 31.33%。

总体看，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，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，债务结构仍有待改善。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2013 年受流动负债增长较快及货币资金减少影响，公司流动比率和速动比率分别下降至 101.76%和 27.55%；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 2014 年 9 月底，上述两项指标分别为 130.84%和 48.55%。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%至 6.32 亿元；由于 2013 年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 2013 年底，公司扣除受限资金后现金类资产为 12.76 亿元，是 6 亿元“14 顺鑫 CP002”2.13 倍；截至 2014 年 9 月底，公司扣除受限资金后现金类资产为“14 顺鑫 CP002”5.91 倍；2013 年，公司经营活动现金流入和净流量分别为 117.36 亿元和 7.44 亿元，分别为“14 顺鑫 CP002”的 19.56 倍和 1.24 倍。公司经营活动现金流入量规模较大，对“14 顺鑫 CP002”的保障能力较强。

截至 2014 年 9 月底，公司共获得银行授信 109.89 亿元，未使用额度 45.09 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 9 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 3 月 6 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。

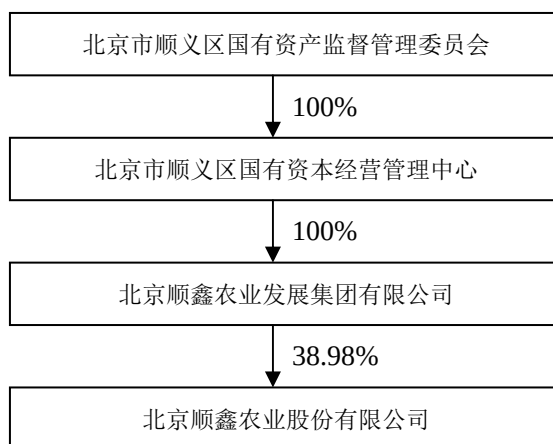
6. 抗风险能力

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。

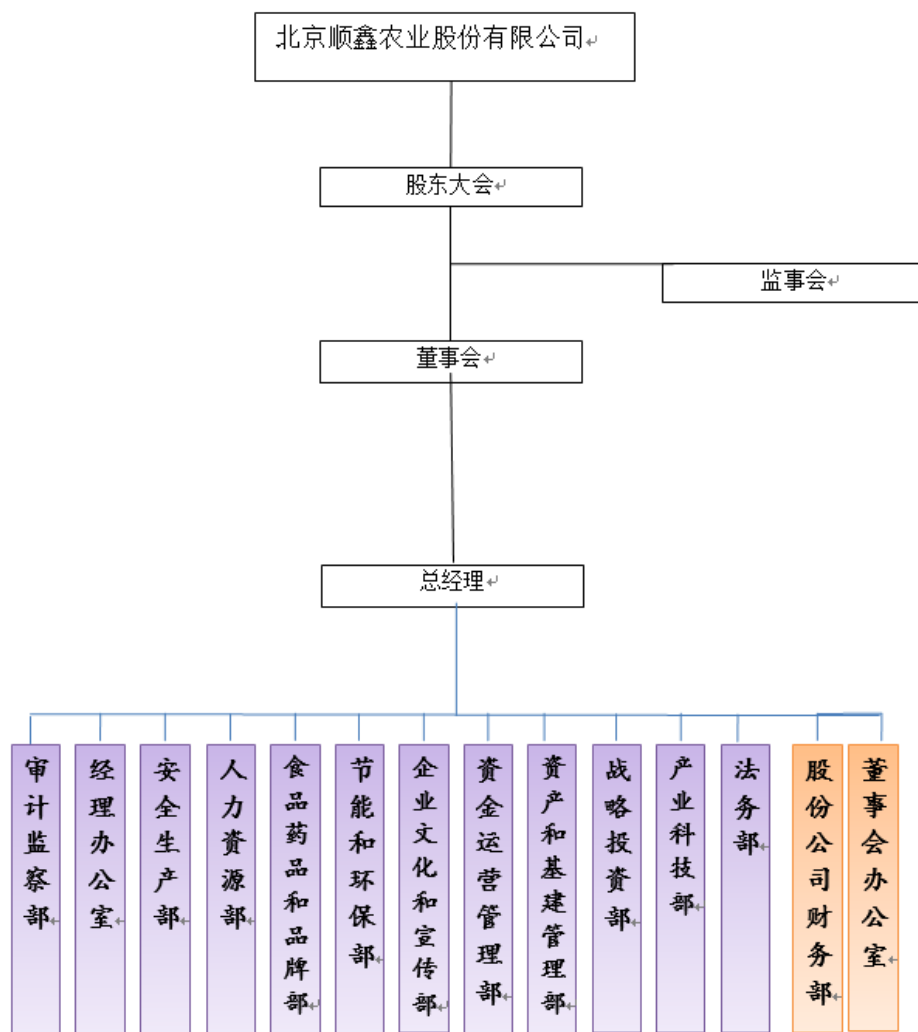
九、结论

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 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	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.97	23.46	19.16	35.43
资产总额(亿元)	103.33	124.80	137.89	162.85
所有者权益(亿元)	29.94	29.86	31.76	51.08
短期债务(亿元)	61.91	65.80	70.94	70.49
长期债务(亿元)	1.95	18.96	13.99	23.31
全部债务(亿元)	63.86	84.76	84.93	93.80
营业收入(亿元)	75.80	83.42	90.72	71.42
利润总额(亿元)	3.75	2.05	3.00	4.24
EBITDA(亿元)	6.21	5.80	6.32	--
经营性净现金流(亿元)	0.27	-2.83	7.44	4.01
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	119.55
营业利润率(%)	21.05	20.29	21.74	24.85
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	31.33
全部债务资本化比率(%)	68.18	73.95	72.78	64.74
资产负债率(%)	71.03	76.07	76.96	68.63
流动比率(%)	100.74	112.89	101.76	130.84
速动比率(%)	41.14	41.68	27.55	48.55
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 9 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 年三季度财务数据未经审计。

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