

信用等级公告

联合[2011] 078 号

联合资信评估有限公司通过对北京顺鑫农业股份有限公司信用状况进行综合分析和评估，确定

北京顺鑫农业股份有限公司
主体长期信用等级为
AA⁻

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一一年一月三十一日



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、北京顺鑫农业股份有限公司主体长期信用等级自 2011 年 1 月 31 日至 2012 年 1 月 30 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

联合资信评估有限公司

二零一一年一月三十一日

北京顺鑫农业股份有限公司

主体长期信用评级报告

评级结果：AA⁻
评级展望：稳定
评级时间：2011 年 1 月 31 日

财务数据

项 目	2007 年	2008 年	2009 年	10 年 9 月
资产总额(亿元)	41.45	65.69	80.26	90.29
所有者权益(含少数股东权益)(亿元)	22.24	23.93	25.46	27.67
长期债务(亿元)	1.50	3.10	9.83	12.90
全部债务(亿元)	15.49	37.38	47.72	51.30
营业收入(亿元)	45.21	51.76	60.87	48.97
利润总额(亿元)	2.15	3.06	2.45	3.14
EBITDA(亿元)	3.69	5.72	5.23	--
营业利润率(%)	15.26	17.39	16.87	21.52
净资产收益率(%)	7.44	10.13	7.20	--
资产负债率(%)	46.34	63.58	68.28	69.35
全部债务资本化比率(%)	41.05	60.98	65.21	64.96
流动比率(%)	140.54	115.62	103.75	90.85
全部债务/EBITDA(倍)	4.20	6.53	9.13	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.89	2.96	2.77	--

注：公司 2010 年三季度财务数据未经审计；因“其他流动负债”科目主要核算公司已发行尚未到期的短期融资券，“短期债务”、“全部债务”及相关指标计算中加入“其他流动负债”中短期融资券额度。

分析师

李 想 刘献荣
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、多元化经营以及区域市场竞争力等方面的优势。同时，联合资信也关注到，公司原材料采购的波动性、债务负担偏重、未来投资资金压力较大等因素可能对公司经营与发展带来的负面影响。

公司投建的国际花卉物流港项目已于 2010 年完工，有望进一步完善公司产业链，提升整体竞争力；未来公司将继续加大产品结构调整，加强销售渠道建设，公司经营业绩有望保持增长。联合资信对公司评级展望为稳定。

优势

1. 公司是北京市大型农业类生产企业，行业地位突出，持续稳定的市场需求增长为公司经营壮大提供了良好保障。
2. 公司实施多元化经营，抗风险能力较强。
3. 公司肉类产业链完整，肉类酒类产品品牌优势显著，市场竞争力较强。
4. 作为国家农业产业化重点龙头企业，公司部分业务所得免交企业所得税。

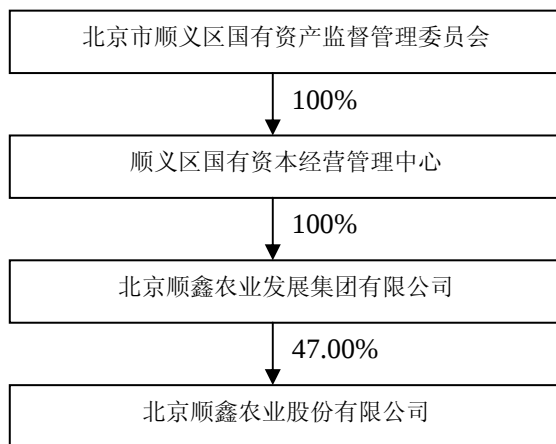
关注

1. 公司原材料多为畜产品和农产品，易受生长周期和疫情的影响。
2. 公司债务规模持续扩大，债务负担偏重。
3. 公司未来资本性支出规模较大，面临一定资金压力。

一、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”，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2009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47.00%，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2009年底公司股权结构



资料来源：公司2009年年度报告

公司属于农业类上市公司，经营范围主要涉及猪肉食品加工与销售以及良种繁育与销售、白酒生产与销售、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2009年底，公司下设行政部、财务计划部、产业发展部、投资管理部、资本运营部、总经理办公室、人力资源部、产业发展研究中

心、招商部、安全生产部等10个职能部门（见附件1）；公司纳入合并范围的控股子公司20家（见附件2）；公司在册员工6532人。

截至2009年底，公司（合并）资产总额为802639.93万元，所有者权益合计（含少数股东权益）为254572.53万元；2009年，公司实现营业收入608711.10万元，利润总额24511.18万元。

截至2010年9月底，公司（合并）资产总额902910.60万元，所有者权益276706.85万元（含少数股东权益）；2010年1~9月，公司实现营业收入489683.31万元，利润总额31439.23万元。

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、基础素质分析

1. 企业规模

公司地处北京市顺义区，是北京地区最大的肉制品生产企业，已经形成了集育种-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 and 年产5万吨并达到日本农林水产省标准的熟食生产线。近十年，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，是北京市“菜篮子”工程的重要组成部分，长期以来为保障首都的生活食品供应发挥了重要作用。另外，公司在白酒制造等行业也已形成规模，生产技术水平先进，品牌优势突出。公司旗下“顺鑫”、“牛栏山”、“鹏程”商标是中国驰名商标。

2000年和2005年，公司曾先后2次被农业部等8部委联合认定为农业产业化国家重点龙头企业，并连续五年入选“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），2009年度位列第406名。

公司“牛栏山”品牌荣登世界品牌实验室在北京发布的“2009 年中国 500 最具价值品牌排行榜”，这是国内唯一一家二锅头品牌入围；“鹏程”品牌被中国肉类协会评为“中国肉类产业影响力品牌”。鹏程食品分公司被中国食品工业协会评为“中国食品工业协会科技进步优秀企业奖”、“2007-2008 年度食品工业科技进步优秀企业奖”；被中国品牌管理协会认定为“2009 中国肉类行业十大品牌企业”、“2009 年中国肉类行业十大影响力品牌”。

总体看，公司行业地位较为突出，竞争优势突出。

2. 人员素质

公司董事长兼总经理李维昌先生，57 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。

截至 2009 年底，公司共有在册员工 6532 人。按文化程度划分，初中及以下学历占比 28.75%，高中和中专学历占比 41.27%，大专以上学历占比 29.98%；按专业划分，生产人员占比 55.96%，销售人员占比 15.23%，技术人员占比 10.88%，财务人员占比 2.45%，行政人员占比 15.48%。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。

3. 外部环境 with 政策优惠

外部环境

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。2009 年，北京市实现地区生产总值 11865.9 亿元，同比增长 10.1%；同期，北京城镇居民和农村居民人均可支配收入分别达到 26738 元和 11986 元，分别比上年增长（名义增速）8.1%和 11.5%；截至 2009 年底，北京市常住人口

1755 万人，比上年末增加 60 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。2008 年 3 月，首都机场第三号航站楼正式投入运营，至此，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。

所得税优惠

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；根据财税[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》，经北京市地方税务局、北京市顺义区地方税务局批准，母公司中除牛栏山酒厂（分公司）及创新食品分公司按 25% 征税外（单独核算），其他分公司均免征企业所得税，控股子公司北京顺丽鑫园林绿化工程有限公司、达州顺鑫鹏程食品有限公司及汉中顺鑫鹏程食品有限公司企业所得税免征；北京顺鑫牵手果蔬饮品股份有限公司（以下简称“顺鑫牵手”）所取得的免税项目免征企业所得税。

总体看，区域市场需求不断增长，公司外部环境良好；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。

三、管理体制

公司根据《证券法》、《公司法》、《上市公司内部控制指引》和《上市公司治理准则》等法律法规的相关规定，不断完善法人治理结构，规范公司运作。2009年，公司在已有制度的基础上修订了《公司章程》、《公司董事、监事和高级管理人员所持公司股份及其变动管理制度》等规章和制度，内控体系进一步完善。

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经理负责制，经理负责公司的日常经营和管理工作。为完善公司决策机制，公司建立了董事会专业委员会，分别为董事会战略与投资委员会、董事会提名委员会、董事会薪酬与考核委员会、董事会审计委员会。公司已基本建立了完善的现代企业管理体制。

财务管理方面，公司已经建立了包括资金管理、费用核算、资产管理、成本控制、人员考核、财务汇报、采购支付、销售结算、投融资及担保审批、项目预算等在内的完善的财务管理制度。公司设有内部审计部，在董事会审计委员会的指导下，履行对公司内部控制的监督、检查职能，并独立处理相关问题。

下属公司管理方面，公司对下属公司的管理与监督主要从人事、生产运营、投资、财务、考核等关键方面进行。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》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。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。

产品质量方面，公司制定了《产品质量管理办法》，公司下属牛栏山酒厂、鹏程食品分公司均已通过 HACCP 食品安全体系认证和 ISO9001 质量管理体系认证和 ISO14001 环境管理体系认证。此外，鹏程食品分公司还通过了无公害农产品认证；小店畜禽良种场、豹房原种猪场通过 HACCP 认证。

人力资源方面，公司依据《劳动法》及国家相关法规，制订了包括员工守则、人事聘用、劳动纪律、考勤管理等一系列人事管理制度，公司人事管理工作制度化、规范化，建立完善的人事管理体系。公司建立企业人才资源库，为公司整体提供人才管理与人才交流服务平台，使人才分流、人才调剂和劳资管理更加规范有序。

总体来看，公司管理体制健全，各项内控措施详实有效，内部控制机制进一步完善，能够很好地满足正常经营发展需要。

四、生产经营

1. 经营现状

公司是农业类上市公司，所从事的行业属于“大农业”范畴，是农业产业化、现代化和农产品深加工的细分行业。业务主要涉及生猪屠宰和肉食品加工与销售，白酒生产与销售，水利与建筑工程施工，房地产开发以及果蔬饮料生产与销售（2010年公司剥离顺鑫牵手，该部分收入不再实现）等。

2007~2009年，公司主营业务收入实现快速增长，年均复合增长率为16.08%，主要是白酒制造产业和房地产收入大幅增加所致。2009年，公司实现主营业务收入607208.35万元，肉类加工业和白酒制造业对收入贡献最大，分别占比46.82%和22.07%，为公司两大支柱产业（见表1）。从主营业务盈利水平看，近三年，公司业务毛利率呈现波动，但整体保持较高水平，2009年为20.58%。

表 1 2007~2009 年公司主营业务收入情况

业务分类	2007 年			2008 年			2009 年		
	业务收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	业务收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)	业务收入 (万元)	占比 (%)	毛利率 (%)
肉类加工业	289394.19	64.21	5.79	303745.75	58.86	3.15	284300.66	46.82	2.56
白酒制造业	61990.98	13.76	54.78	107449.25	20.82	51.69	134037.88	22.07	52.02
建筑工程业	38646.27	8.58	16.38	40624.11	7.87	29.16	67501.07	11.12	12.15
房地产业	32606.62	7.24	34.43	26383.21	5.11	61.54	74420.92	12.26	24.82
果蔬饮品业	13845.2	3.07	40.72	9220.98	1.79	39.38	10702.94	1.76	48.06
其他	14188.17	3.15	53.52	28660.41	5.55	40.88	36244.88	5.97	44.58
合 计	450671.42	100	18.08	516083.71	100	21.03	607208.35	100	20.58

资料来源：公司年报

肉类加工业

(1) 行业分析

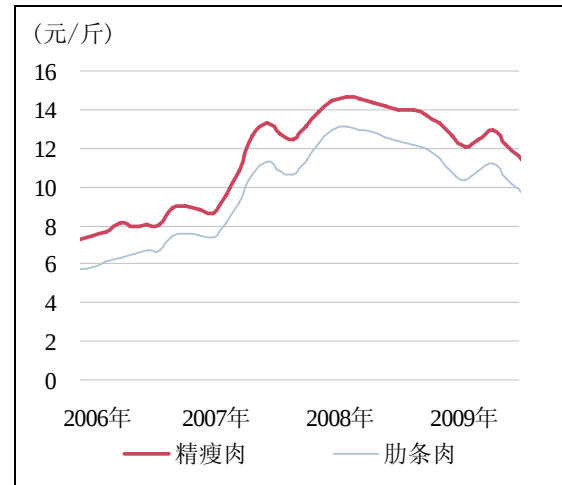
中国是肉制品生产和消费大国，肉类总产量、肉类消费人口和消费总量在世界均处于首位，而中国肉类总产量中猪肉产量占 6 成以上，是关系到人民基本生活的骨干商品之一。根据农业部统计数据表明，近几年，中国肉类总产量和猪肉产量均呈缓慢波动趋势，根据中国农业信息网数据显示，中国猪肉产量由 1997 年 3596 万吨提高至 2009 年的 4889 万吨。目前中国猪肉产量已占世界总产量的一半。中国肉类生产与消费均呈现鲜明的区域性特色，主要生产区集中在四川、湖南、山东、河南、河北等省份，主要消费区则集中于北京、天津、上海、福建和广东等地区。

从猪肉价格来看，近几年，猪肉价格整体呈先升后降趋势。2006 年猪价开始进入上升区间，2007、2008 年两次高热疫病使得生猪产业进入产业整合期，散户逐渐退出，规模养殖户和集约化养殖成为主体，猪价上涨 22 个月到 2008 年 3 月达到顶峰，之后猪价进入下滑区域，猪价走势也表现为震荡下滑，但猪价下滑期间后备母猪更新和扩栏现象比较普遍，因此本次猪价下跌周期将会相应延长。

面对生猪价格的持续下跌，2009 年国家颁布《防止生猪价格过度下跌调控预案实施细则(暂行)》，后将猪粮比以 5.5-6 作为生猪产业盈亏平衡点。当前国家开始建设多个万吨级冻库，

2010 年猪粮比低于盈亏平衡点时候，政府会收储冻肉以提升猪价。截至 2010 年 8 月底，商务部会同财政部、发展改革委、中国农业发展银行共进行了 5 批公开竞价收储储备冻猪肉，对稳定国内生猪市场价格起到了一定作用。

图2 2006 年 6 月~2009 年 12 月中国城市猪肉零售价格



资料来源：Wind 资讯

2010 年 1~5 月，猪肉价格有所波动，但整体仍处于低位。从农业部、商务部发布的 2010 年 4 月份相关数据显示看，生猪存栏、能繁母猪存栏数双双出现回落，而屠宰量却出现大幅上涨，短期内生猪市场仍处于供过于求状态。受生猪存栏减少、国家加大冻肉收储等因素影响，2010 年 6 月起猪肉价格开始有所回升。

猪肉制品方面，目前中国猪肉制品行业处于结构调整期，行业的利润率较低，仅维持在

4%左右。中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。猪肉产品结构调整、发展直接食用的肉制品、提高肉制品在肉类消费中的比重是国内猪肉市场发展的一大趋势。

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，北京市致力于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，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，有利于规模以上技术先进的肉类加工企业经营发展。

(2) 经营现状

公司下属鹏程食品分公司（以下简称“鹏程食品”）是北京地区最大的安全猪肉生产基地，生鲜猪肉在北京市场占有 40% 以上的份额。作为农业产业化龙头企业，公司建立了“公司+基地+农户”经济模式，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，被中国食品工业协会授予“2007-2008 年度全国食品工业优秀龙头企业”称号。

2009 年，公司拥有生猪屠宰能力 300 万头/年，实际屠宰量 275.11 万头，较 2008 年增长 41.58%（见表 2）；公司向市场提供生鲜肉制品 23.39 万吨，同比增长 40.99%，向市场提供深加工猪肉熟食制品 0.82 万吨，与上年基本持平。

表 2 2007~2009 年公司种猪生产能力情况

项目	2007 年	2008 年	2009 年
祖代（套）	922	948	1620
父母代（套）	4957	7034	6017
屠宰能力（万头/年）	300	300	300
实际屠宰量（万头）	249.83	194.31	275.11
收购均价（元/公斤）	11.79	15.08	11.52
生猪肉制品（万吨）	18.28	16.59	23.39
生猪肉均价（元/公斤）	12.97	16.54	14.42
猪肉熟食（万吨）	0.88	0.83	0.82
猪肉熟食均价（元/公斤）	13.97	17.81	18.5

资料来源：公司提供

育种方面，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，小店种猪的种用率达 50% 以上，高于全国平均水平。小店种猪场与中国农业大学合作开发的 GBS 育种系统成为国内工厂化养猪的第一个数据管理系统，被农业部全国畜牧总站指定为全国猪联合育种协作组专用育种软件。2010 年 9 月底，公司种猪生产拥有祖代猪 1618 套，父母代猪 6057 套，育种技术能力较强。

养殖方面，公司已在北京、辽宁、河北、天津、内蒙古等地建立 197 家养殖基地，实行统一引种、统一饲料、统一收购、统一防疫消毒、统一用药等五统一管理，定期进行检查指导。技术方面，公司拥有养猪技术研究所和专业的技术人员，技术服务内容覆盖于种猪营养、疫病控制、育种、饲养管理。另外，公司还长期与中国农业大学、中国农科院等专业机构进行合作，并将最新科技研究成果应用于示范基地。

防疫、检疫方面，公司每个养猪场都有自己完整的动物疫病防疫体系，每场配备有专业

兽医技术人员，在建场选址，猪舍排列布局，消毒池消毒器械的设置都充分考虑到防疫的要求，场内生产人员实行 24 小时住场制，有严格的免疫、消毒及防疫制度；检疫方面，公司检疫程序严格，实行 4 道检疫程序：①宰前检疫，生猪进厂前索取生猪的“三证”即产地检疫证、运输车辆消毒证、免疫耳标，并按《肉品卫生检验试行规程》实施宰前检疫；②宰后检验，公司拥有 30 余人的检疫队伍，分布在生产线上，对 7 个环节严格进行检疫检验；③实验室检验，按 10% 的抽样比例进行采样检测；④定期委托农业部畜禽检测中心、顺义区疾病预防控制中心对生、熟产品中的重金属、农药、兽药等有害残留物及卫生指标、理化指标等 29 个项目进行检验。

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。2008 年起，公司对北京城区的熟食专卖店进行定向开发，提高产品在北京城区市场的占有率，新增熟食网点百余家。截至 2010 年 9 月底，公司共建立销售网点 3428 家，其中北京市场达到 2986 家，外埠 442 家。北京地区网点包括：商场、超市 450 个，星级酒店及西餐厅 878 个，社区市场 670 个，加盟店、直营店和机关团体等 988 个。

目前，公司正在进行优质猪种繁育和规模化养殖建设项目，该项目拟投入 89305 万元，截至 2010 年 12 月底，已完成投入 12587 万元。

总体看，公司肉类加工产业已形成了较为完整的配套产业链，区域竞争实力突出。但联合资信也注意到，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，近几年熟食制品销售量远低于其设计产能，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、蓝耳病和猪链球

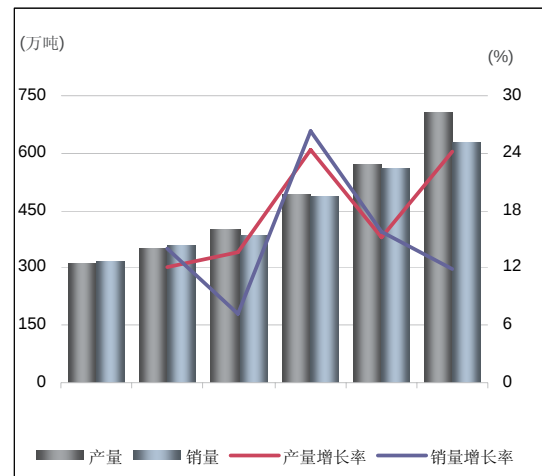
菌等疫情的突发也会对肉类加工业务产生不良影响。

白酒制造业

（1）行业分析

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，但 2008 年后受经济危机影响，白酒销量增幅有所下滑。2009 年，中国白酒产量和销量（按 65 度折纯计算）分别为 706.90 万吨和 628.50 万吨，分别同比增长 24.17% 和 11.81%。

图 3 2004 年~2009 年中国白酒产量情况



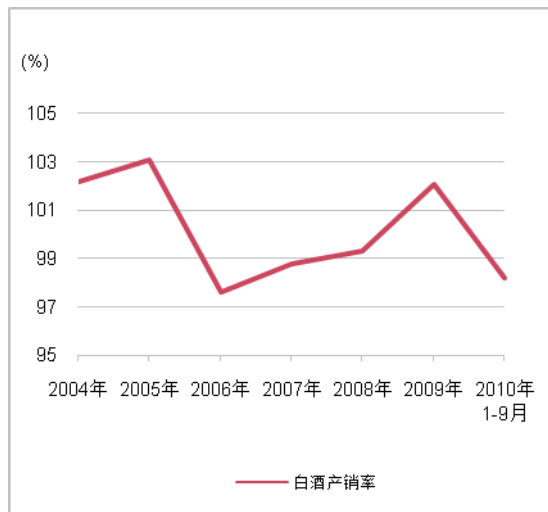
资料来源：wind 资讯

2010 年 1~9 月，中国白酒产量和销量（按 65 度折纯计算）分别为 610.64 万吨和 597.90 万吨，分别同比增长 86.38% 和 95.13%。

从产销率来看，2004 年以来中国白酒供给和需求基本处于波动平衡状态，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（见图 5）。近几年，高端白酒每年价格都不断上涨，但是 2008 年下半年，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，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。2009 年 7 月 25 日，国家税务总局发布《白酒消费税最低计税价格核定管理办法（试行）》，

该政策的实施将加快行业的优胜劣汰，长远看有利于白酒行业发展。同时，为应对该政策实施，高端白酒纷纷通过提价专家消费税并且达到提升品牌形象和盈利水平的目的，白酒出厂价格的提高有助于提升白酒生产企业经营业绩。

图 4 2004~2009 年中国白酒产销率情况



资料来源：wind 资讯

从市场竞争格局来看，中国白酒骨干企业依然主导行业发展。2009 年，行业排名前 50 家企业实现销售收入总额 1129.88 亿元，占行业总销售收入 53.93%；利润总额 187.28 亿元，占全行业利润总额 79.73%；11 家主营业收入全部为白酒的上市公司（贵州茅台、山西汾酒、泸州老窖、五粮液、酒鬼酒、水井坊、古井贡酒、洋河股份、沱牌曲酒、伊力特、金种子酒）2009 年合计实现主营业务收入 373.35 亿元，约占行业收入总额的 18%。总体来看，白酒行业集中度较高。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）经营现状

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。2009 年，牛栏山酒厂贡献公司酒类业务销售数量及金额的 96.92%和 93.97%。

表 3 2009 年公司白酒分类销售情况

品牌	品种	2009 年			
		销售数量		销售金额	
		数量 (吨)	占比 (%)	金额 (万元)	占比 (%)
牛栏山	低档酒	77865.69	90.15	57842.99	45.92
	中档酒	5887.20	6.82	19042.17	15.12
	高档酒	2620.29	3.03	49066.98	38.96
	小计	86373.18	100.00	125952.14	100.00
宁城老窖	低档酒	1137.00	41.41	1857.75	22.98
	中档酒	1536.27	55.96	5036.09	62.28
	高档酒	72.18	2.63	1191.89	14.74
	小计	2745.45	100.00	8085.73	100.00
合计		89118.63		134037.87	

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”牌为代表的 4 大系列（浓香型白酒、清香型白酒、营养型白酒、黄酒）共计 200 余种酒类产品。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 度百年牛栏山为主。2007~2009 年，公司牛栏山白酒产量实现快速增长，2009 年达到 86950 吨。

牛栏山酒厂白酒的生产成本中高粱等原材料占 50%左右。近年来，中国主要粮食作物价格均有所上涨，但酒类产品成本转移能力较强，市场销售价格的增长基本可以抵消原料价格的上涨。

产品质量方面，公司严格按照 ISO9001 质量管理体系和 HACCP 食品安全管理标准进一步细化和强化生产过程中的产品质量控制。2007 年 12 月，中国合格评定国家认可委员会

颁发“实验室认可证书”。2008年2月，国家标准化委员会公布“地理标志产品牛栏山二锅头酒”国家标准批准发布。牛栏山酒厂质量检测中心获得中国合格评定国家认可委员会颁发的实验室认可证书。

公司牛栏山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3400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。2007~2009年，牛栏山白酒销量持续增长，2009年达到86373吨。销售产品结构来看，2009年中高档酒的销售量占总销售量的9.85%，但是销售额占总销售额的54.08%，公司白酒产品进一步向高端发展。

公司目前正在进行牛栏山酒厂优质酒储库存项目建设，该项目拟投入16180万元，截至2010年12月，已完成投入2409万元；此外，公司还计划投入83500万元进行牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目建设。该板块未来投资额较大，公司面临一定资金压力。

总体看，公司白酒销售以牛栏山系列二锅头产品为主，二锅头系列白酒产品作为区域白酒的代表，已经形成了较强的品牌知名度和市场竞争力，产销量逐年提高，产品结构中中高端产品销售收入占比较大，表现出较强的发展势头。但是联合资信也注意到北京市场白酒品牌众多、竞争激烈，相对于同行业的其他优秀企业而言，牛栏山酒厂的产品结构还有较大的调整空间，同时该板块未来投资额较大，公司面临一定的资金压力。

其他业务

(1) 建筑工程业

公司从事房地产及建筑工程的一级下属企业主要为北京鑫大禹水利建筑工程有限公司（鑫大禹公司）。鑫大禹公司具有水利水电施工总承包二级、房屋建筑工程总承包三级、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。2000年5月，鑫大禹公司率先在行业内通过ISO9001质量体系认证、ISO14001环境管理体系认证和GB/T28001:2001职业健康安全管理体系认证。

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、顺义新城建设等一系列地区重点工程，使得建筑工程业务保持了较快地增长。截止2010年9月底，鑫大禹公司在建工程项目包括华博会室外工程、双杨东区、顺义新城滨河森林公园工程、顺义空港新城龙道河生态治理工程等，项目预计投资总额合计89183万元，已完成投资26060万元。2007~2009年，公司建筑工程业务分别实现营业收入38646.27万元、40624.11万元和67501.07万元。

未来几年，公司建筑工程业务板块计划投资重点项目包括怀柔风沙源小流域治理、节水灌溉工程、顺义方氏渠改造工程、顺义牯牛河改造工程、牛山十六街区工程等，预计总投资额将超过20亿元。该板块未来投资额较大，公司面临一定的资金压力。

(2) 房地产业

根据《北京城市总体规划（2004年-2020年）》，北京市将推进市域战略转移的城市空间发展策略，逐步改变目前单中心的空间格局，加强外围新城建设，通过中心城与新城相互协调，构筑分工明确的多层次空间结构。顺义区作为北京三个重点新城之一，将成为北京的现代制造业基地和东部发展带的重要部分之一，并将发展为承接北京中心城市人口、职能疏解和新的产业集聚的三个主要地区之一。基于上述背景，未来顺义区城镇建设的速度将

得以大大加快。

公司作为顺义区属国有控股上市公司，具有较强的区位优势。2006 年，公司通过资产置换方式，将控股股东顺鑫集团下属北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司（以下简称“佳宇地产”）80%的股权置换入公司，并将其作为开展房地产业务的平台。佳宇地产成立于 2002 年，主营一级土地和房地产物业的开发和投资。在地产开发方面，佳宇地产主要以住宅物业开发为主，工业、商务和商业物业开发为辅。

成立至 2010 年 9 月底，佳宇地产开发的地产项目包括杨镇一期（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）、包头南海花苑等住宅项目以及山东曲阜等商铺项目，项目总投资额合计约 27.23 亿元，其中，杨镇一期和二期项目已经全部销售完毕，高丽营项目、杨镇三期和山东曲阜项目已经完工但尚未销售完毕，杨镇三期及包头南海花苑截至 2010 年 9 月底已经完成投资额合计 8.1 亿元，尚未完成投资合计 11.75 亿元。

表 4 截至 2010 年 9 月底佳宇地产主要在销项目

项目	类型	可供出售房产（套）	截至 2010 年 9 月底销售情况		
			销售套数（套）	销售均价（元/平方米）	销售收入（万元）
高丽营项目（顺鑫花语）	住宅	694	692	9527.41	63936
杨镇三期（顺鑫郎郡）	住宅	1085	657	8139.45	45070
山东曲阜项目	商铺	2197	2044	2200	57656
合计	--	3976	3393	--	166662

资料来源：公司提供

总体看，顺义区作为北京市东部重点建设的新城，区域房地产市场具有良好的发展潜力。作为顺义区的大型国有企业，公司在本地区开展房地产业务具有较丰富的经验和较强的区位优势。

（3）果蔬饮品业

2007~2009 年，公司果蔬饮品业务收入主要由顺鑫牵手贡献。顺鑫牵手产品包括果蔬汁、果蔬乳、果汁、蔬菜汁等四个系列，10 余种口味、50 余种单品，年生产能力达到 10 万吨，并先后通过 ISO9001、ISO14001、GMP、HACCP 等认证。2008 年，公司“牵手”商标被国家工商行政管理总局认定为“中国驰名商标”。2007~2009 年，公司分别实现果蔬饮品销售收入 13845.2 万元、9220.98 万元和 10702.94 万元。

2010 年，公司将持有的顺鑫牵手的股权与顺鑫集团持有的土地使用权进行了置换，未来顺鑫牵手将不再参与公司合并。

2. 经营效率

从经营效率指标来看，受土地储备增加所致存货增长较快以及收入增长相对慢于总资产增长等因素影响，近三年公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均逐年有所下降。2009 年分别为 25.79 次、2.10 次和 0.83 次。总体看，公司整体经营效率一般。

3. 未来发展

公司投建的国际花卉物流港项目（2009 年北京市 198 个重点建设项目之一）已于 2010 年完工，该项目位于北京市顺义区后沙峪镇枯柳树环岛西北侧，毗邻空港物流园区，距首都国际机场 2 公里，建筑面积约 6 万平方米，投资估算约人民币 13 亿元。根据北京市发改委京发改[2009]2310 号文件，该项目将收到贷款贴息 13067 万元，截至 2010 年 9 月底，收到 8711 万元，余 4356 万元尚未收到。该项目定位于以发展花卉为主导的农产品物流配送产业，将其打造成为中国北方乃至全国最大的集花卉拍卖、物流、电子商务与新技术利用于一体的现代化、国际化花卉产业中心。项目收益将主要为花卉交易佣金、物流配送服务收入及其他收入。该项目符合公司构筑农产品物流配送产业链的发展思路，项目完工有望进一步带

动公司产业链的完整和整体竞争力的增强。

公司未来的发展将继续围绕现代农业概念，以农产品深加工为主体，农产品物流配送为平台，全力打造集生产、加工、物流、销售为一体的农产品加工物流配送产业链。公司未来将充分把握资本市场发展机遇，创新资本运作方式，进一步拓宽现代企业融资渠道，确保企业发展对资金的需求，做强做大主业。

肉类加工业方面，鹏程分公司将进一步加快包括熟食市场以及生鲜市场在内的市场终端网络建设，进一步扩大高端产品的市场占有率；加快深度熟食调理产品的开发力度，全面提升公司的盈利能力。

白酒制造业方面，牛栏山酒厂将继续按照“近占远养”的市场开发策略，进一步优化、调整销售格局；加大产品结构正和力度，完善产品结构；着力科技创新，利用国际先进的实验室、微生物实验室的科研优势，完成与发酵研究所的合作项目及大道国际同类研究领先水平的“国家白酒 169 计划项目”，拉升品牌效应。

未来项目投资方面，未来几年公司主要投资项目分布于建筑工程、白酒制造、肉类加工以及房地产等各个板块，预计总投资合计将超过 40 亿元。公司未来资本性支出规模较大，面临一定资金压力。

总体看，公司所处行业为国家重点扶持的行业，经过多年的经营，公司已逐步形成品牌优势、规模优势和质量优势，具有一定核心竞争力。未来，公司将继续做强做大农产品加工主业，完善产业链，加大产品结构调整，加强销售渠道建设，公司未来发展前景良好；同时，联合资信也关注到，公司未来资本性支出规模较大，面临一定资金压力。

五、财务分析

1. 财务概况

公司 2007 年、2008 年和 2009 年财务报表

已经北京兴华会计师事务所有限责任公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。2010 年 9 月报表未经审计。

在合并口径方面，2009 年公司新纳入 3 个主体：包头市金瑞房地产开发有限责任公司、海口顺鑫小店种猪选育有限公司、北京顺鑫云花物流有限公司。

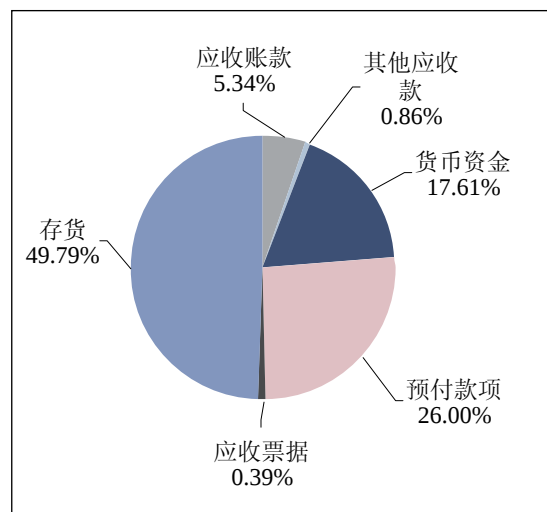
截至 2009 年底，公司（合并）资产总额为 802639.93 万元，所有者权益合计（含少数股东权益）为 254572.53 万元；2009 年，公司实现营业收入 608711.10 万元，利润总额 24511.18 万元。

截至 2010 年 9 月底，公司（合并）资产总额 902910.60 万元，所有者权益 276706.85 万元（含少数股东权益）；2010 年 1~9 月公司实现营业收入 489683.31 万元，利润总额 31439.23 万元。

2. 资产质量

受大规模投资带来的固定资产和在建工程的增长，公司资产规模快速扩张。2007~2009 年，公司资产总额年均复合增长 39.16%，2009 年底为 802639.93 万元；资产构成中流动资产和非流动资产分别占比 58.14% 和 41.86%，公司资产以流动资产为主，但流动资产占比有所下降。

图 5 2009 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2007~2009 年, 公司流动资产年均复合增长 37.17%, 主要为工程投入及存货增长带动; 截至 2009 年底, 公司流动资产 466633.15 万元, 占比较大的科目包括货币资金 (占 17.61%)、预付款项 (占 26.00%) 和存货 (占 49.79%)。

2007~2009 年, 公司货币资金波动增长, 年均复合增长率为 11.17%。截至 2009 年底, 公司货币资金 82194.65 万元, 主要包括现金 (占 1.56%)、银行存款 (占 98.14%) 和其他货币资金 (占 0.30%), 其他货币资金主要为银行承兑汇票保证金、外埠存款和工程保函保证金。

2007~2009 年, 公司预付账款年均复合增长率为 111.50%, 增长主要体现在 2009 年下属公司北京顺鑫茂峰花卉物流有限公司 (以下简称“顺鑫茂峰”) 预付 30529.35 万元项目工程款、包头市金瑞房地产开发有限责任公司预付 12215.00 万元的土地款和工程款; 截至 2009 年底, 公司预付账款 121333.21 万元。

2007~2009 年, 公司存货复合增长率为 32.32%, 呈快速增长趋势, 主要体现在 2008 年, 公司下属佳宇地产 2008 年通过挂牌出让方式获得顺义区站前街商业金融项目用地、顺义区杨镇一街东侧住宅项目用地、顺义区高丽营镇项目用地三块土地, 成交价款合计 56550 万元, 以及牛栏山酒厂销售规模扩大导致的存货增加以及鑫大禹施工成本增加等; 截至 2009 年底, 公司存货余额 232339.63 万元, 其中在产品 and 库存商品分别占 64.76% 和 28.03%, 在产品主要包括站前街项目、杨镇三期住宅项目和小店项目等工程的开发成本。

2007 年~2009 年, 受花博会等在建工程项目投入增加影响, 公司非流动资产持续快速增长, 三年复合增长 42.08%。截至 2009 年底, 公司非流动资产 336006.77 万元, 其构成以固定资产 (占 46.62%)、在建工程 (占 39.87%) 和无形资产 (占 7.62%) 为主。

2007~2009 年, 公司固定资产和在建工程年均复合增长率分别为 22.79%、82.63%, 主

要为近几年公司地产及相关配套工程、花博会等项目的投资增加所带动; 截至 2009 年底, 公司固定资产 156646.49 万元, 主要为房屋建筑物、专用设备、通用设备、交通运输设备等; 在建工程 133959.69 万元, 主要为顺鑫国际商务中心、石门市场南市场、花博会项目及猪舍改造等工程项目。

近三年公司不断购买土地, 带动无形资产复合增长 287.52%; 截至 2009 年底, 公司无形资产 25612.12 万元, 主要为土地使用权。

2010 年公司继续增加固定资产投资及土地购买, 公司总资产有所增长; 截至 2010 年 9 月底, 公司合并资产总额 902910.60 万元, 较 2009 年增长了 12.49%, 固定资产占比进一步上升。

截至 2010 年 9 月底, 公司增加长期借款、增加票据支付、延迟应付款项, 使货币资金占比增加了 2.8 个百分点; 顺鑫国际商务中心项目完工转入固定资产, 并将已决定用于出租的部分转入投资性房地产, 石门市场南市场建设工程已完工并出租部分转入投资性房地产, 使得投资性房地产增加至 24153.34 万元; 公司控股子公司北京顺鑫茂峰花卉物流有限公司建设的花博会项目和顺鑫国际商务中心项目相继完工并转入固定资产, 致使固定资产增加了 183508.46 万元, 占比由 56.56% 上升至 75.39%; 受顺鑫国际商务中心项目和花博会项目转入固定资产影响, 公司在建工程减少至 20806.53 万元, 下降了 25.03 个百分点; 公司将持有的北京顺鑫牵手果蔬饮品股份有限公司的股权与顺鑫集团持有的土地所有权进行置换, 置进的土地所有权价值为 24771.88 万元, 使得无形资产上升至 55976.13 万元。

总体看, 公司资产总额逐年快速增长, 流动资产占比有所下降, 土地类存货和预付款项占比较大, 整体资产流动性尚可。

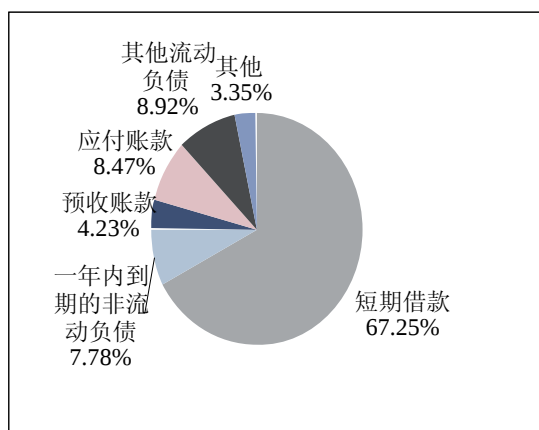
3. 负债及所有者权益

2007 年~2009 年, 受大规模投资影响,

公司银行借款增加幅度大，负债总额复合增长率为 68.93%；截至 2009 年底，公司负债总额 548067.40 万元，其中流动负债和非流动负债分别占 82.06%和 17.94%，非流动负债占比有所上升，负债结构有所改善，但仍不尽合理。

2007~2009 年，受短期借款增加影响，流动负债复合增长 59.65%；截至 2009 年底，公司流动负债 449767.4 万元，主要由短期借款、应付账款、预收账款和一年内到期的非流动负债、其他流动负债构成。

图 6 2009 年底公司流动负债构成



资料来源：根据公司审计报告整理

2007~2009 年，公司短期借款年均复合增长 58.83%，增长速度快；截至 2009 年底，公司短期借款 302487.80 万元，主要是补充流动资金需求。

近三年公司应付账款复合增长 112.03%，增幅很大，主要是由于公司下属企业北京顺鑫茂峰花卉物流有限公司应付在建工程款大幅增加所致；截至 2009 年底，公司应付账款 38076.30 万元，账龄在 1 年以内的占 92.19%。

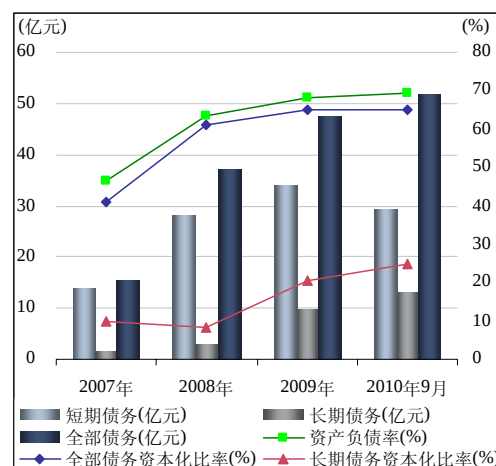
近三年公司预收账款基本保持稳定，截至 2009 年底，公司预收账款 19039.48 万元，账龄在 1 年以内的占 96.99%。截至 2009 年底，公司一年内到期的非流动负债为 35000.00 万元，主要是 1 年内到期的长期借款；其他流动负债 40129.10 万元，主要体现公司 2009 年 12 月发行的面值 40000.00 万元的短期融资债券。

公司非流动负债全部是长期借款，近三年

年均复合增长 155.93%，呈快速增长趋势。截至 2009 年底，公司非流动负债 98300.00 万元，主要是花博会项目新增的银行贷款。

近三年公司负债水平进一步上升，随着有息债务的增加，公司债务负担也继续呈加重趋势，截至 2009 年底，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 68.28%、65.21%和 27.86%。

图 7 近三年及 2010 年 9 月底公司债务负担情况



资料来源：根据公司审计报告整理

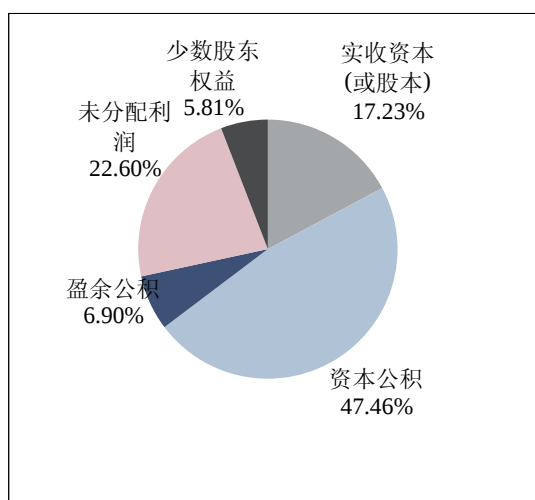
截至 2010 年 9 月底，公司负债总额 626203.75 万元，较 2009 年增长 14.26%，主要是长期借款增加，非流动负债占比上升，负债结构得到改善，资产负债率和长期债务资本化比率分别上升至 69.35%、31.80%，全部债务资本化比率较 2009 年底下降至 64.96%。公司整体债务负担偏重。

与 2009 年相比，截至 2010 年 9 月底，公司短期借款减少了 45680.16 万元；公司向杭州银行股份有限公司北京分行申请开具银行承兑汇票 2 亿元以支付原材料采购费用，导致应付票据增加至 20000.00 万元；公司下属子公司北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司改变了付款策略，大部分款项在开发的房产项目销售完毕后付出，由此造成顺鑫佳宇本期应付款大幅增加，应付账款增加至 83932.01 万元，占比上升至 16.88%；公司偿还了部分到期银行贷款，一年内到期的非流动负债为 15000.00 万元，减

少了 20000 万元；2010 年 3 月 19 日公司发行了面值 50000 万元的短期融资债券以及下属子公司北京顺鑫茂峰花卉物流有限公司贷款贴息增加，导致其他流动负债增至 97034.95 万元，占比上升至 19.52%。公司增加银行长期借款，非流动负债增加了 30700.00 万元。

2007~2009 年，公司所有者权益基本保持稳定，2009 年底为 254572.53 万元（含少数股东权益），其中，实收资本 43854.00 万元，占比 17.23%；资本公积 120824.17 万元，占比 47.46%，主要是股本溢价；盈余公积 17569.96 万元，占比 6.90%。公司所有者权益构成稳定性较好。

图 8 2009 年底公司所有者权益构成情况



资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2010 年 9 月底，公司所有者权益 276706.85 万元，较 2009 年增长了 8.69%，其构成无重大变化。

总体看，公司筹资渠道宽，负债结构逐步改善，大规模投资导致整体负债水平偏高，有息债务负担偏重，权益稳定性良好。

4. 盈利能力

尽管 2009 年公司主要业务板块肉类加工产业市场环境低迷，但公司依靠多元化经营，仍然实现了业务收入的较快增长，2007 年~2009 年，公司营业收入复合增长 16.03%；截

至 2009 年底，公司实现营业收入 608711.10 万元。经过不断培养和整合，公司现已形成多主业互补优势发展的产业格局，特别是近年来以白酒和房地产业为代表的高盈利业务得到快速发展，在传统生鲜产品利润空间受到进一步挤压的背景下，受益于白酒等高附加值产业收入比重的增加，公司营业利润率基本保持稳定，2009 年指标值为 16.87%，2010 年 9 月底为 21.52%。

近三年公司重点加强了下游销售渠道建设以及品牌宣传力度，带动同期销售费用的持续增长，2009 年公司销售费用为 48497.13 万元，同时无形资产摊销导致管理费用增加至 25973.09 万元；近三年公司投资收益和营业外收入稳定但数额均不大，对公司利润支撑作用较小，受累于期间费用的增长，2009 年公司实现利润总额和净利润分别为 24511.18 万元和 18337.82 万元，分别较上年下降 20.00%和 24.30%，总资本收益率和净资产收益率分别下降至 5.09%和 7.20%，整体盈利能力趋弱。

2010 年 1~9 月，公司实现营业收入 489683.31 万元，受白酒、房地产等高盈利业务板块的提升，利润总额和净利润分别为 31439.23 万元、24691.82 万元，均高于 2009 年全年水平。

总体看，公司营业收入保持了较快增长，但受累于肉类加工业等业务利润空间的压缩以及期间费用的大幅增长，整体盈利能力有所下滑，通过布局调整，白酒等高盈利业务有望带动公司利润的回升。

5. 偿债能力

近三年公司以短期有息债务为代表的流动负债大幅增长，且筹集资金主要用于项目投资和土地储备，导致流动比率和速动比率持续下降，2009 年底分别为 103.75%和 52.09%。受购买土地和支付工程款的影响，公司经营活动现金流净额波动大，2007 年~2009 年公司经营现金流动负债比率分别为 3.61%、-11.50%

和 3.06%，公司经营活动净现金流对流动负债保护能力较弱，公司面临一定短期偿债压力。

由于盈利规模的收缩，公司 EBITDA 也有所下滑，2009 年为 52285.34 万元，相关偿债指标也整体呈现弱化趋势，其中 EBITDA 利息倍数从 3.89 倍降至 2.77 倍，全部债务/EBITDA 倍数从 4.20 倍升至 9.13 倍。公司盈利能力的下滑以及同期举债规模的显著增长导致公司整体偿债能力有所下降。

截至 2010 年 9 月底，公司共获得银行授信 68.90 亿元，已使用 40.08 亿元，未使用额度 28.82 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 2010 年 9 月底，公司无对外担保。

总体看，公司面临一定短期偿债压力，整体偿债能力有所下降。

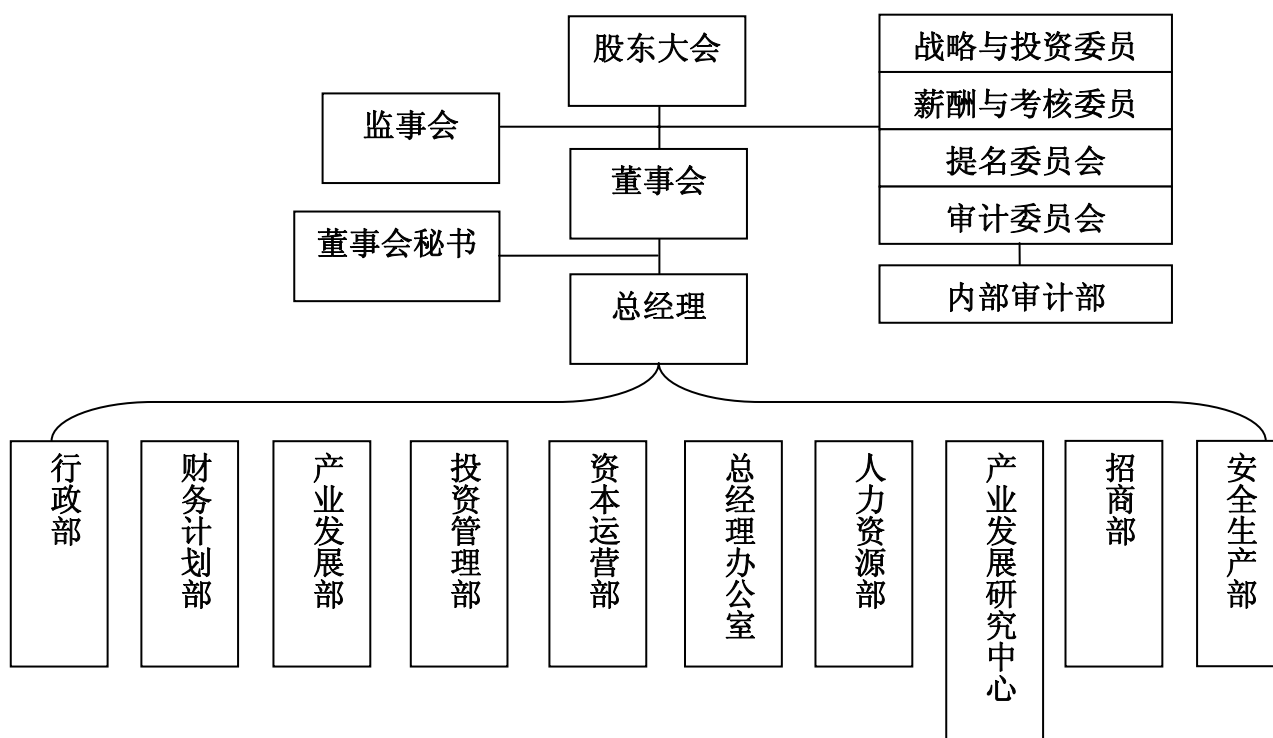
六、综合评价

农业是国民经济的基础性支柱产业，行业整体发展趋势平稳。公司是农业部等八部委联合认定的国家农业产业化重点龙头企业，法人治理结构健全，管理制度完善；公司以肉类生产和白酒制造为主业，核心产品具有良好的品牌知名度，其中肉类销售占据北京市 40% 以上的市场份额，区域竞争优势明显。

近年来，公司资产总额逐年快速增长，资产构成以流动资产为主；伴随产品销售规模的扩大，公司营业收入保持了较快增长，整体盈利能力有所提高；目前，公司资本性支出规模较大，对外融资需求较强；债务结构中短期债务占比较大，公司面临一定短期偿债压力。

综合考虑，公司主体信用风险较低。

附件 1 公司组织架构图



附件 2 2009 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	北京顺鑫牵手果蔬饮品股份有限公司	15648.19	90.00%
	城固县顺鑫鹏程种猪选育场	204.00	51.00%
	内蒙古顺鑫宁城老窖酒业有限公司	900.00	90.00%
	宁城鑫宁贸易有限公司	559.58	100.00%
	北京顺鑫腾飞纸制品有限公司	374.21	80.00%
	北京顺鑫明珠文化发展有限公司	320.00	80.00%
	北京顺鑫茂峰花卉物流有限公司	10000.00	100.00%
	海口顺鑫小店种猪选育有限公司	450.00	90.00%
	北京顺鑫云花物流有限公司	400.00	80.00%
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	61.00%
	曲阜孔子国际商品交易城有限公司	1745.00	100.00%
	北京顺丽鑫园林绿化工程有限责任公司	463.80	51.00%
	北京顺鑫天宇建设工程有限公司	5878.80	97.98%
	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	10000.00	76.92%
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控股北京有限公司	3106.51	86.72%
	北京鑫大禹华霖节水设备有限责任公司全资北京有限公司	658.00	100.00%
	北京鑫大禹水利建筑工程有限公司控股北京有限公司	2235.00	75.00%

资料来源：公司 2009 年年度报告

附件 3-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动资产：					
货币资金	66510.97	110786.98	82194.65	11.17	92213.10
交易性金融资产					
应收票据	396.86	712.35	1833.49	114.94	1949.55
应收账款	14142.68	19756.99	24908.39	32.71	20022.11
预付款项	27124.77	79007.82	121333.21	111.50	113473.73
应收利息					
应收股利					
其他应收款	7140.70	9368.74	4023.79	-24.93	3273.14
存货	132694.04	227419.11	232339.63	32.32	220787.51
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	248010.01	447051.99	466633.15	37.17	451719.14
非流动资产：					
可供出售金融资产	2474.54			-100.00	
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	9415.02	3415.02	3415.02	-39.77	3415.02
投资性房地产	6252.71	8452.54	9956.90	26.19	24153.34
固定资产	103899.97	145270.73	156646.49	22.79	340154.95
在建工程	40162.49	34161.12	133959.69	82.63	20806.53
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产	1975.78	2932.75	3349.13	30.20	3628.50
油气资产					
无形资产	1705.53	13032.08	25612.12	287.52	55976.13
开发支出					
商誉		1900.44	2340.63		2340.63
合并价差					
长期待摊费用	451.72	590.14	726.80	26.84	716.35
递延所得税资产	109.21	108.57		-100.00	
其他非流动资产					
非流动资产合计	166446.97	209863.38	336006.77	42.08	451191.46
资产总计	414456.98	656915.36	802639.93	39.16	902910.60

附件 3-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 9 月
流动负债：					
短期借款	119900.00	259900.00	302487.80	58.83	256807.64
交易性金融负债			0.00		
应付票据		20000.00	1250.00		20000.00
应付账款	8469.68	12484.81	38076.30	112.03	83932.01
预收款项	18712.95	20075.75	19039.48	0.87	17037.36
应付职工薪酬	1412.30	1519.03	1590.92	6.14	2024.23
应交税费	-3894.83	-4752.01	-7607.13	39.75	-7342.58
应付利息					
应付股利	2032.22	2949.20	4319.27	45.79	4731.77
其他应付款	9836.27	11533.35	15481.65	25.46	7978.36
预计负债					
一年内到期的非流动负债	20000.00		35000.00	32.29	15000.00
其他流动负债		62948.34	40129.10		97034.95
流动负债合计	176468.59	386658.48	449767.40	59.65	497203.75
非流动负债：					
长期借款	15007.32	31000.00	98300.00	155.93	129000.00
应付债券					
长期应付款					
专项应付款					
预计负债					
递延收益					
递延所得税负债	568.63			-100.00	
其他非流动负债					
非流动负债合计	15575.95	31000.00	98300.00	151.22	129000.00
负债合计	192044.54	417658.48	548067.40	68.93	626203.75
所有者权益：					
实收资本(或股本)	43854.00	43854.00	43854.00	0.00	43854.00
资本公积	122505.47	120806.17	120824.17	-0.69	120824.17
减：库存股					
盈余公积	14050.93	16100.62	17569.96	11.82	17569.96
未分配利润	31653.95	47324.02	57530.55	34.81	80077.33
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	212064.36	228084.81	239778.68	6.33	262325.46
少数股东权益	10348.08	11172.08	14793.85	19.57	14381.39
所有者权益合计	222412.44	239256.89	254572.53	6.99	276706.85
负债和所有者权益总计	414456.98	656915.36	802639.93	39.16	902910.60

附件 4 合并损益表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1-9 月
一、营业收入	452113.20	517551.72	608711.10	16.03	489683.31
减: 营业成本	370082.80	411384.95	483281.76	14.27	362966.20
营业税金及附加	13055.42	16176.76	22760.28	32.04	21337.35
销售费用	26376.50	38214.34	48497.13	35.60	45842.17
管理费用	17534.01	18649.20	25973.09	21.71	24606.46
财务费用	3319.33	4690.36	4213.93	12.67	3205.39
资产减值损失	121.70	822.02	-392.76		267.77
加: 公允价值变动收益					
投资收益	26.09	2866.50	121.25	115.58	62.04
其中: 对合营企业投资收益					
汇兑收益					
二、营业利润	21649.55	30480.59	24498.92	6.38	31520.00
加: 营业外收入	112.23	435.41	217.04	39.06	30.39
减: 营业外支出	294.46	277.84	204.78	-16.61	111.16
其中: 非流动资产处置损失	147.03	41.32	96.11	-19.15	72.09
三、利润总额	21467.31	30638.16	24511.18	6.85	31439.23
减: 所得税费用	4910.00	6412.71	6173.36	12.13	6747.41
四、净利润	16557.31	24225.46	18337.82	5.24	24691.82
其中: 归属于母公司的净利润	14723.92	22105.16	16061.27	4.44	23213.58
少数股东损益	1833.38	2120.30	2276.54	11.43	1478.25
被合并方合并前的净利润					

附件 5-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)	2010 年 1-9 月
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	512254.48	659394.14	662409.59	13.72	550799.18
收到的税费返还	0.29	3.96	387.86	3557.11	11.23
收到其他与经营活动有关的现金	34176.17	6152.82	4791.73	-62.56	15817.05
经营活动现金流入小计	546430.93	665550.92	667589.18	10.53	566627.46
购买商品、接受劳务支付的现金	473249.71	614937.25	552076.52	8.01	368155.89
支付给职工以及为职工支付的现金	16511.13	20435.37	27629.75	29.36	19729.07
支付的各项税费	23956.19	35243.44	44958.34	36.99	45991.14
支付其他与经营活动有关的现金	26351.04	39393.15	29172.06	5.22	27178.33
经营活动现金流出小计	540068.07	710009.21	653836.67	10.03	461054.42
经营活动产生的现金流量净额	6362.86	-44458.29	13752.51	47.02	105573.04
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.00	6200.00			
取得投资收益收到的现金	26.09	2866.50	121.25	115.58	
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	108.33	86.19	86.16	-10.82	139.65
处置子公司及其他单位收到的现金净额			0.00		
收到其他与投资活动有关的现金			0.00		
投资活动现金流入小计	134.43	9152.69	207.41	24.21	139.65
购建固定资产、无形资产等支付的现金	10099.07	82071.44	118601.44	242.69	111275.59
投资支付的现金	3136.40	0.00	0.00	-100.00	
取得子公司等支付的现金净额		879.68	0.00		
支付其他与投资活动有关的现金			0.00		
投资活动现金流出小计	13235.47	82951.12	118601.44	199.35	111275.59
投资活动产生的现金流量净额	-13101.04	-73798.43	-118394.02	200.62	-111135.94
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	49610.00			-100.00	120.00
取得借款收到的现金	248800.00	368600.00	334893.78	16.02	275213.30
发行债券收到的现金			0.00		
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	298410.00	368600.00	334893.78	5.94	275333.30
偿还债务支付的现金	261000.00	186600.00	230000.00	-6.13	240193.46
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	11607.23	19044.43	28670.94	57.17	19255.20
支付其他与筹资活动有关的现金	411.08	422.85	173.65	-35.01	303.30
筹资活动现金流出小计	273018.31	206067.27	258844.59	-2.63	259751.96
筹资活动产生的现金流量净额	25391.69	162532.73	76049.19	73.06	15581.34
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	18653.52	44276.01	-28592.32		10018.44
加: 期初现金及现金等价物余额	47857.45	66510.97	110786.98	52.15	82194.65
六、期末现金及现金等价物余额	66510.97	110786.98	82194.65	11.17	92213.10

附件 5-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2007 年	2008 年	2009 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	16557.31	24225.46	18337.82	5.24
加: 资产减值准备	121.70	822.02	-392.76	
固定资产折旧及其他	5825.01	7123.14	8663.37	21.95
无形资产摊销	40.81	72.65	133.11	80.60
长期待摊费用摊销	61.71	45.50	77.68	12.20
处置固定资产、无形资产等损失	147.03	41.32	96.11	-19.15
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	3319.33	4690.36	4213.93	12.67
投资损失	-26.09	-2866.50	-121.25	115.58
递延所得税资产减少	162.64	0.64	108.57	-18.30
递延所得税负债增加	568.63	-568.63	0.00	-100.00
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-13758.14	-94725.07	-4920.52	-40.20
经营性应收项目的减少	-13189.84	-19643.73	-19413.85	21.32
经营性应付项目的增加	6532.78	36324.56	6970.30	3.29
其他				
经营活动产生的现金流量净额	6362.86	-44458.29	13752.51	47.02
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	66510.97	110786.98	82194.65	11.17
减: 现金的期初余额	47857.45	66510.97	110786.98	52.15
加: 现金等价物的期末余额				
减: 现金等价物的期初余额				
现金及现金等价物净增加额	18653.52	44276.01	-28592.32	

附件 6 主要计算指标

项目	2007 年	2008 年	2009 年	平均值	2010 年 9 月
经营效率					
销售债权周转次数(次)	34.30	29.57	25.79	28.63	--
存货周转次数(次)	2.94	2.28	2.10	2.32	--
总资产周转次数(次)	1.17	0.97	0.83	0.94	--
盈利能力					
营业利润率(%)	15.26	17.39	16.87	16.70	21.52
总资本收益率(%)	6.90	7.11	5.09	6.06	--
净资产收益率(%)	7.44	10.13	7.20	8.13	--
财务构成					
长期债务资本化比率(%)	6.32	11.47	27.86	18.64	31.80
全部债务资本化比率(%)	41.05	60.98	65.21	59.11	64.96
资产负债率(%)	46.34	63.58	68.28	62.48	69.35
偿债能力					
流动比率(%)	140.54	115.62	103.75	114.67	90.85
速动比率(%)	65.35	56.80	52.09	56.16	46.45
经营现金流动负债比(%)	3.61	-11.50	3.06	-1.20	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.89	2.96	2.77	3.05	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.20	6.53	9.13	7.36	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.04	-0.32	-0.22	-0.21	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-0.71	-6.11	0.73	--	--

注：公司 2010 年三季度财务数据未经审计；因“其他流动负债”科目主要核算公司已发行尚未到期的短期融资券，“短期债务”、“全部债务”及相关指标计算中加入“其他流动负债”中短期融资券额度。

附件 7 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
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+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
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出

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(非流动) 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
 筹资活动前现金流量净额=经营活动产生的现金流量净额+投资活动产生的现金流量净额
 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 8 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

联合资信评估有限公司关于 北京顺鑫农业股份有限公司 主体长期信用的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在北京顺鑫农业股份有限公司主体长期信用等级有效期内每半年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

北京顺鑫农业股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。北京顺鑫农业股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注北京顺鑫农业股份有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现北京顺鑫农业股份有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整主体长期信用等级。

如北京顺鑫农业股份有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合资信将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至北京顺鑫农业股份有限公司提供相关资料。

在跟踪评级过程中，如北京顺鑫农业股份有限公司主体长期信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送北京顺鑫农业股份有限公司、主管部门、交易机构等。

