

信用等级公告

联合[2014] 169 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。



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
电话：(010) 85679696
传真：(010) 85679228
邮编：100022
网址：www.lhratings.com

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:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

评级时间: 2014 年 1 月 28 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 9 月
资产总额(亿元)	99.29	103.33	124.80	148.91
所有者权益(亿元)	27.96	29.94	29.86	31.48
长期债务(亿元)	8.80	1.95	18.96	20.08
全部债务(亿元)	54.42	54.86	84.76	98.42
营业收入(亿元)	62.68	75.80	83.42	65.61
利润总额(亿元)	3.47	3.75	2.05	2.37
EBITDA(亿元)	5.22	6.21	5.80	--
营业利润率(%)	20.49	21.05	20.29	24.01
净资产收益率(%)	10.08	10.74	4.37	--
资产负债率(%)	71.84	71.03	76.07	78.86
全部债务资本化比率(%)	68.05	68.18	73.95	75.77
流动比率(%)	79.32	100.74	112.89	108.55
全部债务/EBITDA(倍)	10.43	8.83	14.61	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.27	2.18	1.25	--

注: 公司 2013 年三季度财务数据未经审计

分析师

胡 岩 靳晓龙

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、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。同时,联合资信也关注到,公司白酒行业处于调整期、猪肉价格波动大、债务负担偏重、未来资本性支出较大等因素可能对公司经营与发展带来的负面影响。

未来公司在猪肉领域的竞争优势仍将得以保持;白酒业务有望在产品结构调整和外埠市场拓展方面取得进步;房地产业务总体风险可控。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上市企业,行业地位突出,多元化经营格局发展良好,肉类加工产业经营稳定,白酒盈利能力较高,整体抗风险能力较强。
2. 公司生猪养殖产业链完整,规模优势突出。
3. 牛栏山品牌优势显著,区域市场竞争力较强,中低端的市场定位有利于公司渡过行业调整风险。
4. 作为国家农业产业化重点龙头企业,公司部分业务免交企业所得税。

关注

1. 公司生猪养殖业务易受行业周期和疫情影响,肉类产品市场价格波动大。
2. 受政策持续收紧影响,公司房地产业务面临较大经营压力。
3. 公司资本性支出规模较大,房地产业务资金需求强,未来面临一定的融资压力。
4. 公司债务规模持续扩大,债务负担重,短

期债务占比高，偿债指标较弱，存在一定的财务风险。

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 2014 年 1 月 28 日至 2015 年 1 月 27 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。

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2013年9月底，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持股48.99%，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9月底，公司下设行政部、人力资源部、审计部、财务计划部、产业发展部、投资管理部、董事会办公室、总经理办公室、信息宣传部等9个职能部门；公司纳入合并范围的控股子公司26家；公司在职员工6294人。

截至2012年底，公司（合并）资产总额为124.80亿元，所有者权益合计29.86亿元（含少数股东权益1.00亿元）；2012年，公司实现营业收入83.42亿元，利润总额2.05亿元。

截至2013年9月底，公司（合并）资产总额为148.91亿元，所有者权益合计31.48亿元（含少数股东权益1.14亿元）；2013年1~9月，公司实现营业收入65.61亿元，利润总额2.37亿元。

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。

二、宏观经济与政策环境

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年前三季度中国实现国内生产总值386762亿元，同比增长7.7%；三季度GDP同比增速回升至7.8%，预计全年增速将超年初预定经济增长目标7.5%。

图1 2009年以来中国GDP季度增长情况



资料来源：国家统计局

2013年前三季度，中国规模以上工业增加值同比增长9.6%，增速比上半年加快0.3个百分点；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额40453亿元，同比增长13.5%，增速比上半年加快2.4%。

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：①消费需求增长平稳。2013年前三季度社会消费品零售总额为168817亿元，同比名义增长12.9%，增速比上半年加快0.2个百分点。②投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年前三季度固定资产投资（不含农户）309208亿元，同比增长20.2%，增速比上半年高0.1个百分

点；三次产业投资同比分别增长 31.1%、17.1%、22.3%。③对外贸易增速进一步下滑。2013 年前三季度，中国进出口总额为 30604 亿美元，同比增长 7.7%，增速比上年回落 0.9 个百分点；其中出口金额增长 8.0%，增速回落 2.4 个百分点，进口金额增长 7.3%，增速上升 0.6 个百分点，贸易顺差 1694 亿美元，同比增长 14.6%。

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 年前三季度，中国财政累计收入为 98389 亿元，累计支出为 91532 亿元，同比增长分别为 8.6%和 8.8%，增幅比上年同期下降 2.6 和 12.3 个百分点。

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，贷款基准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 9 月底，M2 存量达 107.7 万亿，同比增长 14.2%，增速比二季度末高 0.2 个百分点。从社会融资规模来看，2013 年前三季度社会融资规模为 13.96 万亿，比上年同期多 2.24 万亿。人民币汇率方面，截至 2013 年 9 月底，人民币兑美元汇率中间价为 6.1480 元，比 6 末升值 0.50%；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。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。

三、行业及区域经济环境

1. 白酒行业分析

白酒是以粮谷为主要原料，麦曲为糖化发酵剂，经蒸煮、糖化、发酵、蒸馏而成原酒，原酒再经长时间存储（一般在 1 年以上，年份酒存储时间更长），经勾兑后成为出厂的成品酒。

按香型分类，目前中国白酒消费主要集中在浓香型、酱香型、清香型三种类型。目前浓香型是白酒消费的主要香型，市场占有率为 60%-70%，清香型白酒市场占有率为 10%左右，酱香型白酒占比 10%，其他香型如凤香型、米香型、兼香型等占比有限。目前虽然浓香型是白酒消费主流，但白酒市场消费结构逐步发生变化，部分地区消费者口味有向“轻柔、绵甜”转化的特点，这种口味的变化将有利于清香型白酒市场份额的进一步增长。清香型白酒是中国传统四大香型白酒之一，具有酒质纯净、不易醉、醒酒快等特点，在中国具有深厚的消费基础，有汾酒、红星、牛栏山、衡水老白干、丰宝酒等知名品牌。

表 1 中国白酒香型主要分类

香型	口感	行业占比	代表企业	未来发展
浓香型	酒香浓郁，口味丰满，入口绵甜，纯正	60%-70%	五粮液、泸州老窖、剑南春、古井贡酒、洋河	白酒竞争较为激烈，伴随其他香型份额提升，浓香型消费占比将有所下降。
酱香型	以酱香为主，香味细腻、复杂	<10%	贵州茅台、郎酒	由于香型口感相对独特，酱香型白酒有较为固定的消费人群，消费占比将稳中有升。
清香型	入口绵甜，香气清正	<10%	汾酒、红星二锅头、牛栏山、衡水老白干、丰宝酒	口感易于被大众接受，消费需求有所回升，市场占比有望回升。

资料来源：公开资料整理

行业概况

白酒作为社会交往、餐饮聚会的重要饮品，其需求与经济发展、人均收入水平密切相关，并随着收入水平的提高而不断扩大。

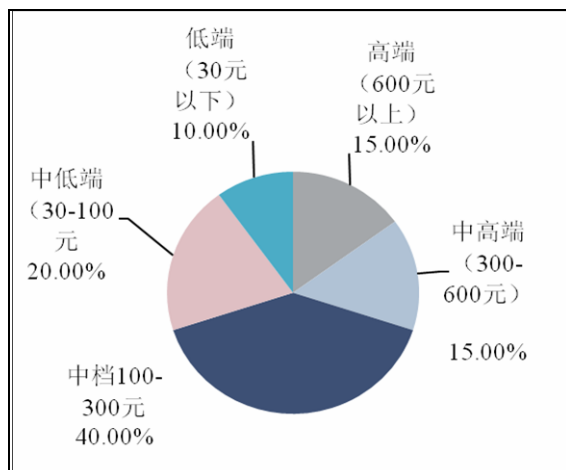
过去十年是白酒的“黄金十年”，白酒行业产量快速上升，销售收入节节攀升。2007~2012 年白酒产量年均复合增长率为 18.48%。2012 年，白酒产量 1153.80 万千升，同比增长 15.12%。2007~2012 年白酒消费量年均复合增长 18.35%，2012 年白酒消费量达 1126.70 万千升，同比增长 10.27%，实现销售收入 4466 亿元，同比增长 26.82%，实现利润总额 819 亿元，同比增长 48.52%。2007~2012 年，白酒

行业的毛利率处于 25%~38%区间，2012 年行业整体毛利率为 38.13%，为历年来最高值。

过去十余年，在政务和商务消费的驱动下，高端白酒（零售价格 600 元以上）量升价涨，增速领先于中低端白酒，2000~2012 年，高端酒销售收入年均增长 32%，高于中低端白酒销售收入年均 28%的增速。2012 年高端白酒销量仅占全行业销量的 0.5%，但创造的销售收入却占行业销售收入的 15%。另一方面，高端白酒提价成为常态，终端零售价格持续攀升，以 53 度飞天茅台酒为例，2005 年零售均价只有 300 元/瓶左右，多次提价后，2012 年底市场价一度超过 2000 元/瓶，均价保持在 1800

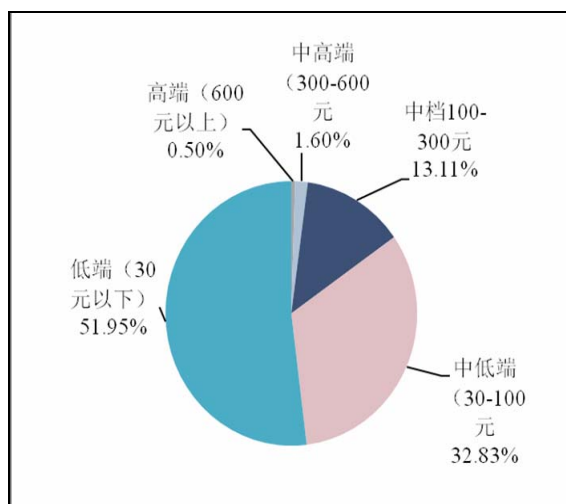
元/瓶左右，五粮液、国窖、郎酒等名优白酒也与茅台类似，出厂价逐年攀升。2012年，高端白酒以0.5%的销售占比贡献了15%的收入（见图2、3）。行业的高成长期推动国内白酒企业纷纷调整产品结构，提高中高端白酒的比重，并通过技术改造、新建生产线等方式扩大产能。

图2 2012年白酒分档次收入结构



资料来源：wind 资讯

图3 2012年白酒分档次消费结构



资料来源：wind 资讯

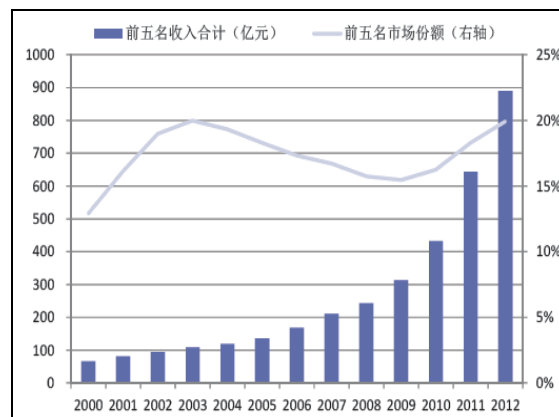
经历了长达十余年的高速增长期后，2012年中国白酒产业进入调整期。促发行业调整的因素包括经济增速下滑、对“塑化剂”的担忧、食品安全问题以及限制“三公”消费政策的陆续出台。根据联合资信统计，2013年14家白

酒上市公司股票均出现了不同幅度的大跌。以贵州茅台为例，从2012年7月16日的255.83元/股，一路跌至2013年10月29日的132.80元/股，股价跌幅50%左右。资本市场中酒企股价的表现从侧面反映出白酒企业的经营现状。在限制“三公”消费政策的影响下，市场供需出现问题，高库存让经销商经营困难，经销商为处理库存纷纷降价销售，一些白酒品牌出现价格倒挂现象。2013年前三季度，白酒行业产量867.96万千升，实现销售收入3491亿元，同比增速均低于2012年增速；实现利润总额574亿元，同比下滑0.27%。

竞争格局

1999年以来国家对白酒行业实行生产许可证制度，但白酒行业市场准入仍偏低，业内企业数量庞大。与高度集中的全球烈性酒市场相比，中国的白酒市场还非常分散。白酒上市公司前八名（五粮液、茅台、泸州老窖、洋河和郎酒）2012年所占份额仅为25.13%（见表1），远低于世界干邑、威士忌市场CR8近90%的集中度。2012年中国白酒行业销售收入在10个亿以上的企业近50家，所占份额45%左右；销售收入10个亿以下的企业数量在1000家以上，占55%的份额，平均每家收入2个亿左右，多为规模较小的地域酒企，资金实力和品质保障欠缺。总体看，中国白酒行业目前仍处于竞争型市场格局，市场集中度有待提高。

图4 中国白酒企业前五名收入占比情况



资料来源：wind 资讯

表 2 白酒行业销售额前 8 名情况

企业名称	2012 年销售额 (亿元)	市场占有率
五粮液	272.01	6.09%
贵州茅台	264.55	5.92%
洋河	172.70	3.87%
泸州老窖	115.56	2.59%
郎酒	110.00	2.46%
剑南春	80.00	1.79%
山西汾酒	64.79	1.45%
西凤酒	42.90	0.96%
前 8 位合计	1122.51	25.13%
行业共计	4466.26	100%

资料来源：各公司网站，联合资信整理

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。

白酒行业整体增速放缓后，更多经营效益恶化的酒企将寻求被收购，白酒企业间的并购与重组逐渐成为趋势。行业调整期往往最能反映企业的核心竞争力。如果龙头企业能够抓住行业调整的难得机会，加大在行业中收购对象与收购标的的选择力度，可为未来的格局变化打下坚实的基础，同时加速白酒行业集中程度的提高。本轮行业调整中，名优酒企有望依托资金、渠道、强势品牌优势，强化和稳固市场地位，高端市场集中度反而有所提高；低端市场将持续分化，极少数从事大众低端产品的企业可能借助于规模优势而逐步向中档市场升级，但预计大量的低端白酒生产企业将面临市场萎缩、利润率下滑的压力而退出市场。

因此，联合资信认为在行业调整期，企业将在品牌拓展延伸、区域渗透、产品结构调整、并购整合等各个层面展开竞争，行业重归平衡将是一个动态调整的过程。未来白酒行业集中度提升的路径将是“品牌全国化+区域整合”，中胜出的主要是两类企业，一类是具有强势品牌、强大渠道分销能力的全国性白酒企业，将很难复制的稀缺资源——优质品牌推广至在全国范围，以高端品牌形象为切入点，力争打破地区垄断（见表 3）；另一类是定位于大众消费的优势地方品牌（见表 4），消费者对地产酒的品牌与口味认同度高，消费粘性高，具有先发优势，同时定位中低端受政策冲击小。

表 3 中国白酒市场主要区域竞争格局

区域	地区酒品牌	竞争格局
四川	五粮液、泸州老窖、郎酒、剑南春等	川酒强势，名酒众多，外来酒机会很少，但本地酒竞争也较为激烈。
贵州	茅台、习酒	地产酒较多，除茅台、习酒外规模不大，川酒在各价位都占有一定市场份额。
江苏	洋河、今世缘、汤沟	地产酒强势品牌很少，但面临皖酒与川酒的激烈竞争，外地酒如口子窖等进驻多年，在部分地区有优势。
安徽	古井贡、迎驾、口子窖、金种子、高炉家、皖酒、文王贡、宣酒	地产酒较为强势，中端与中低端优势较为明显；但地产酒品牌多，品牌间激烈竞争；中高端古井贡与口子窖，中低端金种子较有优势。
湖南	酒鬼酒、湘窖、浏阳河	受“塑化剂”事件影响，酒鬼酒下滑较大，但市场根基仍在；外地酒在高、中、低端全面渗透，竞争威胁较大。
山西	汾酒	汾酒一家独大，汾酒及其买断品牌占据大多数市场份额，外地酒在中端与中低端无优势。
河北	老白干酒、山庄老酒、乾隆醉等	地产酒聚集在中低端，且区域格局较明显，品牌力大多不强；外来品牌纷纷介入，老窖等在河北兴建产能。

青海	青青稞酒	青青稞酒份额较大，中低端酒类消费以青稞酒为主，外地其他香型白酒进入较少。
新疆	伊力特	伊力特在新疆中很强势，挤压小品牌份额，外来酒难以渗透，仅泸州老窖小特曲带来一定竞争。
北京	牛栏山、红星	品牌众多，各种外地品牌激烈竞争，无单一胜者，但在低端市场牛栏山的市场根基非常稳固。

资料来源：公开资料整理

表 4 定位大众消费的区域强势品牌增长情况（单位：亿元，%）

白酒企业	所在区域	2012 年收入规模	2013 年前三季度收入增速	竞争优势
青青稞酒	青海	12	5.1	青海第一品牌，省内低端升级，省外甘肃等省份扩张顺利。
伊力特	新疆	18	3.0	新疆第一品牌，转向中低端产品，开发县乡级经销商。
顺鑫农业	北京	32	2.0	北京第一品牌，低端产品升级，北京周边市场开拓顺利。
古井贡酒	安徽	42	8.9	安徽省内的强势品牌，凭借品牌力开发中低端产品，挤占其他品牌份额。
金种子酒		23	1.9	
宋河	河南	20	前三季度销量上升，200 元以上酒增长 50%	河南第一品牌，200 元以下是优势市场，2013 年推出嗨 80、嗨 90（单瓶百元左右）等针对年轻人的产品。
白云边	湖北	41	1-7 月收入增长 15%	确立“名牌+民牌”的品牌定位，以 12 年陈酿为主打产品，并加强了 3 年、5 年、9 年、15 年陈酿的市场促销力度。
枝江酒业	湖北	89	2013 上半年收入增长 15%	重点放在打造枝江“民酒”形象上，产品主要瞄准 50~100 元市场。

资料来源：上市公司公告

行业关注

（1）渠道挤压空间缩窄，行业去库存去产能压力加大

2012 年以来，白酒企业收入增速的下滑主要表现是销量增速的下降，部分企业出现销售绝对数量的下滑，但盈利能力则变化不大，说明前期行业的调整主要影响的是销售渠道，而非白酒生产企业。过去由于经销商销售品牌白酒获利丰厚，因此乐于向白酒生产企业预付较大比例款项以确保合作。随着行业不景气的持续，经销商受需求萎缩影响而库存高企，现金流紧张。酒企为了缓解经销商的资金压力，开始逐步取消了保证金制度，或者不强制要求打款，预收账款较前期显著下降。根据联合资信统计，2013 年前三季度，14 家白酒上市公司预收账款同比下降 61.67%，存货增长 25%以上的。这意味着白酒生产企业对于销售渠道的挤压空间越来越小，今后仍将面临去库存的过程。此外，由于白酒行业持续十年的繁荣，导致行业产能大幅扩充，2012 年行业产能达到历

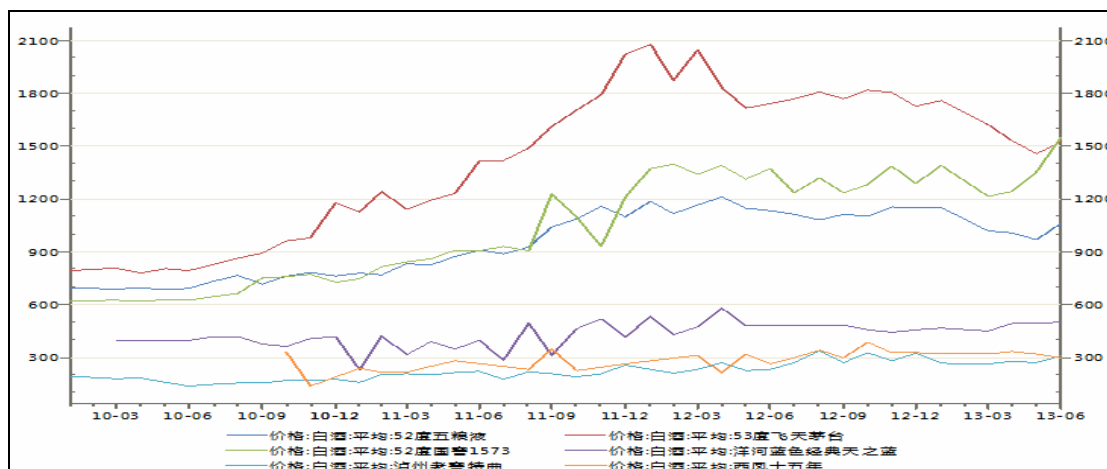
史高峰。随着需求的萎缩，白酒行业还将面临艰难的去产能过程。

随着渠道挤压空间的缩窄，去库存及去产能压力加大，行业景气度下降将由经销商传导至白酒生产企业。白酒生产企业经营压力将显著加重，未来营运资金需求将大幅增加。

（2）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

2012 年，国务院加强政府部分“三公”消费的管控，禁止购买高端酒品。中央军委下达部队“禁酒令”，部分地方政府也逐步推行禁酒政策。2013 年起，党中央整肃“四风”问题，中纪委严查节日期间请客送礼等行为。上述一系列政策对于白酒政务消费造成严重影响，高端白酒消费首当其冲。2012 年以来，高端白酒价格进入下降通道，五粮液、茅台、洋河等高价白酒均出现了不同程度的下滑（见图 5），53 度飞天茅台价格已由 2000 元的高点回落至 1500 元以下。

图5 近年来国内主要高端白酒价格情况



资料来源: wind 数据

(3) 中端白酒市场竞争加剧, 中端酒企竞争压力加大

近年来, 中端白酒由于产品价位适中、消费群体固定、受宏观消费环境影响小等原因, 中低端白酒将代替高端白酒成为白酒行业新的增长点。2013 年多家一线名优酒企开始发力中低端产品: 茅台将增资 3.73 亿元扩大主要生产王子酒、迎宾酒等中端产品的 301 厂产能; 五粮液推出五粮春新品、五粮醇蓝淡雅等中低端产品; 剑南春推出价格 200 元左右的金剑南 K6 和 400 左右的金剑南 K9。

联合资信关注到, 在中端白酒市场, 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, 另一方面则是地方酒企业因进入高端市场受阻而被迫固守区域市场, 中端酒企面临两头受压的局面。特别是面对同样的价格档次, 消费者可能会倾向于选择高端品牌的中端产品, 这将给原本库存高企的中端酒企带来显著的市场压力。

行业政策

白酒行业的主管部门为工业和信息化部 and 各地工业和信息化主管部门。白酒行业的全国性行业自律性组织为中国酿酒工业协会白酒分会和中国食品工业协会白酒专业委员会。

国家对白酒行业总体的发展思路为: 控制总量、优化结构、减少污染、保障安全; 完善

白酒生产许可证管理办法, 提高准入门槛; 鼓励优势企业、名优白酒发展, 提高市场集中度, 淘汰消耗高、污染大、质量差的小酒厂。为促进白酒行业健康发展、保障白酒食品安全, 国家出台了一系列的产业政策、税收政策、行业准入及流通管理政策等。

产业政策方面: 《中国酿酒产业“十二五”发展规划》, 提出要改变白酒的技术标准体系不健全、技术标准发展缓慢、标准内容丰富但缺乏条理的现状; 建立适应食品安全和技术进步的新产品技术标准体系, 着力解决白酒质量等级划分、食品添加剂、食用酒精原料使用及产品标注、年份酒鉴定等标准体系。未来白酒产业发展目标是到 2015 年, 全国白酒总产量将达到 960 万千升, 比“十一五”末增长 8%, 年均增长 1.5%; 销售收入达 430 亿元, 比“十一五”末增长 60%, 年增长 10%。

税收方面: 2009 年, 国家税务总局颁布《关于加强白酒消费税征收管理的通知》, 规定白酒生产企业销售给销售单位的白酒, 生产企业消费税计税价格低于销售单位对外销售价格 70% 以下的, 消费税最低计税价格由税务机关核定。

市场准入方面: 《白酒生产许可证审查细则(2006 版)》规定, 年销售额 500 万元以上的白酒生产企业由国家质检总局审查发放白

酒生产许可证，有效期3年。

流通管理方面：《酒类流通管理办法》规定，包括酒类批发、零售、储运在内的酒类流通实行经营者登记备案制度和溯源制度，以实现酒类商品自出厂到销售终端全过程流通信息的可追溯性。

未来发展

联合资信认为，白酒行业未来的发展前景取决于：一是行业的长期增长空间；二是未来的市场的驱动力：

首先，从白酒的消费人群和消费习惯来看，白酒的主要饮用人群为30~55岁的成年男性。CEIC数据显示，2020年以前，中国30~55周岁男性人口规模都将保持在目前的3亿人左右，到2020年之后才会出现下降。因此，白酒的消费人群仍可在较长时间内保持稳定。同时，白酒作为社会交往、餐饮聚会的重要饮品，在中国仍然受到较大程度上的认同，中国浓厚的酒文化决定了白酒有很强的消费忠实度。

其次，从白酒的增长动力看，过去十年，白酒的消费增长主要跟投资的增长相关。2002~2012年，白酒行业销售收入增长将近8倍，同期固定资产投资增长11倍，而社会消费品零售总额仅增长3.9倍。白酒行业的增长主要受投资带动的以增加商业机会为目的社交活动增长的驱动。“十八大”之后，中国政府提出的“新型城镇化”，随着新型城镇化建设的推进，必将带动居民社交活动和外出就餐的增长。同时随着经济加速转型，消费将取代投资在经济增长中发挥主导作用，白酒消费保持适度增长。

再次，过往数据显示，经济发展程度越高、居民收入越高、酒文化越深厚的国家，人均酒精消费量也越高，并在达到某个水平后逐步趋于稳定。根据世界卫生组织统计，2005年中国的人均酒精消费量为5.9升/人左右，位列全球90位，居于大多数发达大国之后（美国9.4，法国13.7，德国12.8，西班牙11.6，英国13.4，

澳大利亚10.0，日本8.0），也低于巴西（9.2）、俄罗斯（15.76）和墨西哥（8.4）等发展中国家。2005年以来中国白酒消费增长速度很快，白酒人均消费量上升了1.3倍，2012年升至9升/人，全球排名升到第40位。2012年中国白酒行业产量达到1126.70万千升，未来一定时期内，中国将向高收入国家迈进，白酒产业将保持适度增长。

最后，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。

联合资信认为，“十八大”之后，中国政府提出的“新型城镇化”以及十二五期间“居民收入倍增计划”的实施，将构成大众消费崛起的强大引擎。中长期看，受益于中国经济持续增长、人均收入的稳步提升和消费升级额逐步推进，以中产阶层和富裕消费者为核心消费群的中高端白酒仍然拥有广阔的市场空间。在消化限制“三公”消费的短期冲击后，未来5-10年白酒行业将逐渐从高成长期过渡到成熟期，行业销售收入增速将从过去10年的高速增长向常规化增长过渡。白酒企业收入增长将来自于消费结构升级和产品结构升级带动的均价提高，而非总销量的增长。

2. 生猪养殖行业

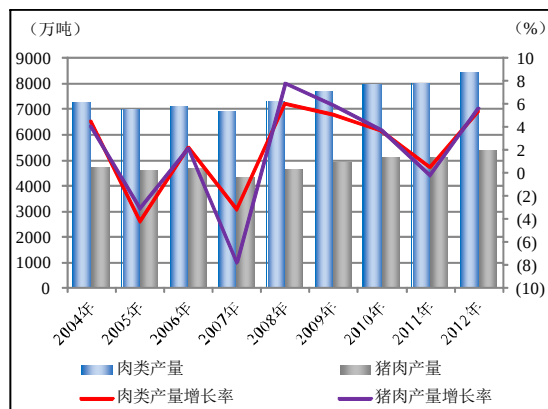
顺鑫农业建立了“公司+基地+农户”经营模式，形成了种猪繁育、养殖、检验检疫、生猪屠宰、肉制品深加工及物流配送等完整的生猪养殖产业链条。以下行业分析将从整个生猪养殖产业链角度考察生猪养殖企业的行业格局、不同养殖经营模式的特点、产业上下游（饲料和猪肉的供求）、猪肉价格的影响机制、影响行业发展的主要政策以及行业未来发展

趋势。

猪肉供求情况

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。2004～2012年，中国肉类总产量年均复合增长率1.84%。2012年，中国肉类总产量8387万吨，同比增长5.30%，其中，猪肉产量5342万吨，同比增长5.58%。目前中国猪肉产量已占世界总产量的一半。

图6 2004～2012年中国肉类产量情况



资料来源：wind资讯

从中国的猪肉消费习惯看，中国人消费冷鲜肉和猪肉加工制品的比例较低。根据中国肉类协会统计，中国肉类消费中，肉制品仅占20%，冷鲜肉占10%，与发达国家冷鲜肉和肉制品占90%以上相比仍有很大的发展空间。未来猪肉消费的一大发展趋势是调整猪肉产品结构，发展直接食用的肉制品、提高肉制品在肉类消费中的比重。不过，目前中国肉制品行业技术水平落后，且普遍处于初级加工阶段，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。此外，中国肉制品市场仍较分散，中国最大的肉制品企业双汇集团收入份额也仅占10%，全国品牌和区域品牌竞争激烈，行业利润水平低。

自2008年后，中国猪肉由净出口国转为净进口国，进口量呈现上升趋势。2012年中国

猪肉自给率为99.3%，高于粮食自给率（97.7%）。虽然进口量增加，但是总体上来看，占国内的消费量比重较小，对于价格的影响不大。

猪肉价格走势分析

农产品定价市场化程度较高，国家调控在猪肉市场的作用相对较弱，猪肉价格基本由供需决定的，影响因素主要包括：需求量、疫情、政策、生猪存栏量和饲料成本。

猪肉价格具有呈周期性波动特点，价格短期波动主要源于供给侧，疫情和政策变化通过影响生猪供给对短期价格有所扰动。

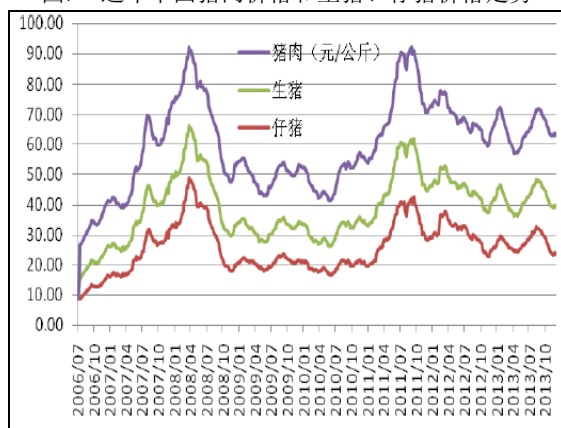
从过往猪肉价格变动情况看，猪肉价格具有明显的周期性波动特点，猪价周期通常表现为：“生猪养殖盈利增加——种猪存栏增加——生猪供应增加——猪价下跌——生猪盈利下降——种猪存栏下降——猪价上涨——生猪盈利增加”这一传递链条。

短期看，猪肉需求变化主要与收入和替代产品价格相关，历年情况看，中国猪肉消费需求基本维持2%的增长速度，波动区间在-3%~5%的范围，需求变化对猪肉价格冲击小。从供给角度看，由于生猪养殖周期较长（一般7个月左右），供给缺口无法迅速得到弥补，故猪肉价格短期波动主要来源于供给侧。由于生猪存栏量和能繁母猪存栏量一定程度上反映了未来猪肉供给量，因此其变化对猪肉短期市场价格影响较大，而疫情和政策变化通过影响生猪供给对短期价格有所扰动。

近10年，中国猪肉价格呈现3-4年的波动周期。当出现疫病和政策变化时，价格波动将有所加剧，如2006年的猪蓝耳导致大量生猪死亡，加剧了供给缺口的扩大，使得价格大幅上涨；2007年和2008年两次高热疫病使得生猪产业进入产业整合期，散户大量逐渐退出，猪价持续上涨22个月；2009年政府在价格下降过程中实施能繁母猪补贴，导致了母猪补栏非正常上升，导致行业亏损周期加长一年。2010年5月起，猪肉价格恢复增长，主要是受通货

膨胀影响，饲料价格提升导致养殖成本上升。2011 年玉米、小麦等粮食品种价格持续大幅度上涨，继续推高饲料成本，猪肉价格随之接续上涨，直至 10 月生猪大量出栏，生猪供给较为充裕，猪肉价格自 9 月达到高点后开始回落。2012 年价格持续下跌，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。截至 2013 年 9 月底，猪肉价格为 30.56 元/公斤，比年初下降了 3.17%。

图7 近年中国猪肉价格和生猪、仔猪价格走势



资料来源：wind资讯

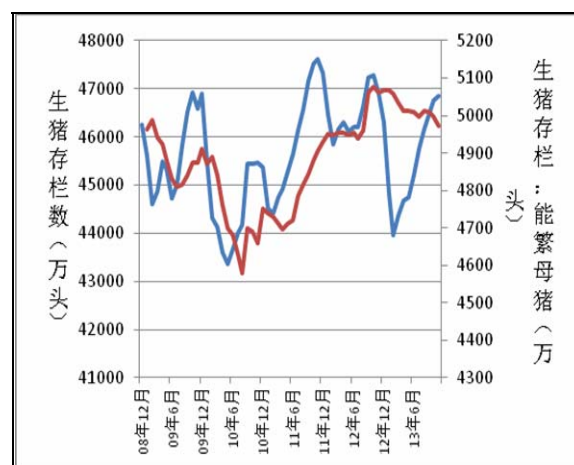
生猪存栏量和能繁母猪存栏量处于高位，未来一段时间猪价上涨面临较大阻力

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。从短期波动看，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 2013 年 9 月底，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（见图 9），部分养殖户开始淘汰母猪；前三季度，全国能繁母猪存栏量总体上呈现下滑态势，由 1 月的 5068 万头下滑至 9 月的 5008 万头。总体看，目前生猪存栏量和能繁母猪存栏量仍处于 2009 年以来的高位，全国能繁母猪存栏维持在 5000 万头以上。截至 2013 年 9 月底，全国母猪平均存栏比（能繁母猪存栏量/生猪存栏量）为 10.77%，高于正常的、科学的母猪存栏比 9%，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面临较大阻力。

图8 中国生猪存栏和能繁母猪存栏情况



资料来源：wind 资讯

图9 养殖户生猪养殖利润走势

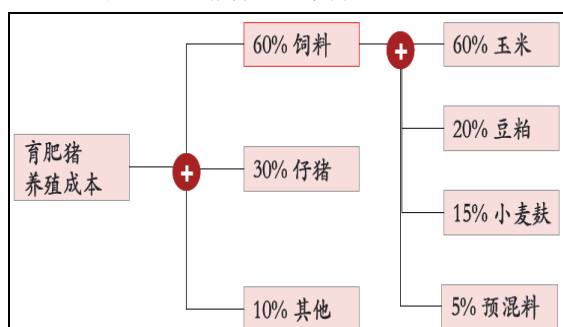


资料来源：wind 资讯

饲料成本是影响猪肉长期价格走势的重要因素，未来饲料价格下行阻力较大，养殖企业的利润空间依然偏窄

生猪生产过程中，饲料成本占养猪成本的60%（见图10），饲料价格对养猪成本有决定作用，是影响猪肉价格的长期因素。

图10 生猪养殖成本构成



资料来源：搜猪网

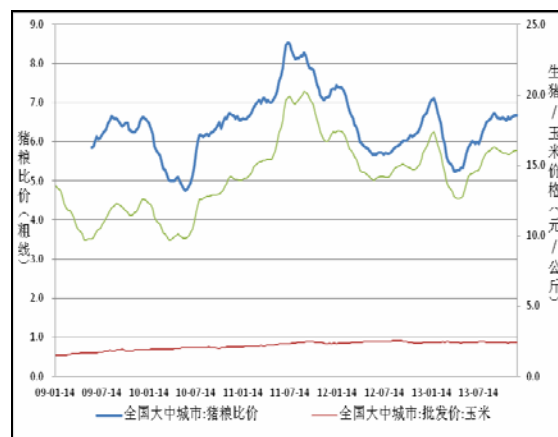
饲料的价格一方面由市场的供需情况决定，一方面由成本决定。从需求角度看，饲料需求景气度与下游养殖相关，一般的传递机制是：猪价走高时，养猪盈利，养殖户补栏积极，生猪存栏上升，饲料需求景气；当猪价走低时，养猪亏损，养殖户补栏积极性下降，生猪存栏下降，饲料需求不景气。本轮猪价周期从2011年9月开始进入下行通道，母猪补栏积极性持续到2012年3月。从母猪补栏到育肥猪出栏大约需要12-15个月的时间，从2013年起生猪存栏量和能繁母猪存栏量处于高位，饲料的需求处于景气阶段。饲料成本方面，玉米所占的

比重最大，玉米价格对饲料成本产生较大影响。自2009年起玉米价格一路上涨，使得饲料的价格居高不下。

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，至2013年9月25日达6.61，养殖户盈利仍处于紧平衡状态。

结合以上分析，联合资信认为，饲料作为养殖产业链的上游，其价格变动对整个产业链的利润有着直接的影响。从近期饲料企业的成本和下游养殖行业的景气程度看，未来饲料价格下行阻力较大，养殖业的利润空间依然偏窄。

图11 近年猪粮比及玉米价格走势



资料来源：wind 资讯

生猪养殖产业链分析

生猪养殖产业链包括“育种-养殖-屠宰加工-流通”等环节。其中育种是养殖的支持，养殖业是产业链的核心，屠宰加工和流通直接与消费终端衔接。

（1）育种环节

育种环节是从原种猪繁育到二元种猪生产的过程。目前全球养殖量较大的只有包括约

克夏、长白、杜洛克等十多个品种，主要来自于美国和欧洲。国内原种繁育技术相对落后，主要种猪品种来自进口。国内种猪引进的品种主要以大约克为主，占比达 54.34%，长白和杜洛克占比分别为 30.93%和 14.73%。

纯种种猪价格较贵，培育有较高的技术要求，种猪繁育具有投入大、技术含量较高和 risk 较高的特点。目前国内优质的二元种猪一直处于供不应求的态势。考虑到种猪对于养殖的重要性，大多数规模养殖场会向上游延伸涉足种猪养殖以保证种猪的供给充足。国内种猪场主要由 2 种类型：一是专业的种猪育种企业，以出售种猪为主要收入来源。二是一体化养殖企业，其经营环节涵盖种猪繁育，需要不定期引进部分原种猪补充核心种群，代表企业如广东温氏食品集团股份有限公司（以下简称“广东温氏集团”）、雏鹰农牧集团股份有限公司（以下简称“雏鹰农牧”）、顺鑫农业等。目前国内育种行业集中度较低，前十大种猪养殖企业的市场份额仅为 1.31%。

（2）养殖环节

养殖环节是生猪育肥阶段，即从仔猪养殖至肥猪出栏的过程，流程是“出生-断奶-保育-育肥-出栏”，期间约 7 个月。

养殖环节是生猪养殖产业链的中游环节，起着承上启下的作用。这一环节的经营主体类型较多，以规模划分有产业链一体化养殖、自繁自养的独立养殖场和散养户。产业链一体化养殖即从原种猪养殖至肉制品出售，自繁自养即从二元母猪养殖至出售育肥猪，散养户即购买仔猪并养殖至育肥猪。

养殖户的收入主要取决于出栏的生猪数量及生猪的市场价格。生猪出栏量与养殖规模有关，养殖环节的规模化涉及到上游的种猪资源、资金实力、防疫技术、土地资源、人员能力等，需要较长时间的积累。目前国内生猪养殖行业较为分散，依然以小规模的散养为主，出栏量大多数在 50 头以下，10000 头以上的规模养殖场较少，进入和退出的门槛较低，市场

整体的出栏量容易受到市场价格影响而出现大幅波动。

（3）屠宰环节

屠宰场受国家相关法规约束而相对集中，一般生猪屠宰企业从大型生猪养殖场直接收购生猪或从中介机构收购散养的生猪，然后在屠宰场进行集中屠宰。

屠宰企业的收入受屠宰生猪数量、生猪的出肉率以及猪肉价格影响。屠宰生猪的数量与市场生猪供应量有关，在供应不足的情况下，企业的屠宰量和产能利用率会受到影响。通常屠宰企业产能利用率在 60%以上算是较好的情况，80%则接近满负荷运行。

2012 年国内畜禽屠宰企业数量为 1678 家，大部分企业的屠宰能力低于 50 万头/年，年屠宰能力大于 50 万头生猪屠宰企业占全国生猪定点屠宰企业总数量的 35%左右，前十大屠宰企业的市场份额合计为 14.78%，高于养殖业的集中度水平，但远落后于美国 84%的集中度水平。

表 5 屠宰产能前 10 名情况（单位：万头、%）

企业名称	屠宰产能	市场占有率
雨润食品	4600	6.95
金锣集团	2000	3.02
双汇发展	1100	1.66
河南众品	700	1.06
济南维尔康	300	0.45
顺鑫农业	300	0.45
重庆今普	250	0.38
得利斯	200	0.30
天津宝迪	200	0.30
高金食品	130	0.20
合计	9980	14.78

资料来源：公开信息，联合资信整理

（4）流通环节

生猪经过屠宰厂后主要有几种产品形式：白条猪、分割冷冻猪肉、副产品以及深加工产品。其中白条猪主要流通至经销商、零售市场以及食品加工企业；分割冷冻猪肉主要进入超市销售和国家收储。猪肉下游消费者大致可分为家庭消费和集团消费，家庭的一次性消费量

少，但是基数大；集团一次性消费量大，主要包括企事业单位食堂、高校食堂、餐饮酒店等。

产业链越往下游延伸，对渠道要求越高。由于产品缺乏差异化，消费品牌意识弱，猪肉供应企业对下游渠道终端缺乏议价能力，利润率水平一直较低，行业平均盈利水平不到 5%。此外很多规模化屠宰企业多是老国企转制而来，地方保护、市场先入优势、政府微观价格

调控等因素对销售影响大。

生猪养殖行业经营模式分析

当前生猪养殖行业向集约化、规模户发展趋势明显，国内生猪养殖行业主流的经营模式有三种，分别是大规模工业自动化模式、“公司+农户”模式和“公司+基地+农户”模式（见表 6）。

表 6 国内生猪养殖企业经营模式分类

模式	资本投入	员工组织	主要优势	主要劣势	代表企业
大规模工业自动化模式	自建	工人	成本控制力强，食品安全性有保障	固定资产投入大，激励不足	牧原、中粮、双汇
公司+农户	非自建	农民	轻资产，扩张资金压力小	存在道德风险，要求公司对农户有很高的信任度	广东温氏集团
公司+基地+农户	自建	农民	效率高，解决了农户激励问题	固定资产投资增大、占用土地多	雏鹰农牧、顺鑫农业

资料来源：根据公开资料整理

大规模工业自动化模式实行工业化、自动化、一体化的管理方式进行规模养殖，实现养殖分阶段、流程化、集约化和统一管理。大规模工业自动化模式优势是效率高，集中集约养殖、统一采购原料使得成本有效降低，食品安全更可控。缺陷是前期投入大，资产较重；疫情系统性风险高；养殖工人工资相对固定，积极性相对较弱。拥有资本优势的上下游企业进入养殖行业往往采用该模式，代表企业为双汇发展和中粮集团。

“公司+农户”模式是一种合作性质的产业化经营形式，将分散养殖和统一管理有效结合，获得规模效益。目前，国内采用该模式的代表企业为广东温氏集团。广东温氏集团的养殖模式是种猪和仔猪由公司饲养，育肥阶段交给农户，公司将饲料、仔猪、药品出售给农户，由农户进行养殖，育肥后根据约定价格收购。育肥猪所有权属于农户，提高了农户的积极性和生猪存活率。但该种模式对农户的信任度要求高，如何将农户的自身利益和企业的利益捆绑在一起，是该模式成功的关键。

“公司+基地+农户”模式是综合了“公司+农户”模式和大规模工业自动化模式的优势，让农户到企业自建（或租赁）的猪场集中养殖，

既实现了大规模工业自动化模式的高效率，又充分利用了分散的农户资源，以相对较少的资金实现较大的规模。相对于“公司+农户”模式，由于集中饲养，很好地规避了农户道德风险；相对大规模工业自动化模式，以养殖效果结算农户收入，较好地解决了农户激励问题。目前，国内采用该种模式的代表企业为雏鹰农牧和顺鑫农业。

联合资信认为，养殖行业是对过程管理要求高，盈利能力受生猪价格波动、产能利用率影响程度高的行业，同时也是劳动密集和高风险行业。合理的员工激励机制、高效的过程管控能力、稳定的高品质猪源，是保证运营效果和盈利的关键因素。规模化生猪养殖企业如何建立一体化产业链条，并设计出科学完善、能够有效降低交易成本的激励与利益分配体制，将分散农户整合起来，通过规模优势实现薄利多销，同时有效控制养殖各个环节中的风险，是经营模式成功的关键。

行业关注

（1）大规模爆发疫情的风险

疫情作为不可预测的突发事件，是影响畜禽业的最大风险，短期内造成养殖行业产品的价格和销售量较大幅度下降。近年来，地区性

口蹄疫、蓝耳病和猪链球菌、圆环病毒 2 型感染、甲型 H1N1 等流行病毒严重地威胁着养猪业的健康发展。

由于规模化养殖企业拥有资金、技术和设备等方面的优势，外围疫情对其生产影响程度相对散养户较小。但其自身疫情风险随着规模的扩大而累加，制约着大部分规模化企业的持续扩张。基地式的分散养殖从物理上切断了各养殖场之间疫情传播途径，对生猪疫情的抵御作用强于大规模工厂化养殖。此外，历次疫情证明，猪病爆发的严重程度与猪价后市变化呈反向关系。疫情爆发时，小养殖场和散养户往往迅速降低种猪存栏以回避短期风险，随后市场供应大幅下降，使得疫情之后猪价大幅上涨。在疫情周期，分散养殖企业在疫情爆发期间即使部分养殖场受到影响，在随后的价格回升中未受影响的养殖场将分享之后的养殖利润，整体毁损的风险较小。不过，由于疫病具有连锁性特点，疫情不可控导致的大规模生猪病变、死亡风险，仍然是大规模养殖企业普遍面临的风险。

(2) 行业毛利率的周期性波动仍可能影响养殖企业的短期盈利能力，导致养殖企业在持续扩张过程中的资金压力增加。

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，生猪养殖规模化程

度越低，中小养殖户和散养户市场判断力较差，是导致市场价格波动幅度大的主要原因。规模化养殖虽然能在一定程度上减少生产决策者的数量和提高信息透明度，从而减小价格波动的幅度，但只要生猪供给价格弹性小的特点仍在，依然无法消除猪肉价格的周期性波动特征。

猪价周期性使得生猪行业毛利率波动具有一定周期性。生猪行业毛利率水平不是持续上升和下降的过程，而是具有一定周期性。行业毛利率波动仍可能影响养殖企业的短期盈利能力，导致养殖企业在持续扩张过程中的资金压力增加。

行业政策

中国饲料生产和生猪养殖行政管理体制呈现多元化：饲料生产和生猪养殖都由农业部管理；生猪及相关肉产品的国内流通和国际贸易归商务部门管理；行业技术标准、卫生标准的制定由国家质量监督检验检疫总局和卫生部负责。

近年来，中国对畜牧业、饲料行业、屠宰及肉类加工行业的规范不断健全和完善，逐步建立了多层次的法律法规体系。国务院各部委近年来出台了众多与养殖相关的产业政策，促进养殖业发展。

表 7 中国近年主要生猪养殖业政策

政策	主要规定
国务院关于促进畜牧业持续健康发展的意见【2007】	提出畜牧业指导思想、基本原则和总体目标、加快推进畜牧业增长方式转变、建立健全畜牧业发展保障体系、加大对畜产品生产流通环节的监管力度、进一步完善扶持畜牧业发展的政策措施等。。
国土资源部、农业部文件《关于促进规模化畜禽养殖有关用地政策的通知》【2007】	针对中国畜牧业的发展情况和饲养方式及结构的变化，对规模化养殖用地提出新的要求和政策措施。
农业部关于促进生猪生产稳定发展的通知【2007年】	提高母猪饲养管理水平；加强对养殖户引导，加快标准化规模饲养；加大实用技术推广；加大疫病防控力度；发挥龙头企业作用，带动农户发展养猪生产；制定扶持政策等。
农业部关于加强畜禽养殖管理的通知【2007】	规范畜禽养殖场和养殖小区备案工作、建立养殖档案、加强监督管理等。
国务院关于促进生猪生产发展稳定市场供应的意见【2007年】	加大生猪生产扶持政策；鼓励发展标准化规模养殖；加强对散养户的引导和扶持；完善生猪良种繁育体系；加强生猪生产信息的分析和预警等。
农业部关于做好能繁母猪补贴政策相关工作的通知【2007年】	为保护生猪生产能力，经国务院批准，从2007年起国家财政实施能繁母猪补贴政策，按每头每年100元的标准，对能繁母猪发放饲养补贴
《中央储备肉管理办法》【2007年】	主要内容包括储备肉管理的职责分工、承储单位的资质管理、储备肉入库管理、在库（栏）管理、储备肉轮换管理、储备肉出库（栏）和动用管理、质量管理、监督检查等。设置预期区域，当猪粮比价在6下方时，通过收储冻猪肉政策或财政政策，防止价格过度下跌；当猪粮比价在8.5上方时，通过投放冻猪肉政策，防止价格过度上涨。
《全国生猪屠宰行业发展规划纲要(2010-2015)》【2009年】	明确提出“十二五”期间要提高行业集中度，淘汰落后产能，使肉类消费结构得以优化。淘汰落后产能取得重大进展：到2013年，全国手工和半机械化等落后的生猪屠宰产能淘汰30%，到2015

	年淘汰50%，其中大城市和发达地区力争淘汰80%左右。
发展改革委、财政部、农业部等六部委《防止生猪价格过度下跌调控预案（暂行）》【2009年】	建立保障生猪生产稳定发展的长效机制，防止生猪价格过度下跌，稳定生猪生产，维护生猪养殖户利益，保障市场有序供应。在生猪价格过度下跌时，国家将采取发布预警指标，采取综合调控措施，促使猪肉与粮食比价、仔猪价格、生猪存栏、能繁母猪存栏等指标保持在合理范围内。
农业部下发《全国生猪优势区域布局规划（2008年-2015年）》【2009年】	通过分析中国生猪发展现状、市场前景、发展思路、优势区域布局和主攻方向、建设重点、保障措施等，进一步深化畜牧业的结构调整，充分发挥生猪区域比较优势，确保中国养猪业持续健康发展。
《食品工业“十二五”发展规划》【2012年】	“十二五”期间，每年继续安排中央投资25亿元支持生猪标准化规模养殖场(小区)建设，并视情况适当增加投资。力争到2015年，全国畜禽规模养殖比重在现有基础上再提高10-15个百分点，其中标准化规模养殖比重占规模养殖场的50%。
生猪防疫补贴	提高因防疫需要而扑杀的生猪补助标准，由目前的每头600元提高到800元。国家加大对病死猪无害化处理的支持力度，对屠宰环节病害猪损失补贴由每头500元提高到800元；对标准化规模养殖场(小区)养殖环节病死猪无害化处理费用给予每头80元的补助。

资料来源：联合资信整理

未来发展

（1）规模化养殖是发展趋势

大量散户的存在，导致国家对猪肉生产的控制力非常弱。近年来猪价的大幅波动导致CPI出现大幅波动，对整个宏观经济产生不利影响。国家迫切希望养殖规模化程度能够迅速提高，根据农业部发布的养殖业“十二五”规划，明确提出到2015年实现出栏500头以上生猪规模化养殖比重达到50%。在中国农村土地日益紧缺和的背景下，通过建立适度规模的养殖场的养殖模式具有一定适用性。但单独的养殖场模式无法实现规模优势，因此大规模养殖与分散养殖相结合的模式将成为发展主流方向。

（2）行业整合速度加快，产业链纵向延伸是发展趋势

猪肉食品相关企业具有经营产业链越长，经营风险越小的特征。大型养殖集团可以采取灵活的经营策略，有效控制市场风险，实现长期、稳定的盈利。《食品工业“十二五”发展规划》中提出支持区域性骨干肉类食品企业整合产业供应链，实现规模化，扩大市场占有率。产业纵向整合，必将形成具有饲料生产、养殖、屠宰、加工完整产业链的大型农牧集团。上、下游企业在拥有资本实力后通过纵向延伸发展进入生猪养殖行业，拥有实力的生猪养殖企业也开始向下游屠宰和食品加工进行扩张。

总体看，近年猪肉价格呈阶段性波动调整，养殖行业周期性较强，小型养殖企业面临较大市场风险，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。

3. 区域经济环境

近年来，北京市经济保持持续快速发展势头，综合经济实力不断增强。根据北京市2012年国民经济和社会发展统计公报，2012年，北京市实现地区生产总值17801亿元，同比增长7.7%；同期，北京城镇居民和农村居民人均可支配收入分别达到36469元和16476元，扣除价格因素后分别比上年增长7.3%和8.2%；截至2012年底，北京市常住人口2069.3万人，比上年末增加50.7万人。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。

北京常住人口已近2000万人，外来人口加速增长趋势明显。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。

顺鑫农业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。

总体看，公司立足北京市场，优越的区位优势为公司各业务板块的发展提供了良好环境。

四、基础素质分析

1. 产权情况

截至 2013 年 9 月底，公司控股股东北京顺鑫农业发展集团有限公司持股 48.99%，北京顺鑫农业发展集团有限公司由北京市顺义区国资委出资成立，因此公司实际控制人为北京市顺义区国资委。

2. 企业规模

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。公司持续进行研发投入，2012 年启动了自主知识产权种猪育种研发工作，成功申报发明专利 2 项、实用新型专利 1 项。截至 2012 年底，公司共拥有专利 42 项，养殖科研实力较强。

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。牛栏山酒厂研发实力雄厚，拥有国家认可的微生物实验室，承担中国酿酒工业协会“中国白酒 169 计划”项目，拥有两项发明专利。工艺方面，牛栏山酒厂采用的是传统“纯粮固态发酵”生产工艺，坚持以传统酿造技艺进行生产，由酿酒师根据具体外部环境对酿造过程进行把控，保证产品质量。

总体看，公司行业地位突出，品牌影响力较大，区域竞争优势明显。

3. 人员素质

公司董事长兼总经理王泽先生，男，44 岁，本科学历，中共党员。最近五年内历任顺义区北务镇党委书记、顺义区北小营镇党委书记。现任顺鑫集团党委书记，顺鑫农业董事长、总经理，具备较高的专业素质和丰富的行业管理经验。

截至 2013 年 9 月底，公司共有在册员工 6294 人。按文化程度划分，初中及以下学历占比 28.54%，高中和中专学历占比 39.20%，大专以上学历占比 32.27%；按专业划分，生产人员占比 61.69%，销售人员占比 9.33%，技术人

员占比 11.68%，财务人员占比 2.51%，行政人员占比 14.79%。

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。

4. 所得税优惠

作为农业类企业，公司享受相关税收减免优惠：

(1) 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。

(2) 根据财政部、国家税务总局对农业企业优惠政策，公司畜禽良种繁育、种植、养殖业、肉类初加工等业务享受免征企业所得税优惠政策；

(3) 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。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，并有北达州顺鑫鹏程食品有限公司、阳高县鹏程小店种猪繁育有限公司及海口顺鑫小店种猪繁育有限公司等 8 加控股子公司免征企业所得税。

五、管理体制

1. 公司治理

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，建立了完善的法人治理结构。公司董事会设董事 9 人，其中独立董事 3 人，监事会设监事 3 人。公司实行董事会领导下的总经理负责制，总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，包括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。公司监事会与内部审计部独立工作，对公司生产经营和重大决策进行监督。公司已基本建立了完善的现代企业管理体制。

2. 管理体制

公司根据《关于提高上市公司质量的意见》、《企业内部控制规范》等文件要求，建立了涵盖生产、采购、销售、资产管理、存货管理、资金管理、信息披露等较为完整系统的内部控制制度。

财务管理方面，公司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。

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、小店良种场、鹏程食品分公司均已通过 HACCP 食品安全体系认证、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。

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，并实行制度化、规范化。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。

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、考核等关键环节进行。对下属控股子公司，公司管控主要通过委派董事、总经理、财务总监等方式实现。针对不同分子公司经营业务差别性较大的、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。

总体来看，公司作为上市企业，完善的法人治理结构，运作规范，内控体系完善，管理体制能够较好地满足企业经营发展需要。

六、生产经营

1. 经营概况

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。

2010~2012年，公司营业收入年复合增长率为15.36%，大部分由白酒制造业收入增长所贡献。收入构成方面，白酒和肉类加工业是公司两大支柱产业。近年公司白酒区域拓展力度加大，白酒收入占比不断提升，近三年占比分别为27.17%、33.10%和38.90%；受猪肉价格波动影响，肉类加工业收入有所波动，营业收入占比由2010年的43.66%降至2012年的

38.90%。近三年，建筑工程施工业务有所波动，2012年实现收入8.00亿元，同比增长13.64%。2011年房地产开发收入受在建项目进度影响，确认收入较上年大幅下降。其他业务为农产品精细加工与物流配送、农产品市场管理与服务业务、种猪销售等，是公司农业产业链一体化的有益补充，近三年收入规模及占比均呈增长趋势，2012年分别为6.72亿元和8.07%。

从毛利率水平看，近三年，受益于毛利率较高的白酒业务占比提升，公司整体毛利率呈上升趋势。肉类加工方面，2011年由于生猪采购价格上升（见表13），采购成本增加，该板块毛利率由2010年的4.86%降至3.15%；2012年生猪收购价格下降，公司肉类加工业毛利率同比上升1.65个百分点。白酒板块方面，2010~2011年受高端酒销售占比提升影响，毛利率有所提高，2012年受消化低端酒高价库存影响，白酒板块毛利率下滑5.32个百分点。

2013年1~9月，公司实现主营业务收入65.61亿元，占2012年全年的78.82%，整体毛利率升至34.20%。2013年公司生猪采购价格下降，公司肉类加工业毛利率升至7.48%；白酒加工业务发展趋势良好，收入占比升至43.48%，毛利率受低档酒高价库存消化及基酒成本下降影响，快速升至79.92%。

表8 公司主营业务收入情况（单位：万元、%）

业务分类	2010年			2011年			2012年			2013年1-9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
肉类加工业	272986.51	43.66	4.86	350644.48	46.37	3.15	320001.62	38.44	4.80	220860.95	33.66	7.48
白酒制造业	169896.41	27.17	54.88	250356.39	33.10	56.81	323823.82	38.90	51.49	285231.50	43.48	79.92
建筑工程业	78260.51	12.52	12.61	70409.01	9.31	12.88	79952.61	9.60	13.09	63640.24	9.70	4.36
房地产业	67306.92	10.77	34.67	33785.73	4.47	37.97	41459.70	4.98	15.50	38652.78	5.89	1.91
其他	36762.62	5.88	46.21	51047.52	6.75	39.48	67179.88	8.07	35.59	47670.84	7.27	29.76
合计	625212.97	100.00	25.06	756259.55	100.00	25.83	832417.63	100.00	26.78	656056.31	100.00	34.20

资料来源：公司提供

2. 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经营。2012年，牛栏山酒厂贡献公司酒

类业务销售量及销售金额的98.22%和95.86%，宁城老窖占比小，以下分析以牛栏山为主。由于牛栏山白酒定位于低端、大众消费市场，低

端白酒一个重要特点是高周转率，类似于快消商品，营销策略、销售渠道的组织和市场定位更为重要，以下白酒板块经营情况分析更侧重于销售分析。

销售

牛栏山产品结构覆盖了高中低三个档次，以低档白酒为主，2012 年实销售收入 31.04 亿元，整体吨酒价格为 1.9 万元，毛利率为 52%。

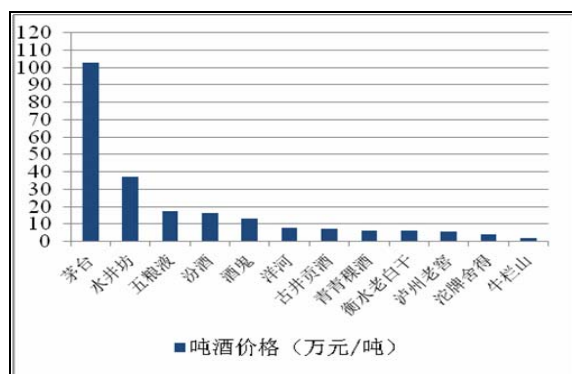
表 9 牛栏山白酒分类销售情况（不含税，单位：吨、万元）

品牌	品种	2010 年		2011 年		2012 年		2013 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	低端酒	91824	78088.69	116282.53	105194.00	150417.67	152429.67	146746.77	154701.16
	中档酒	6802	24554.72	9632.77	42065.19	12242.48	56250.07	11488.09	52288.97
	高端酒	3051	58994.47	4554.41	90940.69	4813.87	101736.57	3569.98	74996.75
	小计	101677	161637.88	130469.71	238199.88	167474.02	310416.31	161804.84	281986.88

资料来源：公司提供

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。2011 年牛栏山低端酒销量同比增速提高到 34.70%。2012 年牛栏山低端酒销售 15.47 亿元，同比增长 44.87%，占比 54.86%，其中 10 元左右的低端产品（绿瓶、白瓶、陈酿系列）占到收入的 39%。由于产品定位中低端，2012 年牛栏山低端酒吨酒价格不到 1 万元，整体吨酒均价 1.9 万元，远低于同为三线白酒的沱牌舍得、老白干酒、青青稞酒的吨酒均价，也低于全国白酒 3.3 万元/吨的均价。

图 12 2012 年上市公司吨酒均价排名
(单位：万元/吨)



资料来源：联合资信整理

公司中高端酒的核心产品为终端价在 450-550 元的黄龙（黄瓷）、200-300 元的青龙和 100-200 元的百年系列。近年，公司加大中高端产品推广力度，中高端产品销售占比不断提升。

公司白酒销售主要采取与经销商合作，由经销商进行营销政策制定、产品包装设计、广告推广等。合作方式上，既有长期深入的业务合作，也有共同投资成立销售公司，两种模式下都形成了实力雄厚的经销商，如创意堂和朝批双龙（公司参股）。公司的经销商选取思路主要是扶持大型经销商，实行“大客户制”，公司销售人员配合大型经销商做渠道。公司在北京市场与创意堂、朝批双龙、京糖、京柳、首森等大型经销商均保持了良好的合作，大经销商销售收入规模均过亿，其中创意堂 2012 年为公司贡献的收入超过 6 亿。

公司以北京市场为核心，再按渠道不同将产品细分为商超、餐饮、流通。在外埠区域，通过在重点市场设立办事处来开发经销商，推进当地市场营销及维护。这种模式下，公司主要提供销售政策和费用支持，经销商成为产品推广、销售和维持的平台。

总体看，公司通过大经销商间接控制终端，有利于公司快速填补空白区域市场。但联合资

信关注到，大经销商模式下公司对经销商的依赖度高，因此需要给渠道更多的支持，一方面产品实际出货价较低，另一方面导致费用水平较高。

在区域营销上，公司坚持巩固提升北京市场，积极开拓外埠市场的战略。公司酒类产品基本覆盖北京大中型酒店和商场超市，酒类销售的餐饮终端网点增至 8000 余家。牛栏山品牌

在北京中低端酒市场优势明显，产品主要竞争对手是红星，过去红星是北京市场低端二锅头第一品牌，公司经过多年经营，产量和销售收入都超过红星，成为二锅头第一品牌，二锅头细分领域占有率 60%，北京市场占有率 20%。总体看，牛栏山在北京中低端酒领域占有较高的市场占有率，但北京市场占有率继续大幅提升的难度较大。

表 10 牛栏山销售策略情况总结

区域	低端	中高端
北京	公司和经销商共同开拓市场，渠道以商超和流通为主；竞争对手为红星，北京市场牛栏山在二锅头领域占有率超 60%，红星为 20%。	主要依靠经销商，渠道以烟酒专卖店和餐饮酒店为主，对经销商掌控力强，目前培养了创意堂在内的四家以上销售过亿的经销商，北京市场前五大经销商收入占北京市场总收入接近 60%。
外埠	公司外设立办事处开拓和维护当地市场，主要依靠当地经销商，竞争对手为红星和当地品牌，靠品牌、品质和服务取胜。	近年在外埠市场大力开拓中高端产品，面临的竞争明显高于其低端产品；公司逐步细化精耕，销售战略细化到“1+4+5”。

资料来源：公司提供

随着北京市场的成熟，公司开始重视外埠市场的拓展。牛栏山在外埠市场大部分集中在环京市场，原因是环京市场是传统的清香型白酒消费区域，容易接受牛栏山的香型和口感。近年公司在外埠市场大力开拓中高端产品，面临的竞争明显高于其低端产品，公司销售策略转为逐步细化精耕，销售战略细化。环京市场中，公司实施“1+4+5”亿元市场战略布局，即以北京市场为核心，将天津、保定、呼和浩特、沧州打造成 4 个亿元市场，将山东、河南、山西、内蒙、辽宁培育成 5 个省级亿元市场。2012 年呼和浩特市、保定、天津、沧州等外埠市场销售收入同比分别增长 27%、21%、28%、23%。

总体看，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。

生产

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。牛栏山白酒生产基地拥有得

天独厚的水质，土壤，气候和微生物群等自然条件，并拥有先进的现代微生物技术和独特的酿造工艺，具备生产优质大曲和酿造特色基酒的自然资源和成熟的技术条件。采用传统的“纯粮固态发酵”生产工艺，由经验丰富的酿酒老技师手工操作，酿酒师根据季节、气候、原料及空气湿度、温度等具体条件对酿造过程进行把控。

牛栏山酒厂产品以清香型“牛栏山”牌二锅头、浓香型“百年牛栏山”、高端酒“经典二锅头”为代表，共计 400 余种。清香型白酒有 52 度经典二锅头、45 度珍品二锅头，浓香型白酒以 36 度百年牛栏山和百年红系列为代表。截至 2012 年底，牛栏山酒厂成品酒年产能 21 万吨。

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 12.23 亿元，截至 2012 年底，已完成投入 8.33 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。

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。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。

2008 年公司收购停产多年但品牌优良的宁城老窖酒厂。收购后宁城老窖立足中低端，并向高端升级，销售增长较快。2009~2012 年，宁城老窖销售收入从 8000 万增长到 1.3 亿，年均增长约 20%，在内蒙古市场占有率提高到 50%~60%。宁城老窖销售区域主要在内蒙古东部地区，并向河北、河南等周边市场拓展。

采购

公司在原材料采购方面主要实行集中采购的方式。公司通过集中采购及产地采购来降低采购端成本，并通过对原材料市场走势的判断调节采购节奏，在价格水平较低时加大采购量，从而整体上降低采购成本。为增强公司成本的控制能力，公司巩固已有的原材料供应渠道，通过与粮食供应商签订长期稳定的战略合作协议以期达到规避。原材料采购定价与结算方式：酒基采购采取现款现货；包装材料一般采取询价订购，货款定期支付的模式。

从成本构成看，包装材料成本占比较高，其次是酒基，人工及辅助材料等其他成本占比较小。2010~2012 年，包装材料占比保持在 55%以上，受宏观经济情况影响，包装材料采购价格 2011 年以来大幅下降。酒基是勾兑用酒和食用酒精，其价格在去库存的影响下，结束上涨周期，进入下降通道。

联合资信认为，未来白酒行业将进入挤压式的增长，整体繁荣的时代将过去。在经

济复苏乏力、限制“三公”消费等外部因素影响下，高端酒的增长受冲击明显，而主打价格在 200 元以下的区域龙头品牌将实现超越行业的增长速度。“牛栏山”品牌拥有较强的知名度和美誉度，产品结构升级空间大，拥有北京优势市场，外埠市场发展空间大。联合资信也关注到，牛栏山白酒将进入费用高增长的发展阶段，公司向外埠市场拓展中，费用投入较大。未来随着外埠市场渐趋稳固，公司有望度过费用高投入期，而进入利润释放期。同时，考虑到公司产品的低价位以及产品结构和品质的不断升级，公司有能力也有空间通过提价来提升利润水平。

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 40% 以上的份额。

生产经营

公司形成了种猪繁育、畜牧养殖、检验检疫、生猪屠宰、肉制品深加工及物流配送等完整的产业链条。

公司建立了“公司+基地+农户”经营模式，将自繁自养与基地农户养殖相结合。公司与农户合作养殖，公司将自有仔猪卖给农户在公司养殖场进行养殖，农户按公司养殖流程接受饲料供应、防疫、技术指导和封闭管理，但具体养殖方式由农户自行决定；养殖周期结束，公司按照市场价收购。

育种方面，公司下属小店良种场是全国 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。小店良种场下设 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。选育场长期饲养长白、大白、皮特兰、杜洛克等世界上最优秀

的种猪品种，种猪的成活率达 90%以上。公司种猪环节是由外国引进新品种进行养殖和繁育，主要生产父母代种猪。繁育模式上，采用自繁自养与基地农户养殖结合的模式，小店良种场育种出来的猪苗约 20%对外销售，80%自己养殖。截至 2013 年 9 月底，小店良种场祖代种猪存栏达到 1354 头，父母代存栏 1.58 万头。

屠宰环节，公司是国内第一家从荷兰引进的全自动化生猪屠宰生产线，年生猪屠宰能力 300 万头。2011 年，公司实际屠宰生猪 201.37 万头，较 2010 年减少 15.81%，原因是生猪价格上升，采购成本增加，公司减少了生猪采购量。2011 年公司向市场提供生猪肉制品 17.69 万吨，同比减少 14.87%。2012 年，在市场上猪源短缺和生猪价格大幅波动的市场环境下，公司根据自有养殖场存栏增减情况，适时调整库存结构，完成生猪屠宰量 190.35 万头，同比下降 5.47%；供应生猪肉制品 18.15 万吨，同比增长 2.60%；库存量为 6539 吨，同比下降 18.06%。

表 11 公司种猪生产能力情况

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 1-9 月
祖代（套）	1618	1330	1329	1354
父母代（套）	6057	13146	16314	15791
屠宰能力（万头/年）	300	300	300	300
实际屠宰量（万头）	239.18	201.37	190.35	136.1
生猪收购均价（元/公斤）	11.69	17.18	15.28	15.02
生猪肉制品（万吨）	20.78	17.69	18.15	11.28
生猪肉均价（元/公斤）	14.71	19.24	17.63	17.59
猪肉熟食（万吨）	0.99	1.29	1.41	1.03
猪肉熟食均价（元/公斤）	18.54	16.39	15.79	15.84

资料来源：公司提供

2012 年，公司进行优质猪种繁育和规模化养殖项目建设，该项目拟投入 89305 万元。截至 2012 年底，已完成投入 25000 万元，建成滦平猪场、迁安猪场、承德猪场等九处种

猪、育肥猪养殖基地，目前上述猪场存栏量达到 107000 头。预计项目建成后，公司优质种猪和育肥猪养殖规模有望得到进一步提升。

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，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。

食品安全方面，公司对肉食品的质量有着严格的监控，先后取得质量管理体系认证、食品安全管理体系(ISO22000)、环境管理体系认证、无公害农产品认证、无公害农产品产地认定证书、北京市食用农产品安全认证等。

公司饲料采用自制的方式，制造饲料的原料中，玉米主要采用集中采购方式，和大供应商有较稳定的供应关系；豆粕、预混料等其它原料主要向中小供应商采购。大宗采购采用转帐结算方式，小宗采购例如由农民手中购进原材料采用现金结算方式。

销售

公司销售模式采取直营和经销为主，销售区域以北京为主，外埠市场主要集中在河北、山西和内蒙等地区。销售渠道方面，公司形成了以航空食品、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。截至 2012 年底，公司共建立销售网点 2260 家，其中北京地区 726 家，北京以外地区 1534 家。北京地区网点包括商场、超市 348 个，星级酒店及西餐厅 72 个，社区市场 43 个，加盟店、直营店和机关团体等 57 个，大中小型农贸市场及村镇内个人小超市 206 个。

公司在北京的屠宰规模已是最大，外地扩张并不经济，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。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。2012 年公司销售猪肉熟食制品 1.41 万吨，同比增长 9.30%。

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。联合资信也关注到，受肉制品价格波动影响，近几年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。

4. 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

包三级、河湖整治工程专业承包三级等资质，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。2012 年，公司建筑工程业务实现营业收入 79952.61 万元，同比增长 13.55%。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。

5. 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。

2012 年房地产收入主要来自杨镇三期顺鑫朗郡项目、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。2012 年和 2013 年前三季度房地产业务毛利率出现大幅下滑，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 万平米。

表 12 截至 2013 年 9 月底佳宇地产在建项目

项目名称	土地坐落	土地面积 (M ²)	开发 主体	物业 类型
牛栏山下 坡屯家园 项目	顺义区牛 栏山镇	232732.50	顺鑫 佳宇	普通 住宅
站前街商 业金融项 目二期	顺义区站 前街	699971.66	顺鑫 佳宇	商业 及住 宅
顺鑫望潮 苑	包头	190707.12	包头 金瑞	住宅
富海家园	海南文昌 县	86826.97	海南 香顺	商业
曲阜商业 项目	山东省曲 阜市	266981.00	鑫泽 园	商业 金融

资料来源：公司提供

6. 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。

农产品加工与物流配送

公司农产品加工与物流配送业务由创新食品分公司经营，2012 年农产品精细加工销售收入 3408 万元。农产品加工业务是公司采用专业的蔬菜加工生产线加工根茎类和叶类蔬菜，对各类汤料的准备、蒸煮、出料以及成品的保鲜冷藏，以数字化进行精准控制。为加快市场开发力度，农产品精细加工与物流配送业务以餐饮企业为市场切入点，实行“定制化、专业化”服务。

创新食品分公司位于顺义金马工业区，现代花园式工厂，占地超过 3 万平方米，拥有 21340 平方米的货架仓储配送中心和 14000 平方米的生鲜加工配送中心。创新食品分公司依托绿色基地，集检验、加工、包装和配送于一体，实现智能冷链、全程保鲜，主要客户包括百胜在内的大型餐饮、连锁、零售和机关院校食堂。创新食品分公司主要产品有快捷后厨系列、调理力烹系列、西式糕点系列、日式料理系列、鲜切蔬菜系列等七大系列产品，定位于“后厨食品加工专业服务商”，充分发挥顺鑫食品全产业链的协同作战

能力。

2012 年，公司中标必胜客北京地区供货，成为北京地区唯一供应商；新中标速冻西兰花项目，2012 年供货量 300 吨，增加销售收入 300 万元；酸梅汤项目开始在全国必胜客及小肥羊试供；新开发和合谷、马兰拉面、比格披萨三家大型连锁快餐客户，提高了沙拉、切分蔬菜以及汤汁的生产量。2012 年 8 月起，公司作为经销商与华堂建立合作，将鲜切蔬菜及沙拉产品入驻超市，日销售量达千袋，产品类型得到创新。

物流配送业务

2012 年公司物流配送业务销售 2755 万元。公司拥有 6 辆专业的冷藏车和 7 个专业冷鲜库。冷藏车能够实现一车多温、一车多配、一次到达，满足不同种类产品的保鲜要求，智能控温，全程冷链。7 个冷藏库面积共 2589.60 平方米，温度可随产品需要设定，保证大于 48 小时的超长保鲜度。自动化温控车间，中心智能调控，可根据加工产品的不同，在 0℃-12℃ 范围内的设定每个车间理想的保鲜条件。2012 年公司着力发展优势客户，扩大奔驰公司的租赁面积，拓展冷库租赁合作客户，引入荷美尔与华都冷库项目，同时民政局仓位数量进一步扩充，新增了五金库、耗材库的管理。

农产品市场管理与服务

农产品市场管理与服务业务主要是经营石门农产品批发市场，租金收入是主要收入来源。石门农产品批发市场是农业部认定的“重点扶持的特大型农产品批发市场”，2005 年被认定为北京市农业产业化重点龙头企业。石门农产品批发市场交易品种约 1 万多种，日人流量 1.2 万人次，冷库面积 1 万吨。石门农产品批发市场地处六环以外，距市区 20 公里，是北京市东北部最大的农批市场。按照北京市规划，未来几年，北京市将会进一步推进城市化建设进程，为改善城市环境和解决城市交通问题，五环以内今后将不允

许新建农产品批发市场，石门农产品批发市场未来发展区位优势明显。2012 年，石门市场总成交量 16.6 亿公斤，总成交额 88.20 亿元；公司此部分业务收入为 10152.2 万元，利润总额 4017.80 万元。

7. 经营效率

从经营效率指标来看，销售债权周转次数逐年上升，存货周转次数逐年下降，2012 年分别为 45.64 次和 1.26 次；总资产周转次数近三年分别为 0.70 次、0.75 次和 0.73 次，整体呈下降趋势。公司销售债权周转速度较快，原因是一方面公司作为农业企业，现款现货占比较高，另一方面公司白酒产品周转率高且预付款比例高。公司存货周转速度较慢，原因是存货中开发成本和开发产品占了绝大部分，公司的开发进度较慢和销售压力较大，相应存货周转率放慢。同样受房地产开发成本占比较大的因素拖累，公司总资产周转率较低。但考虑到房地产开发业务收入占比较低，白酒和猪肉制品两大主业经营效率高，公司整体经营效率较高。

8. 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、高端产品线，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”和“优质种猪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，但回款情况较差，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，公司未来较高资本投入需

求和融资需求。

七、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司 2010~2012 年财务报表经北京兴华会计师事务所有限责任公司审计，并均出具了标准无保留意见的审计结论。2013 年三季度财务数据未经审计。

2011 年公司新增合并单位 2 家，减少合并单位 2 家，其中转让北京顺鑫茂峰花卉物流有限公司（以下简称“顺鑫茂峰”）对公司影响较大。2011 年 5 月 6 日，公司向金盛置业及顺鑫集团转让其所持顺鑫茂峰 100% 的股权，股权转让价款为 25049.42 万元。经资产评估，截至 2010 年 12 月 31 日，顺鑫茂峰总资产账面价值为 204960.05 万元，评估价值为 220126.07 万元；总负债账面价值为 195076.65 万元，评估价值为 195076.65 万元；净资产账面价值为 9883.40 万元，净资产评估价值为 25049.42 万元。

2012 年公司新增合并单位 1 家，减少合并单位 1 家，增加与减少的合并单位规模较小，并不涉及主业，不影响财务数据的可比性。以下分析以 2012 年财务数据为重点。

截至 2012 年底，公司（合并）资产总额为 124.80 亿元，所有者权益合计 29.86 亿元（含少数股东权益 1.00 亿元）；2012 年，公司实现营业收入 83.42 亿元，利润总额 2.05 亿元。

截至 2013 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 148.91 亿元，所有者权益合计 30.34 亿元（含少数股东权益 1.14 亿元）；2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 65.61 亿元，利润总额 2.37 亿元。

2. 资产质量

2010~2012 年，公司资产总额年均复合增长 12.11%，2012 年底为 124.80 亿元；资产构成中流动资产和非流动资产分别占比

68.66% 和 31.34%，公司资产以流动资产为主。

2010~2012 年，公司流动资产年均复合增长 31.43%，增长较快主要是由于货币资金和存货迅速增长所致。截至 2012 年底，公司流动资产为 85.68 亿元，占比较大的科目包括货币资金（占 26.93%）、预付款项（占 7.19%）和存货（占 63.08%）。

2010~2012 年，公司货币资金增长迅速，年均复合增长率为 38.34%。截至 2012 年底，公司货币资金 23.07 亿元，主要包括库存现金（占 0.16%）、银行存款（占 99.57%）和其他货币资金（占 0.27%），其他货币资金主要为第三方支付保证金和工程保函保证金。

2010~2012 年，公司应收账款有所波动，年均增长 2.18%。2012 年底公司应收账款为 1.62 亿元，同比增长 24.26%，主要是来自应收销售员业务预借款和未结算建筑工程款的增加；其中 1 年以内的占 83.5%，1-2 年的占 3.72%，2-3 年的占 11.30%，3 年以上的 1.08%；应收账款前 5 名合计占比 31.88%，集中度一般；共计提坏账准备 1303.17 万元。

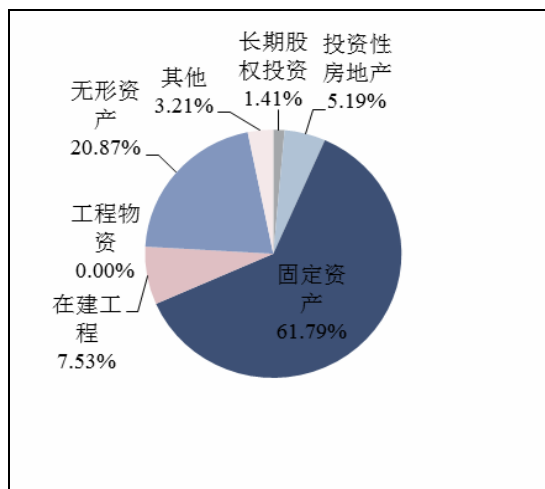
2010~2012 年，公司预付款项快速下降，年均复合减少 22.96%。截至 2012 年底，公司预付款项为 6.16 亿元，同比下降 47.71%，主要由于 2011 年底牛栏山酒厂升级改造部分预付土地款转入无形资产导致；2012 年底预付款项主要为预付供应商的货款，前 5 名合计占比 25.95%；其中 1 年以内的占 72.67%，1-2 年的占 26.75%，其余为 2-3 年的；超过 1 年的预付账款主要为公司支付给泸州麦浪酒业有限公司和山南地区藏南春食品有限责任公司的预付采购款和公司支付给北京市北泡轻钢建材有限公司等供应商的工程设备款。

2010~2012 年，公司存货复合增长率为 47.36%，其中 2011 年增长较快主要是由于子公司佳宇地产出资 14.17 亿元购买北京市顺义区牛栏山镇下坡屯项目用地的使用权，2012 年增长较快是由于子公司佳宇地产出资 9.43 亿元购买北京市顺义区站前街商业项目

用地的使用权。截至 2012 年底，公司存货余额 54.05 亿元，构成主要为库存商品（占 13.28%）、开发成本（占 65.08%）、工程施工（占 10.97%），公司未计提跌价准备。

2010~2012 年，公司非流动资产波动较大，三年分别为 49.69 亿元、31.36 亿元和 39.11 亿元。2012 年底，公司非流动资产为 39.11 亿元，同比增长 24.71%，主要由固定资产（占 61.79%）和无形资产（占 20.87%）构成。

图 13 2012 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2010~2012 年，公司投资性房地产年均增长 2.88%，截至 2012 年底，公司投资性房地产为 2.03 亿元，其所投资项目与 2011 年同期无变化。

2010~2012 年，公司固定资产波动较大，三年分别为 33.64 亿元、22.11 亿元和 24.17 亿元。2011 年，公司出售顺鑫茂峰股权，使得固定资产较上年末减少 15.18 亿元。2012 年底，公司固定资产 24.17 亿元，同比增长 9.33%，主要来自在建工程转入固定资产 16600.49 万元。2012 年底，固定资产账面原值 27.14 亿元，主要为房屋及建筑物（占 68.13%）、机器设备（占 28.32%）和运输工具（占 2.02%），公司未计提减值准备。

2010~2012 年，公司在建工程波动较大，三年分别为 3.39 亿元、1.26 亿元和 2.94 亿元。2012 年底公司在建工程 2.94 亿元，同比增长

7.53%，主要由牛栏山酒厂升级改造、鹏程冷链物流、猪舍改造、石门市场建设等项目构成。

2010~2012 年，公司无形资产波动较大，三年分别为 9.75 亿元、4.34 亿元和 8.16 亿元。2011 年，公司无形资产较 2010 年底大幅下降主要是由于转让顺鑫茂峰股权使得无形资产（主要是土地使用权）较上年底减少 5.41 亿元。2012 年底公司无形资产 8.16 亿元，同比增长 20.87%，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 2013 年 9 月底，公司资产总额 148.91 亿元，较上年底增长 19.32%；其中流动资产占 70.63%，非流动资产占 29.37%，资产构成较上年变化不大。截至 2013 年 9 月底，公司新增存货 9.18 亿元，主要为开发成本增加所致；新增持有至到期投资 1.3 亿元，为公司将自有资金在闲置空档期购买低风险的银行短期理财产品；在建工程 5.73 亿元，较上年底增长 94.50%，主要为由于牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程增加 14697.08 万元以及鹏程新建冷库项目的建设增加 5742.80 万元。

总体看，公司资产规模逐年稳定增长，资产构成以流动资产为主，货币资金充沛，资产质量较好，但存货占比较大，资产流动一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2010~2012 年，公司所有者权益有所增长，主要源于未分配利润的增长。截至 2012 年底，公司所有者权益 29.86 亿元（含少数股东权益），其中，实收资本占 15.2%、资本公积占 42.94%（资产公积基本上是股本溢价）、盈余公积占 8.80%、未分配利润占 33.06%。截至 2013 年 9 月底，公司所有者权益 31.48 亿元（含少数股东权益），较上年底增长 5.42%，主要源自未分配利润的增长。所有者

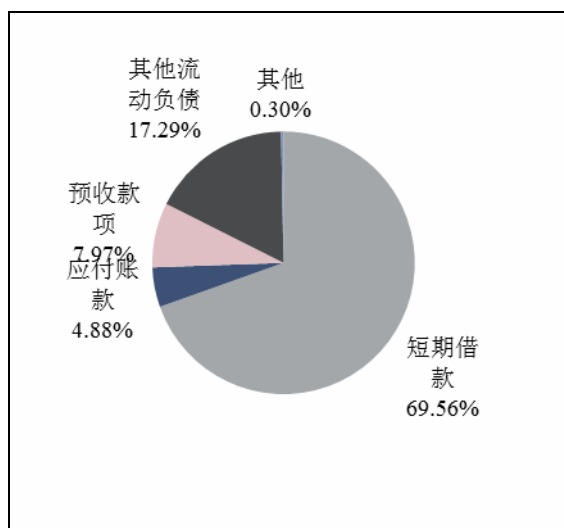
权益构成较上年变化不大。总体看，公司所有者权益构成稳定性一般。

负债

2010~2012 年，公司负债总额复合增长率为 15.36%，截至 2012 年底，公司负债总额 94.94 亿元，其中流动负债和非流动负债分别占 79.95%和 20.05%，公司债务结构以流动负债为主。

2010~2012 年，受短期借款及其他流动负债增加影响，流动负债复合增长 10.17%；截至 2012 年底，公司流动负债 75.90 亿元，主要由短期借款（占 69.56%）、应付账款（占 4.88%）、预收账款（占 7.97%）和其他流动负债（占 17.29%）构成。

图 14 2012 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2010~2012 年，公司短期借款年均复合增长 12.63%，增长速度较快；截至 2012 年底，公司短期借款 52.80 亿元，其中保证借款占 80.50%、信用借款占 19.50%。

2010~2012 年，公司应付账款呈波动态势，三年分别为 6.40 亿元、3.54 亿元和 3.71 亿元。其中 2010 年应付账款较高，主要是由于佳宇地产改变了付款策略，经与项目承建商协商，佳宇地产在付给一定比例的款项后，大部分款项在开发的房产项目销售完毕后付出，由此造成应付款增加。截至 2012 年底，

公司应付账款 3.71 万元，账龄在 1 年以内的占 63.21%，1 年以上的占 36.79%；账龄超过 1 年的大额应付账款主要为应付北京顺义新城开发有限公司土地款 1.2 亿元建亚泰建设工程有限公司工程款 656.30 万元等。

近三年，公司预收账款年均复合增长 9.24%，增长迅速原因主要是由于公司白酒市场占有率不断扩大，公司收到的预订货款增加所致；截至 2012 年底，公司预收账款 6.05 亿元，其中账龄在 1 年以内的占 91.58%。

2010~2012 年，公司其他流动负债快速增长，年均复合增长率为 59.85%，截至 2012 年底，其他流动负债 13.12 亿元，为公司 2012 年 10 月及 11 月分别发行的 4 亿元及 6 亿元的短期融资债券，2012 年 10 月发行的 3 亿元的非公开定向债务融资工具。

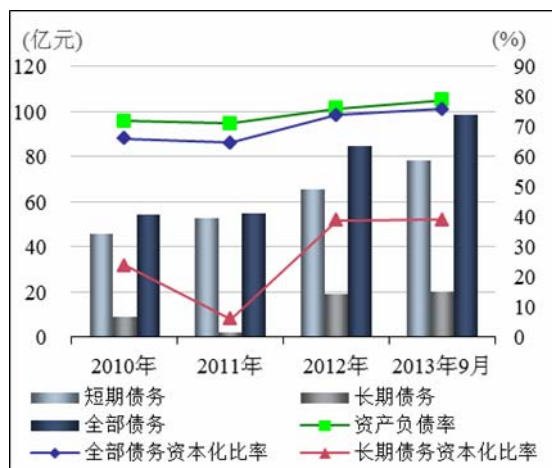
近三年，公司非流动负债波动较大，三年分别为 8.80 亿元、1.95 亿元和 19.04 亿元。2011 年底，公司非流动负债（长期借款）较上年大幅下降主要是由于出售顺鑫茂峰股权导致长期借款减少所致；2012 年底，公司非流动负债 19.04 亿元，同比大幅增加 17.09 亿元，由长期借款和其他非流动负债构成。2012 年底，公司长期借款 8.96 亿元，同比增加 7.01 亿元，全部为保证借款（占 76.57%）和抵押借款（占 23.43%）。2012 年底新增其他非流动负债 10.08 亿元，系公司 2012 年发行的 10 亿元中期票据“12 顺鑫 MTN1”及其累计应付利息。

截至 2013 年 9 月底，公司负债合计 117.43 万元，其中流动负债占 82.50%，非流动负债占 17.50%，债务构成较去年底变化不大。公司预收款项 12.86 亿元，较 2012 年底增长 112.75%，主要来自牛栏山酒厂预收货款及佳宇公司预售房款的增加。

近三年，公司负债水平总体保持稳定，长短期债务结构有所变动，但仍以短期债务为主。截至 2012 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分

别为 76.07%、73.95%和 38.84%。截至 2013 年 9 月底，上述指标分别为 78.86%、75.77%和 38.95%。

图 15 公司债务负担情况



资料来源：公司审计报告

总体看，公司整体负债水平高，债务负担加重，短期债务占比较高，所有者权益稳定性一般。

4. 盈利能力

公司依靠多元化经营，近年来实现了营业收入的较快增长，2010~2012 年，公司营业收入复合增长 15.36%；2012 年，公司实现营业收入 83.42 亿元。近三年，公司营业利润率保持稳定，2012 年为 20.29%。

从期间费用来看，2010~2012 年，公司期间费用占营业收入比重有所提高，三年分别为 15.05%、18.13%和 17.85%。2011 年，公司期间费用的增长主要是由于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。2012 年，公司期间费用的增长主要是由于管理费用和财务费用的增长。

非经常损益方面，2011 和 2012 年，公司投资收益分别为 1.55 亿元和 501.65 万元。其中，2011 年，公司投资收益主要为出售顺鑫茂峰股权形成的投资收益。公司营业外收入主要为固定资产处置利得及政府补助等项目。

2012 年公司实现利润总额和净利润分别为 2.05 亿元和 1.31 亿元，分别较上年减少 45.77%和 59.27%，主要是由于 2011 年公司投资收益规模大所致。

2010~2012 年，公司总资本收益率呈下降趋势，2012 年为 5.20%；净资产收益率同样呈下降趋势，2012 年为 4.37%，公司整体盈利能力有所下降。

2013 年 1~9 月，公司实现营业收入 65.61 亿元，占 2012 年全年的 78.65%；实现利润总额 2.37 亿元，占 2012 年全年的 115.61%。公司大力在各地市场进行宣传促销，白酒外地销售规模日益增大，使得运输费及广告费等费用大幅增加。2013 年前三季度，公司销售费用为 8.10 亿元，同比增长 50.00%。随着公司毛利率高的白酒业务产销规模扩大，公司营业利润率较上年底有所上升，为 24.01%。

总体看，公司营业收入保持了较快增长，营业利润率保持稳定。公司白酒业务发展较快，白酒业务拓展期间销售费用和管理费用保持高位，期间费用占比较高，导致公司盈利能力呈下降趋势。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，公司流动比率和速动比率持续上升，2010 年分别为 79.32%和 39.52%；2011 年受流动资产（主要为存货）快速增长的影响，流动比率快速升至 100.74%，速动比率变化较小，为 41.14%；2012 年两项指标继续增长至 112.89%和 41.68%。截至 2013 年 9 月底，公司流动比率和速动比率分别为 108.55%和 43.28%。2012 年，由于公司经营现金流净额大幅下降，经营现金流流动负债比下降至-3.72%。总体看，公司短期支付压力加大，短期偿债能力一般。

2010~2012 年，公司 EBITDA 分别为 5.22 亿元、6.21 亿元和 5.80 亿元。2010~2012 年，由于公司费用化利息支出规模较大且快速增长，EBITDA 利息倍数三年分别为 2.27 倍、

2.18 倍和 1.25 倍。全部债务/EBITDA 倍数有所上升，2012 年为 14.61 倍。公司整体偿债能力一般。

截至 2013 年 9 月底，公司共获得银行授信 126 亿元，已使用 74 亿元，未使用额度 52 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 2013 年 9 月底，公司无对外担保。

6. 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（报告编号为：B-201305412433），截至 2013 年 5 月 31 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。

7. 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，减少了市场风险；白酒制造业务具有很强的区域优势和竞争力；公司在北京地区尤其是顺义区，具有一定的水利建设、建筑工程及获取土地优势，可以为建筑工程及房地产开发业务提供一定的可持续发展支撑。总体看，公司抗风险能力较强。

八、结论

公司是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；业务经营以肉类生产和白酒制造为主业，肉类加工产业已形成了较为完整的配套产业链，白酒盈利能力较强。公司核心产品具有良好的品牌知名度，多元化经营格局良好，区域竞争优势明显。

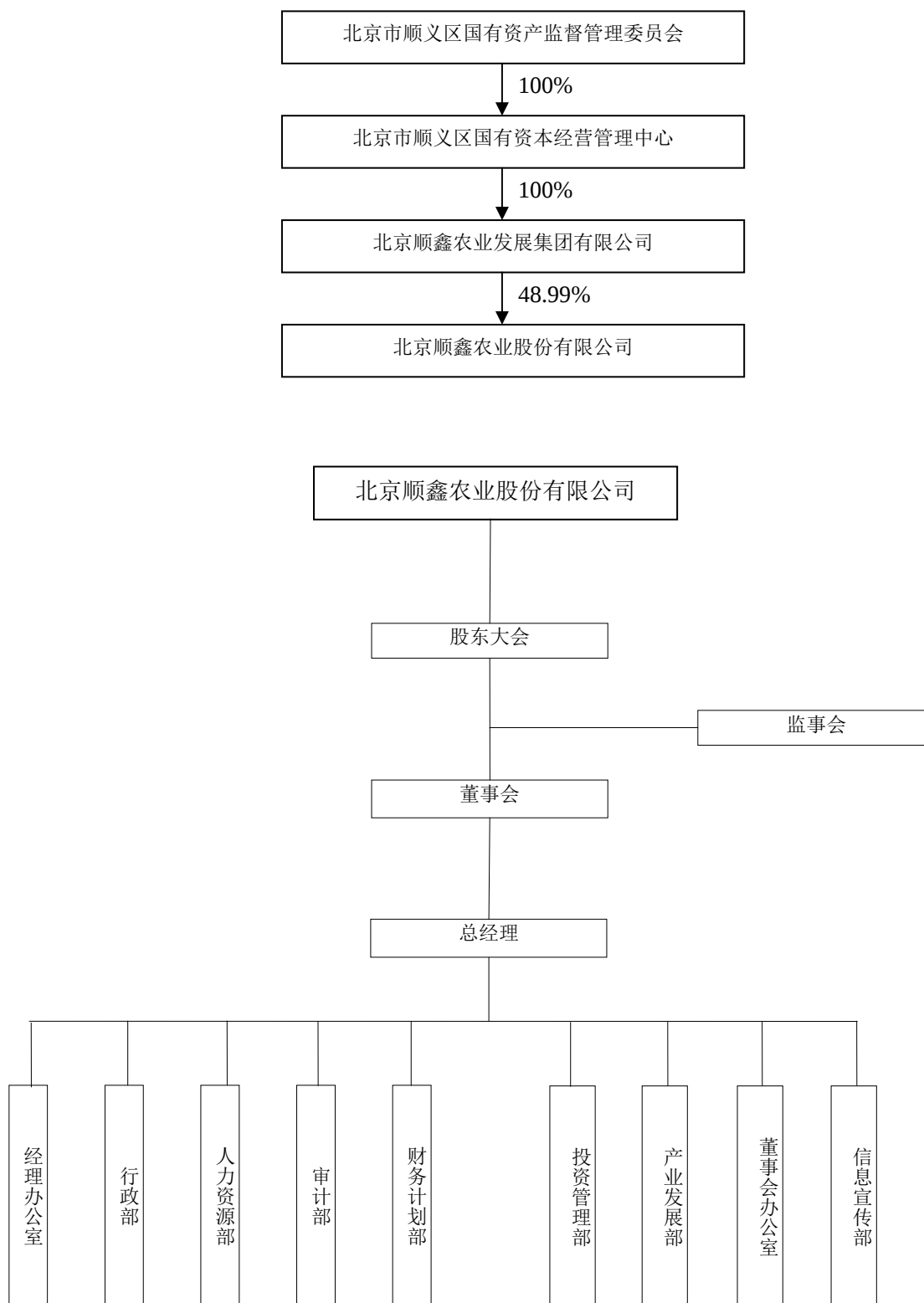
近几年，公司资产总额逐年增长，资产构成以流动资产为主；随着业务规模的扩张，营业收入保持了较快增长；目前公司资本性

支出规模较大，对外融资需求较强，负债水平较高且债务结构中短期债务占比较大，存在一定短期偿债压力。

未来公司在猪肉领域的竞争优势仍将得以保持；白酒业务有望在产品结构调整和外埠市场拓展方面取得长足进步；房地产业务总体风险可控。

总体看，公司主体信用风险低。

附件 1-1 公司股权结构图和组织结构图



附件 1-2 2012 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	374.21	80.00%
	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	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	13800.00	100.00%
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 2012 年年度报告。

附件 2-1 合并资产负债表（资产）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率 (%)	2013 年 9 月
流动资产：					
货币资金	120548.18	156381.98	230700.22	38.34	323750.19
交易性金融资产					
应收票据	2816.04	3307.74	3939.79	18.28	7506.57
应收账款	15555.25	13070.40	16241.14	2.18	23537.41
预付款项	103741.07	117843.48	61570.49	-22.96	59073.76
应收利息					
其他应收款	4446.72	3275.58	0.00		
买入返售金融资产	0.00	0.00	3876.89	-6.63	5494.26
存货	248885.53	425774.45	540487.41	47.36	632349.72
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产					
流动资产合计	495992.77	719653.63	856815.93	31.43	1051711.91
非流动资产：					
可供出售金融资产					
持有至到期投资	0.00	0.00	60.00		13000.00
长期应收款					
长期股权投资	3415.02	4990.02	5499.17	26.90	5499.17
投资性房地产	19192.65	22143.70	20314.14	26.90	19829.10
固定资产	336420.92	221066.48	241693.85	-15.24	240410.26
在建工程	33852.49	12593.47	29437.27	-6.75	57255.79
工程物资					
固定资产清理					
生产性生物资产	3520.23	4919.59	5662.62	26.83	5152.53
油气资产					
无形资产	97501.36	43434.96	81646.20	-8.49	87105.65
开发支出					
商誉	2340.63	2340.63	2340.63	0.00	2804.35
长期待摊费用	701.22	657.69	783.60	5.71	779.91
递延所得税资产	0.00	1486.55	3706.34		5513.67
其他非流动资产					
非流动资产合计	496944.51	313633.09	391143.82	56.10	437350.43
资产总计	992937.28	1033286.71	1247959.75	37.87	1489062.35

附件 2-2 合并资产负债表（负债和所有者权益）

（单位：人民币万元）

项目	2010 年末	2011 年末	2012 年末	变动率 (%)	2013 年 9 月
流动负债：					
短期借款	416221.19	519039.64	527956.00	12.63	656400.00
交易性金融负债					
应付票据					27000.00
应付账款	64020.31	35386.99	37058.79	2.33	48162.03
预收款项	50675.07	55058.20	60474.32	4.80	128648.72
应付职工薪酬	1653.11	2376.76	2728.88	7.15	2593.01
应交税费	-10576.92	-15341.55	-16573.96	3.94	-14307.03
应付利息					
应付股利	5241.02	5986.44	6652.42	5.42	7407.19
其他应付款	6753.11	8812.93	9486.43	3.75	8160.01
一年内到期的非流动负债	40000.00	10000.00	0.00		
其他流动负债	51349.26	93068.93	131200.70	18.73	104792.16
流动负债合计	625336.16	714388.34	758983.58	11.40	968856.08
非流动负债：					
长期借款	88000.00	19513.44	89625.94	0.92	100835.31
应付债券					
长期应付款					
专项应付款					
预计负债					
递延所得税负债					
其他非流动负债	0.00	0.00	100761.92		104613.84
非流动负债合计	88000.00	19513.44	190387.86	47.09	205449.15
负债合计	713336.16	733901.78	949371.44	16.49	1174305.23
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	124604.81	124604.81	123914.55	-0.28	123914.55
减：库存股					
盈余公积	19420.13	23462.80	25379.90	14.32	25379.90
未分配利润	77829.71	93507.38	95408.96	10.72	110207.32
外币报表折算差额					
归属于母公司权益合计	265708.66	285428.99	288557.42	4.21	303355.78
少数股东权益	13892.46	13955.94	10030.89	-15.03	11401.34
所有者权益合计	279601.12	299384.93	298588.31	3.34	314757.12
负债和所有者权益总计	992937.28	1033286.71	1247959.75	12.89	1489062.35

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~9 月
一、营业收入	626840.11	758020.65	834195.47	15.36	656056.31
减: 营业成本	469296.72	561846.44	610425.58	14.05	431704.68
营业税金及附加	29081.48	36606.56	54488.98	36.88	66803.24
销售费用	53393.67	81118.69	75306.17	18.76	80993.49
管理费用	37503.55	43824.18	51548.97	17.24	41149.81
财务费用	3426.03	12451.59	22012.31	153.48	11126.75
资产减值损失	114.37	-126.46	414.94	90.48	640.07
加: 公允价值变动收益(损失以“-”号填列)					
投资收益(损失以“-”号填列)	0.00	15502.64	501.65		258.48
其中: 对联营企业和合营企业的投资收益					
汇兑收益(损失以“-”号填列)					
二、营业利润(亏损以“-”号填列)	34024.30	37802.29	20500.17	-22.38	23896.75
加: 营业外收入	860.87	101.77	120.99	-62.51	39.07
减: 营业外支出	153.42	437.02	114.98	-13.43	243.46
其中: 非流动资产处置损失	95.27	114.01	43.09	-32.75	142.04
三、利润总额(亏损以“-”号填列)	34731.75	37467.04	20506.18	-23.16	23692.37
减: 所得税费用	6551.44	5305.63	7446.08	6.61	7259.74
四、净利润(亏损以“-”号填列)	28180.31	32161.41	13060.10	-31.92	16432.62
归属于母公司所有者的净利润	26534.74	30683.83	12582.13	-31.14	15894.71
少数股东损益	1645.57	1477.58	477.98	-46.11	537.92

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率 (%)	2013 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	688888.02	874665.08	953615.52	17.66	817799.61
收到的税费返还	90.51	4.77	47.56	-27.51	0.25
收到其他与经营活动有关的现金	16506.84	151420.62	4159.89	-49.80	4639.85
经营活动现金流入小计	705485.37	1026090.47	957822.98	16.52	822439.71
购买商品、接受劳务支付的现金	520133.80	861779.91	802037.73	24.18	597868.42
支付给职工以及为职工支付的现金	27797.83	34823.58	42260.97	23.30	33152.18
支付的各项税费	57903.09	78151.11	92646.45	26.49	99281.68
支付其他与经营活动有关的现金	34529.85	48627.77	49128.33	19.28	44292.53
经营活动现金流出小计	640364.58	1023382.37	986073.48	24.09	774594.80
经营活动产生的现金流量净额	65120.79	2708.10	-28250.50		47844.90
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	0.00	3095.00	27000.00		31060.00
取得投资收益收到的现金	0.00	336.61	501.65		258.48
处置固定资产和其他长期资产收回的现金净额	2650.04	3357.98	201.34	-72.44	65.17
处置子公司及其他单位收到的现金净额	0.00	24724.09	0.00		0.00
收到其他与投资活动有关的现金					
投资活动现金流入小计	2650.04	31513.69	27702.98	223.32	31383.65
购建固定资产、无形资产等支付的现金	120216.58	48660.53	54621.62	-32.59	48334.26
投资支付的现金	0.00	170.00	30860.00		44000.00
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	0.00	1229.73		0.00
投资活动现金流出小计	120216.58	48830.53	86711.35	-15.07	92334.26
投资活动产生的现金流量净额	-117566.55	-17316.84	-59008.36		-60950.62
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	120.00	0.00	0.00		
取得借款收到的现金	397513.00	412066.74	447334.00	6.08	274300.00
收到其他与筹资活动有关的现金					
筹资活动现金流入小计	397633.00	412066.74	447334.00	6.07	274300.00
偿还债务支付的现金	279079.61	316734.85	228305.14	-9.55	137646.63
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	27441.62	44402.66	56541.87	43.54	30107.21
支付其他与筹资活动有关的现金	0.00	0.00	909.89	70.64	390.47
筹资活动现金流出小计	306833.72	361624.20	285756.90	-3.50	168144.31
筹资活动产生的现金流量净额	90799.28	50442.54	161577.10	33.40	106155.69
四、汇率变动对现金的影响					
五、现金及现金等价物净增加额	38353.52	35833.80	74318.24	39.20	93049.98
加: 期初现金及现金等价物余额	82194.65	120548.18	156381.98	37.93	230700.22
六、期末现金及现金等价物余额	120548.18	156381.98	230700.22	38.34	323750.19

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率 (%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	28180.31	32161.41	13060.10	-31.92
加: 资产减值准备	114.37	-126.46	414.94	90.48
固定资产折旧及其他	12297.08	10518.31	12555.66	1.05
无形资产摊销	1117.02	1057.32	1855.25	28.88
长期待摊费用摊销	115.62	148.83	30.07	-49.00
处置固定资产、无形资产等损失	-217.87	-14815.24	43.09	
固定资产报废损失				
公允价值变动损失				
财务费用	3426.03	12953.44	23078.49	159.54
投资损失	0.00	-336.61	-501.65	
递延所得税资产减少	0.00	-1486.55	-2219.79	
递延所得税负债增加	0.00	0.00	0.00	
存货的减少	-16545.90	-176888.91	-114712.97	
经营性应收项目的减少	7295.93	22232.15	31265.16	107.01
经营性应付项目的增加	29338.21	117290.42	6881.13	-51.57
其他				
经营活动产生的现金流量净额	65120.79	2708.10	-28250.50	
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	120548.18	156381.98	230700.22	38.34
减: 现金的期初余额	82194.65	120548.18	156381.98	37.93
加: 现金等价物的期末余额	0.00	0.00	0.00	
减: 现金等价物的期初余额	0.00	0.00	0.00	
现金及现金等价物净增加额	38353.52	35833.80	74318.24	39.20

附件 5 主要计算指标

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 9 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	27.79	43.63	45.64	--
存货周转次数(次)	1.95	1.67	1.26	--
总资产周转次数(次)	0.70	0.75	0.73	--
现金收入比(%)	109.90	115.39	114.32	124.65
盈利能力				
营业利润率(%)	20.49	21.05	20.29	24.01
总资本收益率(%)	6.21	7.16	5.20	--
净资产收益率(%)	10.08	10.74	4.37	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	23.94	6.12	38.84	38.95
全部债务资本化比率(%)	68.05	68.18	73.95	75.77
资产负债率(%)	71.84	71.03	76.07	78.86
偿债能力				
流动比率(%)	79.32	100.74	112.89	108.55
速动比率(%)	39.52	41.14	41.68	43.28
经营现金流动负债比(%)	10.41	0.38	-3.72	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.27	2.18	1.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.43	8.83	14.61	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.09	-0.02	-0.12	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-2.28	-0.51	-1.88	--

注：公司 2013 年三季度财务数据未经审计。

附件 6 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	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业收入年复合增长率*	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	主营业务收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	主营业务成本/平均存货净额
总资产周转次数	主营业务收入/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%
主营业务利润率	主营业务利润/主营业务收入净额×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率	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+短期投资+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+一年内到期的长期负债+应付票据

全部债务= (长期债务+短期债务)

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

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

附件 7 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，提供有关财务报告以及其他相关资料。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跟踪评级资料，导致联合资信无法进行全面分析并判定信用等级，联合资信有权撤销信用等级。

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。

