

信用等级公告

联合[2016] 1105 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及其拟发行的 2016 年度第一期中期票据的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

北京顺鑫农业股份有限公司

2016 年度第一期中期票据的信用等级为

AA

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一六年六月二十七日



北京顺鑫农业股份有限公司

2016 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA

本期中期票据发行额度: 10 亿元

本期中期票据期限: 公司赎回前长期存续

偿还方式: 在第 3 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的: 置换银行贷款

评级时间: 2016 年 6 月 27 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	137.89	155.43	158.97	177.55
所有者权益(亿元)	31.76	51.85	55.04	56.82
长期债务(亿元)	13.99	22.45	37.26	37.23
全部债务(亿元)	84.93	83.24	83.57	100.13
营业收入(亿元)	90.72	94.81	96.37	36.34
利润总额(亿元)	3.00	5.35	5.60	2.39
EBITDA(亿元)	6.32	9.35	10.11	--
经营性净现金流(亿元)	7.44	2.94	3.50	3.31
营业利润率(%)	21.74	22.94	26.08	29.45
净资产收益率(%)	6.44	7.03	6.96	--
资产负债率(%)	76.96	66.64	65.38	68.00
全部债务资本化比率(%)	72.78	61.62	60.29	63.80
流动比率(%)	101.76	131.70	165.70	153.69
全部债务/EBITDA(倍)	13.43	8.91	8.26	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.37	1.88	2.22	--
EBITDA/本期中期票据 额度(倍)	0.63	0.93	1.01	--

注: 1. 公司 2016 年一季度财务数据未经审计; 2. 公司短期债务中考虑了其他流动负债中的短期融资券及超短期融资券; 3. 长期债务中考虑了长期应付款中的融资租赁款及其他非流动负债中小企业集合票据。

分析师

刘晓濛 孔祥一

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。同时, 联合资信也关注到, 公司生猪养殖业务易受行业周期和疫情影响、部分房地产项目去化压力较大等因素可能对公司经营与发展带来的不利影响。

近年来, 受益于白酒板块外埠市场拓展取得突破, 公司白酒制造业务保持良好发展态势, 品牌影响力持续提升, 经营规模及盈利水平稳定增长。未来, 随着大众消费水平升级及外埠市场点带动面的布局效应逐步显现, 公司白酒产品结构及销售价格有望实现升级, 全国化战略将进一步推进。联合资信对公司评级展望为稳定。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险低, 安全性高。

优势

1. 公司是北京市大型农业类上市企业, 行业地位突出, 公司白酒制造业务及肉类加工产业规模较大, 行业品牌优势和区域竞争优势显著。
2. 近年来, 公司白酒制造板块外埠市场拓展取得突破, 带动白酒业务销售业绩及盈利

能力持续增长。

3. 作为国家农业产业化重点龙头企业，公司部分业务享有税收优惠政策。
4. 公司经营活动现金流入量规模大，对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 公司生猪养殖业务易受行业周期和疫情的影响，肉类产品市场价格波动大。
2. 受房地产市场区域分化现象凸显影响，公司竣工未售规模较大，部分房地产项目存在较大去化压力。
3. 本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点。

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 2016 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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（现更名为北京顺鑫控股集团有限公司）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2016年3月底，公司总股本57059万股，其中控股股东北京顺鑫控股集团有限公司（以下简称“顺鑫控股”）持股39.19%，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2016年3月底，公司下设经理办公室、战略投资部、风险管理部、人力资源部、股份公司财务部等9个职能部门。

截至2015年底，公司（合并）资产总额为158.97亿元，所有者权益合计55.04亿元（含少数股东权益1.05亿元）；2015年，公司实现营业收入96.37亿元，利润总额5.60亿元。

截至2016年3月底，公司（合并）资产总额为177.55亿元，所有者权益合计56.82亿元（含少数股东权益1.08亿元）；2016年1~3月，公司实现营业收入36.34亿元，利润总额2.39亿元。

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、本期中期票据概况

公司计划于2016年注册额度为10亿元中期票据，并计划发行2016年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度为10亿元。本息偿还方式采取按年付息，到期一次性还本。本期中期票据无担保，募集资金将全部用于置换银行贷款。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。公司在本期中期票据发行第3年及之后的每年均具有可赎回权。公司决定行使赎回权时，需于赎回日前一个月，由公司按照有关规定在主管部门制定的信息披露媒体上刊登《提前赎回公告》，并由上海清算所代理完成赎回工作。

在利率方面，在本期中期票据第3个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息）赎回本期中期票据。本期中期票据采用固定利率计息，前3个计息年度利率保持不变，自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率。其中前3个计息年度票面利率为初始基准利率加上初始利差¹，如公司在第3年不行使赎回权，从第4个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率加上初始利差加上300个基点，在第4个计息年度至第6个计息年度内保持不变。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

¹ 初始基准利率为簿记建档日前5个工作日中国债券信息网公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算数平均值（四舍五入计算到0.01%）；初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。

在递延利息支付方面，本期中期票据每个付息日，除发生强制付息事件，公司可自行选择将当期利息及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不构成公司未能按照预定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间按票面利率累计计息。强制付息事件是指在付息日前 12 个月内，如果公司向普通股股东分红或公司减少注册资本，公司不得递延当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息及其孳息。且在有递延支付利息情形时，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司不得从事向普通股股东分红行为、公司不得从事减少注册资本行为。基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，从第 4 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

（3）本期中期票据在除公司发生普通股股份分红和公司减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。公司自上市以来，分别于 1999~2016 年连续分红，其中近三年分红均为每 10 股派息（含税）1 元。从历史分红角度分析，公司分红意愿明显，未来逐年持续分红可能性大，递延利息支付可能性小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，本期中期票据属债券创新品种，具有发行人可赎回权、票面利率重置及

利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

三、宏观经济与政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%。具体来看，2015 年，中国第一产业增加值 6.1 万亿元，同比实际增长 3.9%，增速较 2014 年下降 0.4 个百分点；第二产业增加值 27.4 万亿元，同比实际增长 6.0%，增速较 2014 年下降 1.3 个百分点；第三产业增加值 34.2 万亿元，同比实际增长 8.3%，增速较 2014 年上升 0.5 个百分点。整体看，2015 年，中国固定资产投资（不含农户）55.2 万亿元，同比名义增长 10.0%（扣除价格因素实际增长 12.0%，以下除特殊说明外均为名义增幅），增速呈现逐月放缓的态势，较 2014 年回落 5.7 个百分点。其中，基础设施建设投资增速较快，但房地产开发投资和制造业投资增速降幅明显，导致固定资产投资增速回落较大，成为经济增长的主要拖累。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，中国社会消费品零售总额 30.1 万亿元，同比增长 10.7%，增幅较 2014 年下降 1.3 个百分点；其中，限额以上单位消费品零售额 14.3 万亿元，同比增长 7.8%，增幅较 2014 年下降 1.5 个百分点，整体上较为平稳；2015 年各月社会消费品零售总额和限额以上单位消费品零售额同比增速较 2014 年同期相比均有所回落，但全年呈现波动上升的趋势。2015 年，中国居民人均可支配收入全年同比增长 8.9%，扣除价格因素实际增长 7.4%，增幅较上年略有回落。整体上，中国消费增速走势较为平稳，对于经济增长具有较为明显的“稳定器”作用。2015 年

中国进出口总值 4.0 万亿美元, 同比下降 8.0%, 增速较 2014 年回落 11.4 个百分点; 除 2 月外, 其他各月进出口总值同比增速较上年均有较大回落。其中, 出口和进口分别为 2.3 万亿美元和 1.7 万亿美元, 同比分别下降 2.9% 和 14.2%, 进、出口增速较 2014 年分别回落 10 个百分点左右, 进、出口双下降使经济增长承压; 贸易顺差 5930 亿美元, 较上年大幅增加 54.8%, 主要是国内需求疲弱、人民币贬值和大宗商品价格低迷等因素所致。

2015 年, 中国继续实施积极的财政政策, 一般公共预算收入 15.22 万亿元, 比上年增长 8.4%, 增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元, 比上年增长 15.8%, 同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元, 赤字率上升至 3.5%, 显著高于 2.3% 的预算赤字率。为减轻政府债务和财政压力, 监管层通过推广多种创新方式支持基础设施建设投资, 一是 2015 年政策性银行共发行专项金融债 6000 亿元, 以支持地方基础设施建设、促进经济增长; 二是国家发改委累计安排 4 批专项建设基金, 主要投放于大型水利、农村电网改造、棚户区改造等公用设施或具有一定公益性的领域; 三是监管层积极推广 PPP 模式, 为加快基础设施建设和改善民生提供了较大的资金支持。

2015 年, 央行继续实施稳健的货币政策, 灵活运用多种货币政策工具, 引导货币信贷及社会融资规模合理增长, 改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准, 降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面, 央行多次开展逆回购操作, 并通过短期流动性调节工具 (SLO)、中期借贷便利 (MLF) 和抵押补充贷款 (PSL) 分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元, 向市场注入流动性。截至 2015 年末, 中国广义货币 (M2) 余额 139.2 万亿元, 同比增长 13.3%, 比上年末高 1.1 个百分点, 高于年初设定的 12.0% 的增速目标;

狭义货币 (M1) 余额 40.1 万亿元, 同比增长 15.2%, 比上年末高 12.0 个百分点。整体看, 2015 年, 较高的货币投放增速使市场流动性持续宽松, 有助于带动社会融资成本回落, 促进实体经济增长。

2016 年是中国“十三五”开局之年, 中国将继续实行积极的财政政策和稳健的货币政策, 助力经济发展新常态。2015 年 12 月中央经济工作会议明确了 2016 年的重点是去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板。同时, 并施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间, 并将带动基础设施建设等投资, 从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

1. 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。

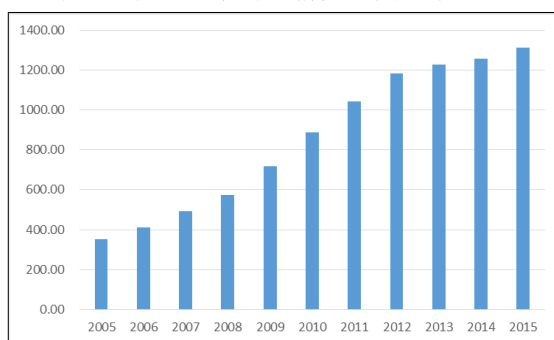
资料来源：公开资料整理

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。

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。经历了长达十余年的高速增长长期后，2012 年中国白酒产业进入调整期。在历经限制“三公”消费、销售低迷、减产、降价的冲击后，2015 年白酒行业初步出现转机，商务消费和个人消费一定程度上弥补了三公消费带来的空缺，整个行业呈现出量价齐升的态势。2015 年，全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 1312.80 万千升，同比增长 5.07%，增速同比增长 2.57 个百分点。规模以上白酒企业累计完成销售收入 5558.86 亿元，与上年同比增长 5.22%，增速同比减少 0.48 个百分点；累计实现利润总额 727.04 亿元，同比增长 3.29%，扭转了上年的下降趋势。但白酒行业的调整期可能还尚未结束，大量资本或将向名优酒企集中，兼并重组将成为新常态，行业集中度有望进一步提升。

图 1 中国白酒产销量情况（单位：万吨）



资料来源：wind 资讯

陷入“寒冬”，销售价格持续走低，一线高端白酒的价格在一年内遭到腰斩。茅台、五粮液等高端白酒价格在 2013 年不断波动，至 2015 年价格已经有了大幅下降；而水井坊、青花汾酒、酒鬼酒等中档白酒价格基本保持不变。白酒行业调整对中档白酒影响较小。

从行业集中度来看，白酒尤其是高端白酒，是中国文化的一部分，高端白酒进入壁垒很高，没有明显历史底蕴的企业要强推高端白酒非常困难，单纯靠营销打造出来的高端形象并不牢固。中低端白酒的进入壁垒方面，虽然国家 2011 年出台了一系列白酒行业的产业政策，对白酒企业的审核提高了标准，在一定程度上限制了新企业的进入。但与其他行业相比，白酒行业的进入门槛很低。贵州茅台、五粮液两大高端知名白酒企业的市场占有率之和仅为 10.00%左右，而前十家白酒企业的市场占有率也不到 20.00%左右。截至 2015 年 10 月底，全国白酒制造企业有 1563 家，白酒行业呈现出企业众多，行业集中度不高，产能过剩，竞争激烈的局面。

总体看，2013 年以前的十年，是中国白酒行业发展的“黄金十年”。2013 年以来，受中央政策和宏观经济下行影响，白酒行业进入了行业调整期和结构调整期，许多以高档酒为主的规模酒企纷纷加大在中低端产品上的投入并扩产，高端白酒产销量明显下滑，价格持续下跌，但中低档白酒基本不受影响，有望成为未来白酒行业新的增长点。2015 年以来，白酒行业有所回暖，行业集中度有望进一步提升。

从价格来看，自 2012 年开始，白酒行业

行业关注

酒类消费结构多元化成为趋势

随着人们健康意识的不断增强，人们对葡萄酒、啤酒、黄酒等低度酒精饮料以及其他不含酒精饮料的消费有所提升；同时，随着中国国际化程度的加深，威士忌、白兰地等国外蒸馏酒逐步进入中国市场，对白酒消费结构产生一定冲击。总体来看，各种低酒精饮料与白酒的市场竞争日趋激烈，将给白酒生产企业的经营管理带来一定挑战。

中端白酒市场竞争加剧

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，呈现快速增长势头。中国白酒行业正在逐步进入调整期，2014年一季度，多家一线酒企收入增幅出现明显下降甚至负增长，但主导大众消费的中低端白酒将代替高端白酒成为白酒行业新的增长点。

受此影响，高端白酒也开始发力中低端产品。先是茅台表示将增资 3.73 亿元再次扩大主要生产王子酒、迎宾酒等中端产品的 301 厂产能；五粮液也随后推出五粮春新品、五粮醇蓝淡雅等中低端产品；2013 年剑南春也推出价格 200 元左右的金剑南 K6 和 400 左右的金剑南 K9。因为同样的价格，消费者大多会选择原本高端品牌的中端产品，这将会给原本库存高企的中端酒企带来明显的市场压力。

限制“三公消费”相关政策的影响

2012 年 12 月 4 日，习近平总书记主持召开中共中央政治局会议，审议通过了中央政治局关于改进工作作风、密切联系群众的八项规定：包括“轻车简从”，“不安排群众迎送”，“不铺设迎宾地毯”，“不出席各类剪彩、奠基活动”，“严格控制出访随行人员”，“首先要从中央政治局做起”，“要求别人做到的自己先要做到”等。随后中纪委为了贯彻落实中央关于改进工作作风、密切联系群众“八项规定”，要求各地各部门和领导干部严格遵守“六个严禁”。2013 年 11 月，中共中央、国务院印发《党

政机关厉行节约反对浪费条例》，并发出通知，要求各地区各部门认真贯彻执行。《条例》中明确列示“建立公务接待审批控制制度”，对公务接待的费用标准进行严格把控。

随着“三公消费”的不断深入，一线白酒价格大幅下降，贵州茅台从超过 2000 元/瓶的价格最低回落到 800 元/瓶以下；五粮液从 1300 元/瓶下降到最低 700 元/瓶。同时预收款项作为判断白酒企业业绩重要指标，2013 年也均出现大幅下滑，贵州茅台预收款项 30.45 亿元，较 2012 年底下降 40.19%。同时，2013 年贵州茅台和五粮液白酒销量均结束多年的高速增长，首次出现下滑，其中贵州茅台销量较 2012 年下降 2.09%；五粮液销量较 2012 年下降 1.31%。

行业政策

国家发改委发布的《产业结构调整指导目录（2011 年本）》（国家发改委令 9 号），延续了《产业结构调整指导目录（2005 年本）》（国家发改委令 40 号）中的规定，将“白酒生产线”列入“限制类”。根据《国务院关于发布实施〈促进产业结构调整暂行规定〉的决定》（国发[2005]40 号），对此类项目，国家有关部门要根据产业结构优化升级的要求，遵循优胜劣汰的原则，实行分类指导，允许企业在一定期限内采取措施改造升级，金融机构按信贷原则继续给予支持。

商务部《酒类流通管理办法》（商务部 2005 年第 25 号令）自 2006 年 1 月起施行。该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：酒类经营者按属地管理原则，填报《酒类流通备案登记表》，向登记注册地工商行政管理部门的同级商务主管部门办理备案登记；酒类经营者在批发酒类商品时应填制《酒类流通随附单》，在酒类流通的全过程实现单随货走、单货相符，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。《酒类流通管理办法》同时规定酒类经营者不得向未成年人销售

酒类商品，并应当在经营场所显著位置予以明示。

国家税务总局发布《关于加强白酒消费税征收管理的通知》（国税函[2009]380号）及附件《白酒消费税最低计税价格核定管理办法（试行）》，规定自2009年8月1日起，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高于销售单位对外销售价格70%（含70%）以上的，税务机关暂不核定消费税最低计税价格。对设立销售单位的白酒生产企业销售给销售单位的白酒中，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、年销售额1000万元以上的品种，由税务机关根据生产规模、白酒品牌、利润水平等情况在销售单位对外销售价格50%至70%范围内自行核定消费税最低计税价格。其中生产规模较大，利润水平较高的企业生产的需要核定消费税最低计税价格的白酒，税务机关核价幅度原则上应选择在销售单位对外销售价格60%至70%范围内。已核定最低计税价格的白酒，生产企业实际销售价格高于消费税最低计税价格的，按实际销售价格申报纳税；实际销售价格低于消费税最低计税价格的，按最低计税价格申报纳税。已核定最低计税价格的白酒，销售单位对外销售价格持续上涨或下降时间达到3个月以上、累计上涨或下降幅度在20%（含）以上的白酒，税务机关重新核定最低计税价格。

2012年7月13日，财政部和国家税务总局联合颁布的《关于〈中华人民共和国消费税暂行条例实施细则〉有关条款解释的通知》（财税[2012]8号）对《中华人民共和国消费税暂行条例实施细则》第七条第二款“委托加工的应税消费品直接出售的，不再缴纳消费税”进行了解释：委托方将收回的应税消费品，以不高于受托方的计税价格出售的，为直接出售，不再缴纳消费税；委托方以高于受托方的计税价格出售的，不属于直接出售，需按照规定申报缴纳消费税，在计税时准予扣除受托方已代

收代缴的消费税。

2013年11月，中华人民共和国商务部2013年21号公告颁布了《酒类行业流通服务规范》，《规范》规定了酒类流通的术语和定义，界定了酒类流通的范围和流程，提出了销售全过程的质量控制重点，对宣传推介以及服务规范提出了要求，对规范酒类行业的流通服务具有积极意义。

2013年12月，食品药品监督总局出台《关于进一步加强白酒质量监督管理工作的通知》，《通知》要求严格白酒生产企业主体责任，严格依照法律法规、食品安全标准和生产许可条件组织生产；切实控制白酒中塑化剂污染；不得使用非食品原料生产白酒；严禁超范围超限量使用食品添加剂；加强白酒出厂检验和规范白酒标签；建立质量安全授权人制度。另外，《通知》还要求强化监督管理，严厉打击违法违规行为。

总体看，白酒行业的行业政策清晰稳定，无重大行业政策风险，有利于规范和促进行业未来发展。

未来发展

白酒行业长期高速增长格局改变

未来5到10年，中国白酒行业将逐渐从高成长期过渡到成熟成长期，未来5年行业销售收入增长中枢将从过去5年的25%~30%的下行到10%的常规化增长，并且主要依托均价的提升而非总销量的增长。同时消费结构和产品结构也将从目前的哑铃型（两头大中间小）逐步变为橄榄型（两头小中间大），相应的，行业供给格局进一步向大型名优白酒企业集中。

中国白酒行业正处于一个5~10年的转型期，将逐渐从高成长期过渡到成熟期。在这一过程中，预计行业销售收入增长中枢将从过去五年的20%~30%显著下行到10%的常规化增长，并且主要依托均价的提升而非总销量的增长。相应地，预计行业供给格局进一步向大型名优白酒企业集中。

白酒行业开始探索“产区”模式

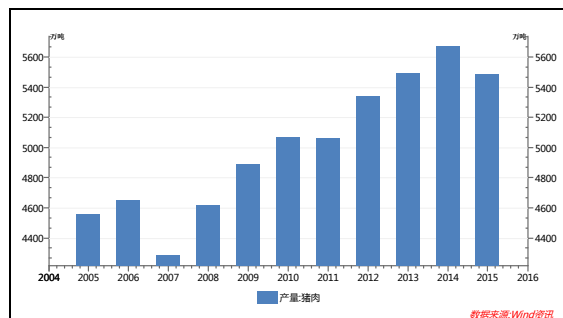
独特的地域生态环境对酒类品质有着重要意义，通过“产区”这一模式将之具体化、标准化、法规化，将整个产业链条都调动起来，加之持续有效的传播，对于整个地区白酒产业的发展 and 品牌打造起到积极的促进作用。2009年，四川省正式出台“中国白酒金三角规划”，2010年郎酒二郎镇、泸州老窖酒业集中发展区、五粮液历史文化街区、绵竹剑南老街等“名酒名镇”建设陆续启动。2011年“中国白酒金三角”获得国家质检总局地理标志产品认证，由此标志中国白酒行业逐步进入“产区”时代。未来白酒行业的竞争将由单个企业竞争转变为以产区为单位的竞争。

2. 生猪养殖行业

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。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8707万吨，同比增长2.0%；其中，猪肉产量5671万吨，同比增长3.2%。2015年，中国肉类产量出现自2012年以来的首次微降，全年肉类总产量8625万吨，同比下降1.0%；其中，猪肉产量5487万吨，同比下降3.3%。

图2 2005年~2015年中国猪肉产量情况



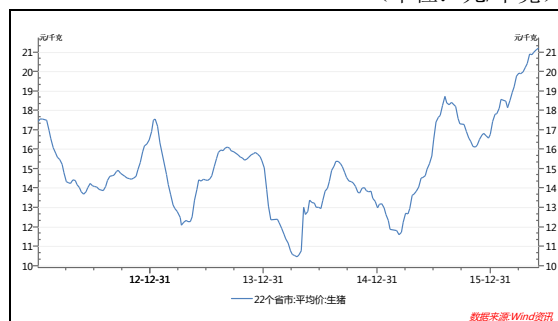
资料来源：wind资讯

猪肉价格走势及影响因素

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，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。

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。

图3 2012~2016年6月全国22省市生猪平均价格（单位：元/千克）



资料来源：Wind 资讯

2013年，前两个月由于过节因素导致生猪需求量增加，生猪价格小幅走高，之后随着需求回落和生猪存栏量持续处于高位，生猪价格一路下滑，3月生猪价格12.77元/公斤，比年初16.89元/公斤的价格下滑了24.39%。之后虽然生猪价格有所反弹，但是由于东北地区猪病泛滥引发的抛售情况席卷了全国各地，生猪的价格也开始出现快速下滑的态势。2013年底，生猪价格维持在15.38元/公斤，较年初有所下降。2014年春节前，生猪价格行情出现了罕见的大幅下跌，其主要原因是春节前终端需求小于之前预期，养殖户对年后行情持悲观心态，因而集中出栏，造成市场供大于求的局面，全部母猪的存栏量大大过剩。而目前需求下滑也从客观层面导致了供过于求，作为猪肉消费大户的餐饮业因受到“三公”消费的影响，需求下降也导致生猪价格走跌。截至2014年4月底，生猪价格跌至11.05

元/公斤的低谷，较年初的 15.50 元/公斤的价格大幅下降了 28.71%。从 2014 年 5 月起，生猪价格波动上升，2014 年 9 月，生猪价格已经恢复至 15.26 元/公斤的年内最高值，此后生猪价格一路下行至 2015 年 3 月的 12.10 元/公斤。2015 年二季度起，受存栏量下降影响，生猪价格进入新一轮上涨通道，至 2015 年 8 月为 18.70 元/公斤，为近两年最高点。此后，生猪价格逐渐回落至 2015 年 12 月底的 16.55 元/公斤。进入 2016 年，生猪价格经历了又一轮大幅上涨，截至 2016 年 6 月初，生猪价格达到 21.20 元/公斤的历史高位。

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。

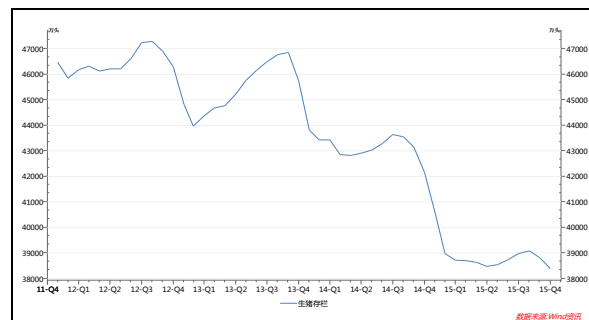
2009~2012 年来生猪出栏年均复合增速为 4.26%，生猪总体供给充足。截至 2012 年底，生猪存栏量 4.75 亿头，同比增长 1.6%，生猪存栏量相对较高。2013 年生猪存栏量则呈现先减少后增加的态势，基本与 2012 年的走势类似。2014 年上半年，生猪存栏量继续上半年走低的传统趋势，截至 2014 年 6 月，生猪存栏量为 4.29 亿头。

猪肉价格方面，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，中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，中国能繁母猪存栏量继续下滑，截至 2014 年 6 月底为 4639 万头。2014 年以来，全国能繁母猪存

栏量进一步下降，且同比跌幅不断加深，2014 年 3 月跌破农业部 4800 万头的预警线，生猪价格步入上升通道，生猪养殖利润实现扭亏；2015 年 12 月能繁母猪存栏量为 3798 万头，同比下降 11.45%，生猪存栏量 38379 万头，同比下降 8.96%，养殖行业去产能化较为彻底。

图 4 2012~2015 年中国生猪存栏量

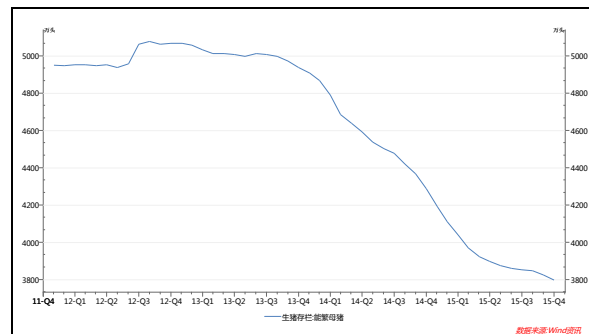
(单位：万吨)



数据来源：wind 资讯

图 5 2012~2015 年中国能繁母猪存栏量

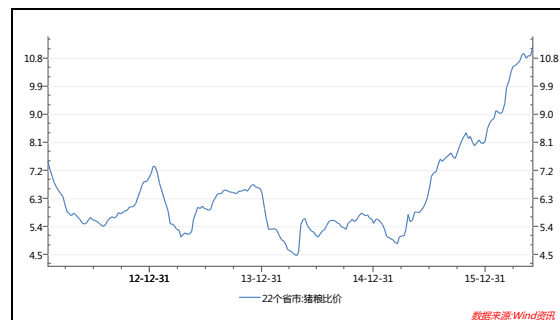
(单位：万吨)



数据来源：wind 资讯

生猪生产过程中，饲料成本占养猪成本的 60%，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 6 2012 年~2016 年 6 月 22 省市猪粮比



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,而猪粮比过高可能引起养殖户过度补栏,使生猪价格快速进入下跌通道。2013年一季度末期,猪粮比探至5的水平,生猪养殖业处于深度亏损状态;二季度,国家冻猪肉收储工作陆续展开实施,生猪价格在政策和端午节节日效应的双重利好下,在5月中下旬上扬,之后持续走高,至2013年底达6.69。2014年以来,受季节因素影响,猪粮比大幅回落,2014年3月底,22省市猪粮比为4.66。2014年12月底,猪粮比小幅回升至5.67,但仍距6的盈亏平衡点略有差距。2015年开始,随着市场生猪价格的先降后升,22省市猪粮比小幅下降后快速上升,并持续至2016年。截至2016年6月初22省市猪粮比达11.76,进入黄色预警区。

行业关注

(1) 疫情风险

病疫是畜牧业发展的重要影响因素。疫情过后,市场短期消极态势明显,但考虑到畜牧产品非周期性需求特点,加之自身供需调节能力较强,因此疫情仅为短期影响因素。未来随着国家畜牧防疫技术的提升,加之中国畜牧产业结构的优化以及产业升级都将缓解疫情对畜牧产业的影响。

口蹄疫是一种以病毒为载体的疾病,主要受感对象为猪、牛等大型偶蹄兽类,口蹄疫发病后一般不致死,但会导致病兽口、蹄部出现大量水泡、高烧不退,使实际产量锐减。另外,个别口蹄疫病毒的变种亦可传染给人。因此,每次爆发后只能屠宰和集体焚毁以绝后患。

2010年3月,广东、江西部分地区相继发生小规模猪口蹄疫疫情,当地毛猪出栏价受疫情影响连续5周下跌。

(2) 生猪价格波动较大

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

猪肉是国内城乡居民的主要副食品,因此稳定生猪生产,保持合理的价格水平,对增加农民收入、保证民生、促进经济发展具有重要意义。

基于猪肉行业“肉贱伤农、肉贵伤民”的特点,为了防止猪肉市场行情大幅波动,保证供应,食品安全可靠,国务院各部委出台了多项政策和措施,保证生猪养殖的稳定发展,主要措施包括:国家的猪肉储备政策;有关部委的猪肉价格管理及调控政策;各部门大力促进生猪规模化养殖的比例;发改委通过官方网站每日公示市场价格,引导生猪养殖健康发展;着手建立生猪期货,减少生猪养殖的风险;促进良种体系的建立,保证生猪养殖长期稳定发展。国家猪肉储备政策及有关部委的猪肉价格管理及调控政策是防止猪肉价格大幅波动的直接手段。

税收方面,销售生猪、鸡肉等自产农产品免征增值税;依据财政部、国家税务总局规定,自2002年1月1日起,增值税一般纳税人购进农业生产者销售的免税农业产品的进项税额扣除率由10%提高到13%;自2010年1月1日起,从事家禽饲养、农产品初加工的所得,免征企业所得税。

行业政策从区域发展、养殖模式、用地支持财政补贴等方面鼓励了家禽养殖企业的发展,鼓励禽畜产品加工企业向规模化、产业化、集团化、

国际化的方向迈进。作为养殖业中最重要组成部分的生猪产业，也将获得有利的外部发展环境。

未来发展

我国生猪养殖行业长期以散养为主，规模化程度较低，导致猪肉价格波动幅度较大，对农民收入和居民消费的民生问题产生较大影响。散养情况下，猪肉质量和安全无法保证，生猪养殖中瘦肉精、抗生素、消毒药滥用难以控制，不能满足居民对食品质量和安全的要求。随着工业化、城镇化进程加快及居民收入不断提高，人们对畜产品种类、质量及安全性都会提出更高要求。未来生猪养殖行业将朝着规模化方向发展，生猪产量不断加大，产业链向上下游延伸，生猪养殖业规模化、标准化、产业化和区域化的步伐将不断加快。

养殖的规模化发展

猪肉作为我国居民肉类消费量最大的食品，目前尚处于产品几乎无差异化，品牌价值小，质量追溯系统尚未建立的初级阶段。在人们对食品安全和差异化要求日益提高的背景下，产业链完整的规模养殖企业将迎来发展的黄金时期。从分散经营风险的角度来说，产业链完整的生猪养殖企业也可以比较好的对冲猪肉价格变动的风险。

竞争格局的变化

随着原有规模企业的扩张和新企业的积极进入，未来生猪养殖市场的竞争格局也将发生变化。一方面，大型养殖企业与散养农户展开竞争，导致农户散养的比例逐渐下降；另一方面，大型养殖企业之间也存在竞争，包括养殖成本、产品差异化、质量安全性和饲料、疫苗研发等方面，但大型养殖企业之间的竞争激烈程度相对较小。

新进入生猪养殖的企业需要一定的时间克服大规模养殖存在的壁垒，因此，目前已经实现生猪规模养殖的大型企业将在未来的行业扩张中占据先发优势，在竞争格局中处于有利地位。

产业链纵向延伸

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。上、下游企业在拥有资本实力后纷纷通过纵向延伸发展进入生猪养殖行业，同时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。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。大型农牧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。

3. 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 2015 年国民经济和社会发展统计公报》，2015 年，北京市实现地区生产总值 22968.6 亿元，同比增长 6.9%；其中，第一产业增加值 140.2 亿元，下降 9.6%；第二产业增加值 4526.4 亿元，增长 3.3%；第三产业增加值 18302 亿元，增长 8.1%。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 52859 元和 20569 元，扣除价格因素后分别比上年增长 7.0%和 7.1%。全年居民消费价格总水平比上年上涨 1.8%，涨幅比上年提高 0.2 个百分点。其中，食品价格上涨 1.6%，非食品价格上涨 1.9%；消费品价格上涨 0.3%，服务项目价格上涨 4.2%。

截至 2015 年底，北京市常住人口 2170.5 万人，比上年末增加 18.9 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。

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的外部环境。

五、基础素质分析

1. 产权情况

截至 2016 年 3 月底，公司控股股东北京顺鑫农业发展集团有限公司持股 39.19%，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，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 11 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。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，公司行业地位突出，品牌影响力强，研发实力持续提升；作为农业类企业，公司能够享受一定税收减免优惠，具有良好的发展空间。

3. 人员素质

截至 2016 年 3 月底，公司董事、监事及高级管理人员共 15 人。

公司董事长兼总经理王泽先生，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 2016 年 3 月底，公司共有在册员工 6396 人。按文化程度划分，高中及以下学历占比 67.32%，大专学历占比 20.48%，本科及以上学历占比 12.19%；按专业划分，生产人员占比 62.23%，销售人员占比 8.10%，技术人员占比 11.16%，财务人员占比 2.69%，行政人员占比 14.01%，其他人员占 1.81%。

总体看，公司人员结构基本合理，能满足日常生产经营需要。

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。

六、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，其中董事长 1 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，包括战略与投资委员会、提名委员会、薪酬与考核委员会、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。

七、重大事项

公司经中国证券监督管理委员会《关于核准北京顺鑫农业股份有限公司非公开发行股票批复》（证监许可[2014]462号）核准，于2014年5月23日向北京顺鑫控股集团有限公司、太平洋资产管理有限责任公司、山东高速投资控股有限公司、建投投资有限责任公司、安信证券股份有限公司、新华基金管理有限公司、国联安基金管理有限公司、北京郁金香股权投资中心（有限合伙）及鑫元基金管理有限公司9名特定对象非公开发行股票132049992股新股，发行价格为13.20元/股，募集资金总额为人民币17.43亿元，扣除发行费用后的募集资金净额为人民币17.02亿元。本次非公开发行募集资金主要用于牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目（一期、二期）、熟食产业技术升级项目、白酒品牌媒体推广项目及补充流动资金。

八、经营分析

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、建筑工程施工等。

2013~2015年，公司主营业务收入年复合增长3.03%，主要由白酒制造板块收入增长所贡献。收入构成方面，白酒和肉类加工业务是公司两大支柱产业。近年来，公司白酒销售区域拓展力度加大，白酒制造板块占比不断提升，近三年占比均在40%以上；2015年，公司白酒制造板块实现收入46.48亿元，同比增长12.82%，主要受益于外埠市场拓展取得突破带动所致。受猪肉价格波动、公司调整熟食产业整体规划及进行熟食车间改造影响，肉类加工业收入年均复合下降4.31%，2015年收入占比降至28.35%；2015年肉类加工板块实现收入27.25亿元，同比基本持平。近三年，建筑工程业务受完工进度影响，收入有所波动；2015年实现收入12.27亿元，同比增长25.85%，占比为12.76%。公司其他业务板块主要包括房地产、食品加工、市场管理等。2013~2015年，受房地产板块销售结转节奏影响，公司其他业务收入有所波动，分别为10.76亿元、17.57亿元和10.13亿元。

从毛利率水平看，近三年受益于盈利水平较高的白酒制造业务占比提升，公司整体毛利率呈增长趋势。2013~2015年，公司综合毛利率分别为31.16%、33.66%和37.25%。白酒板块方面，2014年受部分中高端产品价格下降影响，白酒板块毛利率同比减少3.05个百分点；2015年，公司积极拓展外埠市场，在销量增长的基础上盈利水平较高的高档酒销售占比提升，毛利率相应上升至62.11%。肉类加工板块毛利率受生猪价格变化影响有所波动；其中2015年生猪采购成本同比大幅上涨，公司肉类加工业毛利率下滑至7.45%。公司其他业务板块毛利率逐年增长，主要系盈利水平较高的GBD二期项目销售结转带动所致。

2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 36.27 亿元，同比增长 12.31%，主要来自肉类加工业务及建筑工程业务收入增长带动所致。同期，公司整体毛利率为 42.16%，同比变化不大。2016 年 1~3 月，公司白酒加工业务发展趋势良好，收入占比升至 58.73%，毛利率增至 64.44%，同比增加 3.81 个百分点，主要系春节

期间高档酒销量增加带动所致；2016 年以来受益于猪肉价格上涨，公司肉类加工板块收入同比增长 31.07%，但毛利率同比减少 5.02 个百分点至 4.07%，主要系生猪收购价格上涨；建筑工程业实现营业收入 4.34 亿元，同比增长 50.57%，主要来自工程量增加带动。

表 2 2013~2016 年 3 月公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务分类	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~3 月		
	业务收入	占比	毛利率	业务收入	占比	毛利率	业务收入	占比	毛利率	业务收入	占比	毛利率
白酒制造业	37.44	41.34	60.35	41.20	43.54	57.31	46.48	48.35	62.11	21.30	58.73	64.44
肉类加工业	29.76	32.86	7.33	26.11	27.59	8.54	27.25	28.35	7.45	8.59	23.68	4.07
建筑工程业	12.61	13.92	9.52	9.75	10.30	13.95	12.27	12.76	11.00	4.34	11.97	10.14
其他	10.76	11.88	20.91	17.57	18.57	26.47	10.13	10.54	35.14	2.04	5.62	36.63
合 计	90.56	100.00	31.16	94.63	100.00	33.66	96.13	100.00	37.25	36.27	b	42.16

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。2015 年，牛栏山酒厂销售量及销售额分别占公司白酒制造业务的 99.46%和 98.48%。2016 年 1~3 月，牛栏山酒

厂贡献公司酒类业务销售量及金额的 99.60%和 99.00%。截至 2015 年底，宁城老窖公司资产合计 24720.47 万元，股东权益合计-1969.41 万元。2015 年宁城老窖公司完成营业收入 6800.95 万元，净利润-1783.27 万元，经营性现金流净额-953.20 万元。

表 3 公司白酒分类销售情况（不含税，单位：千升、万元）

品牌	品种	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~3 月	
		销售量	销售金额	销售量	销售金额	销售量	销售金额	销售量	销售金额
牛栏山	低档酒	197719	209067	243072	267203	269041	298606	119687	138254
	中档酒	14056	62652	15950	60708	15914	61790	5604	21396
	高档酒	4401	92568	3949	76611	4789	92905	2803	51237
	小计	216176	364287	262971	404522	289744	453301	128094	210887
宁城老窖	低档酒	643	1316	573	1243	420	1287	142	315
	中档酒	1482	5952	1445	5335	1097	4246	357	1454
	高档酒	128	2816	43	914	62	1457	18	358
	小计	2253	10084	2061	7492	1578	6990	516	2127
合 计		218429	374371	265032	412014	291322	460290	128611	213014

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。

销售

牛栏山产品覆盖了高中低三个档次，以低档白酒为主，近年来受益于外埠市场拓展取得突破及白酒行业景气度回暖，牛栏山销售金额年均复合增长 11.55%；2015 年实现销售收入 45.33 亿元，整体吨酒价格为 1.56 万元，同比增长 1.30%；毛利率为 61.79%。牛栏山产品相对于整个白酒市场而言，价位偏低，产品结构升级空间大。

2012 年以来白酒行业进入拐点，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。受益于此，近三年，牛栏山品牌中低档酒销售量及销售金额占比均在 91%及 57%以上；2015 年，低档酒实现销售收入 29.86 亿元，占 65.87%。中端酒销售收入占比有所下降；其中 2015 年实现销售收入 6.18 亿元，同比小幅增长，占比为 13.63%。高档酒销售量及销售收入呈波动增长态势；2015 年随着白酒行业景气度回暖，高档酒实现销售收入 9.29 亿元，占 20.50%，同比增长 21.28%。2016 年 1~3 月，牛栏山产品实现销售收入 21.09 亿元，同比增长 6.68%。

从产品价格看，2013~2015 年，低档酒吨酒价格呈逐年增长态势，年均复合增长 2.45%；2015 年低档酒吨酒价格为 1.11 万元。中档酒及高端酒受市场环境影响销售价格波动下降；其中 2015 年吨酒价格分别为 3.88 万元和 19.40 万元。

公司白酒销售主要采取与经销商合作，采

取分产品、分渠道销售模式运作。根据市场渠道不同将产品细分为商超、餐饮渠道，并在重点目标市场设立办事处，负责推进当地市场营销及维护，但不直接面对消费者，也不直接进行白酒销售。

2014 年以前，公司牛栏山酒类产品主要销售区域在北京，除在城区加大渠道和终端营销力度外，公司还积极向昌平、通州、房山三区渗透，目前牛栏山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。随着北京市场的成熟，公司开始着重拓展外埠市场，积极建设完善营销体系，逐步建立起了覆盖全国多数地区的营销网络和相应的销售队伍。营销战略上，公司制定“一城（北京市）、二洲（长江、珠江三角洲）、三区（华北、东北、西北）”的销售格局，并通过实施“1（北京市）+4（天津、保定、呼市、沧州）+5（山东、河南、山西、内蒙、辽宁）”的亿元板块联动战略推动销售收入的增长。

近年来，牛栏山酒厂在巩固北京市场的同时，公司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，随着销售区域拓展至长三角、珠三角乃至海外等新市场，外埠市场销售收入已超过北京地区；2015 年北京市场销售收入占比 41.00%，外埠市场销售占比为 59.00%。

表 4 公司白酒销售区域分布（单位：亿元、%）

区域	2013 年		2014 年		2015 年		16 年 1~3 月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
北京	21.49	57.40	18.10	43.93	19.06	41.00	8.53	40.05
外埠	15.95	42.60	23.10	56.07	27.42	59.00	12.77	59.95
合计	37.44	100.00	41.20	100.00	46.48	100.00	21.30	100.00

资料来源：公司提供

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。

生产

随着市场需求增长及销售区域拓展，公司白酒制造板块生产量呈增长态势；2015 年白酒产量为 30232.84 万升，同比增长 13.62%，产销率为 96.36%；库存量为 6169.40 万升，同比增长 21.71%。

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。近三年，牛栏山酒厂白酒总产能无变化，其中 2014 年由于生产线升级改造，部分中档酒升级为高档酒导致当期中档酒产能下降而高档酒产能增加。其中，低档酒保持较高产能利用率，近三年均在 94%以上。

表 5 2013~2016 年一季度牛栏山生产情况

项目		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1-3 月
低档酒	生产能力（千升）	230000	230000	230000	230000
	产能利用率	95%	94 %	98%	40%
中档酒	生产能力（千升）	19000	15500	15500	15500
	产能利用率	71%	97%	84%	32%
高档酒	生产能力（千升）	5000	8500	8500	8500
	产能利用率	78%	77%	80%	50%

资料来源：公司提供

公司“牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程”，拟在保持白酒生产总量不变的条件下，通过改进生产工艺、更新灌装设备，将 6000 吨白酒由低档白酒向中档优质白酒转型，新增高品质基酒储存能力 12000 吨，新增配制酒灌装能力 50000 吨。同时建设研发中心、微生物培养实验楼以及对老旧的灌装、勾调等生产线、设备进行更新改造。该项目拟投入 13.15 亿元（其中 9.32 亿元资金来源于 2014 年非公开发行募集资金），截至 2016 年 3 月底，已完成投入 7.17 亿元，其中一期工程已竣工，验收工作正在进行中，二期工程规划许可证及施工许可证已办理完毕。项目建成后，牛栏山酒厂的产能不发生变化，但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。

采购

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。公司白酒主要成本来自包装、原酒和粮食。包装材料成本占比较高，2013~2015 年占比均保持在 44%以上；其次是粮食（主要包括小麦、玉米、

糯米、大米等作物)和原酒。其中,原酒的20%~30%由公司外购获得,粮食全部外购,

包装绝大多数也是外购。2015年,公司前五大供应商采购额占比为37.21%,集中度较高。

表6 近三年牛栏山白酒分类成本情况

产品	原材料	2013年		2014年		2015年	
		金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
高档酒	原酒	1462	10.03	1441	10.56	1662	10.14
	粮食	2826	19.39	2645	19.38	3170	19.36
	包装	10288	70.58	9562	70.06	11545	70.50
	合计	14576	100.00	13648	100.00	16377	100.00
中档酒	原酒	7512	32.77	8852	33.58	9072	33.50
	粮食	2148	9.37	2597	9.85	2654	9.80
	包装	13265	57.86	14913	56.57	15355	56.70
	合计	22925	100.00	26362	100.00	27081	100.00
低档酒	原酒	45860	43.96	48522	43.56	55577	43.62
	粮食	12394	11.88	12777	11.47	14664	11.51
	包装	46058	44.16	50093	44.97	57160	44.87
	合计	104312	100.00	111392	100.00	127401	100.00

资料来源:公司提供

公司白酒销售以牛栏山系列二锅头产品为主,“牛栏山”品牌拥有较强的知名度和美誉度,相对于整个白酒市场而言,价位偏低,产品结构升级空间大。2014年以来,公司总体定位低端的牛栏山在外埠市场取得突破,带动白酒制造业板块保持良好发展态势。随着大众消费水平升级及外埠市场点带动面的布局效应逐步显现,公司白酒产品结构及销售价格有望实现升级,收入及盈利水平有望迎来进一步增长。

3. 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,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。2015年,鹏程食品实现收入27.25

亿元,实现净利润0.86亿元。

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。2014年以来,公司对现有猪群进行调整,将生产

性能不好的猪群淘汰更新，导致祖代、父母代套数有所下降。截至 2016 年 3 月底，小店良种场祖代种猪存栏达到 1210 套，父母代存栏 13664 套。

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，北京地区年生猪屠宰能力 300 万头/年。2014 年，公司视库存和市场情况完成生猪屠宰量 184.50 万头，向市场提供生猪肉制品 18.03 万吨，同比增长 15.06%；2014 年销售猪肉熟食制品 1.22 万吨，同比下降 12.23%，主要由于熟食车间升级改造所致；2015 年，受生猪收购价格高企，公司压缩屠宰量导致全年生猪屠宰量同比下降 12.05%至 162.27 万头，向市场提供生猪肉制品 16.58 万吨，同比下降 8.04%；2015 年销售猪肉熟食制品 1.14 万吨，同比下降 6.56%。2016 年 1~3 月，受生猪收购价持续上涨影响，公司屠宰量、生猪肉制品销售量同比均有所下降。

表 7 公司种猪生产能力情况

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1~3 月
祖代(套)	1299	1299	1100	1210
父母代(套)	15487	15487	13384	13664
屠宰能力(万头/年)	300	300	300	300
实际屠宰量(万头)	184.10	184.50	162.27	38.90
收购均价(元/公斤)	13.28	13.28	15.08	18.48
生猪肉制品(万吨)	15.67	18.03	16.58	4.39
生猪肉均价(元/公斤)	17.77	17.68	15.23	18.46
猪肉熟食(万吨)	1.39	1.22	1.14	0.29
猪肉熟食均价(元/公斤)	15.79	15.08	14.95	13.81

资料来源：公司提供

注：屠宰能力统计未包括外埠市场 100 万头/年。

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。

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。

公司饲料采用自制及外购的方式，制造饲料的原料中，玉米主要采用集中采购方式，公司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，公司已形成了以航空食品、酒店为主的高端产品网络；以连锁店、超市和大型商场为主的零售业网络；以国家机关、大专院校为主的集团消费网络；以城区居民消费为主的大型社区市场网络，销售网点遍及北京，已成为北京百姓日常生活的重要组成部分。截至 2015 年底，公司共建立销售网点 2745 家，其中北京地区 2407 家，北京以外地区 285 家。北京地区网点包括商场、超市 365 个，熟食加工厂 53 家。星级酒店及餐饮 690 个，社区农贸市场 410 个，加盟店、直营店和机关团体 942 个。

产品结构方面，公司未来发展重点将转向下游熟食产业，并加快向保鲜调理和精细加工下游产业转型，充分利用渠道优势扩大市场占有率，提高附加值。公司近年对熟食

产业进行调整：在产品结构方面，扩大台湾烤香肠等优势产品的产量，启用“跳跳乐”品牌主攻中低端市场，形成高中低端完善的产品结构。2013年，公司进行熟食车间改扩建，以提升熟食产品业务产能、生产效益及经济效益，扩建车间已于2015年下半年进入试运营阶段，正式投产后将提升熟食产能至5万吨/年。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，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。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，降低了养殖成本。目前，公司肉类加工产品结构仍以生肉为主，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”）。鑫大禹公司系具有房屋建筑工程施工总承包壹级、水利水电工程、市政公用工程施工总承包二级、拥有河湖整治工程、堤防工程专业承包资质、凿井甲级以及环保工程专业承包贰级资质、环境污染治理设施运营资质、园林、喷泉景观施工等资质为一体的综合施工企业。2013~2015年，公司建筑工程业务收入受完工进度影响有所波动；2015年为12.27亿元，同比增长25.85%，主要系工程量增长带动所致。

鑫大禹公司成立以来，参与施工了板桥定向安置房工程、海南文昌顺义小区工程、顺义区市级水源地相关区域集中供排水工程等多项水利和房建施工工程。公司工程施工业务范围仍然主要在顺义区，以水利水电工

程为主，并逐步向新农村基础设施建设扩散。2013~2015年，鑫大禹公司新承接工程有所波动，分别为14.79亿元、8.35亿元和13.68亿元。截至2016年3月底，鑫大禹公司在建工程项目包括牛酒文化创意馆、2015顺义老旧小区综合治理、2015顺义老旧竹木大棚改造、新建冷库（冷链物流配送项目）、顺义区箭杆河治理工程第三标段等十余项。

5. 其他业务

公司其他业务主要包括房地产、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、苗木、种子行业等。2013~2015年，公司其他业务收入分别为10.76亿元、17.57亿元和10.13亿元；其中房地产业务收入分别为4.40亿元、11.29亿元和5.01亿元。

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，具有房地产开发一级资质。

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。近几年，佳宇地产先后开发完成了顺鑫澜庭、杨镇一期（双阳西区）、杨镇二期（阳洲鑫园）、高丽营（顺鑫花语）、杨镇三期（顺鑫郎郡）、曲阜商品城等项目。

2013~2015年，公司房地产板块收入年均复合增长6.71%；其中2015年，公司房地产收入主要来自GBD二期项目（4.07亿元）及牛栏山下坡屯项目一期（0.47亿元）销售。2013~2015年，公司房地产业务毛利率逐年增长，分别为11.41%、28.77%和38.81%，主要收益与盈利水平较高的GBD项目销售价格提升带动所致。

截至2016年3月底，公司在售房地产项目包括站前街商业金融二期项目（商务中心项目）、下坡屯一期项目、包头望潮苑项目及海南富海家园项目；总可售面积45.79万平方米，已实现签约销售面积27.83万平方米，实

现签约销售金额为 25.61 亿元，其中站前街商业金融二期项目（GBD）剩余库存以待售商业物业为主。受房地产行业区域分化凸显，商业地产供需矛盾等因素影响，公司部分在

售项目所在区域库存高企，且部分产品定位与市场需求存在一定错配，导致竣工未售规模大，对资金形成一定占用。

表 8 截至 2016 年 3 月底公司在售房地产项目

（单位：万元/平方米、万平方米、亿元）

项目	均价	总可售面积	签约销售面积	签约销售额	回款金额
站前街商业金融二期项目（GBD）	住宅 2.50、写字楼 2.70、大商业 2.60、底商 3.50	8.75	5.18	12.77	12.53
下坡屯一期项目	1.50	17.64	17.12	8.23	8.06
包头望潮苑项目	0.82	14.95	3.87	3.18	2.87
海南富海家园项目	0.86	4.45	1.66	1.43	1.12
合计	--	45.79	27.83	25.61	24.58

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司房地产板块在建项目主要包括牛栏山下坡屯一期、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 63.64 亿元，截至 2016 年 3 月底已投资 56.50 亿元，尚余投资 7.14 亿元，投资需求尚可。

表 9 截至 2016 年 3 月底公司房地产在建项目

（单位：万平方米、亿元、%）

项目名称	土地面积	预计总投资	截至 16 年 3 月已投资	开工时间
牛栏山下坡屯一期	22.01	23.74	21.67	2011.03
站前街项目二期	16.07	20.25	18.97	2012.03
包头顺鑫望潮苑	17.34	12	11.37	2009.08
海南富海家园	6.06	7.65	4.49	2012.10
合计	61.48	63.64	56.50	--

资料来源：公司提供

总体看，受房地产行业景气度波动影响，公司部分在售项目所在区域库存高企，去化周期长，公司面临较大去库存压力。随着“聚焦主导产业，调整剥离其他产业”战略调整逐步深化，房地产板块将以去库存为未来发

展主线，业务规模将持续收缩。

6. 经营效率

从经营效率指标来看，公司销售债权周转次数呈波动态势，三年分别为 47.48 次、68.76 次和 35.96 次；存货周转次数和总资产周转次数均逐年下降，三年均值分别为 0.87 次和 0.64 次，2015 年分别为 0.81 次和 0.61 次。公司销售债权周转速度较快，原因是一方面公司两大核心主业结算模式中现款现货占比较高，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。

7. 未来发展

作为区属国有大型综合型企业，公司围绕大农业概念，以农产品加工为主体，物流、配送为平台，做强做大主业，打造集生产、

加工、物流、销售为一体的农产品加工产业链。充分发挥自身优势，坚持资本经营和产业经营协调促进的发展方式，以农副产品加工、物流为载体，突出种猪繁育肉食品加工产业、白酒产业和饮料饮品产业等主导产业，加大投资，优化产业布局，通过终端网络拉动，增强盈利能力，提升品牌价值；把握房地产开发产业和水利施工及建筑施工产业的机遇，发挥优势，不断发展，作为强化企业核心竞争力的辅助系统，实现反哺主导产业。通过做强做大主导产业，发展辅助产业，确保公司“持续、和谐、快速”的发展，最终形成业务多元化、管理专业化的现代农业企业。

白酒酿造与销售业务方面，公司所属牛栏山酒厂将全力推进“市场、科研、品牌、管理”等中心工作的标准化运作、规范化管理、常态化监督体系的建设。一，立足企业战略规划，集中发挥业已形成的品牌影响力和核心资源优势，注重市场渠道向深度布局，加速实施“1+4+5”亿元板块联动战略，落实“三级发展圈”工程，确保企业销售收入稳步增长。二，以旺销产品为突破，强化产品结构调整。牛栏山酒厂将充分发挥珍品、盛世红、陈酿等旺销产品的带动作用，深入优化产品结构，重点打造中、高档产品线，拉动整体盒装酒的销售，提高企业的盈利能力。以科技研发、酒厂东扩为契机，进一步提升企业影响力。全力做好“牛栏山一号清香型低温大曲”微生物分离、鉴定的基础上，完善菌群快速筛选系统，建立相应的菌群鉴定方法，筛选优势菌株及菌群，对比分子生物技术及平板分离的结果，同时对二者之间的差异进行分析，尽快将科研成果应用于大生产中，生产出香气馥郁，口味怡畅，独具牛栏山特色的二锅头产品。

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，公司紧抓当前水利工程、环保工程、节水灌溉等有利的政策机遇，发挥公司板块的集团优势，增强主业的赢利能力。一是通过做好资质升级工作，增加公司的接单能力，水利由施工总承包贰级升级为壹级，市政工程升级为壹级资质，建筑达到特级资质水平；二是实施“走出去”战略，加大外埠市场和高端市场开拓力度，创新合作模式，持续扩大经营规模，提高公司综合竞争能力。

九、财务分析

1. 财务质量

公司 2013~2015 年财务报表已经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）²审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；2016 年一季度财务数据未经审计。

从合并范围看，截至 2014 年底，公司纳入合并范围的子公司 16 家，因转让不再包括北京顺丽鑫园林绿化工程有限公司；截至 2015 年底，公司纳入合并范围的子公司 15 家，因转让不再包括北京顺鑫国际种业有限

² 2016 年 5 月，中国证券监督管理委员会决定对大华会计师事务所（特殊普通合伙）、北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）、瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“瑞华”）、银信资产评估有限公司、辽宁元正资产评估有限公司、中和资产评估有限公司正式启动立案调查的行政执法程序。

责任公司和北京顺鑫国际电子商务有限公司，因投资设立新增陕西顺鑫种猪选育有限公司。截至 2016 年 3 月底，公司合并范围共 26 家子公司。总体看，公司合并范围变化不大，财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额为 158.97 亿元，所有者权益合计 55.04 亿元（含少数股东权益 1.05 亿元）；2015 年，公司实现营业收入 96.37 亿元，利润总额 5.60 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 177.55 亿元，所有者权益合计 56.82 亿元（含少数股东权益 1.08 亿元）；2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 36.34 亿元，利润总额 2.39 亿元。

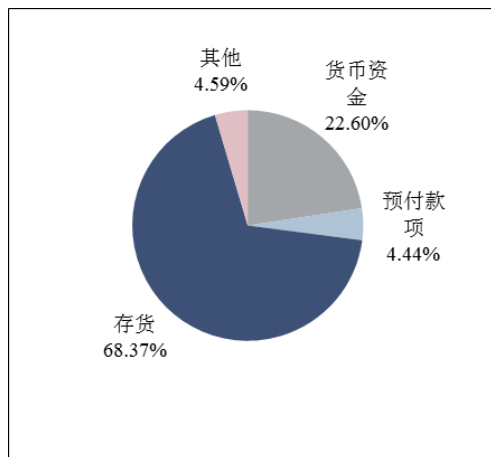
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产总额有所增长，年复合增长 7.37%，其中公司于 2014 年非公开发行股票 13205.00 万股，发行价格 13.20 元/股，募集资金净额 17.02 亿元，带动资产规模增长。截至 2015 年底，公司资产总额 158.97 亿元，同比增长 2.28%；其中流动资产和非流动资产的占比分别为 69.50% 和 30.50%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产有所增长，年复合增长 8.55%，主要来自货币资金和存货的增长。截至 2015 年底，公司流动资产为 110.49 亿元，同比增长 3.40%，主要由货币资金（占 22.60%）和存货（占 68.37%）构成。

图 7 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金波动增长，年复合增幅 15.98%。截至 2015 年底，公司货币资金 24.97 亿元，同比下降 4.21%，其中银行存款占 87.55%，其他货币资金占 12.33%。公司其他货币资金主要为第三方支付保证金、工程保函保证金及应付票据保证金。

由于公司业务大部分为现金结算，近三年应收票据和应收账款规模较小。2013~2015 年，公司应收票据分别为 0.60 亿元、50.00 万元和 1.57 亿元；其中 2015 年同比明显增长主要系公司加大票据结算规模以推动业务发展所致。

2013~2015 年，公司应收账款波动增长，年复合增长 56.18%。截至 2015 年底，公司应收账款账面余额 3.01 亿元，累计计提坏账准备 0.24 亿元，账面价值为 2.76 亿元，同比大幅增长 171.95%，主要为房地产和建筑板块产生应收款。从账龄来看，账龄在 1 年以内的占 92.26%，1 至 2 年的占 0.54%，2 至 3 年的占 0.45%，3 年以上的占 6.75%；账龄短。从集中度来看，公司应收账款前五名单位合计 2.11 亿元，占比 70.02%，集中度高。

2013~2015 年，公司预付款项波动增长，年复合增长 2.47%。截至 2015 年底，公司预付款项 4.91 亿元，同比下降 9.85%，主要为预付的广告款、设备款等。从集中度来看，公司预付款项前五名合计 1.76 亿元，占全部预付款项期末余额的 35.88%，集中度较高；从账龄来看，账龄在 1 年以内的占 71.07%，1 至 2 年的占 16.40%，2 至 3 年的占 11.05%，3 年以上的占 1.49%。

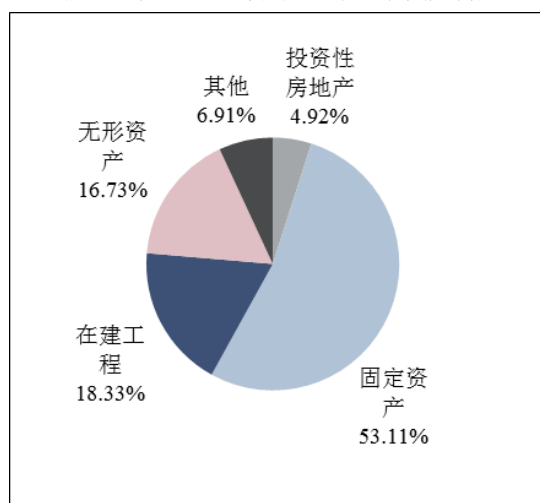
2013~2015 年，公司存货有所增长，年复合增幅 5.10%，主要为房地产项目开发投入。截至 2015 年底，公司存货账面价值 75.53 亿元，同比增长 2.30%，主要由于公司提前备货导致库存商品有所增加以及房地产项目竣工带动开发产品增长所致；公司存货构成主要为库存商品（占 21.16%）、开发产品（占

27.58%)和开发成本(占41.90%)。截至2015年底,公司开发成本和开发产品主要为房地产项目,其中开发产品同比增长79.57%至20.83亿元,期末余额较大的包括商务中心项目(9.76亿元)、包头顺鑫望潮苑项目(8.14亿元)及海南项目(2.03亿元)。受房地产行业区域分化凸显,商业地产供需矛盾等因素影响,公司部分在售项目所在区域库存高企,且部分产品定位与市场需求存在一定错配,导致竣工未售规模大,对资金形成一定占用。截至2015年底,公司未对存货计提跌价准备。

非流动资产

2013~2015年,公司非流动资产波动中有所增长,年复合增幅4.82%。截至2015年底,公司非流动资产为48.49亿元,较上年底变化不大,主要由固定资产(占53.11%)、在建工程(占18.33%)和无形资产(占16.73%)构成。

图8 截至2015年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015年,公司投资性房地产有所增长,年复合增幅5.79%。截至2015年底,公司投资性房地产2.39亿元,同比变化不大,全部为房屋及建筑物。

2013~2015年,公司固定资产有所波动,年复合增长2.61%。截至2015年底,公司固定资产账面原值34.89亿元,累计折旧9.13亿元,减值准备0.01亿元,期末账面价值25.75

亿元,主要为房屋及建筑物(占68.62%)和机器设备(占29.63%),与上年比变化不大。截至2015年底,公司固定资产账面价值中有5.20亿元系通过融资租赁租入。

2013~2015年,公司在建工程逐年增长,年复合增长16.15%。截至2015年底,公司在建工程8.89亿元,同比增长14.27%,主要由于牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程(期末余额6.13亿元)和熟食产业技术升级项目(期末余额1.32亿元)陆续增加投入所致。

公司无形资产主要为土地使用权。2013~2015年,公司无形资产有所下降,年复合降幅3.23%。截至2015年底,公司无形资产8.11亿元,同比下降4.11%,主要由于土地使用权的摊销。

截至2016年3月底,公司资产总额177.55亿元,较2015年底增长11.69%,主要来自货币资金的增加;其中流动资产占72.28%,非流动资产占27.72%,流动资产占比进一步上升。截至2016年3月底,公司货币资金较2015年底大幅增长74.86%至43.66亿元,主要由于公司增加了短期借款并发行2016年度第一期超短期融资券所致,其他科目较2015年底变化不大。

总体看,近年来公司资产规模逐年增长,以流动资产为主,资产构成稳定。流动资产中,货币资金充沛,但以开发产品和开发成本为主的存货占比较大,考虑到近年来房地产行业受宏观政策调控影响景气度有所波动,且部分区域分化现象凸显,公司存货仍面临一定的周转风险和价值波动风险;非流动资产以固定资产为主。公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015年,公司所有者权益较快增长,年复合增长31.63%,主要源于资本公积

和未分配利润的增长。2014 年，公司非公开发行股票 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分别增加 1.32 亿元和 15.70 亿元。截至 2015 年底，公司所有者权益 55.04 亿元（含少数股东权益 1.05 亿元），同比增长 6.15%；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 10.37%、资本公积占 50.85%、盈余公积占 6.52%、未分配利润占 30.35%。

截至 2016 年 3 月底，由于未分配利润的增长，公司所有者权益较 2015 年底增长 3.23% 至 56.82 亿元（含少数股东权益 1.08 亿元）。

总体看，受益于 2014 年非公开发行股票的完成，公司权益规模得到提升；公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较大，权益稳定性较好。

负债

2013~2015 年，公司负债总额保持相对稳定，年复合下降 1.04%。截至 2015 年底，公司负债总额 103.93 亿元，同比变化不大；其中流动负债和非流动负债分别占 64.15% 和 35.85%，公司负债以流动负债为主。

2013~2015 年，受短期借款规模快速下降影响，公司流动负债持续下降，年复合降幅 14.93%。截至 2015 年底，公司流动负债 66.68 亿元，同比下降 17.81%，主要由短期借款（占 42.46%）、预收账款（占 25.66%）和其他流动负债（占 22.79%）构成。

2013~2015 年，公司不断调整负债结构及融资方式，短期借款规模快速下降，年复合降幅 31.84%。截至 2015 年底，公司短期借款 28.31 亿元，同比下降 39.87%，其中保证借款占 75.24%，信用借款占 24.76%。

截至 2015 年底，公司应付票据 3.00 亿元，全部为银行承兑汇票。

2013~2015 年，公司应付账款不断下降，年复合降幅 12.33%。截至 2015 年底，公司应付账款 2.87 亿元，同比下降 11.13%；其中，账龄在 1 年以内的占 81.53%，账龄较短。

公司预收款项主要是预收客户的销售货款，2013~2015 年，公司预收款项保持相对稳定。截至 2015 年底，公司预收款项 17.11 亿元，同比增长 1.95%；其中账龄在 1 年以内的占 99.82%，账龄短。

2013~2015 年，公司其他应付款较快增长，年复合增长 19.51%。截至 2015 年底，公司其他应付款 1.00 亿元，主要系应付的押金（占 14.05%）、保证金（占 28.56%）和契税、维修基金（占 26.44%）等。

2013~2015 年，公司其他流动负债快速增长，年复合增幅 22.82%。截至 2015 年底，公司其他流动负债 15.20 亿元，同比增长 13.29%，系公司分别于 2015 年 7 月及 10 月发行的 10 亿元及 5 亿元的超短期融资债券，已纳入短期债务及相关指标计算。

2013~2015 年，公司非流动负债快速增长，年均复合增长 63.19%，主要来自应付债券的增长。截至 2015 年底，公司非流动负债 37.26 亿元，同比增长 65.97%，由长期借款（占 27.74%）、应付债券（占 54.59%）、长期应付款（占 13.74%）构成。

2013~2015 年，公司长期借款规模波动中有所下降，年复合降幅 3.02%。截至 2015 年底，公司长期借款 10.34 亿元，同比下降 35.91%，其中质押借款 5.35 亿元，保证借款 4.99 亿元。

截至 2015 年底，公司应付债券 20.34 亿元，系公司分别于 2015 年 5 月和 10 月发行的两期公司债，发行规模合计 20 亿元，将于 2020 年 5 月 10 月到期。

公司长期应付款系融资租赁款项。2013~2015 年，公司长期应付款波动增长，年复合增长 30.65%。截至 2015 年底，公司长期应付款 5.12 亿元，同比下降 18.96%，其中应付展硕融资租赁有限公司 2.69 亿元，应付光大银行租赁股份有限公司 2.43 亿元。公司于 2013 年与展硕融资租赁有限公司签订融资租赁租赁合同，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。公司于 2014 年与光大银行租赁股份有限公司签订《融资租赁合同》，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银行租赁股份有限公司申请融资租赁，融资额度为人民币 30000 万元，租赁期限 6 年。

截至 2015 年底，公司其他非流动负债 1.46 亿元，系公司于 2015 年 6 月发行的中小企业集合票据，期限 3 年，已纳入长期债务及相关指标核算。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计 120.73 亿元，较 2015 年底增长 16.16%，主要来自短期借款和其他流动负债的增长；其中流动负债占 69.16%，非流动负债占 30.84%，流动负债占比有所上升。截至 2016 年 3 月底，公司短期借款 34.90 亿元，较 2015 年底增长 23.26%；其他流动负债 25.33 亿元，较 2015 年底增长 66.70%，系公司于 2016 年 3 月发行 10 亿元超短期融资券所致。

有息债务方面，近三年，公司有息债务规模保持相对稳定，但债务结构有所变动，其中短期债务规模较快下降，年复合降幅 19.20%；长期债务规模快速增长，年复合增幅 59.96%。截至 2015 年底，公司全部债务 83.57 亿元，其中短期债务占 55.42%，长期债务占 44.58%，仍以短期债务为主，债务结构有所改善。

债务指标方面，近三年，受益于非公开发行股份对资本结构的优化，公司资产负债率和全部债务资本化比率呈下降趋势，三年均值分别为 68.07%和 63.19%，2015 年底分别为 65.38%和 60.29%；受长期债务占比上升的影响，公司长期债务资本化比例呈上升趋势，三年均值为 35.36%，2015 年底为 40.37%。

截至 2016 年 3 月底，公司有息债务总额为 100.13 亿元，其中短期债务占 62.82%，长

期债务占 37.18%，短期债务占比较 2015 年底有所提高。截至 2016 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别上升 2.62 个百分点和 3.51 个百分点至 68.00%和 63.80%，长期债务资本化比率则下降 0.78 个百分点至 39.59%。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，近年来短期债务占比呈下降趋势，债务结构有所改善。2016 年以来，公司债务规模呈较快增长，整体债务负担仍处于较重水平。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入水平较为稳定，年均复合增长 3.07%；2015 年，公司实现营业收入 96.37 亿元。同期，公司营业成本本年复合下降 1.59%，2015 年为 60.44 亿元。近三年，公司营业利润率呈增长趋势，三年分别为 21.74%、22.94%和 26.08%。

从期间费用来看，2013~2015 年，公司期间费用占营业收入比重波动增长，三年分别为 18.42%、17.23%和 20.29%。2015 年，公司期间费用同比增长 19.70%至 19.56 亿元，主要系为推动业务规模扩张，公司广告费和业务费有所增加，2015 年产生销售费用 11.39 亿元，同比增长 24.95%。总体看，公司期间费用控制水平一般，对利润侵蚀影响较大。

公司投资收益和营业外收入规模较小。2013~2015 年，公司投资收益分别为 0.07 亿元、0.03 亿元和 0.04 亿元；公司营业外收入主要为政府补助，近三年分别为 75.98 万元、21.17 万元和 0.12 亿元，其中 2015 年较 2014 年增幅较大主要系公司产生非流动资产处置利得 0.11 亿元。

2013~2015 年，公司利润总额较快增长，年复合增幅 36.63%。截至 2015 年底，公司利润总额 5.60 亿元，同比增长 4.65%。盈利指标方面，2013~2015 年，公司总资产收益率和净资产收益率均呈波动态势，三年均值分别 3.91%和 6.88%，2015 年分别为 4.13%和

6.96%。公司整体盈利能力尚可。

2016年1~3月,公司实现营业收入36.34亿元,同比增长12.35%,为2015年全年的37.70%;同期,公司实现利润总额2.39亿元,同比下降10.36%,为2015年全年的42.73%。随着公司毛利率高的白酒业务产销规模稳步扩大,公司营业利润率较上年底上升3.37个百分点至为29.45%。

总体看,近年来公司营业收入和利润总额均呈增长趋势。公司期间费用规模大且不断增长,对利润侵蚀影响较大,整体盈利能力尚可。

5. 现金流分析

经营活动方面,2013~2015年公司经营活动现金流入量有所下降,年复合降幅3.25%,主要为销售商品、提供劳务收到的现金。2015年公司经营活动现金流入量为109.86亿元,同比下降1.37%;其中销售商品、提供劳务收到的现金109.40亿元,同比下降1.36%。2013~2015年公司经营活动产生现金流出量保持相对稳定,主要由购买商品、接受劳务支付的现金和支付的各项税费,公司支付其他与经营活动有关的现金主要是运输费、广告费和促销费等。2015年公司经营活动现金流出量为106.36亿元,同比下降1.93%;其中购买商品、接受劳务支付的现金75.38亿元,同比下降6.10%;支付其他与经营活动有关的现金8.39亿元,同比增长14.00%。同期,经营活动产生的现金流量净额波动下降,分别为7.44亿元、2.94亿元和3.50亿元。2013~2015年,公司现金收入比呈下降趋势,分别为128.95%、116.99%和113.52%,公司经营活动获现能力有所弱化。

投资活动方面,受收回投资收到的现金快速下降的影响,2013~2015年公司投资活动产生的现金流入量波动下降,年复合降幅50.84%;2015年公司投资活动现金流入量1.08亿元,其中处置固定资产和其他长期资

产收回的现金0.91亿元。2013~2015年公司投资活动产生的现金流出规模快速下降,年复合降幅68.74%,主要系在建项目的投资逐步进入尾声所致;2015年,公司投资活动现金流出量1.08亿元,其中购建固定资产、无形资产等支付的现金1.08亿元,同比下降76.08%。近三年投资活动产生的现金流量净额分别为-6.56亿元、-4.37亿元和32.34万元。

筹资活动方面,公司主要通过取得借款和发行债券进行融资。2013~2015年,伴随公司经营规模扩张的需求,公司筹资活动产生的现金流入量呈增长趋势,三年分别为36.73亿元、74.88亿元、73.74亿元;其中,2014年由于定向增发的完成,公司筹资活动现金流入量较去年大幅增长。2013~2015年,公司筹资活动产生的现金流出规模快速增长,年复合增幅36.39%,主要用于偿还债务;2015年公司筹资活动现金流出为78.35亿元,其中偿还债务支付的现金73.41亿元。近三年,公司筹资活动现金净流量分别为-5.39亿元、8.94亿元和-4.60亿元。

2016年1~3月,伴随白酒业务保持良好发展态势,公司经营活动现金流入量41.77亿元,经营活动现金流量净额3.31亿元。同期,公司现金收入比为114.41%,收入实现质量较2015年底略有提高。2016年1~3月,公司投资活动产生的现金流量净额为-0.52亿元;受发行超短期融资券的影响,公司筹资活动产生的现金流量净额为15.89亿元。

总体看,近年来公司经营活动现金流波动明显,投资规模有所收缩;公司充分利用多种渠道进行融资,为未来资本性支出提供了一定资金保障。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看,随着2014年公司完成定向增发,权益规模有所扩张,公司短期偿债能力有所回升,2013~2015年,公司流动比率三年均值为142.71%,2015年为

165.70%；受公司存货规模较大的影响，公司速动比率较小，近三年分别为 27.55%、40.69% 和 52.42%；同期，公司经营现金流动负债比波动较大，分别为 8.08%、3.62% 和 5.25%。截至 2016 年 3 月底，公司流动比率较 2015 年底下滑 12.01 个百分点至 153.69%，速动比率较 2015 年底增加 11.12 个百分点至 63.54%。考虑到公司货币资金充沛，且流动负债中无需实际偿付的预收款项占比较大，短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2013~2015 年，公司 EBITDA 快速增长，分别为 6.32 亿元、9.35 亿元和 10.11 亿元；同期，EBITDA 利息倍数亦持续增长，近三年分别为 1.37 倍、1.88 倍和 2.22 倍。公司全部债务/EBITDA 倍数持续下降，近三年分别为 13.43 倍、8.91 倍和 8.26 倍。总体看，公司长期偿债指标一般。

截至 2016 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2016 年 3 月底，公司共获得银行授信 158.22 亿元，未使用额度 115.53 亿元，间接融资渠道顺畅；公司为深交所上市公司，具备直接融资渠道。

7. 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 2016 年 6 月 14 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。

8. 抗风险能力

公司白酒产品知名度高，细分市场内竞争优势强，在白酒行业整体增速放缓的环境下仍实现销售收入快速增长；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，已形成集育种-饲料-养殖-防疫-屠宰-加工-物流的完整产业链，减少了市场风险；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。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司发行本期中期票据的额度为 10 亿元，在公司赎回前长期存续，且与其他债务融资工具特征接近。

根据《企业会计准则第 37 号-金融工具列报》，预计本期中期票据在发行后将计入所有者权益中的“4401 其他权益工具”科目。不考虑其他因素，预计本期中期票据发行后，以 2016 年一季度报表财务数据为基础，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降至 64.37%、59.98% 和 39.59%。但考虑到本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，若纳入有息债务测算，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将分别上升至 69.70%、65.97% 和 45.39%，公司债务负担将进一步加重。考虑到本期中期票据募集资金将全部用于置换银行贷款，实际债务水平将低于上述测算值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为 117.36 亿元、111.39 亿元和 109.86 亿元，分别为本期中期票据的 11.74 倍、11.14 倍和 10.99 倍，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的覆盖程度高。2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流量净额分别为 7.44 亿元、2.94 亿元和 3.50 亿元，分别为本期中期票据的 0.74 倍、0.29 倍和 0.35 倍，对本期中期票据的覆盖程度较低。同期，公司 EBITDA/本期中期票据分别为 0.63 倍、0.93 倍和 1.01 倍，公司 EBITDA 对本期中期

票据的保障能力一般。

总体看，公司经营活动现金流入量规模大，对本期中期票据保障能力强。通过前文分析，公司利息递延支付的可能性小，但一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

十一、结论

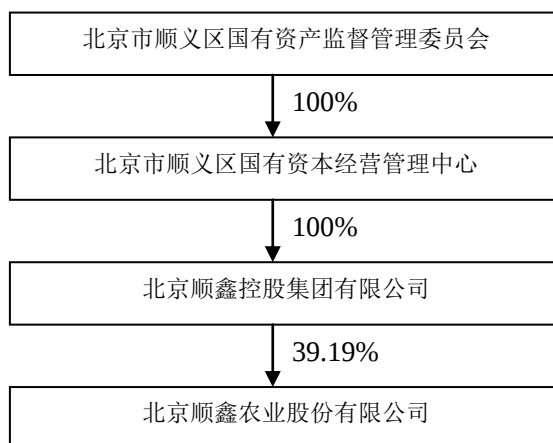
公司是国家农业产业化重点龙头企业，法人治理结构健全，管理制度完善；业务经营以白酒制造和肉类生产为主业，白酒盈利能力较强，肉类加工产业具有完整的配套产业链。公司核心产品具有良好的品牌知名度，多元化经营格局良好，区域竞争优势明显。

近年来，公司资产总额逐年增长，以流动资产为主；2014 年公司完成非公开发行，一定程度改善资本结构，但公司整体债务负担仍处于较重水平。随着白酒板块外埠市场拓展取得突破，公司营业收入及利润逐年增长；目前公司投资规模有所收缩，房地产板块进入去库存阶段，未来资本支出规模不大。

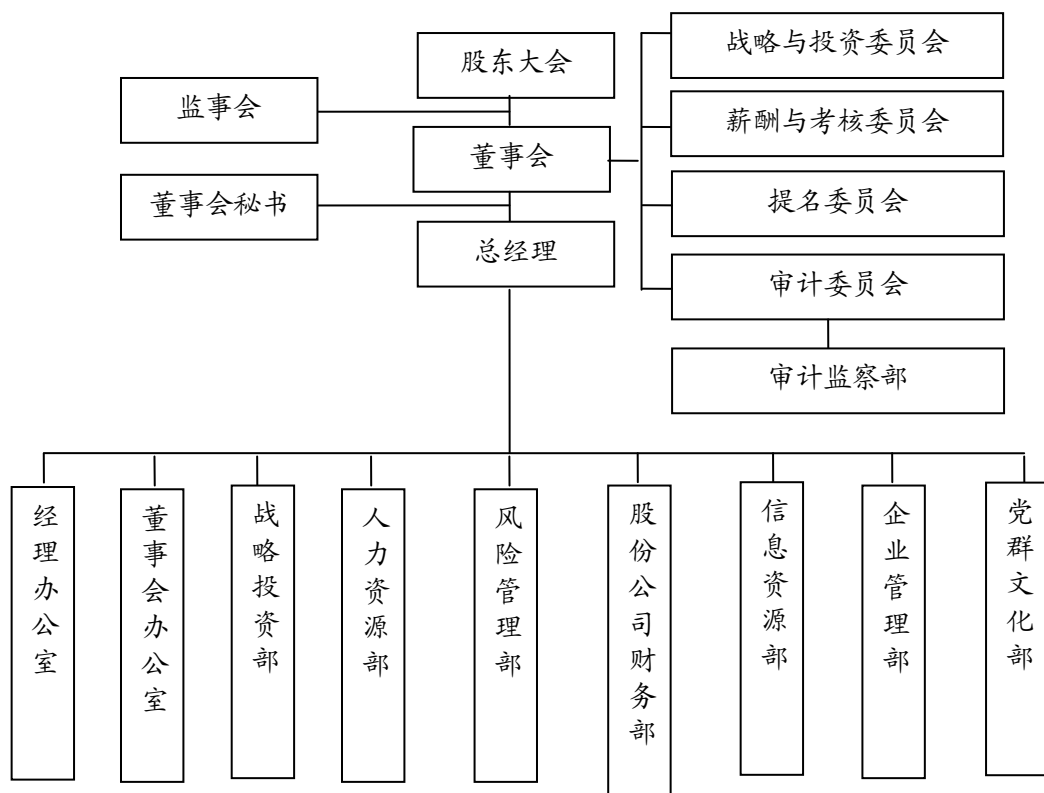
本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。本期中期票据的发行对公司现有债务结构有一定影响，公司经营活动现金流入量对本期中期票据保障能力强。

总体看，公司偿还本期中期票据的能力强，本期中期票据到期不能偿付的风险低。

附件 1-1 截至 2016 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2016 年 3 月底公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	19.16	26.07	26.54	45.65
资产总额(亿元)	137.89	155.43	158.97	177.55
所有者权益(亿元)	31.76	51.85	55.04	56.82
短期债务(亿元)	70.94	60.79	46.31	62.90
长期债务(亿元)	13.99	22.45	37.26	37.23
全部债务(亿元)	84.93	83.24	83.57	100.13
营业收入(亿元)	90.72	94.81	96.37	36.34
利润总额(亿元)	3.00	5.35	5.60	2.39
EBITDA(亿元)	6.32	9.35	10.11	--
经营性净现金流(亿元)	7.44	2.94	3.50	3.31
财务指标				
销售债权周转次数(次)	47.48	68.76	35.96	--
存货周转次数(次)	1.02	0.88	0.81	--
总资产周转次数(次)	0.69	0.65	0.61	--
现金收入比(%)	128.95	116.99	113.52	114.41
营业利润率(%)	21.74	22.94	26.08	29.45
总资本收益率(%)	3.15	4.05	4.13	--
净资产收益率(%)	6.44	7.03	6.96	--
长期债务资本化比率(%)	30.58	30.21	40.37	39.59
全部债务资本化比率(%)	72.78	61.62	60.29	63.80
资产负债率(%)	76.96	66.64	65.38	68.00
流动比率(%)	101.76	131.70	165.70	153.69
速动比率(%)	27.55	40.69	52.42	63.54
经营现金流动负债比(%)	8.08	3.62	5.25	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.37	1.88	2.22	--
全部债务/EBITDA(倍)	13.43	8.91	8.26	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	11.74	11.14	10.99	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	0.74	0.29	0.35	--
EBITDA/本期发债额度(倍)	0.63	0.93	1.01	--

注：1.公司 2016 年一季度财务数据未经审计；2. 公司短期债务中考虑了其他流动负债中的短期融资券及超短期融资券；3.长期债务中考虑了长期应付款中的融资租赁款及其他非流动负债中的中小企业集合票据。

附件 3 有关计算指标的计算公式（新准则）

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	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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

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 中长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，银行间债券市场中长期债券信用评级等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。

联合资信评估有限公司关于 北京顺鑫农业股份有限公司 2016 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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，联合资信有权终止信用等级。

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。

