跟踪评级公告

联合[2017] 1022 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持北京顺鑫农业股份有限公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“16顺鑫农业MTN001”的信用等级为AA。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年六月二十三日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号中国人保财险大厦 17 层（100022）
电话：010-85679696
传真：010-85679228
http://www.lhratings.com

北京顺鑫农业股份有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA　　评级展望：稳定

债项信用

名　称	额　度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
16 顺鑫农业 MTN001	10 亿元	2016/9/27-2019/9/27	AA	AA

跟踪评级时间：2017 年 6 月 23 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 3 月
现金类资产（亿元）	26.07	26.54	43.04	50.06
资产总额(亿元)	155.43	158.97	178.35	183.42
所有者权益(亿元)	51.85	55.04	68.22	69.97
短期债务（亿元）	60.79	46.31	47.11	46.12
长期债务(亿元)	22.45	37.26	33.04	34.99
全部债务(亿元)	83.24	83.57	80.15	81.11
营业收入(亿元)	94.81	96.37	111.97	38.43
利润总额(亿元)	5.35	5.60	5.45	2.46
EBITDA(亿元)	9.35	10.11	10.51	--
经营性净现金流(亿元)	2.94	3.50	10.08	6.52
营业利润率(%)	22.94	26.08	23.12	28.14
净资产收益率(%)	7.03	6.96	6.23	--
资产负债率(%)	66.64	65.38	61.75	61.85
全部债务资本化比率(%)	61.62	60.29	54.02	53.69
流动比率(%)	131.70	165.70	169.94	173.40
经营现金流动负债比（%）	3.62	5.25	13.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.91	8.26	7.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.88	2.22	2.71	--

注：1.公司 2017 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。

分析师

刘晓濛　刘然

邮箱：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）

网址：www.lhratings.com

评级观点

北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“公司”）主营业务包括白酒生产销售及生猪养殖屠宰。跟踪期内，公司保持了在区域市场竞争、品牌知名度以及产业链布局等方面的综合优势，白酒制造业务受益于外埠市场不断扩张延续良好发展态势，推动营业收入稳定增长。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司生猪养殖屠宰业务易受行业周期和疫情影响、房地产类存货去化压力较大等因素可能对其经营与发展带来的不利影响。

随着“牛栏山品牌”在北京市场占有率的日益饱和，公司着重拓展外埠市场，2016 年以来新增湖南、湖北、黑龙江等五个亿元省级市场，外埠市场销售占比逐年提升。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，公司白酒业务全国化战略将进一步推进。

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16顺鑫农业MTN001”AA的信用等级。

优势

1. 公司是北京市大型农业类上市企业，区域行业地位突出，白酒业务及肉类加工产业品牌优势和区域竞争优势显著。
2. 跟踪期内，公司白酒板块外埠市场点带动面的布局效应逐步显现，截至 2016 年底，牛栏山品牌亿元以上省级市场达 10 余个，白酒板块保持良好发展态势。
3. 公司现金类资产及EBITDA对“16顺鑫农业MTN001”保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内，公司肉类加工产业收入仍以生猪屠宰为主，经营规模及盈利能力易受行业周

期和疫情影响，肉类产品市场价格波动大。

2. 公司房地产项目开发周期长且去化速度慢，项目所在区域分化现象凸显，考虑到 2016 年四季度以来房地产行业政策调控趋严，公司存货面临一定周转风险和价值波动风险，对资金形成占用。

声　明

一、本报告引用的资料主要由北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、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。

四、本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，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

北京顺鑫农业股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于北京顺鑫农业股份有限公司主体长期信用及存续期内“16 顺鑫农业 MTN001”的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“顺鑫农业”或“公司”）是经北京市人民政府京政函[1998]33 号文批准，由北京市泰丰现代农业发展中心（现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。后经多次非公开发行，截至 2017 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 37.45%，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，经营范围包括肉类、肉制品及副产品加工与销售，白酒、速冻食品、配制酒、蒸馏酒、发酵酒只在于销售等。

截至 2017 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 2016 年底，公司（合并）资产总额为 178.35 亿元，所有者权益合计 68.22 亿元（含少数股东权益 0.76 亿元）；2016 年，公司实现营业收入 111.97 亿元，利润总额 5.45 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 183.42 亿元，所有者权益合计 69.97 亿元（含少数股东权益 0.74 亿元）；2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 38.43 亿元，利润总额 2.46 亿元。

公司注册地址：北京市顺义区站前街 1 号院 1 号楼顺鑫国际商务中心 12 层；法定代表人：王泽。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2016 年 9 月发行额度为 10 亿元的中期票据“16 顺鑫农业 MTN001”，募集资金用于置换银行贷款，发行期限为赎回前长期存续。截至 2017 年 3 月底，公司募集资金已按照募集用途使用完毕。

表 1　截至 2017 年 3 月底公司存续债券概况

（单位：亿元）

存续债券	发行金额	起息日	兑付日	用途是否变更	是否正常付息
16 顺鑫农业 MTN001	10	16/9/27	19/9/27	否	--

资料来源：公司提供

注：上述债项尚未到付息日。

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，我国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，我国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，我国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，我国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低我国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，我国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，我国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，我国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，我国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，我国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低我国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，我国将继续推进供给侧结构性改革，

促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，就业情况基本稳定。

五、行业分析

1. 白酒制造业

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期后，2012~2015 年中国白酒产业进入深度调整期，企业分化显现。在历经限制“三公”消费、销售低迷、库存高企、减产、降价的冲击后，2016 年白酒行业处于复苏回暖期，向上趋势延续，伴随居民收入快速增长及消费能力提升，商务消费和个人消费已逐渐承接了之前的政府消费，整个行业保持 2015 年量价齐升的态势。

2016 年，全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量 1358.36 万千升，同比增长 3.23%，增速较上年下降 1.84 个百分点。从行业内企业经营效益来看，2016 年纳入国家统计局范畴的规模以上白酒企业 1578 家，其中亏损企业 113 个，企业亏损面为 7.16%；规模以上白酒企业累计完成销售收入 6125.74 亿元，同比增长 10.07%；累计实现利润总额 797.15 亿元，同比增长 9.24%；亏损企业累计亏损额 10.54 亿元，同比下降 15.92%。

从价格来看，自 2012 年开始，白酒行业进入深度调整期，以茅台为代表的高端酒采取“降价放量”策略，白酒价格下滑明显；2016 以来，随着外部环境延续回暖态势，部分行业内龙头企业领先走出行业调整，白酒价格逐步企稳回升。

从行业集中度来看，高端白酒进入壁垒很高，没有明显历史底蕴的企业进入高端白酒市场非常困难，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，虽然国家出台了一系列白酒行业产业政策，对白酒企业的审核提高了标准，一定程度上限制了新企业进入，但地理区域对白酒文化、口味和品牌的偏好各有差异，导致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。截至 2016 年底，全国白酒制造企业有 1578 家，2016 年前五大白酒上市公司收入占行业比重仅 15.49%。

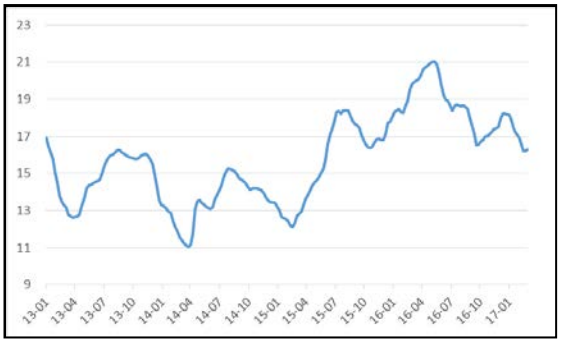
总体看，2013~2015 年，受中央政策和宏观经济下行压力加大影响，白酒行业进入了行业调整期。2016 年以来，白酒行业延续上年回暖趋势，行业内占有优势的中高端酒企逐渐凸显主导地位，并以稳定的增势实现局部回温；但中小型企业之间的竞争却更加激烈。

2. 肉类加工业

中国是猪肉制品生产和消费大国，猪肉总产量、消费人口和消费总量在世界均处于首位，而中国肉类总产量中猪肉占6成以上。近十年，随着中国人口增长、生活水平提升，人们对猪肉的需求也逐步增加，2006～2016年，中国肉类总产量年均复合增长率1.88%。2016年，中国肉类总产量8540万吨，同比小幅下降0.99%，其中，猪肉产量5299万吨，同比下降3.42%。

图1　2013～2017年3月中国城市生猪零售价格

（单位：元/公斤）



资料来源：wind资讯

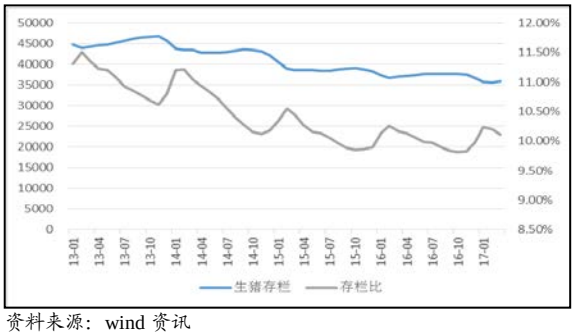
从猪肉价格变动情况看，2016 年以来，生猪价格呈现先升后降的态势，价格于 6 月初达到 21.05 元/公斤的历史高位，2016 年 6~7 月，由于天气因素导致生猪压栏难度增加，加之猪肉消费

减少、进口量快速增长等因素影响，局部地区猪肉价格明显下跌，但市场恐慌结束后，猪价逐步企稳。全年来看，2016 年猪肉平均价格仍处于过去数年的高位；2017 年 3 月末，猪肉价格降至 16.30 元/公斤。

从生猪存栏量来看，2016 年生猪存栏量呈现先增长后减少的态势，于 10 月份达到高点后持续下降。全年来看，截至 2016 年底，生猪存栏量为 3.67 亿头，同比下降 4.29%，主要受 2015 年能繁母猪存栏量下降的影响。2017 年一季度，生猪存栏量持续下降，当期末降至 3.56 亿头，但环比增速已于 3 月份回正。2016 年，全国能繁母猪存栏量呈现持续下滑态势，由 2015 年底的 3798 万头进一步下滑至 2017 年 3 月的 3633 万头。过去 50 个月中，仅 2016 年 4 月份出现环比上涨，其余月份均为下降，受新环保政策对于资金和技术门槛的限制，生猪产能恢复速度或比较缓慢。此外，2016 以来全国母猪平均存栏比（能繁母猪存栏量/生猪存栏量）呈波动下降趋势，2017 年 3 月底降至 10.10%。

图 2 2013~2017 年 3 月国内生猪存栏和生猪存栏比情况

（单位：万头）

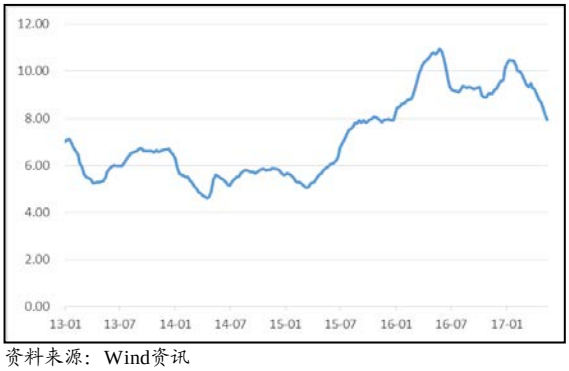


资料来源：wind 资讯

猪粮比指标方面，受益于猪肉价格的上涨以及饲料成本的下降，2016~2017 年 3 月末，猪粮比整体保持着上升的趋势，自 2016 年 1 月初的 8.08 上升至 2017 年 3 月末的 9.48，整体处于很高的水平，显著提升了养殖户的盈利水平。

图 3　2013~2017 年 3 月全国大中城市猪粮比

（单位：%）



资料来源：Wind资讯

总体看，受益于上轮周期中产能亏损退出以及环保政策对于产能恢复的延缓，2016 年生猪价格涨幅明显；但养殖行业较强的周期性特征使得小型养殖企业仍面临较大市场风险，而具有规模优势、市场优势及多元化生产布局的大型养殖企业将表现出更强的抗风险能力，有望在竞争中进一步做大做强，此外日趋严格的环保政策提高了养殖业的进入门槛，亦或将加速小型养殖户的退出。

六、基础素质分析

顺鑫农业属于农业类上市公司，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。

公司猪肉板块形成了“育种-饲料-养殖-防疫-屠宰-加工-物流”一条龙的完整产业链，拥有北京地区最大的安全猪肉生产基地，在全国建有年屠宰生猪能力 400 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。公司生鲜产品销量始终位于北京市场领先地位，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）。

公司白酒制造业务在发展规模、品牌知名度、市场竞争能力和整体经济效益等方面都均具备较为显著的竞争优势。旗下牛栏山酒厂具

有“一个最大、三个最早、五个唯一”的行业优势，即北京地区保持自主酿造规模最大的白酒企业；北京地区白酒行业中最早拥有“中华老字号”、“中国驰名商标”和“中国酿酒大师”（首届）的企业；北京地区白酒行业中唯一一家“在太空开展清香型酒曲实验”、唯一一家获得“原产地标记保护产品”认定、唯一一家获得“全国工业旅游示范点”、唯一一家通过“国家级实验室”认可、唯一一家将“二锅头工艺标准”纳入国家标准的白酒企业。牛栏山二锅头传统酿造技艺被列入国家级非物质文化遗产名录。

总体看，跟踪期内公司区域行业地位稳固，品牌影响力持续提升；作为农业类企业，公司能够享受一定税收减免优惠，具有良好的发展空间。

七、管理分析

跟踪期内，公司董事李晓勇、监事会主席李宝玉、监事张振和职工监事潘永杰任期届满离任；2016年11月29日起，王立友担任公司董事，负振德担任公司监事会主席，曾淑萍和李文祥担任公司监事；2017年2月10日起，李秋生担任公司财务总监；公司主要内控制度和组织结构未发生变化。

李秋生，48岁，研究生学历，注册会计师。最近五年历任公司财务计划部部长、顺鑫控股计划财务部经理。2017年2月10日起担任公司财务总监。

八、经营分析

跟踪期内，白酒制造及肉制品加工板块仍为公司主营业务收入主要收入来源，2016 年收入占比（白酒制造、肉类加工及种畜养殖）合计为 80.31%，同比增加 1.68 个百分点，主业突出。

2016 年，公司实现主营业务收入 111.61 亿元，同比增长 16.10%。其中，白酒制造、肉类加工及种畜养殖板块收入同比分别增长 11.96%、27.49%和 53.51%。同期，建筑工程业务收入同比增长 34.72%至 16.53 亿元，主要系当期项目结算增长带动；其他业务主要包括房地产、市场管理及食品加工等，对收入贡献较小，2016 年其他业务收入同比下降 46.20%，主要系房地产销售结转下降影响。

从盈利水平看，白酒板块为公司毛利润的重要来源（2016 年毛利润占比为 84.69%）；跟踪期内受益于行业回暖及销售占比高的低档酒提价，公司白酒板块毛利率同比小幅提升至 62.59%，保持较强的盈利能力。2016 年，生猪价格波动频繁且幅度较大，整体呈大幅上涨态势。受此影响，公司肉类加工业及种畜养殖业毛利率呈现此消彼长趋势；其中肉类加工业毛利率同比下滑 4.46 个百分点至 2.99%，主要系生猪采购价格大幅上涨加大成本控制难度；种畜养殖业毛利率同比大幅增加 29.80 个百分点至 30.34%，主要受益于种猪下游有效需求及销售价格的提升。同期，建筑工程板块毛利率同比下滑 2.46 个百分点，主要受结算项目盈利水平差异有所波动；其他业务毛利率同比增加 1.65 个百分点，主要来自市场管理业务盈利水平的提升。2016 年，公司综合毛利率为 34.46%，同比下滑 2.80 个百分点。

2017 年 1～3 月，公司实现主营业务收入 38.34 亿元，同比增长 5.71%；综合毛利率为 38.12%，同比减少 4.04 个百分点，主要系低档酒销售占比进一步提升导致白酒板块毛利率同比减少 4.63 个百分点。

跟踪期内，公司主业经营规模稳定扩张，肉类加工板块盈利水平受生猪价格大幅上升影响降幅较大，公司综合盈利能力有所下降。

表 2　2015~2017 年 3 月公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务分类	2015 年			2016 年			2017 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
白酒制造业	46.48	48.35	62.11	52.04	46.63	62.59	22.28	58.11	59.81
肉类加工业	27.78	28.90	7.36	34.74	31.13	2.99	7.87	20.53	5.11
种畜养殖业	1.85	1.92	0.70	2.84	2.55	30.34	0.88	2.30	19.30
建筑工程业	12.27	12.76	11.01	16.53	14.81	8.54	5.19	13.54	7.06
其他	7.75	8.06	45.65	5.45	4.88	47.30	2.12	5.53	15.67
合 计	**96.13**	**100.00**	**37.26**	**111.61**	**100.00**	**34.46**	**38.34**	**100.00**	**38.12**

资料来源：公司提供

注：其他业务包括房地产、市场管理业、食品加工业等。

1. 白酒制造业

公司白酒生产及销售业务主要由下属牛栏山酒厂承担，此外，内蒙古顺鑫宁城老窖酒业有限公司（以下简称“宁城老窖”）也贡献一定收入，但规模小。截至 2016 年底，牛栏山酒厂资产合计 58.06 亿元，所有者权益合计 1.72 亿元。2016 年，牛栏山酒厂实现营业收入 51.50 亿元，净利润 4.90 亿元，经营性现金流净额 10.76 亿元。截至 2016 年底，宁城老窖资产合计 2.47 亿元，所有者权益合计-0.32 亿元。2016 年，宁城老窖实现营业收入 0.55 亿元，净利润-0.13 亿元，经营性现金流净额 0.19 亿元。

牛栏山酒厂酿酒历史悠久，工艺传统具有较高市场认同度和美誉度，客户群稳定；主要生产以清香型“牛栏山”牌二锅头和浓香型“百年牛栏山”为代表的系列产品，产品共计 400 余种。截至 2017 年 3 月底，牛栏山酒厂原酒产能为 25.4 万升；其中低档酒 23 万升、中档酒 1.55 万升、高档酒 0.85 万升。2017 年以来，公司探索“轻资产”经营模式，通过租用佳吉酒业资产新增成都生产基地，主要产品为 42 度陈酿，年总产量 3 万升，产值逾 2 亿元。成都生产基地于 2017 年 4 月份正式投产，辐射范围以四川、云南、贵州、西藏、新疆、青海、陕西等西南、西北地区为主，为公司外埠市场业务扩张奠定基础。

从产销量来看，2016 年随着白酒行业延续向上趋势及自身白酒业务的拓展，公司白酒制造板块实现白酒产量 36.41 万升（其中牛栏山酒厂占比为 99.71%），同比增长 20.45%；实现白酒销售量 33.34 万升（其中牛栏山酒厂占比 99.63%），同比增长 14.45%；当期产销率为 91.56%，保持较高水平。截至 2016 年底，公司白酒库存量 9.24 万升，同比增长 49.81%，主要系 2017 年春节相对较早，公司为保障春节期间销售量提前备货所致。2017 年 1~3 月，公司白酒产量及销量分别为 16.25 万升和 15.16 万升。

表 3　2015~2017 年 3 月公司白酒分类生产及销售情况

（单位：吨、万元，不含税）

品牌	品种	2015 年			2016 年			2017 年 1~3 月		
		产量	销售量	销售金额	产量	销售量	销售金额	产量	销售量	销售金额
牛栏山	低档酒	280866	269041	298606	336484	309190	356867.53	151807	142167	170171
	中档酒	12970	15914	61790	21176	18076	66625.06	8691	8001	30942
	高档酒	6800	4789	92905	5431	4904	91476.44	1532	1030	19574
	小计	**300636**	**289744**	**453301**	**363091**	**332170**	**514969**	**162030**	**151198**	**220687**
宁	低档酒	372	420	1287	460	473	1203	163	123	296

城老窖	中档酒	1189	1097	4246	537	718	3054	255	278	1261
	高档酒	131	62	1457	60	59	1200	28	21	413
	小计	**1692**	**1578**	**6990**	**1057**	**1250**	**5457**	**446**	**422**	**1970**
合 计		**302328**	**291322**	**460290**	**364148**	**333420**	**520426**	**162476**	**151620**	**222657**

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 元以上的为高档酒。

从产品结构看，牛栏山酒厂坚持“民酒”产品定位，产品覆盖高中低三个档次，跟踪期内产量及销量仍以低档白酒为主，产品结构稳定。2016 年，公司低档酒、中档酒及高档酒销售量占比分别为 92.87%、5.64%和 1.49%；销售额占比分别为 68.80%、13.39%和 17.81%，销售结构保持稳定。从产品价格来看，2016 年公司整体吨酒价格为 1.55 万元，同比保持稳定；其中，牛栏山低档酒吨酒价格同比增长 3.99%，牛栏山中档酒及高档酒吨酒价格同比分别下降 5.07%和 3.85%。总体看，牛栏山产品相对于整个白酒市场而言，价位偏低，未来产品结构升级空间大。

从销售区域看，2014 年以前，牛栏山酒类产品主要销售区域集中在北京，目前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 10000 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。2016 年以来，牛栏山酒厂持续加大外埠市场的拓展力度，新增湖南、江西、湖北、黑龙江、陕西五个亿元省级市场。截至 2016 年底，牛栏山酒厂亿元以上省级市场共 10 余个，外埠市场销售收入占比提升至 65%，成为白酒板块经营规模持续扩张的增长点。

从成本上看，牛栏山酒厂白酒的生产成本主要为原酒、粮食和包装，其中酒基与包装材料为生产成本的主要构成，占比约在 90%左右，其中大部分酒基和部分包装材料由子公司生产，其余部分外购。跟踪期内，公司白酒板块生产要素成本结构变化不大。

表 4　2014~2016 年牛栏山白酒分类成本情况

产品	原材料	2014 年		2015 年		2016 年	
		金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）
高档酒	酒基	1441	10.56	1662	10.14	1717	10.36
	粮食	2645	19.38	3170	19.36	3215	19.41
	包装	9562	70.06	11545	70.50	11634	70.23
	合计	**13648**	**100.00**	**16377**	**100.00**	**16566**	**100.00**
中档酒	酒基	8852	33.58	9072	33.50	7696	33.20
	粮食	2597	9.85	2654	9.80	2272	9.81
	包装	14913	56.57	15355	56.70	13213	56.99
	合计	**26362**	**100.00**	**27081**	**100.00**	**23181**	**100.00**
低档酒	酒基	48522	43.56	55577	43.62	64948	43.58
	粮食	12777	11.47	14664	11.51	17070	11.45
	包装	50093	44.97	57160	44.87	67066	44.97
	合计	**111392**	**100.00**	**127401**	**100.00**	**149084**	**100.00**

资料来源：公司提供

公司“牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目”，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2017年3月底，已完成投入7.80亿元，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。

宁城老窖公司主要生产“宁城”牌白酒，定位高端，市场开拓主要以内蒙古地区为主，产量、销量和收入规模都较小，对白酒收入贡献不大。2016年，宁城老窖实现销售量1250升，同比下降20.79%；受中档酒销量明显下滑影响，2016年实现销售额0.55亿元，同比下降21.93%。

跟踪期内，公司白酒销售仍以牛栏山系列二锅头为主，价位偏低，未来产品结构升级空间大。2016年以来，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，公司白酒板块业务稳定增长，盈利能力保持良好水平。

2. 肉类加工及种畜养殖业

作为农业产业化龙头企业，公司建立了“公司＋基地＋农户”经营模式，并在北京、汉中、达州形成了种猪繁育、畜牧养殖、检验防疫、生猪屠宰、肉制品深加工及物流配送完善的产业链及可追溯的食品安全控制体系。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。2016年，鹏程食品实现收入33.86亿元，净利润0.09亿元。

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，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。截至2017年3月底，小店良种场祖代种猪存栏达到1218套，父母代存栏12522套。小店良种场育种出来的猪苗约20%对外销售、80%自己养殖；2016年，受益于生猪行业景气度回暖，下游有效需求带动种猪价格提升，公司通过加大种猪的销售力度，实现利润的显著提升。2016年，小店良种场实现收入1.75亿元，实现净利润0.28亿元。

生猪屠宰方面，截至2017年3月底，公司全国范围内生猪屠宰能力达到400万头/年；其中，北京地区300万头/年。2016年，受生猪收购价格高企，公司持续压缩屠宰量导致当期实际屠宰量同比下降16.32%至135.79万头，向市场提供生猪肉制品19.08万吨，同比增长15.08%，主要系公司充分利用新建成的4万吨冷库，加大猪肉反周期操作，猪价回升期调整屠宰量，销售库存量所致。截至2016年底，公司屠宰业务库存量9155.83吨，同比下降54.05%。2017年1~3月，生猪价格波动中有所回落，公司屠宰量同比小幅增长。

表5　2015～2017年3月公司肉类加工业采购、生产及销售情况

项目	2015年	2016年	17年1~3月
祖代（套）	1100	1176	1218
父母代（套）	13384	12646	12522
屠宰能力（万头/年）	400	400	400
实际屠宰量（万头）	162.27	135.79	39.24
收购均价（元/公斤）	15.08	18.79	17.06

生猪肉制品（万吨）	16.58	19.08	4.05
生猪肉均价（元/公斤）	15.23	17.92	17.85
猪肉熟食（万吨）	1.14	1.03	0.25
猪肉熟食均价（元/公斤）	14.95	15.64	17.50

资料来源：公司提供

公司猪肉制品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。截至 2017 年 3 月底，公司共建立销售网点 2974 家，其中北京地区 2644 家，北京以外地区 330 家。

产品结构方面，公司目前销售收入主要来自生猪屠宰，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。公司熟食扩建车间已于 2016 年正式投产，当期销售猪肉熟食制品 1.03 万吨，同比下降 9.65%，实现销售收入 1.62 亿元；2017 年 1~3 月，公司销售猪肉熟食制品 0.25 万吨，产品结构升级仍有待提高。

总体看，公司生猪养殖产业链较为完整，跟踪期内收入结构仍以生猪屠宰为主，2016 年生猪价格的快速回升对公司屠宰业务盈利水平形成一定制约，生猪养殖盈利能力有所提升，公司猪肉产业链向肉制品深加工的延伸能力还有待提高。

3. 建筑工程业

公司建筑工程板块运营主体为北京鑫大禹水利建筑工程有限公司（以下简称“鑫大禹公司”）。鑫大禹公司具有水利水电工程、市政公用工程施工总承包二级、房屋建筑工程总承包一级、地基与基础处理工程专业承包三级、河湖整治工程专业承包三级等专业资质，可承担大中型水利水电工程及辅助生产设施的建筑工程、水利机电设备安装工程截至 2016 年底，鑫大禹公司资产合计 8.76 亿元，所有者权益合计 2.34 亿元。2016 年，鑫大禹公司实现营业收入 16.53 亿元，净利润 0.40 亿元。

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；工程施工业务范围仍以顺义区为主，项目类型主要为水利水电工程。2016 年，鑫大禹公司建筑工程业务新签合同额 18.70 亿元，同比增长 54.61%；截至 2017 年 3 月底，鑫大禹公司在手合同额 8.63 亿元，在手订单及新签订单较为充足。

2016 年 1 月 22 日，公司与控股股东顺鑫控股签订《股权转让协议》，顺鑫控股拟以 1.78 亿元收购公司持有的鑫大禹公司 85.43%股权。截至 2016 年 12 月 8 日，上述交易的资产评估已过有效期，股权转让交易已中止。

4. 其他业务

公司其他业务主要包括房地产、农产品市场管理与服务业务、食品加工等。2016 年，公司其他业务实现收入 5.45 亿元，同比下降 46.20%，主要系房地产结转收入下降所致。2016 年，公司以 4.21 亿元转让其持有的北京顺鑫石门农产品批发市场有限责任公司 87.08%股权，并于 2016 年 12 月不再纳入合并范围。2016 年 1~8 月，石门市场实现管理费收入 1.32 亿元，实现净利润 0.39 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”），具备房地产开发一级资质。截至 2016 年底，顺鑫佳宇资产合计 64.13 亿元，所有者权益合计-1.04 亿元。2016 年，顺鑫佳宇实现营业收入 2.72 亿元，净利润-1.92 亿元。

截至 2017 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 50.37 万平方米，截至 2017 年 3 月底累计实现签约销售面

积31.05万平方米，实现签约销售金额为29.08亿元，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。2016年9月以来，受政府调控政策加码、房地产区域分化凸显以及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，项目开发周期长，导致竣工未售规模大，对资金形成一定占用，盈利能力持续下降。

表6　截至2017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	13.17	6.38	14.82	14.65
下坡屯一期项目	1.50	17.64	17.16	8.29	8.3
包头望潮苑项目	0.82	15.11	4.91	3.71	3.36
海南富海家园项目	0.86	4.45	2.6	2.26	1.67
合计	--	**50.37**	**31.05**	**29.08**	**27.98**

资料来源：公司提供

截至2017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63.03亿元，截至2017年3月底已投资57.92亿元，尚余投资5.11亿元，投资需求尚可。

表7　截至2017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	预计总投资	截至17年3月已投资	开工时间
顺义牛栏山下坡屯一期	23.73	22.34	2011.03
顺义站前街项目二期	20.25	19.53	2012.03
包头顺鑫望潮苑	11.40	11.05	2009.08
海南富海家园	7.65	5.00	2012.10
合　计	**63.03**	**57.92**	--

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。

5. 未来发展

未来，公司将结合行业发展态势和公司内部产业布局规划，以产业经营为基础，资本运营为手段，围绕“主业突出、业务清晰、同业整合、价值实现”的发展目标，实施归核化发展战略，聚焦酒业、肉食两大主业，逐步剥离其他业务。同时，通过整合内外部资源，推动产业规模扩大、资产价值提升。

九、财务分析

公司提供的2016年度财务报表已经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的审计报告。公司提供的2017年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2016年公司纳入合并范围子公司共14家，其中投资新设子公司5家，股权转让减少1家：北京顺鑫石门农产品批发市场有限责任公司。2017年3月底，公司合并范围较2016年底无变化，财务数据可比性较强。

截至2016年底，公司（合并）资产总额为178.35亿元，所有者权益合计68.22亿元（含少数股东权益0.76亿元）；2016年，公司实现

营业收入 111.97 亿元，利润总额 5.45 亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 183.42 亿元，所有者权益合计 69.97 亿元（含少数股东权益 0.74 亿元）；2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 38.43 亿元，利润总额 2.46 亿元。

1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额为 178.35 亿元，同比增长 12.19%；其中流动资产占 73.45%，非流动资产占 26.55%，公司资产构成仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产 131.00 亿元，同比增长 18.57%，构成主要为货币资金（占 31.60%）和存货（占 59.53%）。

截至 2016 年底，公司货币资金为 41.39 亿元，同比增长 65.78%，主要系预收白酒销售款及借款增长带动；其中银行存款 30.93 亿元，受限资金 10.45 亿元（票据保证金、第三方支付保证金等）。

截至 2016 年底，公司存货 77.99 亿元，同比增长 3.25%，其中库存商品占 22.41%、开发产品占 29.14%、开发成本占 39.02%。截至 2016 年底，公司房地产类存货规模 53.16 亿元，占存货比重 68.16%；其中开发产品主要由包头顺鑫望潮苑（期末余额 8.95 亿元）、商务中心项目（期末余额 9.10 亿元）和海南项目（期末余额 4.02 亿元）构成，开发成本主要包括牛栏山下坡屯项目（期末余额 25.72 亿元）、鑫泽园（期末余额 1.57 亿元）和小店项目（1.46 亿元）。截至 2016 年底，公司存货未计提跌价准备。总体看，公司房地产板块形成的存货占比高，竣工未售产品去化速度慢，在建项目未来投资模式具有一定不确定性，公司存货流动性偏弱，对资金形成占用。

截至 2016 年底，公司其他流动资产 3.02 亿元，主要为增值税留抵税款。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产为 47.35 亿元，同比下降 2.35%，主要由固定资产（占 69.35%）和无形资产（占 16.72%）构成。

截至 2016 年底，公司固定资产期末余额 42.14 亿元，同比增长 20.78%，主要来自在建工程中牛栏山酒厂研发中心暨升级改造项目、熟食产业技术升级项目转入；固定资产构成主要为房屋及建筑物（占 60.35%）和机器设备（占 31.73%）；累计折旧 9.30 亿元，计提减值准备 119.73 万元。同期，公司无形资产 7.92 亿元，主要为土地使用权。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额进一步增长至 183.42 亿元，较 2016 年底增长 2.85%，主要来自货币资金的增长；其中流动资产占比 74.17%，资产构成变化不大。

跟踪期内，公司资产规模稳步增长，构成以流动资产为主，资产结构稳定。流动资产中货币资金及以开发产品、开发成本为主的存货占比大；非流动资产主要由固定资产和无形资产构成。考虑到 2016 年四季度以来房地产行业政策调控趋严，公司房地产项目开发周期长且去化速度慢，公司存货面临一定周转风险和价值波动风险。

2. 负债及所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益合计 68.22 亿元（含少数股东权益 0.76 亿元），同比增长 23.94%，主要系跟踪期内发行 10 亿元永续中期票据及利润积累带动所致；从构成来看，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 8.46%、资本公积占 41.49%、盈余公积占 6.26%、其他权益工具占 14.83%、未分配利润占 28.97%。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益增至 69.97 亿元（含少数股东权益 0.74 亿元），较 2016 年底增长 2.58%，主要来自未分配利润的增长。总体看，公司所有者权益结构稳定性一般。

截至 2016 年底，公司负债总额为 110.13

亿元，同比增长 5.96%；其中，流动负债占 70.00%，非流动负债占 30.00%，流动负债占比同比增加 5.84 个百分点。

截至 2016 年底，公司流动负债 77.09 亿元，同比增长 15.61%，主要来自短期借款、应付票据及预收款项的增长。

截至 2016 年底，公司短期借款 31.71 亿元，同比增长 12.00%，其中保证借款 24.70 亿元，信用借款 7.01 亿元；预收款项 21.41 亿元，同比增长 25.14%，构成主要为白酒销售预收货款；其他流动负债 5.05 亿元，同比下降 66.78%，为公司 2016 年 8 月发行的 5 亿元超短期融资券。

截至 2016 年底，公司非流动负债 33.04 亿元，同比下降 11.31%，由长期借款和应付债券构成。截至 2016 年底，公司长期借款 8.21 亿元，同比下降 20.53%，其中抵押借款 4.37 亿元、保证借款 3.84 亿元；应付债券 20.34 亿元，主要包括公司发行的 2015 年第一期（10 亿元）、第二期（10 亿元）公司债券；长期应付款降至 3.99 亿元，主要为应付融资租赁款。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额为 113.45 亿元，较上年底增长 3.01%，主要来自预收款项增长，其他负债科目同比变化不大。

截至 2016 年底，公司全部有息债务为 80.15 亿元，同比下降 4.09%；其中短期债务占 58.77%，长期债务占 41.23%，债务结构有所改善。债务指标方面，受永续中期票据发行带动所有者权益增长影响，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率均有所下降，2016 年底分别为 61.75%、54.02%和 32.63%，同比分别减少 3.63 个、6.27 个和 7.74 个百分点。考虑到公司发行的永续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，若将 10 亿元永续中期票据纳入有息债务核算，截至 2016 年底，公司全部债务为 90.15 亿元，同比增长 7.87%；资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率将上升至 42.51%、60.76%和 63.78%，债务负担有所加重。

截至 2017 年 3 月底，公司有息债务合计 81.11 亿元，较 2016 年底增长 5.90%；公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 61.85%、53.69%和 33.34%。若同时将 10 亿元永续中期票据纳入有息债务核算，则上述三项指标分别为 63.82%、60.31%和 42.86%。

总体看，跟踪期内公司债务规模有所收缩，债务结构较为合理，但整体债务负担仍较重。

3. 盈利能力

跟踪期内，受益于白酒行业景气度回暖，公司经营规模稳步增长，2016 年营业收入同比增长 16.18%至 111.97 亿元。同期，公司营业成本同比增长 21.26%至 73.30 亿元。受营业成本增速快于营业收入影响，2016 年公司营业利润率同比减少 2.96 个百分点至 23.12%。

从期间费用来看，2016 年公司期间费用同比增长 14.32%，期间费用率为 19.97%，同比小幅下降。其中，销售费用及管理费用仍为期间费用的主要构成，2016 年占比分别为 54.72%和 33.81%，主要为广告费（3.74 亿元）、业务费（3.07 亿元）、运输费（2.07 亿元）及促销费（1.78 亿元）；财务费用同比增长 49.83%，主要系随着房地产项目竣工，利息费用化所致。总体看，公司期间费用对利润侵蚀影响大，控制能力有待提升。

非经营性损益方面，2016 年公司投资收益 1.86 亿元，主要为处置石门市场股权产生的投资收益；营业外收入同比下降至 0.01 亿元，主要系本期未发生非流动资产处置利得。总体看，公司非经营性损益可持续性不强，对利润贡献有所波动。

盈利指标方面，2016 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.72%和 6.23%，同比变化不大。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 38.43

亿元，同比增长 5.75%；营业利润率同比减少 1.31 个百分点至 28.14%，主要系盈利水平较低的低档酒占比进一步提高所致。

跟踪期内，公司经营规模稳定增长，期间费用对利润侵蚀影响较大，控制能力有待加强；公司整体盈利能力有所下滑。

4. 现金流及保障

2016 年，随着经营规模的提升，公司经营活动现金流入同比增长 25.99%至 138.41 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；经营活动现金流出同比增长 20.66%至 128.33 亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金 9.48 亿元，主要为广告费（4.53 亿元）、运输费（1.71 亿元）及促销费（1.74 亿元）等。同期，受益于预收销货款及应付采购款的增加，经营活动产生的现金流量净额大幅提升至 10.08 亿元。经营获现质量方面，2016 年公司现金收入比同比增加 9.48 个百分点至 123.00%，公司经营活动获现能力强。

从投资活动看，2016 年公司投资活动现金流入 4.15 亿元，同比大幅提升，主要系跟踪期内公司处置石门市场股权收到的现金；公司投资活动现金流出为 3.80 亿元，主要为牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程持续投入。2016 年，公司投资活动净现金流为 0.35 亿元。

2016 年，公司筹资活动前现金净流量为 10.43 亿元，公司经营活动现金净流量能够满足当期投资活动支出需求。

2016 年，公司筹资活动现金流入为 57.45 亿元，同比下降 12.40%；其中吸收投资 10.00 亿元，主要为发行 10 亿元永续中期票据；筹资活动现金流出为 61.46 亿元，主要为偿还债务支付的现金；筹资活动净现金流为-4.01 亿元。

2017 年 1~3 月，公司经营活动现金净流量为 6.52 亿元；投资活动产生的现金净流量为-0.77 亿元；筹资活动现金表现为净流入 0.32 亿元。

跟踪期内，公司主业保持良好的经营获现能力，经营活动现金流净额大幅提升，能够满足当期投资支出，公司对外融资需求不大。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，2016 年公司流动比率和速动比率分别提升至 169.94%和 68.77%，受存货规模较大影响，公司速动比率处于较低水平。截至 2017 年 3 月底，上述两项指标分别为 173.40%和 76.15%。考虑到公司货币资金充沛，经营获现能力良好，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力看，2016 年公司 EBITDA 为 10.51 亿元，同比增长 3.88%；同期，公司 EBITDA 利息倍数小幅提升至 2.71 倍，全部债务/EBITDA 倍数为 7.63 倍，公司 EBITDA 对利息及全部债务的保障能力一般。总体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2017 年 3 月底，公司共获得银行授信约 167.52 亿元，未使用额度约 126.28 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 2017 年 3 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（信用代码为：G10110113016362l0O），截至 2017 年 5 月 9 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，是国家农业产业化重点龙头企业，已形成“育种-饲料-养殖-防疫-屠宰-加工-物流”一条龙的完整产业链。公司白酒制造业务盈利能力强，产品具有较强知名度和美誉度，在外部发展环境、品牌影响力以及区域市场竞争方面具备一定优势。总体看，公司抗风险能力强。

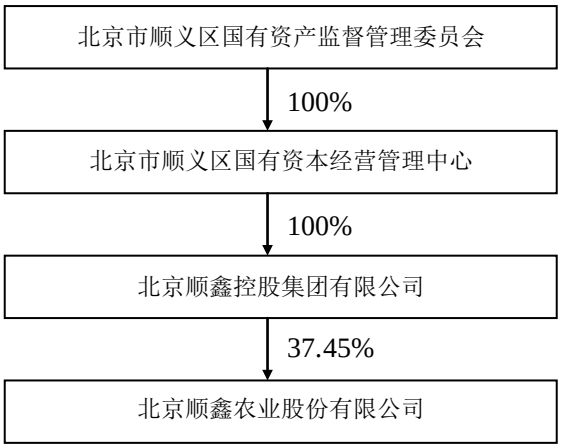
十、存续债券保障能力分析

2016 年，公司现金类资产及 EBITDA 分别为“16 顺鑫农业 MTN001”的 4.30 倍和 1.05 倍。2017 年 3 月底，公司现金类资产为“16 顺鑫农业 MTN001”5.01 倍。总体看，公司现金类资产及 EBITDA 对“16 顺鑫农业 MTN001”保障能力较强。

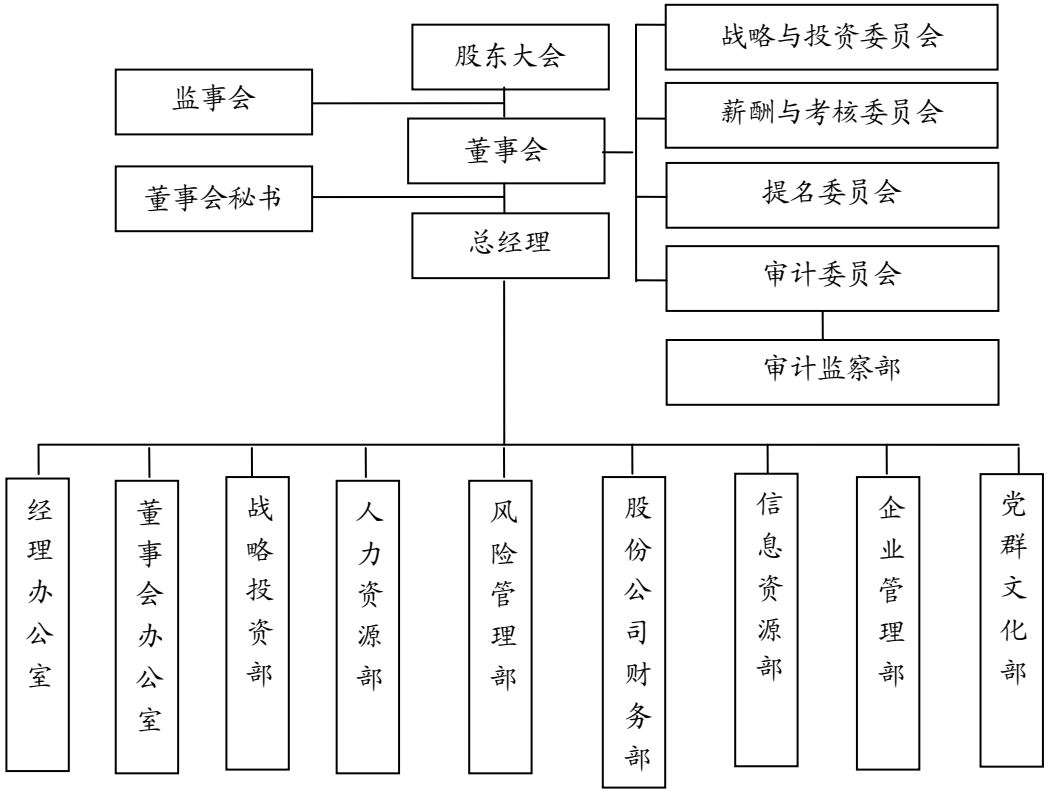
十一、结论

综合考虑，联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“16 顺鑫农业 MTN001”AA 的信用等级。

附件 1-1　截至 2017 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2017 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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	26.07	26.54	43.04	50.06
资产总额(亿元)	155.43	158.97	178.35	183.42
所有者权益(亿元)	51.85	55.04	68.22	69.97
短期债务(亿元)	60.79	46.31	47.11	46.12
长期债务(亿元)	22.45	37.26	33.04	34.99
全部债务(亿元)	83.24	83.57	80.15	81.11
营业收入(亿元)	94.81	96.37	111.97	38.43
利润总额(亿元)	5.35	5.60	5.45	2.46
EBITDA(亿元)	9.35	10.11	10.51	--
经营性净现金流(亿元)	2.94	3.50	10.08	6.52
财务指标				
销售债权周转次数(次)	68.76	35.96	28.74	--
存货周转次数(次)	0.88	0.81	0.95	--
总资产周转次数(次)	0.65	0.61	0.66	--
现金收入比(%)	116.99	113.52	123.00	121.71
营业利润率(%)	22.94	26.08	23.12	28.14
总资本收益率(%)	4.05	4.13	4.72	--
净资产收益率(%)	7.03	6.96	6.23	--
长期债务资本化比率(%)	30.21	40.37	32.63	33.34
全部债务资本化比率(%)	61.62	60.29	54.02	53.69
资产负债率(%)	66.64	65.38	61.75	61.85
流动比率(%)	131.70	165.70	169.94	173.40
速动比率(%)	40.69	52.42	68.77	76.15
经营现金流动负债比(%)	3.62	5.25	13.08	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.88	2.22	2.71	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.91	8.26	7.63	--

注：1.公司 2017 年一季度财务数据未经审计；2. 短期债务中考虑了其他流动负债中的超短期融资券；3.长期债务中考虑了长期应付款中的融资租赁款。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用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。详见下表：

信用等级设置	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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。