信用等级公告

联合[2018] 1139 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主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将公司主体长期信用等级由 AA 上调为 AA^+，将“16 顺鑫农业 MTN001”的信用等级由 AA 上调为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年六月二十二日

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
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	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 顺鑫农业 MTN001[1]	10 亿元	2019/9/27	AA+	AA

跟踪评级时间：2018 年 6 月 22 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 3 月
现金类资产（亿元）	26.54	43.04	54.10	52.85
资产总额(亿元)	158.97	178.35	184.12	179.32
所有者权益(亿元)	55.04	68.22	71.27	74.80
短期债务（亿元）	46.31	47.16	37.00	28.00
长期债务(亿元)	37.26	32.54	31.11	32.05
全部债务(亿元)	83.57	79.70	68.11	60.05
营业收入(亿元)	96.37	111.97	117.34	39.73
利润总额(亿元)	5.60	5.45	6.37	4.96
EBITDA(亿元)	10.11	10.51	10.96	--
经营性净现金流(亿元)	3.50	10.08	24.71	8.74
营业利润率(%)	26.08	23.12	22.90	29.29
净资产收益率(%)	6.96	6.23	6.21	--
资产负债率(%)	65.38	61.75	61.29	58.29
全部债务资本化比率(%)	60.29	53.88	48.87	44.53
流动比率(%)	165.70	169.94	169.34	182.87
经营现金流动负债比(%)	5.25	13.08	30.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.26	7.59	6.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.22	2.71	3.38	--

注：1.公司 2018 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.公司长期债务中考虑了长期应付款中的融资租赁款；4.公司所有者权益中含 10 亿元永续中期票据。

分析师

刘晓濛　闫昱州　王喜梅

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

[1]16 顺鑫农业 MTN001 为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日。

评级观点

北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“公司”）是北京市大型农业类上市企业，主营业务包括白酒制造及肉制品加工。跟踪期内，凭借较为完善的营销体系、持续提升的产品认可度及“牛栏山”品牌知名度，公司白酒制造业务泛全国化布局成效显著，截至2017年底已在18个省级区域形成亿元级市场，行业地位与市场竞争力进一步增强，成为拉动公司业绩提升的核心增长点。2017年以来，公司持续聚焦优化经营格局，在剥离盈利能力及竞争实力相对较弱的建筑工程业务后，综合盈利能力得到明显提升。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司肉制品加工及种畜养殖业务盈利能力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。

受益于主业良好的经营获现能力，2017 年以来公司经营活动净现金流同比大幅提升，有息债务规模持续收缩，偿债能力进一步增强。未来，随着大众消费水平、外埠市场产品结构逐步升级及牛栏山升级改造项目投产，公司白酒制造业务规模有望保持较快增速，盈利能力保持良好水平。

“16 顺鑫农业 MTN001”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“16 顺鑫农业 MTN001”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。

综合评估，联合资信确定将北京顺鑫农业股份有限公司的主体长期信用等级由AA上调为AA+，评级展望为稳定，并将“16顺鑫农业MTN001”的信用等级由AA上调为AA+。

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，旗下拥有“牛栏山”、“宁城”、“鹏程”、“顺鑫”、“小店”共5个中国驰名商标；2017年“牛栏山”以220.77亿元的品牌价值位列第九届华樽杯中国酒类品牌价值200强榜单，品牌知名度高。

2. 2017年，公司剥离了盈利能力及竞争优势相对较弱的建筑工程业务，产业结构进一步优化，有助于公司集中资源聚焦主业。2018年一季度，公司综合毛利率由2017年同期的38.12%提升至43.16%，利润总额同比增长101.41%，盈利能力明显提升。
3. 公司拥有北京地区最大的安全猪肉生产基地，生鲜产品销量始终位于北京市场领先地位，其中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）。
4. 跟踪期内，凭借较为完善的营销体系、持续提升的产品认可度及品牌知名度，公司白酒制造业务泛全国化布局成效显著，截至2017年底已在河北、内蒙、江苏等18个省级区域形成亿元级市场，带动经营规模快速扩张，2018年一季度白酒销量同比增长45.47%。
5. 受益于白酒制造板块规模快速扩张及先款后货为主的结算特点，2017年以来公司经营活动现金净流入同比大幅增长，经营获现能力良好；有息债务持续收缩，偿债能力增强，财务弹性得到提升。
6. 公司货币资金充裕，EBITDA对“16顺鑫农业MTN001”保障能力较强。

关注

1. 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，对资金形成较大占用。
3. “16顺鑫农业MTN001”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，且一旦出现递延，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

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

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于北京顺鑫农业股份有限公司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2018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38.19%（均未质押），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、蒸馏酒销售等。

截至2018年3月底，公司下设战略与投资、薪酬与考核、提名、审计4个委员会；设有办公室、战略投资部、风险管理部、人力资源部、股份公司财务部等8个职能部门。

截至2017年底，公司（合并）资产总额为184.12亿元，所有者权益合计71.27亿元（含少数股东权益0.39亿元）；2017年，公司实现营业收入117.34亿元，利润总额6.37亿元。

截至2018年3月底，公司（合并）资产总额为179.32亿元，所有者权益合计74.80亿元（含少数股东权益0.35亿元）；2018年1～3月，公司实现营业收入39.73亿元，利润总额4.96亿元。

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：李颖林。

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”，募集资金全部用于置换银行贷款，截至2018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2018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	是

资料来源：公司提供

注：16顺鑫农业MTN001为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日。

“16顺鑫农业MTN001”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。基于“16顺鑫农业MTN001”条款，可得出以下结论：

（1）“16顺鑫农业MTN001”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，“16顺鑫农业MTN001”与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）“16顺鑫农业MTN001”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，公司在“16顺鑫农业MTN001”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）“16顺鑫农业MTN001”在发生除永

续中期票据条款中规定的强制付息事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制，利息递延不构成违约。2017年，公司向全体股东每10股派发现金股利1.50元（含税），分配利润共计0.86亿元。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，“16 顺鑫农业 MTN001”具有公司可赎回权、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“16 顺鑫农业 MTN001”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。

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值（GDP）82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业 PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业 PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）

小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

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，2016~2017 年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，行业呈现量价齐升的态势。

2017 年，全国规模以上白酒企业完成酿酒

总产量 1198.06 万千升，同比增长 6.86%。从行业内企业经营效益来看，2017 年纳入到国家统计局范畴的规模以上白酒企业 1593 家，累计完成销售收入 5654.42 亿元，同比增长 14.42%；累计实现利润总额 1028.48 亿元，同比增长 35.79%，受益于白酒行业的回暖，白酒企业的经营效益显著提升，特别是中高端白酒企业效益提升尤为突出。

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，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；2017 年，市场需求良好，高端白酒率先涨价，在其带动下，国内白酒价格整体涨幅进一步扩大，根据国家发改委数据，2017 年国内 36 个大中城市高端白酒平均价格同比涨幅 12.18%，涨幅较 2016 年增加 9.27 个百分点，而同期中低端白酒平均价格仅有小幅上涨。

从行业集中度来看，高端白酒进入壁垒很高，没有明显文化底蕴、品牌力、产品实力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，但由于不同省份区域对白酒文化、口味和品牌的偏好各有差异，国内市场形成了一定的地域割据的格局，导致地方性中小白酒企业较多，但近年来随着居民消费升级的趋势延续，中高端白酒企业的跨区域扩张步伐加速，以及中低端白酒企业的退出，行业集中度有所上升，2017 年前五大白酒上市公司收入占行业比重为 22.73%，同比增加 7.24 个百分点。

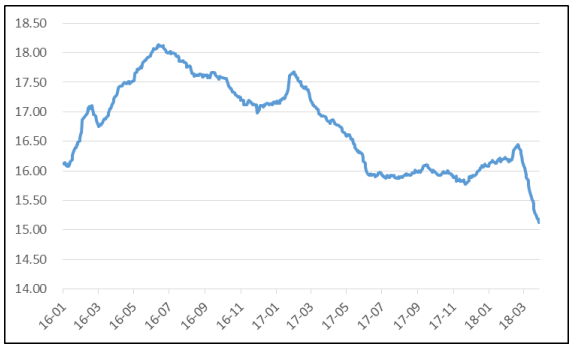
总体看，2017 年以来，白酒行业延续回暖趋势，行业内占有优势的中高端酒企逐渐凸显主导地位，但不同价格带产品因竞争环境差异业绩呈现分化趋势，品牌力、销售渠道、资金及规模等方面更具竞争优势的白酒制造企业呈现出更强的抗风险能力。未来，在居民消费升级的趋势下，白酒制造行业将进入整合重组阶段，行业集中度将有效提高，产能过剩风险有望得到一定缓解。

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，人们对肉类的需求也逐步增加，2006～2015年，中国肉类总产量年均复合增长率1.98%，但2016年以来，肉类总产量持续小幅下降，其中2017年，中国肉类总产量8431万吨，同比小幅下降1.25%，其中猪肉产量5340万吨，同比基本持平。

图1　2016～2018年3月中国城市生猪零售价格

（单位：元/公斤）



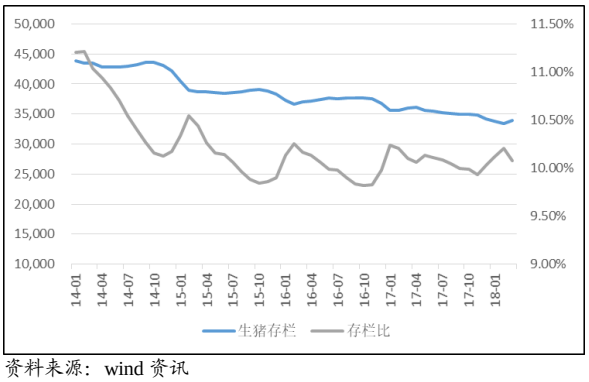
资料来源：wind资讯

从猪肉价格变动情况看，2017 年以来，生猪价格呈现先升后降的态势，价格于 2 月初达到 17.68 元/公斤的年内高位，之后价格持续走低，主要由于期间污染排放不达标的养殖场被永久清拆处理，而受清退养殖场的生猪产能或转移至规模猪场，或集中出栏上市，生猪供大于求。全年来看，2017 年猪肉平均价格 16.38 元/公斤，同比下降 5.67%；2018 年 3 月末，猪肉价格继续降至 15.12 元/公斤。

从生猪存栏量来看，2017 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 2017 年底，生

猪存栏量为 3.42 亿头，同比下降 6.80%，主要受 2016 年能繁母猪存栏量下降的影响。2018 年一季度，生猪存栏量持续下降，当期末降至 3.39 亿头。2017 年，全国能繁母猪存栏量继续呈现持续下滑态势，由 2017 年初的 3651 万头进一步下滑至 2018 年 3 月的 3417 万头，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，2017 以来全国母猪平均存栏比（能繁母猪存栏量/生猪存栏量）呈小幅波动趋势，2018 年 3 月底降至 10.10%。

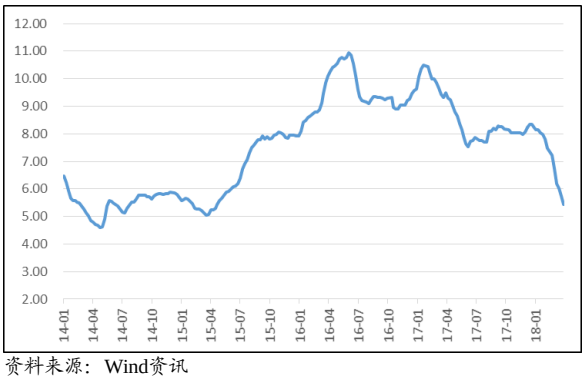
图 2　2014~2018 年 3 月国内生猪存栏和生猪存栏比情况　（单位：万头）



资料来源：wind 资讯

猪粮比指标方面，受猪肉价格的下降以及饲料成本上升的影响，2017~2018 年 3 月末，猪粮比整体呈现快速下降的趋势，自 2017 年 1 月初的 10.08 降至 2018 年 3 月末的 5.45，显著降低了养殖户的盈利水平，部分缺乏规模效应的养殖户已出现亏损。

图 3　2014~2018 年 3 月全国大中城市猪粮比价　（单位：%）



资料来源：Wind资讯

总体看，受规模猪场及被清退猪场生猪集中出栏上市，2017 年生猪价格跌幅明显；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，近年来随着外部环境变化及自身经营战略调整，公司主业逐步突出，已形成以白酒及猪肉为核心产业的双主业经营格局。其中白酒产业主要包括“牛栏山”二锅头和“宁城老窖”2 个中国驰名商标；猪肉产业主要包括“小店”牌种猪及商品猪、“鹏程”牌生鲜及熟食制品 2 个中国驰名商标。

公司猪肉板块形成了集“种猪繁育-生猪养殖-检验防疫-屠宰-肉制品深加工-冷链物流配送”于一体的全产业链，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。冷链物流配送环节，公司拥有 4 万吨华北地区最大单体冷库和专业冷藏车，日配送能力达 600 吨。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）。跟踪期内，“鹏程”荣获“2017 年中国消费者市场影响力品牌称号”、“品牌猪肉奖”、“5A 级优质猪肉奖”等荣誉。

公司白酒制造业务在经营规模、品牌知名度、市场竞争能力和整体经济效益等方面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，2017 年“牛栏山”以 220.77 亿元的品牌价值荣登第九届华樽杯中国酒类品牌价值 200 强榜单。

税收优惠方面，根据 2008 年开始实施的《中华人民共和国企业所得税法》及财政部、国家税务总局财税[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》，母公司中除牛栏山酒厂（分公司）及创新食品分公司按 25%征税外（单独核算），其他分公司均免征企业所得税；从事种植、养殖业和农林产品初加工的子公司免征企业所得税。

总体看，跟踪期内公司主营业务区域行业地位稳固，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

2018年5月，公司召开的股东大会选举李颖林先生、李秋生先生和秦龙先生为公司董事，董事会选举李颖林先生为公司董事长。公司董事会重新选举产生了董事会提名委员会、董事会薪酬与考核委员会和董事会战略与投资委员会。公司董事会审议通过聘任安元芝先生为公司总经理、聘任李秋生先生为公司副总经理。跟踪期内，公司在内部控制、治理结构、管理制度等方面无重大变化。

李颖林先生，46岁，研究生学历，中共党员。历任北京市顺义区国有资本经营管理中心党委委员、副经理、北京顺义金融控股有限责任公司董事、副经理；北京顺鑫控股集团有限公司监事会主席；北京综合保税区开发管理有限公司监事会主席。现任北京顺鑫控股集团有限公司党委副书记，董事，经理；2018年5月起任公司董事长。

安元芝先生，47岁，研究生学历，历任公司副总经理兼董事会秘书，北京顺鑫控股集团有限公司董事，2018年5月起任公司总经理。

八、重大事项

2017年8月31日，公司与北京顺鑫建设科技集团有限公司（原名为“北京顺鑫建设科技有限公司”，以下简称“顺鑫建设”）在北京顺义区签署了《北京顺鑫建设科技有限公司与北京顺鑫农业股份有限公司关于收购北京鑫大禹建筑工程有限公司股权的协议》。根据天健兴业出具的《资产评估报告书》，北京鑫大禹水利建筑科技有限公司（以下简称“鑫大禹”）在评估基准日2017年5月31日采用收益法评估后的净资产评估价值3.45亿元，增值率99.42%，85.43%股权对应的交易价格为2.95亿元。经双方协商，顺鑫建设（控股股东顺鑫控股全资子公司）以现金方式出资2.95亿元收购公司持有鑫大禹85.43%股权，交易完成后公司不再持有鑫大禹股权，公司实现股权转让收益0.93亿元。鑫大禹于2017年10月底完成剥离，不再纳入合并范围，股权转让款已全部到账。

鑫大禹为公司建筑工程业经营主体，2016年鑫大禹实现营业收入22.23亿元，净利润0.40亿元。截至2017年5月底，鑫大禹资产总额7.58亿元，所有者权益2.56亿元。

本次股权转让目的为持续优化公司产业结构，收缩盈利能力相对较弱、竞争优势不强的非主营业务，集中资源聚焦主业，进而提升综合竞争能力。

九、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核心来源，2017 年收入占比（白酒制造、肉类加工及种畜养殖）合计为

82.63%，同比增加 2.32 个百分点。2018 年 1~3 月，随着建筑工程业务剥离，白酒制造及肉制品加工收入贡献比重提升至 98.23%，主业格局进一步突出。

2017 年，公司实现主营业务收入 116.97 亿元，同比增长 4.80%。其中，受益于泛全国化市场布局加速推进，白酒制造业务收入同比增长 23.96%；肉类加工及种畜养殖板块收入同比分别下降 14.54%和 13.73%，主要系生猪及猪肉价格下滑所致。同期，建筑工程业务收入同比增长 5.02%至 17.36 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、纸业及食品加工，对收入贡献较小，2017 年同比下降 45.69%，主要系市场管理业务剥离（自 2016 年 12 月不再纳入合并范围）及房地产结转收入下降综合所致。

从盈利水平看，白酒板块为公司毛利润的重要来源，2017 年毛利润占比为 89.43%。跟踪期内，受盈利水平相对较低的低档白酒销售额占比提升及纸制品等原材料价格上涨影响，公司白酒板块毛利率同比减少 7.73 个百分点至 54.86%，但仍保持较强的盈利能力。2017 年，生猪价格呈大幅下滑态势。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增加 1.53 个百分点至 4.52%，种畜养殖业毛利率同比减少 11.55 个百分点至 18.79%，主要系生猪价格下滑。同期，建筑工程板块毛利率同比下滑 1.80 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减少 6.48 个百分点，主要系盈利水平较强的市场管理业务剥离所致。2017 年，公司主业毛利率为 33.83%，同比基本保持稳定。

2018 年 1～3 月，公司实现主营业务收入 39.66 亿元，同比增长 3.44%；综合毛利率同比增加 5.04 个百分点至 43.16%。其中，白酒制造板块营业收入同比快速增长 45.38%，毛利率同比下滑 9.31 个百分点，一方面由于毛利率较低的低档产品占比较高及原材料价格上涨，另一方面系 2017 年下半年开始，公司白酒制造板块改变市场开发及推广投入方式，市场开发及推广费用由经销商承担，然后给予经销商产品销售折扣、费用推广相应抵减白酒业务收入综合所致；受 2018 年一季度生猪价格持续大幅下跌影响，公司肉类加工及种畜养殖业收入同比分别下降 21.47%和 55.68%，毛利率同比分别增加 3.19 个和减少 28.13 个百分点。

跟踪期内，公司白酒制造业务在泛全国化市场布局加速推进的带动下，实现收入规模快速增长，行业地位与竞争力得到提升。肉类加工及种畜养殖业盈利水平易受生猪价格波动影响。受益于主业格局进一步明晰，盈利能力较强的业务比重持续提升，公司综合盈利能力同比增强。

表 2　2016~2018 年 3 月公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务分类	2016 年			2017 年			2018 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	52.04	46.63	62.59	64.51	55.15	54.86	32.39	81.66	50.50
肉类加工业	34.74	31.13	2.99	29.69	25.38	4.52	6.18	15.58	8.30
种畜养殖业	2.84	2.55	30.34	2.45	2.10	18.79	0.39	0.99	-8.83
建筑工程业	16.53	14.81	8.54	17.36	14.84	6.74	--	--	--
其他	5.45	4.88	47.30	2.96	2.53	40.82	0.70	1.77	40.11
合 计	**111.61**	**100.00**	**34.46**	**116.97**	**100.00**	**33.83**	**39.66**	**100.00**	**43.16**

资料来源：公司提供

注：其他业务包括房地产、纸业及食品加工业；建筑工程业务已于 2017 年 10 月底剥离，经营部分不再单独分析。

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，是白酒制造业务收入及利润主要来源。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 2017 年底，牛栏山酒厂资产总额 78.73 亿元，所有者权益 1.72 亿元；2017 年牛栏山酒厂实现营业收入 64.10 亿元，净利润 6.30 亿元，同比增长 28.57%。截至 2017 年底，宁城老窖资产总额 2.43 亿元，所有者权益-0.40 亿元；2017 年实现营业收入 0.54 亿元，净利润-0.08 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 2018 年 3 月底，牛栏山酒厂成品酒产能为 48 万千升/年，较 2016 年底有所提升，主要得益于牛栏山酒厂东扩工程完工及成都生产基地产能纳入；其中低档酒 44 万千升/年、中档酒 3 万千升/年、高档酒 1 万千升/年。2017 年以来，公司延续“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 万千升。成都生产基地于 2017 年 4 月正式投产，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，2017 年随着白酒行业整体复苏及自身白酒业务销售区域的快速拓展，公司全年实现产量 44.10 万千升（其中牛栏山酒厂占比为 99.71%），同比增长 21.09%，产能利用率达 91.77%，处于行业内较高水平；实现白酒销售量 42.93 万千升（其中牛栏山酒厂占比 99.76%），同比增长 28.75%；当期产销率为 97.35%，同比增加 5.79 个百分点。截至 2017 年底，公司白酒库存量 10.41 万千升，同比增长 12.62%。

2018 年 1~3 月，受益于前期开拓的外埠市场逐步进入成熟期以及“大单品战略”全国认可度持续提升，公司白酒实现产量及销量分别为 18.14 万千升和 21.68 万千升，同比分别快速增长 42.96%和 45.47%。

表 3　2016~2018 年 3 月公司白酒分类生产及销售情况

（单位：千升、万元，不含税）

品牌	品种	2016 年			2017 年			2018 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	336484	309190	356867.53	423021	401383	471419.78	168124	200621	239968.19
	中档酒	21176	18076	66625.06	11618	22046	78907.19	11489	13863	51350.95
	高档酒	5431	4904	91476.44	5054	4824	89673.16	1248	1850	30976.42
	小计	**363091**	**332170**	**514969**	**439693**	**428253**	**640000.13**	**180861**	**216334**	**322295.56**
宁城老窖	低档酒	460	473	1203	490	377	852	165	104.00	142.00
	中档酒	537	718	3054	707	602	2858	299	301.00	1079.00
	高档酒	60	59	1200	67	60	1358	36	20.00	392.00
	小计	**1057**	**1250**	**5457**	**1264**	**1039**	**5068**	**500**	**425.00**	**1613.00**
合 计		**364148**	**333420**	**520426**	**440957**	**429292**	**645068.13**	**181361**	**216759**	**323908.56**

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。2017 年，公司低档酒、中档酒及高档酒销

售量占比分别为 93.73%、5.15%和 1.13%；销售额占比分别为 73.66%、12.33%和 14.01%，低档白酒销售额占比同比提升 4.86 个百分点，主要系公司进入外埠区域以低档酒（42 度陈酿等）作为开拓市场的主力产品，在培育过程中逐步推进产品结构升级。公司坚持“大单品战略”，42 度陈酿产品在全国区域市场认可度广泛提升，2017 年该产品实现销售额约 30.64 亿元，贡献度较高。

从产品价格来看，2017 年公司白酒产品均价为 1.50 万元/千升，同比有所下降，主要系价格较低的低档白酒销售占比提升所致；其中，牛栏山酒厂除低档酒均价同比增长 1.76%外，中档酒及高档酒均价同比分别下降 2.89%和 0.35%。总体看，公司白酒产品相对于整个白酒市场而言，价位偏低，未来产品结构仍有较大升级空间。

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，已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，2015 年以来公司开始着重拓展外埠市场，主要发力三四线城市，积极建设完善的营销体系，逐步建立起覆盖全国多数地区的营销网络和相应的销售队伍。

2017 年以来，公司泛全国化布局成效显著，大部分前期拓展的外埠市场逐步由培育期过渡至成熟期，截至 2017 年底已在河北、内蒙、江苏等 18 个省级区域形成亿元级市场，福建、新疆等新兴市场销售收入同比增长 50%以上，长江三角洲市场增幅达 70%以上，带动板块收入快速提升。2017 年，公司白酒制造板块外埠市场销售收入占比提升至 66.83%，成为经营规模快速扩张的核心增长点。此外，公司积极推进营销机制的创新，“线上”与“京东”商城达成战略合作，网络营销渠道实现销售收入同比增长 80%以上，销售渠道进一步拓宽。

从成本上看，牛栏山酒厂白酒的生产成本主要为酒基、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，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，但随着销售区域的快速扩张带动需求增长以及纸制品为原料的包装材料（纸箱、纸盒）价格上涨，公司低档酒原材料采购成本同比增幅较大。

表 4　2015~2017 年牛栏山白酒分类成本情况

产品	原材料	2015 年		2016 年		2017 年	
		金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）
高档酒	酒基	1662	10.14	1717	10.36	1656	10.20
	粮食	3170	19.36	3215	19.41	3096	19.07
	包装	11545	70.50	11634	70.23	11483	70.73
	合计	**16377**	**100.00**	**16566**	**100.00**	**16235**	**100.00**
中档酒	酒基	9072	33.50	7696	33.20	11600	33.35
	粮食	2654	9.80	2272	9.81	3426	9.85
	包装	15355	56.70	13213	56.99	19756	56.80
	合计	**27081**	**100.00**	**23181**	**100.00**	**34782**	**100.00**
低档酒	酒基	55577	43.62	64948	43.58	102729	43.60
	粮食	14664	11.51	17070	11.45	27049	11.48
	包装	57160	44.87	67066	44.97	105839	44.92
	合计	**127401**	**100.00**	**149084**	**100.00**	**235617**	**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，将部分低档白酒产能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。截至 2018 年 3 月底，上述项目已完成投入 15.37 亿元，尚余投资 1.2 亿元；其中一期工程已竣工，验收工作正在进行中，二期工程主体完工，正在进行装饰装修工作。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。

跟踪期内，公司坚持“大单品战略”，产品销售仍以牛栏山二锅头为主，价位偏低，未来产品结构升级空间较大。2017 年以来，随着泛全国化布局效应显现，部分外埠市场由培育期过渡至成熟期，公司白酒制造板块经营规模快速扩张，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、内蒙古形成了种猪繁育、生猪养殖、检验防疫、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，在疫病防控、成本控制、规模化及集约化生产、抗周期波动等方面具备较强的竞争优势。

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，多次被指定为北京奥运会、青奥会、APEC 国际会议、历届全国两会和北京市两会、“一带一路”国际高峰论坛、“十九大”等重大活动的肉食品供应商。2017 年，鹏程食品实现收入 26.78 亿元，同比下降 20.91%；实现净利润 0.51 亿元（2016 年为 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 16 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 2018 年 3 月底，小店良种场祖代种猪存栏达到 1721 套，较 2016 年底大幅提升主要系公司加大国外采购原种猪所致；父母代存栏 11923 套，较 2016 年底变化不大。小店良种场育种出来的猪苗约 20%对外销售、80%自己养殖；2017 年，小店良种场实现收入 1.63 亿元，同比下降 6.86%；实现净利润 0.12 亿元，同比下降 57.14%，主要系年内生猪价格下跌所致。

生猪屠宰方面，截至 2018 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。2017 年，受生猪收购价格下滑影响，公司加大屠宰业务规模带动当期实际屠宰量同比增长 11.20%至 151.00 万头，向市场提供生猪肉制品 16.55 万吨，同比下降 13.26%，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，提前储备低值产品以备深加工增值后销售。受上述因素影响，截至 2017 年底，公司屠宰业务库存量 1.19 万吨，同比增长 30.34%。2018 年 1~3 月，生猪价格进一步下跌，公司屠宰量同比保持稳定。

表 5　2016～2018 年 3 月公司肉类加工业采购、生产及销售情况

项目	2016 年	2017 年	18 年 1~3 月
祖代（套）	1176	1640	1721
父母代（套）	12646	12087	11923
屠宰能力（万头/年）	400	400	400
实际屠宰量（万头）	135.79	151.00	39.17
收购均价（元/公斤）	18.79	15.46	13.78
生猪肉制品（万吨）	19.08	16.55	4.11
生猪肉均价（元/公斤）	17.92	17.00	14.96
猪肉熟食（万吨）	1.03	0.97	0.25
猪肉熟食均价（元/公斤）	15.64	15.77	18.44

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 2018 年 3 月底，公司共建立销售网点 2955 家，其中北京地区 2637 家，北京以外地区 318 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，2017 年销售猪肉熟食制品 0.97 万吨，同比下降 5.83%；2018 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，2017 年以来生猪价格大幅波动下行，公司屠宰业务盈利水平同比回升，生猪养殖盈利能力有所下滑，公司猪肉产业链向肉制品深加工的延伸能力仍有待提高。

3. 其他业务

公司其他业务主要包括房地产、纸业及食品加工。2017 年，公司其他业务实现收入 2.96 亿元，同比下降 45.69%，主要系市场管理业务剥离（自 2016 年 12 月不再纳入合并范围）及房地产结转收入下降综合所致。

房地产

公司房地产业务运营主体为北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司（以下简称“佳宇地产”，公司持股比例 100%），具备房地产开发一级资质。截至 2017 年底，佳宇地产资产合计 67.28 亿元，所有者权益合计-3.24 亿元。2017 年，佳宇地产实现营业收入 1.62 亿元，净利润-2.20 亿元。

截至 2018 年 3 月底，佳宇地产在售及在建房地产项目包括站前街商业金融二期项目（商务中心项目）、下坡屯项目（共两期）、包头望潮苑项目（共三期）及海南富海家园项目；总可售面积 61.39 万平方米，累计实现签约销售面积 35.38 万平方米，实现签约销售金额为 32.99 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司剩余可售面积 26.01 万平方米，其中站前街商业金融二期项目（商务中心项目）库存中商业写字楼产品占比较高，包头望潮苑及海南富海家园项目所在区域受有效需求大幅下滑、政府调控政策加码及产品定位与市场需求存在一定错配等因素综合影响，项目开发周期长，待售物业规模大，去化速度慢，对资金形成较大占用，盈利水平持续下滑。

表 6　截至 2018 年 3 月底公司在售及在建房地产项目

（单位：万元/平方米、万平方米、亿元）

项目	计划总投资	截至 2018 年 3 月底已投资	均价	总可售面积	业态（住宅/商业）	累计签约销售面积	累计签约销售额
站前街商业金融二期项目（GBD）	21.00	20.31	住宅 2.47、底商 3.43、大商业 2.35、写字楼 2.75	13.17	住宅、商业及车位	6.47	14.80
包头望潮苑（共三期）	11.50	11.20	一、二期 0.87，商业 0.99，三期住宅 0.5	15.10	住宅及商业	6.60	4.58
海南富海家园项目	7.65	5.73	住宅 0.89	9.38	住宅及商业	4.95	4.51
下坡屯项目（共两期）	64.55	36.62	回迁房 0.23，一期住宅 1.49，二期住	23.74	住宅	17.36	9.10

			宅 4.85				
合计	**104.70**	**73.86**	**--**	**61.39**	**--**	**35.38**	**32.99**

资料来源：公司提供

截至 2018 年 3 月底，公司房地产在建项目预计总投资额为 104.70 亿元，已投资 73.86 亿元，尚余投资 30.84 亿元，仍存在较大资金需求。

总体看，在房地产行业区域景气度分化背景下，公司部分在售项目所在区域政策调控力度大，下游有效需求不足，库存去化周期长，对资金形成较大占用。随着“聚焦主导产业，调整剥离其他产业”战略逐步深化，房地产板块将以去化为发展主线，业务规模将持续收缩。

4. 经营效率

2017 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 31.22 次、0.99 次和 0.65 次，总体看，受益于产品消费性质及销售结算特点等因素，公司白酒制造及肉类加工板块经营效率良好；房地产板块受项目周期长，一定程度拉低存货周转效率。

5. 未来发展

未来，公司将结合“一带一路”、“京津冀一体化”等国家战略发展机遇，坚持以产业经营为基础，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”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，进而实现企业价值与股东利益的最大化。

白酒产业方面，公司以牛栏山酒厂为核心，坚持以营销为龙头，科技为核心，管理为基础，文化为底蕴的发展方针，通过战略合作、产业并购，整合资产优良、规模适中、具有发展前景的白酒企业，完善全国白酒产业布局，释放白酒产能，壮大白酒产业规模，在成为中国二锅头第一品牌的基础上，进一步打造成为中国最大的民酒产业集团。

肉食产业方面，公司坚持“自上而下，重点把控”的原则，加快推动从种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工、肉制品深加工到物流配送的产业链整合提升。养殖繁育环节，发挥小店品牌技术优势，由数量规模型向质量科技型转变；肉制品加工环节，在保障安全肉食品供应的基础上，立足北京市场，扩展区域市场，发展社区市场，以市场为导向，重点研发中低温产品，丰富产品群，扩大品牌知名度，提升猪肉板块整体实力，最终打造成为独立运营的肉食品产业集团。

十、财务分析

公司提供的 2017 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 2018 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2017 年公司纳入合并范围子公司共 13 家，因转让北京鑫大禹水利建筑工程有限公司股权减少 1 家；截至 2018 年 3 月底，公司合并范围较 2017 年底无变化，财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额为 184.12 亿元，所有者权益合计 71.27 亿元（含少数股东权益 0.39 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 117.34 亿元，利润总额 6.37 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 179.32 亿元，所有者权益合计 74.80 亿元（含少数股东权益 0.35 亿元）；2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 39.73 亿元，利润总额 4.96 亿元。

1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额为 184.12 亿元，同比增长 3.24%；其中流动资产占

75.17%，非流动资产占 24.83%，公司资产构成仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产 138.41 亿元，同比增长 5.65%，构成主要为货币资金（占 36.82%）和存货（占 56.48%）。

截至 2017 年底，公司货币资金为 50.96 亿元，同比增长 23.11%，主要系预收白酒销售款增长；其中银行存款 50.95 亿元，无受限货币资金。

截至 2017 年底，公司存货 78.17 亿元，同比增长 0.23%，其中库存商品占 19.17%、开发产品占 30.00%、开发成本占 43.32%。截至 2017 年底，公司房地产类存货规模 57.31 亿元，占存货比重 73.32%；其中开发产品主要由海南富海家园、包头顺鑫望潮苑、商务中心项目和牛栏山下坡屯项目构成，开发成本主要包括牛栏山下坡屯项目（期末余额 28.29 亿元）、鑫泽园、小店项目、商务中心项目、海南项目和包头顺鑫望潮苑。截至 2017 年底，公司存货对消耗性生物资产计提跌价准备 0.01 亿元。总体看，公司房地产类存货占比高，竣工未售产品去化速度慢，在建项目未来仍存在资金需求，存货流动性偏弱，对资金形成较大占用。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产为 45.71 亿元，同比下降 3.45%，主要由固定资产（占 68.97%）和无形资产（占 16.88%）构成。

截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 31.53 亿元，同比下降 3.97%；固定资产构成主要为房屋及建筑物（占 64.61%）和机器设备（占 27.35%）；累计折旧 10.70 亿元，计提减值准备 119.73 万元。同期，公司无形资产 7.71 亿元，主要为土地使用权。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额较 2017 年底小幅下降 2.61%至 179.32 亿元，主要来自存货的下降；其中流动资产占比 73.91%，资产构成变化不大。

跟踪期内，公司资产规模稳定增长，构成以流动资产为主，资产结构稳定。流动资产中货币资金充裕，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。公司资产质量较好，但房地产类库存开发周期长且去化速度慢，对资金形成较大占用。

2. 负债及所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益合计 71.27 亿元（含少数股东权益 0.39 亿元），同比增长 4.48%，主要来自未分配利润的增长；从构成来看，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 8.05%、资本公积占 39.48%、盈余公积占 7.04%、其他权益工具占 14.11%、未分配利润占 31.32%。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益增至 74.80 亿元（含少数股东权益 0.35 亿元），较 2017 年底增长 4.95%，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尚可。

截至 2017 年底，公司负债总额为 112.85 亿元，同比增长 2.47%；其中，流动负债占 72.43%，非流动负债占 27.57%，流动负债占比同比增加 2.43 个百分点。

截至 2017 年底，公司流动负债 81.74 亿元，同比增长 6.03%，主要来自短期借款、预收款项的增长。

截至 2017 年底，公司短期借款 34.00 亿元，同比增长 7.22%，其中保证借款 22.00 亿元，信用借款 12.00 亿元；预收款项 37.85 亿元，同比增长 76.75%，主要受益于白酒制造业务规模快速扩张带动预收货款增长所致；一年内到期的非流动负债同比增加 2.60 亿元至 3.00 亿元；其他流动负债同比下降主要系公司兑付 5 亿元超短期融资券到期所致。

截至 2017 年底，公司非流动负债 31.11 亿元，同比下降 5.84%，由长期借款和应付债券构成。截至 2017 年底，公司长期借款 7.89 亿元，同比下降 3.92%，全部为抵押借款；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 2.88 亿元，主要为应付融资租赁款。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额为 104.52 亿元，较 2017 年底下降 7.38%，主要系短期借款及一年内到期的非流动负债下降，其他负债科目同比变化不大。

截至2017年底，公司全部有息债务为68.11亿元，同比下降 14.54%；其中短期债务占 54.32%，长期债务占 45.68%，债务结构较为合理。债务指标方面，2017 年，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同比均有所下降，分别为 61.29%、48.87%和 30.39%，同比分别减少 0.46 个、5.01 个和 1.91 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 2017 年底，公司全部债务为 78.11 亿元；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 66.72%、56.04%和 40.16%。

截至 2018 年 3 月底，公司有息债务合计 60.05 亿元，较 2017 年底下降 11.84%；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 58.29%、44.53%和 30.00%。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 63.86%、51.95%和 39.35%。

跟踪期内，公司债务规模持续收缩，债务结构较为合理，财务弹性有所提升。

3. 盈利能力

2017 年，公司营业收入同比增长 4.79%至 117.34 亿元。同期，公司营业成本同比增长 5.78%至 77.53 亿元。受营业成本增速快于营业收入影响，2017 年公司营业利润率同比减少 0.22 个百分点至 22.90%。

从期间费用来看，2017 年公司期间费用同比下降 5.72%，期间费用率为 17.96%，同比小幅下降 2.01 个百分点。其中，销售费用及管理费用仍为期间费用的主要构成，2017 年占比分别为 54.54%和 37.97%，主要为广告费（4.30 亿元）、业务费（1.74 亿元）、运输费（2.41 亿元）及促销费（1.25 亿元）；财务费用随有息债务规模收缩及利息收入增长，同比下降 38.49%。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。

非经常性损益方面，2017 年公司投资收益 0.95 亿元，主要为处置鑫大禹股权产生的投资收益，对利润有一定补充，但可持续性不强。

盈利指标方面，2017 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.63%和 6.21%，同比变化不大。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 39.73 亿元，同比增长 3.37%；营业成本同比下降 4.89%，主要受益于剥离盈利能力相对较弱的建筑工程业务，公司综合盈利能力明显提升。同期，公司销售费用同比下降 29.13%，主要系 2017 年下半年开始，公司白酒制造板块改变市场开发及推广投入方式，市场开发及推广费用由经销商承担，然后给予经销商产品销售折扣、费用推广相应抵减白酒业务收入；利润总额 4.96 亿元，同比大幅增长 101.41%，营业利润率同比增加 1.15 个百分点至 29.29%。

跟踪期内，受益于白酒制造业务快速拓展及剥离盈利能力相对较弱的非主营业务，公司综合盈利能力明显提升。

4. 现金流及保障

2017 年，随着经营规模的提升，公司经营活动现金流入同比增长 13.35%至 156.89 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 3.00%至 132.18 亿元，其中支付其他与经营活动有关的现金 10.34 亿元，主要为广告费（4.49 亿元）、运输费（2.19 亿元）及促销费（1.25 亿元）等。同期，受益于预收销货款的增加，经营活动产生的现金流量净额大幅提升至 24.71 亿元。经营获现质量

方面，2017 年公司现金收入比同比增加 10.04 个百分点至 133.04%，公司经营活动获现能力强。

从投资活动看，2017 年公司投资活动现金流入 2.01 亿元，主要系跟踪期内公司处置鑫大禹股权收到的现金；公司投资活动现金流出为 2.91 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金；2017 年，公司投资活动现金流量净额为-0.91 亿元。2017 年，公司筹资活动前现金净流量为 23.80 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。

2017 年，公司筹资活动现金流入为 42.60 亿元，同比下降 25.86%，全部为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出为 46.83 亿元，同比下降 23.81%，主要为偿还债务支付的现金；筹资活动现金流量净额为-4.23 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 8.74 亿元；投资活动产生的现金净流量为-1.48 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-8.87 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同比大幅提升，能够满足当期投资支出。考虑到公司在建房地产项目未来仍存在较大投资，公司存在一定对外融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，2017 年底公司流动比率和速动比率分别为 169.34%和 73.70%，受存货规模较大影响，公司速动比率处于较低水平。截至 2018 年 3 月底，上述两项指标分别为 182.87%和 81.33%。考虑到公司货币资金充沛，经营获现能力良好，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力看，2017 年公司 EBITDA 为 10.96 亿元，同比增长 4.27%；同期，公司 EBITDA 利息倍数提升至 3.38 倍，全部债务/EBITDA 倍数为 6.22 倍，公司 EBITDA 对利息及全部债务的保障能力较强。总体看，公司偿债能力强。

截至 2018 年 3 月底，公司共获得银行授信约 157.82 亿元，未使用额度约 121.04 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 2018 年 3 月底，公司无对外担保。

5. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行企业基本信用信息报告（信用代码为：G10110113016362l0O），截至 2018 年 5 月 15 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司作为北京地区最大的肉制品生产商，是国家农业产业化重点龙头企业，已形成“育种-饲料-养殖-防疫-屠宰-加工-物流”一条龙的完整产业链。公司白酒制造业务盈利能力强，产品具有较强知名度和美誉度，在外部发展环境、品牌影响力以及区域市场竞争方面具备一定优势。总体看，公司抗风险能力强。

十一、存续债券偿还能力分析

2017 年，公司 EBITDA 对“16 顺鑫农业 MTN001”保障倍数为 1.10 倍，EBITDA 对“16 顺鑫农业 MTN001”保障能力较强。

表 7 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行额度	余额	存续期
16 顺鑫农业 MTN001	10	10	2016/9/27-2019/9/27
15 顺鑫 01	10	9.70	2015/5/13-2020/5/13
15 顺鑫 02	10	10	2015/10/26-2020/10/26
合计	**30**	**29.70**	--

资料来源：公开信息整理

注：“15顺鑫02”行权日为2018年10月26日。

截至 2018 年 3 月底，公司存续债券共计 29.70 亿元，包括“16 顺鑫农业 MTN001”和两期公司债券“15 顺鑫 01”和“15 顺鑫 02”。

以到期日计，公司无一年内到期债券；以行权日计，公司存续债券“15 顺鑫 01”于 2018 年 5 月 11 日完成回售 3.14 亿元，债券余额 9.70 亿元，“15 顺鑫 02”将于 2018 年 10 月行权。考虑债券投资者或行使回售权，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产为 52.85 亿元，为“15 顺鑫 02”发行额度（10 亿元）的 5.29 倍，保障能力较强；2017 年，公司经营活动现金流入量为应付债券余额的 5.28 倍，经营活动现金流量净额为应付债券余额的 0.83 倍，公司 EBITDA 为应付债券余额的 0.37 倍，公司经营活动现金流入量对公司应付债券余额保障能力较强。

表8 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

项 目	2017 年
一年内到期债券余额	--
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	5.28
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.83
EBITDA/应付债券余额	0.37

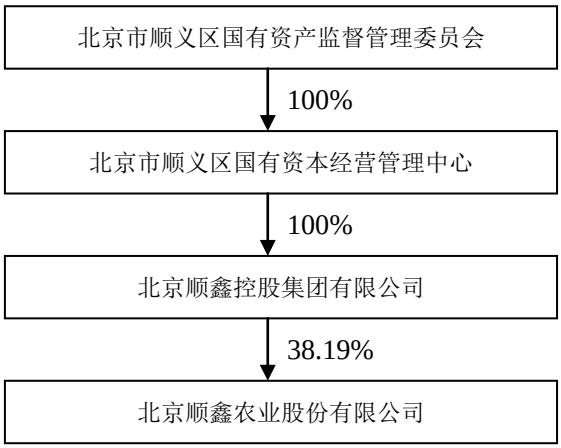
资料来源：联合资信整理

总体看，公司 EBITDA 对“16 顺鑫农业 MTN001”保障能力较强。

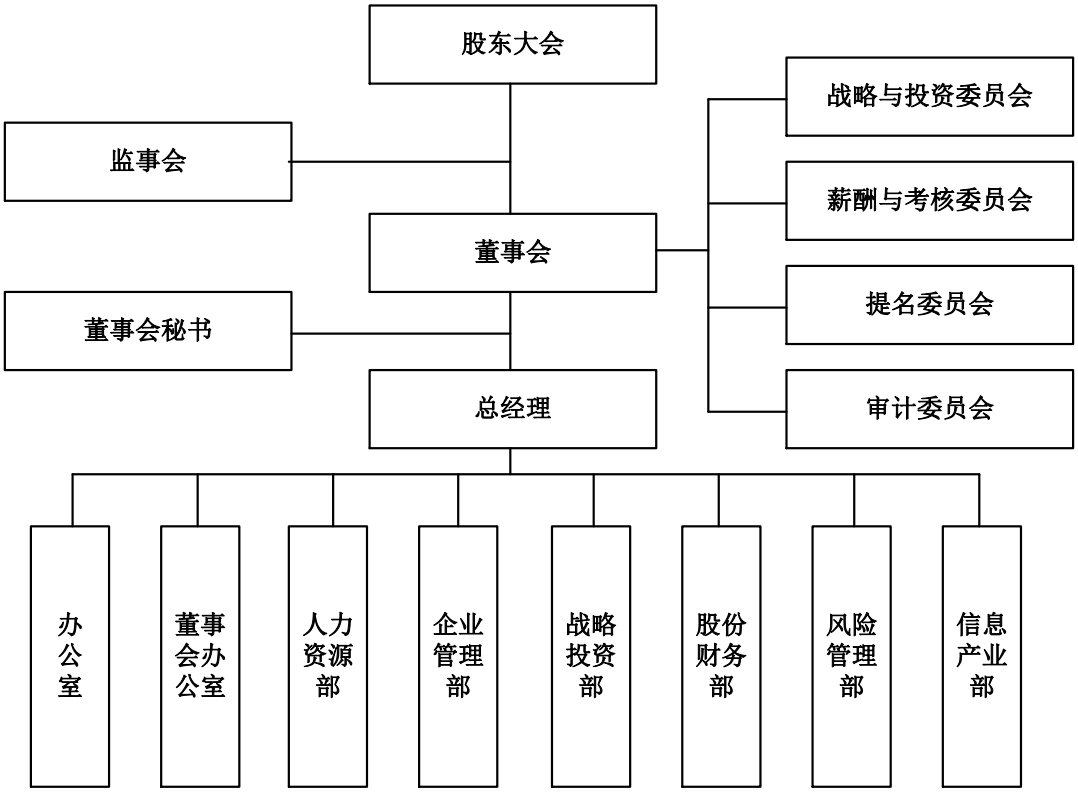
十二、结论

综合评估，联合资信确定将北京顺鑫农业股份有限公司的主体长期信用等级由 AA 上调为 AA^+，评级展望为稳定，并将“16 顺鑫农业 MTN001”的信用等级由 AA 上调为 AA^+。

附件 1-1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2018 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	26.54	43.04	54.10	52.85
资产总额(亿元)	158.97	178.35	184.12	179.32
所有者权益(亿元)	55.04	68.22	71.27	74.80
短期债务(亿元)	46.31	47.16	37.00	28.00
长期债务(亿元)	37.26	32.54	31.11	32.05
全部债务(亿元)	83.57	79.70	68.11	60.05
营业收入(亿元)	96.37	111.97	117.34	39.73
利润总额(亿元)	5.60	5.45	6.37	4.96
EBITDA(亿元)	10.11	10.51	10.96	--
经营性净现金流(亿元)	3.50	10.08	24.71	8.74
财务指标				
销售债权周转次数(次)	35.96	28.74	31.22	--
存货周转次数(次)	0.81	0.95	0.99	--
总资产周转次数(次)	0.61	0.66	0.65	--
现金收入比(%)	113.52	123.00	133.04	120.49
营业利润率(%)	26.08	23.12	22.90	29.29
总资本收益率(%)	4.13	4.72	4.63	--
净资产收益率(%)	6.96	6.23	6.21	--
长期债务资本化比率(%)	40.37	32.30	30.39	30.00
全部债务资本化比率(%)	60.29	53.88	48.87	44.53
资产负债率(%)	65.38	61.75	61.29	58.29
流动比率(%)	165.70	169.94	169.34	182.87
速动比率(%)	52.42	68.77	73.70	81.33
经营现金流动负债比(%)	5.25	13.08	30.23	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.22	2.71	3.38	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.26	7.59	6.22	--

注：1..公司 2018 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。4.所有者权益中含 10 亿元永续中期票据。

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。