

跟 踪 评 级 公 告

联合评字[2016]491 号

北京顺鑫农业股份有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

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”

北京顺鑫农业股份有限公司发行的“15 顺鑫 01”“15 顺鑫 02”债券信用等级为 AA

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年 五 月 二十七日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

[http:// www.unitedratings.com.cn](http://www.unitedratings.com.cn)

北京顺鑫农业股份有限公司

公司债券 2016 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AA

上次评级结果：AA

债项信用等级

评级展望：稳定

评级展望：稳定

债券简称	债券规模	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 顺鑫 01	10 亿元	AA	AA	2015 年 4 月 2 日
15 顺鑫 02	10 亿元	AA	AA	2015 年 8 月 24 日

跟踪评级时间：2016 年 5 月 27 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	16 年 3 月
资产总额(亿元)	155.43	158.97	177.55
所有者权益(亿元)	51.85	55.04	56.82
长期债务(亿元)	22.45	35.80	35.77
全部债务(亿元)	83.65	82.31	99.01
营业收入(亿元)	94.81	96.37	36.34
净利润(亿元)	3.65	3.83	1.78
EBITDA(亿元)	9.35	10.11	--
经营性净现金流(亿元)	2.94	3.50	3.31
营业利润率(%)	22.94	26.08	29.45
净资产收益率(%)	8.72	7.17	3.18
资产负债率(%)	66.64	65.38	68.00
全部债务资本化比率(%)	61.73	59.93	63.54
流动比率(倍)	1.32	1.66	1.54
EBITDA 全部债务比(倍)	0.11	0.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.22	1.88	--
EBITDA/待偿本金合计(倍)	0.47	0.51	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径。

2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

3、2016 年一季度数据未审计，相关指标未年化。

4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

评级观点

北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“公司”或“顺鑫农业”）作为我国农业产业化重点龙头企业之一，跟踪期内，受益于白酒行业的回暖以及猪肉价格的触底反弹影响，公司白酒业务销售区域有所扩大，屠宰及肉类加工业务经营稳健，同时建筑业务承接项目数量有所增长。2015 年，公司营业收入和净利润稳步增长，经营现金流状况保持良好。同时，联合评级也关注到目前白酒行业竞争激烈、屠宰与食品加工业务易受外部因素影响、公司涉及行业板块仍较多等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来公司在白酒和屠宰及肉食品加工领域的竞争优势有望继续保持，公司白酒业务有望继续在牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程完成后在外埠市场方面取得发展，肉食品加工领域随着产业升级项目已进入试运营阶段，熟食产量有望进一步提高。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 顺鑫 01”和“15 顺鑫 02”的债项信用等级为“AA”。

优势

1. 跟踪期内，公司白酒业务受到白酒行业的回暖及外埠市场销售增幅较快的影响，销售规模继续增长。

2. 跟踪期内，我国猪肉价格触底反弹，受此影响，公司屠宰及肉类加工业务稳健增长。

3. 跟踪期内，公司建筑业务工程分布广、跨区、跨省工程多，收入规模增长较快。

4. 跟踪期内，公司营业收入和净利润稳步增长，经营现金流状况保持良好。

关注

1. 跟踪期内，白酒行业有所回暖，但整体形势仍不容乐观，在行业整体销量增速放缓的情况下，行业竞争会愈演愈烈，未来公司牛栏山白酒的外埠市场开拓程度和产品结构优化升级的效果值得关注。

2. 作为公司的主营业务之一，生猪养殖受自然灾害、疫病、食品安全、原材料价格、生猪价格、产业政策等外部突发因素影响较大，给公司的盈利能力带来一定的不确定性。

3. 跟踪期内，公司继续剥离房地产业务，但目前所涉及行业及业务仍然较多，对公司综合管理能力提出了考验。

分析师

唐玉丽

电话：010-85172818

邮箱：tangyl@unitedratings.com.cn

赵 哲

电话：010-85172818

邮箱：zhaoz@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC
大厦1201室（100022）

Http: //www. unitedratings. com. cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪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。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

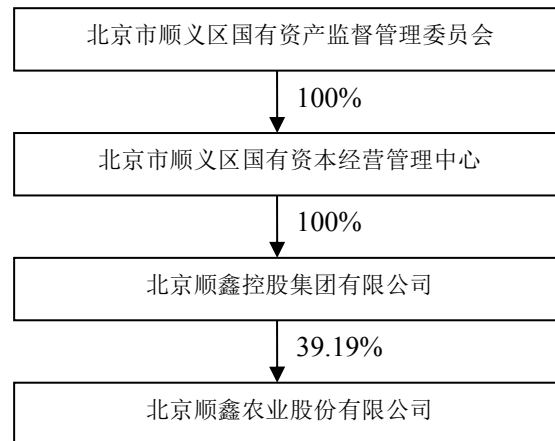
分析师：



一、主体概况

北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“公司”或“顺鑫农业”）是经北京市人民政府京政函[1998]33号文批准，由北京顺鑫农业发展集团有限公司（原名北京市泰丰现代农业发展中心，以下简称“顺鑫集团”）独家发起，以募集方式设立的股份有限公司。成立时公司注册资本为28,000万元，其中顺鑫集团以其经评估后的部分经营性净资产31,390万元投入公司，按66.90%的折股率折为国有法人股21,000万股，占总股本的75%；公开发行社会公众股7,000万股，占总股本的25%。公司于1998年9月正式成立，并于1998年11月在深交所挂牌上市（股票简称“顺鑫农业”，股票代码“000860.SZ”）。2005年11月，公司完成股权分置改革。2014年12月，顺鑫集团名称由“北京顺鑫农业发展（集团）有限公司”变更为“北京顺鑫控股集团有限公司”（以下简称“顺鑫控股”）。公司成立后历经多次增发，截至2015年底，公司注册资本为57,059万元，公司直接控股股东为顺鑫控股，持股比例为39.19%，实际控制人为北京市顺义区国有资产监督管理委员会。

图1 截至2015年底公司股权结构



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围和组织结构均未发生变化。截至2015年底，公司纳入合并范围的控股子公司26家；拥有在职员工6,369人。

截至2015年底，公司合并资产总额158.97亿元，负债总额103.93亿元，所有者权益（含少数股东权益）55.04亿元，归属母公司所有者权益合计53.98亿元。2015年公司实现合并营业收入96.37亿元，净利润（含少数股东损益）3.83亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为3.76亿元。经营活动产生的现金流量净额3.50亿元，现金及现金等价物净增加额-1.10亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额177.55亿元，负债总额120.73亿元，所有者权益（含少数股东权益）56.82亿元，归属母公司所有者权益合计55.74亿元。2016年1~3月公司实现合并营业收入36.34亿元，净利润（含少数股东损益）1.78亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为1.75亿元。经营活动产生的现金流量净额3.31亿元，现金及现金等价物净增加额18.69亿元。

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、本次债券概况及募集资金用途

经中国证券监督管理委员会证监许可[2014]1230号文核准，公司发行“北京顺鑫农业股份有限公司2015年公司债券”，分期发行，其中第一期发行时间为2015年5月13日，发行规模为10亿元，期限为5年，发行利率为4.5%；第二期发行时间为2015年10月26日，发行规模为10亿元，期限为5年，发行利率为4.0%。第一期公司债已于2015年6月30日上市（第一期债券简称：15顺鑫01，上市代码：112245），第二期公司已于2016年1月20日上市（第二期债券简称：15顺鑫02，上市代码：112289）。

2015年公司发行两期公司债券扣除发行费用后募集资金总额为19.84亿元，公司用募集资金归还银行贷款14.00亿元，用于补充流动资金5.84亿元。目前已全部使用完毕。

截至本报告出具日，公司已于2016年5月13日支付了“15顺鑫01”上一计息年度的全部利息，“15顺鑫02”尚未到第一个付息日。

三、行业分析

公司属于农业类上市公司，主营业务包括白酒制造业、肉类加工业、建筑工程业和房地产业。其中白酒制造业和肉类加工所产生的营业收入占比较大。

1. 白酒制造业

（1）行业概况

白酒行业在历经三年限制“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。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。

2015年，全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量1,312.80万千升，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5,558.86亿元，与上年同期相比增长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，与上年同期相比增长3.29%，扭转了上年的下降趋势；上缴税金552.67亿元，比上年同期增长4.78%，扭转了上年的下降趋势。

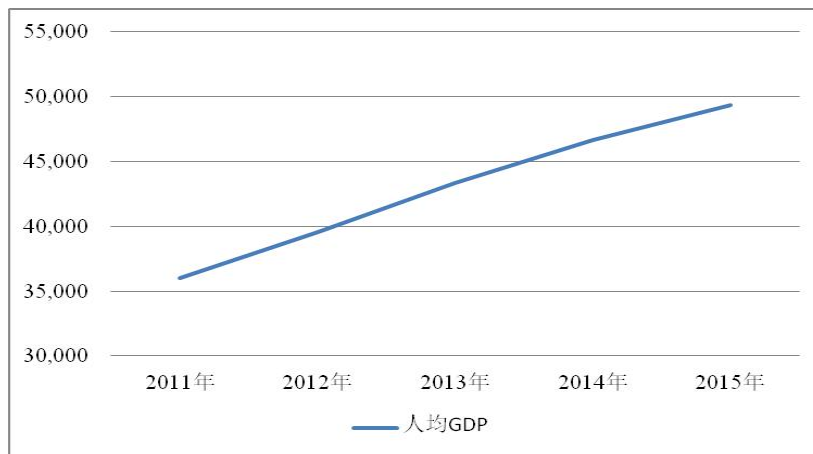
图2 2011~2015年白酒行业主营业务收入和利润总额情况（单位：亿元，%）



数据来源：Wind 资讯

白酒个人消费升级将带来高端白酒较快增长，结构提升带来吨酒价格提升。2015 年我国人均 GDP 约 7,600 美元，正是消费升级较快的阶段。按照每年 7% 的复合增速计算，从 2012 年到十三五末，人均 GDP 将增长 70% 以上，由于我国人均 GDP 正处于消费升级旺盛阶段，在这个过程中，茅台、五粮液、洋河等高档白酒消费群体数量有望较快增长。

图 3 2011~2015 年我国人均 GDP 情况（单位：元/人）



数据来源：Wind 资讯

总体看，2015 年内我国白酒行业整体有所回暖，其中高端白酒增长较快。

（2）行业上下游

白酒行业的上游行业是粮食种植业和包装印刷行业，下游客户主要为酒类批发零售业，终端消费者为各类人群。此外，白酒生产需要良好的水质作为保证。

上游方面，国家统计局的数据显示，2015 年中国粮食总产量为 62,143.5 万吨，比 2014 年增加 1,440.8 万吨，增长 2.4%。2004 年至 2015 年，中国粮食生产实现“十二连增”。除了粮食产量持续增长外，2015 年中国粮食播种面积和单位面积产量均有所提高。国家统计局数据显示，2015 年中国粮食播种面积 113,340.5 千公顷，比 2014 年增加 617.9 千公顷，增长 0.5%。全国粮食单位面积产量每公顷 5482.9 公斤，比 2014 年每公顷增加 97.8 公斤，提高 1.8%。价格方面，虽然最近几年粮食价格保持稳中有升的态势，但因粮食价格为关系国计民生的基础性商品，政府对粮食价格进行严格的控制。尤其国家近几年对农业投入的加大，并对农产品进行补贴，故其未来粮食价格的涨幅不会太大，对白酒行业的成本不会造成大的不利影响。白酒产品配套的包装材料主要包括酒瓶、酒坛、瓶盖/瓶塞、外包装箱等，因供货商众多，白酒生产企业的选择余地较大。

白酒为快速消费品，下游主要为酒类经销商、酒店、商场和超市等批发零售商，经由上述渠道销售至终端消费者。各地消费者的收入水平以及对白酒品牌的认知程度最终影响白酒未来的发展。

总体看，2015 年，作为白酒行业的粮食种植业产量继续保持了增长态势，下游销量有所回暖。

（3）行业政策

跟踪期内，我国白酒行业法规标准体系建设和落实仍然滞后，无相关政策、法律出炉。目前涉及白酒生产流通的主要法律是《食品安全法》和《产品质量法》，缺乏适应白酒生产流通特点的

专门法规；食品行业遵循的《食品安全国家标准食品生产通用卫生规范》（GB14881—2013），不完全适用白酒酿造的工艺特点。中国酒业协会发布的关于工艺和理化指标检测方法等推荐标准，也由于缺乏强制性，很难被地方政府及生产企业执行落实。

（4）行业关注

行业分化

在复苏中不断业绩分化是 2015 年白酒行业的主趋势。虽然进入行业调整第三年，但白酒行业增长基础扎实，一线白酒企业恢复强劲，行业也显示出集中度向龙头靠近的趋势，胜负难分但优劣明显，中小白酒企业或将出现较为明显的业绩低潮。

替代品的威胁

随着人们生活水平的不断提高和健康意识的不断增强，少饮白酒甚至不饮白酒的意识可能会给白酒行业的发展带来长远的阻力。80 后、90 后的消费者对白酒的依赖程度远不如他们的父辈，并且对白酒的口味也比较挑剔。

高端白酒还面临着高端葡萄酒和洋酒的竞争。近年来随着葡萄酒行业的景气上升，和消费者对健康消费的日益关注，葡萄酒在商务消费和礼品消费上都对高端白酒形成了明显的替代，未来随着张裕等葡萄酒企业高端化路线的继续深入，高端白酒市场将面临更大的替代品竞争压力。洋酒方面，威士忌、白兰地、轩尼诗等洋酒品牌也越来越受到年轻一代的欢迎，洋酒销量的增长对白酒也构成了一定的竞争压力。

（5）未来发展

过去十年白酒行业高度繁荣的原因来自国内固定资产投资的高速增长和公款消费、商务宴请的刚性支出。尽管目前中央反腐败、反“三公消费”和军队“禁酒令”仍会持续，但白酒作为中国最重要的商务宴请饮料之一，随着“十二五”期间“居民收入倍增计划”的实施、个人可支配收入的大幅增长，白酒行业的发展前景依然光明，中端白酒的迅速崛起将为白酒产业发展提供新的动力。

未来 3~5 年白酒市场将进入整合重组阶段。行业整合重组期将会有效的提高行业集中度，降低产能过剩风险。在过去十年的行业高速成长期，大小酒企都获得了宽松的成长空间，市场集中度难以提高。但在行业调整期，行业进入挤压式发展阶段，具有资金、规模、品牌优势的名优酒企将挤压小企业的生存空间。在高端市场需求萎缩的现实压力下，名优酒企将会逐步调整产品结构，发力中端市场；固步于低端产品的企业由于规模、资金、技术、品牌等诸多劣势将会退出行业。

整体看，白酒行业的发展前景光明，但将面临行业整合重组过程。

2. 屠宰及肉类加工业

（1）行业概况

跟踪期内，受宏观经济形势影响，屠宰及肉类加工业整体稳中有增。

根据农业部发布数据显示，截至 2015 年 11 月底，全国规模以上牲畜屠宰企业 1,363 家，比上年同期的 1,339 家增加 24 家，增幅 1.79%；禽类屠宰企业 855 家，比上年同期的 849 家增加 6 家，增幅 0.7%；肉制品及副产品加工企业 1,719 家，比上年同期的 1,598 家增加 121 家，增幅 7.57%；肉禽罐头企业 99 家，比上年同期的 92 家增加 7 家，增幅 7.6%。

2015 年 1~11 月,全国规模以上牲畜屠宰企业完成主营业务收入 4,960.18 亿元,同比增加 284.5 亿元,增幅 6.08%;肉制品及副产品加工企业完成主营业务收入 4,023.84 亿元,同比增加 270.61 亿元,增幅 7.21%;肉禽罐头企业完成主营业务收入 223.85 亿元,同比增加 10.17 亿元,增幅 4.76%。和上年同期相比,牲畜屠宰企业增速下降了 1.73 个百分点;肉制品及副产品加工企业增速下降了 3.53 个百分点。肉类食品市场需求继续增加,增速逐步放缓。

2015 年 1~11 月,全国规模以上牲畜屠宰企业利润总额 225.64 亿元,同比增长 11.7%;肉制品及副产品加工企业利润总额 234.04 亿元,同比增长 6.83%。各行业比较而言,牲畜屠宰因猪肉价格上升,利润增幅较大;肉制品及副产品加工企业上年同期利润增幅 2.82%,今年增速加大了 4 个百分点。

生猪屠宰加工是肉类加工的主体,目前占肉类生产总量的 65%左右。2015 年全国规模以上企业生猪屠宰总量 21,314.93 万头,比去年的 23,617.32 万头减少 2,302.39 万头,同比下降 9.75%,是“十二五”期间屠宰量最低的一年。和农商两部职能交接前相比,规模以上企业屠宰生猪量从 2012 年的 2.77 亿头降至 2015 年的 2.13 亿头,减少了 6,400 万头,降幅达 23%。上述趋势自 2015 年 7 月开始发生好转。据统计,2015 年 1~6 月我国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量为 10,686.02 万头,同比减少 1,187.67 万头,同比下降 10%。到 7 月份,我国规模以上企业屠宰生猪数量跌至谷底,只有 1,491.95 万头,同比下降 18.24%,环比下降 6.2%。自 7 月起,规模以上企业屠宰生猪数量逐月上升:8 月屠宰生猪 1,500 万头,环比增长 0.56%;9 月屠宰生猪 1,700 万头,环比增长 13.53%;10 月屠宰生猪 1,800 多万头,环比增 6.7%;11 月屠宰生猪 1,891 万头,环比增长 4%;12 月屠宰生猪 2,220 多万头,环比增长 17.6%,扭转了上半年以来持续下降的趋势。

总体看,跟踪期内屠宰及肉类加工业整体运行趋缓,但整体仍呈增长态势,生猪屠宰较之前的下行趋势迎来拐点。

(2) 行业政策

2015 年 2 月,农业部印发《关于做好 2015 年畜禽屠宰行业 ze 理 ze 作的通知》,确定 2015 年畜禽屠宰行业 ze 理五大重点工作,将推进市县畜禽屠宰监管 ze 责调整,加快屠宰法规标准体系建设,切实加强畜禽屠宰监督 ze 法,稳步推进畜禽屠宰行业转型升级,着力提升畜禽屠宰行业 ze 理能力。

2015 年 5 月,农业部印发《2015 年生猪屠宰专项整治行动实施方案》(以下简称“方案”),方案指出,将在城乡结合部、私屠滥宰专业村(户)和肉食品加工集中区域等私屠滥宰易发区域和多发地区,针对屠宰场、私屠滥宰“黑窝点”和收购病死猪的“黑窝点”等重点对象,对私屠滥宰行为、注水或注入其他物质的行为、屠宰环节违法添加使用“瘦肉精”的行为和违法销售及屠宰病死猪的行为进行重点打击。

总体看,跟踪期内我国对屠宰行业的监管标准不断提高,有利于行业的发展。

(3) 行业关注

“小、散、乱、低”特征明显

目前,我国畜禽屠宰和肉制品加工企业超过 4 万家,其中小微企业占绝大多数,规模以上企业仅占 10%左右。相当部分小微屠宰和肉制品加工企业尚未脱离作坊式生产,仍处于手工或半机械加工的落后状态,发展水平较低。这种小而散的市场结构一方面造成了大中型企业先进屠宰设备利用率严重不足;另一方面也加大了市场监管的难度,导致注水肉、病死肉和走私肉等问题时有

发生，造成了市场的无序发展与竞争。此外，由于我国肉类产品分等分级标准制定落后，市场上优质产品难以实现优价，甚至出现注水肉、病死肉和走私劣质肉等冒充优质肉在市场上销售，反而将优质肉挤出市场的现象。

屠宰行业污染严重

生猪的屠宰过程中会产生大量的污水、废气，其中污水的处理成本较高。部分小企业盲目扩张产能，但是又无法承担大笔的污水治理费用，造成周边水域的污染和破坏。随着居民环保意识的增加和政府环保力度的趋严，屠宰企业的环保压力和环保成本与日俱增。

（4）行业发展

从行业竞争态势来看，兼并收购将是行业未来发展的主题，具有资金、技术、品牌优势的屠宰企业将在国家政策的支持下进行兼并收购，一方面可以提高自己的行业地位，另一方面也有助于缓解屠宰行业的产能过剩，增强自身盈利能力。除横向的兼并收购外，为了更好的控制生猪质量、控制生产成本，屠宰企业也会谋求延伸产业链，向上下游发展，例如建立自己的养猪场，建立自己的销售渠道等。

从行业本身的产成品来看，未来将实现两大方面的升级：

第一，热鲜猪肉向冷鲜猪肉升级。

目前，我国生猪肉产品主要由热鲜猪肉、冷冻猪肉和冷鲜猪肉构成。热鲜猪肉目前在城乡消费中占主导地位，它的优点是肉品新鲜、膘白肉红、味道鲜美，但它的缺点也很明显，易污染，易腐化变质。冷冻猪肉虽然安全卫生，易于运输，但是解冻会导致大量营养物质流失。冷鲜猪肉具有热鲜猪肉的一切优点，同时又安全卫生，不易变质，营养程度高，未来随着人均可支配收入的提高，将成为消费者消费的主流猪肉产品。

第二，高温猪肉制品向低温猪肉制品升级。

高温猪肉制品虽然由于高温高压消毒彻底，保质期较长，但营养成分损失较多，口感也不好。低温猪肉制品是指在常压下通过蒸、煮、熏、烤加工过程，使猪肉制品中心温度达到 72~85 摄氏度，并通过杀菌处理加工，使得在包装、贮存和销售环节始终保持低温的猪肉制品。低温猪肉制品口感好，营养含量高，未来发展前景广阔。

整体看，兼并收购是屠宰及肉类加工业未来发展的主题，行业产品为将实现热鲜猪肉向冷鲜猪肉和高温猪肉制品向低温猪肉制品的升级。

四、管理分析

跟踪期内，公司董事、监事和高级管理人员未发生变化，主要内控制度和组织结构亦未发生变化。目前公司高管及核心技术人员稳定，主要管理制度连续，管理运作正常。

五、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务包括白酒制造、肉类加工、建筑工程等十余种业务，具体来看，白酒业务、屠宰行业和建筑业务仍旧是公司营业收入和利润的主要来源，占比为全部营业收入的 90% 左右，其他业务收入占比均未到 5%。2015 年，公司实现营业收入 96.37 亿元，较上年增长 1.65%，变化幅

度不大，实现净利润 3.83 亿元，较上年增长 5.08%。

从综合毛利率来看，公司营业毛利率为 37.28%，较上年增长 2.53 个百分点，但整体仍属适中水平。具体来看，2015 年公司的白酒业务、屠宰业务和建筑业务的毛利率分别为 62.12%、7.44% 和 11.01%，白酒业务毛利率较上年增长 4.82 个百分点，主要系成本下降和高毛利率产品销售增长所致；屠宰业务毛利率较上年减少 1.09 个百分点，主要系生猪采购成本上升所致。

表1 2014~2015年公司营业收入及利润率情况（单位：万元，%）

业务	2014 年			2015 年			营业收入同比增减	毛利率同比增减
	营业收入	占比	毛利率	营业收入	占比	毛利率		
白酒	412,013.52	43.46	57.30	464,790.14	48.23	62.12	12.81	4.82
屠宰	261,056.62	27.54	8.53	272,488.86	28.27	7.44	4.38	-1.09
建筑	97,457.55	10.28	13.93	122,708.65	12.73	11.01	25.91	-2.92
种畜养殖	27,608.04	2.91	-11.82	18,514.35	1.92	0.70	-32.94	12.52
蔬菜种植	480.77	0.05	14.82	327.94	0.03	13.34	-31.79	-1.48
种子	1,907.32	0.20	52.43	--	--	--	--	--
市场管理	16,590.32	1.75	63.89	19,272.28	2.00	75.36	16.17	11.47
房地产	112,857.98	11.90	28.77	50,124.17	5.20	31.94	-55.59	3.17
苗木	2,098.37	0.22	28.96	--	--	--	--	--
纸	4,373.41	0.46	26.58	2,988.92	0.31	48.50	-31.66	21.92
食品加工	5,122.47	0.54	71.21	4,715.85	0.49	70.45	-7.94	-0.76
商业	4,696.97	0.50	4.96	5,369.81	0.56	2.89	14.32	-2.08
其他业务	1,803.07	0.19	44.20	2,441.37	0.25	47.87	35.40	3.67
合计	948,066.41	100.00	33.67	963,742.34	100.00	37.28	1.65	3.61

资料来源：公司年报

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 36.34 亿元，同比增长 12.35%；受营业税金同比增长较快的影响，实现利润总额 2.39 亿元，同比减少 10.36%；实现净利润 1.78 亿元，同比减少 7.69%，其中归属母公司所有者的净利润 1.75 亿元。

总体看，跟踪期内，公司主营业务收入未发生变化，白酒业务、屠宰业务及建筑业务营业收入均较上年有所增长，白酒业务毛利率较上年有所上升，屠宰业务和建筑业务毛利率均较上年有所下降。

2. 白酒业务运营

2015 年，公司白酒生产及销售业务仍由下属牛栏山酒厂承担，牛栏山酒厂销售收入占公司白酒业务收入 98%以上。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，但占比很小。2015 年，随着销售覆盖区域的扩大，公司白酒业务产生营业收入为 46.47 亿元，较上年增长 11.35%，占营业收入比例为 48.23%；营业成本为 17.61 亿元，较上年增长 0.08%，占营业成本比例为 29.13%。

（1）原料采购

从成本上看，牛栏山酒厂白酒的生产成本为包装材料、酒基和其他原料，其他材料主要包括小麦、玉米、糯米、大米等作物。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，牛栏山酒厂白酒业务原料总采购额为 17.09 元，较上年减少 10.49%。

表 2 2014~2015 年牛栏山酒厂白酒原料采购情况(单位: 万元, %)

项目	2014 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比
包装材料	95,895.29	50.24	82,556.87	48.32
酒基	74,059.26	38.80	72,315.69	42.32
其他	20,919.83	10.96	15,986.81	9.36
合计	190,874.38	100.00	170,859.37	100.00

资料来源: 公司提供

2015 年,牛栏山酒厂包装材料采购额为 8.26 亿元,占白酒业务原料总采购额比例为 48.32%,较上年减少 1.92 个百分点,但仍为公司白酒业务采购额占比最大的原料;酒基采购额为 7.23 亿元,占白酒业务原料总采购额比例为 42.32%,较上年增长 3.52 个百分点,但仍为公司白酒业务采购额占比第二大的原料;其他原料采购额为 1.60 亿元,占白酒业务原料总采购额比例为 9.36%,较上年减少 0.7 个百分点,变化幅度不大。

总体看,承担公司主要白酒业务的牛栏山酒厂原料采购金额较上年有所减少,其中包装材料和其他原料采购额有所减少,酒基采购额有所增长。

(2) 产品生产

2015 年,随着市场需求的增长,公司白酒业务实现生产量 30,232.84 万升,较上年增长 13.62%;库存量为 6,169.40 万升,较上年增长 21.71%。

公司投资的“牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程(一期、二期)”,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 6,000 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 12,000 吨,新增配制酒灌装能力 50,000 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,拟投入非公开发行股票募集资金 9.32 亿元。截至 2015 年底,已完成投入 4.50 亿元,项目建成后,根据公司测算,正常情况下年均可实现利润总额 2.50 亿元,税后内部收益率 11.5%。

总体看,公司白酒业务生产量和库存量较上年有所增长,生产设备改造进度不断推进。

(3) 产品销售

2015 年,公司牛栏山酒类产品主要销售区域仍为北京,针对北京巨大的酒类消费市场,公司围绕构建“大北京市场”和“外埠根据地市场”的战略部署,除在城区加大渠道和终端营销力度外,还积极向外埠渗透,目前公司酒类产品基本覆盖北京大部分大中型酒店和主要商场超市,酒类销售的餐饮终端网点已达 8,000 余家,与此同时,外埠市场销售增幅较快,销售收入已超过北京市场,泛全国化市场已经初见成效。2015 年,公司实现白酒销售量 29,132.21 万升,较上年增长 9.92%。

从采购和销售的结算方式来看,公司对于白酒原材料的采购和对经销商的销售都是现金结算,不存在应收应付问题。

总体看,公司白酒业务销量较上年有所增长,销售覆盖范围有所增加。

3. 屠宰及肉制品加工业务运营

2015 年,受益于“小店”种猪的品牌优势及公司积极营销策略,公司屠宰业务产生营业收入

入为 27.25 亿元，较上年增长 4.20%，占营业收入比例为 28.27%；营业成本为 25.22 亿元，较上年增长 5.32%，占营业成本比例为 41.73%。

2015 年，公司在已构建的“种猪繁育-生猪养殖-屠宰-肉食品加工-冷链物流配送”为一体的完整产业链条下运行。公司对外收购的生猪比例较大，通常占总屠宰量的 90%左右，且生猪收购主要从养殖户处收购，小部分从猪场收购，收购价格随行就市。公司种猪繁育、生猪养殖屠宰与肉食品加工销售分别由公司小店种猪场、鹏程食品分公司经营。

截至 2015 年底，公司种猪生产拥有祖代猪 1,100 套，父母代猪 13,384 套，屠宰能力为 400 万头/年，基本与上年持平。公司小店种猪场育种出来的猪苗约 20%对外销售、80%自己养殖，2015 年公司小店种猪场种猪、育肥仔猪销售收入 1.4 亿元。

2015 年，公司完成生猪屠宰量 162.27 万头，同比减少 13.38%，主要系 2015 年猪价回升，公司减少屠宰量所致；向市场提供生猪肉制品 16.81 万吨，同比增长 7.55%；完成总生产量 17.64 万吨，较上年减少 0.33%；年销售猪肉熟食制品 1.14 万吨，同比减少 5.00%。屠宰业务年销售量为 17.95 万吨，较上年增长 6.61%；库存量为 1.99 万吨，较上年减少 13.30%。

表 3 2014~2015 年公司肉类加工业采购、生产及销售情况

	项 目	2014 年	2015 年
养殖	祖代（套）	1,164	1,100
	父母代（套）	13,800	13,384
屠宰	屠宰能力（万头/年）	400	400
	实际屠宰量（万头）	187.33	162.27
采购	收购均价（元/公斤）	13.40	15.08
销售	生猪肉制品（万吨）	15.63	16.81
	生猪肉均价（元/公斤）	15.64	15.23
	猪肉熟食（万吨）	1.20	1.14
	猪肉熟食均价（元/公斤）	15.08	14.95

资料来源：公司提供

肉类产品销售渠道方面，截至 2015 年底，公司共建立销售网点 2,985 家，其中北京地区 2,650 家，北京以外地区 335 家。北京地区网点包括商场、超市 385 个，星级酒店及西餐厅 760 个，社区市场 460 个，加盟店、直营店和机关团体等 1,045 个。从结算方式看，公司产品出厂基本上都是现款现货，销售对象分散，价格随行就市。

总体看，公司屠宰业务收入、屠宰量、销售量较上年有所增长，增长幅度较为平稳，库存量较上年有所下滑。

4. 建筑业务

2015 年，公司从事建筑工程的下属企业仍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。

2015 年，大禹公司承接了顺义区大孙各庄镇港沟安全隐患消除工程、顺义区北石槽镇河道排污口治理工程、顺义区赵全营镇河道排污口治理工程、丰宁县 2015 年中小学校舍改造工程、李遂镇河道排污口治理工程、顺义区马坡镇河道排污口治理工程、张镇河道排污口治理工程等

30 多个工程，项目数量较上年大约增长了 1/3，签约合同总额为 5.21 亿元。项目分布主要在顺义区各乡镇、怀柔区、门头沟区、海淀区及外阜，如张掖、武汉等区域。工程分布广、跨区、跨省工程多。受工程量增长影响，2015 年，公司建筑业务产生营业收入为 12.27 亿元，较上年增长 20.58%，占营业收入比例为 12.73%。

总体看，跟踪期内公司建筑业务承接项目数量较上年大幅增长，发展较快。

5. 房地产业务

2015 年，受公司“聚焦主导产业，调整剥离其他产业”战略调整影响，房地产业务可售房源大幅减少，同期实现营业收入 5.01 亿元，较上年减少 55.59%，占营业收入比例为 5.20%；营业成本为 3.41 亿元，较上年减少 57.56%，占营业成本比例为 5.64%。

2015 年，公司房地产业务运营主体仍为北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司（以下简称“佳宇地产”），佳宇地产主营一级土地和房地产物业的开发和投资，2011 年 2 月获得房地产开发一级资质。开发选择方面，佳宇地产以住宅开发为主，工业和商业物业开发为辅，开发区域集中在顺义区。

表 4 截至 2015 年底公司主要房地产项目情况（单位：万平方米，亿元，套）

项目名称	占地面积	总投资	已完成投资	可供出售房产	开始销售时间
牛栏山下坡屯家园项目	14.21	23.73	21.47	20	2012 年 10 月
站前街商业金融项目二期	4.18	20.25	18.25	339	2014 年 3 月
顺鑫望潮苑	16.57	11.4	10.1	646	2011 月 5 月
富海家园	3.8	7.65	4.36	466	2013 月 7 月
合计	38.76	63.03	54.18	1,471	

资料来源：公司提供

截至 2015 年底，佳宇地产持有 4 个房地产开发项目，总占地面积为 38.76 万平方米，总建筑面积为 61.48 万平方米，总可售面积为 45.79 万平方米，总投资为 63.03 亿元，目前已完成投资额 54.18 亿元，尚需投入 9.85 亿元，规模适中，未来对公司资金投入需求较小。

总体看，2015 年公司房地产业务收入下降幅度较大，随着公司战略的推进，未来将继续收缩房地产业务，直至退出。

6. 经营关注

（1）白酒行业风险

一是市场风险，当前国内中低端白酒市场竞争日益激烈，公司主要白酒产品面临重要挑战，另外公司白酒产品在进行外埠市场拓展过程中，也将面临不确定性；二是假酒问题，假酒始终是困扰酒企的一大难题，一旦发生将对企业品牌和市场造成极大破坏。

（2）生猪养殖行业风险

一是生猪价格波动风险，生猪价格的周期性波动导致生猪养殖业的毛利率呈现周期性波动，公司的屠宰业务也同样受到影响；二是生猪养殖行业易受到暴发大规模疫病或出现安全事件造成的影响，给猪场带来巨大的防疫压力，并增加在防疫上的投入，导致经营成本提高；另外，生猪养殖行业出现安全事件或某个区域暴发疫病，将会导致全体消费者的心理恐慌，降低相关产品的总需求量，直接影响猪场的产品销售，给经营者带来损失。

（3）涉及行业板块较多，对公司管理能力提出挑战

公司所从事的主要行业属于“大农业”范畴，公司的业务主要包括种猪繁育、生猪屠宰与肉制品加工、白酒制造与销售等。此外，公司还涉及水利建筑及房地产等多个行业，所经营的业务较多。广泛的经营业务范围和较大的业务活动差异给公司的经营管理、人力资源、生产技术、资金运用、市场营销等诸多方面提出了较高的要求，同时也使公司的生产经营受到多个行业发展状况和影响因素的制约。因此，如果公司不能合理配置现有资源，并进行有效的经营管理，那么公司不仅会面临一定的内部控制风险，而且可能使公司管理成本和运营成本增加，使得协同效应不能得到充分的发挥。

7. 未来发展

2016~2020 年是公司“四·五”战略实施阶段，结合行业发展态势和公司内部产业布局规划，未来，公司计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”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。

白酒业务方面，公司计划打造“民酒”中的“名酒”，实现百亿规模。以引领中国二锅头产业发展为目标，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，通过品牌提升，市场推动，到“四·五”期末，形成以“牛栏山”为主导的全国化市场营销格局，实现主营业务收入 100 亿元，力争成为中国第一个进入白酒“百亿俱乐部”的“民酒”成员企业。通过战略合作、产业并购，实现产业资源的有效整合与扩张，将顺鑫酒业产业发展成为在全国拥有多个种植基地、生产基地、自主白酒品牌子公司的酒业集团。

屠宰及肉制品加工业务方面，公司将坚持“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。在生态养殖环节，强化食品安全源头把控，提高科技水平，降低生猪生产成本。在生鲜业务环节，立足北京市场，拓展区域市场，扩大品牌知名度，并大力推进产品基地化和标准化，与国际产品标准接轨。在熟食业务环节，以市场为先导，扩大拳头产品市场份额，推进中低温产品快速发展，成为全国肉制品行业产销量和技术领先的龙头。

整体看，公司发展战略较为清晰，将聚焦酒业、肉食两大主业，逐步剥离其他业务促进销售额和利润的稳步快速增长，公司战略可实施性较强。

六、财务分析

公司 2015 年度合并财务报表已经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留审计意见。2015 年，公司的合并范围有所变化，新增设立两家子公司：陕西顺鑫种猪选育有限公司和北京顺鑫卓信环保科技有限公司；出售减少两家子公司：北京顺鑫国际电子商务有限公司和北京顺鑫国际种业有限公司。由于主营业务未发生变化，相关会计政策连续，财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 158.97 亿元，负债总额 103.93 亿元，所有者权益（含少数股东权益）55.04 亿元，归属母公司所有者权益合计 53.98 亿元。2015 年公司实现合并营业收入 96.37 亿元，净利润（含少数股东损益）3.83 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为

3.76 亿元。经营活动产生的现金流量净额 3.50 亿元，现金及现金等价物净增加额-1.10 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司合并资产总额 177.55 亿元，负债总额 120.73 亿元，所有者权益（含少数股东权益）56.82 亿元，归属母公司所有者权益合计 55.74 亿元。2016 年 1~3 月公司实现合并营业收入 36.34 亿元，净利润（含少数股东损益）1.78 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 1.75 亿元。经营活动产生的现金流量净额 3.31 亿元，现金及现金等价物净增加额 18.69 亿元。

1. 资产及负债结构

资产

截至 2015 年底，公司资产总额 158.97 亿元，较年初增长 2.28%。资产总额中，流动资产占 69.50%，非流动资产占 30.50%，流动资产占比略有上升。

流动资产方面，截至 2015 年底，公司流动资产合计 110.49 亿元，较年初增长 3.40%，占比较大的项目为货币资金（占比 22.60%）和存货（占比 68.37%）。

截至 2015 年底，公司货币资金为 24.97 亿元，较年初减少 4.21%，变化幅度不大，主要由银行存款构成（占比 87.53%）。受限资金规模为 3.08 亿元，主要由第三方支付保证金、工程保函保证金及应付票据保证金构成。

截至 2015 年底，公司存货为 75.53 亿元，较年初增长 2.30%，变化幅度不大。公司存货主要由开发成本（占比 41.91%）、开发产品（占比 27.58%）和库存商品（占比 21.15%）构成。公司存货中消耗性生物资产为生猪，2014 年，生猪价格跌幅较大，公司对消耗性生物资产计提了减值准备 488.97 万元，2015 年生猪价格回升，公司转回了存货跌价准备。

截至 2015 年底，公司非流动资产合计 48.49 亿元，与年初基本持平，其中占比较高的项目为固定资产（占比 53.11%）、在建工程（占比 18.33%）及无形资产（占比 16.73%）。截至 2015 年底，公司固定资产账面价值为 25.75 亿元，较年初减少 1.11%，变化幅度不大；公司共计提累计折旧 9.13 亿元，减值准备 0.01 亿元，固定资产成新率为 74.58%，成新率尚可。2015 年末，公司在建工程账面价值 8.89 亿元，较年初增长 14.27%，主要系牛栏山酒厂研发中心升级改造工程、鹏程熟食产业技术升级工程及石门南市场改造工程投入的增加，以及鹏程高压供电工程及酒厂研发中心部分工程在 2015 年完工转入了固定资产，公司未对在建工程计提减值准备。2015 年末，公司无形资产为 8.11 亿元，主要由土地使用权和电脑软件构成，较年初减少 4.11%，主要是土地使用权减少所致。

总体看，公司资产规模较上年有所增长，资产结构较上年末变化不大；公司流动资产占比高，主要是存货和货币资金；非流动资产主要由固定资产、在建工程 and 无形资产组成；公司整体资产质量较高。

负债及所有者权益

截至 2015 年底，公司负债合计 103.93 亿元，与年初基本持平。公司负债中，流动负债与非流动负债分别占 64.15%和 35.85%，以流动负债为主。

截至 2015 年底，公司流动负债为 66.68 亿元，较年初减少 17.81%，主要是短期借款减少所致，年末流动负债构成以短期借款（占 42.46%）、预收款项（占 25.66%）和其他流动负债（占 22.79%）为主。截至 2015 年底，短期借款为 28.31 亿元，较年初减少 39.87%，主要系公司主动改变负债结构，发行公司债券，并偿还部分短期借款所致；预收账款为 17.11 亿元，主要是白酒销售形成的预收款，较年初增长 1.95%，变化幅度不大，主要由一年以内的预收账款

构成（占比 99.80%）；其他流动负债为 15.20 亿元，较年初增加 13.29%，主要为公司年内发行了超短期融资券所致。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 37.26 亿元，较年初大幅增长 65.97%，主要系公司发行债券所致，其构成中长期借款（占比 27.74%）、应付债券（占比 54.59%）和长期应付款（占比 13.74%）占比较大。截至 2015 年底，公司长期借款为 10.34 亿元，较年初减少 35.91%，主要系公司改变了融资方式所致，从账龄来看，1~2 年到期借款占比 11.13%，2~3 年到期借款占比 37.15%，4~5 年借款到期占比 31.93%，5 年以上到期占比 19.80%，到期期限较为分散。2014 年公司无应付债券，2015 年公司末应付债券账面价值为 20.34 亿元，主要系 2015 年发行了“15 顺鑫 01”和“15 顺鑫 02”两期公司债券所致。2015 年末公司长期应付款为 5.12 亿元，较年初减少 18.96%，主要系应付展硕融资租赁有限公司及光大银行租赁股份有限公司款项减少所致。

截至 2015 年底，公司全部债务合计 82.31 亿元，较年初减少 1.61%，变化幅度不大。其中，短期债务为 46.51 亿元，长期债务为 35.80 亿元；公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 65.38%、59.93%和 39.41%，负债水平较年初有所降低，但债务负担仍属较重。

截至 2015 年底，公司所有者权益合计 55.04 亿元，较年初增长 6.15%，主要系未分配利润增长所致。归属于母公司所有者权益为 53.98 亿元，其中实收资本占比 10.57%，资本公积占比 51.84%、盈余公积占比 6.64%、未分配利润占比 30.95%，所有者权益的稳定性尚可。

截至 2016 年 3 月底，公司资产及负债结构较年初变化不大，资产总额达到 177.55 亿元，较年初增长 11.69%；所有者权益达到 56.82 亿元，较年初小幅增长 3.23%；负债规模为 120.73 亿元，较年初下降 0.06%。资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 68.00%、63.54%和 38.63%，均较年初变化不大。

总体看，跟踪期内，公司负债水平有所下降，但债务负担仍属较重；所有者权益稳定性尚可。

2. 盈利能力

2015 年，受到我国白酒行业回暖，公司白酒销售区域扩大及我国猪肉价格触底反弹等影响，在占公司营业收入比重较大的白酒业务板块和屠宰业务板块收入增长的带动下，2015 年公司实现合并营业收入 96.37 亿元，同比增长 1.65%；但受到跟踪期内公司房地产业务结算减少，成本降低影响，公司营业成本为 60.44 亿元，同比减少 3.88%；受上述因素影响，公司 2015 年公司实现利润总额 5.60 亿元，同比增长 4.65%；实现净利润 3.83 亿元，同比增长 5.08%，其中，归属于母公司的净利润为 3.76 亿元，同比增长 4.68%。

投资收益方面，公司 2015 年投资收益为 0.04 亿元，同比增长 49.00%，主要系可供出售金融资产在持有期间的投资收益增长所致，占利润总额比例为 0.77%，对公司营业利润影响小；公司 2015 年营业外收入为 0.12 亿元，占利润总额比例为 2.06%，对公司营业利润影响小。

2015 年，公司期间费用为 19.56 亿元，同比增长 19.70%，费用收入比则由 2014 年的 17.23% 增长至 20.29%，公司费用控制能力有待提升。其中，销售费用为 11.39 亿元，同比增长 24.95%，主要系白酒行业和屠宰行业营销费用增长所致；管理费用为 6.45 亿元，同比增长 15.46%，主要系公司宣传经费增长所致；财务费用为 1.71 亿元，同比增长 4.87%，主要系融资手续费增长所致。

2015 年，公司主营业务盈利能力有所上升。从盈利指标来看，公司主营业务毛利率由 2014

年的 33.65% 增至 2015 年的 37.26%；营业利润率由 22.94% 增长至 26.08%，各指标有所提升，主要系公司经营规模扩大所致。在净利润变动不大的情况下，随着净资产的增长，公司净资产收益率由 2014 年的 8.72% 下降至 7.17%。

2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 36.34 亿元，较去年同期增长 12.35%；实现净利润 1.78 亿元，较去年同期减少 7.69%。

总体上看，伴随着公司白酒和屠宰业务稳健发展，公司收入和利润规模小幅提升，对营业外收入依赖性小，公司整体盈利能力较上年变化不大。

3. 现金流

2015 年，公司经营活动现金流入为 109.86 亿元，较上年减少 1.37%，变化幅度不大；经营活动流出为 106.36 亿元，较上年减少 1.93%，变化幅度不大；公司 2015 年经营活动现金净流入 3.50 亿元，较上年增长 19.21%，主要系 2013 年预收账款大幅增加，导致 2014 年预收账款转营业收入，造成 2014 年销售商品、提供劳务收到的现金低于正常水平，而 2015 年恢复正常所致。同期，公司现金收入比由上年的 116.99% 下降到 113.52%，公司收入实现质量有所下降，但仍属良好水平。

2015 年，公司投资活动现金流入 1.08 亿元，较上年增长 6.86 倍，主要系公司取得参股公司分红、处置子公司及其他营业单位收到的现金流量净额和处置固定资产、无形资产及其他长期资产回收的现金净额增加所致；投资活动现金流出为 1.08 亿元，较上年减少 76.08%，主要系购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金减少所致；受上述因素影响，公司投资活动现金流由 2014 年的净流出状态转为净流入状态，净流入规模为 32.34 万元。

2015 年，公司筹资活动现金流入为 73.74 亿元，较上年减少 1.51%，变化幅度不大，主要为公司发行债券和取得银行借款的现金流入；现金流出为 78.35 亿元，较上年增长 18.82%，主要系偿还债务支付的现金增长所致；受上述因素影响，公司筹资活动现金流由 2014 年的净流入状态转为净流出状态，净流出规模为 4.60 亿元。

2016 年 1~3 月，公司经营活动现金净流入 3.31 亿元，投资活动现金净流出 0.52 亿元，筹资活动现金净流入 15.89 亿元。

总体看，跟踪期内随着经营规模的扩大，公司经营活动现金流量净额有所增加，公司投资活动由净流出转为净流入。公司主要通过发行债券和银行借款筹得资金，有一定的融资需求。

4. 偿债能力

伴随公司短期借款规模下降，2015 年底公司流动比率较上年有所提高，由 2014 年的 1.32 倍增至 1.66 倍；由于流动负债下降速度较快，尽管公司存货规模较大，但公司速动比率仍由 2014 年的 0.41 倍上升至 0.52 倍。受短期借款下降的影响，本公司现金短期债务比由上年的 0.43 倍上升为 0.57 倍，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2015 年，公司 EBITDA 合计 10.11 亿元，其中折旧占比 17.33%，摊销占比 8.57%，利息支出 18.73%，利润总额占比 55.37%；受公司利润总额增长的影响，公司 EBITDA 全部债务比由 2014 年的 0.11 倍增至 0.12 倍，处于一般水平；公司的 EBITDA 利息倍数也由 2014 年的 1.88 倍增至 2.22 倍，处于较高水平；公司经营现金债务保护倍数与上年持平，皆为 0.04 倍。公司长期偿债能力尚可。

截至 2015 年底，公司获得各银行授信合计 82.92 亿元，已使用 22.14 亿元，公司间接融资

渠道畅通。

截至 2015 年底，公司合并范围内无对外担保，无重大诉讼、仲裁事项。

总体看，短期偿债能力尚可，长期偿债能力一般；伴随公司盈利规模进一步提升，公司整体偿债能力有望增强。

5. 过往债务履约情况

根据机构信用代码为 G10110113016362100 的人民银行征信报告，截至 2016 年 1 月 6 日，公司无未结清和已结清的不良或关注类信贷信息记录，公司过往债务履约情况良好。

七、本期债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2015 年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达 26.54 亿元，约为“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”本金合计发行规模（20 亿元）的 1.33 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度高；净资产达 55.04 亿元，约为债券本金合计（20 亿元）的 2.75 倍。公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015 年，公司 EBITDA 为 10.11 亿元，约为债券本金合计（20 亿元）的 0.51 倍，公司 EBITDA 对“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”的覆盖程度一般。

从现金流情况来看，公司 2015 年经营活动产生的现金流入 109.86 亿元，约为债券本金合计（20 亿元）的 5.49 倍，公司经营活动现金流入量对“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为我国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、多元化经营等方面具有优势，联合评级认为，公司对“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”的偿还能力很强。

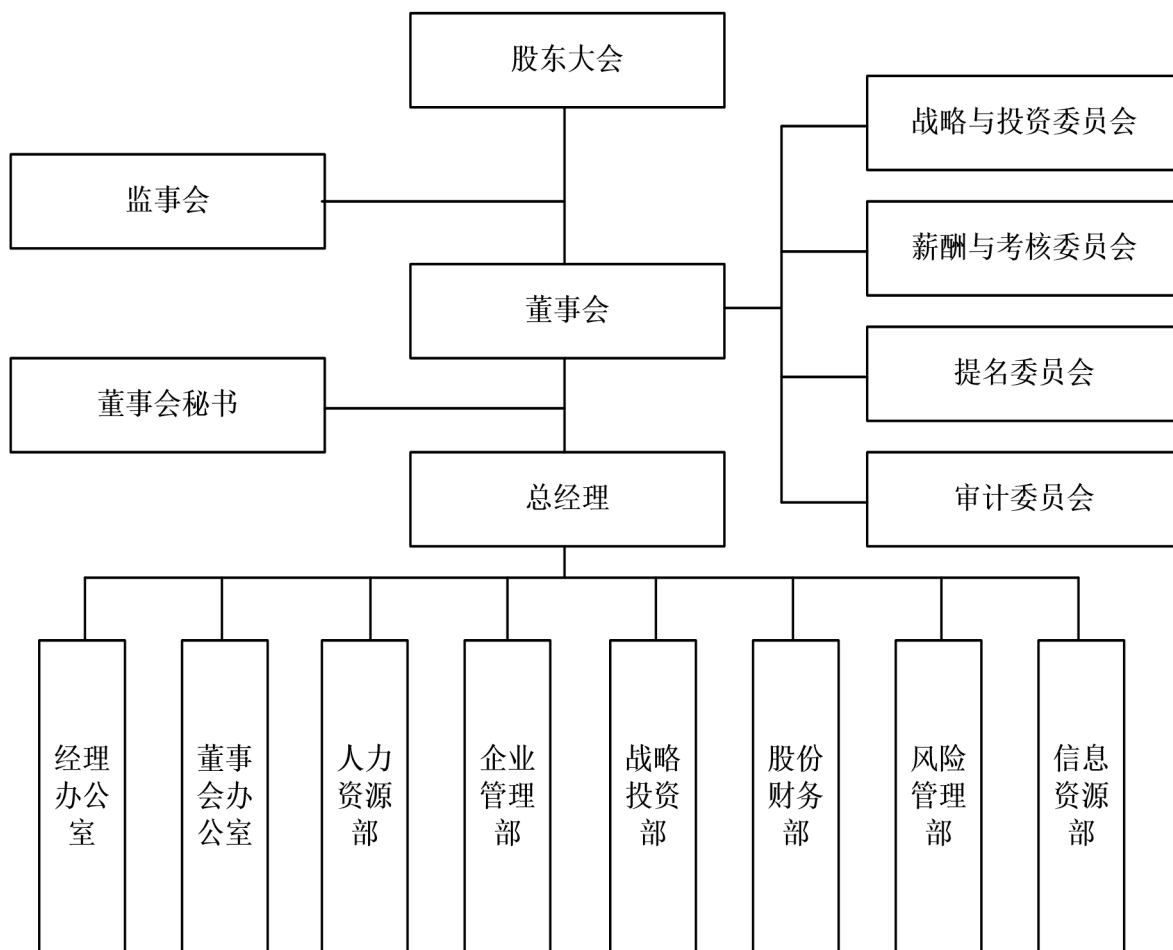
八、综合评价

跟踪期内，公司受益于白酒行业的回暖以及猪肉价格的触底反弹影响，白酒业务销售区域有所扩大，屠宰及肉类加工业务经营稳健，同时建筑业务承接项目数量有所增长，营业收入和净利润稳步增长。同时，联合评级也关注到目前白酒行业竞争激烈、屠宰与食品加工业务易受外部因素影响、公司涉及行业板块仍较多等因素可能给公司未来经营与发展带来的负面影响。

未来公司在白酒和屠宰及肉食品加工领域的竞争优势有望继续保持，公司白酒业务有望继续在牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程完成后在外埠市场方面取得进步，肉食品加工领域随着产业技术升级项目已进入试运营阶段，熟食产量有望进一步提高。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AA”，评级展望维持“稳定”；同时维持“15 顺鑫 01”和“15 顺鑫 02”的债项信用等级为“AA”。

附件 1 北京顺鑫农业股份有限公司组织结构图



附件 2 北京顺鑫农业股份有限公司

主要财务指标

项目	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额（亿元）	155.43	158.97	177.55
所有者权益（亿元）	51.85	55.04	56.82
短期债务（亿元）	61.20	46.51	63.24
长期债务（亿元）	22.45	35.80	35.77
全部债务（亿元）	83.65	82.31	99.01
营业收入（亿元）	94.81	96.37	36.34
净利润（亿元）	3.65	3.83	1.78
EBITDA（亿元）	9.35	10.11	--
经营性净现金流（亿元）	2.94	3.50	3.31
应收账款周转次数(次)	76.14	45.93	13.54
存货周转次数（次）	0.88	0.81	0.28
总资产周转次数（次）	0.65	0.61	0.22
现金收入比率（%）	116.99	113.52	114.41
总资本收益率（%）	4.34	4.20	2.41
总资产报酬率（%）	4.89	4.77	2.46
净资产收益率（%）	8.72	7.17	3.18
营业利润率（%）	22.94	26.08	29.45
费用收入比（%）	17.23	20.29	22.93
资产负债率（%）	66.64	65.38	68.00
全部债务资本化比率（%）	61.73	59.93	63.54
长期债务资本化比率（%）	30.21	39.41	38.63
EBITDA 利息倍数（倍）	2.22	1.88	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.11	0.12	--
流动比率（倍）	1.32	1.66	1.54
速动比率（倍）	0.41	0.52	0.64
现金短期债务比（倍）	0.43	0.57	0.72
经营现金流动负债比率（%）	3.62	5.25	3.97
EBITDA/待偿本金合计（倍）	0.47	0.51	--

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径。

2、本报告中部分合计数与各加总数直接相加之和在尾数上可能略有差异，这些差异是由于四舍五入造成的。

3、2016 年一季度数据未审计，相关指标未年化。

4、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本次-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本次/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%
净资产收益率	净利润/[(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入×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%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入×100%
财务构成指标	
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/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/ (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券发行额度
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/本次公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券发行额度

注: 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债+拆入资金

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

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 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。