跟 踪 评 级 公 告

联合[2019]584 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公开发行的“15 顺鑫 01”和“15 顺鑫 02”的债券信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一九年四月二十五日

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

北京顺鑫农业股份有限公司
公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

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

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
15 顺鑫 01	9.70 亿元	5 年	AA+	AA+	2018 年 5 月 29 日
15 顺鑫 02	0.93 亿元	5 年	AA+	AA+	2018 年 5 月 29 日

跟踪评级时间：2019 年 4 月 25 日

主要财务数据

项　目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	184.12	198.51
所有者权益（亿元）	71.27	77.29
长期债务（亿元）	31.11	33.66
全部债务（亿元）	68.11	53.66
营业收入（亿元）	117.34	120.74
净利润（亿元）	4.42	7.28
EBITDA（亿元）	10.96	15.10
经营性净现金流（亿元）	24.71	31.75
营业利润率（%）	22.90	26.70
净资产收益率（%）	6.34	9.80
资产负债率（%）	61.29	61.07
全部债务资本化比率（%）	48.87	40.98
流动比率（倍）	1.69	1.75
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.28
EBITDA 利息倍数（倍）	3.38	4.49
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.03	1.42

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；如无特殊说明，均指人民币；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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、长期应付款计入长期债务。

评级观点

跟踪期内，我国白酒行业发展稳定，北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“公司”或“顺鑫农业”）白酒业务的全国化布局收效显著，带动了营业收入增长和净利润大幅提高，整体经营情况向好，盈利能力得到提升，经营活动现金流保持大额净流入状态，整体债务负担有所下降，债务结构明显优化。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到公司白酒业务毛利率下降、生猪价格波动较大以及房地产业务存在一定的资金支出压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目的完成以及全国化布局的继续推进，公司白酒业务有望在外埠市场取得进一步发展；同时，随着归核化发展战略的实施，公司在白酒和屠宰及肉食品加工领域的竞争优势有望增强。

综上，联合评级维持顺鑫农业的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“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

1．2018 年，公司白酒业务全国化布局收效显著，产销量快速增长，收入及利润规模进一步扩大。

2．2018 年，公司经营活动现金净流入大幅增长，收入实现质量高，盈利能力得到提升。

3．2018 年，公司债务规模有所下降，整体债务负担有所减轻，债务结构明显优化。

关注

1．2018 年，受原材料、包材价格上涨，

低端酒销售占比增加，以及对经销商销售折扣增加等因素影响，公司白酒业务毛利率有所下降。

2．2018 年，受到毛猪价格大幅下跌、非洲猪瘟疫情以及生猪跨省调运被迫暂停等因素的影响，公司屠宰业务收入有所下降。

3．公司房地产业务尚需投资规模较大，且项目去化速度较慢，面临一定的资金支出压力。

分析师

孙长征

电话：010-85172818

邮箱：suncz@unitedratings.com.cn

王进取

电话：010-85172818

邮箱：wangjq@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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。

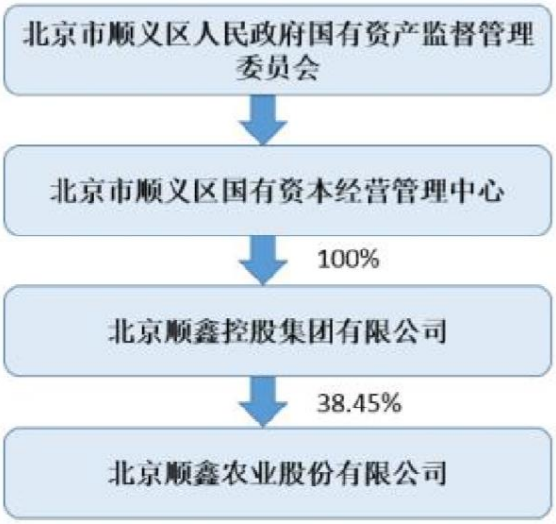
分析师：

联合信用评级有限公司

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（原名为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。公司成立时注册资本为 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 2018 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 38.45%，实际控制人为北京市顺义区人民政府国有资产监督管理委员会。

图 1　截至 2018 年底公司股权结构



资料来源：公司年报

2018 年，公司经营范围和组织结构均未发生重大变化。截至 2018 年底，公司纳入合并范围的子公司 14 家；拥有在职员工 5,063 人。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 198.51 亿元，负债合计 121.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）77.29 亿元，其中归属于母公司所有者权益合计 77.09 亿元。2018 年，公司实现合并营业收入 120.74 亿元，净利润（含少数股东损益）7.28 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 7.44 亿元；经营活动产生的现金流量净额 31.75 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.77 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。

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.SZ），第二期公司债已于 2016 年 1 月 20 日上市（第二期债券简称：15 顺鑫 02，上市代码：112289.SZ）。

2015 年公司发行两期公司债券扣除发行费用后募集资金净额为 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。截至 2018 年底，募集资金已全部使用完毕。

2018 年 5 月 13 日，“15 顺鑫 01”投资者回售 300,000 张，回售金额 0.31 亿元（含利息），剩余债券本金 9.70 亿元。2018 年 10 月 26 日，“15 顺鑫 02”投资者回售 9,072,192 张，回售金额 9.44 亿元（含利息），剩余债券本金为 0.93 亿元。

截至本报告出具日，公司已支付“15 顺鑫 01”第三年利息 4,500 万元和“15 顺鑫 02”第三年利息 4,000 万元，“15 顺鑫 01”下一付息日为 2019 年 5 月 13 日，“15 顺鑫 02”下一付息日为 2019 年 10 月 26 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、肉类加工和房地产开发。其中白酒制造和肉类加工所产生的营业收入占比较大。

1. 白酒制造

2018 年，受上一年白酒质量安全事故、政府加强惩治贪腐以及多项禁酒令的影响，白酒行业产销量继续下降，但库存有下降趋势。根据国家统计局数据，2018 年，全国白酒产量 871.20 万千升，同比下降 27.29%，降幅较上年扩大 15.49 个百分点；白酒（折 65 度）销量 854.65 万千升，同比下降 26.43%，降幅较上年扩大 15.40 个百分点。2017~2018 年，白酒行业库存增长率分别为 7.20%、-3.60%。2018 年，白酒行业高低档产品价格出现分化，高档白酒价格上涨，助长了行业内的马太效应。根据国家发改委数据，截至 2018 年底，全国 52 度高档白酒平均价格为 1,043 元/500ml，较上年底增长 14.36%，增幅较上年扩大 2.18 个百分点；52 度中低档白酒平均价格为 155 元/500ml，由上年的增长 3.27%转为下降 1.90%。

从上游分析，我国粮食播种面积与产量在“耕地红线”与“中国碗端中国粮”的战略方针指引下，整体保持稳定。2018年，我国粮食种植面积11,704万公顷，较上年减少95万公顷；其中小麦种植面积2,427万公顷，较上年减少24万公顷；稻谷种植面积3,019万公顷，较上年减少56万公顷；玉米种植面积4,213万公顷，较上年减少27万公顷。2018年，全年粮食产量65,789万吨，较上年减少371万吨，减产0.6%；其中稻谷产量21,213万吨，较上年减产0.3%；小麦产量13,143万吨，较上年减产2.2%；玉米产量25,733万吨，较上年减产0.7%。价格方面，2018年，我国首次调低小麦最低收购价格至1.15元/斤，较上年降低0.03元/斤。稻谷最低收购价格自2015年以来持续下调，2018年早籼稻为1.2元/斤，较上年降低0.1元/斤，较2015年降低0.15/斤。包装材料供应由于基本属于完全竞争市场，白酒生产企业的选择余地较大，受供应量、价格的影响不大。

从下游需求分析，白酒需求端大致分个人需求、商务需求和政务需求三个方面。在当前三公消费持续受限、白酒市场总容量未增的宏观环境下，随着收入水平的提高和生活的改善，个

人需求方面消费升级趋势加快；商务需求受经济发展的影响比较大，我国近年来基础建设投资力度较大且发展速度较快，预计短期内不会有大规模的经济刺激政策出台，使得商务需求的提升幅度不会很大；政务需求目前处于低位且短期难以改善。

预计未来一段时间内，随着行业调整期渠道库存基本出清、终端需求回暖和渠道利润改善，行业开始进入加库存周期，产销量有望增加；同时由于各阶层消费者众多，高中低档白酒均有望增长，品牌和渠道将成为提升白酒企业竞争力的核心要素。

总体看，2018 年，我国白酒行业发展稳定；主要原材料价格有所下降，未来原材料价格大幅上涨概率较低；未来一段时期内白酒产销量有望增加。

2. 生猪养殖

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及市场发展，我国生猪养殖结构不断优化，行业集中度持续提升；但由于历史原因，我国肉猪养殖主体仍为散养农户，截至 2018 年底，生猪养殖行业 CR10 不到 10%，而同期出栏在 50 头以下的生猪养殖场数量占全国总养殖场数量的比例在 90%以上，我国生猪养殖行业集中度仍比较低。

供给方面，从能繁母猪存栏量来看，2012 年至今，受散养户逐步退出，补栏意愿不强烈等多方面因素影响，能繁母猪存栏量持续下跌；但受规模化养殖程度提升影响，PSY 指标（每头母猪每年所能提供的断奶仔猪头数）不断上升，一定程度上弥补了能繁母猪存栏量下跌带来的影响。由于 2016 年猪价下跌导致养殖户有压栏观望情绪并延迟补栏，2017 年我国生猪存栏量较上年有所下降，出栏量较上年略有增加。截至 2017 年底，我国生猪存栏量 34,153 万头，较年初下降 8.91%；生猪出栏量 68,861 万头，较上年上升 0.52%。截至 2018 年底，我国生猪存栏量 31,111 万头，较年初下降 7.12%；生猪出栏量 69,382 万头，较年初上升 0.76%，主要系受非洲猪瘟影响，养殖户加速出栏所致。补栏不及时、出栏在加速的状况将可能导致未来一段时间内生猪供给不足。

需求方面，我国猪肉消费总量在 2014 年之前保持总体增长态势，并于 2014 年达到 5,719 万吨的历史高点。2015 年，我国猪肉消费总量出现负增长，主要系人们饮食结构变化及猪肉价格提升所致。随着人均可支配收入的增加及农村人口对猪肉需求量的增长，2015 年后猪肉消费总量降幅收窄；预计未来猪肉需求量将保持稳定。

价格方面，由于我国猪肉需求近年来较为稳定，因此供给在猪肉价格的形成中具有重要影响。2016 年，受生猪存栏较低以及极端气温影响，猪价快速上涨，并于 2016 年年中到达 21.12 元/公斤的历史高位；2016 年下半年，生猪价格先降后升，整体维持高位。2017 年，受生猪和能繁母猪存栏量持续走低，以及养殖户补栏积极性犹存等多因素影响，猪肉价格呈现出供需博弈格局下的下行趋势。截至 2017 年底，生猪价格为 14.92 元/公斤，较年初的 18.14 元/公斤下降 17.75%。2018 年上半年，生猪价格延续下降趋势，并于 2018 年 4 月底到达截至目前本轮猪周期调整的最低点 10.10 元/公斤；2018 年 6~8 月，因养殖户补栏积极性降低，生猪严重过剩的局面有所缓解，生猪价格有所上行；2018 年 8 月以来，因非洲猪瘟突然爆发，全国生猪调运基本暂停，受其影响，生猪主产区的生猪难以调出，造成区域内供大于求，猪价有所下降；生猪主销区的供给量不足，猪价有所上涨。长期来看，疫情得到有效控制后，猪价将受供给收缩影响有望逐渐回升。

总体看，2018 年，我国生猪养殖集中度仍属较低；未来一段时期内，猪价有望受供给收缩的影响而逐渐回升。

四、管理分析

2018年，因工作岗位调整等原因，公司董事和高级管理人员有所变动，主要业务人员及技术人员较稳定，管理制度未发生重大变更。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。

董事长李颖林先生，46岁，研究生学历，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，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。

总经理安元芝先生，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。

副总经理兼财务总监李秋生先生，49岁，研究生学历，注册会计师，历任公司财务计划部部长、顺鑫控股计划财务部经理职务，2017年2月起担任公司财务总监，2018年5月任公司副总经理兼财务总监。

总体看，2018 年以来，因工作岗位调整等原因，公司治理层和管理层发生较大变更，但对公司整体运营管理情况影响不大；公司主要管理制度连续，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酿造与销售；种猪繁育、生猪养殖、屠宰及肉制品加工；房地产开发等。2018年，受白酒业务销售增长影响，公司收入及净利润规模有所增长，实现合并营业收入120.74亿元，较上年增长2.90%；实现净利润7.28亿元，较上年增长64.58%。2018年，公司主营业务收入在营业收入中占99.67%，主营业务突出。

收入方面，白酒业务和屠宰业务仍是公司营业收入最主要来源，2018年，白酒业务和屠宰业务收入占全部营业收入的96.46%。其中，得益于公司加大市场拓展力度，白酒业务实现营业收入92.78亿元，较上年增长43.82%；屠宰业务实现营业收入23.68亿元，较上年下降20.24%，主要系受到毛猪价格大幅下跌、非洲猪瘟疫情以及国家禁止生猪跨省调运等政策影响所致；其他业务包括种畜养殖、房地产开发、纸业和食品加工等，实现营业收入4.28亿元，较上年下降81.50%，主要系2017年10月底处置北京鑫大禹水利建筑工程有限公司（以下简称“鑫大禹”）、剥离建筑业务所致。

表1　2017~2018年公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务	2017 年			2018 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
白酒	64.51	54.98	54.86	92.78	76.84	49.63
屠宰	29.69	25.30	4.52	23.68	19.62	7.19
其他	23.14	19.72	13.87	4.28	3.54	4.48
合计	**117.34**	**100.00**	**33.92**	**120.74**	**100.00**	**39.82**

资料来源：公司年报

毛利率方面，2018 年，公司综合毛利率为 39.82%，较上年上升 5.90 个百分点，主要系毛利率较高的白酒业务占比提升所致。具体来看，2018 年，公司白酒业务毛利率为 49.63%，较上年下降 5.23 个百分点，主要系原材料、包材价格上涨，低端酒销售占比增加，以及对经销商的销售折扣增加所致；屠宰业务毛利率为 7.19%，较上年上升 2.67 个百分点，主要系猪价下跌、外采生猪成本降低所致；其他业务毛利率为 4.48%，较上年下降 9.39 个百分点主要系剥离毛利较高的建筑业务所致。

总体看，2018 年，白酒业务、屠宰业务仍为公司最主要收入来源；得益于公司加大市场拓展力度，白酒收入大幅增长；受猪周期及非洲猪瘟影响，屠宰业务收入有所下滑；公司综合毛利率水平有所提升。

2. 白酒业务

2018 年，得益于公司加大市场拓展力度，白酒业务实现营业收入 92.78 亿元，同比增长 43.82%。

（1）原料采购

公司白酒业务生产经营主体仍为分公司北京顺鑫农业股份有限公司牛栏山酒厂（以下简称“牛栏山酒厂”）。牛栏山酒厂白酒的原材料为包装材料、酒基和其他原料，其他原料主要包括小麦、玉米、糯米、大米等作物。其中，酒基的 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。2018 年，牛栏山酒厂白酒业务原料总采购额为 26.37 亿元，较上年增长 23.86%，主要系白酒产量增加带动所致。

表 2　2017~2018 年牛栏山酒厂白酒原料采购情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比
包装材料	10.63	49.93	12.81	48.58
酒基	9.16	43.02	12.76	48.39
其他	1.50	7.05	0.80	3.03
合计	**21.29**	**100.00**	**26.37**	**100.00**

资料来源：公司提供

2018 年，牛栏山酒厂包装材料采购额为 12.81 亿元，较上年增长 20.51%，包装材料采购额占白酒业务原料总采购额比例为 48.58%，采购占比有所下降；酒基采购额为 12.76 亿元，较上年增长 39.30%，酒基采购额占白酒业务原料总采购额比例为 48.39%，采购占比有所上升。其他原料主要为粮食、修理备件和燃料，2018 年采购额为 0.80 亿元，较上年下降 46.67%，主要系优化原有库存和采购修理备件较少所致；采购占比有所下降。

总体看，2018 年，受白酒产销量增长影响，公司白酒业务的原料采购金额较上年有所增加。

（2）产品产销

2018 年，公司围绕泛全国化布局战略，在巩固北京市场的同时，快速拓展外埠市场，外埠市场销售收入继续保持高速增长，占总销售收入的比例持续增加；形成省级亿元市场 22 个，较上年增加 4 个。同时，公司积极推进白酒产品结构升级战略，推出精制陈酿、珍品陈酿等系列陈酿升级产品，价格带覆盖 20~50 元区间，以进一步提高产销量。

受上述市场开拓措施的积极影响，2018 年，公司白酒产销量均实现增长，其中产量为 60.11 万千升，较上年增长 36.30%；销量为 62.10 万千升，较上年增长 44.65%；产销率为 103.31%，

较上年上升 5.96 个百分点，产销率仍维持在较高水平。2018 年，公司白酒销售单价为 14.90 元/升，较上年下降 0.86%，变化不大。2018 年，白酒销售结算方式仍为结合白酒产品的生产成本及销售费用与经销商协商制定出厂价格，经销商提前支付部分款项，根据发货进度结算。

表 3　2017~2018 年牛栏山酒厂白酒原料采购情况（单位：万千升、元/升、%）

年份	产量	销量	销售单价	产销率
2017 年	44.10	42.93	15.03	97.35
2018 年	60.11	62.10	14.90	103.31

资料来源：公司提供

总体看，公司白酒业务全国化布局收效显著，产销量较上年快速增长，产销率仍维持较高水平；公司白酒销售均价变化不大。

3. 屠宰及肉制品加工业务

2018 年，受猪周期下行阶段影响，公司生猪收购均价为 13.15 元/公斤，较上年下降 14.94%；屠宰能力较上年无变化，仍为 400.00 万头/年；实际屠宰量为 155.66 万头，较上年增长 3.09%；库存为 3.01 万吨，较上年增长 152.94%，主要系生猪收购价格下降，公司加大生猪屠宰入库所致。2018 年，受市场需求不旺影响，公司生猪肉制品的销量和销售均价均有所下降；其中，生猪肉制品的销量为 15.08 万吨，较上年下降 8.88%；销售均价为 13.93 元/公斤，较上年下降 18.06%；猪肉熟食的销量和销售均价也有所下降，但幅度较小。

表 4　2017~2018 年公司屠宰及肉制品加工业务的采购、生产及销售情况

项目	项目	2017 年	2018 年
采购	收购均价（元/公斤）	15.46	13.15
屠宰	屠宰能力（万头/年）	400.00	400.00
	实际屠宰量（万头）	151.00	155.66
	库存（万吨）	1.19	3.01
销售	生猪肉制品（万吨）	16.55	15.08
	生猪肉制品均价（元/公斤）	17.00	13.93
	猪肉熟食（万吨）	0.97	0.96
	猪肉熟食均价（元/公斤）	15.77	15.67

资料来源：公司提供

肉类产品销售渠道方面，截至 2018 年底，公司在全国的销售网点数量为 3,228 家，较上年增长 7.78%；其中北京地区 2,886 家，北京以外地区 342 家，均较上年有所增长。北京地区网点包括商场、超市 413 个，星级酒店及西餐厅 831 个，社区市场 467 个，加盟店、直营店和机关团体等 1,175 个。

总体看，2018 年，受猪周期下行阶段影响，公司屠宰及肉制品加工业务的采购均价和销售均价均有所下降；屠宰量和库存量有所增长，但销量有所下降。

4. 其他业务

2018 年，公司其他业务板块实现营业收入 4.28 亿元，较上年下降 81.50%，主要系 2017 年 10 月底处置北京鑫大禹水利建筑工程有限公司、剥离建筑业务所致。

房地产业务方面，2018 年，公司继续执行“聚焦主导产业，调整剥离其他产业”的战略。

房地产方面，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。2018 年，受限购政策等因素影响，公司房地产在售项目的销售存在一定难度，闲置资产尚需有效盘活，仍处于发展探索期。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，开发区域集中在北京市顺义区。截至 2018 年底，佳宇地产可售房产有 1,236 套，目前持有 4 个房地产开发项目，总占地面积为 53.09 万平方米，总投资为 105.56 亿元，已完成投资额 79.14 亿元，尚需投入 26.42 亿元，公司存在一定的资金需求。

表 5　截至 2018 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
下坡屯项目	23.27	65.41	40.69	437	2012.10
GBD 二期项目	4.18	21.00	20.40	132	2014.03
包头项目	16.96	11.50	11.20	366	2011.05
海南	8.68	7.65	6.85	301	2013.07
合计	**53.09**	**105.56**	**79.14**	**1,236**	**--**

资料来源：公司提供

种畜养殖方面，截至 2018 年底，公司种猪生产拥有祖代猪 1,213 套，较上年底下降 26.04%，主要系公司上一年度从国外引进一批原种猪、目前降存栏所致；受此影响，父母代猪 8,918 套，较上年底下降 26.22%。2018 年，公司小店种猪场育种出栏的猪苗约 14.80%对外销售、85.20%自主养殖，自主养殖比例较上年提高 5.20 个百分点。2018 年，公司小店种猪场种猪、育肥仔猪销售收入 1.02 亿元，主要系猪周期下行阶段行情不好所致。

总体看，2018 年，受剥离建筑业务影响，公司其他业务销售收入较上年有所下降；公司房地产业务以存量项目开发和销售为主，未来存在一定的资金需求；随着公司继续实施“聚焦主导产业，调整剥离其他产业”策略，未来其他业务板块收入规模可能进一步缩小。

5. 在建项目

截至 2018 年底，公司在建项目主要有牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程和鹏程生鲜精加工车间改造工程。牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目预算 13.15 亿元，截至 2018 年底已完成 80.43%，未来仍需投入约 2.57 亿元，并将于 2019 年底竣工。该项目竣工后，公司将完成 6,000 吨白酒由低档白酒向中档优质白酒的转型调整，新增高品质基酒储存能力 12,000 吨和配制酒灌装能力 50,000 吨。

生鲜精加工车间改造工程项目预算 1.50 亿元，截至 2018 年底已完成 83.75%，未来仍需投入约 0.24 亿元，并将于 2019 年 8 月底竣工。该项目为改建项目，将原有厂房基础上进行建筑内部的整体调整，并引进新型设备及新型工艺用于生鲜肉精加工。

总体看，截至 2018 年底，公司在建项目不多，资金支出压力较小。

6. 经营关注

（1）白酒业务盈利能力下降

2018 年，公司白酒业务收入虽实现增长，但受原材料、包材价格上涨，低端酒销售占比增加，以及对经销商的销售折扣增加等因素影响，毛利率有所下滑，盈利能力有所弱化。

（2）猪肉价格波动风险

2018 年，猪肉价格大幅下跌，公司生猪肉制品和猪肉熟食的销售价格出现下滑，导致公司 2018 年屠宰业务收入下降；猪肉价格的下跌对公司种猪繁育、生猪养殖等经营活动也造成了一定的负面影响。

（3）涉及行业板块较多，对公司管理能力提出挑战

公司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

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，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。

酒业产业方面，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，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。

总体看，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 2018 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，并出具了标准无保留审计意见。截至 2018 年底，公司合并范围内子公司 14 家，较上年底增加 1 家，为新设立的内蒙古顺鑫农业小店种猪育种有限公司。公司财务报表按照财政部发布的《企业会计准则—基本准则》及相关规定编制。总体看，公司合并范围变动较小，会计政策变更导致的受影响金额较小，财务可比性较强。

截至 2018 年底，公司合并资产总额 198.51 亿元，负债总额 121.22 亿元，所有者权益（含少数股东权益）77.29 亿元，归属于母公司所有者权益合计 77.09 亿元。2018 年，公司实现合并营业收入 120.74 亿元，净利润（含少数股东损益）7.28 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 7.44 亿元；经营活动产生的现金流量净额 31.75 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.77 亿元。

1. 资产及负债结构

（1）资产

截至 2018 年底，公司资产总额 198.51 亿元，较年初增长 7.81%，主要系流动资产增长所致；其中流动资产占 77.18%，非流动资产占 22.82%，公司资产仍以流动资产为主，且流动资产占比进一步上升。

流动资产方面，截至 2018 年底，公司流动资产合计 153.21 亿元，较年初增长 10.69%；主要系货币资金增长所致；以货币资金（占比 40.29%）和存货（占比 53.61%）为主。

截至 2018 年底，公司货币资金为 61.72 亿元，较年初增长 21.13%，主要系白酒业务预收销货款增加所致；公司货币资金中，银行存款占比 99.99%，无受限货币资金；公司存货为 82.13 亿元，较年初增长 5.07%，主要系库存商品与房地产项目开发成本增加所致。公司存货主要由开发成本（占比 48.42%）、开发产品（占比 28.28%）和库存商品（占比 20.47%）构成，开发成本和开发产品系公司房地产业务形成，库存商品主要为白酒。截至 2018 年底，公司计提存货跌价准备 0.43 亿元，计提比例很低。

截至2018年底，公司非流动资产合计45.30亿元，较年初下降0.90%，主要由固定资产（占比69.02%）、在建工程（占比5.19%）和无形资产（占比16.58%）构成。

截至2018年底，公司固定资产账面价值为31.27亿元，较年初下降0.83%；固定资产原值以房屋及建筑物（占比57.65%）和机器设备（占比33.51%）为主；公司共计提累计折旧12.26亿元，减值准备0.01亿元，固定资产成新率为71.81%，成新率一般；

截至2018年底，公司在建工程账面价值2.35亿元，较年初下降22.56%，主要系鹏程生鲜精加工车间改造工程部分转固所致，公司未对在建工程计提减值准备；

截至2018年底，公司无形资产7.51亿元，较年初下降2.65%，公司无形资产主要为土地使用权，原值占比99.04%，无形资产累计摊销1.58亿元，未计提减值准备；考虑到相关区域地价稳定，公司无形资产减值风险很小。

总体看，2018 年底，公司资产规模较年初有所增长，流动资产占比高，主要包括存货和货币资金；非流动资产主要由固定资产、在建工程和无形资产组成；公司整体资产质量良好。

（2）负债及所有者权益

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 121.22 亿元，较年初增长 7.42%；其中流动负债占 72.23%，非流动负债占 27.77%，仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债为 87.56 亿元，较年初增长 7.12%；流动负债以短期借款（占比 22.84%）和预收款项（占比 64.57%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款为 20.00 亿元，较年初下降 41.18%，主要系偿还到期短期借款所致；其中保证借款占 80.00%，信用借款占 20.00%；公司预收款项为 56.54 亿元，较年初增长 49.37%，主要系白酒业务预收销货款增加所致，其中一年以内的预收账款占比 95.61%。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 33.66 亿元，较年初增长 8.19%，主要系公司长期借款和长期应付款增加所致；构成为长期借款（占比 33.06%）、应付债券（占比 32.63%）和长期应付款（占比 34.30%）。

截至 2018 年底，公司长期借款为 11.13 亿元，较年初增长 41.03%，主要系补充经营所需资金所致，其中，将于 2020 年到期的为 8.20 亿元，将于 2021 年到期的为 2.93 亿元，集中偿付压力较小；公司应付债券为 10.98 亿元，较年初下降 45.99%，主要系“15 顺鑫 02”回售所致；

公司长期应付款为 11.55 亿元，较年初增长 3.01 倍，主要系应付展硕融资租赁有限公司（以下简称“展硕租赁”）款项增加所致，其中，应付展硕租赁的融资租赁款为 10.86 亿元，应付光大银行租赁股份有限公司的融资租赁款为 0.68 亿元。

截至 2018 年底，公司全部债务合计 53.66 亿元，较年初下降 21.22%，主要系短期债务减少所致；其中短期债务为 20.00 亿元（占比 37.27%），较年初下降 45.95%，主要系短期借款到期偿还所致；长期债务为 33.66 亿元（占比 62.73%），较年初增长 8.19%。截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 61.07%、40.98%和 30.34%，分别较年初下降 0.22 个百分点、7.89 个百分点和 0.05 个百分点，负债水平较年初有所降低，整体债务负担有所减轻，处于合理水平。

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 77.29 亿元，较年初增长 8.44%，主要系利润积累所致；其中归属于母公司所有者权益为 77.09 亿元。归属于母公司所有者权益中，股本占比 7.40%、其他权益工具占比 12.97%、资本公积占比 36.30%、盈余公积占比 7.97%、未分配利润占比 35.36%，所有者权益的稳定性一般。

总体看，2018 年底，公司负债规模有所增长，仍以流动负债为主，整体债务负担有所减轻，债务结构以长期债务为主；公司所有者权益结构变动较小，所有者权益稳定性一般。

2. 盈利能力

2018 年，受白酒业务规模扩大影响，公司收入及净利润规模有所扩大，实现营业收入 120.74 亿元，较上年增长 2.90%；受剥离建筑业务影响，公司营业成本为 72.50 亿元，较上年下降 6.50%；实现净利润 7.28 亿元，较上年增长 64.58%。

2018 年，公司投资收益为 114.79 万元，较上年下降 98.79%，主要系上年处置鑫大禹形成高基数所致；资产处置收益为-0.59 亿元，较上年-145.69 万元的规模有所扩大，主要系房屋建筑物以及运输设备处置增加所致。

2018 年，公司期间费用为 20.63 亿元，较上年下降 2.15%；其中销售费用为 12.24 亿元，较上年增长 6.45%；管理费用（含研发费用）为 6.95 亿元，较上年下降 13.16%，主要系从 2017 年下半年开始，公司改变了白酒业务市场开发及推广投入的方式，相关费用改由经销商承担，公司给予经销商产品销售折扣，从而间接降低了管理费用中的宣传经费所致；财务费用为 1.44 亿元，较上年下降 8.94%，主要系债务规模下降、利息支出减少所致。2018 年，公司费用收入比由 2017 年的 17.96%下降至 17.08%，公司费用控制能力有所提升。

从盈利指标来看，2018 年，公司营业利润率为 26.70%，较上年提升了个 3.80 百分点，主要系毛利较高的白酒业务占比上升所致；公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.80%、6.54%和 9.80%，分别较上年提升了 2.30 个百分点、1.90 个百分点和 3.46 个百分点。

总体看，2018 年，受白酒业务规模扩大、建筑业务被剥离的影响，公司利润大幅增长，主营业务的获利能力和费用控制能力均有不同程度的提升。

3. 现金流

2018 年，公司经营活动现金流入为 164.57 亿元，较上年增长 4.89%；经营活动现金流出为 132.82 亿元，较上年增长 0.48%。受上述因素影响，2018 年，公司经营活动现金流量净额为 31.75

亿元，较上年增长 28.52%，主要是公司预收销货款增加所致。2018 年，公司现金收入比由上年的 133.04%提升到 135.69%，公司收入实现质量很高。

2018年，公司投资活动现金流入0.12亿元，较上年下降93.90%，主要系上年收回投资与处置鑫大禹收到款项规模较大所致；投资活动现金流出为2.47亿元，较上年下降15.27%，主要系上年存在理财投资使基数较大所致。受上述因素影响，2018年，公司投资活动现金流量净额为-2.35亿元，较上年净流出0.91亿元规模有所扩大。

2018 年，公司筹资活动现金流入为 57.19 亿元，较上年增长 34.26%，全部为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出为 75.83 亿元，较上年增长 61.93%，主要用于偿还债务本息。受上述因素影响，2018 年，公司筹资活动现金流量仍呈现净流出状态，净流出规模为 18.64 亿元，为上年净流出规模的 3.40 倍。

总体看，2018 年，公司经营活动现金流量净额大幅增加，经营性现金流入完全能满足公司对外投资需求；受偿还到期债务影响，公司筹资活动现金净流出规模有所扩大。

4. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率由年初的 1.69 倍上升至 1.75 倍，速动比率由年初的 0.74 倍小幅上升到 0.81 倍；公司现金短期债务比由年初的 1.46 倍大幅提升到 3.20 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度高，短期偿债能力大幅提升。

从长期偿债能力指标来看，2018 年，公司 EBITDA 合计 15.10 亿元，较上年增长 37.84%，其中折旧占比 14.34%，摊销占比 2.87%，计入财务费用的利息支出占比 12.65%，利润总额占比 70.15%。2018 年，公司 EBITDA 全部债务比为 0.28 倍，较上年有所提升；EBITDA 利息倍数由 2017 年的 3.38 倍上升至 4.49 倍，EBITDA 对利息覆盖程度高，公司长期偿债能力有所提升。

截至 2018 年底，公司获得各银行授信合计 164.02 亿元，已使用 31.13 亿元，公司间接融资渠道畅通；公司作为上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2018 年底，公司无对外担保事项。

截至 2018 年底，公司无重大诉讼、仲裁事项。

根据机构信用代码为 G10110113016362100 的人民银行征信报告，截至 2019 年 4 月 2 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。

总体看，跟踪期内，公司长、短期偿债指标均有所优化，整体偿债能力仍很强；未来随着公司白酒业务全国化布局进一步推进以及相关在建项目投产，整体偿债能力有望进一步提升。

七、本次债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年底，公司现金类资产（货币资金和应收票据）达 63.96 亿元，约为“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”剩余待偿本金规模（10.63 亿元）的 6.02 倍，公司现金类资产对“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”待偿本金的覆盖程度高；净资产达 77.29 亿元，约为“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”剩余待偿本金的 7.27 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，2018 年，公司 EBITDA 为 15.10 亿元，约为“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”剩余待偿本金的 1.42 倍，EBITDA 对“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”的覆盖程度较好。

从现金流情况来看，公司 2018 年经营活动产生的现金流入 164.57 亿元，约为“15 顺鑫 01”、

“15 顺鑫 02”剩余待偿本金的 15.48 倍，公司经营活动现金流入量对“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”的覆盖程度很高。

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，我国白酒行业发展稳定，公司白酒业务的全国化布局收效显著，带动了营业收入增长和净利润大幅提高，整体经营情况向好，盈利能力得到提升，经营活动现金流保持大额净流入状态，整体债务负担有所下降，债务结构明显优化。同时，联合评级也关注到公司白酒业务毛利率下降、生猪价格波动较大以及房地产业务存在一定的资金支出压力等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目的完成以及全国化布局的继续推进，公司白酒业务有望在外埠市场取得进一步发展；同时，随着归核化发展战略的实施，公司在白酒和屠宰及肉食品加工领域的竞争优势有望增强。

综上，联合评级维持顺鑫农业的主体长期信用等级为“AA+”，评级展望为“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
主要财务指标

项目	2017 年	2018 年
资产总额（亿元）	184.12	198.51
所有者权益（亿元）	71.27	77.29
短期债务（亿元）	37.00	20.00
长期债务（亿元）	31.11	33.66
全部债务（亿元）	68.11	53.66
营业收入（亿元）	117.34	120.74
净利润（亿元）	4.42	7.28
EBITDA（亿元）	10.96	15.10
经营性净现金流（亿元）	24.71	31.75
应收账款周转次数（次）	79.69	137.44
存货周转次数（次）	0.99	0.90
总资产周转次数（次）	0.65	0.63
现金收入比率（%）	133.04	135.69
总资本收益率（%）	4.50	6.80
总资产报酬率（%）	4.64	6.54
净资产收益率（%）	6.34	9.80
营业利润率（%）	22.90	26.70
费用收入比（%）	17.96	17.08
资产负债率（%）	61.29	61.07
全部债务资本化比率（%）	48.87	40.98
长期债务资本化比率（%）	30.39	30.34
EBITDA 利息倍数（倍）	3.38	4.49
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.28
流动比率（倍）	1.69	1.75
速动比率（倍）	0.74	0.81
现金短期债务比（倍）	1.46	3.20
经营现金流动负债比率（%）	30.23	36.27
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.03	1.42

注：1、本报告财务数据及指标计算均是合并口径；如无特殊说明，均指人民币；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、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、长期应付款计入长期债务。

附件 2　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	
总资本收益率	（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 3　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。