信用等级公告

联合〔2019〕2464 号

联合资信评估有限公司通过对北京顺鑫控股集团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，确定维持北京顺鑫控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“19 顺鑫 MTN001”和“19 顺鑫 MTN002”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十六日

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
http://www.lhratings.com

北京顺鑫控股集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
19 顺鑫 MTN001	10 亿元	2022/3/14	AA	AA
19 顺鑫 MTN002	5 亿元	2022/4/28	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	81.97	72.23	102.45	116.67
资产总额(亿元)	283.15	281.84	325.59	337.85
所有者权益(亿元)	85.36	87.15	80.25	73.25
短期债务(亿元)	131.90	102.71	135.00	153.00
长期债务(亿元)	38.00	49.07	43.17	53.94
全部债务(亿元)	169.90	151.78	178.17	206.95
营业收入(亿元)	221.14	261.16	272.51	81.96
利润总额(亿元)	3.82	5.03	8.18	4.91
EBITDA(亿元)	14.59	16.33	17.61	--
经营性净现金流(亿元)	6.79	24.05	28.62	0.25
营业利润率(%)	13.04	12.85	14.68	17.71
净资产收益率(%)	3.01	3.07	5.59	--
资产负债率(%)	69.86	69.08	75.35	78.32
全部债务资本化比率(%)	66.56	63.52	68.95	73.86
流动比率(%)	121.87	131.31	113.22	113.87
经营现金流动负债比(%)	4.25	16.52	14.16	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.64	9.30	10.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.11	2.28	2.31	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务，长期应付款和其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务；3. 2016 年底和 2017 年底所有者权益包含 20 亿元永续中期票据，2018 年底所有者权益包含 10 亿元永续中期票据

分析师：刘晓濛　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

评级观点

北京顺鑫控股集团有限公司（以下简称“公司”）作为北京市顺义区国有大型控股型集团，经过多年发展，已经形成了白酒、猪肉及贸易等多元化经营格局。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其在股东背景、区域行业地位和品牌知名度等方面具备较强竞争优势。跟踪期内，公司白酒业务泛全国化布局持续推进，截至2018年底已形成22个亿元级省级市场，行业地位与市场竞争力进一步增强，白酒业务收入持续增长，仍为公司业务的核心增长点。2018年，公司营业收入、利润保持增长，盈利能力稳步提升；受益于主业良好的经营获现能力，当期经营活动净现金流同比提升。同时，联合资信也关注到，公司白酒业务毛利率持续走低，猪肉板块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及债务负担重，短期债务占比高等因素对其经营与发展可能带来的不利影响。

未来，随着大众消费水平与外埠市场产品结构逐步升级、牛栏山升级改造项目投产，公司白酒业务规模有望保持较快增速，主业盈利能力保持良好水平。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“19 顺鑫 MTN001”和“19 顺鑫 MTN002”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为北京市顺义区所属国有大型控股型企业，股东实力强，区域行业地位突出；已形成白酒、猪肉、贸易等多元化经营格局，有利于分散经营风险。
2. 公司旗下拥有“牛栏山”“宁诚”“鹏程”“顺鑫”“小店”及“牵手”共 6 个中国驰名商标；2018 年“牛栏山”以 301.83 亿元的品牌价值位列第十届华樽杯中国酒类品牌价

值 200 强榜单第 13 位，品牌知名度高。

3. 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，公司持续推进“牛栏山”白酒泛全国化的市场布局，截至 2018 年底已形成 22 个亿元级省级市场，经营规模持续扩张。
4. 受益于白酒业务规模扩张及先款后货为主的结算特点，2018 年以来公司经营活动现金净流入提升，经营获现能力强。
5. 公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力较强。

关注

1. 2018 年以来，受产品销售结构变化以及纸制品等原材料价格上涨的影响，公司白酒板块毛利率有所下滑。
2. 猪肉系列业务以生猪屠宰为主，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；贸易业务易受汇率及商品价格波动影响，盈利能力弱。
3. 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压力和价值波动风险，对资金形成较大占用。
4. 跟踪期内，公司有息债务规模持续增长，母公司债务占比较高，整体债务负担重，且以短期债务为主，债务结构有待优化。

声 明

一、本报告引用的资料主要由北京顺鑫控股集团有限公司（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。

北京顺鑫控股集团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”）关于北京顺鑫控股集团有限公司（以下简称“顺鑫控股”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

顺鑫控股成立于 1994 年 7 月，前身为北京市顺州工业开发经营中心，系经顺义县经济委员会核准设立的全民所有制企业，初始注册资本 30220 万元。1997 年 11 月，顺义县经济委员会与顺义县人民政府签署了《变更隶属关系转让协议书》，将北京市顺州工业开发经营中心转让给顺义县人民政府所有，同时更名为北京市泰丰现代农业发展中心，注册资本变更为 68000 万元。2002 年 5 月，经北京市顺义区经委顺经字[2002]第 37 号文批准，公司改制为有限责任公司，更名为北京顺鑫农业发展集团有限公司，注册资本变更为 85000 万元。北京顺鑫投资管理公司和北京霞光饲料总公司（后变更为北京霞光食品工业公司）分别持有公司 92.80%和 7.20%的股权。

2009 年 7 月，根据北京市顺义区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“顺义区国资委”）出具的顺国资复[2009]21 号文，将北京顺鑫投资管理公司和北京霞光食品工业公司持有的公司股权无偿划转给北京市顺义区国有资本经营管理中心（以下简称“顺义国资中心”），自此，顺义国资中心持有公司 100.00%的股份；2014 年 12 月，公司更为现名。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本与实收资本均为 8.50 亿元，顺义国资中心持有公司 100%股权，公司实际控制人为顺义区国资委。

公司经营范围：种植业，养殖业及其产品加工销售；农业技术开发；农业产前、产中、产后服务；销售百货、日用杂品、五金交电、化工、针纺织品；房地产开发；销售自行开发的商品房；出租办公用房；投资管理；物业管理；园林绿化服务；施工总承包；专业承包。

截至 2019 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司共计 28 家；其中直接持股的上市公司北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“顺鑫农业”）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”）；截至 2019 年 3 月底，公司持有顺鑫农业股权 38.45%（未质押）。

表 1　顺鑫农业主要财务数据（单位：亿元）

时间	资产	权益	收入	净利润
2018 年	198.51	77.29	120.74	7.28
2019 年 1-3 月	204.03	71.56	47.65	4.29

资料来源：Wind 资讯

截至 2019 年 3 月底，公司下设风险管理部、战略投资部、企业管理部、计划财务部、办公室等 11 个职能部门。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额为 325.59 亿元，所有者权益合计 80.25 亿元（含少数股东权益 44.91 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 272.51 亿元，利润总额 8.18 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 337.85 亿元，所有者权益合计 73.25 亿元（含少数股东权益 47.45 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 81.96 亿元，利润总额 4.91 亿元。

公司注册地址：北京市顺义区站前街 1 号院 1 号楼 11 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 2019 年 3 月发行额度为 10 亿元的

中期票据“19 顺鑫 MTN001”，于 2019 年 4 月发行额度为 5 亿元的中期票据“19 顺鑫 MTN002”，募集资金用于偿还有息债务，募集资金已按照规定用途使用完毕。

表 2 公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	余额	起息日	到期兑付日
19 顺鑫 MTN001	10.00	2019/3/14	2022/3/14
19 顺鑫 MTN002	5.00	2019/4/28	2022/4/28

资料来源：根据公开资料整理

注：所列债券为联合资信进行评级的存续期债券

四、宏观经济与政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）

加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长

提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 白酒制造业

2016-2017 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。

2018 年，国内白酒行业整体延续新成长态势。根据国家统计局数据，2018 年，全国规模以上白酒企业 1445 家，其中亏损企业 183 个，企业亏损面 12.66%，完成酿酒总产量 871.20 万千升，同比增长 3.14%；完成销售收入 5363.83 亿元，同比增长 12.88%，实现利润总额 1250.50 亿元，同比增长 29.98%。亏损企业累计亏损 11.03 亿元，比上年同期下降 1.83%。

从价格来看，长期以来高档白酒价格对白酒市场定价具有引领作用。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；2016-2017 年，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；2018 年，高端白酒价格持续上行，根据国家发改委数据，2018 年国内 36 个大中城市高端白酒平均价格为 1013.08 元/瓶，同比增长 15.93%，同期中低端白酒平均价格为 153.67 元/瓶，同比下降 1.70%。在高端酒渠道下沉的背景下，中低端白酒价格空间受到挤压，市场竞争愈发激烈。

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。

总体看，2018 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. 生猪养殖及肉类加工业

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，中国肉类总产量中猪肉占6成以上。根据国家统计局数据显示，2018年，全国猪肉产量5404万吨，下降0.9%，生猪存栏42817万

头，同比下降3.0%，生猪出栏69382万头，下降1.2%。2019年一季度，全国猪肉产量1463万吨，减少80万吨，下降5.2%，生猪出栏1.88亿头，比上年同期减少1014万头，下降5.1%；分区域看，东北地区生猪出栏1532万头，下降12.0%，东部地区出栏4918万头，下降7.5%，中部地区出栏6460万头，下降5.4%；西部地区出栏5932万头，下降0.7%。总体看，2018年以来，生猪生产明显下降，行业整体处于下行趋势。

受非洲猪瘟影响生猪存栏大幅减少，2018年8月，辽宁爆发非洲猪瘟并迅速传播，相关部门采取捕杀和管制调运等措施，疫情有所控制，但对养猪积极性造成较大影响。由于调运管控和需求下降造成生猪出栏减少，同时养殖户补栏积极性受挫，生猪存栏减少，存栏降幅较大。截至2019年3月底，全国生猪存栏3.75亿头，同比减少4199万头，下降10.1%，比上年末减少5292万头，环比下降12.4%；其中能繁殖母猪存栏3801万头，同比减少487万头，下降11.4%；比上年末减少460万头，环比下降10.8%。

从价格变动情况看，2018 年猪肉价格总体呈现“上半年下跌、下半年季节性回升、非洲猪瘟发生后产销区分化”的特征。据农业农村部监测，2018 年全年猪肉批发市场均价为每公斤 18.7 元，同比下跌 12.1%。2018 年 8 月份非洲猪瘟发生后，受活猪跨省禁运政策影响，区域间供需出现不平衡现象，产区跌、销区涨；随着各地改“调猪”为“调肉”，流通渠道逐渐通畅，产销区猪价分化有所趋缓。2018 年初，生猪价格延续走低态势，春节后全国生猪价格加速下跌，3 月末 4 月初全国生猪均价一度跌破 10 元/公斤，猪价下跌同时，仔猪价格在 3 月后跟随下跌，7 月猪价大幅反弹，仔猪价格仅小幅跟涨。仔猪价格下跌，并持续维持较低价格，生猪养殖利润长时间处于较低水平，非洲猪瘟爆发后，补栏意愿进一步下降，局部多地区仔猪价格跌破其成本，导致大部分繁育场处于盈亏线附近，疫情地区普遍出现亏损。2019 年春节后，仔猪价格开始企稳回升，企业扭亏为盈，猪肉价格企稳回升。2019 年一季度，生猪价格波动较大，分区域看，生猪主产省（生猪主产省包括河北、辽宁、江苏、浙江、安徽、江西、山东、河南、湖北、湖南、广东、广西、重庆、四川、云南等 15 个省份，其他省份为非生猪主产省）生产者价格下降 6.9%，其他省份下降 11.2%；分月度看，3 月份生猪集贸市场价格环比、同比明显上涨，分别上涨 16.6%和 24.5%。2019 年一季度猪肉价格下降 1.2%，降幅比去年同期收窄 8.7 个百分点。

2018 年 8 月 3 日，辽宁沈阳市沈北新区出现 1 起非洲猪瘟疫情，这是国内首起非洲猪瘟疫情，此后，不断有新的疫情出现，发生疫情的地区也逐渐扩大。截止 2018 年底，国内已有 23 个省（直辖市、区）出现超过 90 起家猪和野猪非洲猪瘟疫情，因疫情直接扑杀的生猪也超过 60 万头。为保障猪肉产品供给安全，农业农村部印发《非洲猪瘟疫情防控八条禁令》《生猪产地检疫规程》《生猪屠宰检疫规程》和《关于稳定生猪生产、保障市场供给的意见》等文件，鼓励畜禽养殖、屠宰加工企业推行“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冷鲜上市”模式，加快推进畜牧业转型升级，提升畜禽就近屠宰加工能力，建设畜禽产品冷链物流体系，减少畜禽长距离移动，降低动物疫病传播风险，维护养殖业生产安全和畜禽产品质量安全。从非洲猪瘟对生猪养殖行业的影响来看，体现在以下几个方面：（1）短期导致国内区域间生猪价差扩大；（2）从中期来看，加速产能出清，使猪价拐点提前到来；（3）从长期来看，“规模养殖、就近屠宰、冷链运输”将成为行业趋势，会对居民的热鲜猪肉消费习惯产生一定影响，也将改变生猪养殖行业的企业区域分布布局和产业链布局，使得越来越多的生猪养殖企业开始布局屠宰业务，生猪养殖产业链逐渐向一体化方向发展。

总体看，2018 年以来，生猪养殖行业整体呈下行趋势，非洲猪瘟疫情加速产能出清、增大价格波动；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。

3. 贸易行业

（1）国际贸易

近年来，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求有所回暖。但新兴经济体和发展中国家出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对国际贸易形势基本面构成一定负面影响。2017年以来，一系列稳增长调结构政策措施继续发挥作用，国内外贸发展的内生动力更趋强劲，延续稳中向好走势。随着世界经济温和复苏，“一带一路”政策稳步推进，2018年上半年，国际大宗商品价格同比增长，国内整体经济稳中向好，上述因素共同推动中国进出口贸易总额持续增长，2018年下半年开始，随着贸易摩擦逐步升级，大宗商品等国内经济数据逐步走弱。海关统计数据显示，2018年全年中国外贸进出口总值 30.51 万亿元人民币，同比增长9.7%。其中，出口16.42万亿元，增长7.1%；进口14.09万亿元，增长12.9%；贸易顺差2.33万亿元，收窄18.3%。

2017年6月，中国外贸出口先导指数结束连续 8 个月的上升首次出现下滑。截至2017年底中国外贸出口先导指数为41.10%，较上月回落0.70个百分点。进入2018年以来，中国外贸出口先导指数逐月下滑至2018年4月底的41.00%，表明2018年中国出口仍面临一定压力。总体看，中国外贸发展仍然存在一些困难。

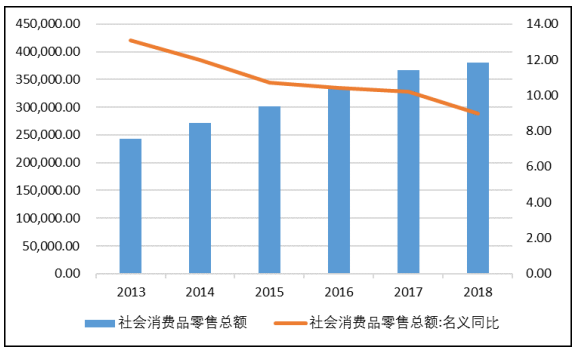
近几年，中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。2018年，中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，国际贸易形势随之进一步恶化。受中美贸易摩擦持续升级，国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。此外，人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

（2）国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。根据国家统计局数据，2018年中国社会消费品零售总额380986.85亿元，名义口径同比增长8.98%。2019年1-3月，中国社会消费品零售总额97790亿元，同比增长8.3%，增速较上年同期回落1.5个百分点。

图1　社会消费品零售总额及增长率情况

（单位：亿元、%）



资料来源：Wind资讯

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型、产能优化、促进消费和加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

4. 区域经济环境

近年来，北京市经济始终保持着快速协调

健康发展势头，综合经济实力不断增强。

根据《北京市 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，2018 年，北京市实现地区生产总值 30320 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.6%。其中，第一产业增加值 118.7 亿元，下降 2.3%；第二产业增加值 5647.7 亿元，增长 4.2%；第三产业增加值 24553.6 亿元，增长 7.3%。

2018 年，北京市居民人均可支配收入为 62361 元，比上年增长 9.0%；扣除价格因素后，实际增长 6.3%。从四项收入构成看，居民人均工资性收入 37687 元，增长 7.0%；人均经营净收入 1201 元，下降 14.7%；人均财产净收入 10612 元，增长 14.0%；人均转移净收入 12861 元，增长 13.8%。2018 年，北京市居民人均消费支出为 39843 元，比上年增长 6.5%。

2018 年实现市场总消费额 25405.9 亿元，比上年增长 7.4%。其中，服务性消费额 13658.2 亿元，增长 11.8%；社会消费品零售总额 11747.7 亿元，增长 2.7%，其中限额以上批发和零售企业实现网上零售额 2632.9 亿元，增长 10.3%，占社会消费品零售总额的 22.4%。全年批发和零售业实现商品购进额 63982.6 亿元，比上年增长 1.8%；销售额 69467.1 亿元，增长 1.9%。其中，批发业实现销售额 57383.1 亿元，增长 0.9%。

北京市是全国肉类、饮料饮品主要消费城市之一，北京经济的快速发展、城乡居民可支配收入的提高使得人们对肉类、饮品需求大幅增加，这为公司的发展提供了重要推动力。公司所处的顺义区位于北京市东北，区内有京密公路、京承高速公路、京承铁路通过，并拥有国内最大的航空港——北京首都国际机场。公司距机场不足 10 公里，陆空交通较为便利，具有较大的区位交通优势。

总体看，公司立足北京市场，优越的区位优势为公司各业务板块的发展提供了良好的外部环境。

六、基础素质分析

1. 产权情况

截至 2019 年 3 月底，顺义国资中心持有公司 100%股权，顺义区国资委持有顺义国资中心 100%股权，公司实际控制人为顺义区国资委。

2. 企业规模

作为顺义区所属国有大型控股型企业集团，顺鑫控股近年来随着自身经营战略调整及外部环境变化，已形成白酒、猪肉及贸易等多元化经营格局。其中白酒产业主要包括“牛栏山”二锅头和“宁诚”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。2018 年，由中国酒类流通协会和中华品牌战略研究院联合发布的第十届华樽杯中国酒类品牌价值 200 强榜单，“牛栏山”以 301.83 亿元的品牌价值位列 13 位。

公司猪肉板块形成了集“种猪繁育-生猪养殖-屠宰加工-肉制品深加工-冷链物流配送”于一体的全产业链。公司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）。产品品牌“鹏程”先后荣获“2017 年中国消费者市场影响力品牌称号”“品牌猪肉奖”和“5A 级优质猪肉奖”等荣誉。

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》并经北京市地方税务局、北京市顺义区地方税务局批准，公司及下属子公司从事种植粮食作物，种植林木、苗木、园艺作物，畜禽养殖业，肉类初加工的所得免征企业所得税。

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；公司农业类业务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，公司在内部控制、治理结构、管理制度和高管人员等方面无重大变化。

八、经营分析

跟踪期内，公司多元化业务布局持续发展，白酒系列、猪肉系列和贸易仍构成公司主要的收入来源；其中业务核心经营实体为控股上市公司顺鑫农业。2018 年，在白酒业务规模持续扩张的带动下，公司主营业务收入同比增长 4.41%至 271.65 亿元。具体来看，受益于“牛栏山”泛全国化市场布局持续推进，公司白酒系列实现收入 92.78 亿元，同比增长 43.82%，占公司主营业务收入的比重同比上升 9.35 个百分点至 34.15%；2018 年以来，受猪周期下行及非洲猪瘟的影响，公司猪肉系列收入同比下降 23.14%至 24.71 亿元；工程施工板块受“630”事件影响，招投标受限，收入规模同比下降至 17.94 亿元；贸易业务整体收入规模较上年基本持平，为 119.04 亿元，占公司主营业务收入的 43.82%，同比下降 2.34 个百分点。公司其他业务主要包括房地产、市场管理及食品加工等，2018 年收入同比下降至 17.18 亿元。

从盈利水平看，2018 年，公司综合毛利率为 20.50%，同比有所上升。具体看，白酒系列作为公司主要的利润来源，2018 年毛利率同比下降 5.23 个百分点至 49.63%，主要系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所致；2018 年，受生猪价格下跌、非洲猪瘟影响，公司猪肉系列毛利率呈下降趋势，2018 年为 2.74%；工程施工业务毛利率为 11.64%，同比上升 4.67 个百分点，系当期毛利率较高项目占比提升所致。贸易业务盈利水平低，2018 年受贸易环境恶化，汇率波动影响，毛利率下降至 0.94%；2018 年其他业务毛利率同比上升至 33.55%，系牛羊肉业务和市场管理业务毛利率上升所致。

2019 年 1-3 月，公司实现主营业务收入 81.84 亿元，同比保持稳定；其中白酒系列收入同比增长 22.26%至 39.60 亿元，贸易业务受市场环境恶化影响，收入同比下降 20.89%。综合毛利率同比增加 1.41 个百分点至 23.80%，主要受益于盈利能力强的白酒系列贡献比重提升所致；白酒系列收入毛利率同比下滑 5.63 个百分点；猪肉系列毛利率同比下滑 5.52 百分点。

跟踪期，公司保持多元化经营格局，一定程度分散经营风险，白酒系列业务得益于泛全国化市场布局持续推进，收入规模较快增长，带动公司主营业务收入增长，同时白酒板块低端占比提升，导致毛利率持续下滑；猪肉系列业务受猪周期及非洲猪瘟影响，收入及毛利率均下滑；贸易业务保持较高收入规模，但整体盈利水平低。受益于盈利能力较强的业务比重提升，公司综合盈利能力同比有所增强。

表 3　2016-2019 年 3 月公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务分类	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
	业务收入	占比	毛利率	业务收入	占比	毛利率	业务收入	占比	毛利率	业务收入	占比	毛利率
白酒系列	52.04	23.63	62.59	64.51	24.80	54.86	92.78	34.15	49.63	39.60	48.39	44.88

猪肉系列	37.59	17.07	5.06	32.15	12.36	5.61	24.71	9.10	2.74	6.91	8.45	1.79
工程施工	23.20	10.53	7.12	24.23	9.31	6.97	17.94	6.61	11.64	5.32	6.50	5.70
贸易	92.81	42.14	-0.36	120.10	46.16	1.47	119.04	43.82	0.94	26.02	31.79	0.47
其他	14.61	6.63	37.89	19.18	7.37	27.83	17.18	6.33	33.55	3.99	4.78	28.99
合 计	**220.25**	**100.00**	**18.76**	**260.17**	**100.00**	**17.88**	**271.65**	**100**	**20.50**	**81.84**	**100**	**23.80**

资料来源：公司提供
注：猪肉系列包括种猪、生猪屠宰及加工；其他业务包括蔬菜系列、种子系列、市场管理、房地产、广告、食品加工、药材、纸业、苗木、商业、饮品、牛羊肉系列等

1. 白酒系列

公司白酒生产及销售业务主要由控股上市公司顺鑫农业下属牛栏山酒厂及内蒙古顺鑫宁城老窖酒业有限公司（以下简称“宁城老窖”）承担，牛栏山酒厂是白酒系列业务收入及利润主要来源。2018 年，牛栏山酒厂实现营业收入 92.43 亿元，净利润 11.43 亿元，同比增长 81.43%。2018 年，宁城老窖实现营业收入 0.50 亿元，净利润-0.06 亿元。

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包装材料（纸箱、纸盒）等原料价格上涨，公司中低档酒原材料采购成本同比增幅较大。

表 4　2016-2018 年牛栏山白酒分类成本情况

产品	原材料	2016 年		2017 年		2018 年	
		金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）	金额（万元）	比例（%）
高档酒	酒基	1717	10.36	1656	10.20	5839	19.69
	粮食	3215	19.41	3096	19.07	2980	10.05
	包装	11634	70.23	11483	70.73	20830	70.26
	合计	**16566**	**100.00**	**16235**	**100.00**	**29649**	**100.00**
中档酒	酒基	7696	33.20	11600	33.35	17825	29.90
	粮食	2272	9.81	3426	9.85	4650	7.80
	包装	13213	56.99	19756	56.80	37145	62.30
	合计	**23181**	**100.00**	**34782**	**100.00**	**59620**	**100.00**
低档酒	酒基	64948	43.58	102729	43.60	201274	50.55
	粮食	17070	11.45	27049	11.48	17918	4.50
	包装	67066	44.97	105839	44.92	178976	44.95
	合计	**149084**	**100.00**	**235617**	**100.00**	**398168**	**100.00**

资料来源：公司提供

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 800 余种。截至 2019 年 3 月底，公司牛栏山成品酒产能为 65 万千升/年，较 2017 年底增加 17 万千升/年，主要得益于牛栏山酒厂东扩工程完工；其中低档酒 60 万千升/年、中档酒 4 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，2018 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 60.11 万千升（其中牛栏山酒厂占比为 99.76%），同比增长 36.32%，产能利用率达 90.39%，处于行业内较高水平；实现白酒销售量 62.10 万千升（其中牛栏山酒厂占比 99.81%），同比增长 44.66%；当期产销率为 103.31%，同比增加 5.96 个百分点。截至 2018 年底，公司白酒库存量 8.42 万千升，同比下降 19.10%。

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。2018 年，公司低档酒、中档酒及高档酒销售量占比分别为 93.08%、5.89%和 1.02%；销售额占比分别为 73.65%、13.36%和 12.98%，基本保持稳定。

从产品价格来看，2018 年公司白酒产品均价为 1.49 万元/千升，同比小幅下降；其中，牛栏山酒厂低档酒均价由 1.17 万元/千升增加至 1.18 万元/千升，中档酒均价下降 5.59%，高挡酒均价增长 1.94%。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。

表 5　2017-2018 年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	2017 年			2018 年		
		产量	销售量	销售金额	产量	销售量	销售金额
牛栏山	低档酒	423021	401383	471419.78	564493	577583	682704.48
	中档酒	11618	22046	78907.19	30028	35922	121461.30
	高档酒	5054	4824	89673.16	5157	6304	119404.93
	小计	**439693**	**428253**	**640000.13**	**599678**	**619809**	**923570.71**
宁城老窖	低档酒	490	377	852	609	456	604
	中档酒	707	602	2858	772	684	2532
	高档酒	67	60	1358	67	50	1049
	小计	**1264**	**1039**	**5068**	**1448**	1190	4185
合 计		**440957**	**429292**	**645068.13**	**601126**	**620999**	**927755.71**

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

从销售区域看，2018 年，公司泛全国化市场布局继续加速推进，牛栏山现已拥有 22 个亿元以上省级（包括直辖市）销售市场，主力推广长三角、珠三角、华北、东北、西北等地区甄选 5-10 个外埠重点市场，将其培育为 5-10 亿元销售规模的省级样板市场。2018 年，公司白酒制造板块外埠市场销售收入占比提升 5.00 个百分点至 72.00%，成为经营规模快速扩张的核心增长点。

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 2019 年 3 月底，上述项目已完成投入 10.58 亿元，尚需投资 2.57 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。2018 年以来，公司持续推进泛全国化市场布局，外埠市场

销售占比持续提升，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. 猪肉系列

公司猪肉系列业务包括种猪繁育、生猪屠宰与加工，主要由顺鑫农业下属小店畜禽良种场（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。2018 年，鹏程食品实现收入 18.96 亿元，同比下降 29.20%；实现净利润 0.67 亿元（2017 年为 0.51 亿元）。

公司猪肉系列收入以生猪屠宰为主；2018 年，猪肉行业先后遭遇“价格下跌”和“非洲猪瘟”，公司生猪屠宰加工及种猪繁育板块收入同比分别下降 20.24%和 57.96%；同时，生猪屠宰加工业毛利率同比增加 2.68 个百分点至 7.20%，种畜养殖业毛利率大幅下滑至-100.00%，系生猪价格下滑及非洲猪瘟造成公司毛猪销量低，费用成本大导致毛利率大幅下滑。2019 年 1-3 月，公司猪肉系列收入同比持平，但种猪繁育板块受非洲猪瘟影响，毛利率大幅下滑至-224.27%，亏损扩大。

表 6 公司猪肉系列收入构成及毛利率情况 （单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年 1-3 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
种猪繁育	2.45	18.79	1.03	-100.00	0.18	-224.27
生猪屠宰、加工	29.69	4.52	23.68	7.20	6.73	7.98
合计	**32.15**	**5.61**	**24.71**	**2.74**	**6.91**	**1.79**

资料来源：公司提供

公司建立了“公司＋基地＋农户”经营模式，将自繁自养与基地农户养殖相结合。公司与农户合作养殖，将自有仔猪卖给农户并在公司养殖场进行养殖，农户按公司养殖流程接受饲料供应、防疫、技术指导和封闭管理，养殖周期结束，公司按照市场价收购。公司外购原材料包括部分饲料及兽药、疫苗，饲料主要采购自北京正大饲料有限公司、大成食品（亚洲）有限公司，兽药主要采购自农科院畜牧研究所等。

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、祖代种猪场和父母代种猪场，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 2019 年 3 月底，小店良种场祖代种猪存栏 1226 套；父母代存栏 7459 套，持续下滑。2018 年非洲猪瘟发生后，小店良种场育种出来的猪苗全部自己养殖；2018 年，小店良种场实现收入 1.05 亿元，同比下降 35.58%；实现净利润-0.43 亿元（2017 年为 0.12 亿元），主要系年内生猪价格下跌，毛猪销量下降，成本费用大所致。

生猪屠宰方面，截至 2019 年 3 月底，公司全国范围内生猪屠宰能力达到 400 万头/年。2018 年，公司实际屠宰量为 155.66 万头，保持稳定，向市场提供生猪肉制品 15.08 万吨，同比下降 8.88%。截至 2018 年底，公司屠宰业务库存量为 3.01 万吨，同比增长 168.75%。

表 7 2017-2018 年公司肉类加工业务采购、生产及销售情况

项目	2017 年	2018 年
祖代（套）	1640	1213

父母代（套）	12087	8918
屠宰能力（万头/年）	400	400
实际屠宰量（万头）	151.00	155.66
收购均价（元/公斤）	15.46	13.15
生猪肉制品（万吨）	16.55	15.08
生猪肉均价（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

公司猪肉制品销售模式以直营和经销为主，销售区域以北京为主，外埠市场主要集中在河北、山西和内蒙古等地区。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 2019 年 3 月底，公司共建立销售网点 3228 家，其中北京地区 2886 家，北京以外地区 342 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，2018 年销售猪肉熟食制品 0.96 万吨，同比保持稳定。

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，受 2018 年猪周期下行及非洲猪瘟影响，公司屠宰及肉制品加工业务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，但销量下滑。生猪养殖盈利能力下滑，公司猪肉产业链向下游肉制品深加工的延伸能力仍有待提高。

3. 贸易业务

公司贸易业务主要由顺鑫国际（香港）集团有限公司（以下简称“顺鑫国际”）经营。2018 年，顺鑫国际实现营业收入 112.15 亿元，净利润 0.03 亿元；2019 年 1-3 月，顺鑫国际实现收入 25.16 亿元，净利润 0.05 亿元。

公司贸易业务由标准产品的境内贸易及境外贸易构成，贸易品种包括大米、豆粕、棕榈油、猪肉和白糖等农产品以及电解铜、电解镍和锌精矿等有色金属。跟踪期内，贸易业务收入规模保持稳定；其中境内贸易收入规模同比增长 63.23%至 62.19 亿元，系境内有色金属贸易规模加大所致。

盈利方面，受大宗商品贸易品种及经营模式影响，公司贸易业务毛利率始终处于低水平，2018 年毛利率同比下滑，主要系毛利率水平较低的有色金属贸易规模增加所致。

表 8　2016-2019 年一季度顺鑫国际收入构成情况（单位：亿元）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
境内贸易	16.40	38.10	62.19	16.56
境外贸易	75.85	76.18	49.96	8.60
合计	**92.25**	**114.28**	**112.15**	**25.16**

资料来源：公司提供

（1）境外贸易

公司境外贸易包括进口贸易及转口贸易，以转口贸易为主，贸易品种以有色金属和农产品为主。公司境外业务经营模式主要为以销定采，在经过广泛询价后，分别与上下游客户签署购销合同，并通过在合同中以“锁定汇率”“在触发汇率波动比例的条件下要求客户补缴保证金”等方式，一定程度转移汇率波动风险。定价方面，公司境外业务下游销售价格采取点价方式，即下游客户在支付 95%货款后的 3 个工作日内完成点价，公司根据该销售价格向上游采购。结算方面，公司对于资信较好的上游供应商采取预付形式。下游客户主要采取 T/T、D/P、D/A 等结

算方式，目前以电汇为主。公司境外业务上游供应商以央企、国企背景贸易商或行业内大型贸易商为主；下游客户以贸易代理商为主。2018 年，公司境外业务上游前五名及下游前五名集中度分别为 23.84%和 23.57%。

（2）境内贸易

公司境内业务采取以销定采的经营模式，价格波动风险主要转嫁给下游客户承担；贸易品种以有色金属为主，上游采购主要来自大型央企、国企，上游客户定价话语权强；下游客户目前以国有贸易型企业为主。结算方面，公司境内贸易主要结算方式为电汇、银行承兑汇票、信用证，对上游供应商一般预付 15%保证金，剩余货款以先款后货形式支付，对下游客户预收 15%保证金，剩余货款以先款后货形式支付。2018 年，公司境内业务上游前五名及下游前五名集中度分别为 37.17%和 35.77%。

4. 其他业务

公司其他业务主要包括工程施工、房地产、市场管理等。

（1）工程施工

公司从事工程施工的下属企业为北京鑫大禹水利建筑工程有限公司（以下简称“鑫大禹公司”）。鑫大禹公司系房屋建筑工程施工总承包壹级，水利水电工程、市政公用工程施工总承包贰级，拥有河湖整治工程、堤防工程专业承包资质、凿井甲级以及环保工程专业承包贰级资质、环境污染治理设施运营资质、园林、喷泉景观施工等资质为一体的综合施工企业。

鑫大禹公司工程业务板块按照市场化运作，即在业主方向市场发出招标函后，鑫大禹公司组织投标，竞标成功后组织施工队伍以及施工材料的采购、履行施工合同等。在工程通过竣工验收后，业主方按照合同约定向公司支付施工合同款。自成立以来，鑫大禹公司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。鑫大禹公司工程施工业务范围主要在顺义区，以水利水电工程为主，并逐步向新农村基础设施建设扩展。

自 2017 年以来，鑫大禹公司受“630 事件”影响，招投标手续受限，新承接工程量大幅下降。2018 年公司新承接工程总金额为 3.13 亿元，同比持续下降；当期实现收入 17.94 亿元，同比下降 25.96%。

表 9　近年来公司承接 3000 万以上重大项目情况

（单位：个、亿元、%）

项目	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
重大项目数量	5	2	--
重大项目金额	3.04	1.81	--
新承接工程总金额	5.70	3.13	0.32
重大工程金额占总金额比重	53.00	58.00	--

资料来源：公司提供

（2）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 2018 年底，佳宇地产资产合计 74.79 亿元，所有者权益合计-5.80 亿元。2018 年，佳宇地产实现营业收入 1.55 亿元，净利润-2.56 亿元。

截至 2018 年底，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 38.14 万平方米，实现签约销售金额为 36.76 亿元。

截至 2018 年底，公司剩余可售面积 23.25 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 10　截至 2018 年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	20.40	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	6.43	14.94
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	7.41	4.99
海南富海家园项目	7.65	6.85	住宅 0.89	9.38	住宅及商业	6.54	6.15
下坡屯项目	66.45	40.69	回迁房 0.23，住宅 1.49，别墅、花园洋房 4.85	23.74	住宅	17.76	10.68
合计	**106.60**	**79.14**	--	**61.39**	--	**38.14**	**36.76**

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司房地产在建项目预计总投资额为 106.60 亿元，已投资 79.14 亿元，尚余投资 27.46 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。

6. 经营效率

2018 年，公司销售债权周转次数为 31.95 次，同比略有上升；存货周转次数和总资产周转次数分别为 2.34 次和 0.90 次，同比略有下滑。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；房地产板块项目周期长，一定程度拉低存货周转效率。

7. 未来发展

公司作为区属国有大型综合型企业集团，结合自身实际和外部环境变化，提出了“以投资控股型发展模式实现顺鑫集团转型升级”的发展思路，即通过实施“投资控股型发展模式”，进一步创新理念、方式和手段，积极整合“两种产业资源”，不断提升“三种核心能力”，加快推进“四个转变”，进一步壮大主营业务，清晰业务定位，并借助资本市场，逐步实现各项主营业务板块分拆上市，将顺鑫控股打造成为投资控股型产业集团公司。

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。

九、财务分析

公司提供了 2018 年度合并财务报告，亚太（集团）会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司提供的 2019 年一季度财务数据未经审计。

截至 2018 年底，公司纳入合并范围子公司共 28 家，较 2017 年底减少 2 家；2019 年 1-3 月，公司合并范围未发生变化。整体看，公司财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额为 325.59 亿元，所有者权益合计 80.25 亿元（含少数股东权益 44.91 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 272.51 亿元，利润总额 8.18 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 337.85 亿元，所有者权益合计 73.25 亿元（含少数股东权益 47.45 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 81.96 亿元，利润总额 4.91 亿元。

1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额为 325.59 亿元，同比增长 15.52%。从构成看，流动资产占 70.30%，非流动资产占 29.70%，资产结构仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 228.90 亿元，同比增长 19.71%，主要系货币资金和存货增长所致；构成主要为货币资金（占 43.77%）和存货（占 42.98%）。

截至 2018 年底，公司货币资金为 100.20 亿元，同比增长 45.03%，系白酒业务预收销售款增加及贸易业务票据融资增加所致。其中银行存款 81.30 亿元，受限货币资金 18.74 亿元，为银行承兑汇票保证金和信用证保证金。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值为 5.31 亿元，同比下降 16.46%；从账龄看，1 年以内的占 89.45%，1 至 2 年的占 7.92%，2 至 3 年的占 0.90%，3 年以上的占 1.74%，综合账龄较短；公司计提坏账准备 0.26 亿元，计提比例为 4.70%。期末余额中欠款金额前 5 名合计 1.17 亿元，占 20.93%。

公司预付款项包括预付工程款、预付材料款及设备款等。截至 2018 年底，公司预付款项为 5.73 亿元，同比下降 39.80%，系公司对北京人寿保险股份有限公司预付股权投资款转为长期股权投资所致，主要构成为一年以内的预付款项（占 95.86%）。

截至 2018 年底，公司其他应收款为 17.02 亿元，同比增长 4.87%，构成以保证金、押金、参股公司拆借款为主；累计计提坏账准备 0.08 亿元，综合计提比例低。期末其他应收款中前 5 名金额合计 2.67 亿元，占 15.61%。

截至 2018 年底，公司存货为 98.38 亿元，同比增长 13.26%，系库存商品增加及地产业务新增投入所致；其中原材料占 5.26%、库存商品占 21.75%、开发产品占 23.60%、开发成本占 40.42%，其余包括自制半成品及在产品、周转材料、消耗性生物资产、工程施工。截至 2018 年底，公司房地产类存货规模为 62.99 亿元，占存货的 64.02%；其中开发产品主要由海南富海家园、包头望潮苑、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 33.12 亿元）、鑫泽园、小店项目、商务中心项目、海南富海家园项目和包头顺鑫望潮苑。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 2018 年底，公司非流动资产为 96.69 亿元，同比增长 6.68%，主要系长期股权投资增加所致。构成以固定资产（占 47.60%）和无形资产（占 19.05%）为主。

截至 2018 年底，公司长期股权投资为 11.69 亿元，同比增长 51.77%，系增加北京人

寿保险股份有限公司投资 3.84 亿元所致。截至 2018 年，公司长期股权投资主要由对北京金盛顺鑫置业有限公司（期末余额 4.91 亿元）、北京人寿保险股份有限公司（期末余额 3.84 亿元）和北京顺鑫祥云药业有限公司（期末余额 1.09 亿元）的投资构成。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值为 46.02 亿元，同比小幅增长 2.41%；固定资产构成主要为房屋及建筑物（占 66.85%）和机器设备（占 23.42%）；累计折旧合计 17.03 亿元，计提减值准备 167.79 万元。

截至 2018 年底，公司在建工程为 6.93 亿元，同比下降 3.56%。公司在建工程项目主要包括牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程（期末余额 1.89 亿元）、石门南市场改造工程（期末余额 1.10 亿元）等，在建工程项目较为分散。

截至 2018 年底，公司无形资产为 18.42 亿元，主要为土地使用权（占 95.44%）。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 337.85 亿元，较 2018 年底小幅增长 3.77%；其中流动资产占 70.33%，资产构成较 2018 年底变化不大。截至 2019 年 3 月底，公司货币资金较 2018 年底增长 14.06%至 114.29 亿元。其他科目较 2018 年底变化不大。

跟踪期内，公司资产规模保持增长，仍以流动资产为主，资产结构较稳定。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、长期股权投资和无形资产构成。公司资产质量尚可，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

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 80.25 亿元（含少数股东权益 44.91 亿元），同比下降 7.92%，系其他权益工具中“15 顺鑫 MTN001”到期兑付所致；从构成来看，公司所有者权益中，实收资本占 10.59%、资本公积占 7.22%、其他权益工具占 12.46%、未分配利润占 13.42%、少数股东权益占 55.96%，公司少数股东权益规模较大。其中，其他权益工具为控股子公司顺鑫农业于 2016 年发行的 10 亿元永续中期票据“16 顺鑫农业 MTN001”（3+N 年期）。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益下降至 73.25 亿元（含少数股东权益 47.45 亿元），较 2018 年底下降 8.72%，系其他权益工具中“16 顺鑫农业 MTN001”转入一年内到期的非流动负债所致。

跟踪期，公司所有者权益规模受永续中期票据到期兑付影响呈下降趋势，少数股东权益占比高，权益稳定性较弱。

负债

截至 2018 年底，公司负债总额为 245.34 亿元，同比增长 26.02%；其中，流动负债占 82.40%，非流动负债占 17.60%，负债结构仍以流动负债为主。

截至 2018 年底，公司流动负债为 202.17 亿元，同比增长 38.84%，主要系应付票据、预收款项和一年内到期的非流动负债增加所致。从构成看，2018 年底流动负债主要由短期借款（占 47.21%）和预收款项（占 29.42%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款为 95.43 亿元，同比增长 1.47%；其中保证借款 23.46 亿元，信用借款 71.98 亿元。

截至 2018 年底，公司应付票据为 18.74 亿元（2017 年底为 0），全部为银行承兑汇票，系公司贸易业务票据融资产生。

公司预收款项主要为预收的白酒销售款、工程款及房屋销售款。截至 2018 年底，公司预收款项为 59.48 亿元，同比增长 55.62%，主要受益于子公司顺鑫农业白酒系列业务规模快速扩张带动预收货款增长所致。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 20.82 亿元，同比大幅增加 17.82 亿

元，来自长期借款到期转入。截至 2018 年底，公司其他流动负债为 0，系“17 顺鑫控股 CP001”（5 亿元）已于 2018 年 4 月到期兑付。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 43.17 亿元，同比下降 12.03%，系部分一年内到期的长期借款转入流动负债及应付债券下降所致。

截至 2018 年底，公司长期借款为 15.55 亿元，同比下降 39.85%；公司应付债券为 16.07 亿元，同比下降 20.97%，包括公司发行的“18 顺鑫 MTN001”（5 亿元）和子公司顺鑫农业发行的“15 顺鑫 01”（10 亿元）和“15 顺鑫 02”（余额为 1.00 亿元）。

截至 2018 年底，公司长期应付款为 11.55 亿元，同比大幅增加 8.67 亿元，主要为应付融资租赁款。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 264.60 亿元，较 2018 年底增长 7.85%。其中，一年内到期的非流动负债较 2018 年底增长 48.95%至 31.01 亿元，系子公司顺鑫农业发行的永续中期票据“16 顺鑫农业 MTN001”转入所致；其他流动负债为 5.00 亿元，系子公司顺鑫农业 2019 年 2 月发行“19 顺鑫农业 SCP001”（5 亿元）所致；应付债券较 2018 年底增长 63.68%至 26.31 亿元，系公司于 2019 年 3 月发行 10 亿元中期票据“19 顺鑫 MTN001”所致。

有息债务方面，截至 2018 年底，公司全部债务为 178.17 亿元，同比增长 17.38%；其中短期债务占 75.77%，长期债务占 24.23%，短期债务比重上升。债务指标方面，截至 2018 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 75.35%和 68.95%，分别同比上升 6.27 和 5.43 个百分点；长期债务资本化比率为 34.98%，同比减少 1.04 个百分点。子公司顺鑫农业于 2016 年 9 月发行 10 亿元永续中期票据“16 顺鑫农业 MTN001”，考虑到永续中期票据在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时赎回和递延利息利率重置条款设置使其不可赎回及递延支付利息的可能性较小，若将 10 亿元永续中期票据纳入有息债务核算，截至 2018 年底，公司调整后全部债务为 188.17 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 78.42%、72.82%和 43.08%，公司债务负担加重。

截至 2019 年 3 月底，公司有息债务合计 206.95 亿元，较 2018 年底增长 9.98%（包含“16 顺鑫农业 MTN001”），构成仍以短期债务为主；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 78.32%、73.86%和 42.41%。

跟踪期内，公司债务规模增长，整体债务负担重，以短期债务为主，债务结构有待改善。

3. 盈利能力

随着白酒业务规模扩张，公司营业收入保持增长，2018 年，公司实现营业收入 272.51 亿元，同比增长 4.35%。同期，公司营业成本同比增长 0.86%至 216.29 亿元。2018 年公司营业利润率为 14.68%，同比上升 1.83 个百分点。

从期间费用看，2018 年，公司期间费用为 30.53 亿元，同比增长 6.41%，以销售费用和管理费用（包含研发费用）为主；其中销售费用同比增长 12.67%至 14.16 亿元，主要由广告费、运输费等构成。公司期间费用率为 11.20%，同比上升 0.21 个百分点，期间费用对利润形成一定侵蚀。

2018 年，公司利润总额为 8.18 亿元，构成以经营性利润为主。

盈利指标方面，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.13%和 5.59%，较 2017 年分别上升 0.52 和 2.52 个百分点。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 81.96 亿元，同比增长 0.47%；营业利润率为 17.71%，利润总额同比增长 19.44%至 4.91 亿元。

跟踪期内，在白酒业务规模扩张带动下，公司营业收入和利润规模持续增长，公司整体

盈利能力有所提升。

4. 现金流及保障

从经营活动看，2018 年公司经营活动现金流入同比增长 8.97%至 346.89 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；同期，经营活动现金流出同比增长 8.16%至 318.27 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金。其中收到其他与经营活动有关的现金为 14.99 亿元，主要为贸易业务产生的票据款；支付其他与经营活动有关的现金为 16.32 亿元，主要为广告费、运输费及促销费等。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 28.62 亿元，现金收入比为 121.78%，收入实现质量良好。

从投资活动看，公司投资活动现金流入以收回投资收到的现金为主，投资活动现金流出以投资支付的现金为主。2018 年公司投资活动现金流入 7.59 亿元，主要系理财产品到期赎回收回的现金；公司投资活动现金流出为 12.39 亿元，主要包括理财产品及购建固定资产和无形资产等支付的现金。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-4.81 亿元。

2018 年，公司筹资活动现金流入量为 164.72 亿元，同比增长 30.73%，以取得借款收到的现金为主；同期，公司筹资活动现金流出量为 176.15 亿元，同比增长 24.22%，以偿还债务支付的现金为主；2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-11.43 亿元。

2019 年 1-3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 0.25 亿元；投资活动产生的现金净流量为-3.01 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 15.66 亿元。

跟踪期内，公司经营活动保持良好的获现能力，经营活动产生的现金流量净额持续提升。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，截至 2018 年底，公司流动比率为 113.22%，受存货规模较大影响，公司速动比率处于较低水平，2018 年底为 64.56%。截至 2019 年 3 月底，上述两项指标分别为 113.87%和 69.04%。公司有息债务中短期债务占比高，债务结构有待改善；考虑到公司货币资金较为充沛，经营获现能力良好，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看，2018 年，公司 EBITDA 为 17.61 亿元，EBITDA 利息倍数为 2.31 倍；全部债务/EBITDA 倍数为 10.12 倍，公司 EBITDA 对长期债务保障能力一般。

截至 2019 年 3 月底，公司共获得银行授信额度为 249.12 亿元，未使用额度为 115.14 亿元，间接融资渠道较畅通；公司下属控股子公司顺鑫农业为深交所上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额为 0.50 亿元，全部为对参股公司北京世欣顺达小额贷款公司提供的担保。

6. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（信用代码为：G10110113016020403），截至 2019 年 6 月 11 日，公司无未结清良信贷信息记录，已结清信贷记录存在 1 笔关注类贷款，相关款项已于 2003 年 6 月 9 日结清。

8. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额为 107.33 亿元，同比增长 3.40%。从构成看，流动资产占 48.19%，非流动资产占 51.81%；流动资产以货币资金（7.87 亿元）和其他应收款（43.14 亿元）为主，非流动资产以长期股权投资（45.69 亿元）和无形资产（6.94 亿元）为主。母公司资产流动性较弱，整体质量一般。

截至 2018 年底，母公司负债总额为 101.89 亿元，同比增长 20.26%。从构成看，以流动负债为主（占 95.01%）。截至 2018 年底，母公司流动负债为 96.80 亿元，主要由短期借款

（66.50 亿元）、其他应付款（9.21 亿元）和一年内到期的非流动负债（20.82 亿元）构成；非流动负债为 5.09 亿元，为应付债券“18 顺鑫 MTN001”。截至 2018 年底，母公司资产负债率为 94.93%。受顺鑫控股以母公司为主导，采取“统借统还”融资管理模式影响（上市公司除外），整体看，母公司债务负担很重，且债务结构以短期为主，短期偿债压力大。

截至2018年底，母公司所有者权益为5.44亿元，包括股本 8.50 亿元，资本公积 6.84 亿元和未分配利润-9.90 亿元，受持续亏损影响导致未分配利润持续为负，对所有者权益规模影响大。

2018 年，母公司实现营业收入 0.47 亿元，由于有息债务规模大，母公司财务费用为 2.45 亿元，对利润侵蚀严重；2018 年母公司净亏损 3.11 亿元。

2018 年，母公司经营活动产生的现金流量净额为 0.40 亿元，投资活动现金流规模较大，当期收回投资收到的现金为 7.50 亿元，主要是理财产品到期回收，投资支付的现金为 9.93 亿元，主要是购买理财产品支付的现金及对子公司的投资增加，母公司投资活动产生的现金流量净额为-1.07 亿元；同期，母公司筹资活动产生的现金流量净额为-3.12 亿元，以取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金为主。

整体看，母公司作为控股型集团企业，具体业务由下属子公司运营，受财务费用对利润侵蚀大影响，整体盈利能力弱，债务负担很重，且以短期为主，偿债来源主要依靠子公司上缴税后利润、子公司偿还借款、直接融资及银行借款到期续贷，短期偿债压力大。

9. 抗风险能力

公司作为顺义区所属国有大型控股型企业，股东实力强，形成的多元化经营格局有利于分散经营风险；其中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较强优势，猪肉业务产业链完整、区域市场份额领先。总体看，公司抗风险能力很强。

十、存续债券偿还能力分析

2018 年，公司 EBITDA、经营活动产生的现金流量净额和经营活动现金流入量对存续期债券余额的保障倍数分别为 0.88 倍、1.43 倍和 17.34 倍。公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力较强。

表 11　公司本部存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行额度	余额	存续期
18 顺鑫 MTN001	5.00	5.00	2018/8/31-2021/8/31
19 顺鑫 MTN001	10.00	10.00	2019/3/14-2022/3/14
19 顺鑫 MTN002	5.00	5.00	2019/4/28-2022/4/28
合计	**20.00**	**20.00**	--

资料来源：联合资信整理

表12　公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

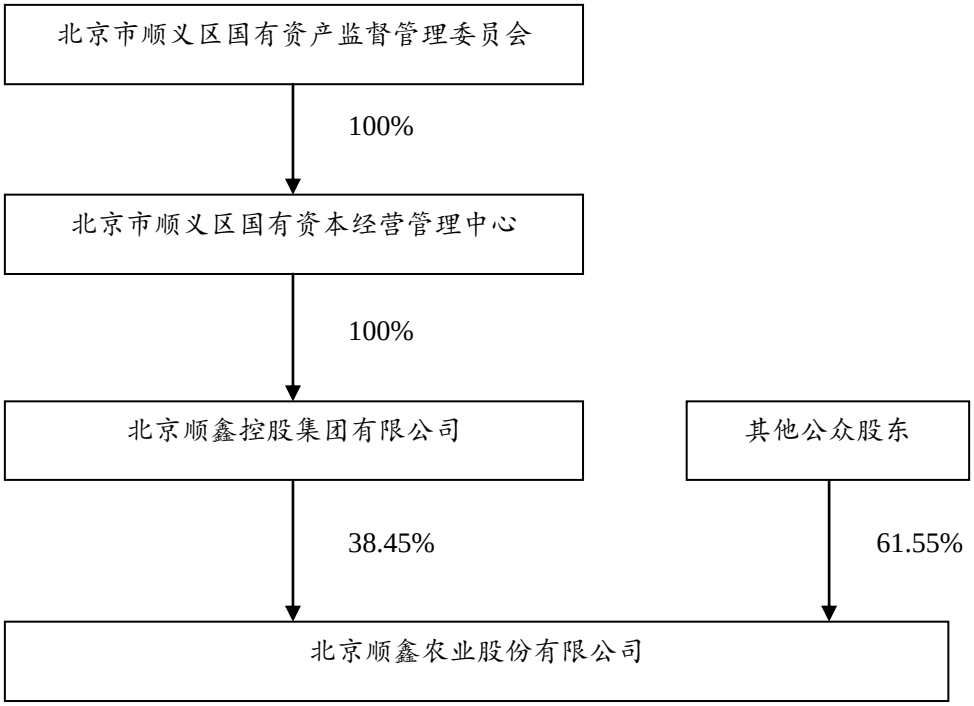
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	--
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	17.34
经营活动现金流净额/应付债券余额	1.43
EBITDA/应付债券余额	0.88

资料来源：联合资信整理

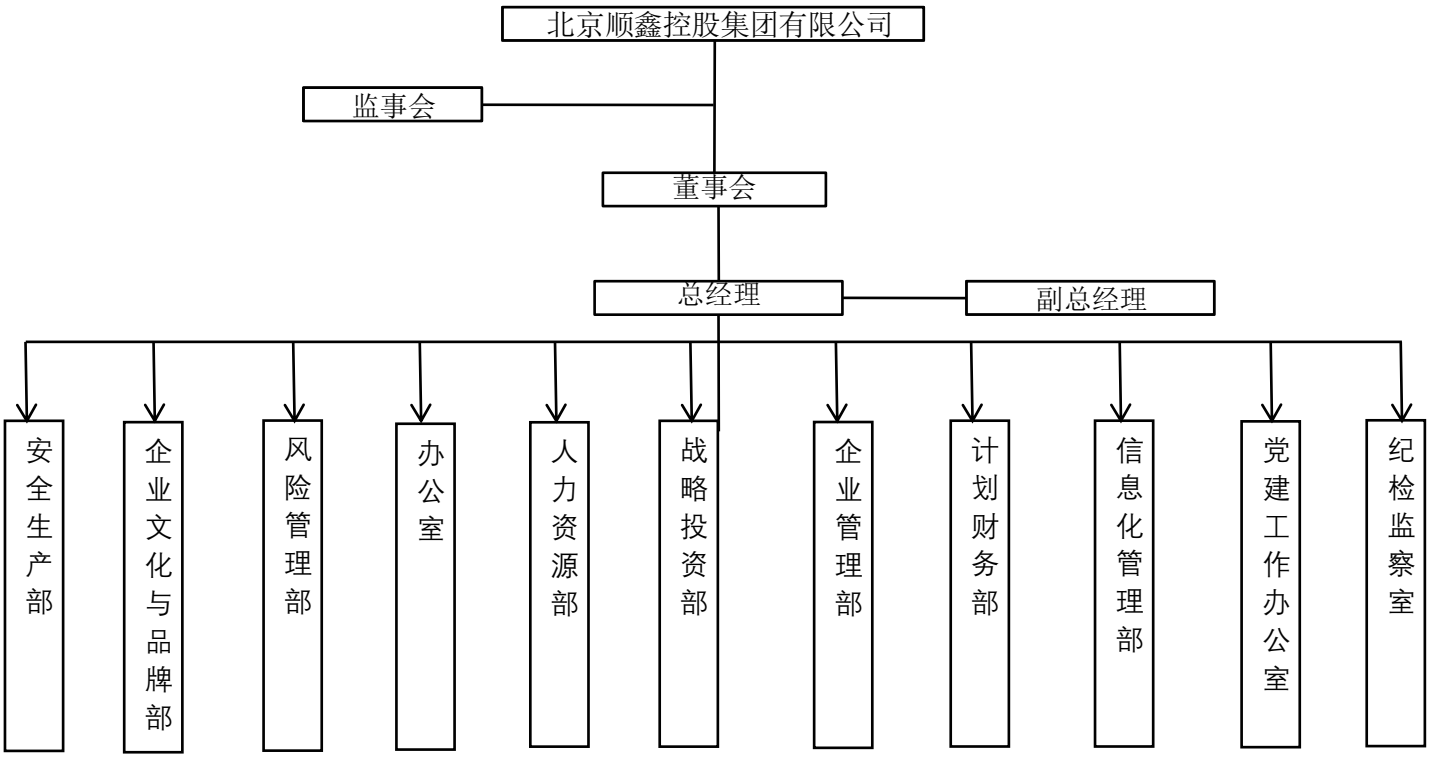
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“19 顺鑫 MTN001”和“19 顺鑫 MTN002”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	81.97	72.23	102.45	116.67
资产总额(亿元)	283.15	281.84	325.59	337.85
所有者权益(亿元)	85.36	87.15	80.25	73.25
短期债务(亿元)	131.90	102.71	135.00	153.00
长期债务(亿元)	38.00	49.07	43.17	53.94
全部债务(亿元)	169.90	151.78	178.17	206.95
营业收入(亿元)	221.14	261.16	272.51	81.96
利润总额(亿元)	3.82	5.03	8.18	4.91
EBITDA(亿元)	14.59	16.33	17.61	--
经营性净现金流(亿元)	6.79	24.05	28.62	0.25
财务指标				
销售债权周转次数(次)	32.20	31.07	31.95	--
存货周转次数(次)	2.23	2.55	2.34	--
总资产周转次数(次)	0.85	0.92	0.90	--
现金收入比(%)	110.98	120.26	121.78	111.43
营业利润率(%)	13.04	12.85	14.68	17.71
总资本收益率(%)	3.28	3.61	4.13	--
净资产收益率(%)	3.01	3.07	5.59	--
长期债务资本化比率(%)	30.81	36.02	34.98	42.41
全部债务资本化比率(%)	66.56	63.52	68.95	73.86
资产负债率(%)	69.86	69.08	75.35	78.32
流动比率(%)	121.87	131.31	113.22	113.87
速动比率(%)	70.93	71.66	64.56	69.04
经营现金流动负债比(%)	4.25	16.52	14.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.11	2.28	2.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	11.64	9.30	10.12	--

注：1. 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 短期债务及相关指标计算包含其他流动负债中的有息债务，长期债务及相关指标计算包含长期应付款和其他非流动负债中的有息债务；3. 2016 年底和 2017 年底所有者权益包含 20 亿元永续中期票据，2018 年底所有者权益包含 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　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

附件 4-3　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