信用等级公告

联合〔2020〕2800 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，维持“19 顺鑫 MTN001”和“19 顺鑫 MTN002”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇二〇年七月二十八日

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 2020 年跟踪评级报告

评级结果：

项　目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
北京顺鑫控股集团有限公司	AA	稳定	AA	稳定
19 顺鑫 MTN001	AA	稳定	AA	稳定
19 顺鑫 MTN002	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 顺鑫 MTN001	10 亿元	10 亿元	2022/03/14
19 顺鑫 MTN002	5 亿元	5 亿元	2022/04/28

评级时间：2020 年 7 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻	评级结果		AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	1
财务风险	F3	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		3
		偿债能力		3
调整因素和理由				调整子级
股东背景：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				1

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 六个等级，各级因子评价划分为六档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 档，各级因子评价划分为七档，1 分最好，7 分最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵模型得到指示评级结果

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，收入规模和外埠市场销售占比进一步提升，行业地位与市场竞争力巩固，仍为公司利润的主要来源；2019 年受非洲猪瘟和猪周期影响，猪产业销售价格大幅提高，公司猪肉产业经营业绩明显回升。2019年，公司营业收入和利润保持增长。同时，联合资信也关注到，公司白酒业务毛利率走低，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，公司白酒业务规模有望进一步增长，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，维持“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. **区域地位突出，业务布局多元化。**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. **品牌价值及知名度高。**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；2019 年“牛栏山”以 434.1 亿元的品牌价值位列第十一届华樽杯中国酒类品牌价值 200 强榜单第 11 位，品牌知名度高。

分析师：王喜梅 刘祎烜
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

3. **白酒业务泛全国化布局持续推进，白酒系列收入和外埠市场销售占比均提升。**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。2019 年，公司白酒系列实现收入 102.89 亿元，同比增长 10.91%，外埠市场销售收入占比提升 4.11 个百分点至 76.11%。
4. 公司经营活动现金流入量对存续债券保障能力强。

关注

1. **猪肉产业面临行业周期性及疫情影响，业绩波动性大，贸易业务毛利率低，白酒业务毛利率有所下滑。**猪肉系列业务以生猪屠宰为主，肉类商品受行业周期、食品安全、疫情等因素影响而具有波动性；贸易业务以有色金属和农产品为主，毛利率水平低，易受汇率及商品价格波动影响；受产品销售均价下降以及包装材料等原材料价格上涨影响，白酒板块毛利率有所下滑。2020 年以来受新冠肺炎疫情影响，公司经营业绩面临波动性风险。
2. **房地产项目去化慢，资金周转压力较大。**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。
3. **债务规模增长，债务结构有待改善。**公司有息债务规模持续增长，截至 2020 年 3 月底的全部债务和全部债务资本化比率分别为 213.28 亿元和 73.27%；且债务以短期债务为主，面临短期偿债压力，债务结构有待优化。
4. **公司本部处于亏损状态，权益规模下降，资产负债率非常高。**2019 年和 2020 年一季度，公司本部净亏损-2.50 亿元和-1.16 亿元，截至 2020 年 3 月底，公司本部所有者权益为 1.71 亿元。截至 2020 年 3 月底，公司本部全部债务为 102.75 亿元，资产负债率为 98.49%。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	72.23	102.45	127.48	115.43
资产总额(亿元)	281.84	325.59	357.90	341.08
所有者权益(亿元)	87.15	80.25	75.92	77.82
短期债务(亿元)	102.71	135.00	128.89	132.56
长期债务(亿元)	49.07	43.17	81.51	80.72
全部债务(亿元)	151.78	178.17	210.40	213.28
营业收入(亿元)	261.16	272.51	313.95	79.28
利润总额(亿元)	5.03	8.18	9.30	3.19
EBITDA(亿元)	16.33	17.61	19.35	--
经营性净现金流(亿元)	24.05	28.62	3.65	-10.56
营业利润率(%)	12.85	14.68	14.11	15.60
净资产收益率(%)	3.07	5.59	6.75	--
资产负债率(%)	69.08	75.35	78.79	77.18
全部债务资本化比率(%)	63.52	68.95	73.48	73.27
流动比率(%)	131.31	113.22	127.52	129.83
经营现金流动负债比(%)	16.52	14.16	1.82	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.28	2.31	2.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.30	10.12	10.87	--

公司本部（母公司）				
项　目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	103.81	107.33	122.09	113.59
所有者权益（亿元）	19.08	5.44	2.87	1.71
全部债务(亿元)	77.58	92.41	108.65	102.75
营业收入(亿元)	0.19	0.47	0.29	0.01
利润总额(亿元)	-1.91	-3.11	-2.50	-1.16
资产负债率（%）	81.62	94.93	97.65	98.49
全部债务资本化比率(%)	80.26	94.44	97.43	98.36
流动比率（%）	79.81	53.43	98.56	96.73
经营现金流动负债比(%)	-0.15	0.42	0.38	--

注：1. 2020 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，合并口径长期应付款的有息债务已计入长期债务；3. 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

债项评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 顺鑫 MTN001/19 顺鑫 MTN002	AA	AA	稳定	2019/07/26	刘晓濛 王喜梅	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 顺鑫 MTN002	AA	AA	稳定	2019/03/22	刘晓濛 王喜梅 刘祎烜	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文
19 顺鑫 MTN001	AA	AA	稳定	2019/01/24	刘晓濛 王喜梅 刘祎烜	多元化企业主体信用评级方法（2018 年） 综合类行业企业信用评级模型（2016 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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 2020 年跟踪评级报告

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 2020 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 2020 年 3 月底，公司纳入合并范围的子公司共计 27 家；其中，公司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.SZ”）；截至 2020 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
2019 年	220.22	74.60	149.00	8.18
2020 年 1－3 月	203.94	78.13	55.24	3.56

资料来源：Wind

截至 2020 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 10 个职能部门。

截至 2019 年底，公司（合并）资产总额为 357.90 亿元，所有者权益合计 75.92 亿元（含少数股东权益 50.49 亿元）；2019 年，公司实现营业收入 313.95 亿元，利润总额 9.30 亿元。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 341.08 亿元，所有者权益合计 77.82 亿元（含少数股东权益 52.60 亿元）；2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 79.28 亿元，利润总额 3.19 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，跟踪期内正常付息。

表 2　公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
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

注：所列债券为联合资信进行评级的存续期债券
资料来源：根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 3　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况
2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价
3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率，GDP 为不变价规模
4. 城镇失业率统计中，2016-2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
数据来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万

亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定

向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于2019年8月开启了10多年来新的降息进程，一年期LPR报价年内分三次下调16个基点，至4.15%；五年期LPR从4.85%下调到4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020年2月再一次提前下达专项债额度2900亿元，提前下达总额达到1.29万亿元，截至3月底，各地专项债发行规模1.1万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至4月20日，一年期LPR报价二次下调30个基点，至3.85%；五年期二次下调15个基点至4.65%。4月3日央行决定对中小银行定向降准1个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发生早期，央行设立了3000亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2月底，央行新增5000亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率0.25个百分点；3月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度1万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济V字形反转难以实现，全年大概率呈U形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020年4月17日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用

降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济分析

1. 白酒制造业

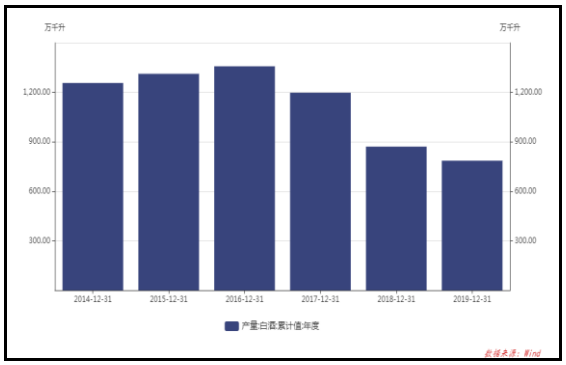
白酒行业调整持续深化，居民消费升级趋势下促使白酒行业集中度提升。

在中国，酒文化作为一种特殊的文化形式具有其独特的地位，其中，尤以白酒文化最为典型。中国以农业立国，在国家的发展过程中，政治、经济等社会活动皆以农业发展为立足点，而白酒以粮食为主要原料酿造，紧紧依附于农业，成为农业经济的一部分，渗透到社会生活的各个领域。

2012 年以后，鉴于一系列限制三公消费的政策及举措落地、塑化剂事件冲击等，白酒行业前期积累的产能过剩、社会库存过大等问题快速爆发，行业进入调整期，全行业产量增速大幅下滑，但中国规模以上白酒企业的产量直至 2016 年仍保持了正向增长，达 1358.36 万千升。经过前期深度调整以及消费升级推动，分化发展成为 2016 年以来白酒行业的总体特征，落后产能持续出清，白酒行业整体产量持续减少。

根据国家统计局数据，2016 年以后中国白酒企业的产量和销量均持续下降。2019 年，中国白酒行业产量为 785.90 万千升，同比下降 9.80%，中国白酒行业销量为 755.53 万千升，同比下降 11.6%。2019 年，中国规模以上白酒企业实现销售收入 5617.82 亿元，同比增长 8.24%；2019 年全国规模以上白酒企业 1176 家，已连续两年呈现下降趋势，以茅台、五粮液为代表的全国性酒企业业绩快速增长一定程度显示出中国白酒市场集中化趋势。

图 1 2014－2019 年中国白酒产量（单位：万千升）



资料来源：Wind

从行业需求看，白酒消费需求主要受人民收入水平增长的影响。近年来，中国人均 GDP 稳定增长，2019 年中国人均 GDP 达到 70892 元，较 2018 年增长 7.40%。国民收入的不断提升使得白酒消费者的消费意愿向高品质消费转变，消费升级促使中高端及以上白酒产品的消费比重提升。以中高端及以上产品为主的酱香型白酒龙头贵州茅台和浓香型白酒代表泸州老窖为例：贵州茅台酒的市场占有率自 2016 年的 5.99%提升至 2019 年的 12.86%，泸州老窖中档酒类和高档酒类的市场占有率自 2016 年的 0.93%提升至 2019 年的 2.09%，体现了中高端及以上白酒的销售占比正在进一步提升。

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，行业集中度进一步上升。

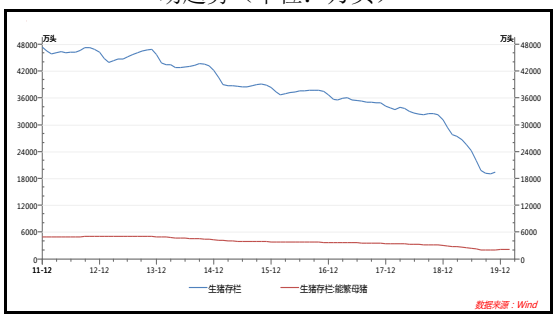
2. 生猪养殖业及肉类加工业

2019 年，受非洲猪瘟影响，生猪存栏量大幅下跌，猪肉价格快速上涨至历史高点，进入高景气周期；未来，随着供给逐步宽松，肉品价格可能面临阶段性回落。

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。从生猪存栏量来看，近年来，全国生猪存栏量一直处于小幅下滑的状态。2019 年，在非洲猪瘟的影响下，中国猪肉产量出现明显下跌。国家统计局发布数据显示，2019 年猪肉产量 4255 万吨，同比下降 21.3%。从生猪存栏和出栏的情况来看，也出现了明显的下跌。2019 年，生猪存栏 31041 万头，同比下跌 27.5%；生猪出栏 54419 万头，同比下跌 21.6%。

为应对上述情况，各地区不断加大财政投入，抓紧恢复生猪产能，保障猪肉供应。同时，随着一系列政策不断落地，农业农村部发布数据显示，2019 年 11 月全国生猪存栏和能繁母猪存栏双双止降回升，其中生猪存栏首次探底回升，环比增长 2%；能繁母猪存栏环比增长 4%，已连续两个月回升。截至 2020 年一季度末，全国生猪存栏 32120 万头，较去年四季度末增长 3.5%，能繁殖母猪存栏 3381 万头，增长 9.8%，全国生猪生产继续向好。

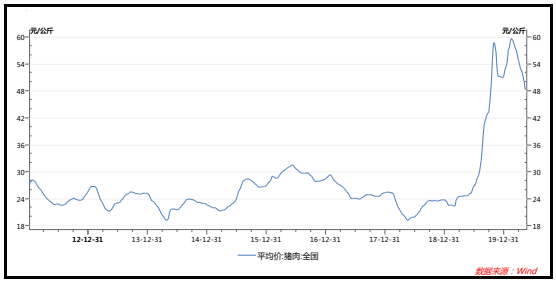
图 2　2012 以来中国生猪存栏量及能繁母猪存栏量变动趋势（单位：万头）



数据来源：Wind

从猪肉价格变动情况看，由于中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。2018 年上半年，生猪价格到达本轮猪周期调整的最低点 10.10 元/公斤；2018 年 8 月，受非洲猪瘟突然爆发影响，主产区和主销区猪价有所分化，但仍属低迷。2019 年以来，受生猪供给短缺影响，猪肉价格直线上涨。截至 2019 年底，中国猪肉平均批发价为 43.25 元/公斤，较年初增长了 128.59%。此后，猪肉平均批发价持续位于 44 元/公斤上方。长期来看，在生猪产能进一步扩大、非洲猪瘟疫情得到有效控制后，猪价将受供给逐步宽松影响有所回落。

图 3　2012 年以来中国猪肉价格情况（单位：元/公斤）



数据来源：Wind

2020年初，中国爆发新型冠状病毒肺炎疫情，国家和各地政府采取多项防控措施，叠加疫情爆发处于集中消费的春节假期，综合作用下，农牧企业面临部分工厂暂缓开工、物资运输受阻、原材料成本上升等不利因素，短期内存在一定经营压力。2020年3月以来，随着中国疫情防控取得阶段性重要成效，经济社会秩序加快恢复，商贸流通复工复市持续向好，各地

各部门已经采取了一系列稳定经济发展的措施，配合地方政府各项“菜篮子”产品和农牧业生产资料保障政策助力国家生活物资供应。考虑到农牧行业为民生行业，下游需求基本稳定，预计新冠疫情对农牧行业价格水平及物资供应短期有一定影响，中长期影响可控。

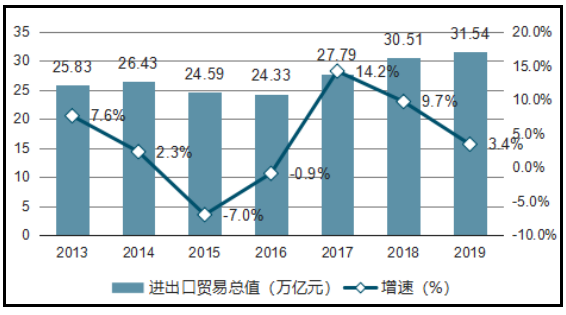
3. 贸易行业

（1）国际贸易

随着供给侧结构性改革的深入推进，各项政策措施继续落地见效，营商环境持续改善，市场主体活力不断增强，外贸结构不断优化。全球经贸风险和不确定性加剧，中美贸易摩擦持续升级，中国主要贸易伙伴结构发生变化。

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。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。2019 年，在全球经贸风险和不确定性加剧的背景下，中国不断优化外贸结构和营商环境，企业创新挖潜多元化市场，外贸继续保持稳中提质势头，实现外贸进出口总值 31.54 万亿元人民币，同比增长 3.4%，全年进出口、出口、进口均创历史新高，但增速进一步下滑。其中，贸易出口 17.23 万亿元，同比增长 5%；进口 14.31 万亿元，同比增长 1.6%；出口额增速远高于进口额增速。2019 年，中国贸易顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%，贸易顺差大幅回升，表明国内完善的工业门类和制造业基础为外贸发展提供了强有力支撑，中国出口面形势较好。

图 4 中国进出口贸易总值及增速



资料来源：中国产业信息网

从区域分布上看，随着中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，国际贸易形势随之恶化，中国主要贸易伙伴结构发生变化。欧盟仍然是中国第一大贸易伙伴，但东盟取代美国成为中国第二大贸易伙伴。2019 年，中国对东盟进出口 4.43 万亿元，增长 14.1%；对美国进出口 3.73 万亿元，下降 10.7%；第四大贸易伙伴是日本，对日本进出口 2.17 万亿元，增长 0.4%。此外，中国对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%，高出整体增速 7.4 个百分点。

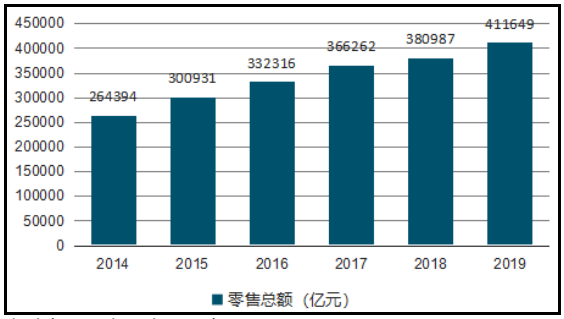
受到国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。近几年，中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。

（2）国内贸易

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，社会消费品零售总额保持增长，但增速持续下滑。

根据国家统计局数据，2019 年，社会消费品零售总额 411649 亿元，比上年名义增长 8.0%（扣除价格因素实际增长 6.0%），增速较上年放缓 1 个百分点，总体保持平稳增长。其中，除汽车以外的消费品零售额 372260 亿元，增长 9.0%。

图 5 近年来中国社会消费品零售总额



资料来源：中国产业信息网

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、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。

（3）新型冠状病毒肺炎对贸易行业的影响

疫情对贸易行业短期影响较大，中期影响平缓。随着国家和地方出台的一系列政策措施落地见效，居民消费信心逐步恢复，后期消费有望稳步回升，内外贸有望保持总体平稳。

2020 年初，国内爆发新型冠状病毒肺炎疫情，贸易行业面临物流部分中断，订单不能按期交付，境内外需求下降，采购及销售周期拉长，安全和维护成本上升等影响。受疫情影响，进出口方面，2020 年一季度中国货物贸易进出口总值 6.57 万亿元人民币，比去年同期下降 6.4%。其中，出口 3.33 万亿元，下降 11.4%；进口 3.24 万亿元，下降 0.7%；贸易顺差 983.3 亿元，减少 80.6%。内贸方面，2020 年一季度市场消费下降较多，全国实现社会消费品零售总额 7.86 万亿元，同比下降 19.0%。物流方面，2020 年一季度，社会物流总需求负增长，社会物流总费用明显回落，全国社会物流总额 56.0 万亿元，按可比价格计算，同比下降 7.5%；物流市场规模降幅亦有所收窄，一季度物流业总收入为 1.9 万亿元，同比下降 12.1%。

2020年3月份以来，随着国内疫情防控取得阶段性重要成效，经济社会秩序加快恢复，商贸流通复工复市持续向好，居民消费市场趋于活跃，销售企稳回升，价格稳步回落，物流需求降幅收窄，民生保障和消费领域需求保持增长，物流景气指数回升，物流运行呈现复苏势头。疫情影响下新型消费和升级消费不断拓展，无接触配送、无人零售、直播销售等消费新模式快速发展，信息消费、人工智能、“互联网+医疗、卫生、健康”等消费显著增长。另一方面，全球新冠肺炎疫情还在加快蔓延，对世界经济发展造成了冲击，世界贸易组织预测今年全球货物贸易下滑较大。随着国际市场的需求萎缩，外贸新订单减少等问题开始逐步显现，外贸发展可能面临一定困难。按照党中央、国务院决策部署，各地各部门已经采取了一系列稳定外贸发展的措施，帮助企业克服困难，逐步打通国际运输通道，稳定供应链产业链，有信心稳住外贸基本盘，将疫情对进出口贸易的影响降至最低。

4. 区域经济环境

北京市经济保持健康发展势头，综合经济实力不断增强。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。

根据《北京市 2019 年国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，北京市实现地区生产总值 35371.3 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.1%。其中，第一产业增加值 113.7 亿元，下降 2.5%；第二产业增加值 5715.1 亿元，增长 4.5%；第三产业增加值 29542.5 亿元，增长 6.4%。三次产业构成由上年的 0.4∶16.5∶83.1，变化为 0.3∶16.2∶83.5。

2019 年，北京市居民人均可支配收入为 67756 元，比上年增长 8.7%；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 41214 元，增长 9.4%；人均经营净收入 1201 元，与上年持平；人均财产净收入 11257 元，增长 6.1%；人均转移净收入 14084 元，增长 9.5%。全年全市居民人均消费支出为 43038 元，比上年增长 8.0%。

2019 年，北京市实现市场总消费额 27318.9 亿元，比上年增长 7.5%。从内部结构看，服务性消费额 15048.8 亿元，增长 10.2%；社会消费品零售总额 12270.1 亿元，增长 4.4%。社会消费品零售总额中，限额以上批发和零售企业实现网上零售额 3366.3 亿元，增长 23.6%，占社会消费品零售总额的 27.4%；限额以上批发和零售业企业实现的日用品类、家用电器和音像

器材类、文化办公用品类零售额分别增长25.7%、21.5%和6.4%。

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方向，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。

六、基础素质分析

1. 产权情况

截至2020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

作为北京市顺义区国有大型企业，公司业务涵盖白酒、猪肉、贸易等，跟踪期内，公司主营业务区域行业地位稳固，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。

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。2019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十一届华樽杯中国酒类品牌价值200强榜单，“牛栏山”以434.1亿元的品牌价值位列11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）。

3. 税收优惠

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》，公司良种生产加工、农业技术开发、畜禽良种繁育免缴企业所得税；公司从事种植、养殖业和农林产品初加工的所得暂免征收企业所得税。经北京市地方税务局、北京市顺义区地方税务局批准，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；肉类初加工所得暂免征收企业所得税。因此，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。

4. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：91110000102551l7XP），截至2020年6月17日，公司本部无未结清的不良信贷信息记录，已结清信贷记录中存在1笔关注类贷款，相关款项已于2003年6月9日结清。

七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、管理制度、高管人员构成等方面无重大变动。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司保持多元化经营格局，一定程度分散经营风险。2019年，公司白酒、猪肉、贸易、工程施工、房地产等业务收入规模均保持增长；核心业务白酒板块受产品价格下降及原材料价格上涨因素影响，毛利率延续下滑；公司综合盈利能力有所削弱。2020年一季度受新冠肺炎疫情影响，公司营业收入同比出现下滑。

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。2019 年，公司主营业务收入同比增长 15.37%至 313.39 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 102.89 亿元，同比增长 10.91%，占公司主营业务收入的比重为 32.83%，同比减少 1.32 个百分点；2019 年，国内生猪供给短缺导致猪肉价格快速上涨，公司猪肉系列收入规模同比增长 44.04%至 35.59 亿元，占主营业务收入的比重上升至 11.36%；工程施工板块收入规模为 26.03 亿元，同比增长 45.03%，主要系结转施工项目规模增加所致；贸易业务整体收入规模较上年小幅增长，为 122.25 亿元，占公司主营业务收入的 39.01%，同比减少 4.81 个百分点。公司其他业务主要包括房地产、牛羊肉系列、市场管理及食品加工等，2019 年收入同比增长 54.97%至 26.63 亿元，其中房地产业务实现收入 8.73 亿元，同比增长 500.97%，系部分项目达到交房条件，公司结转销售收入所致。

从盈利水平看，2019 年，公司主营业务毛利率为 19.58%，同比减少 0.92 个百分点。具体看，白酒系列作为公司主要利润来源，2019 年毛利率同比减少 1.55 个百分点至 48.08%，主要系白酒产品销售均价下降及纸制品等原材料价格上涨所致；2019 年猪肉价格持续走高，公司猪肉系列毛利率呈上升趋势，2019 年为 6.70%；工程施工业务毛利率为 11.25%，同比小幅减少 0.39 个百分点；贸易业务盈利水平低，2019 年受贸易环境恶化及汇率波动影响，毛利率下降至 0.56%；2019 年其他业务毛利率同比下降至 22.16%，主要系结转房地产项目毛利率较低所致。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 79.28 亿元，同比下降 3.26%，主要系 2020 年以来新冠肺炎疫情蔓延，各地复工复产延迟，社会消费收缩，公司产品销售受到影响所致；综合毛利率为 21.05%，较上年同期略有下滑。

表4　2017－2019年公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务分类	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
白酒系列	64.51	24.80	54.86	92.78	34.15	49.63	102.89	32.83	48.08
猪肉系列	32.15	12.36	5.61	24.71	9.10	2.74	35.59	11.36	6.70
工程施工	24.23	9.31	6.97	17.94	6.61	11.64	26.03	8.30	11.25
贸易	120.10	46.16	1.47	119.04	43.82	0.94	122.25	39.01	0.56
其他	19.18	7.37	27.83	17.18	6.33	33.55	26.63	8.50	22.16
合 计	**260.17**	**100.00**	**17.88**	**271.65**	**100**	**20.50**	**313.39**	**100.00**	**19.58**

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
资料来源：公司提供

2. 白酒系列

跟踪期内，白酒业务全国化布局继续推进，白酒产销规模保持增长，外埠市场销售占比持续提升；公司白酒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。

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。2019 年，牛栏山酒厂实现营业收入 102.60 亿元，净利润 12.64 亿元，同比增长 10.59%，2019 年，宁城老窖实现营业收入 0.62 亿元，净利润为 2.07 万元（2018 年为-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、粮食和包装材料，其中酒基与包装材料为生产成本的主要构成，占比在 90%以上，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，公司白酒业务采购成本同比增幅较大。

表 5　2017－2019 年牛栏山白酒业务成本情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
包装材料	10.63	49.93	12.81	48.58	20.42	47.84
酒基	9.16	43.02	12.76	48.39	18.54	43.44
其他	1.50	7.05	0.80	3.03	3.72	8.72
合计	**21.29**	**100.00**	**26.37**	**100.00**	**42.68**	**100.00**
项目	**采购量**	**单价**	**采购量**	**单价**	**采购量**	**单价**
包装材料(亿瓶、元/瓶)	8.41	1.26	9.08	1.41	12.08	1.69
酒基(万吨、万元/吨)	20.79	0.44	28.49	0.45	30.9	0.60

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司牛栏山成品酒产能为 65 万千升/年，较 2018 年底无变动；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，2019 年公司持续推进白酒业务全国化布局，全年实现产量 68.80 万千升（其中牛栏山酒厂占比为 99.77%），同比增长 14.45%，产能利用率达 105.85%，处于行业内较高水平；实现白酒销售量 71.76 万千升（其中牛栏山酒厂占比 99.80%），同比增长 15.56%；当期产销率为 104.31%，同比增加 1.00 个百分点。截至 2019 年底，公司白酒库存量为 5.46 万千升，同比下降 35.21%。

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。2019 年，公司低档酒、中档酒及高档酒销售量占比分别为 93.06%、5.92%和 1.02%；销售额占比分别为 75.31%、13.41%和 11.28%，基本保持稳定。

从产品价格来看，2019 年公司白酒产品均价为 1.43 万元/千升，同比减少 0.06 万元/千升；其中，牛栏山酒厂低档酒均价由 1.18 万元/千升下降至 1.16 万元/千升，中档酒均价下降 4.11%，高档酒均价下降 16.58%。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 6　2018－2019 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	2018 年			2019 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	564493	577583	682704.48	637440	667286	774186.21
	中档酒	30028	35922	121461.3	40688	41606	134896.93
	高档酒	5157	6304	119404.93	8242	7267	114819.4
	小计	**599678**	**619809**	**923570.71**	**686370**	**716159**	**1023902.54**
宁城老窖	低档酒	609	456	604	542	524	754
	中档酒	772	684	2532	987	876	3077
	高档酒	67	50	1049	71	65	1201
	小计	**1448**	**1190**	**4185**	**1600**	**1465**	**5032**
合计		**601126**	**620999**	**927755.71**	**687970**	**717624**	**1028934.54**

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 元以上的为高挡酒

资料来源：公司提供

从销售区域看，2019 年，公司全国化进程深入推进，外埠市场销售收入占比提高，“1+4+N”的样板市场培育成果显现，公司重点培育以北京为中心，以初具样板模式的南京、长春、东莞、苏州为多核，以未来多个外埠样板市场为多点的“一心多核多点”的标准化、规范化的样板市场。2019 年，公司白酒制造板块外埠市场销售收入占比提升 4.11 个百分点至 76.11%，成为经营规模快速扩张的核心增长点。

2. 猪肉系列

公司猪肉系列产业链较为完整，跟踪期内收入结构仍以生猪屠宰为主，受 2019 年猪肉价格上涨影响，公司猪肉产业经营业绩明显回升，屠宰及肉制品加工业务采购价格和销售价格均同比增长，收入规模明显增长，但毛利率有所下滑，种猪繁育盈利获得提升；公司猪肉产业链向下游肉制品深加工的延伸能力有待提高。

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。2019 年，鹏程食品实现收入 31.41 亿元，同比增长 39.41%，净利润为 0.80 亿元，同比增长 18.53%，2019 年得益于猪肉价格持续走高公司猪肉产品销售收入增长。

公司猪肉系列收入以生猪屠宰为主。2019 年，受国内非洲猪瘟疫情影响，全国生猪出栏量下降，受猪肉供给减少影响，猪肉价格大幅上涨，公司屠宰业务收入增长的同时，收购成本价上升导致毛利率同比下滑，2019 年，公司生猪屠宰业务收入为 33.70 亿元，同比增长 42.31%，毛利率为 6.92%，同比减少 0.28 个百分点。2019 年，公司种畜养殖业收入为 1.90 亿元，同比增长 84.47%，毛利率提升至 2.77%。

表 7　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	
	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	1.90	2.77
生猪屠宰、加工	29.69	4.52	23.68	7.20	33.70	6.92
合计	**32.15**	**5.61**	**24.71**	**2.74**	**35.60**	**6.70**

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 年底，小店良种场祖代种猪存栏 1225 套；父母代存栏 8838 套；2019 年，小店良种场实现收入 1.38 亿元，同比增长 31.33%；实现净利润-0.15 亿元（2018 年为-0.43 亿元）。

生猪屠宰方面，截至 2019 年底，公司全国范围内生猪屠宰能力 400 万头/年。2019 年，公司实际屠宰量为 147.86 万头，同比下降 0.50%，向市场提供生猪肉制品 15.99 万吨。截至 2019 年底，公司屠宰业务库存量为 2.82 万吨，同比下降 6.31%。

表 8　2017－2019 年公司肉类加工业务采购、生产及销售情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
祖代（套）	1640	1213	1225
父母代（套）	12087	8918	8838
屠宰能力（万头/年）	400.00	400.00	400.00
实际屠宰量（万头）	151.00	155.66	147.86
收购均价（元/公斤）	15.46	13.15	19.97
生猪肉制品（万吨）	16.55	15.08	15.99
生猪肉均价（元/公斤）	17.00	13.93	18.59
猪肉熟食（万吨）	0.97	0.96	0.97
猪肉熟食均价（元/公斤）	15.77	15.67	15.27

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 2020 年 3 月底，公司共建立销售网点 3626 家，其中北京地区 3208 家，北京以外地区 418 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，2019 年销售猪肉熟食制品 0.97 万吨，同比保持稳定。

3. 贸易业务

跟踪期内，公司贸易业务收入规模同比增长，仍保持较高水平，但整体盈利水平仍低。

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。截至 2019 年底，顺鑫国际资产总额为 26.44 亿元，所有者权益为 0.94 亿元，2019 年，顺鑫国际实现营业收入 99.23 亿元，净利润为 449.72 万元。2020 年 1－3 月，顺鑫国际实现营业收入 10.18 亿元，同比下降 59.54%，净利润为 3.33 万元。

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。2019 年，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 7.11%至 66.61 亿元，境外贸易收入同比下降 34.79%，系公司减少有色金属贸易规模所致。

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，2019 年毛利率为 0.56%，同比呈下滑趋势，主要受贸易环境恶化，汇率波动影响。

表 9　2017－2020 年一季度顺鑫国际收入构成情况（单位：亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
境内贸易	38.10	62.19	66.61	9.13

境外贸易	76.18	49.96	32.58	1.04
合计	**114.28**	**112.15**	**99.19**	**10.17**

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客户采取预付形式。下游客户主要采取 T/T、D/P、D/A 等结算方式，目前以现金为主。公司境外业务上游客户类型以央企、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。2019 年，公司境外业务上游前五名及下游前五名集中度分别为 48.35%和 57.39%，集中度上升，主要系 2019 年以来贸易环境日趋复杂，业务风险上升，公司为加强风险控制管理，交易对象倾向与长期合作企业所致。

（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。2019 年，公司境内业务上游前五名及下游前五名集中度分别为 50.43%和 52.38%，集中度上升。

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

跟踪期内，公司结转施工项目增加，工程施工业务收入规模同比增长。

公司工程施工业务主要由全资子公司北京顺鑫建设科技集团有限公司（以下简称“顺鑫建科集团”）运营，下属经营主体主要包括北京鑫大禹水利建筑工程有限公司（以下简称“鑫大禹”）和北京顺鑫天宇建设工程有限公司（以下简称“顺鑫天宇”），鑫大禹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；顺鑫天宇具有房屋建筑工程施工总承包壹级，防水防腐保温工程专业承包壹级，市政公用工程、地基与基础工程、钢结构工程、桥梁工程、建筑装修装饰工程专业承包贰级资质，并具有承包境外房屋建筑工程和境内国际招标工程的资格。截至 2019 年底，顺鑫建科集团资产总额为 19.47 亿元，所有者权益为 2.30 亿元；2019 年营业总收入为 21.34 亿元，净利润为 -0.24 亿元。

跟踪期内，公司结转施工项目规模增加，工程施工板块实现收入 26.03 亿元，同比增长 45.03%。2019 年，鑫大禹新承接工程总金额为 1.47 亿元，同比下降 53.04%，顺鑫天宇新承接工程总金额为 13.40 亿元，同比增长 28.85%。

表 10　近年来鑫大禹承接 3000 万以上重大项目情况

（单位：个、亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 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	1.47	--

资料来源：公司提供

表 11　近年来顺鑫天宇承接 3000 万以上重大项目情况

（单位：个、亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
重大项目数量	4	9	6	2
重大项目金额	4.30	8.50	7.60	0.84
新承接工程总金额	6.70	10.4	13.40	1.40

资料来源：公司提供

（2）房地产

房地产开发业务作为公司拟退出业务，跟踪期内，公司坚持存量房产去化和项目整体处置同步推进的思路，收入规模有所增长，利润延续亏损。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。

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 2019 年底，佳宇地产资产合计 70.01 亿元，所有者权益合计-9.19 亿元。2019 年，佳宇地产实现营业收入 8.73 亿元，同比增长 463.23%，净利润-3.39 亿元，亏损进一步扩大。

截至 2019 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（GBD）、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 63.26 万平方米，累计实现签约销售面积 41.33 万平方米，累计实现签约销售金额为 42.49 亿元。

截至 2019 年底，公司剩余可售面积 21.93 万平方米，其中站前街商业金融二期项目（GBD）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 12　截至 2019 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 2019 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	20.42	住宅 2.48、车位 0.51、底商 3.43、大商业 2.35、写字楼 2.69	13.17	住宅、商业及车位	6.46	14.99
包头望潮苑（共三期）	11.45	11.27	别墅 0.87、商业 0.99、住宅 0.52	15.10	住宅及商业	7.96	5.32
海南富海家园项目	8.51	7.58	住宅 0.98/1.05	9.40	住宅及商业	7.71	7.54
下坡屯项目	66.45	43.07	住宅 1.49，叠拼、双拼、洋房 3.16	25.59	住宅	19.20	14.64
合计	**107.41**	**82.34**	--	**63.26**	--	**41.33**	**42.49**

资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司房地产在建项目预计总投资额为 107.41 亿元，已投资 82.34 亿元，尚余投资 25.07 亿元，后续资本支出压力仍较大。

表 13　截至 2019 年底公司土地储备情况

项目名称	对应项目用地	面积（平方米）	取得成本（亿元）	取得方式和时间
GBD 三期项目	京顺国用（2013 出）第 00093 号	14688.00	0.96	出让取得，2013 年 2 月
小店项目	京顺国用（2007 出字）第 00018 号、京顺国用 2007 出字第 00019 号	264576.60	1.04	出让取得，2007 年 1 月

海南富海家园项目	文国用（2013）第 w0304717 号、文国用（2013）第 w0304718 号、文国用（2013）第 w0304803 号	122477.79	0.69	出让取得，2013 年 4 月
山东鑫泽园项目	曲国用（2011）第 0912、曲国用（2011）第 0913 号、曲国用（2011）第 0914 号	266981.00	1.50	出让取得，2011 年 8 月

注：2020 年 7 月 8 日，公司公告海南富海家园项目文国用（2013）第 w0304717 号和文国用（2013）第 w0304803 号已与文昌市政府签订有偿收回土地使用权协议
资料来源：公司提供

截至 2019 年底，公司尚未开发土地包括 GBD 三期、小店项目、海南富海家园和山东鑫泽园项目几处地块，土地面积合计 66.87 万平方米，未有明确后续开发计划。

2020 年 7 月 8 日，根据公司发布的《关于与政府签订有偿收回土地使用权协议的公告》，公司第八届董事会第六次会议审议通过了《关于控股孙公司海南香顺房地产开发有限公司与政府签订有偿收回土地使用权协议》的议案，同意公司控股孙公司海南香顺房地产开发有限公司（以下简称“海南香顺”）与文昌市自然资源和规划局签订《有偿收回国有建设用地使用权协议书》。文昌市人民政府下发《文昌市人民政府有偿收回国有建设用地使用权决定书》文件，决定依法有偿收回海南香顺持有的两宗土地使用权，并给予适当补偿。

因政府部门调整土地用途、规划条件造成土地闲置，该土地尚未开发，被文昌市国土资源局认定为闲置土地，进行有偿收回。两宗土地面积分别为 51062.41 平方米（折合 76.594 亩）和 22787.86 平方米（折合 34.182 亩），土地用途为工业用地，被收回使用权的土地无抵押、无查封、无担保记录，该宗地的全部权利属于公司。由收回单位聘请第三方对两宗土地进行土地收回价格评估，并经文昌市人民政府下发《文昌市人民政府关于同意收回海南香顺房地产开发有限公司 2 宗国有土地使用权价格的批复》（文府〔2020〕327 号）文件，同意按照评估价格收回海南香顺两宗土地使用权，确定收回价格（补偿款总金额）共计 0.43 亿元，由文昌市自然资源和规划局一次性拨付，于协议签订日三个月内将全部补偿款拨付至海南香顺指定账户。

房地产开发业务作为公司拟退出业务，近年来，公司坚持存量房产去化和项目整体处置同步推进的思路，加快资金回笼。

5. 经营效率

2019 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 35.44 次、2.52 次和 0.92 次，同比均有所上升。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。

6. 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

1. 财务质量及财务概况

公司提供了2019年度合并财务报告，北京兴华会计师事务所（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2020年一季度财务数据未经审计。

截至2019年底，公司纳入合并范围内子公司27家，较2018年底减少1家；2020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2019年底，公司（合并）资产总额为357.90亿元，所有者权益合计75.92亿元（含少数股东权益50.49亿元）；2019年，公司实现营业收入313.95亿元，利润总额9.30亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额为341.08亿元，所有者权益合计77.82亿元（含少数股东权益52.60亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入79.28亿元，利润总额3.19亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模增长，仍以流动资产为主，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。

截至2019年底，公司资产总额为357.90亿元，较上年底增长9.92%，流动资产占71.42%，非流动资产占28.58%。

流动资产方面，截至2019年底，公司流动资产为255.63亿元，较上年底增长11.67%，主要由货币资金（占47.82%）和存货（占39.96%）构成。其中，货币资金为122.23亿元，较上年底增长21.98%，来源于借款和预收款项增加，货币资金以银行存款为主，受限部分14.94亿元，由银行承兑汇票保证金和信用保证金构成；应收票据为5.25亿元，较上年底增长132.91%，系白酒业务银行承兑汇票结算增加所致；预付款项为4.83亿元，较上年底下降15.82%，其他应收款为16.26亿元，较上年底变动不大，期末前五名其他应收款合计金额2.06亿元，占12.55%；存货为102.15亿元，较上年底增长3.83%，系库存商品增长所致，公司存货包括开发产品35.93亿元，开发成本22.60亿元，开发成本主要包括牛栏山下坡屯项目（期末余额17.36亿元）、鑫泽园、小店项目、商务中心项目、海南项目，开发产品主要由海南项目、包头顺鑫望潮苑、商务中心项目和牛栏山下坡屯项目构成，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。

非流动资产方面，截至2019年底，公司非流动资产为102.27亿元，较上年底增长5.78%，主要由长期股权投资（占12.52%）、固定资产（占47.44%）和无形资产（占18.22%）为主。其中，长期股权投资为12.80亿元，较上年底小幅增长，主要包括北京金盛顺鑫置业投资有限公司（期末余额5.95亿元）、北京人寿保险股份有限公司（期末余额3.76亿元）、北京顺鑫和辉股权投资中心（期末余额0.86亿元）和北京顺鑫祥云药业有限责任公司（期末余额0.98亿元）；固定资产为48.52亿元，较上年底增长5.42%，构成上以房屋建筑物为主（占69.66%）；在建工程为6.87亿元，较上年底变动不大，主要为牛栏山酒厂研发中心、牵手车

间改造工程、石门市场五号门东扩工程等；无形资产为 18.63 亿元，较上年底无较大变动，主要为土地使用权（占 93.65%）。

截至 2020 年 3 月底，公司资产总额为 341.08 亿元，较 2019 年底下降 4.70%，流动资产较 2019 年底下降 7.30%至 236.98 亿元，仍为资产主要构成，占 69.48%。其中，货币资金较 2019 年底下降 9.10%至 111.11 亿元，存货较 2019 年底下降 8.00%至 93.98 亿元，系白酒业务春节备货导致年底存货规模较高，2020 年一季度销售后有所下降；在建工程较 2019 年底增长 44.47%至 9.92 亿元，系牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程（文化苑）项目投入增加所致。

截至 2020 年 3 月底，公司受限资产总额为 38.90 亿元，占资产总额的 11.40%，其中货币资金受限金额 20.74 亿元，为银行承兑汇票保证金，无形资产受限金额 18.16 亿元，为土地使用权用于银行借款抵押。

3. 所有者权益及负债

所有者权益中少数股东权益占比高，权益稳定性一般；有息债务规模持续增长，整体债务负担重，以短期债务为主，债务结构有待改善。

（1）所有者权益

截至 2019 年底，公司所有者权益为 75.92 亿元，较上年底下降 5.39%，系永续中期票据“16 顺鑫农业 MTN001”（10 亿元）赎回兑付所致。所有者权益主要由实收资本（占 11.20%）、资本公积（占 1.62%）、未分配利润（占 14.30%）和少数股东权益（占 66.50%）构成。少数股东权益为 50.49 亿元，较上年底增长 12.43%，主要系上市公司顺鑫农业利润累积带动所致。

截至 2020 年 3 月底，公司所有者权益为 77.82 亿元，权益结构较 2019 年底变动不大。

（2）负债

截至 2019 年底，公司负债总额为 281.98 亿元，较上年底增长 14.93%，流动负债占 71.09%，非流动负债占 28.91%。

流动负债方面，截至 2019 年底，公司流动负债为 200.46 亿元，较上年底下降 0.84%，主要由短期借款（占 41.26%）、预收款项（占 32.80%）和一年内到期的非流动负债（占 10.56%）构成。其中，短期借款为 82.71 亿元，较上年底下降 13.33%，由信用借款和保证借款构成；应付票据为 14.94 亿元，较上年底下降 20.27%，系贸易业务减少银行承兑汇票结算所致，全部由银行承兑汇票构成；预收款项为 65.75 亿元，较上年底增长 10.54%，系白酒业务规模扩大预收货款增加所致；一年内到期的非流动负债为 21.16 亿元，主要为一年内到期的长期借款和公司债券；其他流动负债为 10.07 亿元，系公司发行的“19 顺鑫 SCP001”（5 亿元）和“19 顺鑫 SCP002”（5 亿元）。

非流动负债方面，截至 2019 年底，公司非流动负债为 81.51 亿元，较上年底增长 88.82%。其中，长期借款为 34.06 亿元，较上年底增长 119.05%，应付债券 40.78 亿元，较上年底增长 153.71%，系 2019 年公司发行 4 期债券，合计发行规模 35.00 亿元，包括“19 鑫控 01”“19 鑫控 02”“19 顺鑫 MTN001”和“19 顺鑫 MTN002”；长期应付款为 6.68 亿元，较上年底下降 42.18%，全部为融资租赁款。

截至 2020 年 3 月底，公司负债总额为 263.26 亿元，较上年底下降 6.64%。其中，短期借款较 2019 年底下降 7.57%至 76.45 亿元；预收款项和合同负债合计为 45.65 亿元，较 2019 年底下降 30.57%（2020 年公司实行新会计核算准则，将原来“预收账款”科目核算的项目调整至“合同负债”科目进行核算），系 2020 年一季度受新冠肺炎疫情影响，白酒业务下游经销商预收款减少所致；其他流动负债为 15.16 亿元，较 2019 年底增加 5.09 亿元，系子公司顺鑫农业发行“20 顺鑫农业（疫情防控债）SCP001”（5 亿元）所致。

有息债务方面，截至 2019 年底，公司全部债务为 210.40 亿元，较上年底增长 18.09%，系长期债务增长所致。其中，短期债务为 128.89

亿元，较上年底下降 4.53%，长期债务为 81.51 亿元，较上年底增长 88.82%。截至 2020 年 3 月底，公司全部债务增长至 213.28 亿元，较 2019 年底增长 2.85%，短期债务 132.56 亿元，长期债务 80.72 亿元。债务指标方面，截至 2019 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 78.79%、73.48%和 51.78%，均较上年底有所上升；截至 2020 年 3 月底，上述三项指标分别为 77.18%、73.27%和 50.92%。

表 14　截至 2020 年 6 月底公司合并口径存续债券明细

债项名称	余额（亿元）	到期/下一行权日
19 顺鑫 SCP002	5.00	2020/07/26
18 顺鑫 MTN001	5.00	2021/08/31
19 顺鑫 MTN001	10.00	2022/03/14
19 顺鑫 MTN002	5.00	2022/04/28
19 鑫控 01	10.00	2022/09/06
19 鑫控 02	10.00	2022/11/15
15 顺鑫 02	0.93	2020/10/26
20 顺鑫农业（疫情防控债）SCP001	5.00	2020/12/04
20 顺鑫 SCP001	5.00	2021/03/16
合计	**55.93**	--

资料来源：联合资信整理

4．盈利能力

2019 年，公司营业收入和利润总额保持增长，期间费用对利润形成一定侵蚀。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情蔓延影响，公司收入及利润规模同比下滑。

随着白酒业务规模扩张，公司营业收入保持增长，2019 年，公司实现营业收入 313.95 亿元，同比增长 15.21%。同期，公司营业成本同比增长 16.65%至 252.30 亿元。2019 年公司营业利润率为 14.11%，同比减少 0.57 个百分点。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用为 35.02 亿元，同比增长 14.72%，以销售费用和管理费用为主；其中销售费用同比增长 13.48%至 16.07 亿元，主要由广告费、运输费、促销费等构成；管理费用（含研发）为 13.70 亿元，同比增长 14.88%，主要为职工工资、宣传经费、劳动保险费等；财务费用为 5.25 亿元，同比增长 18.26%，系债务规模增长带动利息支出增加所致。2019 年，公司期间费用率为 11.15%，同比变动不大，公司期间费用对利润形成一定侵蚀。

2019 年，公司利润总额为 9.30 亿元，构成以经营性利润为主。2019 年，公司投资收益为 1.03 亿元，主要为权益法核算确认的投资收益，资产减值损失为-0.94 亿元，主要为存货跌价损失。

盈利指标方面，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.26%和 6.75%，较 2018 年分别上升 0.13 个和 1.16 个百分点。

2020 年 1－3 月，公司实现营业收入 79.28 亿元，同比下降 3.26%；营业利润率为 15.60%，利润总额同比下降 34.99%至 3.19 亿元。

5．现金流

跟踪期内，公司经营活动净现金流收缩，对投资活动现金支出覆盖程度削弱，2019 年发行债券收到的现金大幅增长，当期筹资活动现金净流入规模较大。考虑到公司存量债务置换及房地产项目后续投资，公司对外融资需求大。

2019 年，公司经营活动现金流入同比增长 4.24%至 361.59 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 12.47%至 357.94 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 6.53 亿元，同比下降 56.44%，支付其他与经营活动有关的现金为 17.28 亿元，主要为广告费、运输费及促销费等，支付的各项税费为 32.60 亿元，同比增长 28.19%。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 3.65 亿元，同比下降 87.24%，现金收入比为 113.09%，收入实现质量良好。

2019 年，公司投资活动现金流量净额为 -4.70 亿元，主要为购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 4.63 亿元。

2019 年，公司筹资活动现金流入为 180.35 亿元，同比增长 9.49%，其中取得借款收到的现金 129.10 亿元，发行债券收到的现金 50.00 亿元；同期，公司筹资活动现金流出为 153.54 亿

元，同比下降 12.84%，其中偿还债务支付的现金为 143.74 亿元，分配股利、利润或偿付利息支付的现金为 9.49 亿元。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 26.82 亿元。

2020 年 1－3 月，受白酒业务预收款减少影响，公司经营活动现金流转为净流出 10.56 亿元；投资活动产生的现金净流量为-0.87 亿元；筹资活动产生的现金流量净额-5.54 亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司整体债务负担重，偿债指标一般，考虑到公司作为北京市顺义区国资委下属企业，具备竞争优势，综合实力较强，可用银行授信额度充足，且上市子公司具备直接融资渠道，公司整体偿债能力强。

从短期偿债指标看，截至 2019 年底，公司流动比率和速动比率较上年底均有所上升，分别为 127.52%和 76.56%；公司经营现金流动负债比为 1.82%。截至 2020 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 129.83%和 78.34%。截至 2019 年底和 2020 年 3 月底，公司现金类资产/短期债务分别为 0.99 倍和 0.87 倍。

从长期偿债能力指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 19.35 亿元，同比增长 9.86%；2019 年，公司全部债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 10.87 倍和 2.25 倍。

截至 2020 年 3 月底，公司获得商业银行授信额度合计 370.60 亿元，尚未使用额度 251.91 亿元，公司间接融资渠道畅通；下属公司顺鑫农业为深交所上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2020 年 3 月底，公司对外担保余额为 6.97 亿元，系公司对联营企业北京金盛顺鑫置业投资有限公司（以下简称“金盛顺鑫置业”）的融资担保。金盛顺鑫置业主要经营自持物业出租和部分商业地产开发销售，截至 2019 年底，金盛顺鑫置业资产总额为 52.40 亿元，负债总额为 35.99 亿元；2019 年实现营业收入 19.53 亿元，净利润为 2.60 亿元，目前正常经营。

表 15　截至 2020 年 3 月底公司对外担保情况

担保人	被担保人	担保余额（万元）	担保开始日	担保到期日
公司本部	金盛顺鑫置业	4765.96	2019.01.29	2022.01.29
		42300.00	2019.03.29	2029.03.29
		2232.43	2019.06.27	2022.06.27
		1333.00	2019.10.20	2020.10.20
		2666.00	2019.10.20	2022.10.20
		5660.91	2019.12.26	2022.12.26
		10788.93	2020.03.17	2023.03.17
合计	--	**69747.23**	--	--

资料来源：联合资信整理

7. 公司本部财务概况

公司本部作为控股型集团企业，具体业务由下属子公司运营，财务费用对利润侵蚀严重，公司本部亏损，权益规模下降；本部债务负担非常重，且以短期为主，2019 年以来本部加大直接融资规模，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。

截至 2019 年底，公司本部资产总额为 122.09 亿元，流动资产为 65.52 亿元（占 53.66%），非流动资产为 56.58 亿元（占 46.34%）。其中，流动资产主要由货币资金 18.17 亿元和其他应收款 46.99 亿元构成，其中其他应收款款主要为应收下属子公司往来款，包括应收北京顺鑫建设科技集团有限公司 6.89 亿元、北京顺鑫中盛国际会议中心有限公司 4.85 亿元、北京顺鑫鑫源食品集团有限公司 4.20 亿元、北京顺鑫石门国际农产品批发市场集团有限公司 2.26 亿元、顺鑫天宇 2.08 亿元等；非流动资产以长期股权投资 46.37 亿元为主，长期股权投资主要包括顺鑫农业 8.21 亿元、金盛顺鑫置业 5.95 亿元等。

表 16　截至 2019 年底公司本部主要长期股权投资情况

（单位：亿元、%）

单位名称	期末余额	持股比例
北京顺鑫农业股份有限公司	8.21	38.45
北京金盛顺鑫置业有限公司	5.95	40.00
北京顺鑫乾荣物业管理服务有限公司	3.70	100.00
城乡京润（北京）置业投资有限公司	2.99	100.00
北京顺鑫石门农产品批发市场有限责任公司	2.68	93.54
北京顺鑫建设科技集团有限公司	2.29	100.00

北京顺鑫地产开发有限公司	2.00	100.00
北京顺鑫鑫源食品集团有限公司	2.00	100.00
合计	**29.82**	--

资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2019 年底，公司本部负债总额为 119.23 亿元，较上年底增长 17.01%。流动负债为 66.48 亿元，主要包括短期借款 45.80 亿元、其他应付款 10.45 亿元和 10.07 亿元。非流动负债为 52.75 亿元，包括长期借款 11.97 亿元，应付债券 40.78 亿元。2019 年，公司本部发行债券 6 只，合计发行规模 45 亿元，以中长期债券为主。截至 2019 年底，公司本部有息债务 108.65 亿元，资产负债率为 97.65%。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，母公司债务负担非常重，且债务结构以短期为主，短期偿债压力大。

截至 2019 年底，公司本部所有者权益为 2.87 亿元，包括股本 8.50 亿元，资本公积 6.85 亿元和未分配利润-12.48 亿元，受持续亏损影响未分配利润持续为负，对所有者权益规模影响大。

截至 2019 年底，公司本部实现营业收入为 0.29 亿元，财务费用为 3.08 亿元，对利润侵蚀严重；2019 年公司本部净亏损 2.50 亿元。2019 年，公司本部收到子公司顺鑫农业现金分红 0.33 亿元。

2019 年，公司本部经营活动产生的现金流量净额为 0.26 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 1.81 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 8.72 亿元，以取得借款收到的现金、发行债券收到的现金和偿还债务支付的现金形成。

十、存续债券偿还能力分析

截至2020年6月底，公司本部存续期债券余额合计50.00亿元，其中一年内到期债券10.00亿元，截至2019年底和2020年3月底，公司剔除使用受限后的现金类资产分别为112.53亿元和94.69亿元，为一年内到期债券的11.25倍和9.47倍，保障程度强。

2019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分别为19.35亿元、3.65亿元和361.59亿元，对存续期债券余额的保障倍数分别为0.39倍、0.07倍和7.23倍。公司经营活动现金流入量对存续期内债券的保障能力强。

表17　公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

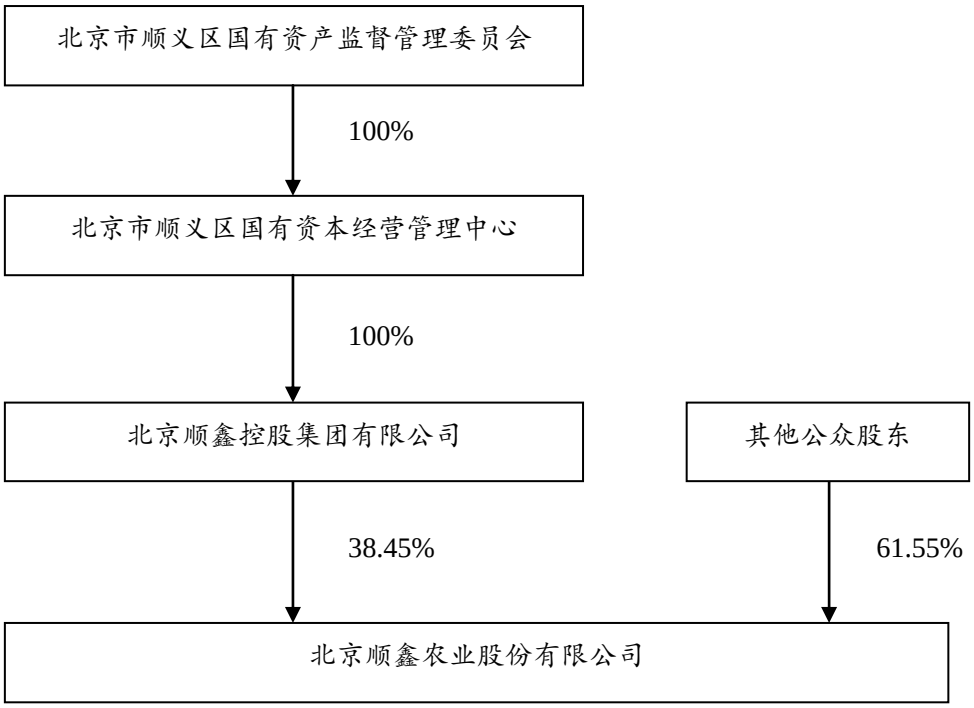
项 目	2019 年
一年内到期债券余额	10.00
现金类资产/一年内到期债券余额	11.25
经营活动现金流入量/应付债券余额	7.23
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.07
EBITDA/应付债券余额	0.39

注：现金类资产已剔除受限货币资金
资料来源：根据公司年报及公开资料整理

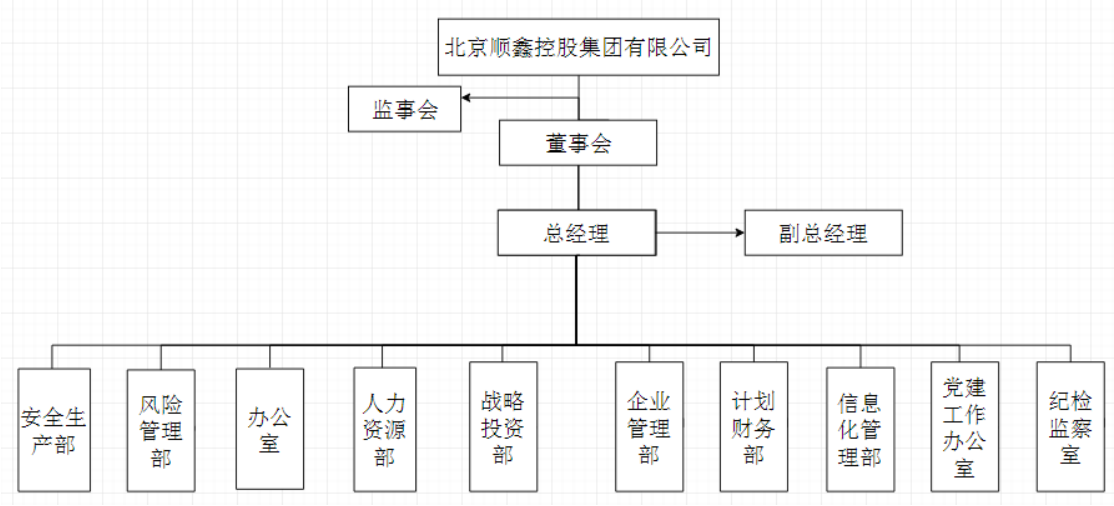
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“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　截至 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	72.23	102.45	127.48	115.43
资产总额(亿元)	281.84	325.59	357.90	341.08
所有者权益(亿元)	87.15	80.25	75.92	77.82
短期债务(亿元)	102.71	135.00	128.89	132.56
长期债务(亿元)	49.07	43.17	81.51	80.72
全部债务(亿元)	151.78	178.17	210.40	213.28
营业收入(亿元)	261.16	272.51	313.95	79.28
利润总额(亿元)	5.03	8.18	9.30	3.19
EBITDA(亿元)	16.33	17.61	19.35	--
经营性净现金流(亿元)	24.05	28.62	3.65	-10.56
财务指标				
销售债权周转次数(次)	31.07	31.95	35.44	--
存货周转次数(次)	2.55	2.34	2.52	--
总资产周转次数(次)	0.92	0.90	0.92	--
现金收入比(%)	120.26	121.78	113.09	92.24
营业利润率(%)	12.85	14.68	14.11	15.60
总资本收益率(%)	3.61	4.13	4.26	--
净资产收益率(%)	3.07	5.59	6.75	--
长期债务资本化比率(%)	36.02	34.98	51.78	50.92
全部债务资本化比率(%)	63.52	68.95	73.48	73.27
资产负债率(%)	69.08	75.35	78.79	77.18
流动比率(%)	131.31	113.22	127.52	129.83
速动比率(%)	71.66	64.56	76.56	78.34
经营现金流动负债比(%)	16.52	14.16	1.82	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.28	2.31	2.25	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.30	10.12	10.87	--

注：1. 2020 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中的有息债务；3. 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 2-2 主要财务数据及指标（母公司/公司本部）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.65	7.87	18.17	7.44
资产总额(亿元)	103.81	107.33	122.09	113.59
所有者权益(亿元)	19.08	5.44	2.87	1.71
短期债务(亿元)	60.58	87.32	55.90	49.99
长期债务(亿元)	17.00	5.09	52.75	52.77
全部债务(亿元)	77.58	92.41	108.65	102.75
营业收入(亿元)	0.19	0.47	0.29	0.01
利润总额(亿元)	-1.91	-3.11	-2.50	-1.16
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	-0.10	0.40	0.26	-0.33
财务指标				
销售债权周转次数(次)	244.35	73.79	41.75	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	--	--	--	--
现金收入比(%)	0.00	13.93	19.89	0.00
营业利润率(%)	18.48	41.00	53.38	14.09
总资本收益率(%)	-1.98	-3.18	-2.24	--
净资产收益率(%)	-10.01	-57.13	-87.21	--
长期债务资本化比率(%)	47.11	48.32	94.84	96.86
全部债务资本化比率(%)	80.26	94.44	97.43	98.36
资产负债率(%)	81.62	94.93	97.65	98.49
流动比率(%)	79.81	53.43	98.56	96.73
速动比率(%)	79.81	53.43	98.56	96.73
经营现金流动负债比(%)	-0.15	0.42	0.38	-2.23
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--

注：2020 年一季度财务数据未经审计，其他流动负债中的有息债务已计入短期债务

附件 3　同行业企业对比数据

发行人	浙江新大集团有限公司	北京大北农科技集团股份有限公司	北京顺鑫控股集团有限公司
主体信用等级	AA	AA^{+}	AA
企业性质	地方国企	民营企业	地方国企
综合毛利率（%）（2019 年）	12.08	19.91	19.58
销售债权周转次数（次）（2019 年）	7.35	11.67	35.44
财务数据时点	**2019 年**		
资产总额（亿元）	121.61	189.04	357.90
所有者权益（亿元）	36.30	114.63	75.92
营业总收入（亿元）	117.68	165.78	313.95
利润总额（亿元）	4.47	7.04	9.30
经营活动现金流净额（亿元）	9.52	17.87	3.65
资产负债率（%）	70.16	39.36	78.79

资料来源：联合资信整理

附件 4　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-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+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 5-1　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 5-2　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5-3　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