

信用评级公告

联合〔2022〕7290号

联合资信评估股份有限公司通过对北京顺鑫控股集团有限公司主体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，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二二年七月二十七日

北京顺鑫控股集团有限公司

2022 年主体跟踪评级报告

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

评级时间：2022 年 7 月 27 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	V3.1.202204
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V3.1.202204

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	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	1
			盈利能力	3
			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
公司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，股东背景强，可对公司形成一定支持				+1

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

分析师：华艾嘉 李敬云

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。跟踪期内，公司在股东背景、区域行业地位、品牌知名度和资产质量等方面仍保持较强的竞争优势。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司主要业务板块毛利率均有所下降，房地产项目去化慢、资金周转压力较大，债务负担重，本部存在较大偿债压力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，加之逐步延伸猪肉系列产业链和退出房地产业务，公司主业盈利能力有望得以提升。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

- 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。
- 品牌价值及知名度高。**公司白酒产业主要包括“牛栏山”二锅头和“宁城”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；2021 年，“牛栏山”以 613.22 亿元的品牌价值荣登第 13 届华樽杯中国酒类品牌价值 200 强榜单。
- 白酒业务产能有所提升，为未来白酒业务竞争力提高打下了一定基础。**跟踪期内，公司在河北香河、四川成都、山西吕梁建立了 3 家生产基地；截至 2021 年末，北京顺鑫农业股份有限公司牛栏山酒厂年产能为 81.00 万千升。公司拥有 400 万头（北京地区 300 万头）的屠宰能力和 4 万吨的冷库储藏能力。

4. **公司资产质量好。**截至 2021 年末，公司资产以流动资产为主，货币资金占总资产的 30.17%，除货币资金中的 9.05 亿元保证金受限外，无其他受限资产。

关注

1. **2021 年，公司主要业务板块毛利率同比均有所下降。**2021 年，受低档酒占比较高及原材料价格上涨等因素影响，公司核心业务白酒系列毛利率同比下降 1.50 个百分点至 37.72%，猪肉、工程施工等业务毛利率亦有不同程度的降低。
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. **公司合并层面债务负担重，母公司债务负担非常重且短债偿债压力大。**截至 2021 年末，公司合并口径全部债务 191.71 亿元，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.47%、68.95%和 43.94%。截至 2021 年末，母公司全部债务 102.28 亿元，全部债务资本化比率 89.62%，且短债偿债压力大。

主要财务数据:

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产(亿元)	127.48	118.20	106.33	102.93
资产总额(亿元)	357.90	358.07	338.19	333.79
所有者权益(亿元)	75.92	86.70	86.33	85.60
短期债务(亿元)	128.89	114.39	124.06	147.89
长期债务(亿元)	81.51	83.68	67.66	56.79
全部债务(亿元)	210.40	198.07	191.71	204.67
营业总收入(亿元)	313.95	330.06	320.19	72.67
利润总额(亿元)	9.30	5.84	5.45	1.27
EBITDA(亿元)	19.30	16.60	16.46	--
经营性净现金流(亿元)	3.65	11.26	2.28	-9.44
营业利润率(%)	14.11	10.60	10.20	13.59
净资产收益率(%)	6.75	3.16	0.53	--
资产负债率(%)	78.79	75.79	74.47	74.36
全部债务资本化比率(%)	73.48	69.55	68.95	70.51
流动比率(%)	127.52	130.53	115.77	110.37
经营现金流动负债比(%)	1.82	6.00	1.24	--
现金短期债务比(倍)	0.99	1.03	0.86	0.70
EBITDA利息倍数(倍)	2.25	2.17	2.22	--
全部债务/EBITDA(倍)	10.90	11.93	11.65	--
公司本部(母公司)				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额(亿元)	122.09	123.33	124.09	125.41
所有者权益(亿元)	2.87	12.12	11.85	10.24
全部债务(亿元)	108.65	100.88	102.28	106.21
营业总收入(亿元)	0.29	0.16	0.49	0.02
利润总额(亿元)	-2.50	0.65	-0.27	-0.60
资产负债率(%)	97.65	90.17	90.45	91.84
全部债务资本化比率(%)	97.43	89.27	89.62	91.21
流动比率(%)	98.56	103.35	80.02	66.97
经营现金流动负债比(%)	0.38	-10.04	-2.64	--
现金短期债务比(倍)	0.33	0.08	0.06	0.05

注:1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异,系四舍五入造成;除特别说明外,均指人民币;2. 本报告已将其他流动负债中的超短融和长期应付款纳入相关债务指标计算;3. 本报告财务数据均使用期末数,2022年1-3月财务数据未经审计;4. 公司未提供现金流量表补充资料,合并口径 EBITDA 通过固定资产折旧、生产性生物资产折旧和无形资产摊销的期末、期初累计值差值计算

资料来源:公司财务报告及提供资料,联合资信整理

评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2021/08/17	华艾嘉 李敬云	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)	阅读全文
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、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受北京顺鑫控股集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、该公司信用等级自本报告出具之日起至 2022 年 8 月 16 日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

北京顺鑫控股集团有限公司

2022 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（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“公司”或“顺鑫控股”）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 9 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 30220.00 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 68000.00 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 85000.00 万元。北京顺鑫投资管理公司和原北京霞光饲料总公司分别持有公司 92.80%和 7.20%的股权。

2009 年 7 月，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”）出具顺国资复〔2009〕21 号文，将北京顺鑫投资管理公司和北京霞光饲料总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有限公司（以下简称“顺义国资”、原北京市顺义区国有资本经营管理中心，2021 年更为现名），自此，顺义国资持有公司 100.00%的股份；2014 年 12 月，公司更为现名。截至 2021 年末，公司注册资本与实收资本均为 8.50 亿元，顺义国资持有公司 100%股

权（未质押），公司实际控制人为顺义区国资委。

跟踪期内，公司经营范围未发生重大变化。

截至 2021 年末，公司纳入合并范围的子公司共计 26 家；其中，公司直接持股的北京顺鑫农业股份有限公司于 1998 年 11 月在深圳证券交易所挂牌上市，股票简称“顺鑫农业”，股票代码“000860.SZ”。截至 2022 年 3 月末，公司持有顺鑫农业 37.51%的股权（均未质押）。

表 1 顺鑫农业主要财务数据（单位：亿元）

时间	资产总额	所有者权益	营业总收入	利润总额
2021 年	193.92	77.93	148.69	5.62
2022 年 1—3 月	186.35	78.95	39.07	2.16

资料来源：Wind

截至 2021 年末，公司内设办公室（党委办公室）、党委组织部、党委宣传部、纪检办公室、人力资源部、风险管理部、战略投资部、企业管理部和集团财务部共 10 个职能部门。

截至 2021 年末，公司合并资产总额 338.19 亿元，所有者权益 86.33 亿元（含少数股东权益 52.32 亿元）；2021 年，公司实现营业收入 320.19 亿元，利润总额 5.45 亿元。

截至 2022 年 3 月末，公司合并资产总额 333.79 亿元，所有者权益 85.60 亿元（含少数股东权益 52.87 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 72.67 亿元，利润总额 1.27 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、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2022 年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超

出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加

大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

表 2 2021 年一季度至 2022 年一季度中国主要经济数据

项目	2021 年一季度	2021 年二季度	2021 年三季度	2021 年四季度	2022 年一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30 (4.95)	7.90 (5.47)	4.90 (4.85)	4.00 (5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50 (6.79)	15.90 (6.95)	11.80 (6.37)	9.60 (6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60 (2.90)	12.60 (4.40)	7.30 (3.80)	4.90 (3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60 (7.60)	15.00 (8.20)	8.80 (7.20)	4.40 (5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70 (2.30)	7.80 (2.40)	1.50 (0.40)	0.40 (0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80 (-2.0)	19.20 (2.00)	14.80 (3.30)	13.50 (4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90 (4.14)	23.00 (4.39)	16.40 (3.93)	12.50 (3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70 (4.53)	12.00 (5.14)	9.70 (5.05)	8.10 (5.06)	5.10

注：1. GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2. GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3. 出口增速、进口增速均以美元计价统计；4. 社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5. 全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6. 2021 年数据中括号内为两年平均增速
资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速¹（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00%和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，

不及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但 3 月边际回

¹ 为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额 1.48 万亿美元，同比增长 13.00%。其中，出口 8209.20 亿美元，同比增长 15.80%；进口 6579.80 亿美元，同比增长 9.60%；贸易顺差 1629.40 亿美元。

CPI 同比涨幅总体平稳，PPI 同比涨幅逐月回落。2022 年一季度 CPI 同比增长 1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度 PPI 同比增长 8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI 环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

社融总量扩张，财政前置节奏明显。2022 年一季度新增社融规模 12.06 万亿元，比上年同期多增 1.77 万亿元；3 月末社融规模存量同比增长 10.60%，增速较上年末高 0.30 个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增 9238 亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增 4258 亿元和 4050 亿元。

财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。2022 年一季度，全国一般公共预算收入 6.20 万亿元，同比增长 8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入 5.25 万亿元，同比增长 7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022 年一季度全国一般公共预算支出 6.36 万亿元，同比增长 8.30%，为全年预算的 23.80%，进度比上年同期加快 0.30 个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长 22.40%、8.50%、8.40%、6.80%、6.20%。

稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。

2022 年一季度，城镇调查失业率均值为 5.53%，其中 1 月、2 月就业情况总体稳定，调查失业率分别为 5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而 3 月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至 5.80%，较上年同期上升 0.50 个百分点，稳就业压力有所增大。2022 年一季度，全国居民人均可支配收入 1.03 万元，实际同比增长 5.10%，居民收入稳定增长。

2. 宏观政策和经济前瞻

把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。

2022 年 4 月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食能源安全。

疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现 5.50% 增长目标的困难有所加大。

四、行业分析

1. 行业概况

2021年，白酒产量继续下降，但行业内企业收入和利润保持增长，行业集中度提高，落后产能出清。未来品牌力强、渠道布局有优势的企业抗风险能力更强。

近年来，受益于消费升级、消费结构转换等因素，中国市场高端、次高端白酒产品量价齐升，带动白酒行业保持了良好发展态势。受行业集中度提升，以及行业洗牌导致的落后产能出清等因素影响，2021年，中国规模以上白酒企业为965家，较上年减少75家；白酒产量715.63万千升，同比下降0.59%；实现营业收入6033.48亿元，同比增长18.69%；实现利润总额1701.94亿元，同比增长32.95%。

白酒行业已全面进入挤压式竞争时代，名酒企业在产品、品牌、渠道和市场等方面不断强化优势，无论是高端、次高端产品，还是中低端和小酒等，都逐步形成了各个主流消费价位段的代表性品牌，白酒行业的竞争格局逐渐稳定，并将在今后的市场竞争中进一步强化。随着行业集中度的不断提升，具备资本优势、管理优势、品牌优势、人才优势、渠道优势的名优白酒企业，有望在未来的白酒市场竞争中胜出，抢占更多的市场份额；而部分固步于低端产品的企业由于规模、资金、技术、品牌等诸多劣势将会退出行业。

2. 行业竞争

近年来，白酒制造行业分化趋势显现。高端白酒市场已形成较稳固的竞争格局，市场集中度高，进入壁垒高；次高端白酒市场集中度处于快速提升阶段，市场份额主要由数家中高端品牌酒企占据；中低端白酒市场参与者众多，竞争最为激烈。未来，品质、渠道、成本等方面缺乏竞争力的酒企或将陆续退出市场。

白酒制造属于充分竞争性行业，市场化程度高，行业内参与主体众多，整体竞争激烈。各档次白酒竞争环境差异较大，竞争核心要素

不同，白酒产品价格带分布较宽，终端售价从几十元到上千元不等。通常来说，600元/瓶以上的白酒划分为高端酒，300~600元/瓶划分为次高端酒，100~300元/瓶划分为中端酒，100元/瓶以下划分为低端酒。

高端白酒目前处于寡头垄断格局，市场份额基本由茅台（飞天茅台、茅台生肖酒、茅台年份酒）、五粮液（普通五粮液、水晶五粮液、1618）、泸州老窖（国窖1573）三家白酒品牌所占据，其中茅台及五粮液集中度约在85%以上，行业地位显著。高端白酒以商务宴请、送礼等为主，价格因素在竞争中并不敏感，品牌力最为重要，而品牌力的形成需要历史、文化沉淀和品牌形象打造，短期内高端白酒寡头垄断的局面难以改变，存在很高的进入壁垒。总体看，高端白酒市场集中度高，竞争格局稳固。

次高端产品方面，主要由高端酒的系列酒、主品牌下的副品牌（如洋河旗下天之蓝、梦之蓝）和单一品牌（如剑南春、郎酒）等组成。2016年以来，随着行业深度调整期间需求结构转变、消费升级以及高端白酒寡头垄断格局的形成并日渐稳固和价格的不断上涨，带动次高端酒企产品价格不断提升，毛利率水平快速上升，吸引大量资本进入，使得次高端白酒市场竞争较高端白酒市场相对激烈。次高端白酒主要消费定位商务宴请等，核心竞争要素是品牌力以及渠道布局，代表品牌包括洋河、郎酒、剑南春、青花汾酒、舍得等。次高端白酒本身具备较强的品牌力，经历过上轮周期调整后，次高端白酒市场集中度上升较为明显，头部效应逐步显现。

中低端白酒则属于完全竞争市场。目前，中低端白酒市场主要参与者包括一线名优酒企的系列酒和中国化大众品牌，市场以区域竞争为主，产品同质性较强，定价权较弱。考虑到低端白酒消费场景主要为自饮，消费者诉求以高性价比为主，大多数省级白酒制造企业主力布局于中低端酒产品，依托本土化优势加之深

耕多年所形成的口碑和区域品牌认可度，对当地经销商、终端资源等渠道控制力强，在区域市场具备较强竞争力。

3. 行业政策

近年来，中国白酒行业政策致力于控制白酒总量、提高白酒质量、优化白酒产品结构、减少污染、改善生产，通过税收政策、行业准入等政策调整供需和优化行业秩序，有利于白酒行业集中度进一步提升。

国家对白酒制造行业总体的发展思路为：控制总量、优化结构、减少污染、保障安全；完善白酒生产许可证管理办法，提高准入门槛；鼓励优势企业、名优白酒发展，提高市场集中度，淘汰消耗高、污染大、质量差的小酒厂。在行业发展历程中，政府通过一系列产业政策、税收政策、行业准入等对行业供需关系、盈利水平及发展趋势造成直接与间接影响。

2019年11月6日，国家发改委公布了《产业结构调整指导目录（2019年本）》，自2020年1月1日起施行，“白酒生产线”“酒精生产线”等不再列入国家限制类产业。此次产业政策调整，行业优势资源将发挥积极作用，在扩大规模，异地发展方面，有利于优势资源、资本进入白酒行业，有利于建立起良性的竞争机制，扶优限劣，使无证小作坊受到限制，有利于使白酒市场进入良性竞争，对白酒市场秩序形成正面影响。

2019年12月3日，财政部与国家税务总局联合下发的《中华人民共和国消费税法（征求意见稿）》，酒类消费税率未发生改变，仍沿用2015年国家税务总局发布的关于白酒消费税最低计税价格核定有关事项的新通知：白酒制造企业申报的销售给销售单位的消费税计税价格低于销售单位对外销售价格70%以下、年销售额1000万以上的各种白酒，消费税最低计税价格调整为由各省、自治区、直辖市和计划单列市国家税务局核定，并要求省国税局每

季度都要进行审核和上报。

消费税政策的实施对不同定位的白酒制造企业影响有差异，其中高端白酒制造企业凭借其品牌溢价具备很强的定价权，税负转移空间相较低端白酒制造企业大，普遍通过终端产品价格的上涨将税负转移至流通端及消费端，对生产端盈利水平影响有限，而低端白酒制造企业由于消费者价格敏感度高、品牌溢价低以及竞争激烈等因素，多通过降低出厂价承担更多消费税，以减轻流通端及消费端承担税负的比例，进而导致低端白酒制造企业盈利水平出现弱化。

2021年4月，中国酒业协会发布《中国酒业“十四五”发展指导意见》（以下简称“《意见》”），根据《意见》中提出的目标，未来数年白酒行业销售收入和利润的增速将大幅领先于产量增速，预计2025年中国白酒行业将实现产量800万KL，比“十三五”末增长8.0%，年均递增1.6%；实现销售收入9500亿元，增长62.8%，年均递增10.2%；实现利润2700亿元，增长70.3%，年均递增11.2%。

4. 行业关注

行业分化。近年来，在以茅台、五粮液、泸州老窖为代表的高端酒逐步提价的大背景下，高端酒中龙头产品的市占率呈现逐步提高态势，且未来议价能力越发增强，中小白酒企业或将出现较为明显的业绩低潮。

原材料供应及价格波动风险。白酒生产所需原料为高粱、小麦、大米、糯米、玉米和大麦等粮食，若粮食生产受气候等因素的影响出现欠收，或国家调整粮食生产、流通和消费政策，均可能导致原材料供应短缺或价格上涨，从而增加白酒企业采购成本。

市场竞争风险。白酒产业为充分竞争行业，目前中国白酒企业众多，其中四川、山西、江苏、安徽等地为白酒主要产地，行业竞争较为激烈。公司中国范围内面临“五粮液”“贵州茅台”“泸州老窖”等品牌竞争，区域范围内

面临“国缘”“皖酒”等白酒企业品牌竞争，存在市场竞争风险。此外，随着人们消费习惯转向啤酒、红酒市场，以及健康生活方式、理性饮酒理念的日益加深，白酒市场竞争将更趋激烈。

产品价格波动风险。近年来，白酒价格总体处于上涨态势，但产品价格最终取决于品牌、产品质量、营销手段以及市场消费水平。未来，如果白酒企业的品牌认可度及市场消费水平出现下降，则产品可能会面临跌价的风险。

5. 未来发展

白酒行业未来将呈现存量竞争的局面，健康消费理念的加强、新冠肺炎疫情的冲击等将加速行业洗牌、进一步提高行业集中度。优质白酒企业凭借其品牌、规模、资金等方面的优势，有望获得更高的市场份额。

2016年下半年起，白酒制造行业景气度逐步回升，高端白酒需求显著回暖，产业集中度逐步提高，行业分化日趋明显，高端酒行业寡头垄断格局日渐稳固，具有资金、规模、品牌优势的白酒制造企业不断挤压中小酒企的生存空间。近年来，规模以上白酒企业持续减少，2021年，中国规模以上白酒企业同比减少75家至965家，全国上市白酒企业CR10收入合计2829.05亿元，占规模以上白酒企业销售收入的46.89%，同比上升5.95个百分点，行业集中度进一步提升。名优酒企将通过自身品牌优势逐步丰富产品结构，发力次高端市场，部分市场份额在向次高端领域转移；中低端白酒市场参与者众多，竞争激烈，未来发展或更考验白酒制造企业的渠道扩张及执行能力，部分固步于低端产品的企业由于规模、资金、技术、品牌等诸多劣势将会退出行业。新冠肺炎疫情加速了行业洗牌，未来，随着产业政策放宽以及本次白酒行业整合调整期的结束，行业品牌优势及头部效应将逐步显现，行业内兼并重组将有效提高行业集中度，降低产能过剩风险，行业将进入良性发展期。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至2021年末，顺义国资持有公司100%股权，顺义区国资委持有顺义国资100%股权（未质押），公司实际控制人为顺义区国资委。

2. 企业规模及竞争力

作为北京市顺义区大型国有控股上市公司，公司已形成白酒和猪肉两大核心主业，区域及行业地位突出，在经营规模、品牌知名度、市场竞争力等方面具备较为显著的竞争优势。

近年来，作为顺义区所属大型国有控股上市公司，公司随着自身经营战略调整及外部环境变化，主业逐步突出，已形成以白酒及猪肉为核心产业的双主业经营格局。其中白酒产业主要包括“牛栏山”和“宁诚”2个中国驰名商标；猪肉产业主要包括“小店”牌种猪及商品猪和“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。多年来，公司白酒“牛栏山”坚持民酒定位，致力于打造牛栏山“新名酒”品牌。2021年，“牛栏山”以613.22亿元的品牌价值荣登第13届华樽杯中国酒类品牌价值200强榜单；同时，公司开发多个产品序列，覆盖中高端市场，提升品牌溢价能力。公司所属“牛栏山”品牌作为二锅头的代表，为百姓心目中的亲民品牌。“二锅头”品类具备广泛的认知基础，已经成为“民酒”典型的品类代表。

公司的猪肉产业拥有集种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工、肉制品深加工、冷链物流配送为一体的完整产业链，在北京地区产猪肉销量处于领先地位。公司拥有400万头（北京地区300万头）的屠宰能力和4万吨的冷库储藏能力，规模优势明显。公司凭借完整的产业链和科学的食品安全控制管理体系，是北京菜篮子工程重要组成部分和重大赛事活动的猪肉产品

供应商，“鹏程”品牌不仅获得北京消费者的信任和青睐，也是中国受消费者喜爱的十大猪肉品牌之一。

3. 企业信用记录

根据中国人民银行企业基本信用信息报告（纳税人识别号：9111000010255117XP），截至2022年7月8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。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

六、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。

七、经营分析

1. 经营概况

2021年以来，受宏观经济、新冠肺炎疫情、猪价下跌及房地产政策影响，公司收入及利润同比均有所减少，整体盈利能力有所下降。

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（肉类加工业和种畜养殖业）和贸易仍为公司主要收入来源。2021年，受宏观经济形势和新冠肺炎疫情影响，公司生产经营承压；同时，受猪周期下行影响，公司生猪养殖、肉食品加工产业业务业绩同比降幅较大；此外，受房地产调控政策影响，房地产项目销售及回款较缓。具体看，2021年，公司实现营业总收入320.19亿元，同比下降2.99%，变化不大；营业成本271.24亿元，同比下降3.03%；营业利润率为10.20%，同比下降0.40个百分点，变化不大。2021年，公司利润总额5.45亿元，同比下降6.64%；净利润

0.46亿元，同比下降83.24%。

收入构成方面，2021年，公司以产品结构升级为支点推进全国化营销，白酒制造业务小幅增长。同期，猪周期进入下行通道，猪肉价格快速下跌，公司猪肉产业收入同比大幅减少。工程施工板块收入同比小幅增长，主要系结转施工项目增加所致；贸易业务整体收入同比有所减少。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，2021年，房地产外埠项目去库存工作取得一定进展，其他收入同比有所增长。综上，2021年，公司主营业务收入同比小幅减少。

从盈利水平看，2021年，作为公司主要利润来源，白酒系列毛利率同比继续下降，主要系中低端白酒销量占比上升以及原材料价格上升所致。2021年，公司肉类加工和种畜养殖业务毛利率呈现此消彼长态势，种畜养殖业务毛利率同比大幅下降，肉类加工业务毛利率同比有所提高；种猪养殖业务毛利率在2021年保持盈利，主要由于公司养殖业务体量较小，养殖业上半年利润可覆盖下半年亏损，且公司对外销售的种猪毛利率较高。同期，工程施工业务毛利率同比有所下降；贸易业务盈利维持在较低水平；其他业务毛利率同比有所上升，主要系牛羊肉系列业务毛利率提高所致。综上，2021年，公司主营业务毛利同比小幅下降，整体较为稳定。

2022年一季度，受宏观经济形势及新型冠状病毒肺炎疫情影响，公司原材料供应、生产销售、物流运输等受到较大影响，白酒板块生产经营产生经营面临较大的压力；同时猪价继续下行，公司猪肉板块收入及利润均收到较大影响。具体看，2022年1—3月，公司实现营业总收入72.67亿元，同比下降12.63%；营业成本58.53亿元，同比下降10.46%；营业利润率为13.59%，同比下降0.84个百分点。2022年1—3月，实现利润总额1.27亿元，同比下降66.19%；净利润0.03亿元，同比下降98.99%。

表3 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务分类	2019年			2020年			2021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	102.89	32.83	48.08	101.85	30.92	39.22	102.25	32.03	37.72
猪肉系列	35.59	11.36	6.70	46.36	14.07	5.69	36.02	11.28	4.22
工程施工	26.03	8.30	11.25	21.16	6.42	7.80	22.89	7.17	6.34
贸易	122.25	39.01	0.56	138.66	42.09	0.23	134.76	42.21	0.92
其他	26.63	8.50	22.16	21.41	6.50	25.64	23.33	7.31	24.11
合计	313.39	100.00	19.58	329.44	100.00	15.19	319.25	100.00	15.16

资料来源：公司提供

2. 白酒系列

公司白酒品牌知名度高，产品以中低端白酒为主，产品价格白酒市场相对偏低。2021年，公司白酒业务产能同比未发生变化，销售均价较为稳定，产、销量同比有所下降，白酒业务产能利用率处于较低水平。

公司白酒生产及销售业务主要由控股子公司顺鑫农业下属的牛栏山酒厂和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，牛栏山酒厂对白酒业务收入及利润贡献度较高。公司将白酒划分为3个档次：单瓶售价在10元/500ml以下的为低档酒（代表系列为陈酿、传统二锅头），10元至50元为中档酒（代表系列为珍品），50元以上的为高档酒（代表系列为经典二锅头、百年牛栏山）。

（1）采购

从成本上看，牛栏山酒厂白酒的生产成本主要来自酒基、粮食和包装材料。大部分酒基和部分包装材料由公司内部生产，其余部分外购。近年来，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，公司白酒业务成本逐年增长，2021年白酒制造业成本为63.68亿元，同比增长2.88%。

此外，公司因生产需要，战略性采购部分成品酒。

采购结算方面，对于粮食，公司一般年初与基地农户采用现货现款模式；对于包装材料，公司一般采取定期支付货款的模式。

（2）生产

牛栏山酒厂酿酒历史悠久，工艺传统，具有较高的市场认同度。牛栏山酒厂生产基地拥有独特的水质、土壤、气候和微生物群等自然条件，并拥有较为先进的现代微生物技术和独特的酿造工艺。

牛栏山酒厂产品以清香型“牛栏山”牌二锅头、浓香型“百年牛栏山”、高端酒“经典二锅头”为代表，共计400余种。清香型白酒有52度经典二锅头、45度珍品二锅头，浓香型白酒以36度百年牛栏山和百年红系列为代表。近三年，牛栏山酒厂产能呈增长态势，新增产能主要为中、低档酒。公司在河北香河、四川成都、山西吕梁建立了3家生产基地。截至2021年末，公司牛栏山酒厂和宁城老窖的产能同比均未发生变化。

产量方面，2021年，受牛栏山酒厂产量减少影响，公司白酒产量同比有所减少；白酒产能利用率同比随之下降。

表4 公司白酒生产情况（单位：万千升、万千升/年、%）

品牌	品种	2019年			2020年			2021年		
		产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率	产能	产量	产能利用率
牛栏山	低档酒	60.00	63.74	106.24	75.00	63.74	84.99	75.00	60.75	81.00
	中档酒	4.00	4.07	101.72	5.00	4.59	91.85	5.00	3.23	64.60
	高档酒	1.00	0.82	82.42	1.00	0.60	59.98	1.00	0.48	48.00

	小计	65.00	68.64	105.60	81.00	68.93	85.10	81.00	64.46	79.58
宁城老窖	低档酒	0.45	0.05	12.04	0.45	0.05	10.71	0.45	0.10	21.34
	中档酒	1.00	0.10	9.87	1.00	0.07	7.01	1.00	0.10	10.40
	高档酒	0.10	0.01	7.10	0.10	0.00	0.00	0.10	0.01	6.40
	小计	1.55	0.16	10.32	1.55	0.12	7.87	1.55	0.21	13.32
合计		66.55	68.80	103.38	82.55	69.05	83.65	82.55	64.67	78.34

注：尾差系四舍五入造成

资料来源：公司提供

（3）销售

公司白酒销售主要为与经销商合作，采取分产品、分渠道销售模式运作。根据市场渠道不同将产品细分为商超、餐饮渠道，并在重点目标市场设立办事处，负责推进当地市场营销及维护，但不直接面对消费者。公司白酒销售结算模式为先款后货。

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，产销量以低档白酒为主，产品结构基本稳定。2021年，公司白酒销售量同比小幅减少，产销率同比小幅提升，整体处于较高水平；销量下降，主要系新冠肺炎疫情冲击餐饮消费市场所致。

从产品价格来看，2021年，除宁城老窖低档及中档酒外，公司白酒产品单价同比均小幅提升，整体较为平稳。公司白酒产品相对于整个市场而言价位偏低。

表5 公司白酒销售情况（单位：万千升、万元/千升、亿元、%）

品牌	品种	2019年				2020年				2021年			
		销量	单价	销售额	产销率	销量	单价	销售额	产销率	销量	单价	销售额	产销率
牛栏山	低档酒	66.73	1.16	77.42	104.68	63.68	1.20	76.24	99.90	61.76	1.27	78.54	101.66
	中档酒	4.16	3.24	13.49	102.26	4.59	3.29	15.08	99.90	3.06	4.12	12.64	94.80
	高档酒	0.73	15.80	11.48	88.17	0.60	16.76	10.03	99.82	0.53	19.61	10.45	110.06
	小计	71.62	1.43	102.39	104.34	68.86	1.47	101.35	99.90	65.35	1.56	101.63	101.38
宁城老窖	低档酒	0.05	1.44	0.08	96.68	0.06	1.46	0.08	114.52	0.08	1.44	0.12	84.79
	中档酒	0.09	3.51	0.31	88.75	0.08	3.81	0.32	120.97	0.11	3.79	0.41	102.79
	高档酒	0.01	18.48	0.12	91.55	0.01	17.91	0.10	145.95	0.005	21.71	0.10	75.00
	小计	0.15	3.43	0.50	91.56	0.15	3.44	0.50	119.18	0.195	3.22	0.63	93.56
合计		71.76	1.43	102.89	104.31	69.01	1.48	101.85	99.93	65.55	1.56	102.25	101.36

注：上表中的单价和销售额为不含税金额；尾差系四舍五入造成

资料来源：公司提供

从销售区域看，近年来，公司全国化进程深入推进，2021年，外埠市场销售收入占比由上年的64.46%提高至67.06%，公司重点培育以北京为中心，以南京、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”的市场；外埠销售为公司经营规模扩张的核心增长点。

3. 猪肉系列

公司猪肉业务产业链较为完整，收入结构以生猪屠宰为主。2021年，猪价大幅下降，对种畜养殖和屠宰业务的影响方向不同，种畜养殖业务收入和毛利率均大幅减少；屠宰业务屠宰量同比大幅增加，收入受猪肉制品销售均价下降而减少，但由于成本端收猪价格较低使得毛利率上升。

公司猪肉业务包括种猪繁育及生猪屠宰与加工，其中种畜养殖业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”），肉类加工业务主要由下属北京顺鑫农业股份有限公司鹏程食品分公司（以下简称“鹏程食品”）经营。鹏程食品拥有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。

公司猪肉业务收入主要来自生猪屠宰。2021 年，猪周期进入下行周期，猪肉价格大幅下降，仔猪价格下降对公司种猪繁育业务形成不利影响；但屠宰业务收购的生猪价格走低，屠宰业务成本有所下降，拉动公司屠宰业务毛利率提升。2021 年，公司种猪繁育业务收入和毛利率同比均大幅下降；生猪屠宰业务收入同比有所减少，主要系猪肉制品销售均价随猪价大幅下降所致，毛利率同比有所提高。

（1）生产经营

作为农业产业化龙头企业，公司在北京、汉中形成了种猪繁育、生猪养殖、检验防疫、屠宰、肉制品深加工及物流配送的产业链及可追溯的食品安全控制体系，在疫病防控、成本控制、规模化及集约化生产、抗周期波动等方面具备较强的竞争优势。

公司建立了“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。

防疫、检疫方面，公司每个养猪场都有自己完整的动物疫病防疫体系，配备有专业兽医技术人员，在建场选址，猪舍排列布局，消毒池消毒器械的设置方面都充分考虑到防疫的要求，场内生产人员实行 24 小时驻场制，有严格的免疫、消毒及防疫制度；公司检疫实行 4 道程序：①宰前检疫，生猪进厂前索取生猪的“三证”即产地检疫证、运输车辆消毒证、免疫耳标，并按《肉品卫生检验试行规程》实施宰前检疫；②宰后检验，公司拥有 20 余人的

检疫队伍，分布在生产线上，对 7 个环节严格进行检疫检验；③实验室检验，按 10% 的抽样比例进行采样检测；④定期委托农业部畜禽检测中心、顺义区疾病预防控制中心对生、熟产品中的重金属、农药、兽药等有害残留物及卫生指标、理化指标等项目进行检验。

育种方面，截至 2022 年 3 月末，公司下属小店良种场是国家级种猪场之一，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。

生猪屠宰方面，截至 2021 年末，公司全国范围内生猪屠宰能力 400 万头/年，较上年末无变化。2021 年，公司生猪收购均价同比快速下降；实际屠宰量同比大幅增加，主要生猪出栏量增加所致。

表 6 公司肉类加工业务相关情况

项目	2019 年	2020 年	2021 年
祖代存栏（套）	1225.00	2033.00	1937.00
父母代存栏（套）	8838.00	10214.00	6627.00
屠宰能力（万头/年）	400.00	400.00	400.00
实际屠宰量（万头）	147.86	102.31	140.82
收购均价（元/公斤）	19.97	33.48	20.14
生猪肉制品销量（万吨）	15.99	13.96	16.14
生猪肉均价（元/公斤）	18.59	31.35	19.24
猪肉熟食销量（万吨）	0.97	0.77	0.73
猪肉熟食均价（元/公斤）	15.27	19.25	18.74

资料来源：公司提供

（2）销售

公司猪肉制品销售模式采取直营和经销为主，销售区域以北京为主，外埠市场主要集中在河北、山西和内蒙古等地区。销售渠道方面，公司形成了以航空食品、酒店供应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。

产品结构方面，公司目前猪肉业务的销售收入主要来自屠宰业务，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等下游产业转型，充分利用渠道优势扩大市场

占有率，提高附加值。2021年，公司猪肉熟食制品销量规模较小。

食品安全方面，公司对肉食品的质量有着严格的监控，先后取得质量管理体系认证、食品安全管理体系（ISO22000）、环境管理体系认证、无公害农产品认证、无公害农产品产地认定证书、HACCP体系认证等，并且在平时的工作中严格执行高质量的食物检查标准，保证食品的安全。

4. 贸易业务

跟踪期内，公司贸易业务收入规模同比减少，但整体盈利水平低。

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。

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。2021年，贸易业务整体收入规模同比小幅减少。

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较低水平，2021年毛利率为0.92%。

(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。

(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，上游供应商定价话语权强；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。

5. 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，公司工程施工业务收入规模同比小幅。

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”），鑫大禹具有房屋建筑工程施工总承包壹级资质，水利水电工程、市政公用工程施工总承包贰级资质，拥有河湖整治工程、堤防工程专业承包资质等，为综合施工企业；顺鑫天宇具有房屋建筑工程施工总承包壹级资质，防水防腐保温工程专业承包壹级资质等，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。

表7 近年来顺鑫建科集团承接3000万以上项目情况
(单位：个、亿元)

项目	2019年	2020年	2021年
重大项目数量	13	11	15
重大项目金额	8.51	9.02	22.43
新承接工程总金额	10.86	15.82	33.84

资料来源：公司提供

2021年，公司施工项目重大项目数量、重大项目金额和新承接工程总金额同比均有所增加。

(2) 房地产

公司拟退出房地产开发业务，近年来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。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顺鑫农业下属子公司北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司（以下简称“佳宇地产”），佳宇地产具备《房地产开发企业资质证书（三级）》资质。2021年，佳宇地产期末总资产61.61亿元，期末净资产18.33亿元，营业总收入8.83亿元，净利润-3.81亿元。2019—2021年，公司房地产业务结转项目差异较大，房地产业务收入分别为8.73亿元、5.27亿元和8.64亿元；毛利率分别为15.28%、13.71%和11.36%，快速下降。

截至2021年末，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、包头望潮苑项目（共三期）和海南富海家园项目4个；总可售面积由上年的64.23万平方米小幅增长至68.29万平方米，累计实现签约销售面积由上年的47.51万平方米增长至52.36平方米，累计实现签约销售金额由上年的49.14亿元增长至58.85亿元。

截至2021年末，公司剩余可售面积15.93万平方米，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，盈利水平继续下滑。

表8 截至2021年末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	计划投资	已投资	均价	总可售面积	业态	累计签约销售面积	开盘年份	累计签约销售额
站前街商业金融二期项目（GBD）	21.00	20.43	住宅 2.48、车位 0.51、末商 3.43、写字楼 2.69、大商业 2.35	13.17	住宅、商业及车位	6.57	2013年	15.12
包头望潮苑（共三期）	11.45	11.32	别墅 0.72、商业 0.77、住宅 0.50	15.10	住宅及商业	13.44	2011年	8.34
海南富海家园项目	7.65	8.55	住宅 0.90、1.02	9.40	住宅及商业	8.81	2013年	8.49
下坡屯项目	55.00	46.34	叠拼 2.80、双拼 2.95、洋房 3.28、车位 1.15、储藏间 0.22；洋房 2.63	30.62	住宅，末商，车位，储藏间	23.54	2017年	26.9
合计	95.10	86.64	--	68.29	--	52.36	--	58.85

资料来源：公司提供

截至2021年末，公司房地产在建项目预计总投资额为95.10亿元，已投资86.64亿元，尚余投资8.46亿元，后续资本支出仍存在一定压力。

截至2021年末，公司尚未开发土地包括GBD三期项目、小店项目、海南富海家园项

目和山东鑫泽园项目共4处地块，土地面积合计66.87万平方米，较上年未变化，无明确后续开发计划。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。

表9 截至2021年末公司土地储备情况

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）字第00093号	14688.00	0.96	出让取得，2013年7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	122477.79	0.69	出让取得，2013年4月

	w0304803号			
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, 截至本报告出具日, 由于文昌市政府未付款, 涉及的土地所有权未转移
资料来源: 公司提供

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。

6. 经营效率

2021年, 公司经营效率较高。

从经营效率指标看, 2020—2021年, 公司销售债权周转次数分别为36.24次和41.04次, 持续增长, 存货周转次数分别为2.81次和3.14次, 总资产周转次数分别为0.92次和0.92次, 经营效率整体有所提高。

与白酒行业部分企业相比, 2021年, 公司应收账款周转率表现一般, 存货周转率和总资产周转率处于行业较高水平。

表10 2021年同行业公司经营效率情况(单位: 次)

证券简称	应收账款周转率	存货周转率	总资产周转率
山西汾酒	13601.14	0.69	0.80
洋河股份	9263.42	0.40	0.42
酒鬼酒	1979.65	0.60	0.66
老白干酒	111.99	0.64	0.57
五粮液	1252.90	1.20	0.53
公司	85.58	3.14	0.92

注: 为保持可比性, 上表均采用Wind导出数据

资料来源: Wind

7. 未来发展

公司基于主营业务制定了发展规划, 存在一定可行性。

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, 公司2021—2025年发展战略与规划提出了成为全国领先的“大农业”投资控股型产业集团的战略定位,

未来五年, 公司按照“立足新起点、把握新机遇、实现新发展”的主题主线, 以“大农

业”为发展方向, 发展以白酒、肉食、农产品和智慧产业为重点的现代农业核心产业, 培育壮大综合板块, 实现“成为全国领先的大农业投资控股型产业集团和进入中国500强”两大目标。

白酒产业方面, 公司以牛栏山酒厂为核心, 坚持民酒定位和价值导向, 通过产品中高端升级、重点市场突破、精细运营提升, 打造中国最具影响力的民酒集团, 实现价值驱动增长。

肉食产业方面, 公司将加大生猪产业链一体化布局, 形成多元化猪源供给, 同步提升运营管理精细化水平, 开展渠道体系建设与营销创新, 加强品牌推广, 成为大农业支撑。

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2021年度财务报告, 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2022年一季度财务数据未经审计。

2021年, 公司合并范围内新增1家子公司、减少1家子公司, 期末合并范围有26家子公司。整体看, 公司财务数据可比性较强。

截至2021年末, 公司合并资产总额338.19亿元, 所有者权益86.33亿元(含少数股东权益52.32亿元); 2021年, 公司实现营业收入320.19亿元, 利润总额5.45亿元。

截至2022年3月末, 公司合并资产总额333.79亿元, 所有者权益85.60亿元(含少数股东权益52.87亿元); 2022年1—3月, 公司实现营业总收入72.67亿元, 利润总额1.27亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模较为稳定，以流动资产为主。流动资产以货币资金和存货为主；非流动资产中，固定资产和土地类无形资产占比高。

截至2021年末，公司合并资产总额338.19亿元，较上年末下降5.55%。其中，流动资产占63.06%，非流动资产占36.94%。公司资产以流动资产为主，非流动资产较上年末占比上升较快。

表 11 公司资产主要构成（单位：亿元、%）

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	255.63	71.42	245.00	68.42	213.26	63.06	211.26	63.29
货币资金	122.23	34.15	114.38	31.94	102.03	30.17	96.92	29.04
其他应收款	16.26	4.54	16.19	4.52	18.57	5.49	19.97	5.98
存货	102.15	28.54	97.05	27.10	75.56	22.34	72.15	21.62
非流动资产	102.27	28.58	113.08	31.58	124.93	36.94	122.53	36.71
固定资产	48.52	13.56	48.63	13.58	48.57	14.36	46.87	14.04
无形资产	18.63	5.21	18.56	5.18	17.75	5.25	17.51	5.25
资产总额	357.90	100.00	358.07	100.00	338.19	100.00	333.79	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至2021年末，流动资产213.26亿元，较上年末下降12.95%。

截至2021年末，公司货币资金102.03亿元，较上年末下降10.80%。货币资金主要由银行存款（占91.12%）构成；货币资金中有9.05亿元受限资金，受限比例较低，主要为各类保证金。

截至2021年末，公司其他应收款18.57亿元，较上年末增长14.70%，主要系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”）临时拆借款增加所致。账龄主要集中在1年以内（占48.71%）和3年以上（占47.58%），计提坏账0.23亿元；欠款前五名合计金额10.26亿元，占其他应收款余额的54.61%。

截至 2021 年末，公司存货 75.56 亿元，较上年末下降 22.15%，主要系顺鑫农业地产板块商务中心项目转为租赁，以及牛栏山下坡屯项目销售增加，导致开发产品大幅减少。存货主要由库存商品（占 16.56%）、消耗性生物资产（占 8.41）、工程施工（占 11.10%）、开发产品（占 20.66%）和开发成本（占 32.81%）构成，计提跌价准备 3.45 亿元。公司房地产

类存货占比高，其中的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。

（2）非流动资产

截至2021年末，公司非流动资产124.93亿元，较上年末增长10.48%。

截至2021年末，公司固定资产48.57亿元，较上年末下降0.13%，变化不大。固定资产主要由房屋建筑物（45.80亿元）和机器设备（21.00亿元）构成，累计计提折旧26.23亿元；固定资产成新率66.64%，成新率尚可。

截至2021年末，公司无形资产17.75亿元，较上年末下降4.34%。公司无形资产主要由土地使用权（19.74亿元）构成，累计摊销3.86亿元，未计提减值准备。

截至2021年末，除货币资金中的9.05亿元受限资金外，公司无其他所有权受到限制的资产。公司资产受限比例低。

截至2022年3月末，公司合并资产总额333.79亿元，较上年末下降1.30%，变化不大。其中，流动资产占63.29%，非流动资产占36.71%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。

3. 资本结构

跟踪期内，公司所有者权益同比变化不大，权益稳定性一般；有息债务规模有所下降，债务结构均衡化，但整体债务负担仍重。

(1) 所有者权益

截至2021年末，公司所有者权益86.33亿元，较上年末下降0.43%，变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为39.39%，少数股东权益占比为60.61%。在归属于母公司所有者权益中，实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占25.00%、16.47%、24.27%和32.82%。少数股东权益和未分配利润

占比较大，所有者权益结构稳定性一般。

截至2022年3月末，公司所有者权益85.60亿元，较上年末下降0.84%，较上年末变化不大。其中，归属于母公司所有者权益占比为38.24%，少数股东权益占比为61.76%。所有者权益结构较上年末变化不大。

(2) 负债

截至2021年末，公司负债总额251.86亿元，较上年末下降7.19%。其中，流动负债占73.14%，非流动负债占26.86%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年末变化不大。

表 12 公司负债主要构成 (单位: 亿元、%)

科目	2019 年末		2020 年末		2021 年末		2022 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	200.46	71.09	187.70	69.16	184.21	73.14	191.40	77.12
短期借款	82.71	29.33	94.15	34.69	61.53	24.43	70.53	28.42
应付账款	3.70	1.31	3.96	1.46	15.63	6.21	15.89	6.40
一年内到期的非流动负债	21.16	7.51	10.66	3.93	47.40	18.82	59.15	23.83
合同负债	0.00	0.00	50.88	18.75	29.06	11.54	13.39	5.40
其他流动负债	10.07	3.57	11.26	4.15	13.03	5.17	11.52	4.64
非流动负债	81.51	28.91	83.68	30.84	67.66	26.86	56.79	22.88
长期借款	34.06	12.08	47.94	17.67	37.44	14.86	38.57	15.54
应付债券	40.78	14.46	35.74	13.17	30.00	11.91	18.00	7.25
负债总额	281.98	100.00	271.37	100.00	251.86	100.00	248.19	100.00

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

截至2021年末，公司流动负债184.21亿元，较上年末下降1.86%，变化不大。

截至2021年末，公司短期借款61.53亿元，较上年末下降34.65%，主要系公司调整债务结构所致。公司短期借款主要为信用借款（21.10亿元）和保证借款（40.43亿元）。

截至2021年末，公司应付账款15.63亿元，较上年末增长295.01%，主要系顺鑫农业战略性采购增加及未支付的运输费用所致。

截至2021年末，公司一年内到期的非流动负债47.40亿元，较上年末增长344.49%，主要系部分长期借款即将到期转入所致。

截至2021年末，公司合同负债29.06亿元，较上年末下降42.88%，主要系顺鑫农业

主要系预收货款结转收入所致。合同负债主要为顺鑫农业酒厂预收的酒款。

截至2021年末，公司其他流动负债13.03亿元，较上年末增长15.72%，主要系公司发行超短期融资券所致。其他流动负债主要包括应付超短期融资券（10.06亿元）和待转销项税额（2.97亿元）。

截至2021年末，公司非流动负债67.66亿元，较上年末下降19.15%。

截至2021年末，公司长期借款37.44亿元，较上年末下降21.91%，主要系部分长期借款即将到期转入流动负债所致。长期借款主要由信用借款（21.42亿元）、保证+抵押借款（15.50亿元）构成。从期限分布看，公

司长期借款中，将于 2023 年到期的为 22.77 亿元，于 2024 年到期的 14.36 亿元，于 2025 年及以后到期的 0.31 亿元，长期借款到期期限较为集中。

截至 2021 年末，公司应付债券 30.00 亿元，较上年末下降 16.06%。

截至 2021 年末，公司全部债务 191.71 亿元，较上年末下降 3.21%。债务结构方面，短期债务占 64.71%，长期债务占 35.29%，以短期债务为主，其中，短期债务 124.06 亿元，较上年末增长 8.45%；长期债务 67.66 亿元，较上年末下降 19.15%。从债务指标来看，截至 2021 年末，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 74.47%、68.95%和 43.94%，较上年末分别下降 1.31 个百分点、0.60 个百分点和 5.18 个百分点。公司债务负担仍较重。

截至 2022 年 3 月末，公司负债总额 248.19 亿元，较上年末下降 1.46%。其中，流动负债占 77.12%，非流动负债占 22.88%。公司以流动负债为主，负债结构较上年末变化不大。

截至 2022 年 3 月末，公司全部债务 204.67 亿元，较上年末增长 6.76%。债务结构方面，短期债务占 72.26%，长期债务占 27.74%，以短期债务为主，其中，短期债务 147.89 亿元，较上年末增长 19.21%；长期债务 56.79 亿元，较上年末下降 16.07%。从债务指标来看，截至 2022 年 3 月末，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 74.36%、70.51%和 39.88%，较上年末分别下降 0.12 个百分点、提高 1.56 个百分点和下降 4.06 个百分点。

4. 盈利能力

2021 年以来，受宏观经济、新冠肺炎疫情、猪价下跌及房地产政策影响，公司收入及利润同比均有所减少，整体盈利能力有所下降；盈利指标在同行业中处于较低水平。

2021 年，公司实现营业总收入 320.19 亿元，同比下降 2.99%，变化不大；营业成本 271.24 亿元，同比下降 3.03%；营业利润率为 10.20%，同比下降 0.40 个百分点，变化不大。2021 年，公司利润总额 5.45 亿元，同比下降 6.64%；净利润 0.46 亿元，同比下降 83.24%。

表 13 公司盈利情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年	2020 年	2021 年
营业总收入	313.95	330.06	320.19
营业成本	252.30	279.71	271.24
费用总额	35.02	31.48	30.17
其中：销售费用	16.07	11.24	10.14
管理费用	13.44	13.07	14.06
研发费用	0.26	0.48	0.68
财务费用	5.25	6.69	5.28
投资收益	1.03	3.86	3.29
利润总额	9.30	5.84	5.45
营业利润率	14.11	10.60	10.20
总资产收益率	4.26	3.60	2.79
净资产收益率	6.75	3.16	0.53

资料来源：公司财务报告、联合资信整理

2021 年，公司费用总额为 30.17 亿元，同比下降 4.16%。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 33.62%、46.61%、2.26%和 17.51%。其中，销售费用为 10.14 亿元，同比下降 9.75%；管理费用为 14.06 亿元，同比增长 7.56%；研发费用为 0.68 亿元，同比增长 40.96%，主要系公司产品研发力度加强，研发投入增加所致；财务费用为 5.28 亿元，同比下降 20.96%，主要系公司利息收入较上年增加，同时受银行贷款利率影响利息费用较上年同期减少所致。2021 年，公司期间费用率为 9.42%，同比下降 0.12 个百分点，公司费用控制能力尚可。

2021 年，公司实现投资收益 3.29 亿元，同比下降 14.72%，主要系上年公司出售顺鑫农业部分股权取得投资收益规模较大所致，投资收益占营业利润比重为 63.56%，对营业利润影响较大。公司其他收益、营业外收入

等非经常性损益对利润影响不大。

盈利指标方面，2021年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为2.79%、0.53%，同比分别下降0.81个百分点和2.63个百分点。与白酒行业部分公司对比，公司各盈利指标处于行业中下水平，主要系业务结构差异所致。

表14 2021年同行业公司盈利能力情况（单位：%）

证券简称	销售毛利率	总资产报酬率	净资产收益率
山西汾酒	74.91	23.67	34.58
洋河股份	75.32	14.67	17.68
酒鬼酒	79.97	19.88	25.35
老白干酒	67.32	6.88	10.43
五粮液	75.35	23.98	24.17
公司	15.29	3.77	0.53

注：为保持可比性，上表均采用Wind导出数据
资料来源：Wind

2022年1—3月，公司实现营业总收入72.67亿元，同比下降12.63%；营业成本58.53亿元，同比下降10.46%；营业利润率为13.59%，同比下降0.84个百分点。2022年1—3月，实现利润总额1.27亿元，同比下降66.19%；净利润0.03亿元，同比下降98.99%。

5. 现金流分析

2021年，公司经营性现金流净流入额同比有所减少，投资活动现金流由净流入转为净流出，筹资活动现金流表现为净流出。考虑到公司存量债务置换及房地产项目后续少量投资，公司对外融资需求大。

从经营活动来看，2021年，公司经营活动现金流入358.52亿元，同比下降4.59%；经营活动现金流出356.24亿元，同比下降2.27%。2021年，公司经营活动现金净流入2.28亿元，同比下降79.75%，主要由于受宏观经济、新冠肺炎疫情、猪价下跌及房地产政策影响，顺鑫农业原材料供应紧张，酒产品对外埠运输困难，销售回款减少，以及猪价下跌导致猪肉收入减少。2021年，公司现金收入比为107.92%，同比下降4.62个百分点，收入

实现质量良好。

表15 2019—2021年公司现金流情况

（单位：亿元、%）

项目	2019年	2020年	2021年
经营活动现金流入小计	361.59	375.77	358.52
经营活动现金流出小计	357.94	364.51	356.24
经营活动现金流量净额	3.65	11.26	2.28
投资活动现金流入小计	0.14	4.71	0.91
投资活动现金流出小计	4.84	3.12	3.62
投资活动现金流量净额	-4.70	1.58	-2.71
筹资活动前现金流量净额	-1.05	12.85	-0.43
筹资活动现金流入小计	180.35	139.32	128.78
筹资活动现金流出小计	153.54	150.15	144.83
筹资活动现金流量净额	26.82	-10.83	-16.04
现金收入比	113.09	112.54	107.92

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从投资活动来看，2021年，公司投资活动现金流入0.91亿元，同比下降80.76%；投资活动现金流出3.62亿元，同比增长15.88%，投资活动现金流出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增加所致。2021年，公司投资活动现金净流出2.71亿元，同比净流入转为净流出。

2021年，公司筹资活动前现金流量净额为-0.43亿元，同比由净流入转为净流出。

从筹资活动来看，2021年，公司筹资活动现金流入128.78亿元，同比下降7.56%；筹资活动现金流出144.83亿元，同比下降3.55%。2021年，公司筹资活动现金净流出16.04亿元，同比增长48.07%。

2022年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额为-9.44亿元，经营性现金流为负主要系顺鑫农业收到的销售所售货款较上年同期减少所致；投资活动产生的现金流量净额为-1.75亿元；筹资活动产生的现金流量净额为8.28亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，整体偿债指标同比有所弱化，短期偿债指标变现较弱，长期偿债指标表现

一般，考虑到公司作为顺义区国资委下属企业，在白酒和猪肉等领域具备竞争优势，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，公司整体偿债能力很强。

截至2021年末，公司流动比率与速动比率同比均有所下降，流动资产对流动负债的保障程度较弱。截至2021年末，公司经营现金流动负债比率、经营现金/短期债务和公司现金短期债务同比均有所下降。整体看，公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债能力指标看，2021年，公司EBITDA为16.46亿元，同比下降0.87%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占19.32%）、计入财务费用的利息支出（占44.43%）、利润总额（占33.15%）构成。2021年，公司EBITDA利息倍数由同比有所提高，EBITDA对利息的覆盖程度较高；全部债务/EBITDA同比小幅下降，EBITDA对全部债务的覆盖程度偏弱；经营现金/全部债务同比有所下降，经营现金对全部债务的保障程度较弱；经营现金/利息支出由上年的1.47倍下降至0.31倍，经营现金对利息支出的保障程度交所。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

表 16 公司偿债指标

项目	项目	2019年	2020年	2021年
短期偿债能力	流动比率（%）	127.52	130.53	115.77
	速动比率（%）	76.56	78.82	74.75
	经营现金/流动负债（%）	1.82	6.00	1.24
	经营现金/短期债务（倍）	0.03	0.10	0.02
	现金短期债务比（倍）	0.99	1.03	0.86
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	19.30	16.60	16.46
	全部债务/EBITDA（倍）	10.90	11.93	11.65
	经营现金/全部债务（倍）	0.02	0.06	0.01
	EBITDA/利息支出（倍）	2.25	2.17	2.22
	经营现金/利息支出（倍）	0.43	1.47	0.31

注：经营现金指经营活动现金流量净额
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至2021年末，公司无重大诉讼、仲裁或其他重大经济纠纷事项。

截至2021年末，公司对外担保余额为10.02亿元，系公司对联营企业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2021年末，金盛顺鑫置业总资产62.65亿元，总负债39.74亿元，所有者权益22.91亿元；2021年，营业收入2.61亿元，净利润6.38亿元。

截至2021年末，公司在各大银行获得授信总额包括人民币授信412.65亿元及欧元授信2.00亿欧元；已使用授信合计人民币130.33亿元，未使用授信额度充足，公司间接融资渠道畅通；子公司顺鑫农业作为深圳证券交易所上市公司，拥有直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

母公司作为控股型集团企业，具体业务由下属子公司运营。母公司盈利能力弱，财务费用对利润侵蚀严重。截至2021年末，母公司债务负担非常重，且短期偿债压力大。

截至2021年末，母公司资产总额124.09亿元，较上年末增长0.62%，较上年末变化不大。其中，流动资产56.64亿元（占45.65%），非流动资产67.45亿元（占54.35%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占6.26%）和其他应收款（占93.50%）构成，其中其他应收主要为对子公司北京顺鑫建设科技集团有限公司、北京顺鑫鑫源食品集团有限公司、北京顺鑫中盛国际会议中心有限公司等的内部拆借款；非流动资产主要由其他权益工具投资（占18.33%）、长期股权投资（占67.08%）、固定资产（占4.16%）和无形资产（占10.36%）构成。截至2021年末，母公司货币资金为3.55亿元。

截至2021年末，母公司负债总额112.24亿元，较上年末增长0.93%。其中，流动负债70.79亿元（占63.07%），非流动负债41.46亿元（占36.93%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占26.84%）、其他应付款（占13.98%）、一年内到期的非流

动负债（占 44.87%）和其他流动负债（占 14.21%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 39.69%）和应付债券（占 60.31%）构成。母公司资产负债率为 90.45%，较 2020 年末提高 0.28 个百分点。

截至 2021 年末，母公司全部债务 102.28 亿元。其中，短期债务占 59.47%、长期债务占 40.53%。截至 2021 年末，母公司短期债务为 60.82 亿元，存在较大的债券偿付压力。截至 2021 年末，母公司全部债务资本化比率 89.62%，母公司债务负担很重。

截至 2021 年末，母公司所有者权益为 11.85 亿元，较上年末下降 2.23%。在归属母公司所有者权益中，实收资本为 8.50 亿元（占 71.72%），资本公积合计 6.85 亿元（占 57.78%），未分配利润合计-11.86 亿元（占-100.10%）。

2021 年，母公司营业总收入为 0.49 亿元，利润总额为-0.27 亿元。同期，母公司投资收益为 3.08 亿元。同期，母公司财务费用为 3.03 亿元，母公司盈利能力弱，财务费用对利润侵蚀严重。

现金流方面，2021 年，公司母公司经营活动现金流净额为-1.87 亿元，投资活动现金流净额为 5.02 亿元，筹资活动现金流净额为 -3.12 亿元。

截至 2021 年末，母公司资产占合并口径的 36.69%；母公司负债占合并口径的 44.56%，母公司全部债务占合并口径的 48.10%；母公司所有者权益占合并口径的 13.73%；母公司营业总收入占合并口径的 0.15%，母公司利润总额占合并口径的-4.96%；。

九、外部支持

跟踪期内，公司享受国家税收优惠，政策补贴力度仍属较大。

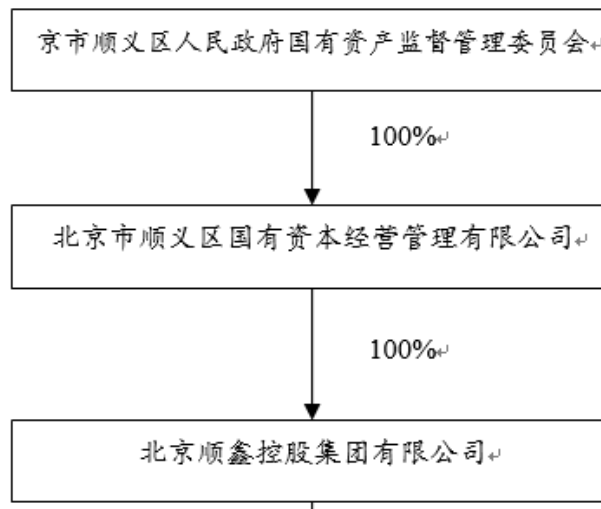
跟踪期内，公司良种生产加工、农业技术开发、畜禽良种繁育免缴企业所得税，肉

类及农林产品初加工所得暂免征收企业所得税。2021 年，公司以政府补贴为主的其他收益和营业外收入合计由上年的 0.47 亿元增至 0.63 亿元。

十、结论

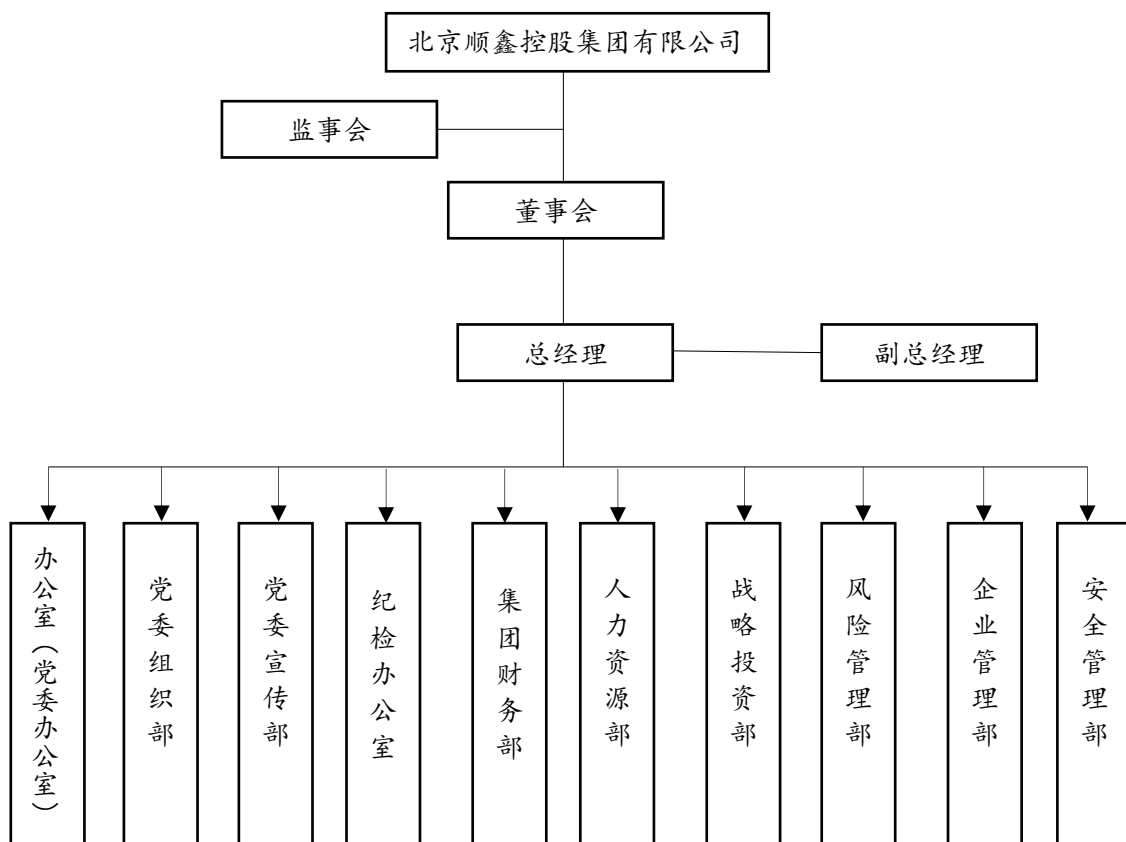
基于对公司经营风险、财务风险和外部支持等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年末北京顺鑫控股集团有限公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年末北京顺鑫控股集团有限公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2021 年末北京顺鑫控股集团有限公司主要子公司情况

序号	单位名称	注册地址	持股比例 (%)
1	北京顺鑫农业股份有限公司	北京顺义	37.51
2	北京市顺义医药药材有限公司	北京顺义	100.00
3	北京顺鑫石门国际农产品批发市场集团有限公司	北京顺义	93.54
4	北京顺鑫中盛国际会议中心有限公司	北京顺义	83.22
5	北京顺鑫鑫悦面粉有限公司	北京顺义	100.00
6	北京顺鑫鲲鹏食品有限公司	北京顺义	100.00
7	北京宝地环球工贸有限公司	北京顺义	100.00
8	北京顺鑫牵手有限责任公司	北京顺义	100.00
9	北京顺鑫地产开发有限公司	北京顺义	100.00
10	北京顺鑫明珠文化发展有限公司	北京顺义	100.00
11	北京润和生物科技有限公司	北京顺义	70.00
12	北京福通互联科技有限公司	北京顺义	100.00
13	北京顺鑫智远资本管理有限公司	北京顺义	100.00
14	城乡京润(北京)置业投资有限公司	北京顺义	100.00
15	北京顺鑫绿洲锦绣园林工程有限公司	北京顺义	51.00
16	北京顺丽鑫园林绿化工程有限责任公司	北京顺义	51.00
17	北京顺鑫鼎源新国际贸易有限公司	北京顺义	100.00
18	顺鑫国际有限公司	英属维尔京群岛	100.00
19	北京顺鑫国际种业集团有限公司	北京顺义	100.00
20	顺鑫控股(秦皇岛)投资有限公司	秦皇岛	75.00
21	北京顺鑫建设科技集团有限公司	北京顺义	100.00
22	北京顺鑫鑫源食品有限公司	北京顺义	100.00
23	北京乾荣置业有限公司	北京顺义	100.00
24	北京鑫鸿城置业有限公司	北京顺义	100.00
25	北京顺鑫博润管理咨询有限公司	北京顺义	100.00
26	北京顺鑫天鸿食品集团有限公司	北京顺义	100.00

资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标 (合并口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	127.48	118.20	106.33	102.93
资产总额 (亿元)	357.90	358.07	338.19	333.79
所有者权益 (亿元)	75.92	86.70	86.33	85.60
短期债务 (亿元)	128.89	114.39	124.06	147.89
长期债务 (亿元)	81.51	83.68	67.66	56.79
全部债务 (亿元)	210.40	198.07	191.71	204.67
营业总收入 (亿元)	313.95	330.06	320.19	72.67
利润总额 (亿元)	9.30	5.84	5.45	1.27
EBITDA (亿元)	19.30	16.60	16.46	--
经营性净现金流 (亿元)	3.65	11.26	2.28	-9.44
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	35.44	36.24	41.04	--
存货周转次数 (次)	2.52	2.81	3.14	--
总资产周转次数 (次)	0.92	0.92	0.92	--
现金收入比 (%)	113.09	112.54	107.92	96.44
营业利润率 (%)	14.11	10.60	10.20	13.59
总资本收益率 (%)	4.26	3.60	2.79	--
净资产收益率 (%)	6.75	3.16	0.53	--
长期债务资本化比率 (%)	51.78	49.11	43.94	39.88
全部债务资本化比率 (%)	73.48	69.55	68.95	70.51
资产负债率 (%)	78.79	75.79	74.47	74.36
流动比率 (%)	127.52	130.53	115.77	110.37
速动比率 (%)	76.56	78.82	74.75	72.68
经营现金流动负债比 (%)	1.82	6.00	1.24	--
现金短期债务比 (倍)	0.99	1.03	0.86	0.70
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.25	2.17	2.22	--
全部债务/EBITDA (倍)	10.90	11.93	11.65	--

注：1. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告已将其他流动负债中的超短融和长期应付款纳入相关债务指标计算；3. 本报告财务数据均使用期末数，2022 年 1-3 月财务数据未经审计；4. 公司未提供现金流量表补充资料，合并口径 EBITDA 通过固定资产折旧、生产性生物资产折旧和无形资产摊销的期末、期初累计值差值计算

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司口径)

项目	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	18.17	3.52	3.55	3.81
资产总额 (亿元)	122.09	123.33	124.09	125.41
所有者权益 (亿元)	2.87	12.12	11.85	10.24
短期债务 (亿元)	55.90	46.20	60.82	79.23
长期债务 (亿元)	52.75	54.68	41.46	26.99
全部债务 (亿元)	108.65	100.88	102.28	106.21
营业总收入 (亿元)	0.29	0.16	0.49	0.02
利润总额 (亿元)	-2.50	0.65	-0.27	-0.60
EBITDA (亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流 (亿元)	0.26	-5.68	-1.87	-0.04
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	298.83	82.74	225.41	--
存货周转次数 (次)	/	5.20	2.91	--
总资产周转次数 (次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比 (%)	19.89	57.12	25.05	213.07
营业利润率 (%)	56.64	24.17	84.46	48.07
总资本收益率 (%)	-2.24	0.58	-0.24	--
净资产收益率 (%)	-87.21	5.36	-2.28	--
长期债务资本化比率 (%)	94.84	81.85	77.77	72.50
全部债务资本化比率 (%)	97.43	89.27	89.62	91.21
资产负债率 (%)	97.65	90.17	90.45	91.84
流动比率 (%)	98.56	103.35	80.02	66.97
速动比率 (%)	98.56	103.29	80.02	66.97
经营现金流动负债比 (%)	0.38	-10.04	-2.64	--
现金短期债务比 (倍)	0.33	0.08	0.06	0.05
EBITDA 利息倍数 (倍)	--	--	--	--
全部债务/EBITDA (倍)	--	--	--	--

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

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	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据 + 平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入 × 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	(营业总收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业总收入 × 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%
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持