

信用评级公告

联合〔2021〕9217号

联合资信评估股份有限公司通过对北京顺鑫农业股份有限公司主体长期信用状况进行综合分析和评估，确定北京顺鑫农业股份有限公司主体长期信用等级为 **AA⁺**，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年九月二十九日

北京顺鑫农业股份有限公司

2021 年主体信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

评级时间：2021 年 9 月 29 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（打分表）	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	3	
			企业管理	2	
			经营分析	2	
财务风险	F1	现金流	资产质量	1	
			盈利能力	2	
			现金流量	1	
		资本结构		2	
		偿债能力		1	
调整因素和理由				调整子级	
--				--	

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

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为北京市顺义区国有大型农业类上市企业，经过多年发展，已形成白酒和猪肉两大核心主业，在区域及行业地位、品牌知名度等方面具备较强竞争优势。近年来，公司优化经营格局，白酒产能有所提升，营业收入有所增长且具有较强的经营获现能力。同时，联合资信也关注到，公司白酒制造业务毛利率持续走低、肉类加工及种畜繁育业务盈利能力易受行业周期和猪瘟疫情影响、房地产类存货去化压力较大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的拓展，公司白酒业务规模有望进一步增长；此外，公司逐步延伸猪肉系列产业链和退出房地产业务，主业盈利能力有望提升。联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低。

优势

1. 股东实力强，区域及行业地位突出。公司作为北京市顺义区所属国有大型企业，股东实力强，公司已形成白酒和猪肉两大核心主业，地区及行业地位突出。
2. 公司白酒品牌价值及知名度高。公司白酒产业主要拥有“牛栏山”和“宁诚”2 个中国驰名商标；猪肉产业主要拥有“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；2020 年“牛栏山”以 580.89 亿元的品牌价值位列第十二届华樽杯中国酒类品牌价值 200 强榜单第 15 位。
3. 公司白酒及猪肉业务具备规模优势，为未来业务竞争力提高奠定了一定基础。公司在河北香河、四川成都、山西吕梁建立了 3 家白酒生产基地，截至 2020 年末，北京顺鑫农业股份有限公司牛栏山酒厂产能为 81.00 万千升/年。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. 公司营业收入逐年增长，经营性现金流情况良好，经营获

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

现能力较强。2018—2020年，公司营业收入分别为120.74亿元、149.00亿元和155.11亿元，年均复合增长13.34%，经营活动现金流净额分别为31.75亿元、13.05亿元和15.46亿元；现金收入比分别为135.69%、117.11%和113.69%，收入实现质量良好。

关注

1. **白酒业务毛利率下滑。**受低档酒占比较高、包装等原材料价格上涨及会计政策调整等因素影响，2018—2020年，公司核心业务白酒板块毛利率分别为49.63%、48.08%和39.22%。2021年上半年，公司白酒业务收入及毛利率同比有所下降。
2. **肉类加工和种畜养殖业面临行业周期性及猪瘟疫情影响，业绩波动性大。**公司猪肉业务以生猪屠宰为主，肉类商品受行业周期、食品安全、猪瘟疫情等因素影响而具有波动性。
3. **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。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
现金类资产 (亿元)	63.96	85.97	91.76	74.18
资产总额 (亿元)	198.51	220.22	216.73	192.80
所有者权益 (亿元)	77.29	74.60	77.72	81.76
短期债务 (亿元)	20.00	49.74	45.25	39.36
长期债务 (亿元)	33.66	25.23	26.79	31.50
全部债务 (亿元)	53.66	74.97	72.04	70.86
营业收入 (亿元)	120.74	149.00	155.11	91.91
利润总额 (亿元)	10.59	11.85	7.01	6.77
EBITDA (亿元)	15.10	16.16	12.48	--
经营性净现金流 (亿元)	31.75	13.05	15.46	-14.68
营业利润率 (%)	26.70	24.72	18.65	18.00
净资产收益率 (%)	9.42	10.97	5.49	--
资产负债率 (%)	61.07	66.12	64.14	57.59
全部债务资本化比率	40.98	50.12	48.10	46.43
流动比率 (%)	174.98	145.85	153.61	187.13
经营现金流动负债比	36.27	10.84	13.77	--
现金短期债务比 (倍)	3.20	1.73	2.03	1.88
EBITDA 利息倍数 (倍)	4.49	6.11	4.26	--
全部债务/EBITDA (倍)	3.55	4.64	5.77	--
公司本部 (母公司)				
项 目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
资产总额 (亿元)	193.89	222.67	228.71	206.74
所有者权益 (亿元)	87.75	88.47	95.05	100.79
全部债务 (亿元)	48.33	71.21	71.83	70.68
营业收入 (亿元)	116.42	135.56	143.97	85.04
利润总额 (亿元)	15.39	15.68	10.89	8.81
资产负债率 (%)	54.74	60.27	58.44	51.25
全部债务资本化比率	35.52	44.60	43.04	41.22
流动比率 (%)	200.91	169.98	180.63	230.30
经营现金流动负债比	41.88	10.29	10.44	--
现金短期债务比 (倍)	3.04	1.79	1.95	1.75

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. 本报告已将长期应付款中的债务部分纳入相关债务指标计算; 3. 本报告财务数据均使用期末数; 4. 2021 年 1-6 月财务数据未经审计
资料来源: 公司年报及提供资料, 联合资信整理

主体评级历史:

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	2020/06/18	杨野 罗屹	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	2018/05/29	高鹏 康颖华	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
AA	稳定	2012/05/07	刘献荣 肖雪	《资信评级原理》企业主体评级方法 (2009 年)	阅读全文
AA ⁻	稳定	2009/08/20	李志博 赵广辉	《资信评级原理》企业主体评级方法 (2009 年)	阅读全文
A ⁺	稳定	2007/11/01	谭亮 李志博	债券资信评级方法 (2003 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农业股份有限公司(以下简称“该公司”)提供,联合资信评估股份有限公司(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、该公司信用等级自 2021 年 9 月 29 日至 2022 年 9 月 28 日有效;根据跟踪评级的结论,在有效期内信用等级有可能发生变化。

北京顺鑫农业股份有限公司

2021 年主体信用评级报告

一、主体概况

北京顺鑫农业股份有限公司(以下简称“顺鑫农业”或“公司”)是经北京市人民政府京政函(1998)33号文批准,由北京市泰丰现代农业发展中心(于2002年5月改制为“北京顺鑫农业发展集团有限公司”,2014年12月更名为“北京顺鑫控股集团有限公司”,以下简称“顺鑫控股”)独家发起,以社会募集方式于1998年9月21日成立的股份有限公司。公司股票于1998年11月4日在深交所挂牌上市(股票简称“顺鑫农业”,股票代码“000860.SZ”)。2005年11月,公司完成股权分置改革。后经多次非公开发行、资本公积转增股本,截至2021年6月末,公司总股本74176.70万股,其中控股股东顺鑫控股持股37.51%(均未质押),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(以下简称“顺义区国资委”)。

公司经营范围:粮食作物、经济作物、蔬菜、花卉、园艺作物、水果加工;肉类、肉制品及副产品加工与销售;种畜产品、农作物种子、蔬菜种子繁育与销售;白酒、速冻食品、配制酒、蒸馏酒、发酵酒制造与销售;销售定型包装食品、食用油、酒、饮料;以下项目仅限分公司经营:水产品、豆制品、蛋品加工与销售;米面制品、方便面及其他方便食品、糕点、面包、调味品、调味料(半固态)、罐头(其他罐头)制造与销售;货物专项运输(冷藏保鲜);普通货物运输;粮食作物、经济作物、蔬菜、花卉、园艺作物、水果种植与销售;畜禽养殖;淡水养殖;技术开发、技术服务、信息咨询;物流综合业务;销售粮食、百货、机械电器设备、建筑材料、饲料、种苗、农药(不含危险化学品)、化肥;货物进出口、技术进出口、代理进出口;国际货运代理;粮食收购;

出租办公用房;仓储服务。(市场主体依法自主选择经营项目,开展经营活动;依法须经批准的项目,经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动;不得从事国家和本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。)

截至2020年6月末,公司董事会内设战略与投资委员会、薪酬与考核委员会、提名委员会和审计委员会;公司本部设有办公室、董事会办公室、人力资源部、企业管理部、战略投资部、股份财务部、风险管理部和信息产业部等职能部门。

截至2020年末,公司资产总额216.73亿元,所有者权益77.72亿元(含少数股东权益0.31亿元);2020年,公司实现营业收入155.11亿元,利润总额7.01亿元。

截至2021年6月末,公司资产总额192.80亿元,所有者权益81.76亿元(含少数股东权益0.33亿元);2021年1—6月,公司实现营业收入91.91亿元,利润总额6.77亿元。

公司注册地址:北京市顺义区站前街1号院1号楼顺鑫国际商务中心12层;法定代表人:李颖林。

二、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年,新冠肺炎疫情的全球大流行对各国经济和贸易造成严重冲击,全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响,以“六稳”“六保”为中心,推动经济逐季复苏,GDP全年累计增长2.30%¹,成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家,GDP首次突破百万亿大关,投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

¹ 文中GDP增长均为实际增速,下同

2021 年上半年，中国宏观政策保持连续性、稳定性，经济持续稳定恢复、稳中向好。积极的财政政策兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用。稳健的货币政策保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持。

经济持续稳定修复。2021 年上半年，中国国内生产总值 53.22 万亿元，不变价累计同比增长 12.70%，两年平均增长 5.31%，较一季度加快 0.31 个百分点，低于 2019 年上半年水平。

分产业看，第三产业仍是经济修复的主要拖累。具体看，上半年第一、二产业增加值两年平均增速分别为 4.29%和 6.12%，均已经高于疫情前 2019 年上半年的水平（2019 年上半年分别为 3.10%和 5.00%），恢复情况良好；而第三产业上半年两年平均增速为 4.89%，远未达到 2019 年上半年 7.2%的水平，恢复空间仍然较大，主要是上半年局部性疫情反复出现抑制了服务业的修复进程。

表 1 2017 - 2021 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年上半年 (括号内为两年平均增速)
GDP (万亿元)	83.20	91.93	98.65	101.60	53.22
GDP 增速 (%)	6.95	6.75	6.00	2.30	12.70 (5.31)
规模以上工业增加值增速 (%)	6.60	6.20	5.70	2.80	15.90 (6.95)
固定资产投资增速 (%)	7.20	5.90	5.40	2.90	12.60 (4.40)
社会消费品零售总额增速 (%)	10.20	8.98	8.00	-3.90	23.00 (4.39)
出口增速 (%)	10.80	7.10	5.00	4.00	38.60
进口增速 (%)	18.70	12.90	1.70	-0.70	36.00
CPI 增幅 (%)	1.60	2.10	2.90	2.50	0.50
PPI 增幅 (%)	6.30	3.50	-0.30	-1.80	5.10
城镇失业率 (%)	3.90	4.90	5.20	5.20	5.00
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.50	5.60	5.00	1.20	10.70
公共财政收入增速 (%)	7.40	6.20	3.80	-3.90	21.80
公共财政支出增速 (%)	7.70	8.70	8.10	2.80	4.50

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；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；4. 城镇失业率统计中，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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

从三大需求看，消费虽然是上半年经济增长的主要拉动力，但仍然弱于 2019 年水平，是掣肘 GDP 增速的主要因素。2021 年上半年，中国社会消费品零售总额累计实现 21.19 万亿元，同比增长 23.00%，两年平均增长 4.39%（2019 年上半年为 8.40%），与疫情前水平仍有一定差距，但在居民人均收入增速逐步回升的趋势下消费呈现温和复苏的态势。固定资产投资继续修复。2021 年上半年，全国固定资产投资（不含农户）累计完成 25.59 万亿元，同比增长 12.60%，6 月份环比增长 0.35%；两年平均增长 4.40%，比一季度加快 1.50 个百分点，

低于疫情前 2019 年上半年水平。海外产需缺口支撑中国出口增长。2021 年上半年，中国货物贸易进出口总值 2.79 万亿美元，进出口规模创历史同期最高水平。其中，出口 1.52 万亿美元，增长 38.60%；进口 1.27 万亿美元，增长 36.00%；贸易顺差 2515.20 亿美元。

上半年 CPI 温和上涨，PPI 持续上涨但 6 月涨幅略有回落。2021 年上半年，全国居民消费价格（CPI）累计同比上涨 0.50%，处于近年来较低的水平，整体呈现逐月上升的态势；全国工业生产者出厂价格（PPI）累计同比上涨 5.10%。分月看，受国际大宗商品价格上涨与上

年低基数等因素影响，1—5月PPI同比涨幅逐月走高至9.00%；6月涨幅小幅回落至8.80%，主要是由于上游三黑一色行业价格6月小幅回落。PPI同比持续上涨，加大了制造业的成本负担和经营压力。

2021年上半年，社融存量同比增速整体呈下行趋势；截至6月末，社融存量同比增速与上月末持平，维持在11.00%。上半年新增社融17.74万亿元，虽同比少增3.09万亿元，但仍为仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出上半年实体经济融资需求较为旺盛。从结构来看，人民币贷款是支撑上半年社融增长的主要原因，企业、政府债券净融资和非标融资则是上半年新增社融的主要拖累项。货币供应方面，上半年M1同比增速持续回落，M2同比增速先降后升。二季度以来M2-M1剪刀差继续走阔，主要是由于房地产销售降温、原材料价格上涨造成企业现金流压力使得M1增速下行所致。此外，上半年财政存款同比多增5015.00亿元，财政支出力度不及上年同期，拖累了M2的增长。

上半年财政收入进度较快，支出节奏放缓。上半年全国一般公共预算收入11.71万亿元，同比增长21.80%，同比增速较高主要是去年同期收入基数较低和当前工业生产者价格上涨较快，同时反映了中国经济恢复取得明显成效；收入进度达到全年预算的59.25%。上半年财政收入增速较快，从结构上看，全国税收收入10.05万亿元，同比增长22.50%；非税收入1.67万亿元，同比增长17.40%。其中，在经济逐步复苏的背景下，增值税和所得税等大税种实现高增长，土地与房地产相关税收承压。支出方面，上半年全国一般公共预算支出12.17万亿元，同比增长4.50%，支出进度仅为全年预算的48.65%，支出进度较慢。上半年，全国政府性基金预算收入3.91万亿元，同比增长24.10%。其中国有土地使用权出让收入3.44万亿元，同比增长22.40%，土地出让金收入增速明显放缓；全国政府性基金预算支出4.17万亿

元，同比下降7.80%，主要是受专项债发行缓慢影响。

2021年上半年就业形势总体不断改善，居民可支配收入恢复性增长。一季度受春节因素和部分地区散发疫情影响，各月调查失业率相对较高；二季度劳动力市场继续回暖，企业用工需求增加，城镇调查失业率连续下降至6月的5.00%，低于上年同期0.70个百分点。上半年全国城镇调查失业率均值为5.20%，低于5.50%左右的政府预期目标。上半年，城镇居民人均可支配收入24125元，同比名义增长11.4%，扣除价格因素，实际增长10.7%，维持恢复性增长势头。

2. 宏观政策和经济前瞻

鉴于当前全球疫情仍在持续演变，外部环境更趋复杂严峻，国内经济恢复仍然不稳固、不均衡，未来宏观政策仍将维持稳定性、连续性、可持续性，保持经济运行在合理区间。积极的财政政策提升政策效能，兜牢基层“三保”底线，合理把握预算内投资和地方政府债券发行进度，推动今年末明年初形成实物工作量。稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，助力中小企业和困难行业持续恢复。增强宏观政策自主性，保持人民币汇率在合理均衡水平上基本稳定。做好大宗商品保供稳价工作。

2021年上半年中国经济稳定修复，工业生产、出口表现强势，局部性疫情对服务业影响仍然较大。德尔塔病毒加大了下半年经济增长的不确定性，但未来随着疫苗接种范围的扩大，疫情对经济的影响或将逐步减弱，前期表现较弱的消费和制造业投资有望发力，经济有望继续稳健增长，经济增长重心回归内需，但国内散点疫情的反复可能会对个别月份的经济数据带来扰动。

具体看，未来随着疫情防控的常态化，服务业及居民消费支出将继续修复，芯片短缺逐步缓解将推动汽车销售好转，消费有望持续温和复苏。固定资产投资仍处于修复过程中，受

调控政策影响，下半年房地产投资增速大概率呈现下行趋势；受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，基建投资未来扩张空间有限，预计基建投资保持低速增长；在信贷政策支持、产能利用率处于高位、效益不断改善等有利于制造业投资恢复的多方面因素的支撑下，制造业投资增速有望进一步加快，成为下半年固定资产投资增长的主要拉动因素。在上年下半年较高基数、海外疫情与需求扩张的不确定、替代效应减弱等因素影响下，下半年出口承压，同比增速或将放缓。

三、行业及区域经济环境

1. 白酒行业分析

(1) 行业概况

近年来，白酒行业收入和利润保持稳健增长，产量持续下降，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。

受益于消费升级、消费结构转换等因素，随着高端、次高端产品的量价齐升以及中产阶级的崛起，白酒行业发展态势良好。2019年，18家白酒上市公司营业总收入2121.37亿元，同比增长16.09%，净利润859.81亿元，同比增长17.13%；2020年，18家白酒上市公司营业总收入2619.14亿元，同比增长23.46%，净利润958.31亿元，同比增长11.46%。

近年来，白酒行业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。受行业集中度

提升，以及行业洗牌导致的劣后产能出清等因素影响，2018—2020年，全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量持续减少，年均复合下降7.79%。2020年，全国规模以上白酒企业完成酿酒产量740.73万千升，同比下降2.46%。

(2) 行业竞争

近年来，在大众购买力不断提升、餐饮业触底回暖、白酒渠道库存消化较为充分等因素综合带动下，白酒制造行业稳步发展，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全国化的品牌酒企占据，行业集中度逐步提高；中低端白酒市场参与者众多，竞争尤为激烈，在品质、渠道、成本等方面缺乏竞争力的酒企或陆续退出市场。

白酒制造属于完全竞争性行业，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）和泸州老窖（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、政务消费等为主，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及价格上涨，带动次高端酒企产品价格不断提升，毛利率水平快速增长，吸引许多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全国化大众品牌，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。

2016 年 4 月，中国酒业协会发布《中国酒业“十三五”发展指导意见》，提出了“坚持创新发展，实现质量效益共赢。坚持协调发展，

推动产业结构平衡。坚持绿色发展，改善自然生态文明。坚持开放发展，参与国际酒业竞争。坚持共享发展，促进酒与社会和谐”的发展理念。其中，白酒制造行业的经济目标定为年均增长 7.01%，并提出要注重智能智慧酿造，通过先进的工业智能化设备提升白酒行业酿造水平，推动白酒酿造基础的转型升级；改进白酒生产工艺，降低开放式生产方式带来的食品安全质量隐患，采用食品级不锈钢材质改造落后设备，降低塑化剂、重金属等迁移隐患，降低有害微生物污染，促进酿造高品质产品。

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，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。

（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。公司全国范围内面临“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）行业发展

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将挤压小酒企的生存空

间。名优酒企将通过自身品牌优势逐步增加产品结构，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。

2. 区域经济环境

北京市经济保持健康发展势头，综合经济实力有所增强。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2020年国民经济和社会发展统计公报》，2020年，北京市实现地区生产总值36102.6亿元，按可比价格计算，比上年增长1.2%。其中，第一产业增加值107.6亿元，下降8.5%；第二产业增加值5716.4亿元，增长2.1%；第三产业增加值30278.6亿元，增长1.0%。三次产业构成为0.4：15.8：83.8。

2020年，北京市居民人均可支配收入为69434元，比上年增长2.5%；扣除价格因素后，实际增长0.8%。从四项收入构成看，居民人均工资性收入41439元，人均经营净收入812元，人均财产净收入11789元，人均转移净收入15394元。北京市居民人均消费支出为38903元，比上年下降9.6%。

2020年，北京市社会消费品零售总额13716.4亿元，较上年下降8.9%。按用途分类中，吃类商品较上年下降10.9%。按消费形态分类中，餐饮收入较上年下降29.9%，主要系新冠肺炎疫情冲击所致。

北京市是全国肉类、饮料饮品主要消费城市之一，北京经济的发展、城乡居民生活质量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，具有较大的区位优势。

四、基础素质分析

1. 产权情况

截至 2021 年 6 月末，顺鑫控股为公司控股股东，持股比例 37.51%（均未质押），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，公司白酒产业坚持“民酒”定位，产品性价比优势突出，品牌效应显著；2020 年，在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十二届华樽杯中国酒类品牌价值 200 强榜单中，“牛栏山”以 580.89 亿元的品牌价值位列第 15 位。公司根据发展战略，强化白酒产业终端建设管理，建立全国化营销服务体系，“牛栏山”泛全国化市场布局持续推进，坚持“深分销、调结构、树样板”的营销思路，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，推进渠道建设，拓展外埠市场空间。

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。2020 年先后获得“消费市场年度影响力品牌”“2020 中国肉类食品行业先进企业”“中国食品企业社会责任百强”等称号。

3. 人员素质

公司高层管理人员综合素质较高，具备多年的相关业务经历和企业管理经验。公司员工结构合理，能够满足公司经营需要。

截至 2020 年末，公司董事、监事及高级管理人员共 14 人。

公司董事长李颖林先生，研究生学历，金融学专业。近五年历任北京市顺义区国有资本经营管理中心党委委员、副经理；北京顺义金融控股有限责任公司董事、副经理；顺鑫控股监事会主席；北京综合保税区开发管理有限公司监事会主席。现任顺鑫控股党委副书记、董事、经理，顺鑫农业董事长。

公司总经理安元芝先生，研究生学历，中国少数民族经济专业。近五年一直担任顺鑫农业副总经理兼董事会秘书，现任顺鑫控股董事，顺鑫农业总经理、董事会秘书，主管公司证券事务工作。

截至 2020 年末，公司（合并口径）在职员工 4842 人，按教育程度分类，具有研究生及以上学历的员工占 1.61%、具有本科学历的员工占 14.97%、大专学历的员工占 17.02%、中专及以下学历的员工占 66.40%；按岗位划分，公司生产人员占 58.47%、销售人员占 4.77%、技术人员占 8.46%、财务人员占 3.41%、行政人

员占 24.49%、其他人员占 0.39%。

4. 外部支持

近年来,公司多项业务享受国家税收优惠,并获得一定的政府补贴。

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》,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。经原北京市地方税务局、国家税务总局北京市顺义区税务局批准,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,公司除北京顺鑫农业股份有限公司牛栏山酒厂(分公司、以下简称“牛栏山酒厂”)及北京顺鑫农业股份有限公司创新食品分公司按 25%征税外(单独核算),其他分公司均免征企业所得税。子公司达州顺鑫鹏程食品有限公司、汉中顺鑫鹏程食品有限公司、滦平县顺鹏小店种猪繁育有限公司、阳高县鹏程小店种猪繁育有限公司、肃宁县鹏程小店种猪繁育有限公司、兴隆县鑫鹏小店种猪繁育有限公司、海口顺鑫小店种猪选育有限公司及陕西顺鑫种猪选育有限公司的企业所得税免征。

2018—2020 年,公司以政府补贴为主的其他收益和营业外收入合计分别为 17.91 万元、36.56 万元和 586.31 万元。

5. 过往信用记录信息

根据中国人民银行企业信用信息报告(工商注册号:91110000633712032W),截至 2021 年 9 月 9 日,公司本部无不良信贷信息记录。

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。

五、管理分析

公司治理结构完整,已建立起适合自身特点的管理模式和制度体系,内部管理较为完善,运作规范,为公司可持续发展创造了有力的内部保障。

1. 公司治理

公司根据《公司法》《证券法》《上市公司内部控制指引》和《上市公司治理准则》等法律法规的相关规定,不断完善法人治理结构,规范公司运作。根据《公司章程》,股东大会是公司最高权力机构,公司设立了董事会、经理和监事会,董事会为公司的经营决策机构,经理负责日常经营管理工作,监事会为公司监督机构。

股东大会负责执行决定公司的经营方针和投资计划,选举和更换非由职工代表担任的董事、监事,决定有关董事、监事的报酬事项,审议批准公司的年度财务预算方案、决算方案,修改公司章程等职能。

董事会对股东大会负责。公司董事会由 9 名董事组成,设董事长 1 名,董事会秘书 1 名。董事长由董事会以全体董事的过半数选举产生,董事由股东大会选举或更换,任期 3 年,任期届满,可以连选连任。

公司设总经理 1 名,副经理 6 名,由董事会聘任或解聘,经理每届任期 3 年,经理连聘可以连任,接受董事会管理和监事会监管。经理对董事会负责,依法行使管理生产经营、组织实施董事会决议等职权,向董事会报告工作,董事会闭会期间向董事长报告工作,副经理协助经理工作。

监事会行政法规履行监督职责,检查公司财务,监督公司重大决策和关键环节以及董事会、经理层履职情况。监事会不参与、不干预公司经营管理活动。监事会由 3 名监事组成,设监事会主席 1 人,职工监事 1 人。监事会主席根据监督检查的需要,可以列席或者委派监

事会其他成员列席公司的重要会议。

2. 管理体制

公司实行统一管理的模式，下属子公司统一遵循公司有关的规章制度，包括内部控制、稽核制度、财务制度、安全生产制度、综合防疫制度等。

对子公司、分公司的管理方面，公司对分公司授权经营，对控股子公司监督经营，明确权限，强化职责；通过服务、协调、指导、监督，实现公司与各分公司、子公司的有效沟通。公司总部通过各部门协同合作、各司其职，对下属分公司和子公司进行综合管理。公司每年对各分公司和子公司下达考核指标，对各子公司、分公司的业务收入、利润以及产品的生产销售等提出具体目标，按季度对其进行考核，通过激励和约束机制将各分、子公司纳入公司总体发展战略中，避免出现对分、子公司管理失控的情况。

财务管理方面，公司投资形成的分公司、控股子公司财务上实行统一管理、独立核算的管理体制。独立核算的企业设置独立的财务机构，负责做好财务管理的基础工作，服从公司的管理、监督、检查，定期向公司报送会计报表及财务报告。公司对所属分、子公司实行财务副职（财务总监）委派制，是各子公司、分公司的财务工作具体负责人，以加强对所属企业财务运行情况的监督，并就企业财务报告的合法性、真实性、正确性及完整性同企业负责人共同承担责任。

资金管理方面，各子公司、分公司开立银行账户应严格按照《资金统一管理办法》，分别开立收款账户和支付账户两种账户，基本账户设置为支付账户。收支账户一经确定不得随意变更，如变更需向股份财务部申请，新开账户需及时报股份财务部备案。为加强资金的统筹管理，盘活存量资金，调剂资金余缺，加速资金周转，降低财务费用，促进资源的优化配置，公司在不影响各级分子公司生产经营、财务管

理、资金使用的原则下，对所属各级分、子公司（不包括联营公司）的资金实行收支两条线的统一管理。

为优化资源配置，提高企业经济效益，公司实施全面预算管理。公司根据中长期规划和年度经济工作目标，提出一定时期的总目标，并对各分、子公司下达计划指标，结合公司工作目标责任制考核办法，签订各分、子公司的年度经济目标。

综合防疫方面，公司制订有《猪场综合防疫制度》，从猪场综合防疫标准、兽医操作技术标准、兽药使用管理制度、免疫管理、驱虫管理等方面对猪场综合防疫进行了详细规定。安全生产方面，公司制订有《顺鑫农业安全生产工作文件汇编》，涉及安全事故上报、安全事故处理、责任追究、安全生产考核等方面19项规章制度。公司每年编制《顺鑫农业安全生产百分考核表》，对安全生产管理工作进行细化落实。

六、经营分析

1. 经营概况

近年来，公司主业逐步聚焦白酒和猪肉两大板块，白酒业务为公司第一大收入和利润来源，近年来泛全国化市场布局持续推进，收入波动增长，但因低档酒占比较高、包材等原材料价格上涨及会计政策调整，毛利率呈下滑趋势；在猪肉价格上涨影响下，公司猪肉产业收入规模快速增长，但毛利率大幅下降。

公司主营业务包括白酒制造、肉类加工、种畜养殖等。2018—2020年，公司营业收入持续增长，年均复合增长13.34%；营业成本持续增长，年均复合增长23.80%，由于公司中低端白酒销量占比上升、肉类加工业务原材料猪肉价格上涨及会计政策调整，营业成本增幅高于营业收入增幅。2018—2020年，公司营业利润分别为10.63亿元、11.86亿元和7.15亿元，波动下降，年均复合下降17.96%；营业利润率分

别为 26.70%、24.72%和 18.65%，持续下降，三年加权平均值为 22.08%。

收入构成方面，近年来公司持续聚焦优化经营格局，白酒和肉类加工两大核心主业格局突出，2020 年白酒制造、肉类加工及种畜养殖收入占主营业务收入比重为 95.94%。分板块看，2018—2020 年，受益于“牛栏山”品牌泛全国化市场布局的推进，公司白酒制造业务收入波动增长，年均复合增长 4.77%；2020 年，受新冠肺炎疫情影响，公司白酒制造业务收入同比下降。在猪周期和非洲猪瘟的影响下，国内生猪供给短缺，猪肉价格快速上涨，公司猪肉产业收入呈快速增长态势，2018—2020 年，公司肉类加工和种畜养殖收入分别年均复合增长 33.32%和 103.61%，占主营业务收入的比重均有所上升。公司其他业务包括房地产、纸业和食品加工业，收入规模较小波动较大，2018—2020 年，其他业务收入波动增长，年均复合增长 48.44%；2020 年同比下降 37.14%，主要系房地产业务结转销售收入减少所致。综上所述，2018—2020 年，公司主营业务收入逐年增长，年均复合增长 13.31%。

从盈利水平看，2018—2020 年，公司主营业务毛利率逐年下降，主要系白酒制造和肉类加工毛利率下降所致。具体看，2018—2020 年，作为公司主要利润来源，白酒系列毛利率逐年下降；2019 年毛利率同比下降 1.55 个百分点，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；2020 年毛利率同比下降 8.86 个百分点，主要系中低端白酒销量占比上升、运输费用计入成本以及原材料价格上升所致。2018—2020 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，2018 年受生猪价格前期下跌影响，公司种畜养殖业务出现亏损；2019 年以来，猪肉价格持续走高，公司肉类加工业务毛利率逐年下降，种畜养殖业务毛利率逐年上升。2018—2020 年，公司其他业务毛利率持续下降；其中 2019 年其他业务毛利率同比大幅下降，主要系结转房地产项目毛利率较低所致。

2021 年 1—6 月，公司实现营业收入 91.91 亿元，同比下降 3.46%；实现营业利润 6.77 亿元，同比下降 13.37%；营业利润率为 18.00%，同比下降 2.91 个百分点，同比变化不大。

表2 公司主营业务收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务分类	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
白酒制造业	92.78	77.10	49.63	102.89	69.30	48.08	101.85	65.92	39.22	65.36	71.38	35.62
肉类加工业	23.68	19.68	7.20	33.70	22.70	6.92	42.09	27.25	2.70	19.25	21.02	4.45
种畜养殖业	1.03	0.86	-100.00	1.90	1.28	2.77	4.27	2.77	35.41	2.25	2.46	24.83
其他	2.85	2.37	41.94	9.99	6.73	18.16	6.28	4.07	17.76	4.71	5.15	7.10
合 计	120.34	100.00	39.82	148.48	100.00	36.15	154.50	100.00	28.29	91.57	100.00	27.34

资料来源：公司年报

2. 白酒制造

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。近年来，公司白酒业务产能有所增加，销售均价较为稳定，产、销量有所增长，其中高档白酒销量减少，中、低档白酒销量增加。

公司白酒生产及销售业务主要由下属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，牛栏山酒厂对白酒系列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，2018—2020年白酒系列成本分别为46.74亿元、53.42亿元和61.90亿元。

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2020年末，公司牛栏山酒厂产能由2019年末的65.00万千升/年增至81.00万千升/年；其中低档酒75.00万千升/年、中档酒5.00万千升/年、高档酒1.00万千升/年。

产量方面，2018—2020年，受牛栏山酒厂产量增加带动，公司白酒产量逐年增长，年均复合增长11.37%。

2018—2020年，公司白酒产能利用率波动下降，其中2020年同比下降19.73个百分点，主要系牛栏山酒厂新增产能未完全释放所致。

表3 2018—2020年公司白酒生产情况（单位：万千升、万千升/年、%）

品牌	品种	2018年			2019年			2020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	56.45	94.08	60.00	63.74	106.24	75.00	63.74	84.99
	中档酒	4.00	3.00	75.07	4.00	4.07	101.72	5.00	4.59	91.85
	高档酒	1.00	0.52	51.57	1.00	0.82	82.42	1.00	0.60	59.98
	小计	65.00	59.97	92.26	65.00	68.64	105.60	81.00	68.93	85.10
宁城老窖	低档酒	0.45	0.06	13.53	0.45	0.05	12.04	0.45	0.05	10.71
	中档酒	1.00	0.08	7.72	1.00	0.10	9.87	1.00	0.07	7.01
	高档酒	0.10	0.01	6.70	0.10	0.01	7.10	0.10	0.00	0.00
	小计	1.55	0.14	9.34	1.55	0.16	10.32	1.55	0.12	7.87
合计		66.55	60.11	90.33	66.55	68.80	103.38	82.55	69.05	83.65

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，近年来产销量以低档白酒为主，产品结构基本稳定。2018—2020年，公司白酒销售量波动增长，年均复合增长5.42%，产销率波动下降，整体处于较高水平；2020年，牛栏山酒厂低、高档白酒销量同比分别下降了4.57%和17.81%，其中

高档白酒销量下降明显主要系新冠肺炎疫情冲击餐饮消费场景，百年牛栏山等盒装酒销售受到冲击所致；中档白酒销量同比增长 10.34%，主要系公司加大升级转型力度，珍品系列销量增长所致。

从产品价格来看，2018—2020 年，公司白

酒产品均价呈波动下降态势，整体较为平稳；其中 2020 年，牛栏山酒厂低、中、高档白酒销售均价同比分别上升了 3.45%、1.54%和 6.08%，高档酒提价幅度较为明显。总体看，公司白酒产品相对于整个市场而言价位偏低。

表 4 2018—2020 年公司白酒销售情况（单位：万千升、万元/千升、亿元、%）

品牌	品种	2018 年				2019 年				2020 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	57.76	1.18	68.27	102.32	66.73	1.16	77.42	104.68	63.68	1.20	76.24	99.90
	中档酒	3.59	3.38	12.15	119.63	4.16	3.24	13.49	102.26	4.59	3.29	15.08	99.90
	高档酒	0.63	18.94	11.94	122.24	0.73	15.80	11.48	88.17	0.60	16.76	10.03	99.82
	小计	61.98	1.49	92.36	103.36	71.62	1.43	102.39	104.34	68.86	1.47	101.35	99.90
宁城老窖	低档酒	0.05	1.32	0.06	83.33	0.05	1.44	0.08	96.68	0.06	1.46	0.08	114.52
	中档酒	0.07	3.70	0.25	88.60	0.09	3.51	0.31	88.75	0.08	3.81	0.32	120.97
	高档酒	0.01	20.98	0.10	74.63	0.01	18.48	0.12	91.55	0.01	17.91	0.10	145.95
	小计	0.12	3.52	0.42	82.18	0.15	3.43	0.50	91.56	0.15	3.44	0.50	119.18
合计		62.10	1.49	92.78	103.31	71.76	1.43	102.89	104.31	69.01	1.48	101.85	99.93

注：上表中的单价和销售额为不含税金额

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，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”的样板市场。2018—2020 年，公司白酒制造板块外埠市场销售收入占比分别为 72.00%、76.11%和 81.37%，逐年增长，外埠销售为公司经营规模扩张的核心增长点。

3. 猪肉系列

公司猪肉系列产业链较为完整，收入结构以生猪屠宰为主。近年来，猪价整体大幅上升，对种畜养殖和屠宰业务的影响方向不同，屠宰业务收入大幅增长，但由于成本端收猪价格高企造成毛利率下降。2021 年上半年，猪肉价格大幅下降，生猪屠宰加工业务拉动公司猪肉系列毛利率同比上升。

公司猪肉系列业务包括种猪繁育、生猪屠宰与加工，主要由下属小店畜禽良种场（以下

简称“小店良种场”）、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率 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。

公司猪肉系列收入主要来自生猪屠宰。近年来，受非洲猪瘟疫情反复影响，国内猪肉价格波动较大，整体呈上升态势。2019 年，受国内非洲猪瘟疫情影响，全国生猪出栏量下降，猪肉价格大幅上涨；2020 年，受非洲猪瘟疫情反复和生猪产能恢复的综合影响，国内猪肉价格先升后降，但整体高于 2019 年。猪肉价格上涨拉动仔猪价格对公司种猪繁育业务形成利好，但对屠宰业务形成成本上升的压力，屠宰业务收购的生猪价格走高，会在带动公司屠宰业务收入增长的同时压低屠宰业务毛利率。2018—2020 年，公司种猪繁育业务收入快速增长，年均复合增长 103.61%，毛利率随猪肉价格的上涨而大幅提升；生猪屠宰业务收入逐年

增长, 年均复合增长 33.32%, 毛利率逐年下降。2021 年上半年, 公司猪肉系列毛利率为 4.45%, 较上年同期上升 2.99 个百分点, 主要系猪肉价格大幅下降, 生猪屠宰、加工业务毛利率上升所致。

表 5 2018-2020 年公司猪肉系列收入构成及毛利率情况 (单位: 亿元、%)

项目	2018 年		2019 年		2020 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率	收入	毛利率
种猪繁育	1.03	-100.00	1.90	2.77	4.27	35.41
生猪屠宰、加工	23.68	7.20	33.70	6.92	42.09	2.70
合计	24.71	2.74	35.59	6.70	46.36	5.69

资料来源: 公司提供

(1) 生产经营

作为农业产业化龙头企业, 公司在北京、汉中、达州、内蒙古形成了种猪繁育、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, 在疫情防控、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 28 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 2021 年 3 月末, 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。

生猪屠宰方面, 截至 2020 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。2018-2020 年, 公司生猪收购均价快速上升, 年均复合增长 59.56%; 实际屠宰量逐年减少, 年均复合减少 18.93%, 主要系猪价高企收猪困难所致。

表 6 2018-2020 年公司肉类加工业务相关情况

项目	2018 年	2019 年	2020 年
祖代存栏(套)	1213.00	1225.00	2033.00
父母代存栏(套)	8918.00	8838.00	10214.00
屠宰能力(万头/年)	400.00	400.00	400.00
实际屠宰量(万头)	155.66	147.86	102.31
收购均价(元/公斤)	13.15	19.97	33.48
生猪肉制品销量(万吨)	15.08	15.99	13.96
生猪肉均价(元/公斤)	13.93	18.59	31.35
猪肉熟食销量(万吨)	0.96	0.97	0.77
猪肉熟食均价(元/公斤)	15.67	15.27	19.25

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, 公司目前猪肉系列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。2018-2020 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、北京市食用农产品安全认证等，并且在平时的工作中严格执行高质量的食物检查标准，全力保证食品的安全。

4. 房地产业务

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一级资质。

2018—2020 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 1.45 亿元、8.73 亿元和 5.27 亿元，年均复合增长 90.45%；毛利率分别为 79.01%、15.28%和 13.71%，快速下降。

截至 2020 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（共两期）、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 64.23 万平方米，累计实现签约销售面积 47.51 万平方米，累计实现签约销售金额为 49.14 亿元。

截至 2020 年末，公司剩余可售面积 16.72 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 7 截至 2020 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	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	6.53	15.06
包头望潮苑（共三期）	11.45	11.32	别墅 0.83、商业 0.88、住宅 0.57	15.1	住宅及商业	11.77	7.51
海南富海家园项目	7.65	8.30	住宅 0.90、商业 1.02	9.40	住宅及商业	8.65	8.35
下坡屯项目	55.00	44.14	叠拼 2.82、双拼 3.07、洋房 3.30、车位 1.15、储藏间 0.20	26.56	住宅，末商，车位，储藏间	20.56	18.22
合计	95.10	84.19	--	64.23	--	47.51	49.14

资料来源：公司提供

截至 2020 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 84.19 亿元，尚余投资 10.91 亿元，后续资本支出压力仍较大。

截至 2020 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，未有明确后续开发计划。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 8 截至 2020 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 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, 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。

5. 经营效率

公司经营效率较高。

2018—2020年, 公司销售债权周转次数分别为34.29次、33.78次和30.73次, 小幅下降; 存货周转次数分别为0.90次、1.16次和1.44次, 持续增长; 总资产周转次数分别为0.63次、0.71次和0.71次, 小幅增长。

与白酒行业部分企业相比, 2020年, 公司应收账款周转率表现一般, 但仍处于很高水平; 存货周转率和总资产周转率处于行业较高水平。

表9 2020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	3534.09	0.67	0.78
洋河股份	2078.32	0.40	0.39
酒鬼酒	362.38	0.39	0.48
老白干酒	78.90	0.75	0.56
五粮液	651.58	1.10	0.52
公司	277.35	1.44	0.71

注: 为保持可比性, 上表均采用Wind导出数据

资料来源: Wind

6. 未来发展

公司基于主营业务制定了发展规划, 可行度较高。

基于宏观环境特征与行业发展趋势, 公司制定“五·五”战略, 继续聚焦酒业、肉食两大主业。白酒板块, 坚持民酒定位, 坚持价值导向, 依托大众消费升级和理性消费回归的趋势, 以科技引领、结构调整、营销升级、管理创新、文化助力为抓手, 打造中国“新名酒”品牌, 力争成为中国最具影响力的民酒集团; 肉食板

块, 通过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; 同时, 通过整合内外部资源, 推动产业规模扩大、资产价值提升, 进而实现企业价值与股东利益的最大化。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2018—2020年合并财务报告, 北京兴华会计师事务所(特殊普通合伙)对上述财务报告进行审计, 并出具了标准无保留审计意见的审计结论。公司提供的2020年1—6月财务报表未经审计。

合并范围方面, 截至2018年末, 公司纳入合并范围子公司14家; 截至2019年末, 公司纳入合并范围一级子公司13家, 减少1家为北京顺鑫创新国际物流有限公司; 截至2020年末, 公司合并范围较上年末无变化, 公司财务数据可比性较强。

截至2020年末, 公司资产总额216.73亿元, 所有者权益77.72亿元(含少数股东权益0.31亿元); 2020年, 公司实现营业收入155.11亿元, 利润总额7.01亿元。

截至2021年6月末, 公司资产总额192.80亿元, 所有者权益81.76亿元(含少数股东权益0.33亿元); 2021年1—6月, 公司实现营业收入91.91亿元, 利润总额6.77亿元。

2. 资产质量

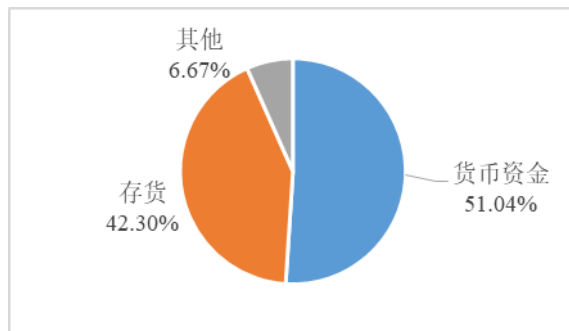
2018—2020年末, 公司资产规模波动增长。截至2020年末, 资产结构以流动资产为主, 流动资产中货币资金充裕, 以开发产品、开发成本为主的存货占比大; 非流动资产主要由固定资产和无形资产构成。公司资产质量较好, 但房地产类库存开发周期长且去化速度慢, 对资金形成较大占用。

2018—2020 年末，公司资产规模波动增长，年均复合增长 4.49%。截至 2020 年末，公司资产总额 216.73 亿元，较上年末下降 1.58%，较上年末变化不大。其中，流动资产占 79.53%，非流动资产占 20.47%。公司资产以流动资产为主。

(1) 流动资产

2018—2020 年末，公司流动资产规模波动增长，年均复合增长 6.07%。截至 2020 年末，公司流动资产 172.38 亿元，较上年末下降 1.82%，变化不大。公司流动资产主要由货币资金（占 51.04%）和存货（占 42.30%）构成。

图 1 截至 2020 年末公司流动资产情况



资料来源：联合资信根据公司年报整理

2018—2020 年末，公司货币资金持续增长，年均复合增长 19.39%。截至 2019 年末，公司货币资金为 80.79 亿元，较上年末增长 30.88%，主要来自借款和预收款项增加所致。截至 2020 年末，公司货币资金 87.97 亿元，较上年末增长 8.90%，主要系经营活动产生的现金流量的积累所致。公司货币资金构成以银行存款为主（占 99.34%）。

2018—2020 年末，公司存货持续下降，年均复合下降 5.78%。截至 2020 年末，公司存货账面价值 72.91 亿元，较上年末下降 10.65%，公司存货余额主要由房地产业务的开发产品（占 43.66%）和开发成本（占 31.32%）及以白酒业务基酒为主的库存商品（占 21.59%）构成，累计计提跌价准备 2.74 亿元。其中，开发成本主要包括牛栏山下坡屯项目（期末余额 17.36 亿元）、小店项目、商务中心项目、海南项目、包头顺鑫望潮苑和鑫泽园，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。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

2018—2020 年末，公司非流动资产规模持续下降，均复合下降 1.05%。截至 2020 年末，公司非流动资产 44.36 亿元，较上年末下降 0.65%，公司非流动资产主要由固定资产（占 66.25%）、在建工程（占 7.17%）、无形资产（占 16.29%）和递延所得税资产（占 6.61%）构成。

2018—2020 年末，公司固定资产持续下降，年均复合下降 3.05%。截至 2020 年末，公司固定资产 29.39 亿元，较上年末下降 2.22%，公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 67.14%）和机器设备（占 24.69%）构成，累计折旧 16.05 亿元，计提减值准备 119.73 万元。固定资产成新率 64.66%，成新率一般。

2018—2020 年末，公司在建工程持续增长，年均复合增长 16.34%。截至 2020 年末，公司在建工程 3.18 亿元，较上年末增长 11.44%。公司在建工程主要包括牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程（文化苑）2.60 亿元，猪舍改造项目 0.39 亿元、屠宰分割制冷空调系统改造工程 0.07 亿元和创新生鲜加工中心项目 0.12 亿元。

2018—2020 年末，公司无形资产持续下降，年均复合下降 1.91%。截至 2020 年末，公司无形资产 7.23 亿元，较上年末下降 1.12%。公司无形资产主要由土地使用权（7.16 亿元）构成，累计摊销 1.78 亿元。

2018—2020 年末，公司递延所得税资产持续增长，年均复合增长 25.19%。截至 2020 年末，公司递延所得税资产 2.93 亿元，较上年末增长 23.23%，主要系可抵消亏损增加所致。

截至 2021 年 6 月末，公司资产总额 192.80 亿元，较上年末下降 11.04%。其中，流动资产

占 77.20%，非流动资产占 22.80%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年末变化不大。截至 2021 年 6 月末，公司货币资金中有 75014533.14 元受限，为公司保证金存款，除此之外不存在其他受限资产。

3. 资本结构

(1) 所有者权益

2018—2020 年末，公司所有者权益变化不大，截至 2020 年末，公司权益稳定性尚可。

2018—2020 年末，公司所有者权益波动增长，年均复合增长 0.28%。截至 2020 年末，公司所有者权益合计 77.72 亿元，较上年末增长 4.18%，增长主要来自未分配利润。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.60%，少数股东权益占比为 0.40%。归属于母公司所有者权益 77.41 亿元，主要由实收资本（占 9.58%）、资本公积（占 33.94%）、盈余公积（占 10.46%）和未分配利润（占 46.41%）构成。所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2021 年 6 月末，公司所有者权益合计 81.76 亿元，较上年末增长 5.19%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 99.60%，少数股东权益占比为 0.40%。归属于母公司所有者权益 81.43 亿元，实收资本、资本公积、盈余公积和未分配利润分别占 9.11%、32.26%、9.95%和 49.05%。

(2) 负债

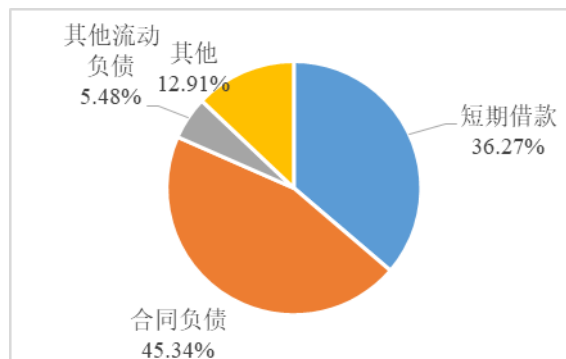
2018—2020 年末，公司负债和债务规模均波动增长，债务负担有所加重。

2018—2020 年末，公司负债规模波动增长，年均复合增长 7.09%。截至 2020 年末，公司负债总额 139.01 亿元，较上年末下降 4.54%。其中，流动负债占 80.73%，非流动负债占 19.27%。公司负债以流动负债为主。

2018—2020 年末，公司流动负债波动增长，年均复合增长 13.21%。截至 2020 年末，公司流动负债 112.22 亿元，较上年末下降 6.78%。公司流动负债主要由短期借款（占

36.27%）、合同负债（占 45.34%）和其他流动负债（占 5.48%）构成。

图 2 截至 2020 年末公司流动负债情况



资料来源：联合资信根据公司年报整理

2018—2020 年末，公司短期借款持续增长，年均复合增长 42.65%。截至 2020 年末，公司短期借款 40.70 亿元，较上年末增长 27.19%，主要系公司为偿还即将到期的公司债以及融资租赁本金等准备资金所致。公司短期借款中，保证借款 37.70 亿元，信用借款 3.00 亿元，保证借款保证人为控股股东顺鑫控股。

公司执行新会计准则，2020 年初将原预收账款 61.64 亿元中符合相关条件的 55.03 亿元重分类为合同负债进行核算。截至 2020 年末，公司合同负债 50.88 亿元，较年初的 55.03 亿元减少 7.54%，主要系预收白酒销售款减少所致。

2020 年公司执行新会计准则，将原预收账款中符合相关条件的 6.15 亿元重分类为其他流动负债进行核算。截至 2020 年末，公司其他流动负债 6.15 亿元，较年初减少 6.87%。其他流动负债全部为待转销项税额。

2018—2020 年末，公司非流动负债波动下降，年均复合下降 10.79%。截至 2020 年末，公司非流动负债 26.79 亿元，较上年末增长 6.17%。公司非流动负债全部为长期借款。

2018—2020 年末，公司长期借款持续增长，年均复合增长 55.15%。截至 2020 年末，公司长期借款 26.79 亿元，较上年末增长 44.37%，主要系公司为偿还即将到期的公司债以及融资租赁本金等准备资金所致。长期借款

由信用借款 6.80 亿元及抵押与保证借款 19.99 亿元构成。

2018—2020 年末，公司全部债务波动增长，年均复合增长 15.86%。截至 2020 年末，公司全部债务 72.04 亿元，较上年末下降 3.91%。其中，短期债务占 62.81%，长期债务占 37.19%。短期债务 45.25 亿元，较上年末下降 9.03%，主要系公司集中偿还一年内到期的债务所致。长期债务 26.79 亿元，较上年末增长 6.17%。2018—2020 年，公司资产负债率分别为 61.07%、66.12%和 64.14%，全部债务资本化比率分别为 40.98%、50.12%和 48.10%，均波动上升；长期债务资本化比率分别为 30.34%、25.28%和 25.63%，波动下降。

截至 2021 年 6 月末，公司负债总额 111.04 亿元，较上年末下降 20.12%，主要系白酒预收款减少导致合同负债减少所致。其中，流动负债占 71.63%，非流动负债占 28.37%。公司以流动负债为主，负债结构较上年末变化不大。截至 2021 年 6 月末，公司全部债务 70.86 亿元，较上年末下降 1.64%。其中，短期债务 39.36 亿元（占 55.54%），长期债务 31.50 亿元（占 44.46%）。截至 2021 年 6 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 57.59%、46.43%和 27.81%，较上年末分别下降 6.54 个百分点、下降 1.67 个百分点和上升 2.18 个百分点。

4. 盈利能力

2018—2020 年末，因白酒业务经营规模扩张、肉类产品价格上涨，公司营业收入持续增长；但由于中低端白酒销量占比上升、肉类加工业务原材料猪肉价格上涨等因素，2020 年公司利润明显减少，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。

2018—2020 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长 13.34%；营业成本持续增长，年均复合增长 23.80%。2018—2020 年，公司利润总额分别为 10.59 亿元、11.85 亿元、7.01 亿元，

波动下降，年均复合下降 18.65%。同期，公司营业利润率分别为 26.70%、24.72%和 18.65%，持续下降，三年加权平均值为 22.08%。

期间费用方面，2018—2020 年，公司期间费用总额波动下降，年均复合下降 0.61%。2020 年，公司期间费用总额为 20.37 亿元，同比下降 15.53%。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 48.05%、39.28%、0.76%和 11.92%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为 9.79 亿元，同比下降 31.55%，主要系根据新收入准则，将运输费从“销售费用”调整至“营业成本”核算所致；管理费用为 8.00 亿元，同比下降 4.56%；研发费用为 0.15 亿元，同比下降 15.41%；财务费用为 2.43 亿元，同比增长 94.32%，主要系相较于 2019 年，公司 2020 没有资本化利息所致。2018—2020 年，公司期间费用率分别为 17.08%、16.19%和 13.13%，期间费用对利润存在一定侵蚀。

2018—2020 年，公司资产减值损失分别为 0.41 亿元、0.94 亿元和 1.46 亿元，逐年增长，主要系公司计提房地产业务部分存货跌价损失所致；公司投资收益、其他收益等规模很小。非经常性损益对利润总额影响较小。

表10 2020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	72.15	23.26	35.76
洋河股份	72.27	18.25	19.95
酒鬼酒	78.87	16.58	18.59
老白干酒	64.74	6.98	9.26
五粮液	74.16	23.78	24.94
公司	28.36	5.54	4.29

注：为保持可比性，上表均采用Wind导出数据
资料来源：Wind

盈利指标方面，2018—2020 年，公司总资产收益率分别为 7.02%、6.69%和 4.80%，持续下降；三年加权平均值分别为 5.81%；净资产收益率分别为 9.42%、10.97%和 5.49%，波动下降，三年加权平均值为 7.92%。公司盈利能

力有所降低。与同行业相比，公司盈利指标处于较低水平。

2021年1—6月，公司实现营业收入91.91亿元，同比下降3.46%；实现营业利润6.77亿元，同比下降13.37%；营业利润率为18.00%，同比下降2.91个百分点，同比变化不大。

5. 现金流

2018—2020年，公司经营活动现金保持净流入状态，经营活动现金流量能对公司投资活动资金形成良好覆盖；筹资性现金流波动较大。考虑到公司存量债务置换及在建房地产项目后续投资，公司未来仍存在一定对外融资需求。

从经营活动来看，2018—2020年，公司经营活动现金流入分别为164.57亿元、176.00亿元和177.45亿元，持续增长，年均复合增长3.84%；经营活动现金流出分别为132.82亿元、162.95亿元和161.99亿元，波动增长，年均复合增长10.44%；2019年，公司经营活动现金流出量同比增长22.69%；支付其他与经营活动有关的现金14.39亿元，主要为运输费、广告费等各类费用。综上，2018—2020年，公司经营活动现金净额分别为31.75亿元、13.05亿元和15.46亿元，波动下降，年均复合下降30.23%；2018—2020年，公司现金收入比分别为135.69%、117.11%和113.69%，逐年下降，收入实现质量良好。

从投资活动来看，2018—2020年，公司投资活动现金流入分别为0.12亿元、0.23亿元和0.08亿元，波动下降，年均复合下降21.53%。2018—2020年，公司投资活动现金流出分别为2.47亿元、1.29亿元和1.69亿元，波动下降，年均复合下降17.31%。2018—2020年，公司投资活动现金净额分别为-2.35亿元、-1.06亿元和-1.61亿元，净流出规模不大。

2018—2020年，公司筹资活动前现金流净额分别为29.41亿元、11.99亿元和13.84亿元，经营活动现金流量能对公司投资活动现金需求形成良好覆盖。

从筹资活动来看，2018—2020年，公司筹资活动现金流入分别为57.19亿元、61.10亿元和58.52亿元，波动增长，年均复合增长1.16%；筹资活动现金流出分别为75.83亿元、54.03亿元和65.71亿元，波动下降，年均复合下降6.91%。2018—2020年，公司筹资活动现金净额分别为-18.64亿元、7.07亿元和-7.19亿元，波动较大，2020年，“15顺鑫01”、“15顺鑫02”等陆续到期兑付，筹资性现金流同比转为净流出。

2021年1—6月，公司经营活动产生的现金流量净额为-14.68亿元，较上年同期的-7.29亿元净流出额大幅增加，主要系收到的销售商品所收货款同比减少所致；投资活动产生的现金流量净额为-0.44亿元；筹资活动产生的现金流量净额为-3.31亿元，较上年同期的-0.71亿元净流出额大幅增加，主要系2020年3月发行“20顺鑫农业（疫情防控债）SCP001”，本期未发行债券所致。

6. 偿债能力

公司短期债务指标表现尚可，长期债务指标表现一般。考虑到公司作为北京市顺义区国资委控制下的上市公司，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，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2018—2020年末，公司流动比率分别为174.98%、145.85%和153.61%，波动下降，三年加权平均值为155.56%；公司速动比率分别为81.18%、78.06%和88.64%，波动上升，三年加权平均值为83.97%。公司流动资产对流动负债的保障程度尚可。2018—2020年，公司经营现金流流动负债比率分别为36.27%、10.84%和13.77%，波动下降，三年加权平均值为31.86%。2018—2020年末，公司现金短期债务比分别为3.20倍、1.73倍和2.03倍，波动下降，现金类资产对短期债务的保障程度较好。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2018—2020 年，公司 EBITDA 分别为 15.10 亿元、16.16 亿元和 12.48 亿元，波动下降。2020 年，公司 EBITDA 同比下降 22.74%，EBITDA 主要由折旧（占 18.01%）、计入财务费用的利息支出（占 23.48%）、利润总额（占 56.17%）构成。2018—2020 年，公司 EBITDA 利息倍数分别为 4.49 倍、6.11 倍和 4.26 倍，波动下降，EBITDA 对利息的覆盖程度尚可。2018—2020 年，公司全部债务/EBITDA 分别为 3.55 倍、4.64 倍和 5.77 倍，持续上升，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。整体看，公司长期债务偿债能力一般。

截至 2020 年 6 月末，公司及合并范围内子公司共获得银行授信 234.38 亿元，已使用授信额度 67.41 亿元，未使用的授信额度为 166.98 亿元，间接融资渠道畅通；公司为深交所上市公司，具备直接融资渠道。

截至 2021 年 6 月末，公司无重大诉讼、仲裁或其他重大经济纠纷事项。

截至 2020 年 6 月末，公司无对外担保。

7. 公司本部分析

公司本部营业收入和利润在合并范围中占比大，货币资金充裕，现金流情况良好；但对子公司的拆借款规模大，对营运资金形成较大占用。

截至 2020 年末，母公司资产总额 228.71 亿元，较上年末增长 2.71%，较上年末变化不大。其中，流动资产 193.08 亿元（占 84.42%），非流动资产 35.62 亿元（占 15.58%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 43.66%）、其他应收款（占 42.34%）和存货（占 8.76%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占 8.91%）、固定资产（占 63.20%）、在建工程（合计）（占 7.95%）和无形资产（占 16.85%）构成。截至 2020 年末，母公司货币资金为 84.29 亿元。截至 2020 年末，其他应收款合计 81.75 亿元，主要为应收子公司佳宇地产、宁城老窖等的拆借款。

截至 2020 年末，母公司负债总额 133.66 亿元，较上年末下降 0.41%。其中，流动负债 106.89 亿元（占 79.97%），非流动负债 26.77 亿元（占 20.03%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 38.08%）、其他流动负债（占 5.45%）和合同负债（占 42.23%）构成，非流动负债由长期借款（占 100.00%）构成。母公司 2020 年资产负债率为 58.44%，较上年末下降 1.83 个百分点，全部债务资本化比率 43.04%。

截至 2020 年末，母公司所有者权益为 95.05 亿元，较上年末增长 7.44%。其中，实收资本为 7.42 亿元（占 7.80%）、资本公积合计 26.08 亿元（占 27.44%）、未分配利润合计 53.73 亿元（占 56.53%）、盈余公积合计 8.12 亿元（占 8.54%）。母公司本部所有者权益稳定性尚可。

2020 年，母公司实现营业收入 143.97 亿元，同比增长 6.20%；母公司实现利润总额 0.89 亿元，同比减少 30.53%；母公司实现净利润 7.69 亿元，同比减少 33.53%。同期，母公司实现投资收益 0.02 亿元，同比减少 84.35%。

现金流方面，2020 年，公司母公司经营活动现金流净流入 11.16 亿元，投资活动现金净流出 1.21 亿元，筹资活动现金净流出 3.54 亿元。

八、结论

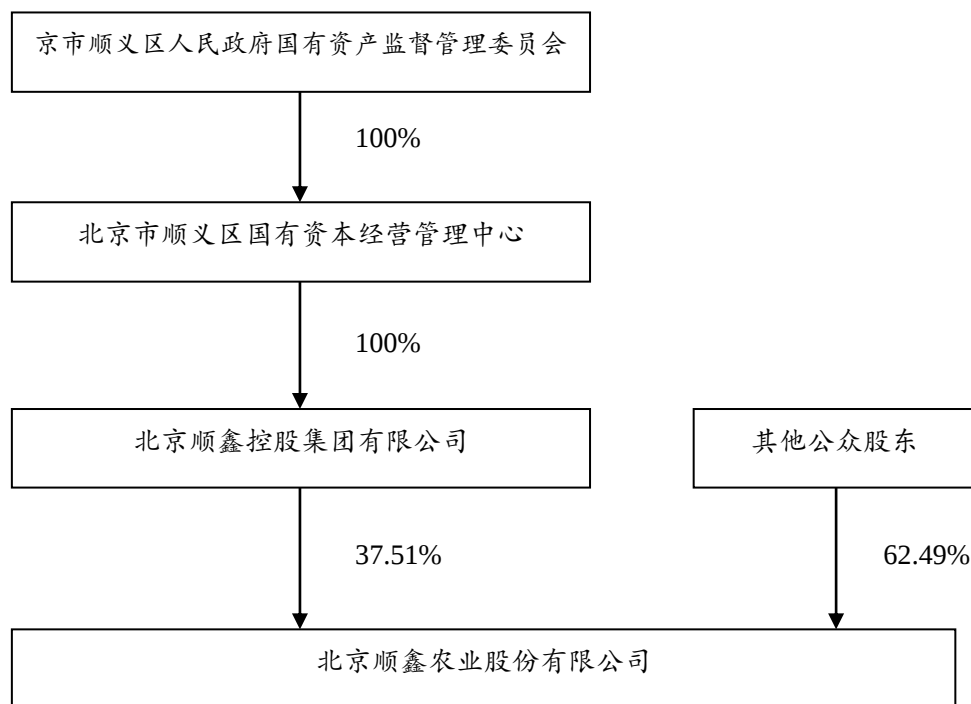
公司作为北京市顺义区国有大型农业类上市企业，经过多年发展，已形成白酒和猪肉两大核心主业，在区域及行业地位、品牌知名度等方面具备较强竞争优势。近年来，公司优化经营格局，白酒产能有所提升，营业收入有所增长且具有较强的经营获现能力。同时，联合资信也关注到，公司白酒制造业务毛利率持续走低、肉类加工及种畜繁育业务盈利能力易受行业周期和猪瘟疫情影响、房地产类存货去化压力较大等因素对其经营与发展可能带来的不利影响。

未来，随着大众消费水平与外埠市场的拓展，公司白酒业务规模有望进一步增长；此外，

公司逐步延伸猪肉系列产业链和退出房地产业务，主业盈利能力有望提升。联合资信对公司的评级展望为“稳定”。

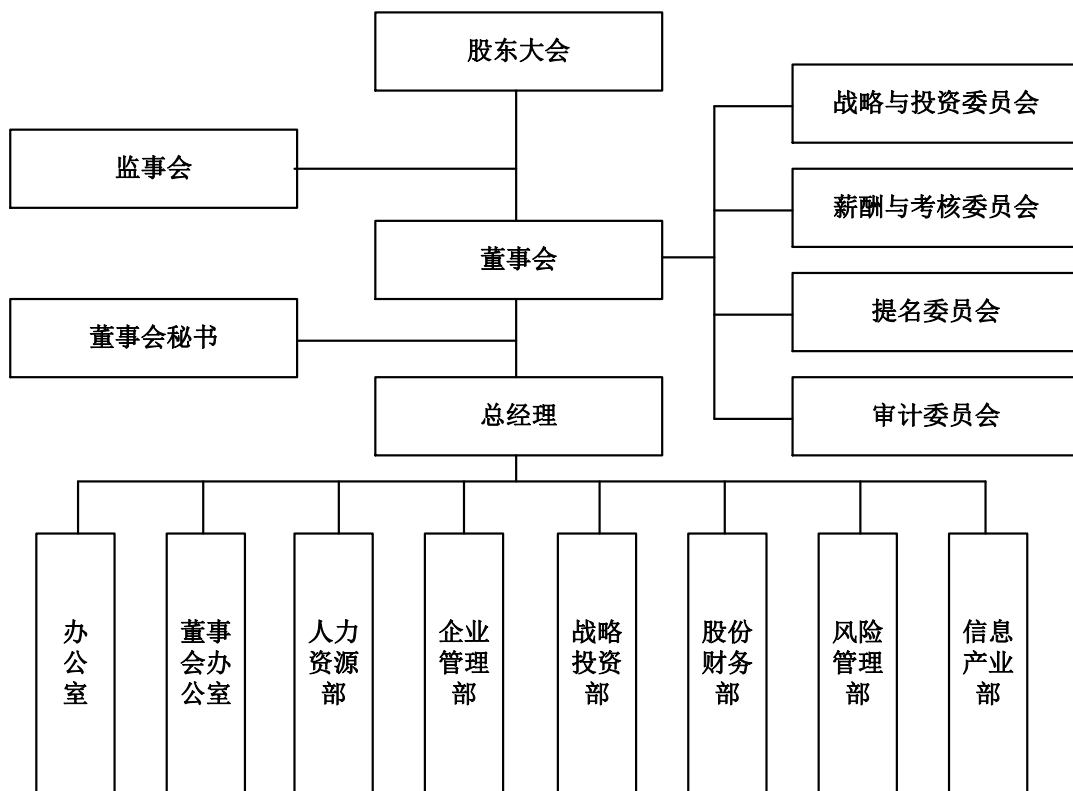
基于对公司主体长期信用状况的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低。

附件 1-1 截至 2021 年 6 月末
北京顺鑫农业股份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 6 月末
北京顺鑫农业股份有限公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2 截至 2020 年末 北京顺鑫农业股份有限公司子公司情况

子公司名称	注册地	业务性质	持股比例		取得方式
			直接	间接	
达州顺鑫鹏程食品有限公司	达州	畜禽屠宰、肉类加工、肉类副产品加工	60.00	--	非同一控制下企业合并
汉中顺鑫鹏程食品有限公司	汉中	肉制品的生产、销售	60.71	--	非同一控制下企业合并
城固县顺鑫鹏程种猪选育场	城固	种猪繁育、畜牧养殖、饲料加工	--	51.00	投资设立
北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司	北京	房地产开发	100.00	--	同一控制下企业合并
曲阜顺鑫孔子国际商品交易城有限公司	曲阜	房地产开发	--	100.00	非同一控制下企业合并
内蒙古顺鑫宁城老窖酒业有限公司	赤峰	白酒制造、生产、销售	90.00	--	投资设立
宁城鑫宁贸易有限公司	宁城	白酒、食用酒精销售	--	100.00	投资设立
北京顺鑫腾飞纸制品有限公司	北京	纸制品加工、制作	92.20	--	投资设立
包头市金瑞房地产开发有限责任公司	包头	房地产开发销售	--	100.00	非同一控制下企业合并
海口顺鑫小店种猪选育有限公司	海口	种猪选育	90.00	--	投资设立
滦平县顺鹏小店种猪繁育有限公司	滦平	种猪繁育、畜牧养殖、饲料加工	100.00	--	投资设立
阳高县鹏程小店种猪繁育有限公司	阳高	种猪繁育、畜牧养殖、饲料加工	100.00	--	投资设立
肃宁县鹏程小店种猪繁育有限公司	肃宁	种猪繁育、畜牧养殖、饲料加工	100.00	--	投资设立
兴隆县鑫鹏小店种猪繁育有限公司	兴隆	种猪繁育、畜牧养殖、饲料加工	100.00	--	投资设立
曲阜顺鑫鑫泽园房地产开发有限公司	曲阜	房地产开发、销售	--	100.00	投资设立
陕西顺鑫种猪选育有限公司	陕西	良种繁育、畜牧养殖、种植、饲料加工	70.00	--	投资设立
北京顺鑫鹏程商贸有限公司	北京	批发、零售预包装食品、散装食品等	100.00	--	投资设立
海南香顺房地产开发有限公司	文昌	房地产开发	--	80.00	非同一控制下企业合并
海南文昌富海家园物业管理有限公司	文昌	接受委托从事物业管理、停车服务	--	100.00	投资设立
包头市金瑞物业有限责任公司	包头	物业服务、房屋租赁	--	100.00	投资设立
汉中顺鑫生猪产业联盟服务有限公司	汉中	与农户合作养殖并提供配套服务, 生猪养殖技术研发推广	--	100.00	投资设立
北京顺鑫佳宇房地产经纪有限公司	北京	房地产经纪	--	100.00	投资设立
内蒙古顺鑫农业小店种猪育种有限公司	乌兰察布	畜牧养殖, 良种繁育	100.00	--	投资设立

资料来源：公司年报

附件 3-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	63.96	85.97	91.76	74.18
资产总额（亿元）	198.51	220.22	216.73	192.80
所有者权益（亿元）	77.29	74.60	77.72	81.76
短期债务（亿元）	20.00	49.74	45.25	39.36
长期债务（亿元）	33.66	25.23	26.79	31.50
全部债务（亿元）	53.66	74.97	72.04	70.86
营业收入（亿元）	120.74	149.00	155.11	91.91
利润总额（亿元）	10.59	11.85	7.01	6.77
EBITDA（亿元）	15.10	16.16	12.48	--
经营性净现金流（亿元）	31.75	13.05	15.46	-14.68
财务指标				
销售债权周转次数（次）	34.29	33.78	30.73	--
存货周转次数（次）	0.90	1.16	1.44	--
总资产周转次数（次）	0.63	0.71	0.71	--
现金收入比（%）	135.69	117.11	113.69	88.55
营业利润率（%）	26.70	24.72	18.65	18.00
总资本收益率（%）	7.02	6.69	4.80	--
净资产收益率（%）	9.42	10.97	5.49	--
长期债务资本化比率（%）	30.34	25.28	25.63	27.81
全部债务资本化比率（%）	40.98	50.12	48.10	46.43
资产负债率（%）	61.07	66.12	64.14	57.59
流动比率（%）	174.98	145.85	153.61	187.13
速动比率（%）	81.18	78.06	88.64	101.95
经营现金流动负债比（%）	36.27	10.84	13.77	--
现金短期债务比（倍）	3.20	1.73	2.03	1.88
EBITDA 利息倍数（倍）	4.49	6.11	4.26	--
全部债务/EBITDA（倍）	3.55	4.64	5.77	--

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. 本报告已将长期应付款中的债务部分纳入相关债务指标计算；3. 本报告财务数据均使用期末数；4. 2021 年 1-6 月财务数据未经审计
 资料来源：公司年报及提供资料，联合资信整理

附件 3-2 主要财务数据及指标（母公司/本部）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	60.79	83.07	88.08	68.88
资产总额（亿元）	193.89	222.67	228.71	206.74
所有者权益（亿元）	87.75	88.47	95.05	100.79
短期债务（亿元）	20.00	46.54	45.06	39.36
长期债务（亿元）	28.33	24.68	26.77	31.33
全部债务（亿元）	48.33	71.21	71.83	70.68
营业收入（亿元）	116.42	135.56	143.97	85.04
利润总额（亿元）	15.39	15.68	10.89	8.81
EBITDA（亿元）	/	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	32.58	11.27	11.16	-16.43
财务指标				
销售债权周转次数（次）	33.15	29.95	28.30	--
存货周转次数（次）	3.96	4.44	5.46	--
总资产周转次数（次）	0.62	0.65	0.64	--
现金收入比（%）	131.94	119.65	110.88	87.85
营业利润率（%）	27.58	26.03	18.04	18.57
总资本收益率（%）	8.45	7.25	4.61	--
净资产收益率（%）	13.11	13.08	8.09	--
长期债务资本化比率（%）	24.41	21.81	21.98	23.71
全部债务资本化比率（%）	35.52	44.60	43.04	41.22
资产负债率（%）	54.74	60.27	58.44	51.25
流动比率（%）	200.91	169.98	180.63	230.30
速动比率（%）	179.38	150.86	164.81	209.97
经营现金流动负债比（%）	41.88	10.29	10.44	--
现金短期债务比（倍）	3.04	1.79	1.95	1.75
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	--
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	--

资料来源：公司年报及提供资料，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 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

联合资信评估股份有限公司关于 北京顺鑫农业股份有限公司 的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在北京顺鑫农业股份有限公司信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

北京顺鑫农业股份有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，及时提供相关资料。北京顺鑫农业股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事项，北京顺鑫农业股份有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注北京顺鑫农业股份有限公司的经营管理状况及外部经营环境等相关信息，如发现北京顺鑫农业股份有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如北京顺鑫农业股份有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与北京顺鑫农业股份有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。

权利与免责声明

1. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。
2. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。
3. 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。
4. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。
5. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。