信用等级公告

联合〔2019〕1236号

联合资信评估有限公司通过对北京顺鑫农业股份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，确定维持北京顺鑫农业股份有限公司主体长期信用等级为 AA^+，“16 顺鑫农业 MTN001”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年六月十二日

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

北京顺鑫农业股份有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA+
上次主体长期信用等级：AA+

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 顺鑫农业 MTN001[1]	10 亿元	2019/9/27	AA+	AA+

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 6 月 12 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产（亿元）	43.04	54.10	63.96	75.85
资产总额(亿元)	178.35	184.12	198.51	204.03
所有者权益(亿元)	68.22	71.27	77.29	71.56
短期债务（亿元）	47.16	37.00	20.00	39.19
长期债务(亿元)	32.54	31.11	33.66	35.31
全部债务(亿元)	79.70	68.11	53.66	74.50
营业收入(亿元)	111.97	117.34	120.74	47.65
利润总额(亿元)	5.45	6.37	10.59	6.09
EBITDA(亿元)	10.51	10.96	15.10	--
经营性净现金流(亿元)	10.08	24.71	31.75	2.37
营业利润率(%)	23.12	22.90	26.70	27.93
净资产收益率(%)	6.23	6.21	9.42	--
资产负债率(%)	61.75	61.29	61.07	64.93
全部债务资本化比率(%)	53.88	48.87	40.98	51.01
流动比率(%)	169.94	169.34	174.98	163.35
经营现金流动负债比（%）	13.08	30.23	36.27	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.59	6.22	3.55	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.71	3.38	4.49	--

注：1.公司 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 公司短期债务中考虑了其他流动负债中的超短期融资券；3.公司长期债务中考虑了长期应付款中的融资租赁款；4.2016-2018 年公司所有者权益中含 10 亿元永续中期票据

[1]16 顺鑫农业 MTN001 为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日。

评级观点

北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“公司”）是北京市大型农业类上市企业，主营业务包括白酒制造及肉制品加工。跟踪期内，公司白酒业务持续推进“牛栏山”品牌的泛全国化布局，截至2018年底已形成22个亿元级省级市场，行业地位与市场竞争力进一步增强，白酒业务收入持续增长，仍为公司业务的核心增长点。2018年，公司营业收入、利润保持增长，盈利能力较强；受益于主业良好的经营获现能力，当期经营活动净现金流同比大幅提升，偿债能力进一步增强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到，公司白酒业务毛利率持续走低、肉制品加工及种畜养殖业务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等因素可能对其经营与发展带来不利影响。

“16 顺鑫农业 MTN001”具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为“16 顺鑫农业 MTN001”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。公司货币资金充裕，EBITDA 对“16 顺鑫农业 MTN001”保障能力较强。

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

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为AA+，“16顺鑫农业MTN001”的信用等级为AA+，评级展望为稳定。

优势

1. 公司是北京市大型农业类上市企业，区域行业地位突出，旗下拥有“牛栏山”、“宁诚”、“鹏程”、“顺鑫”、“小店”共 5 个中国驰名

分析师

刘晓濛　王喜梅

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

商标；2018年“牛栏山”以301.83亿元的品牌价值位列第十届华樽杯中国酒类品牌价值200强榜单第13位，品牌知名度高。

2. 跟踪期内，凭借较为完善的营销体系、持续提升的产品认可度及品牌知名度，公司持续推进“牛栏山”白酒泛全国化的市场布局，截至 2018 年底已形成 22 个亿元级省级市场，经营规模持续扩张。
3. 受益于白酒制造板块规模快速扩张及先款后货为主的结算特点，2018 年以来公司经营活动现金净流入大幅增长，经营获现能力强。
4. 公司货币资金充裕，EBITDA对“16顺鑫农业MTN001”保障能力较强。

关注

1. 2018 年以来，受产品销售结构变化以及纸质品等原材料价格上涨的影响，公司核心的白酒板块毛利率有所下滑。
2. 公司肉类加工产业收入仍以生猪屠宰为主，经营规模及盈利能力易受行业周期和疫情影响，肉类产品市场价格波动大。
3. 公司房地产项目开发周期长且去化速度慢，项目所在区域分化现象凸显，考虑到房地产行业政策调控趋严，公司存货面临一定周转压力和价值波动风险，对资金形成较大占用。
4. “16 顺鑫农业 MTN001”具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，且一旦出现递延，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

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，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

北京顺鑫农业股份有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于北京顺鑫农业股份有限公司的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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（现更名为北京顺鑫控股集团有限公司）独家发起，以募集方式于 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”）。2005 年 11 月，公司完成股权分置改革。后经多次非公开发行，截至 2019 年 3 月底，公司总股本 57059 万股，其中控股股东北京顺鑫控股集团有限公司（以下简称“顺鑫控股”）持股 38.45%（均未质押），公司实际控制人为北京市顺义区国有资产监督管理委员会。

公司属于农业类上市公司，经营范围包括肉类、肉制品及副产品加工与销售，白酒、速冻食品、配制酒、蒸馏酒销售等。

截至 2019 年 3 月底，公司下设战略与投资、薪酬与考核、提名、审计 4 个委员会；设有办公室、战略投资部、风险管理部、人力资源部、股份公司财务部等 8 个职能部门。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额为 198.51 亿元，所有者权益合计 77.29 亿元（含少数股东权益 0.20 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 120.74 亿元，利润总额 10.59 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 204.03 亿元，所有者权益合计 71.56 亿元（含少数股东权益 0.18 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 47.65 亿元，利润总额 6.09 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司于 2016 年 9 月发行额度为 10 亿元的中期票据“16 顺鑫农业 MTN001”，募集资金全部用于置换银行贷款，募集资金已按照募集用途使用完毕。

表 1　截至 2019 年 3 月底公司存续债券概况

（单位：亿元）

存续债券	发行金额	起息日	兑付日	用途是否变更	是否正常付息
16 顺鑫农业 MTN001	10	2016/9/27	2019/9/27	否	是

注：16 顺鑫农业 MTN001 为永续中期票据，所列兑付日为首次赎回权行权日。

资料来源：公司提供

“16 顺鑫农业 MTN001”于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。基于“16 顺鑫农业 MTN001”条款，可得出以下结论：

（1）“16 顺鑫农业 MTN001”的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，“16 顺鑫农业 MTN001”与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）“16 顺鑫农业 MTN001”如不赎回，从第 4 个计息年开始每 3 年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加 300 个基点。从票面利率角度分析，公司在“16 顺鑫农业 MTN001”赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性较大。

（3）公司除发生永续中期票据条款中规

定的强制付息事件时，可选择递延“16顺鑫农业MTN001”的利息支付且递延利息次数不受限制，利息递延不构成违约。2018年，公司向全体股东每10股派发现金股利1.50元（含税），分配利润共计0.86亿元。从历史分红角度分析，公司分红意愿明显，未来逐年持续分红可能性大，递延利息支付可能性小，与其他债务融资工具按期支付利息特征接近。

综合以上分析，“16 顺鑫农业 MTN001”具有公司可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为“16 顺鑫农业 MTN001”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

四、宏观经济和政策环境

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

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

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

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

合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

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

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

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所

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

五、行业分析

1. 白酒制造业

2016-2017 年年白酒行业处于复苏回暖期，向上趋势延续，伴随居民收入快速增长及消费能力提升，商务消费和个人消费已逐渐承接了之前的政府消费，行业呈现量价齐升的态势。

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

从价格来看，长期以来高档白酒价格对白酒市场定价具有引领作用。自 2012 年开始，白酒行业进入深度调整期，以茅台为代表的高端酒采取“降价放量”策略，白酒价格下滑明显；2016-2017 年，随着外部环境延续回暖态势，部分行业内龙头企业领先走出行业调整，白酒价格逐步企稳回升；2018 年，高端白酒价格持续上行，根据国家发改委数据，2018 年国内 36 个大中城市高端白酒平均价格 1013.08 元/瓶，同比增长 15.93%，同期中低端白酒平均价格 153.67 元/瓶，同比下降 1.70%。在高端酒渠道下沉的背景下，中低端白酒价格空间受到挤压，市场竞争愈发激烈。

从行业集中度来看，高端白酒进入壁垒很高，没有明显文化底蕴、品牌力、产品实力的企业进入高端白酒市场非常困难，单纯靠营销打造出来的高端形象并不牢固。中低端白酒的进入壁垒方面，虽然国家出台了一系列白酒行业产业政策，对白酒企业的审核提高了标准，一定程度上限制了新企业进入，但由于不同省份区域对白酒文化、口味和品牌的偏好各有差异，国内市场形成了一定的地域割据的格局，导致地方性中小白酒企业较多，但近年来随着居民消费升级的趋势延续，中高端白酒企业的跨区域扩张步伐加速，以及中低端白酒企业的退出，行业集中度有所上升。

总体看，2018 年以来白酒行业延续回暖趋势，行业内占有优势的中高端酒企逐渐凸显主导地位，但不同价格带产品因竞争环境差异业绩呈现分化趋势，品牌力、销售渠道、资金及规模等方面更具竞争优势的白酒制造企业呈现出更强的抗风险能力。未来，在居民消费升级的趋势下，白酒制造行业将进入整合重组阶段，行业集中度将有效提高，产能过剩风险有望得到一定缓解。

2. 生猪养殖及肉类加工业

中国是猪肉制品生产和消费大国，猪肉总产量、消费人口和消费总量在世界均处于首位，而中国肉类总产量中猪肉占6成以上。根据国家统计局数据显示，2018年，全国猪肉产量5404万吨，下降0.9%，生猪存栏42817万头，同比下降3.0%，生猪出栏69382万头，下降1.2%。2019年一季度，全国猪肉产量1463万吨，减少80万吨，下降5.2%，生猪出栏1.88亿头，比上年同期减少1014万头，下降5.1%；分区域看，东北地区生猪出栏1532万头，下降12.0%，东部地区出栏4918万头，下降7.5%，中部地区出栏6460万头，下降5.4%；西部地区出栏5932万头，下降0.7%。总体看，2018年以来，生猪生产明显下降，行业整体处于下行趋势。

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

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

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

殖企业开始布局屠宰业务，生猪养殖产业链逐渐向一体化方向发展。

总体看，2018 年以来，生猪养殖行业整体呈下行趋势，非洲猪瘟疫情加速产能出清、增大价格波动；养殖行业较强的周期性特征使得小型养殖企业仍面临较大市场风险，而具有规模优势、市场优势及多元化生产布局的大型养殖企业将表现出更强的抗风险能力，有望在竞争中进一步做大做强，此外日趋严格的环保政策提高了养殖业的进入门槛，亦或将加速小型养殖户的退出。

六、基础素质分析

顺鑫农业属于农业类上市公司，近年来随着外部环境变化及自身经营战略调整，公司主业逐步突出，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”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。

公司猪肉板块形成了集“种猪繁育-生猪养殖-屠宰加工-肉制品深加工-冷链物流配送”于一体的全产业链。公司拥有北京地区最大的安全猪肉生产基地，在全国建有年屠宰生猪能力 400 万头并达到欧盟标准的自动化猪宰线，年产 5 万吨并达到日本农林水产省标准的熟食生产线。冷链物流配送环节，公司拥有 4 万吨华北地区最大单体冷库和专业冷藏车，日配送能力达 600 吨。公司生鲜产品销量始终位于北京市场领先地位，生猪屠宰量和生猪肉的市场份额均居北京市首位（市场份额约占 40%以上）。产品品牌“鹏程”先后荣获“2017 年中国消费者市场影响力品牌称号”、“品牌猪肉奖”、“5A 级优质猪肉奖”等荣誉。

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。旗下牛栏山酒厂具有“一个最大、三个最早、五个唯一”的行业优势，即北京地区保持自主酿造规模最大的白酒企业；北京地区白酒行业中最早拥有“中华老字号”、“中国驰名商标”和“中国酿酒大师”（首届）的企业；北京地区白酒行业中唯一一家“在太空开展清香型酒曲实验”、唯一一家获得“原产地标记保护产品”认定、唯一一家获得“全国工业旅游示范点”、唯一一家通过“国家级实验室”认可、唯一一家将“二锅头工艺标准”纳入国家标准的白酒企业。牛栏山二锅头传统酿造技艺被列入国家级非物质文化遗产名录，2018 年，由中国酒类流通协会和中华品牌战略研究院联合发布的第十届华樽杯中国酒类品牌价值 200 强榜单，“牛栏山”以 301.83 亿元的品牌价值位列 13 位。

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》，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；从事种植、养殖业和农林产品初加工的子公司免征企业所得税。

总体看，跟踪期内公司主营业务区域行业地位稳固，品牌影响力持续提升；作为农业类企业，公司能够享受一定税收减免优惠，具有良好的发展空间。

七、管理分析

2018年5月，公司召开的股东大会选举李颖林先生、李秋生先生和秦龙先生为公司董事，董事会选举李颖林先生为公司董事长。公司董事会重新选举产生了董事会提名委员会、董事会薪酬与考核委员会和董事会战略与投资委员会。公司董事会审议通过聘任安元芝先生为公司总经理、聘任李秋生先生为公司副总经理。跟踪期内，公司在内部控制、治理结构、管理制度等方面无重大变化。

李颖林先生，46岁，研究生学历，中共党员。历任北京市顺义区国有资本经营管理中心党委委员、副经理、北京顺义金融控股有限责任公司董事、副经理；北京顺鑫控股集团有限公司监事会主席；北京综合保税区开发管理有限公司监事会主席。现任北京顺鑫控股集团有限公司党委副书记，董事，经理；2018年5月起任公司董事长。

安元芝先生，47岁，研究生学历，历任公司副总经理兼董事会秘书，北京顺鑫控股集团有限公司董事，2018年5月起任公司总经理。

八、经营分析

跟踪期内，白酒制造及肉制品加工板块仍为公司主营业务收入核心来源，2018 年收入占比（白酒制造、肉类加工及种畜养殖）合计为97.64%，同比增加 15.01 个百分点，2019 年 1~3 月，白酒制造及肉制品加工收入合计占96.96%，保持平稳。2018 年，公司实现主营业务收入 120.34 亿元，同比增长 2.88%。其中，受益于泛全国化市场布局持续加速推进，白酒制造业务收入同比增长 43.82%至 92.78 亿元；2018 年，猪肉行业先后遭遇“价格下跌”、“非洲猪瘟”，公司肉类加工及种畜养殖板块收入同比分别下降 20.24%和 57.96%。其他业务主要包括房地产、纸业及食品加工，对收入贡献较小，2018 年同比下降 3.72%。

2018 年，公司主业毛利率为 39.82%，同比提升 5.99 个百分点，系毛利率较高的白酒业务占比提升所致。跟踪期内，受盈利水平相对较低的低档白酒销售额占比提升及纸制品等原材料价格上涨影响，公司白酒板块毛利率同比减少 5.23 个百分点至 49.63%，但仍保持较强的盈利能力。2018 年，受生猪价格下跌、非洲猪瘟影响，公司肉类加工业及种畜养殖业毛利率呈现此消彼长趋势；其中肉类加工业毛利率同比增加 2.68 个百分点至 7.20%，种畜养殖业毛利率大幅下滑至-100.00%，系生猪价格下滑及非洲猪瘟造成公司毛猪销量低，费用成本大导致毛利率大幅下滑。其他业务毛利率同比小幅增加 1.12 个百分点。

2019 年 1-3 月，公司实现主营业务收入 47.65 亿元，同比增长 19.95%，主要来自白酒业务的较快增长；综合毛利率同比减少 4.78 个百分点至 38.38%。其中，白酒制造板块营业收入同比快速增长 22.26%，毛利率同比下滑 5.72 个百分点；肉类加工收入实现同比增长 6.80%，毛利率同比变动不大；受非洲猪瘟影响，种畜养殖业收入同比下降 53.85%，毛利率大幅下滑至-224.27%，亏损扩大。

跟踪期内，公司白酒制造业务泛全国化市场布局持续推进，销售规模快速增长，带动公司主营业务收入持续增长，白酒板块低端占比提升，毛利率下滑。肉类加工及种畜养殖业盈利水平易受生猪价格波动影响。受益于主业格局进一步明晰，盈利能力较强的业务比重持续提升，公司综合盈利能力同比增强。

表 2　2017-2019 年 3 月公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务分类	2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
	业务收入	占比	毛利率	业务收入	占比	毛利率	业务收入	占比	毛利率
白酒制造业	64.51	55.15	54.86	92.78	77.10	49.63	39.60	83.11	44.88
肉类加工业	29.69	25.38	4.52	23.68	19.68	7.20	6.60	13.85	8.12
种畜养殖业	2.45	2.10	18.79	1.03	0.86	-100.00	0.18	0.38	-224.27
建筑工程业	17.36	14.84	6.74	--	--	--	--	--	--
其他	2.96	2.53	40.82	2.85	2.37	41.94	1.27	2.67	34.62
合 计	**116.97**	**100.00**	**33.83**	**120.34**	**100.00**	**39.82**	**47.65**	**100.00**	**38.38**

注：其他业务包括房地产、纸业及食品加工业；建筑工程业务已于 2017 年 10 月底剥离，经营部分不再单独分析

资料来源：公司提供

1. 白酒制造业

公司白酒生产及销售业务主要由下属牛栏山酒厂承担，是白酒制造业务收入及利润主要来源。此外，内蒙古顺鑫宁城老窖酒业有限公司（以下简称“宁城老窖”）也贡献一定收入，但规模小。2018 年，牛栏山酒厂实现营业收入 92.43 亿元，净利润 11.43 亿元，同比增长 81.43%。2018 年，宁城老窖实现营业收入 0.50 亿元，净利润-0.06 亿元。

牛栏山酒厂酿酒历史悠久，工艺传统具有较高市场认同度和美誉度，客户群稳定；主要生产以清香型“牛栏山”牌二锅头和浓香型“百年牛栏山”为代表的系列产品，产品共计 800 余种。截至 2019 年 3 月底，公司牛栏山成品酒产能为 65 万千升/年，较 2017 年底增加 17 万千升/年，主要得益于牛栏山酒厂东扩工程完工；其中低档酒 60 万千升/年、中档酒 4 万千升/年、高档酒 1 万千升/年。2017 年以来，公司延续“轻资产”经营模式，通过租用佳吉酒业资产新增成都生产基地，主要产品为 42 度陈酿，年总产量 3 万千升。成都生产基地于 2017 年 4 月正式投产，辐射范围以四川、云南、贵州、西藏、新疆、青海、陕西等西南、西北地区为主，为公司外埠市场业务扩张奠定基础。

从产销量来看，2018 年随着白酒行业整体复苏及自身白酒业务销售区域的快速拓展，公司全年实现产量 60.11 万千升（其中牛栏山酒厂占比为 99.76%），同比增长 36.32%，产能利用率达 90.39%，处于行业内较高水平；实现白酒销售量 62.10 万千升（其中牛栏山酒厂占比 99.81%），同比增长 44.66%；当期产销率为 103.31%，同比增加 5.96 个百分点。截至 2018 年底，公司白酒库存量 8.42 万千升，同比下降 19.10%。

表 3　2017-2018 年公司白酒分类生产及销售情况（单位：千升、万元，不含税）

品牌	品种	2017 年			2018 年		
		产量	销售量	销售金额	产量	销售量	销售金额
牛栏山	低档酒	423021	401383	471419.78	564493	577583	682704.48
	中档酒	11618	22046	78907.19	30028	35922	121461.3
	高档酒	5054	4824	89673.16	5157	6304	119404.93
	小计	**439693**	**428253**	**640000.13**	**599678**	**619809**	**923570.71**
宁城老窖	低档酒	490	377	852	609	456	604
	中档酒	707	602	2858	772	684	2532
	高档酒	67	60	1358	67	50	1049
	小计	**1264**	**1039**	**5068**	**1448**	1190	4185
合 计		**440957**	**429292**	**645068.13**	**601126**	**620999**	**927755.71**

注：公司将白酒档次划分为3个档次：单瓶售价在10元/500ml以下的为低档酒，10元至50元（含10元不含50元）为中档酒，50元以上的为高档酒

资料来源：公司提供

从产品结构看，牛栏山酒厂坚持“民酒”产品定位，产品覆盖高中低三个档次，跟踪期内产量及销量仍以低档白酒为主，产品结构稳定。2018 年，公司低档酒、中档酒及高档酒销售量占比分别为 93.08%、5.89%和 1.02%；销售额占比分别为 73.65%、13.36%和 12.98%，基本保持稳定。

从产品价格来看，2018 年公司白酒产品均价为 1.49 万元/千升，同比小幅下降；其中，牛栏山酒厂低档酒均价由 1.17 万元/千升增加至 1.18 万元/千升，中档酒均价下降 5.59%，高挡酒均价增长 1.94%。总体看，公司白酒产品相对于整个白酒市场而言，价位偏低，未来产品结构仍有较大升级空间。

从销售区域看，2018 年，公司泛全国化市场布局继续加速推进，牛栏山现已拥有 22 个亿

元以上省级（包括直辖市）销售市场，主力推广长三角、珠三角、华北、东北、西北等地区甄选 5-10 个外埠重点市场，将其培育为 5-10 亿元销售规模的省级样板市场。2018 年，公司白酒制造板块外埠市场销售收入占比提升 5.00 个百分点至 72.00%，成为经营规模快速扩张的核心增长点。

从成本上看，牛栏山酒厂白酒的生产成本主要为酒基、粮食和包装，其中酒基与包装材料为生产成本的主要构成，占比约在 90%左右，大部分酒基和部分包装材料由子公司生产，其余部分外购。跟踪期内，公司白酒板块生产要素成本结构变化不大，但随着销售区域的快速扩张带动需求增长以及纸制品为原料的包装材料（纸箱、纸盒）价格上涨，公司中低档酒原材料采购成本同比增幅较大。

表 4　2016-2018 年牛栏山白酒分类成本情况

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

资料来源：公司提供

公司“牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程项目”拟在保持白酒生产总量不变的条件下，通过改进生产工艺、更新灌装设备，将部分低档白酒产能向中档优质白酒转型，新增高品质基酒储存能力 12000 吨，新增配制酒灌装能力 50000 吨。同时建设研发中心、微生物培养实验楼以及对老旧的灌装、勾调等生产线、设备进行更新改造。截至 2019 年 3 月底，上述项目已完成投入 10.58 亿元，尚余投资 2.57 亿元；其中一期工程已竣工，验收工作正在进行中，二期工程主体完工，正在进行装饰装修工作。项目建成后，牛栏山酒厂的产能不发生变化，但将促进公司白酒产品结构升级，提高中高档白酒生产能力。

跟踪期内，公司坚持“大单品战略”，产品销售仍以牛栏山二锅头为主，价位偏低，未来产品结构升级空间较大。2018 年以来，公司持续推进泛全国化市场布局，外埠市场销售占比持续提升，公司白酒制造板块经营规模快速扩张，盈利能力保持良好水平。

2. 肉类加工及种畜养殖业

作为农业产业化龙头企业，公司建立了“公司＋基地＋农户”经营模式，并在北京、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完善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。

公司种猪繁育、生猪屠宰与肉食品加工销售主要由小店畜禽良种场（以下简称“小店良种场”）、鹏程食品分公司（以下简称“鹏程食品”）经营。鹏程食品是北京地区最大的猪肉生产基地，生鲜猪肉在北京市场占有40%以上的份额，是北京市“放心肉”定点供应单位和猪肉储备的定点承储单位，多次被指定为北京奥运会、青奥会、APEC国际会议、历届全国两会和北京市两会、“一带一路”国际高峰论坛、“十九大”等重大活动的肉食品供应商。2018年，鹏程食品实现收入18.96亿元，同比下降29.20%；实现净利润0.67亿元（2017年为0.51亿元）。

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

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

表5　2017-2018年公司肉类加工业采购、生产及销售情况

项目	2017年	2018年
祖代（套）	1640	1213
父母代（套）	12087	8918
屠宰能力（万头/年）	400	400
实际屠宰量（万头）	151.00	155.66
收购均价（元/公斤）	15.46	13.15
生猪肉制品（万吨）	16.55	15.08
生猪肉均价（元/公斤）	17.00	13.93
猪肉熟食（万吨）	0.97	0.96
猪肉熟食均价（元/公斤）	15.77	15.67

资料来源：公司提供

公司猪肉制品销售模式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、山西和内蒙等地区。销售渠道方面，公司已形成了以航空食品、酒店为主的高端产品网络；以连锁店、超市和大型商场为主的零售业网络；以国家机关、大专院校为主的集团消费网络；以城区居民消费为主的大型社区市场网络。截至2019年3月底，公司共建立销售网点3228家，其中北京地区2886家，北京以外地区342家。

产品结构方面，公司目前销售收入主要来自生猪屠宰，未来发展重点将转向下游熟食产业，并加快向保鲜调理和精细加工下游产业转型，充分利用渠道优势扩大市场占有率，提高附加值。公司熟食扩建车间已于2016年正式投产，2018年销售猪肉熟食制品0.96万吨，保持稳定。

总体看，公司生猪养殖产业链较为完整，跟踪期内收入结构仍以生猪屠宰为主，受2018年猪周期下行及非洲猪瘟影响，公司屠宰及肉制品加工业务采购均价和销售均价均有所下降，屠宰量和库存量有所增长，但销量下滑。生猪养殖盈利能力下滑，公司猪肉产业链向肉制品深加工的延伸能力仍有待提高。

3. 其他业务

房地产

公司房地产业务运营主体为北京顺鑫佳宇房地产开发有限公司（以下简称“佳宇地产”，公司持股比例100%），具备房地产开发一级资质。截至2018年底，佳宇地产资产合计74.79亿元，所有者权益合计-5.80亿元。2018年，佳宇地产实现营业收入1.55亿元，净利润-2.56亿元。

截至2018年底，佳宇地产在售及在建房

地产项目包括站前街商业金融二期项目（商务中心项目）、下坡屯项目（共两期）、包头望潮苑项目（共三期）及海南富海家园项目；总可售面积 61.39 万平方米，累计实现签约销售面积 38.14 万平方米，实现签约销售金额为 36.76 亿元。

截至 2018 年底，公司剩余可售面积 23.25 万平方米，其中站前街商业金融二期项目（商务中心项目）库存中商业写字楼产品占比较高，包头望潮苑及海南富海家园项目所在区域受有效需求大幅下滑、政府调控政策加码及产品定位与市场需求存在一定错配等因素综合影响，项目开发周期长，待售物业规模大，去化速度慢，对资金形成较大占用，盈利水平持续下滑。

表 6　截至 2018 年底公司在售及在建房地产项目（单位：万元/平方米、万平方米、亿元）

项目	计划总投资	截至 2018 年底已投资	均价	总可售面积	业态（住宅/商业）	累计签约销售面积	累计签约销售额
站前街商业金融二期项目（GBD）	21.00	20.40	住宅 2.47、底商 3.43、大商业 2.35、写字楼 2.75	13.17	住宅、商业及车位	6.43	14.94
包头望潮苑（共三期）	11.50	11.20	一、二期 0.87，商业 0.99，三期住宅 0.5	15.10	住宅及商业	7.41	4.99
海南富海家园项目	7.65	6.85	住宅 0.89	9.38	住宅及商业	6.54	6.15
下坡屯项目	66.45	40.69	回迁房 0.23，住宅 1.49，别墅、花园洋房 4.85	23.74	住宅	17.76	10.68
合计	**106.60**	**79.14**	--	**61.39**	--	**38.14**	**36.76**

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司房地产在建项目预计总投资额为 106.60 亿元，已投资 79.14 亿元，尚余投资 27.46 亿元，仍存在较大资金需求。

总体看，在房地产行业区域景气度分化背景下，公司部分在售项目所在区域政策调控力度大，下游有效需求不足，库存去化周期长，对资金形成较大占用。随着“聚焦主导产业，调整剥离其他产业”战略逐步深化，房地产板块将以去化为发展主线，业务规模将持续收缩。

4. 经营效率

2018 年，公司销售债权周转次数为 34.29 次，同比有所提升；存货周转次数和总资产周转次数分别为 0.90 次和 0.63 次，同比略有下滑。总体看，受益于产品消费性质及销售结算特点等因素，公司白酒制造及肉类加工板块经营效率良好；房地产板块受项目周期长，一定程度拉低存货周转效率。

5. 未来发展

未来，公司将结合“一带一路”、“京津冀一体化”等国家战略发展机遇，坚持以产业经营为基础，资本运营为手段，围绕“主业突出、业务清晰、同业整合、价值实现”发展目标，实施归核化发展战略，聚焦酒业、肉食两大主业，逐步剥离其他业务。同时，通过整合内外部资源，推动产业规模扩大、资产价值提升，进而实现企业价值与股东利益的最大化。

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。

十、财务分析

公司提供的 2018 年度财务报表已经北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具标准无保留意见的审计报告。公司提供的 2019 年一季度财务报表未经审计。

合并范围方面，2018 年公司纳入合并范围子公司 14 家，因投资设立内蒙古顺鑫农业小店种猪育种有限公司增加一家；截至 2019 年 3 月底，公司合并范围较 2018 年底无变化，财务数据可比性较强。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额为 198.51 亿元，所有者权益合计 77.29 亿元（含少数股东权益 0.20 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 120.74 亿元，利润总额 10.59 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 204.03 亿元，所有者权益合计 71.56 亿元（含少数股东权益 0.18 亿元）；2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 47.65 亿元，利润总额 6.09 亿元。

1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额为 198.51 亿元，同比增长 7.81%；其中流动资产占 77.18%，非流动资产占 22.82%，公司资产构成仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产 153.21 亿元，同比增长 10.69%，构成主要为货币资金（占 40.29%）和存货（占 53.61%）。

截至 2018 年底，公司货币资金为 61.72 亿元，同比增长 21.13%，主要系预收白酒销售款增长；以银行存款为主，无受限货币资金。

截至 2018 年底，公司存货 82.13 亿元，同比增长 5.07%，其中库存商品占 20.47%、开发产品占 28.28%、开发成本占 48.42%。截至 2018 年底，公司房地产类存货规模 62.99 亿元，占存货比重 76.69%；其中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，开发成本主要包括牛栏山下坡屯项目（期末余额 33.12 亿元）、鑫泽园、小店项目、商务中心项目和海南项目。截至 2018 年底，公司存货对消耗性生物资产计提跌价准备 0.20 亿元，对开发产品计提跌价准备 0.24 亿元。总体看，公司房地产类存货占比高，竣工未售产品去化速度慢，在建项目未来仍存在资金需求，存货流动性偏弱，对资金形成较大占用。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产为 45.30 亿元，同比下降 0.90%，主要由固定资产（占 69.02%）和无形资产（占 16.58%）构成。

截至 2018 年底，公司固定资产账面价值 31.27 亿元，同比下降 0.83%；固定资产构成主要为房屋及建筑物（占 63.30%）和机器设备（占 27.42%）；累计折旧 12.26 亿元，计提减值准备 119.73 万元。同期，公司无形资产 7.51 亿元，主要为土地使用权。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额较 2018 年底增长 2.78%至 204.03 亿元；其中流动资产占比 77.78%，资产构成变化不大。

跟踪期内，公司资产规模保持增长，仍以流动资产为主，资产结构稳定。流动资产中货币资金充裕，以开发产品、开发成本为主的存货占比大；非流动资产主要由固定资产和无形资产构成。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。

2. 负债及所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 77.29 亿元（含少数股东权益 0.20 亿元），同比增长 8.44%，主要来自未分配利润的增长；从构成来看，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 7.40%、资本公积占 36.30%、盈余公积占 7.97%、其他权益工具占 12.97%、未分配利润占 35.36%。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益较 2018 年底下降 7.41%至 71.56 亿元（含少数股东权益 0.18 亿元），系原计入其他权益工具的永续中票“16 顺鑫农业 MTN001”本期转入一年内到期的非流动负债所致。总体看，公司所有者权益结构稳定性尚可。

截至 2018 年底，公司负债总额为 121.22 亿元，同比增长 7.42%；其中，流动负债占 72.23%，非流动负债占 27.57%，较 2017 年底变动不大。

截至 2018 年底，公司流动负债 87.56 亿元，同比增长 7.12%，主要来自预收款项的增长。从构成看，主要由短期借款（占 22.84%）和预收款项（占 64.57%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 20.00 亿元，同比下降 41.18%，其中保证借款 16.00 亿元，信用借款 4.00 亿元；预收款项 56.54 亿元，同比增长 49.37%，主要受益于白酒制造业务规模快速扩张带动预收货款增长所致。

截至 2018 年底，公司非流动负债 33.66 亿元，同比增长 8.19%，由长期借款、应付债券和长期应付款构成。截至 2018 年底，公司长期借款 11.13 亿元，同比增长 41.03%；其中抵押借款 9.13 亿元，信用借款 2.00 亿元；应付债券 10.98 亿元，包括公司发行的 2015 年第一期公司债券（发行规模 10 亿元），2018 年 5 月回售面值 0.30 亿元，期末余额 9.99 亿元；2015 年第二期公司债券（发行规模 10 亿元），2018 年 10 月回售面值 9.07 亿元，期末余额 1.00 亿元；长期应付款为 11.55 亿元，同比增加 8.67 亿元，全部为应付融资租赁款。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额为 132.47 亿元，较 2018 年底增长 9.28%，系短期借款、一年内到期的非流动负债及其他流动负债增长。公司短期借款为 24.00 亿元，较 2018 年底增长 20%；一年内到期的非流动负债为 10.19 亿元，为“16 顺鑫农业 MTN001”（发行规模 10 亿元）将于 2019 年 9 月到期；其他流动负债为 5.00 亿元，系公司 2019 年 2 月发行 5 亿元的超短期融资券“19 顺鑫农业 SCP001”。

截至 2018 年底，公司全部有息债务为 53.66 亿元，同比下降 21.22%；其中短期债务占 37.27%，长期债务占 62.73%。债务指标方面，2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率同比均有所下降，分别为 61.07%、40.98%和 30.34%，同比分别减少 0.22 个、7.89 个和 0.05 个百分点。考虑到公司发行的永续中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，若将 10 亿元永续中期票据纳入有息债务核算，截至 2018 年底，公司全部债务为 63.66 亿元，同比下降 18.50%；资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 66.10%、48.61%和 39.35%。

截至 2019 年 3 月底，公司有息债务合计 74.50 亿元（包括重分类至“一年内到期的非流动负债”的 10 亿元永续中票“16 顺鑫农业 MTN001”），较 2018 年底的全部债务（包含永续中票）增长 17.03%，系公司长短期借款增长、以及发行超短期融资券所致；公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 64.93%、51.01%和 33.04%。

跟踪期内，公司有息债务规模波动下降，公司现金类资产充裕，债务负担尚可。

3. 盈利能力

2018 年，公司营业收入同比增长 2.90%至 120.74 亿元。同期，公司营业成本同比下降 6.50%至 72.50 亿元，系 2018 年合并范围内不

再包括低毛利的建筑业务，从而营业成本有所下降。2018 年公司营业利润率同比提升 3.80 个百分点至 26.70%。

从期间费用来看，2018 年公司期间费用同比下降 2.15%，期间费用率为 17.08%，同比小幅下降 0.88 个百分点。其中，销售费用及管理费用仍为期间费用的主要构成，2018 年占比分别为 59.75%和 33.24%，主要为广告费（6.28 亿元）、运输费（3.47 亿元）和职工工资（2.45 亿元）；财务费用随有息债务规模收缩及利息收入增长，同比下降 8.94%。总体看，公司期间费用对利润形成一定侵蚀，控制能力有待提升。

盈利指标方面，2018 年公司总资本收益率和净资产收益率同比均呈上升趋势，分别为 7.02%和 9.42%，同比分别提升 2.39 个和 3.21 个百分点。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 47.65 亿元，同比增长 19.95%，主要来自白酒业务收入增长；营业成本同比增长 30.00%，公司营业利润率同比减少 1.36 个百分点至 27.93%。同期，公司销售费用同比增长 23.06%，系销售费用持续投入增加所致；利润总额 6.09 亿元，同比增长 22.85%。

跟踪期内，公司白酒制造业务持续快速拓展，带动公司营业收入增长，公司综合盈利能力提升。

4. 现金流及保障

2018 年，随着白酒业务经营规模的持续提升，公司经营活动现金流入同比增长 4.89%至 164.57 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；经营活动现金流出 132.82 亿元，同比变动不大。其中支付其他与经营活动有关的现金 11.68 亿元，主要为运输费 3.47 亿元、广告费 6.41 亿元等。同期，经营活动产生的现金流量净额同比增长 28.52%至 31.75 亿元。经营获现质量方面，2018 年公司现金收入比为 135.69%，同比增加 2.65 个百分点，公司经营活动获现能力强。

从投资活动看，2018 年公司投资活动现金流入 0.12 亿元；公司投资活动现金流出为 2.47 亿元，主要为购建固定资产、无形资产等支付的现金；2018 年，公司投资活动现金流量净额为-2.35 亿元。2018 年，公司筹资活动前现金净流量为 29.41 亿元，公司经营活动现金净流量能够满足当期投资活动支出需求。

2018 年，公司筹资活动现金流入为 57.19 亿元，同比增长 34.26%，全部为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出 75.83 亿元，同比增长 61.93%，主要为偿还债务支付的现金；筹资活动现金流量净额为-18.64 亿元。

2019 年 1-3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 2.37 亿元；投资活动产生的现金净流量为-0.53 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 9.92 亿元。

跟踪期内，公司白酒业务保持良好的经营获现能力，经营活动现金流净额同比持续提升，能够满足当期投资支出。考虑到公司在建房地产项目未来仍存在较大投资，公司存在一定对外融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，2018 年底公司流动比率和速动比率分别为 174.98%和 81.18%，受存货规模较大影响，公司速动比率处于较低水平。截至 2019 年 3 月底，上述两项指标分别为 163.35%和 84.42%。2018 年，公司经营现金流动负债比为 36.27%，同比增加 6.04 个百分点；考虑到公司货币资金充沛，经营获现能力良好，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力看，2018 年公司 EBITDA 为 15.10 亿元，公司 EBITDA 利息倍数提升至 4.49 倍，全部债务/EBITDA 倍数为 3.55 倍，公司 EBITDA 对利息及全部债务的保障能力较强。总体看，公司偿债能力强。

截至 2019 年 3 月底，公司合并范围内共获得银行授信 177.30 亿元，未使用额度 146.49 亿元，间接融资渠道顺畅；公司为深交所上市公

司，直接融资渠道畅通。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

5. 过往债务履约情况

根据公司贷款卡查询的中国人民银行企业基本信用信息报告（信用代码为：G10110113016362100），截至 2019 年 5 月 23 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

6. 抗风险能力

公司作为北京地区最大的肉制品生产商，是国家农业产业化重点龙头企业，已形成“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。公司白酒制造业务盈利能力强，产品具有较强知名度和美誉度，在外部发展环境、品牌影响力以及区域市场竞争方面具备一定优势。总体看，公司抗风险能力强。

十一、存续债券偿还能力分析

2018 年，公司 EBITDA 对“16 顺鑫农业 MTN001”保障倍数为 1.51 倍，EBITDA 对“16 顺鑫农业 MTN001”保障能力较强。

表 7　公司存续债券概况（单位：亿元）

债券名称	发行额度	余额	存续期
16 顺鑫农业 MTN001	10.00	10.00	2016/9/27-2019/9/27
15 顺鑫 01	10.00	9.70	2015/5/13-2020/5/13
15 顺鑫 02	10.00	0.9278	2015/10/26-2020/10/26
19 顺鑫农业 SCP001	5.00	5.00	2019/2/28-2019/11/25
合计	**35.00**	**25.6278**	--

注：“15顺鑫02”行权日为2018年10月26日

资料来源：公开信息整理

截至 2019 年 3 月底，公司存续债券共计 25.6278 亿元，包括“16 顺鑫农业 MTN001”、“15 顺鑫 01”、“15 顺鑫 02”和“19 顺鑫农业 SCP001”。以到期日计，公司一年内到期债券余额合计 15 亿元，分别为“16 顺鑫农业 MTN001”和“19 顺鑫农业 SCP001”，截至 2019 年 3 月底，公司现金类资产为 75.85 亿元，为一年内到期债券余额的 5.06 倍，保障能力强；2018 年，公司经营活动现金流入量为应付债券余额的 6.42 倍，经营活动现金流量净额为应付债券余额的 1.24 倍，公司 EBITDA 为应付债券余额的 0.59 倍，公司经营活动现金流量净额对公司应付债券余额保障能力较强。

表8　公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

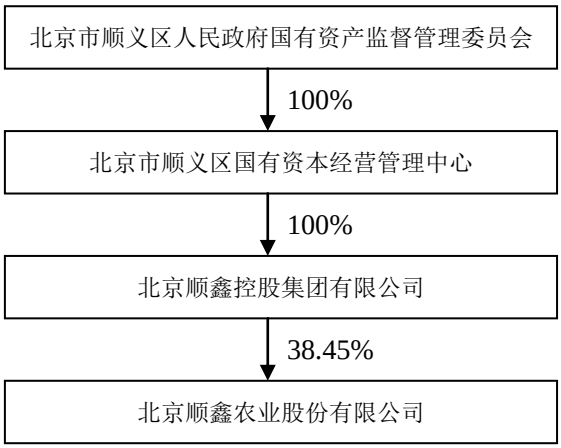
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	15.00
现金类资产/一年内到期债券余额	5.06
经营活动现金流入量/应付债券余额	6.42
经营活动现金流净额/应付债券余额	1.24
EBITDA/应付债券余额	0.59

资料来源：联合资信整理

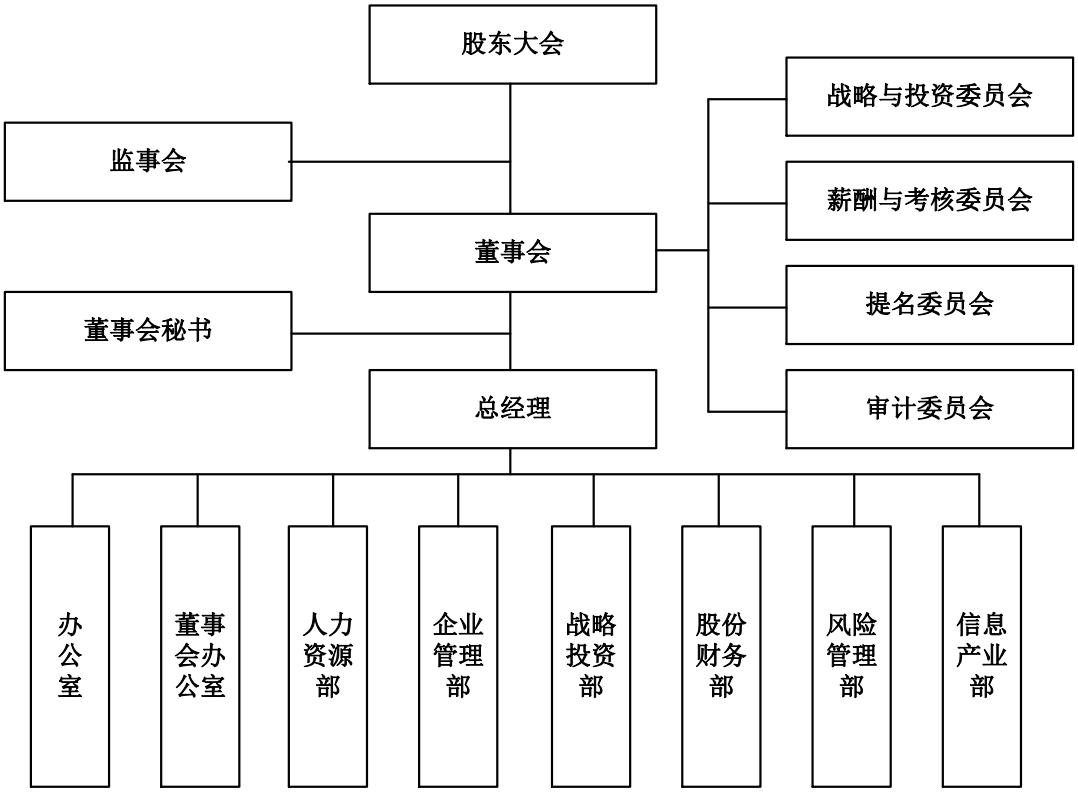
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA^+，“16 顺鑫农业 MTN001”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织架构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	43.04	54.10	63.96	75.85
资产总额(亿元)	178.35	184.12	198.51	204.03
所有者权益(亿元)	68.22	71.27	77.29	71.56
短期债务(亿元)	47.16	37.00	20.00	39.19
长期债务(亿元)	32.54	31.11	33.66	35.31
全部债务(亿元)	79.70	68.11	53.66	74.50
营业收入(亿元)	111.97	117.34	120.74	47.65
利润总额(亿元)	5.45	6.37	10.59	6.09
EBITDA(亿元)	10.51	10.96	15.10	--
经营性净现金流(亿元)	10.08	24.71	31.75	2.37
财务指标				
销售债权周转次数(次)	28.74	31.22	34.29	--
存货周转次数(次)	0.95	0.99	0.90	--
总资产周转次数(次)	0.66	0.65	0.63	--
现金收入比(%)	123.00	133.04	135.69	109.59
营业利润率(%)	23.12	22.90	26.70	27.93
总资本收益率(%)	4.72	4.63	7.02	--
净资产收益率(%)	6.23	6.21	9.42	--
长期债务资本化比率(%)	32.30	30.39	30.34	33.04
全部债务资本化比率(%)	53.88	48.87	40.98	51.01
资产负债率(%)	61.75	61.29	61.07	64.93
流动比率(%)	169.94	169.34	174.98	163.35
速动比率(%)	68.77	73.70	81.18	84.42
经营现金流动负债比(%)	13.08	30.23	36.27	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.71	3.38	4.49	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.59	6.22	3.55	--

注：1. .公司 2019 年一季度财务数据未经审计；2. 公司短期债务中考虑了其他流动负债中的超短期融资券；3.长期债务中考虑了长期应付款中的融资租赁款。4.2016~2018 年所有者权益中含 10 亿元永续中期票据

附件 3　主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含　义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含　义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变