

# 信用等级公告

联合[2019] 633 号

联合资信评估有限公司通过对北京顺鑫控股集团有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2019 年度第二期中期票据进行综合分析和评估，确定北京顺鑫控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA，北京顺鑫控股集团有限公司 2019 年度第二期中期票据信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一九年三月二十二日



# 北京顺鑫控股集团有限公司

## 2019 年度第二期中期票据信用评级报告

### 评级结果:

主体长期信用等级: AA  
 评级展望: 稳定  
 本期中期票据信用等级: AA  
 本期中期票据发行额度: 5 亿元  
 本期中期票据期限: 3 年  
 偿还方式: 按年付息, 到期一次还本  
 发行目的: 偿还有息债务  
 评级时间: 2019 年 3 月 22 日

### 财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
现金类资产(亿元)	40.80	81.97	72.23	76.93
资产总额(亿元)	234.59	283.15	281.84	291.21
所有者权益(亿元)	72.91	85.36	87.15	88.38
短期债务(亿元)	81.19	131.90	102.71	102.59
长期债务(亿元)	55.53	38.00	49.07	61.95
全部债务(亿元)	136.73	169.90	151.78	164.54
营业收入(亿元)	169.50	221.14	261.16	223.63
利润总额(亿元)	4.44	3.82	5.03	4.86
EBITDA(亿元)	14.32	14.59	16.33	--
经营性净现金流(亿元)	4.79	6.79	24.05	4.95
营业利润率(%)	16.63	13.04	12.85	12.69
净资产收益率(%)	3.62	3.01	3.07	--
资产负债率(%)	68.92	69.86	69.08	69.65
全部债务资本化比率(%)	65.22	66.56	63.52	65.06
流动比率(%)	144.37	121.87	131.31	136.21
经营现金流动负债比(%)	4.51	4.25	16.52	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.55	11.64	9.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.91	2.11	2.28	--

注: 1. 2018 年 1~9 月财务数据未经审计; 2. 短期债务及相关指标计算包含其他流动负债中的有息债务, 长期债务及相关指标计算包含长期应付款和其他非流动负债中的有息债务; 3. 现金类资产未剔除受限货币资金; 4. 2015 年底所有者权益中包含 10 亿元永续中期票据, 2016~2018 年 9 月底所有者权益包含 20 亿元永续中期票据。

### 分析师

刘晓濛 王喜梅 刘伟炬

邮箱: [lianhe@lhratings.com](mailto: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](http://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,近年来随着自身经营战略调整及外部环境变化,形成了白酒、猪肉及贸易等多元化经营格局。联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在股东背景、区域行业地位、品牌知名度等方面具备较强竞争优势。近年来,凭借较为完善的营销体系、持续提升的产品认可度及“牛栏山”品牌知名度,公司白酒系列业务泛全国化布局成效显著,行业地位与市场竞争力进一步增强,成为拉动公司业绩提升的核心增长点;猪肉系列屠宰量与生鲜产品销量在北京市场份额领先。同时,联合资信也关注到,公司猪肉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、债务负担重等因素对其经营与发展可能带来的不利影响。

近年来,受益于主业良好的经营获现能力,公司经营活动净现金流逐年提升。未来,随着大众消费水平与外埠市场产品结构逐步升级、牛栏山升级改造项目投资,公司白酒业务规模有望保持较快增速,主业盈利能力保持良好水平。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以及本期中期票据偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司本期中期票据到期不能偿付的风险低,安全性高。

### 优势

1. 公司作为北京市顺义区所属国有大型控股型企业,股东实力强,区域行业地位突出;已形成白酒、猪肉、贸易等多元化经营格局,有利于分散经营风险。
2. 公司旗下拥有“牛栏山”、“宁城”、“鹏程”、

“顺鑫”、“小店”及“牵手”共 6 个中国驰名商标；2017 年“牛栏山”以 220.77 亿元的品牌价值位列第九届华樽杯中国酒类品牌价值 200 强榜单，品牌知名度高。

3. 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，公司白酒业务泛全国化布局成效显著；截至 2018 年 9 月底已在河北、内蒙古、江苏等 18 个省级区域形成亿元级市场，带动经营规模快速扩张，2018 年前三季度白酒销量同比增长 53.28%。
4. 公司拥有北京地区最大的安全猪肉生产基地，生鲜产品销量始终位于北京市场领先地位，其中生猪屠宰量和生猪肉的市场份额均居北京市首位(市场份额占 40%以上)。

#### 关注

1. 公司贸易业务易受汇率及商品价格波动影响，盈利能力弱。
2. 公司猪肉系列业务以生猪屠宰为主，经营规模及盈利能力易受行业周期和疫情影响，肉类产品市场价格波动大。
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风险和价格波动风险，对资金形成较大占用。
4. 近年来，公司有息债务规模波动增长，母公司债务占比较高，整体债务负担重，债务结构有待优化。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由北京顺鑫控股集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；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。

# 北京顺鑫控股集团有限公司

## 2019 年度第二期中期票据信用评级报告

### 一、主体概况

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

2009 年 7 月，根据北京市顺义区人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“顺义区国资委”）出具的顺国资复[2009]21 号文，将北京顺鑫投资管理公司和北京霞光食品工业公司持有公司的股权无偿划转给北京市顺义区国有资本经营管理中心（以下简称“顺义国资中心”），自此，顺义国资中心持有公司 100.00%的股份；2014 年 12 月，公司更为现名。截至 2018 年 9 月底，公司注册资本与实收资本为 8.50 亿元，顺义国资中心持有公司 100% 股权，公司实际控制人为顺义区国资委。

公司经营范围包括种植业，养殖业及其产品加工销售；农业技术开发；农业产前、产中、产后服务；销售百货、日用百货、五金交电、化工、针纺织品；房地产开发；销售自行开发的商品房；出租办公用房；出租商业用房；投资管理；物业管理；园林绿化服务；施工总

承包；专业承包。

截至 2018 年 9 月底，公司纳入合并范围的子公司共计 30 家，其中直接持股的上市公司北京顺鑫农业股份有限公司（以下简称“顺鑫农业”）于 1998 年 11 月在深交所挂牌上市（股票简称“顺鑫农业”，股票代码“000860”）；截至 2018 年 9 月底，公司持有顺鑫农业股权 38.45%（未质押）。

表 1 顺鑫农业主要财务数据（单位：亿元）

时间	资产	权益	收入	净利润
2017 年度	184.12	71.27	117.34	4.42
2018 年 1-9 月	178.05	75.30	92.03	5.20

资料来源：Wind 资讯

截至 2018 年 9 月底，公司下设风险管理部、战略投资部、企业管理部、集团计划财务部、经理办公室等 8 个职能部门。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额为 281.84 亿元，所有者权益合计 87.15 亿元（含少数股东权益 41.24 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 261.16 亿元，利润总额 5.03 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 291.21 亿元，所有者权益合计 88.38 亿元（含少数股东权益 44.38 亿元）；2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 223.63 亿元，利润总额 4.86 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。

### 二、本期中期票据概况

公司于 2017 年注册额度 20 亿元的中期票据，于 2018 年 8 月发行额度为 5 亿元的 2018 年第一期中期票据，期限 3 年；于 2019 年 3

月发行 2019 年第一期中期票据，期限 3 年，发行额度 10 亿元，募集资金全部用于偿还有息债务。

公司本次拟发行 2019 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），期限 3 年，发行额度 5 亿元，按年付息，到期一次还本，募集资金全部用于偿还有息债务。

本期中期票据无担保。

### 三、宏观经济与政策环境

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

展望2019年，国际贸易保护主义抬头、欧洲部分国家民族主义走强等因素将进一步增加世界经济复苏进程的不确定性。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，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化市场化改革、扩大高水平开放，继续打好三大攻坚战，统筹推进稳增长、促改革、调结构、惠民生、防风险工作，推动经济高质量发展，2019年经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速或逐步企稳，但在经济增速放缓以及大幅减税降费背景下，积极财政政策为基建提供资金支持的作用受到限制，加上城投企业转型对基建投资的拖累效应，基础设施建设投资增速提升空间受到一定影响；在转型升级产业、高新技术制造业投资的拉动下，制造业投资将保持较快增长；在中国城镇化进程持续推进以及房地产长效机制逐步建立的背景下，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。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；受到2018年经济下行、环保限产、去产能、结构升级等造成相关产品进口增速下降的影响，进口增速或将继续回落。总体来看，考虑到投资增速仍有可能回落、居民消费保持平稳增长以及进出口增速或继续回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

#### 四、行业与区域经济环境分析

##### 1. 贸易行业

###### （1）国际贸易

近年来，新兴经济体和发展中国家出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对内外贸形势构成一定负面因素。2017年世界经济温和复苏，“一带一路”政策稳步推进，国际大宗商品价格同

比增长，国内整体经济稳中向好，上述因素共同推动中国进出口贸易总额持续增长，当期中国实现进出口贸易总额 4.10 万亿美元，同比增长 11.37%，扭转连续两年下降的局势，其中实现出口总额 2.26 万亿美元，同比增长 7.91%，实现进口总额 1.84 万亿美元，同比增长 15.94%。分地区来看，2017 年，中国主要贸易伙伴经济复苏好于预期，国际市场需求回暖，中国对欧盟、美国和东盟进出口分别增长 15.5%、15.2% 和 16.6%，三者合计占中国进出口总值的 41.8%；同期，中国对“一带一路”沿线国家进出口增势较好，对俄罗斯、波兰和哈萨克斯坦等国进出口分别增长 23.9%、23.4% 和 40.7%，均高于总体增幅。大宗商品价格方面，2017 年国际市场大宗商品价格上涨带动中国进口价格指数上升至 109.4，价格对进口增长的贡献率为 52.6%；同期进口原材料价格上涨影响传导至出口制成品，2017 年中国出口价格指数为 103.9，价格对出口增长的贡献率为 37.3%。同时，中国外贸出口先导指数在 2017 年 6 月结束连续 8 个月的上升首次出现下滑，截至 2017 年 12 月底，中国外贸出口先导指数为 41.10，较上月回落 0.70。

2018 年前三季度外贸实现较快增长，结构持续优化，动力转换加快，质量和效益进一步提高，稳中向好的态势进一步巩固。根据海关统计，2018 年前三季度中国进出口总额 22.28 万亿元人民币，同比增长 9.9%；其中出口 11.86 万亿元，同比增长 6.5%；进口 10.42 万亿元，同比增长 14.1%；同期，中国一般贸易进出口 13.02 万亿元，增长 13.5%，占进出口总值的 58.4%，比去年同期提升 1.9 个百分点，贸易方式结构有所优化。从主要贸易伙伴来看，2018 年前三季度，中国对欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.3%、6.5% 和 12.6%，三者合计占中国进出口总值的 41.2%。同期，中国对俄罗斯、波兰和哈萨克斯坦等部分“一带一路”沿线国家进出口分别增长 19.4%、11.9% 和 11.8%，均高于总体增幅。从商品结构看，机电产品出口

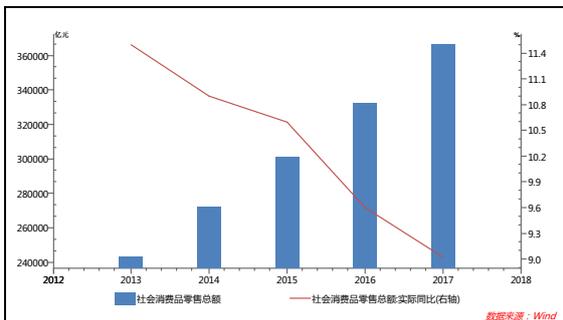
6.91 万亿元，增长 7.8%，占比提高 0.7 个百分点至 58.3%。其中，集成电路、汽车及其底盘、手机及零件等产品出口分别增长 22.1%、16.2% 和 10.7%。计算机及部件、集成电路、电动机及发电机等机电产品出口附加值进一步提高，出口单价分别增长 9.6%、12.2% 和 9.5%。服装、玩具等七大类劳动密集型产品出口 2.29 万亿元，下降 0.8%。

近几年，中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。但值得注意的是，受世界经济政策环境不确定性加大、国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境仍不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。全球贸易保护趋势有所增长，在施加关税壁垒影响的同时，国家间的非关税壁垒作用日渐凸显，主要表现为各种强制的安全认证、国际标准要求、产品质量及其管理体系的认证要求、节能要求及日趋严格的环保要求与废旧家电的回收等要求，贸易保护及某些国家、地区实施的反倾销措施引起的贸易摩擦，中美贸易战等，均加重了企业的成本费用负担，并对企业的市场拓展带来了新的挑战。

## （2）国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的态势，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。根据国家统计局数据，2017 年全年社会消费品零售总额 366262 亿元，比上年增长 9.02%。2018 年以来，国内消费市场规模保持平稳增长，消费结构不断升级，消费对经济增长的基础性作用持续增强。2018 年 1~9 月，社会消费品零售总额 27.40 万亿元，同比增长 9.3%，前三季度，最终消费支出对经济增长的贡献率达到 78%，比上年同期提高了 14 个百分点。

图1 社会消费品零售总额及增长率情况  
(单位: 亿元、%)



资料来源: Wind 资讯

具体来看, 2017年, 中国基建投资额维持了13.86%的增速, 同比呈现小幅下降态势; 固定资产投资额增速虽有所放缓, 仍保持较大规模; 房地产开发投资规模增速较上年基本持平, 下游投资规模的稳定发展对大宗商品生产资料的需求提供一定支撑, 加之主要大宗商品延续了2016年供给侧结构改革以及居民消费意愿的回升, 均一定程度上拉动内贸市场的发展。从生产资料市场运行情况来看, 2017年全年生产资料销售总额达到67.3万亿元, 可比价同比增长5.3%, 较上年同期收窄2个百分点。受供需关系影响与成本增加推动, 生产资料市场价格呈现波动上扬态势, 从全年走势来看, 大宗商品价格总指数、钢铁类指数、矿产类指数和有色类指数受阶段性供需错配影响均呈现不同程度V字形走势, 说明国内大宗商品仍面临较大的价格波动风险。

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

## 2. 白酒制造业

2002~2012年是白酒的“黄金十年”, 白酒行业产量快速上升, 销售收入节节攀升。经历了长达十余年的高速增长期后, 2012~2015年中国白酒产业进入深度调整期, 企业分化显现。在历经限制“三公”消费、销售低迷、库存高企、减产、降价的冲击后, 2016~2017年白酒行业处于复苏回暖期, 向上趋势延续, 伴随居民收入快速增长及消费能力提升, 商务消费和个人消费已逐渐承接了之前的政府消费, 行业呈现量价齐升的态势。2018年, 随着行业复苏的持续, 白酒企业纷纷发力中高端, 行业并购增加, 集中度提升, 两极分化现象持续。

2017年, 全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量1198.06万千升, 同比增长6.86%。从行业内企业经营效益来看, 2017年纳入到国家统计局范畴的规模以上白酒企业1593家, 累计完成销售收入5654.42亿元, 同比增长14.42%; 累计实现利润总额1028.48亿元, 同比增长35.79%, 受益于白酒行业的回暖, 白酒企业的经营效益显著提升, 特别是中高端白酒企业效益提升尤为突出。2018年1~10月, 全国规模以上白酒企业完成酿酒总产量727.89万千升, 同比增长1.47%; 纳入到国家统计局范畴的规模以上白酒企业1444家, 其中亏损企业178个, 企业亏损面为12.33%; 规模以上白酒企业累计完成销售收入4433.86亿元, 与上年同期相比增长12.08%; 累计实现利润总额968.16亿元, 与上年同期相比增长26.96%; 亏损企业累计亏损9.81亿元, 比上年同期增长3.32%。

从价格来看, 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; 2017年, 市场需求良好, 高端白酒率先涨价, 在其带动下, 国内白酒价格整体涨幅

进一步扩大,根据国家发改委数据,2017年国内36个大中城市高端白酒平均价格同比涨幅12.18%,涨幅较2016年增加9.27个百分点,而同期中低端白酒平均价格仅有小幅上涨。

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,2017年前五大白酒上市公司收入占行业比重为22.73%,同比增加7.24个百分点。

总体看,2017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。

#### (1) 行业政策

1989年政府整顿白酒消费,部分白酒企业陷入困境;1998~2003年,从量计税政策实施,促使白酒企业开发高端白酒提升产品线;2012年开始整治三公消费,白酒由政务消费开始转向大众消费。政策的变化对行业发展形成了较大的影响,改变了行业发展环境。

国家发改委发布的《产业结构调整指导目录(2011年本)》(国家发改委令9号),延续了《产业结构调整指导目录(2005年本)》(国家发改委令40号)中的规定,将“白酒

生产线”列入“限制类”。根据《国务院关于发布实施〈促进产业结构调整暂行规定〉的决定》(国发[2005]40号),对此类项目,国家有关部门要根据产业结构优化升级的要求,遵循优胜劣汰的原则,实行分类指导,允许企业在一定期限内采取措施改造升级,金融机构按信贷原则继续给予支持。

2012年3月,国务院召开第五次廉政工作会议,提出2012年要重点抓好政府采购建交易平台、推进预算决算公开、禁止超标使用办公费等方面工作。会议在谈到“禁止超标使用办公费”提出“禁止用公款购买香烟、高档酒和礼品”。

2014年11月25日,财政部与国家税务总局发布《关于调整消费税政策的通知》,通知规定取消酒精消费税。取消酒精消费税后,“酒及酒精”品目相应改为“酒”,并继续按现行消费税政策执行。

根据《国家税务总局关于白酒消费税最低计税价格核定问题的公告》(国家税务总局公告2015年第37号)的规定,纳税人将委托加工收回的白酒销售给销售单位,消费税计税价格低于销售单位对外销售价格(不含增值税)70%以下,属于《中华人民共和国消费税暂行条例》第十条规定的情形,应该按照《国家税务总局关于加强白酒消费税征收管理的通知》(国税函(2009)380号)规定的核价办法,核定消费税最低计税价格。

2017年8月,中共贵州省委办公厅、贵州省人民政府办公厅印发《贵州省公务活动全面禁酒的规定》(以下简称“《规定》”)。根据《规定》,自2017年9月1日起,贵州全省范围内的公务活动,一律禁止提供任何酒类,一律不得饮用任何单位和个人提供的任何酒类,包括私人自带的酒类。全省范围内的公务活动,一律禁止公款赠送任何酒类。在工作时间内和工作日午间,一律不准饮酒。此外,重大外事活动和招商引资活动,确需提供酒类和饮酒的,须按一事一购买、一事一审批的原则,由

承办单位报分管该单位或该项工作的负责同志审批，同时报同级纪委备案。

总体看，白酒行业的行业政策清晰稳定，有利于规范和促进行业未来发展。在反腐的大环境下，公务消费对白酒的需求贡献不再明显。

## (2) 行业关注

### 中端白酒市场竞争加剧

受中央反腐败、反“三公”消费和军队“禁酒令”的影响，未来高端白酒的销量仍难以显著回升。而中端白酒由于产品价位适中、消费群体稳定、受宏观经济和政策影响小等原因，将代替高端白酒成为白酒行业新的增长点。在此行业形势下，一方面高端白酒厂家将调整产品结构、通过推出中端产品来满足市场的需求，另一方面居民可支配收入增加将带来消费升级，地方酒企均努力实现从自身低档白酒向中端白酒的转型优化升级，使得未来中端白酒的市场竞争将最为激烈。

### 酒类消费结构多元化成为趋势

随着人们生活水平的不断提高和健康意识的不断增强，少饮白酒甚至不饮白酒的意识可能给白酒行业的发展带来一定影响。高端白酒还面临着高端葡萄酒和洋酒的竞争。近年来随着葡萄酒行业的景气度上升，和消费者对健康消费的日益关注，葡萄酒在商务消费和礼品消费上都对高端白酒形成了明显的替代，未来随着张裕等葡萄酒企业高端化路线的继续深入，高端白酒市场将面临更大的替代品竞争压力。洋酒方面，威士忌、白兰地、轩尼诗等洋酒品牌也越来越受到年轻一代的欢迎，洋酒销量的增长对白酒也构成了一定的竞争压力。

### 政策性风险

1989年政府整顿白酒消费，部分白酒企业陷入困境；1998~2003年，从量计税政策实施，促使白酒企业开发高端白酒提升产品线；2012~2015年开启整治三公消费，白酒由公务消费开始转向大众消费。政策的变化对行业发展形成了较大的影响，改变了行业发展环

境。

## (3) 未来发展

过去十年白酒行业高度繁荣的原因来自国内固定资产投资的高速增长和公款消费、商务宴请等刚性支出。尽管目前中央反腐败、反“三公消费”和军队“禁酒令”仍会持续，但随着“十三五”期间“居民收入倍增计划”的进行、个人可支配收入的大幅增长，白酒作为中国最重要的商务宴请饮料之一，其发展前景依然较好，中端白酒的迅速崛起将为白酒产业发展提供新的动力。

高速成长期间，行业内大小白酒制造企业均获得了宽松的成长空间，市场集中度难以提高；2012年以来行业进入深度调整期，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。在高端市场需求萎缩的压力下，名优酒企将会逐步调整产品结构，发力中端市场，部分市场份额在往次高端领域转移；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。未来3~5年，白酒市场将进入整合重组阶段。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。

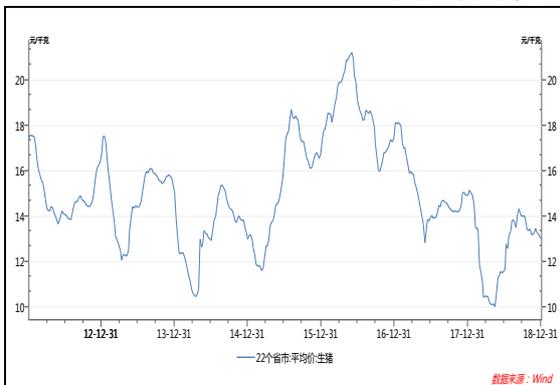
## 3. 肉类加工业

### (1) 行业概况

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。近十年，随着中国人口增长、生活水平提升，人们对肉类的需求也逐步增加，2006~2015年，中国肉类总产量年均复合增长率1.98%，但2016年以来，肉类总产量持续小幅下降，其中2017年，中国肉类总产量8431万吨，同比小幅下降1.25%，根据国家统计局发布的《2017年国民经济和社会发展统计公报》显示，2017年，全国猪肉产量5340万吨，较上年增长0.8%，年末生猪存栏43325万头，较上年下降0.4%，生

猪出栏68861万头，较上年增长0.5%。2018年生猪市场整体处于周期下行期，市场低迷，2018年生猪存栏继续下滑，出栏率提升推动出栏量提升，推动猪肉产量上升。据国家统计局对生猪出栏头数以及猪肉产量的统计，2018年1~9月生猪累计出栏49579万头，2018年1~9月猪肉产量累计3843万吨，同比分别上涨2.81%和3.39%。2018年8月份开始，国内开始频发非洲猪瘟疫情，涉及全国20个省份，猪瘟疫情突发加剧2018年生猪市场低迷境况。

图2 2012~2019年1月全国22省市生猪平均价格  
(单位: 元/千克)



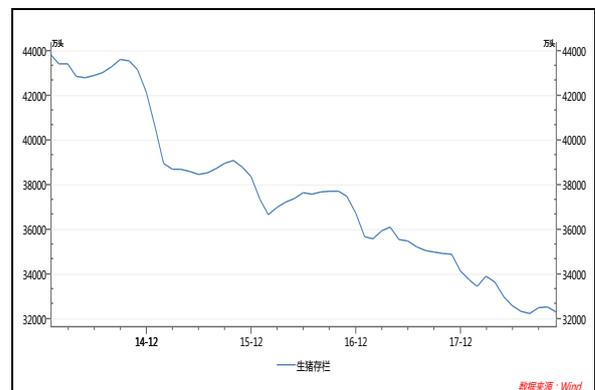
资料来源: Wind 资讯

受2016年生猪价格高位运行的影响,2017年上半年生猪产能增加,导致上半年生猪价格持续下跌,加上养殖成本上升、环保压力等现实因素的影响,中小型养猪场补栏积极性降低,甚至开始减栏退出,使得能繁母猪存栏头数进一步下跌,四季度供给偏紧、需求回升,使下半年生猪价格触底后持续震荡上行。2018年以来,受生猪市场供大于求以及春节后阶段性消费淡季影响,生猪价格在2018年上半年持续下跌,2018年下半年生猪价格缓慢小幅反弹,7月下旬生猪价格止跌反弹,并开始持续上涨,主要原因是生猪需求的季节性回暖,以及市场当期标猪供应偏紧导致,同时由于猪肉进口数量持续多月减少,在一定程度上助推了猪价的上涨;但自8月份以来受非洲猪瘟影响,生猪调运受限,各地开始呈现明显的区域化价格差异,具体来说,非洲猪瘟疫情发生省份禁止活猪运输,临近省份禁止运输车辆通行,对

于生猪调出省份来说,调运受限使得生猪出栏困难,猪价下行,而生猪调入省份由于无猪可入,省内生猪出栏价一度抬高,不同地区价格显著差异,国内生猪价格弱势下行。全年来看,2018年22省市生猪平均价为12.70元/千克,同比下滑15.55%。其中12月份生猪平均价13.25元/千克,环比下降0.29%,同比下降11.04%。

从生猪存栏量来看,自2012年以来,随着对生猪养殖的环保要求越发严格,中小散户退出生猪养殖,加上生猪价格的波动性和周期性影响,全国生猪存栏量总体处于下降趋势,2017年生猪存栏量呈现先增长后下降的态势,于10月份达到高点后持续下降。2018年生猪存栏量一度调减,2018年6月份开始,生猪存栏出现下滑,根据农业部公布的10月份数据,生猪存栏环比下降0.2%,同比下降6.6%,受前期猪价低迷影响,能繁母猪存栏及生猪存栏持续下降,养殖户补栏积极性偏低,后期受非洲猪瘟影响,活猪跨省调运受限,养殖量偏大省份输出受困,养殖户被迫压栏待售,生猪存栏量有所回升,但整体来看,2018年生猪存栏延续下滑之势。受非洲猪瘟影响,市场养殖端积极性降低,补栏热情减缓,众多企业的战略布局将被打乱,计划产能投放将大幅延缓。

图3 2014~2018年10月国内生猪存栏和情况  
(单位: 万头)

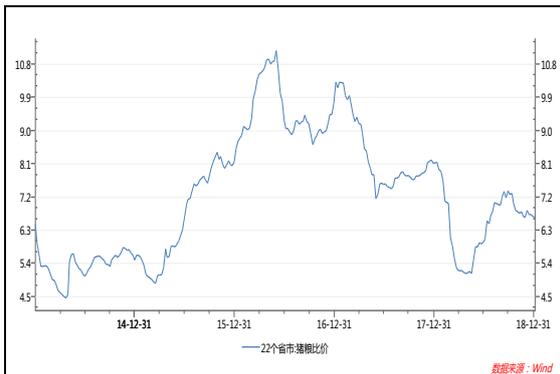


资料来源: Wind 资讯

猪粮比方面,历史数据表明,猪粮比在6.0左右为养殖盈亏平衡点。2017年中国养殖猪粮

比和生猪出场价格走势基本吻合，由 2017 年初的 10.43，降至 2017 年底的 8.27。2018 年上半年猪粮比继续快速下降，于 2018 年 3 月跌破 6.0 的盈亏平衡点；2018 年二季度基本保持在 6.0 的盈亏平衡点以下，出现全行业亏损；2018 年三季度以来，猪粮比有所回升，但仍处相对低点，维持在 7.56 以下。

图 4 2014~2019 年 1 月全国 22 个省市猪粮比价  
(单位: %)



资料来源: Wind 资讯

总体看，自 2016 年 6 月以来，猪周期进入下降通道，受规模猪场及被清退猪场生猪集中出栏上市影响，2017 年生猪价格跌幅明显；2018 年生猪市场整体处于周期下行期，市场低迷，生猪存栏延续下滑趋势，受非洲猪瘟影响，市场养殖端积极性降低，补栏热情减缓。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，非洲猪瘟频发一定程度将加快生猪产能去化，加大猪价波动。

## (2) 行业政策

2017 年 2 月，根据《中共中央、国务院关于深入推进农业供给侧结构性改革加快培育农业农村发展新动能的若干意见》指出，稳定生猪生产，优化南方水网地区肉猪养殖区域布局，引导产能向环境容量大的地区和玉米主产区转移。

2017 年，《新环保法》和《水十条》的推出，直接推动农业部发布《农业部关于促进南

方水网地区生猪养殖布局调整优化的指导意见》，将环保力度提升到前所未有的高度。各地区逐步划定限养区、禁养区等，并由政府主导依法关闭或搬迁生猪规模养殖场，引导生猪养殖向非限养、非禁养的区域转移，特别是南方水网地区的政策执行最为严格。从政策的落地及执行时间上来看，全国多数地区要求在 2016 年底划定畜禽养殖禁养区，在 2017 年年底前依法关闭或搬迁禁养区内畜禽养殖场（小区）和养殖专业户。仅浙江、上海等少数省市，已在 2016 年底全部完成猪场的关闭、拆迁工作；福建、江西等南方省份或继续加强环保监管。

《“十三五”生态环境保护规划》（以下简称“规划”）对畜禽养殖污染等具体问题做了相关部署，强调要大力推进畜禽养殖污染防治。该《规划》划定禁止建设畜禽规模养殖场（小区）区域，加强分区分类管理，以废弃物资源化利用为途径，整县推进畜禽养殖污染防治。养殖密集区推行粪污集中处理和资源化综合利用。2017 年底，各地区依法关闭或搬迁禁养区内的畜禽养殖场（小区）和养殖专业户。大力支持畜禽规模养殖场（小区）标准化改造和建设环保标准的提高促使养殖行业集中度升级。随着“规划”的推行，未来符合环保标准的土地资源将更难获取，可能相应推升公司经营成本。

总体看，肉猪养殖行业环保压力继续加大，并逐步引导产能向环境容量大的地区和玉米主产区转移。

税收方面，根据《中华人民共和国企业所得税法》，从事肉类初加工业务的企业免征企业所得税；牲畜、家禽养殖免征企业所得税；从事动物饲料初加工业务免征企业所得税。

2018 年 8 月，国内发生非洲猪瘟疫情，针对疫情的防控政策陆续出台，从疫区管理到生猪调运监管，再细化到车辆、屠宰环节的管理，产业链各环节均呈加强监管的态势。特别地，在关于调运政策上，活猪调运限制的方向明

确：8月8日《农业农村部：关于防止非洲猪瘟加强生猪移动监管的通知》：严禁疫区内生猪（包括种猪、野猪）及其产品调出；8月31日《农业农村部：关于切实加强生猪及其产品调运监管工作的通知》：限制活猪及其产品调运，种猪检疫合格后可调运，陆路调运不得途径疫区省；9月11日《农业农村部：关于进一步加强生猪及其产品跨省调运监管的通知》：暂停疫情相邻省生猪跨省调运；10月18日《国务院：关于进一步做好非洲猪瘟的防控工作的通知》：运输生猪等活畜禽的车辆不再享受鲜活农产品“绿色通道”。12月27日，农业农村部印发了《农业农村部关于规范生猪及生猪产品调运活动的通知》，疫区所在县内的生猪养殖企业符合一定条件，可在本省范围内与屠宰企业实施出栏肥猪“点对点”调运；而疫区所在县以外的种猪、商品仔猪经非洲猪瘟检测合格和检疫合格后，可调出本省。整来看，调运政策有所放松，全国生猪价差有望缩小，有利于大企业经营及发展。

### （3）行业关注

#### 食品安全和疫情对养殖业的影响大

食品安全和疫情是养殖业发展的重要影响因素，2018年8月中国境内首次出现“非洲猪瘟”疫情。作为一种外来性疫病，“非洲猪瘟”有高传染性和致病性，尚无特效药，致死率接近100%，疫情发生后一般采取扑杀、无害化处理、消毒等处置措施。“非洲猪瘟”疫情推升行业风险，大型养殖企业集中度高，养殖基地存栏规模大，不仅自身疫病防控压力大，还面临生猪调运受限造成的区域价差影响。此外，疫情若不能得到有效控制，将引发消费者恐慌情绪，使得猪肉消费快速下降；行业内企业正面临行业周期性低谷与疫病爆发的双重打击。

#### 饲料原料价格波动，加大养殖行业成本控制难度

2017年以来，受国家取消临储政策的影响，玉米价格先降后升，后期走势尚不明朗。

豆粕方面，受国际贸易形势、主要产国天气因素以及投资炒作等因素影响，豆粕价格近年来波动较大。总体来看，饲料原料价格波动，并向下游传导，对养殖行业的成本控制带来一定压力。

### 4. 区域经济环境

近年来，北京市经济始终保持着快速协调健康发展势头，综合经济实力不断增强。

根据《北京市2017年国民经济和社会发展统计公报》，2017年，北京市实现地区生产总值28000.4亿元，按可比价格计算，比上年增长6.7%。其中，第一产业增加值120.5亿元，下降6.2%；第二产业增加值5310.6亿元，增长4.6%；第三产业增加值22569.3亿元，增长7.3%。

2017年北京市居民人均可支配收入为57230元，比上年增长8.9%；扣除价格因素后，实际增长6.9%。按常住地分，城镇居民人均可支配收入62406元，增长9.0%；农村居民人均可支配收入24240元，增长8.7%。扣除价格因素后，城乡居民收入实际增速分别为7.0%和6.7%。全年全市居民人均消费支出为37425元，比上年增长5.7%。按常住地分，城镇居民人均消费支出40346元，增长5.5%；农村居民人均消费支出18810元，增长8.5%。全年居民消费价格总水平比上年上涨1.9%。其中，食品价格下降0.6%，非食品价格上涨2.4%；消费品价格与上年持平，服务项目价格上涨4.7%。

2017年实现市场总消费额23789亿元，比上年增长8.5%。其中，实现服务性消费额12213.6亿元，增长11.8%；实现社会消费品零售总额11575.4亿元，增长5.2%，其中限额以上批发和零售企业实现网上零售额2371.4亿元，增长10.9%，占社会消费品零售总额的20.5%。

北京市是全国肉类、饮料饮品主要消费城市之一，北京经济的快速发展、城乡居民可支配收入的提高使得人们对肉类、饮品需求大幅增加，这为公司的发展提供了重要推动力。顺

鑫农业所处的顺义区位于北京市东北，区内有京密公路、京承高速公路、京承铁路通过，并拥有国内最大的航空港——北京首都国际机场。公司距机场不足 10 公里，陆空交通较为便利，具有较大的区位优势。

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

## 五、基础素质分析

### 1. 产权情况

截至 2018 年 9 月底，顺义国资中心持有公司 100% 股权，顺义区国资委持有顺义国资中心 100% 股权，公司实际控制人为顺义区国资委。

### 2. 企业规模

作为顺义区所属国有大型控股型企业集团，顺鑫控股近年来随着自身经营战略调整及外部环境变化，已形成白酒、猪肉及贸易等多元化经营格局。其中白酒产业主要包括“牛栏山”二锅头和“宁城老窖”2 个中国驰名商标；猪肉产业主要包括“小店”牌种猪及商品猪、“鹏程”牌生鲜及熟食制品 2 个中国驰名商标。

公司白酒制造业务在经营规模、品牌知名度、市场竞争能力和整体经济效益等方面均具备较为显著的竞争优势。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，2017 年“牛栏山”以 220.77 亿

元的品牌价值荣登第九届华樽杯中国酒类品牌价值 200 强榜单。

公司猪肉板块形成了集“种猪繁育-生猪养殖-检验防疫-屠宰-肉制品深加工-冷链物流配送”于一体的全产业链，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屠宰线，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（市场份额占 40% 以上）。2017 年，“鹏程”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。

税收优惠方面，根据 2008 年开始实施的《中华人民共和国企业所得税法》及财政部、国家税务总局财税[2008]149 号文《关于发布享受企业所得税优惠政策的农产品初加工范围（试行）的通知》并经北京市地方税务局、北京市顺义区地方税务局批准，公司及下属子公司从事种植粮食作物，种植林木、苗木、园艺作物，畜禽养殖业，肉类初加工的所得免征企业所得税。

总体看，近年来公司主营业务区域行业地位稳固，品牌影响力持续提升；公司农业类业务能够享受一定税收减免优惠，具有良好的发展空间。

### 3. 人员素质

截至 2018 年 9 月底，公司董事、监事及高级管理人员共 17 人。

公司董事长王泽先生，1970 年 7 月生，本科学历，中共党员。曾任共青团顺义区委书记；顺义区张镇党委副书记、党委书记、总公司经理、顺义区张镇镇长；顺义区北务镇党委书记、人大主席；顺义区北小营镇党委书记；北京顺鑫农业发展集团有限公司党委副书记、董事

长；北京顺鑫农业发展集团有限公司党委书记、董事长；顺义区第四届区委委员。现任公司党委书记、董事长。

公司经理李颖林先生，1972年8月生，研究生学历，中共党员。曾任顺义国资中心副经理、顺义区国资委副调研员；顺义国资中心党委委员、副经理、金融控股有限责任公司副经理；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。现任公司党委副书记、董事、经理。

截至2018年9月底，公司共有在职员工8955人。按文化程度划分，中专及以下学历占57.25%，专科学历占22.26%、本科学历占18.77%，硕士及以上学历占1.72%；按专业划分，生产人员占50.79%，销售人员占8.94%，技术人员占15.94%，财务人员占4.19%，行政人员占13.41%，其他人员占6.73%。

总体看，公司人员结构与员工素质符合经营特征，能满足日常生产经营需要。

## 六、管理体制

### 1. 公司治理

公司根据《公司法》制定《公司章程》，不断完善法人治理结构，明确董事会、监事会及总经理等各级机构、高级管理人员的决策权限。

公司不设股东会，由出资人行使股东会职权；设立董事会，由8名董事组成，由股东委派产生。董事任期3年，任期届满，可连任。董事会设董事长1人，由董事会选举产生。公司设监事会，成员6人，两名监事由股东委派，两名职工代表监事由公司职工代表大会选举产生。监事会设主席一人，由全体监事过半数选举产生；监事的任期每届为三年，任期届满，连选可以连任。公司设经理，由董事会决定聘任或者解聘。

### 2. 管理体制

公司实行统一管理的模式，下属子公司在规章制度上统一遵循公司有关的规章制度要求，包括会计管理、投资管理、对外融资、子公司管理等。

会计管理方面，《北京顺鑫控股集团有限公司下属分公司、子公司主管会计统一管理制度》规定，公司内财会人员纳归公司总部统一管理。财会人员的统管上收范围包括已正式成立或拟成立的下属分公司、子公司。财会人员的任免由公司总部对下属各公司的主管会计实行委派制，统一派遣，各下属公司一律无权撤换。

投资管理方面，《北京顺鑫控股集团有限公司投资管理办法》主要明确规定了投资方案的经济评价、投资的基本要求、投资的决策程序。规定：公司在对外投资时，按规范实行风险预测和收益预测制度，在综合分析可能产生的损失（风险）和可能获得的收益（收益额和收益率）以后，对投资时间、投资方式、投资期限作出决策。各种投资项目在经营活动中要充分考虑到变现能力，对可能出现的亏损进行防范，必要时应尽早进行清盘，结束企业经营活动，减少损失。投资意向由公司投资管理部提出投资报告报送主管经理，公司经理办公会研究签署具体意见后送财务部。财务部作出经济评估并提出资金筹措方案报送总经理。经理办公会根据综合提案作出决策，并向公司董事会提交投资计划提案。

对外融资方面，公司为规范本部及下属公司的融资行为，特制订《融资管理办法》等内部融资管理制度，规定公司及所属企业对外融资统一由公司负责，下属企业补充流动资金的融资需求采取“统借统还”的管理办法，以提高融资效率，降低财务成本，抵御违约风险。对外担保方面，公司对外担保的主体为本部，严格禁止下属企业之间进行互保，严格禁止下属企业对外提供担保，一切需严格按照公司内部的制度规定执行。

对下属公司管理控制方面，集团总部对事业部和二级公司授权经营，明确权限，强化职责；通过服务、协调、指导、监督，实现集团总部与各事业部和二级公司的有效沟通。集团总部通过财务部、企业管理部、资产管理部、战略投资部、安全生产部、风险管理部等部门协同合作、各司其职，对下属各事业部、二级公司进行综合管理。集团总部每年对各事业部和二级公司下达考核指标，对各事业部、二级公司的业务收入、利润以及产品的生产销售等提出具体目标，按年度对其进行考核，通过激励和约束机制将各事业部、二级公司纳入集团总体发展战略中，避免出现对各事业部、二级公司管理失控的情况。

总体来看，公司法人治理结构及内控体系较为完善，管理体制能够较好地满足企业经营发展需要。

## 七、经营分析

### 1. 经营概况

作为多元化控股型企业，公司主营业务包括白酒系列、猪肉系列、国际贸易等，业务核心经营实体为控股上市公司顺鑫农业。2015~2017年，在白酒业务与国际贸易规模持续扩张带动下，公司主营业务收入年复合增长24.84%；其中白酒系列、猪肉系列和国际贸易为主营业务收入构成主要来源，近三年合计占比均在80%以上。

分板块看，受益于泛全国化市场布局加速推进及成效显现，近三年公司白酒系列收入年复合增长17.81%；2017年实现收入64.51亿元，同比增长23.96%。受生猪及猪肉价格波动影响，猪肉系列经营规模有所波动；2017年收入同比下降14.47%至32.15亿元。近三年，工程施工业务规模持续增长；2016年受建筑业营业税改增值税，计税依据及核算口径变化影响，收入同比增长89.08%至23.20亿元，2017年实现收入24.23亿元，同比增长4.44%。随着境内贸易业务规模扩张，公司国际贸易板块收入

较快增长，2017年实现收入120.10亿元，同比增长29.40%。公司其他业务主要包括房地产、市场管理及食品加工等，对主营业务收入贡献波动下降；2017年其他业务收入同比增长31.28%至19.18亿元，主要系内部收入结构调整所致。

从盈利水平看，2015~2017年，公司综合毛利率分别为23.25%、18.76%和17.88%；白酒系列为公司毛利润的重要来源，2017年毛利润贡献度达76.08%。分板块看，近年来白酒系列毛利率波动下降；2017年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，该板块毛利率同比减少7.73个百分点至54.86%，但仍保持较强的盈利能力。公司猪肉系列毛利率有所波动，2017年受生猪采购价格大幅下滑影响，猪肉系列毛利率同比增加0.55个百分点至5.61%。受毛利率较低项目占比提升及“营改增”政策实施综合影响，工程施工业务毛利率持续下滑，2017年毛利率为6.97%。公司其他业务毛利率波动下降；2017年其他业务毛利率同比减少10.06个百分点。

2018年1~9月，公司实现主营业务收入223.10亿元，同比小幅增长，主要来自白酒系列带动；综合毛利率同比增加1.90个百分点至17.61%，主要受益于盈利能力强的白酒系列贡献比重提升所致。其中，白酒系列收入同比快速增长52.28%，毛利率同比下滑13.59个百分点，一方面由于原材料价格上涨，另一方面系2017年下半年开始，公司白酒制造板块改变市场开发及推广投入方式，市场开发及推广费用由经销商承担，然后给予经销商产品销售折扣、费用推广相应抵减白酒业务收入综合所致；受2018年1~5月生猪价格进一步大幅下跌影响，公司猪肉系列收入同比下降22.09%，毛利率同比减少0.97个百分点。

总体看，公司多元化经营格局一定程度分散经营风险，近年来经营规模呈现扩张态势，白酒系列业务在泛全国化市场布局加速推进

的带动下，行业地位与竞争力得到提升；猪肉系列业务盈利水平易受生猪价格波动影响；受

毛利率水平低的国际贸易收入贡献提升影响，综合盈利能力波动下降。

表 2 2015~2018 年 9 月公司主营业务收入情况（单位：亿元、%）

业务分类	2015 年			2016 年			2017 年			2018 年 1-9 月		
	业务收入	占比	毛利率	业务收入	占比	毛利率	业务收入	占比	毛利率	业务收入	占比	毛利率
白酒系列	46.48	27.84	62.12	52.04	23.63	62.59	64.51	24.80	54.86	69.53	31.17	47.73
猪肉系列	29.10	17.43	7.01	37.59	17.07	5.06	32.15	12.36	5.61	19.58	8.78	4.47
工程施工	12.27	7.35	11.01	23.20	10.53	7.12	24.23	9.31	6.97	13.66	6.12	8.74
国际贸易	64.01	38.34	1.64	92.81	42.14	-0.36	120.10	46.16	1.47	109.04	48.87	0.63
其他	15.08	9.03	36.48	14.61	6.63	37.89	19.18	7.37	27.83	11.29	5.06	29.68
合计	166.94	100.00	23.25	220.25	100.00	18.76	260.17	100.00	17.88	223.10	100.00	17.61

资料来源：公司提供

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

## 2. 白酒系列

公司白酒生产及销售业务主要由控股上市公司顺鑫农业下属牛栏山酒厂及内蒙古顺鑫宁城老窖酒业有限公司（以下简称“宁城老窖”）承担，牛栏山酒厂是白酒系列业务收入及利润主要来源。截至 2017 年底，牛栏山酒厂资产总额 78.73 亿元，所有者权益 1.72 亿元；2017 年牛栏山酒厂实现营业收入 64.10 亿元，净利润 6.30 亿元，同比增长 28.57%。截至 2017 年底，宁城老窖资产总额 2.43 亿元，所有者权益-0.40 亿元；2017 年实现营业收入 0.54 亿元，净利润-0.08 亿元。

### （1）采购

公司通过集中采购及产地采购来降低采

购端成本，并通过对原材料市场走势的判断调节采购节奏，在价格水平较低时加大采购量，从而整体上降低采购成本。从成本构成看，牛栏山酒厂白酒生产成本主要为酒基、粮食和包装，大部分酒基和部分包装材料由子公司生产，其余部分外购，酒基与包装材料采购额约占生产成本 90%。近年来，公司白酒系列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，公司低档酒原材料采购成本同比增幅较大。2017 年，公司白酒制造板块前五名供应商采购额占比为 26.36%，集中度一般。

表 3 近三年牛栏山白酒分类成本情况

产品	原材料	2015 年		2016 年		2017 年	
		金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)	金额 (万元)	比例 (%)
高档酒	酒基	1662	10.14	1717	10.36	1656	10.20
	粮食	3170	19.36	3215	19.41	3096	19.07
	包装	11545	70.50	11634	70.23	11483	70.73
	合计	16377	100.00	16566	100.00	16235	100.00
中档酒	酒基	9072	33.50	7696	33.20	11600	33.35
	粮食	2654	9.80	2272	9.81	3426	9.85
	包装	15355	56.70	13213	56.99	19756	56.80

	合计	27081	100.00	23181	100.00	34782	100.00
低档酒	酒基	55577	43.62	64948	43.58	102729	43.60
	粮食	14664	11.51	17070	11.45	27049	11.48
	包装	57160	44.87	67066	44.97	105839	44.92
	合计	127401	100.00	149084	100.00	235617	100.00

资料来源：公司提供

## (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和美誉度，客户群稳定。牛栏山酒厂生产基地拥有得天独厚的水质，土壤，气候和微生物群等自然条件，并拥有先进的现代微生物技术和独特的酿造工艺，具备生产优质大曲和酿造特色基酒的自然资源和成熟的技术条件。公司采用传统的“纯粮固态发酵”生产工艺，由经验丰富的酿酒老技师手工操作，酿酒师根据季节、气候、原料及空气湿度、温度等具体条件对酿造过程进行把控。

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，牛栏山酒厂产能持续提升，产能结构由中档酒向高、低端偏移；截至 2018 年 9 月底，牛栏山酒厂成品酒产能为 48 万千升/年，主要得益于牛栏山酒厂东扩工程完工及成都生产基地产能纳入；其中低档酒 44 万千升/年、中档酒 3 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。产能利用率方面，牛栏山酒厂低档酒产能利用率高，中档酒及高档酒产能尚未完全释放，2017 年上述三种产品产能利用率分别为 96.25%、77.62%和 51.21%。未来，随着外埠市场培育日益成熟带动产品结构升级效果显现，中档酒及高档酒产能利用率有望得到提升。

从产量看，近年来牛栏山酒厂白酒产量呈持续增长态势。2017 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，公司实现产量 44.10 万千升（其中牛栏山酒厂占比为 99.71%），同比增长 21.09%，整体产能利用率达 91.77%，处于行业内较高水平；截至 2017 年底，公司白酒库存量 10.41 万千升，同比增长 12.62%。

2018 年 1~9 月，受益于前期开拓的外埠市场逐步进入成熟期以及“大单品战略”全国认可度持续提升，公司牛栏山酒厂白酒实现产量 41.17 万千升。

表 4 2015~2018 年前三季度牛栏山酒厂白酒生产情况

项目		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
低档酒	生产能力（千升）	230000	425000	440000	440000
	产量（千升）	280866	336484	423021	380776
	产能利用率（%）	97.82	79.17	96.25	86.54
中档酒	生产能力（千升）	15500	25000	30000	30000
	产量（千升）	12970	21176	11618	26580
	产能利用率（%）	83.68	84.70	77.62	88.60
高档酒	生产能力（千升）	8500	10000	10000	10000
	产量（千升）	6800	5431	5054	4354

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1-9月
产能利用率(%)	80.00	54.21	51.21	43.54

资料来源：公司提供

注：2018年前三季度产能利用率未经年化处理。

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2018年6月底，上述项目已完成投入15.37亿元，尚余投资1.20亿元；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。

产品质量方面，公司严格按照ISO9001质量管理体系和HACCP食品安全管理标准进一步细化和强化生产过程中的产品质量控制。牛栏山酒厂质量检测中心获得中国合格评定国家认可委员会颁发的实验室认可证书。

### (3) 销售

2015~2017年，公司白酒制造板块实现销售收入年复合增长17.81%，主要受益于行业景气度回暖及公司泛全国化成效显著综合带动。

从产品销量来看，2015~2017年，公司白酒产品销量逐年增长，2017年实现销量42.93万千升（其中牛栏山酒厂占比99.76%），同比增长28.75%；当期产销率为97.35%，同比增加

5.79个百分点。2018年1~9月，公司白酒实现销量45.57万千升，同比快速增长53.28%。

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，近年来销量以低档白酒为主，产品结构稳定。2017年，公司低档酒、中档酒及高档酒销售量占比分别为93.73%、5.15%和1.13%；销售额占比分别为73.66%、12.33%和14.01%，低档白酒销售额占比同比提升4.86个百分点，主要系公司进入外埠区域以低档酒（42度陈酿等）作为开拓市场的主力产品，在培育过程中逐步推进产品结构升级。公司坚持“大单品战略”，42度陈酿产品在全国区域市场认可度广泛提升，2017年该产品实现销售额约30.64亿元，贡献度较高。

从产品价格来看，近年来公司白酒产品均价呈逐年下降趋势。2017年，公司白酒产品均价为1.50万元/千升，同比下降3.85%，主要系价格较低的低档白酒销售占比提升所致；其中，牛栏山酒厂除低档酒均价同比增长1.76%外，中档酒及高档酒均价同比分别下降2.89%和0.35%。2018年1~9月，公司白酒产品均价为1.53万元/千升，较2017年略有增长，主要来自牛栏山酒厂高档酒价格及销售贡献度较2017年略有提升带动。总体看，公司白酒产品相对于整个白酒市场而言，价位偏低，未来产品结构仍有较大升级空间。

表5 公司白酒分类销售情况（不含税，单位：千升、亿元）

品牌	品种	2015年		2016年		2017年		2018年1-9月	
		销售量	销售金额	销售量	销售金额	销售量	销售金额	销售量	销售金额
牛栏山	低档酒	269041	30.31	309190	35.68	401383	47.14	421782	49.88
	中档酒	15914	6.18	18076	6.67	22046	7.89	28041	9.22
	高档酒	4789	9.29	4904	9.15	4824	8.97	4958	10.08
	小计	<b>289744</b>	<b>45.78</b>	<b>332170</b>	<b>51.50</b>	<b>428253</b>	<b>64.00</b>	<b>454780</b>	<b>69.18</b>
宁城老窖	低档酒	420	0.13	473	0.12	377	0.08	338.00	0.05
	中档酒	1097	0.42	718	0.31	602	0.28	566.00	0.21

	高档酒	62	0.15	59	0.12	60	0.13	45.00	0.09
	小计	1578	0.70	1250	0.55	1039	0.51	949.00	0.35
	合计	291322	46.48	333420	52.04	429292	64.51	455729	69.53

资料来源：公司提供

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

公司白酒销售主要与经销商合作，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，也不直接进行白酒销售。

从销售区域看，2014年以前，牛栏山酒类产品销售区域集中在北京，已基本覆盖北京大部分大中型酒店和主要商场超市，酒类销售的餐饮终端网点已大幅增至8000余家。随着北京市场的成熟，2015年以来公司开始着重拓展外埠市场，主要发力三四线城市，积极建设完善的营销体系，逐步建立起覆盖全国多数地区的营销网络和相应的销售队伍。

2017年以来，公司泛全国化布局成效显著，大部分前期拓展的外埠市场逐步由培育期过渡至成熟期，截至2018年9月底已在河北、内蒙古、江苏等18个省级区域形成亿元级市场，2017年福建、新疆等新兴市场销售收入同比增长50%以上，长江三角洲市场增幅达70%以上，带动板块收入快速提升。2017年，公司白酒制造板块外埠市场销售收入占比提升至67.00%，成为经营规模快速扩张的核心增长点；2018年以来外埠市场销售贡献持续提升，前三季度收入占比进一步提升至70.34%。此外，公司积极推进营销机制的创新，“线上”与“京东”商城达成战略合作，网络营销渠道实现销售收入同比增长80%以上，销售渠道进一步拓宽。

表6 公司白酒销售区域分布（单位：亿元、%）

区域	2015年		2016年		2017年		2018年1-9月	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
北京	19.06	41.01	18.21	34.99	21.29	33.00	20.62	29.66
外埠	27.42	58.99	33.83	65.01	43.22	67.00	48.91	70.34
合计	46.48	100.00	52.04	100.00	64.51	100.00	69.53	100.00

资料来源：公司提供

总体看，公司白酒销售以牛栏山系列为主，品牌知名度和美誉度高，产品价格相较整个白酒市场而言偏低，产品结构升级空间大。近年来，公司坚持“大单品战略”，随着泛全国化布局效应显现，部分外埠市场由培育期过渡至成熟期，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。

### 3. 猪肉系列

公司猪肉系列业务包括种猪繁育、生猪屠宰与加工，主要由顺鑫农业下属小店畜禽良种场（以下简称“小店良种场”）、鹏程食

品分公司（以下简称“鹏程食品”）经营。鹏程食品是北京地区最大的猪肉生产基地，生鲜猪肉在北京市场占有40%以上的份额，是北京市“放心肉”定点供应单位和猪肉储备的定点承储单位，多次被指定为北京奥运会、青奥会、APEC国际会议、历届全国两会和北京市两会、“一带一路”国际高峰论坛、“十九大”等重大活动的肉食品供应商。2017年，鹏程食品实现收入26.78亿元，同比下降20.91%；实现净利润0.51亿元（2016年为0.09亿元）。

2015~2017年，公司猪肉系列实现收入

波动增长，构成以生猪屠宰为主；2017 年为 32.15 亿元，同比下降 14.47%，主要系生猪及猪肉价格下降所致。毛利率方面，种猪繁育与生猪屠宰、加工板块毛利率呈现此消彼长趋势，受 2017 年生猪价格大幅下滑影响，生猪屠宰、加工毛利率同比增加 1.53 个百分点至 4.52%，种猪繁育毛利率同比减少 11.55 个

百分点至 18.79%。2018 年 1~9 月，受生猪价格进一步大幅下滑并处于低位波动影响，公司猪肉系列实现收入 19.58 亿元，同比下降 22.09%，种猪繁育板块毛利率降至-72.31%，生猪屠宰、加工板块毛利率进一步回升至 8.37%。

表 7 公司猪肉系列收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-9 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
种猪繁育	1.85	0.54	2.84	30.28	2.45	18.79	0.94	-72.31
生猪屠宰、加工	27.25	7.44	34.74	2.99	29.69	4.52	18.64	8.37
合计	29.10	7.01	37.59	5.06	32.15	5.61	19.58	4.47

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。

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

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；检疫方面，

公司检疫程序严格，实行 4 道检疫程序：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 29 个项目进行检验。

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 2018 年 9 月底，小店良种场祖代种猪存栏达到 1258 套，较 2017 年底略有下降，父母代存栏 9147 套，较 2017 年底下降 24.32%，主要系生猪销售市场价格处于低谷期，各畜牧场主动减低存栏，减少亏损。小店良种场育种出来的猪苗约 20%对外销售、80%自己养殖；2017 年，小店良种场实现收入 1.63 亿元，同比下降 6.86%；实现净利润 0.12 亿元，同比下降 57.14%，主要

系年内生猪价格下跌所致。

生猪屠宰方面，截至 2018 年 9 月底，公司全国范围内生猪屠宰能力达到 400 万头/年；其中，北京地区 300 万头/年。近年来，公司屠宰量受生猪价格波动影响波动下降；2017 年生猪收购价格下滑，公司加大屠宰业务规模带动当期实际屠宰量同比增长 11.20% 至 151.00 万头，向市场提供生猪肉制品 16.55 万吨，同比下降 13.26%，主要系公司充分利用 4 万吨冷库，加大猪肉反周期操作，提前储备低值产品以备深加工增值后销售。受上述因素影响，截至 2017 年底，公司屠宰业务库存量 1.19 万吨，同比增长 30.34%。

表 8 2015~2018 年前三季度公司肉类加工业采购、生产及销售情况

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1-9 月
祖代（套）	1100	1176	1640	1258
父母代（套）	13384	12646	12087	9147
屠宰能力（万头/年）	300	400	400	400
实际屠宰量（万头）	162.27	135.79	151.00	124.51
收购均价（元/公斤）	15.08	18.79	15.46	12.84
生猪肉制品（万吨）	16.58	19.08	16.55	11.98
生猪肉均价（元/公斤）	15.23	17.92	17.00	13.69
猪肉熟食（万吨）	1.14	1.03	0.97	0.71
猪肉熟食均价（元/公斤）	14.95	15.64	15.77	16.33

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 2018 年 9 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，2017 年销售猪肉熟食制品 0.97 万吨，同比下降 5.83%；2018 年 1~9 月，公司销售猪肉熟食制品 0.71 万吨，产品结构升级仍有待提高。

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品检查标准，全力保证食品的安全。

总体看，公司生猪养殖产业链较为完整，目前收入构成以生猪屠宰为主，2017 年以来生猪价格大幅波动下行，公司屠宰业务盈利水平同比回升，生猪养殖盈利能力有所下滑，公司猪肉产业链向肉制品深加工的延伸能力仍有待提高。

## 4. 贸易业务

公司国际贸易业务由顺鑫国际（香港）集团有限公司（以下简称“顺鑫国际”）经营。2017 年，顺鑫国际实现营业收入 114.28 亿元，净利润 0.53 亿元；2018 年 1~9 月，顺鑫国际实现收入 104.41 亿元，净利润 0.07 亿元。

公司贸易业务由标准产品的境内贸易及境外贸易构成，贸易品种涉及有色金属和农产品，主要包括锌镍铜、白糖、猪肉、豆粕等。近年来，贸易业务收入较快增长，年复合增长率达 36.98%。从贸易结构看，境外贸易为收入主要来源，近三年规模变化不大，占比持续在 50% 以上；近三年，境内贸易规模与贡献度持续提升，系公司陆续加大农产品贸易，开展以农业为主的内贸业务。2018 年 1~9 月，公司贸易业务实现收入 104.41 亿

元,同比保持稳定;其中境内贸易 54.40 亿元,超过当期境外贸易收入。

盈利方面,受大宗商品贸易品种及经营模式影响,公司贸易业务毛利率始终处于低

水平,2017 年毛利率同比提升,主要系公司着重发展毛利率水平相对较高的农产品境内贸易业务带动。

表 9 2016~2018 年 9 月公司贸易收入构成情况(单位:亿元)

项目	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
境内贸易	16.40	38.10	54.40
境外贸易	75.85	76.18	49.91
合计	92.25	114.28	104.41

资料来源:公司提供

#### (1) 境外贸易

公司境外贸易包括进口贸易及转口贸易,以转口贸易为主,贸易品种以有色金属为主。公司境外业务经营模式主要为以销定采,在经过广泛询价后,分别与上下游客户签署购销合同,并通过在合同中以“锁定汇率”、“在触发汇率波动比例的条件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。2017 年,公司境外业务上游前五名及下游前五名集中度分别为 33.94% 和 35.40%。

#### (2) 境内贸易

公司境内业务采取以销定采的经营模式,价格波动风险主要转嫁给下游客户承担;贸易品种以有色金属为主,上游采购主要来自大型央企、国企,上游客户定价话语权强;下游客户目前以国有贸易型企业为主。结算方面,公司境内贸易主要结算方式为现金,对上游客户一般预付 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。2017 年,公司境外业务上游前五名及下游前五名集中度分别为 38.79% 和 36.45%。

#### 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

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

鑫大禹公司工程业务板块按照市场化运作,即在业主方向市场发出招标函后,鑫大禹公司组织投标,竞标成功后组织施工队伍以及施工材料的采购、履行施工合同等。在工程通过竣工验收后,业主方按照合同约定向公司支付施工合同款。自成立以来,鑫大禹公司参与施工了板桥定向安置房工程、海南文昌顺义小区工程、顺义区市级水源地相关区域集中供排水工程等多项水利和房建施工工程。鑫大禹公司工程施工业务范围主要在顺义区,以水利水电工程为主,并逐步向

新农村基础设施建设扩展。

2015~2017年，鑫大禹公司新承接工程有所波动，分别为13.68亿元、18.63亿元和5.70亿元；其中2017年以来新承接工程量大幅下降，主要系“630事件”影响，公司招投标受限所致。2015~2017年，公司建筑工程业务收入持续增长；2016年受建筑业营业税改增值税，计税依据及核算口径变化影响，收入同比增长89.08%至23.20亿元，2017年同比保持稳定。2018年1~9月，工程施工业务收入同比下降38.42%，主要系“630事件”影响，公司招投标受限导致项目承揽下降。截至报告出具日，上述限制已解除。

表10 近年来公司承接3000万以上重大项目情况  
(单位: 个、亿元、%)

项目	2015年	2016年	2017年	18年1-9月
重大项目数量	12	13	5	1
重大项目金额	7.33	12.61	3.04	1.40
新承接工程总金额	13.68	18.63	5.70	2.41
重大工程金额占总金额比重	53.58	67.69	53.00	57.95

资料来源: 公司提供

## (2) 房地产

公司房地产业务运营主体为北京顺鑫佳

宇房地产开发有限公司(以下简称“佳宇地产”，公司持股比例100%)，具备房地产开发一级资质。截至2017年底，佳宇地产资产合计67.28亿元，所有者权益合计-3.24亿元。2017年，佳宇地产实现营业收入1.62亿元，净利润-2.20亿元。

截至2018年9月底，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37.55万平方米，实现签约销售金额为35.26亿元。

截至2018年9月底，公司剩余可售面积23.84万平方米，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11 截至2018年9月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9月底已投资	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	6.33	14.70
包头望潮苑(共三期)	11.50	11.17	一、二期0.87, 商业0.99, 三期住宅0.5	15.10	住宅及商业	7.24	4.88
海南富海家园项目	7.65	6.66	住宅0.89	9.38	住宅及商业	6.49	6.10
牛栏山下坡屯项目(共两期)	64.55	39.35	回迁房0.23, 一期住宅1.49, 二期住宅4.85	23.74	住宅	17.49	9.58
合计	104.70	77.58	--	61.39	--	37.55	35.26

资料来源: 公司提供

截至2018年9月底，公司房地产在建项目预计总投资额为104.70亿元，已投资77.58

亿元，尚余投资27.12亿元，仍存在较大资金需求。

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

#### 6. 经营效率

从经营效率指标来看，公司销售债权周转次数呈波动态势，三年分别为 26.41 次、32.20 次和 31.07 次；存货周转次数和总资产周转次数逐年增长，2017 年分别为 2.55 次和 0.92 次。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；房地产板块由于项目周期长，一定程度拉低存货周转效率。

#### 7. 未来发展

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

白酒产业方面，公司以牛栏山酒厂为核心，坚持以营销为龙头，科技为核心，管理为基础，文化为底蕴的发展方针，通过战略合作、产业并购，整合资产优良、规模适中、具有发展前景的白酒企业，完善全国白酒产业布局，释放白酒产能，壮大白酒产业规模，在成为中国二锅头第一品牌的基础上，进一步打造成为中国最大的民酒产业集团。

肉食产业方面，公司坚持“自上而下，

重点把控”的原则，加快推动从种猪繁育、生猪养殖、屠宰加工、肉制品深加工到物流配送的产业链整合提升。养殖繁育环节，发挥小店品牌技术优势，由数量规模型向质量科技型转变；肉制品加工环节，在保障安全肉食品供应的基础上，立足北京市场，扩展区域市场，发展社区市场，以市场为导向，重点研发中低温产品，丰富产品群，扩大品牌知名度，提升猪肉板块整体实力，最终打造成为独立运营的肉食品产业集团。

## 八、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2015~2017 年度合并财务报表，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了审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司提供的 2018 年上半年财务数据未经审计。

合并范围方面，2015 年新增子公司 8 家；2016 年新增子公司 2 家；截至 2017 年底，公司纳入合并范围子公司共 30 家，较 2016 年底新增子公司 3 家；截至 2018 年 9 月底，公司合并范围较 2017 年底无变化。整体看，公司财务数据可比性较强。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额为 281.84 亿元，所有者权益合计 87.15 亿元（含少数股东权益 41.24 亿元）；2017 年，公司实现营业收入 261.16 亿元，利润总额 5.03 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司（合并）资产总额为 291.21 亿元，所有者权益合计 88.38 亿元（含少数股东权益 44.38 亿元）；2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 223.63 亿元，利润总额 4.86 亿元。

### 2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产总额波动增长，年均复合增长 9.61%。截至 2017 年底，公司资产总额为 281.84 亿元，同比小幅下降 0.47%；其中流动资产占 67.84%，非流动资产

占 32.16%，公司资产构成以流动资产为主。

### 流动资产

2015~2017 年，公司流动资产波动增长，年均复合增长 11.70%。截至 2017 年底，公司流动资产 191.21 亿元，同比小幅下降 1.57%，构成主要为货币资金（占 36.13%）和存货（占 45.43%）。

2015~2017 年，公司货币资金波动增长，三年分别为 36.23 亿元、78.05 亿元和 69.09 亿元，其中 2016 年底大幅增长系公司借款增加及子公司顺鑫农业发行 10 亿元中期票据所致；截至 2017 年底，公司货币资金较 2016 年底下降 11.48% 至 69.09 亿元，系公司偿还债务所致；其中银行存款 68.80 亿元。

2015~2017 年，公司应收票据波动增长，年均复合增长 27.68%。截至 2017 年底，公司应收票据为 3.14 亿元，同比增加 1.50 亿元，全部为银行承兑票据。

2015~2017 年，公司应收账款逐年增长，年均复合增长 18.95%，截至 2017 年底，公司应收账款账面价值 6.36 亿元，同比增长 12.10%；从账龄看，1 年以内的占 93.85%，1 至 2 年的占 3.97%，2 至 3 年的占 0.48%，3 年以上的占 1.70%，综合账龄较短，计提坏账准备 0.10 亿元，计提比例 1.56%。期末余额中欠款金额前 5 名合计 0.80 亿元，占 12.37%，集中度一般。

2015~2017 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长 16.35%，公司预付款项包括预付工程款、预付材料款及设备款等。截至 2017 年底，公司预付款项为 9.52 亿元，同比增长 50.30%，系预付北京人寿保险有限公司股权投资款所致，主要构成为一年以内预付款项（占 93.63%）。

2015~2017 年，公司其他应收款逐年下降，年均复合下降 12.32%。截至 2017 年底公司其他应收款为 16.23 亿元，同比下降 14.29%，构成以保证金、押金、参股公司拆借款为主；累计计提坏账准备 0.05 亿元，综合

计提比例低。期末其他应收款中前 5 名合计金额 4.53 亿元，占 27.81%。

2015~2017 年，公司存货逐年增长，年均复合增长 4.53%。截至 2017 年底，公司存货 86.86 亿元，同比增长 6.71%，其中原材料占 6.05%、库存商品占 19.94%、开发产品占 27.00%、开发成本占 39.07%，其余包括自制半成品及在产品、周转材料、工程施工等。截至 2017 年底，公司房地产类存货规模 57.39 亿元，占存货比重 66.07%；其中开发产品主要由海南富海家园、包头望潮苑、商务中心项目和牛栏山下坡屯项目构成，开发成本主要包括牛栏山下坡屯项目（期末余额 28.29 亿元）、鑫泽园（尚未开发）、小店项目（尚未开发）、商务中心项目、海南富海家园项目和包头望潮苑。总体看，公司房地产类存货占比高，竣工未售产品去化速度慢，在建项目未来仍存在资金需求，存货流动性偏弱，对资金形成较大占用。

### 非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产逐年增长，年均复合增长 5.55%。截至 2017 年底，公司非流动资产为 90.63 亿元，同比增长 2.50%，主要由固定资产（占 49.58%）和无形资产（占 20.34%）构成。

2015~2017 年，公司长期股权投资分别为 7.81 亿元、7.99 亿元和 7.70 亿元，主要由对北京金盛顺鑫置业有限公司（期末余额 4.74 亿元）和北京顺鑫祥云药业有限公司（期末余额 1.14 亿元）投资构成。

2015~2017 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长 13.51%。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 44.94 亿元，同比小幅增长 0.61%；固定资产构成主要为房屋及建筑物（占 65.95%）和机器设备（占 23.78%）；累计折旧合计 16.36 亿元，计提减值准备 167.79 万元。

2015~2017 年，公司在建工程波动下降，年均复合下降 14.50%。截至 2017 年底，公司在建工程为 7.18 亿元，同比增长 23.66%，主

要来自牛栏山酒厂研发中心暨升级改造工程（期末余额 1.87 亿元）、鹏程生鲜精加工车间改造工程（期末余额 0.88 亿元）投入增加。公司在建工程项目较为分散。

2015~2017 年，公司无形资产逐年增长，年均复合增长 0.50%。截至 2017 年底，公司无形资产 18.44 亿元，主要为土地使用权（占 96.57%）。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总额较 2017 年底小幅增长 3.33% 至 291.21 亿元；流动资产占 65.89%，资产构成变化不大。其中长期股权投资较 2017 年底增长 51.93% 至 11.70 亿元，系公司对北京人寿保险有限公司的投资（持股比例 13.99%）。其他科目较上年底变化不大。

整体看，公司资产规模波动增长，构成以流动资产为主，资产结构较稳定。流动资产中货币资金充裕，以开发产品、开发成本为主的存货占比大；非流动资产主要由固定资产和无形资产构成。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。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长 9.33%。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 87.15 亿元（含少数股东权益 41.24 亿元），同比增长 2.10%，主要来自少数股东权益的增长；从构成来看，公司所有者权益中，实收资本占 9.75%、资本公积占 6.76%、其他权益工具占 22.95%、未分配利润占 13.22%、少数股东权益占 47.32%，公司少数股东权益规模较大。其中，其他权益工具为公司于 2015 年发行的 10 亿元永续中票票据“15 顺鑫 MTN001”（3+N 年期）和控股子公司顺鑫农业于 2016 年发行的 10 亿元永续中期票据“16 顺鑫农业 MTN001”（3+N 年期）。近年来，公司未分配利润有所下降，主要系上市公司顺鑫农业分红所致。

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益增至 88.38 亿元（含少数股东权益 44.38 亿元），较 2017 年底增长 1.41%，主要来自少数股东权益的增长。

总体看，公司所有者权益中少数股东权益及其他权益工具占比高，稳定性较弱。

#### 负债

2015~2017 年，公司负债总额波动增长，年均复合增长 9.73%。截至 2017 年底，公司负债总额为 194.68 亿元；其中，流动负债占 74.79%，非流动负债占 25.21%，负债结构以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债波动增长，年均复合增长 17.12%。截至 2017 年底，公司流动负债 145.61 亿元，同比下降 8.88%，系应付票据、一年内到期的非流动负债及其他流动负债减少所致。从构成看，2017 年底流动负债主要由短期借款（占 64.59%）和预收款项（占 26.25%）构成。

2015~2017 年，公司短期借款增长较快，年均复合增长 49.22%；截至 2017 年底，公司短期借款 94.05 亿元，同比增长 3.43%，其中保证借款 22.91 亿元，信用借款 70.70 亿元。

2015~2017 年，公司应付账款逐年下降，年均复合下降 37.82%。截至 2017 年底，公司应付账款为 3.05 亿元，同比下降 43.75%，系部分应付账款到期偿还所致。

2015~2017 年，公司预收款项逐年增长，年均复合增长 51.61%，公司预收款项主要为预收的白酒销售款、工程款及房屋销售款。截至 2017 年底，公司预收款项 38.22 亿元，同比增长 79.39%，主要受益于子公司顺鑫农业白酒系列业务规模快速扩张带动预收货款增长所致。

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 4.00 亿元、18.78 亿元和 3.50 亿元，其中 2016 年底大幅增长系公司于 2014 年发行的非公开定向债务融资工具（3 年期）当期由其他非流动负债转入此科目所致，2017

年内非公开定向融资工具到期后该科目余额下降；2015~2017年，公司其他流动负债逐年下降，分别为30.45亿元、12.19亿元和5.16亿元，公司其他流动负债主要为公司及子公司顺鑫农业发行的（超）短期融资券。

2015~2017年，公司非流动负债波动下降，年均复合下降6.00%。截至2017年底，公司非流动负债49.07亿元，同比增长29.12%，系长期借款增长所致。

2015~2017年，公司长期借款逐年增长，年均复合增长58.15%。截至2017年底，公司长期借款25.85亿元，同比增长96.22%，系公司债务结构调整偿还短期有息债务所致，以信用借款为主（占65.76%）。2015~2017年，公司应付债券分别为28.61亿元、20.34亿元和20.34亿元，2017年底主要包括子公司顺鑫农业发行的2015年第一期（10亿元）、第二期（10亿元）公司债券。

2015~2017年，公司长期应付款逐年下降，年均复合下降24.98%。截至2017年底，公司长期应付款降至2.88亿元，主要为应付融资租赁款。

截至2018年9月底，公司负债总额为202.83亿元，较2017年底增长4.18%，主要系短期借款、长期借款和应付债券增长所致；其中，应付债券较2017年底增长24.36%至25.29亿元，系公司于2018年8月发行5亿元中期票据“18顺鑫MTN001”所致。

有息债务方面，2015~2017年，公司全部有息债务波动增长，年均复合增长5.36%。截至2017年底，公司全部有息债务为151.78亿元，同比下降10.67%；其中短期债务占67.67%，长期债务占32.33%。债务指标方面，2015~2017年，公司资产负债率波动上升，三年加权平均值为69.28%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均呈波动下降趋势，三年加权平均值分别为64.77%和35.90%，截至2017年底，上述三项指标分别为69.08%、63.52%和36.02%。公司于2015年12月发行

10亿元永续中期票据“15顺鑫MTN001”，子公司顺鑫农业于2016年9月发行10亿元永续中期票据“16顺鑫农业MTN001”，考虑到永续中期票据在清偿顺序等同于其他普通债券/债务工具，同时赎回和递延利息利率重置条款设置使本期中期票据不赎回可及递延支付利息的可能性较小，若将20亿元永续中期票据纳入有息债务核算，截至2017年底，公司调整后全部债务为171.78亿元；资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为76.17%、71.90%和50.70%，公司债务负担加重。

截至2018年9月底，公司有息债务合计164.54亿元，较2017年底增长8.41%，构成仍以短期债务为主；公司资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为69.65%、65.06%和41.21%。若同时将20亿元永续中期票据纳入有息债务核算，则上述三项指标分别为76.52%、72.96%和54.51%。

整体看，近三年公司债务规模波动增长，公司整体债务负担重，以短期债务为主，债务结构有待改善。

#### 4. 盈利能力

近年来，随着贸易和白酒业务规模扩张，公司营业收入保持增长，2015~2017年，公司营业收入年均复合增长24.13%，2017年营业收入同比增长18.09%至261.16亿元。近三年，公司营业成本年均复合增长28.30%，高于营业收入增速，2017年同比增长19.58%至214.46亿元。受营业成本增速快于营业收入影响，公司营业利润率呈逐年下降趋势，2017年公司营业利润率同比减少0.19个百分点至12.85%。

从期间费用看，2015~2017年，公司期间费用分别为23.78亿元、26.99亿元和28.69亿元，以销售费用和管理费用为主，期间费用率呈下降趋势，三年分别为14.03%、12.20%和10.99%。2017年公司销售费用同比下降

3.81%至 12.57 亿元，主要系 2017 年下半年开始，顺鑫农业白酒业务改变市场开发及推广投入方式，市场开发及推广费用由经销商承担，然后给予经销商产品销售折扣、费用推广相应抵减白酒业务收入；管理费用同比增长 25.62%至 12.00 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 5.66%至 4.12 亿元。总体看，近年来公司期间费用率呈下降趋势，期间费用控制力有所加强，但仍对利润侵蚀影响较大。

2015~2017 年，公司投资收益分别为 0.06 亿元、1.90 亿元和 0.14 亿元，其中 2016 年构成主要为公司减持上市公司顺鑫农业获取的收益；投资收益对利润贡献较小。2015~2017 年，利润总额分别为 4.44 亿元、3.82 亿元和 5.03 亿元，构成以经营性利润为主。

盈利指标方面，2015~2017 年，公司总资产收益率呈波动上升趋势，三年均值为 3.51%，同期，净资产收益率波动下降，三年均值为 3.16%；2017 年公司总资产收益率和净资产收益率分别为 3.61%和 3.07%。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 223.63 亿元，同比增长 2.70%；营业利润率为 12.69%，利润总额同比大幅增长 110.35%至 4.86 亿元，主要受益于白酒系列全国化布局效应进一步显现带动。

整体看，近年来在国际贸易和白酒系列业务规模扩张带动下，公司营业收入持续增长，但受收入贡献较大的国际贸易业务毛利率低、生猪价格波动等因素影响，公司盈利水平有所波动，整体盈利能力有待进一步提升。

## 5. 现金流分析

从经营活动看，2015~2017 年，公司经营活动现金流入量逐年增长，年均复合增长 34.38%，2017 年公司经营活动现金流入同比增长 26.19%至 318.32 亿元，主要为销售商品、提供劳务收到的现金；同期，公司经营活动现金流出量逐年增长，年均复合增长 30.99%，

2017 年经营活动现金流出同比增长 19.89%至 294.27 亿元，主要为购买商品、接受劳务支付的现金，其中支付其他与经营活动有关的现金 13.41 亿元，主要为广告费、运输费及促销费等。2015~2017 年，受益于子公司顺鑫农业白酒业务预收销货款增加，公司经营活动产生的现金流量净额持续增长，三年分别为 4.79 亿元、6.79 亿元和 24.05 亿元。经营获现质量方面，2015~2017 年，公司现金收入比分别为 102.15%、110.98%和 120.26%，公司收入实现质量良好。

从投资活动看，2015~2017 年，公司投资活动现金流入以收回投资收到的现金为主，投资活动现金流出以投资支付的现金为主。2017 年公司投资活动现金流入 12.20 亿元，主要系理财产品到期赎回收回的现金；公司投资活动现金流出为 19.48 亿元，主要包括理财产品及北京人寿保险有限公司的投资。2015~2017 年，公司投资活动现金流量净额分别为 -7.05 亿元、0.72 亿元和 -7.28 亿元。近三年，公司筹资活动前现金净流量分别为 -2.26 亿元、7.51 亿元和 16.78 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。

2015~2017 年，公司筹资活动现金流入量波动增长，年均复合增长 2.17%，以取得借款收到的现金为主；同期，公司筹资活动现金流出量逐年增长，年均复合增长 10.23%，以偿还债务支付的现金为主；近三年，公司筹资活动现金流量净额分别为 4.00 亿元、24.81 亿元和 -15.80 亿元。

2018 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流量净额为 4.95 亿元；投资活动产生的现金净流量为 -4.01 亿元；筹资活动产生的现金流量净额 5.68 亿元。

整体看，公司经营活动保持良好的获现能力，经营活动现金流净额持续提升，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。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力看, 2015~2017年, 公司流动比率均值为131.09%, 受存货规模较大影响, 公司速动比率处于较低水平, 三年均值为71.00%。2017年底, 公司流动比率和速动比率分别为131.31%和71.66%。截至2018年9月底, 上述两项指标分别为136.21%和77.41%。公司有息债务中短期债务占比高, 债务结构有待改善; 考虑到公司货币资金较为充沛, 经营获现能力良好, 公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力看, 2015~2017年, 公司EBITDA持续增长, EBITDA利息倍数分别为1.91倍、2.11倍和2.28倍; 全部债务/EBITDA倍数分别为9.55倍、11.64倍和9.30倍, 公司EBITDA对长期债务保障能力一般。

截至2018年9月底, 公司共获得银行授信约314.53亿元, 未使用额度约187.55亿元, 间接融资渠道畅通; 公司下属控股子公司顺鑫农业为深交所上市公司, 具备直接融资渠道。

截至2018年9月底, 公司对外担保余额为0.50亿元, 全部为对参股公司北京世欣顺达小额贷款公司提供的担保。

## 7. 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: G10110113016020403, 截至2019年3月7日, 公司无未结清不良信贷信息记录, 已结清信贷记录存在1笔关注类贷款, 相关款项已于2003年6月9日结清。

## 8. 母公司财务分析

截至2017年底, 母公司资产总额为103.81亿元, 同比增长16.96%, 主要来自货币资金、预付款项和其他应收款的增长。从构成看, 流动资产占52.07%, 非流动资产占47.93%; 流动资产以货币资金(11.65亿元)和其他应收款(37.33亿元)为主, 非流动资产以长期股

权投资(39.55亿元)和无形资产(6.95亿元)为主。截至2018年9月底, 母公司资产总额107.72亿元, 流动资产51.83亿元, 仍以货币资金(8.65亿元)和其他应收款(41.65亿元)为主, 非流动资产55.88亿元, 仍以长期股权投资(45.80亿元)和无形资产(6.94亿元)为主。总体看, 母公司资产流动性较弱, 整体质量一般。

截至2017年底, 母公司负债总额为84.73亿元, 同比增长24.01%, 主要来自长、短期借款的增长; 从构成看, 以流动负债(占79.94%)为主。截至2017年底, 母公司流动负债为67.73亿元, 主要由短期借款(55.42亿元)、其他应付款(6.84亿元)和其他流动负债(5.16亿元)构成; 非流动负债为17.00亿元, 全部为长期借款。截至2018年9月底, 母公司负债总额90.44亿元, 较2017年底增长6.75%, 主要系2018年8月成功发行5亿元“18顺鑫MTN001”所致; 流动负债65.71亿元, 非流动负债24.73亿元。

受顺鑫控股以母公司为主导, 采取“统借统还”融资管理模式影响(上市公司除外), 截至2017年底, 母公司全部有息债务合计77.58亿元, 其中短期债务60.58亿元, 长期债务17.00亿元, 母公司资产负债率为81.62%。截至2018年9月底, 母公司全部有息债务合计84.43亿元, 短期债务59.70亿元, 长期债务24.73亿元, 资产负债率为83.96%。整体看, 母公司债务负担很重。到期债务分布方面, 母公司口径一年内到期债务分布相对分散, 除2019年10月偿还银行借款15.80亿元外, 其余月份月均到期债务规模均在10亿元以下。

截至2017年底, 母公司所有者权益19.08亿元, 包括股本8.50亿元、其他权益工具10.00亿元、资本公积6.94亿元和未分配利润-6.36亿元, 其中其他权益工具为母公司于2015年12月发行的10亿元永续中期票据“15顺鑫MTN001”。截至2018年9月底, 母公司所

所有者权益合计 17.28 亿元，所有者权益构成较 2017 年底变动不大；母公司所有者权益结构稳定性一般。

2017 年，母公司实现营业收入 0.19 亿元，同比增长 57.42%，主要来自租金收入的增长；受有息债务规模大，母公司财务费用为 2.01 亿元，对利润侵蚀严重；2017 年母公司净亏损 1.91 亿元。2018 年 1~9 月，母公司实现营业收入 0.23 亿元，财务费用 1.76 亿元，投资收益 0.33 亿元，净亏损 1.81 亿元。

2017 年，母公司经营活动现金流量净额为-0.10 亿元，投资活动现金流规模较大，当期收回投资收到的现金 8.50 亿元，主要是理财产品到期回收，收到其他与投资活动有关的现金为 7.16 亿元，主要是与下属公司往来款，投资支付的现金为 13.42 亿元，主要是购买理财产品支付的现金及对北京人寿保险有限公司的投资，支付其他与投资活动有关的现金 9.54 亿元，主要是与下属公司往来款，母公司投资活动现金流量净额为-6.96 亿元；同期，母公司筹资活动现金流量金额为 10.32 亿元，以取得借款收到的现金和偿还债务支付的现金为主。2018 年 1~9 月，母公司经营活动现金流量净额为-4.60 亿元，投资活动现金流量净额为-2.46 亿元，筹资活动现金流量净额 4.05 亿元。

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

#### 9. 抗风险能力

公司作为顺义区所属国有大型控股型企业，股东实力强，形成的多元化经营格局有利于分散经营风险；其中白酒制造业务盈利能力强，产品具有较强知名度和美誉度，在外部发展环境、品牌影响力以及区域市场竞争方面具备较强优势，猪肉业务产业链完整、区域市场

份额领先。总体看，公司抗风险能力很强。

### 九、本期中期票据偿债能力分析

#### 1. 本期中期票据对现有债务的影响

公司本期中期票据拟发行额度为 5 亿元，占 2018 年 9 月底长期债务及全部债务比重为 8.07%和 3.04%。

截至 2018 年 9 月底，若将已发行的永续中期票据“15 顺鑫 MTN001”<sup>1</sup>和 16 顺鑫农业 MTN001”纳入有息债务核算，公司调整后资产负债率、调整后全部债务资本化比率和调整后长期债务资本化比率分别为 76.52%、72.96%和 54.51%。考虑到本期中期票据所筹资金将全部用于偿还有息债务，发行后实际债务负担变动不大。

#### 2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年，公司 EBITDA 对本期中期票据的保障倍数分别为 2.86 倍、2.92 倍和 3.27 倍，公司 EBITDA 对本期中期票据的保障能力较好；公司经营活动现金流量净额分别为本期中期票据的 0.96 倍、1.36 倍和 4.81 倍，对本期中期票据的保障能力较好。若同时考虑公司已发行的 2019 年第一期中期票据（10 亿元，3 年），EBITDA 对两期中期票据的保障倍数分别为 0.95 倍、0.97 倍和 1.09 倍；经营活动现金流量净额对两期中期票据的保障倍数分别为 0.32 倍、0.45 倍和 1.60 倍。公司 EBITDA 对两期中期票据保障能力尚可。

总体看，公司 EBITDA 和经营活动现金流净额对本期中期票据保障能力较好。

### 十、结论

作为北京市顺义区所属多元化控股型企业，公司自成立以来已形成白酒、猪肉及贸易等多元化经营格局。公司白酒系列业务凭借较为完善的营销体系、持续提升的产品认

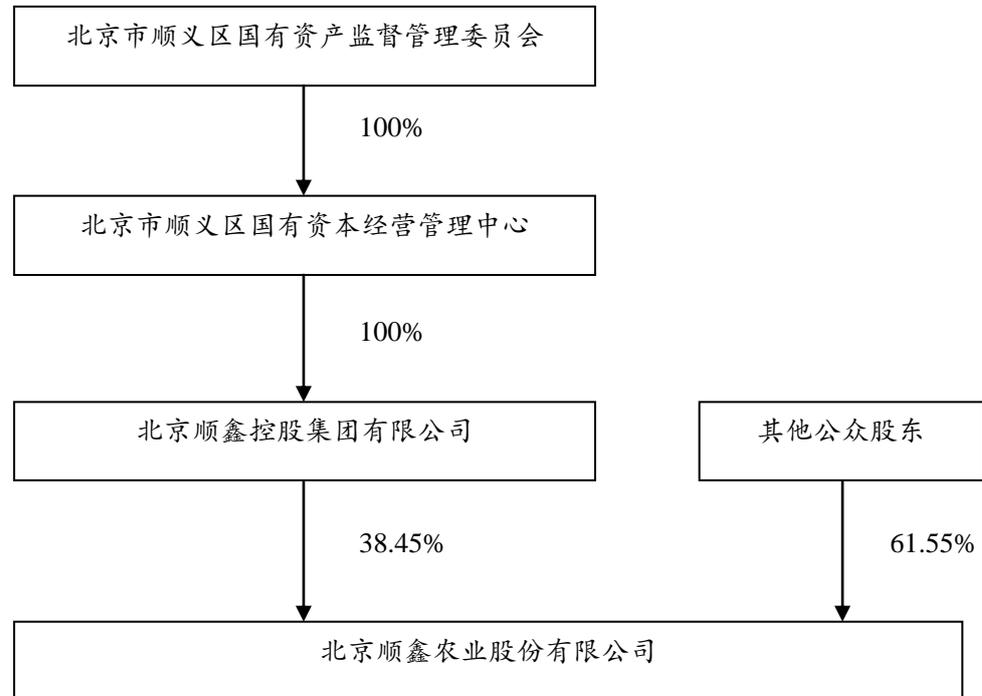
<sup>1</sup> 截至报告出具日，“15 顺鑫 MTN001”已到期兑付。

可度及“牛栏山”品牌知名度，近年来泛全国化布局成效显著，行业地位与市场竞争力进一步增强，成为拉动业绩提升的核心增长点。猪肉系列业务区域市场份额领先，但其规模与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。

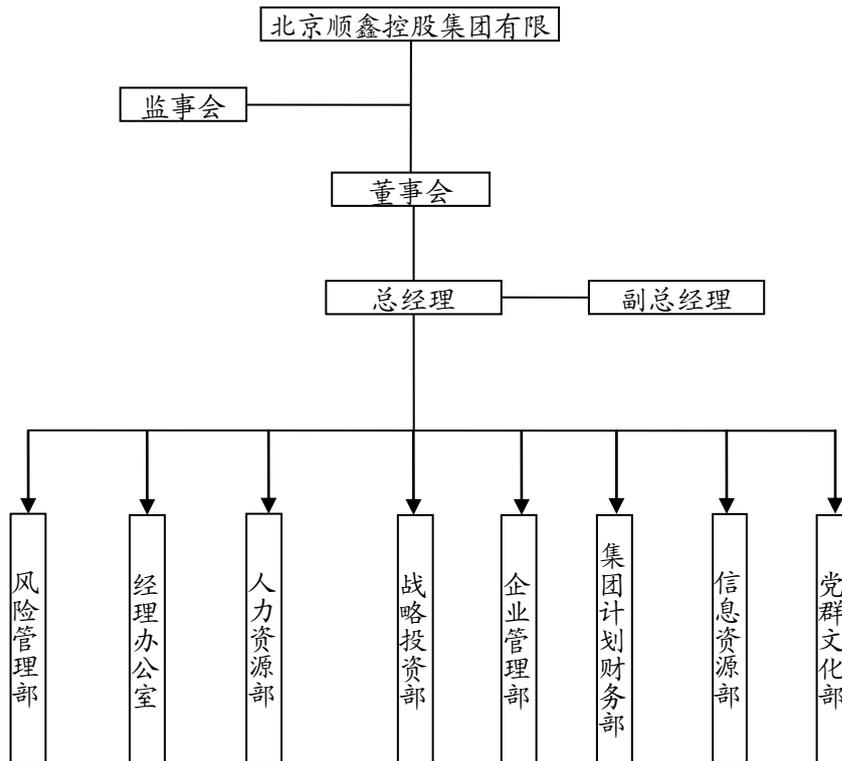
近年来，公司资产规模波动增长，以开发产品、开发成本为主的存货对资金形成较大占用；整体债务负担重，存在短期偿债压力。在白酒系列及贸易业务规模带动下，公司经营与利润规模持续提升，但随着盈利水平较低的贸易业务贡献提升，综合盈利水平波动下降，经营获现能力良好。母公司自身经营规模小，受财务费用对利润侵蚀大影响，整体盈利能力弱，偿债压力大。

公司 EBITDA 和经营活动现金流量净额对本期中期票据保障能力较好。总体看，本期中期票据到期不能偿付的风险低。

附件 1-1 截至 2018 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 9 月底公司组织架构图



## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	40.80	81.97	72.23	76.93
资产总额(亿元)	234.59	283.15	281.84	291.21
所有者权益(亿元)	72.91	85.36	87.15	88.38
短期债务(亿元)	81.19	131.90	102.71	102.59
长期债务(亿元)	55.53	38.00	49.07	61.95
全部债务(亿元)	136.73	169.90	151.78	164.54
营业收入(亿元)	169.50	221.14	261.16	223.63
利润总额(亿元)	4.44	3.82	5.03	4.86
EBITDA(亿元)	14.32	14.59	16.33	--
经营性净现金流(亿元)	4.79	6.79	24.05	4.95
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	26.41	32.20	31.07	--
存货周转次数(次)	1.64	2.23	2.55	--
总资产周转次数(次)	0.72	0.85	0.92	--
现金收入比(%)	102.15	110.98	120.26	122.58
营业利润率(%)	16.63	13.04	12.85	12.69
总资本收益率(%)	3.60	3.28	3.61	--
净资产收益率(%)	3.62	3.01	3.07	--
长期债务资本化比率(%)	43.24	30.81	36.02	41.21
全部债务资本化比率(%)	65.22	66.56	63.52	65.06
资产负债率(%)	68.92	69.86	69.08	69.65
流动比率(%)	144.37	121.87	131.31	136.21
速动比率(%)	69.47	70.93	71.66	77.41
经营现金流动负债比(%)	4.51	4.25	16.52	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.91	2.11	2.28	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.55	11.64	9.30	--

注：1. 2018 年 1~9 月财务数据未经审计；2. 短期债务及相关指标计算包含其他流动负债中的有息债务，长期债务及相关指标计算包含长期应付款和其他非流动负债中的有息债务；3. 现金类资产未剔除受限货币资金；4. 2015 年底所有者权益中包含 10 亿元永续中期票据，2016~2018 年 9 月底所有者权益包含 20 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
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 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	
<b>经营效率指标</b>	
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%
<b>盈利指标</b>	
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%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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 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

### 附件 4-3 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。

## 联合资信评估有限公司关于 北京顺鑫控股集团有限公司 2019 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项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。

北京顺鑫控股集团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。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

北京顺鑫控股集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对北京顺鑫控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，北京顺鑫控股集团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控股集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现北京顺鑫控股集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对北京顺鑫控股集团有限公司或本期债项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，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如北京顺鑫控股集团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北京顺鑫控股集团有限公司或本期债项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控股集团有限公司联系，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。