跟 踪 评 级 公 告

联合[2018]1133 号

北京首农食品集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

北京首农食品集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

北京首农食品集团有限公司公开发行的“17 首农 01”和“17 首农 02”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二零一八年 六 月二十九日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
http://www. unitedratings.com.cn

北京首农食品集团有限公司
公司债券 2018 年跟踪评级报告

主体长期信用等级：

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定

上次评级结果：AAA　　评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券规模	债券期限	上次评级结果	本次评级结果	上次评级时间
17 首农 01	10 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2018 年 4 月 12 日
17 首农 02	10 亿元	5(3+2)年	AAA	AAA	2018 年 4 月 12 日

跟踪评级时间：2018 年 6 月 25 日

主要财务数据：

项目	2016 年	2017 年	18 年 3 月
资产总额（亿元）	614.67	693.85	799.74
所有者权益（亿元）	198.02	209.34	209.66
长期债务（亿元）	52.55	87.30	145.66
全部债务（亿元）	168.83	215.49	307.33
营业收入（亿元）	411.60	437.04	79.17
净利润（亿元）	6.08	13.21	-0.08
EBITDA（亿元）	26.97	40.62	--
经营性净现金流（亿元）	79.13	1.19	-16.33
营业利润率（%）	10.53	10.75	13.97
净资产收益率（%）	3.06	6.49	-0.04
资产负债率（%）	67.78	69.83	73.78
全部债务资本化比率（%）	46.02	50.72	59.45
流动比率（倍）	1.17	1.19	1.09
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.19	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.58	4.29	--
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.35	2.03	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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、公司 2018 年一季度数据未经审计，相关指标未年化；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、以上财务数据未包括北京粮食集团有限责任公司和北京二商集团有限责任公司。

评级观点

跟踪期内，北京首农食品集团有限公司（以下简称“公司”或“首农食品集团”）作为北京市国资委下属的唯一农业集团，各项业务经营良好，盈利水平显著提升，费用控制能力进一步增强；公司与北京粮食集团有限责任公司（以下简称“京粮集团”）和北京二商集团有限责任公司（以下简称“二商集团”）实施联合重组，公司整体实力进一步增强。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到养殖行业存在市场波动风险和疫情风险，农牧和贸易业务盈利能力较弱，在建项目投资规模大，负债水平较高、短期债务占比较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

考虑到公司与京粮集团、二商集团联合重组后，公司粮食和商贸板块将得到整合，公司收入规模和盈利能力有望稳步提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望 “稳定”，同时维持“17 首农 01”和“17 首农 02”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1．跟踪期内，公司与京粮集团、二商集团实施联合重组，粮食和商贸板块将得到整合，整体实力大幅提升。

2．公司具备良种开发、畜牧养殖、食品加工的完整产业链，整体抗风险能力强。

3．2017 年，公司各项业务经营良好，收入和净利润规模显著增长，费用控制能力进一步增强。

关注

1．公司养殖业板块所处养殖行业市场风险和疫情风险较大，周期性较强。

2．公司农牧和贸易业务盈利能力较弱，

在建项目投资规模大，未来存在一定资金支出压力。

3．公司负债水平较高，短期债务占比较高，债务结构有待改善。

分析师

叶维武

电话：010-85172818

邮箱：yeww@unitedratings.com.cn

康赣华

电话：010-85172818

邮箱：kanggh@unitedratings.com.cn

传真：010-85171273

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 12 层（100022）

Http：//www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

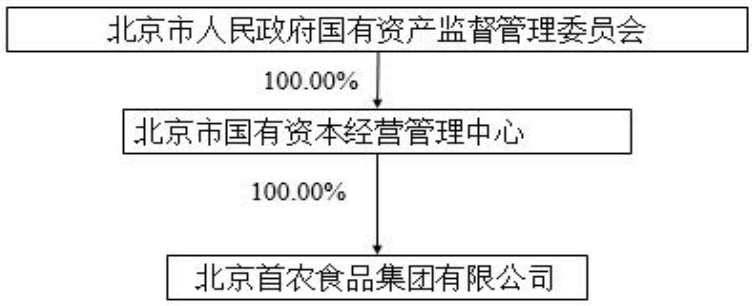
分析师：

联合信用评级有限公司

一、主体概况

北京首农食品集团有限公司（以下简称“公司”或“首农食品集团”）前身是北京市农工商联合总公司，1999 年经北京市人民政府批准更名为北京三元集团有限责任公司，2001 年 4 月更名为北京市三元集团总公司，2002 年 9 月更名为北京市三元集团有限责任公司。2009 年 4 月，经北京市国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）批准，公司吸收北京华都集团有限责任公司（以下简称“华都集团”）、托管北京市大发畜产公司（目前尚未纳入公司报表），并更名为北京首都农业集团有限公司（以下简称“首农集团”）。2011 年以来，北京市国资委对公司多次增资以及北京市财政局拨付预算资金和项目资金，公司均按照增加实收资本处理。2017 年 12 月，经北京市委、市政府批准，首农集团、北京粮食集团有限责任公司（以下简称“京粮集团”）和北京二商集团有限责任公司（以下简称“二商集团”）实施联合重组，将京粮集团、二商集团的国有资产无偿划转给首农集团，由公司对其行使出资人职责，公司变更为现名。截至 2018 年 5 月底，公司相关工商变更手续已完成，公司注册资本为 27.31 亿元，唯一股东为北京国有资本经营管理中心，实际控制人为北京市国资委。

图 1　截至 2018 年 5 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

跟踪期内，公司经营范围变更为：对所属从事种植、养殖、化工（不含危险化学品及易制毒化学品）、医药、建材、机械制造、食品加工企业的投资及投资管理；销售本企业生产的产品；与主营业务有关的技术咨询、技术服务；企业经营本企业和本企业成员企业自产产品及相关技术的出口业务（国家组织统一联合经营的出口商品除外）；经营本企业和本企业成员企业生产、科研所需的原辅材料、机械设备、仪器仪表、零配件及相关技术的进口业务（国家实行核定公司经营的进口商品除外）；经营本企业的进料加工和“三来一补”业务。（企业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；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动）。公司组织结构较上年未发生变化。

跟踪期内，公司组织结构较上年未发生变化。截至 2017 年底，纳入公司合并范围的二级子公司共 33 家，其中子公司北京三元食品股份有限公司（以下简称“三元股份”，股票代码为“600429.SH”）为 A 股上市公司；公司员工人数合计 26,435[1]人。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 693.85 亿元，负债合计 484.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）209.34 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 149.39 亿元。2017 年，公司实现营业收入 437.04 亿元，净利润（含少数股东损益）13.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 12.31 亿

[1] 不含劳务派遣员工。

元；经营活动产生的现金流量净额 1.19 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.19 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 799.74 亿元，负债合计 590.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）209.66 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 150.00 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 79.17 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.08 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额-16.33 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.98 亿元。

公司注册地址：北京市西城区裕民中路 4 号；法定代表人：王国丰。

二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可【2016】3098 号”文核准，公司于 2017 年 4 月 10 日在上海证券交易所公开发行公司债券“北京首农食品集团有限公司 2017 年公司债券（第一期）”，债券简称“17 首农 01”，债券代码“143062.SH”，2017 年 4 月 20 日在上海证券交易所上市。“17 首农 01”债券余额 10.00 亿元，票面利率 4.63%，按年付息，到期一次还本。“17 首农 01”为 5 年期固定利率债券，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。截至本报告出具日，“17 首农 01”募集资金已使用完毕，与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。公司已于 2018 年 4 月 11 日支付“17 首农 01”第一期利息。

经中国证券监督管理委员会“证监许可【2016】3098 号”文核准，公司于 2017 年 8 月 10 日在上海证券交易所公开发行公司债券“北京首农食品集团有限公司 2017 年公司债券（第二期）”，债券简称“17 首农 02”，债券代码“143242.SH”，2017 年 8 月 24 日在上海证券交易所上市。“17 首农 02”余额 10 亿元，票面利率 5.00%，按年付息，到期一次还本。“17 首农 02”为 5 年期固定利率债券，附第 3 年末公司调整票面利率选择权及投资者回售选择权。截至本报告出具日，“17 首农 02”募集资金已使用完毕，与募集说明书承诺的用途、使用计划及其他约定一致。截至本次报告出具日，“17 首农 02”尚未到第一个付息日。

三、行业分析

1．肉猪及家禽养殖

（1）行业概况

肉猪养殖

根据国家统计局发布《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 5,340 万吨，较上年增长 0.8%，年末生猪存栏 43,325 万头，较上年下降 0.4%，生猪出栏 68,861 万头，较上年增长 0.5%。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 年一季度持续下跌，截至 2018 年 3 月底已跌至 17.10 元/公斤。

家禽养殖

据国家统计局统计，2017 年，我国禽肉产量 1,897 万吨，较上年增长 0.5%，肉鸡供应相对宽松。2017 年上半年，受 H7N9 事件以及国内多地活禽交易市场关闭等多种因素影响，肉鸡消费需求下降，肉鸡市场销售价格下行，养鸡企业效益下降甚至出现亏损；下半年，肉鸡养殖企业主动去产能，存

栏量下降，同时，随着 H7N9 事件影响消退、消费需求回升，肉鸡市场销售价格快速上涨，养鸡企业盈利水平提升，行业回归正常轨道。2018 年以来，肉鸡价格受终端需求疲软影响，价格开始下跌。

总体看，2017 年，猪肉和鸡肉产量稳中有升；猪肉价格受市场供需影响，价格整体处于下行区间，肉鸡价格波动较大。

（2）原材料

2016 年以来，我国主动调整种植业结构、粮食价格实施市场化改革、调整稻谷小麦最低收购价，农业供给侧结构性改革取得一定成果，但粮食高产量、高进口量和高库存量的“三高”并存形势、粮食产品结构不合理以及粮食价格机制市场化程度较低等问题仍然存在。截至 2017 年底，我国玉米年末库存消费量比为 108.70%，较上年底下降 33.24 个百分点，仍处于较高水平；小麦年末库存消费量比为 72.49%，较上年底上升 22.89 个百分点；稻谷年末库存消费量比为 86.30%，较上年底上升 11.00 个百分点。

2017 年是玉米临储收购政策改革的第二年，经过 2016 年的价格触底后，2017 年，玉米市场开始出现回暖迹象。具体看，全年玉米价格在年初延续前两年跌势，触底后开始震荡上行。截至 2017 年底，受农户惜售、用粮企业提价补库以及贸易商屯粮看涨后市等方面共同影响，国内玉米平均收购价达到 77.42 元/50 公斤，较 2016 年底增长 6.03%。2018 年以来，全国玉米平均收购价持续走高，截至 2018 年 2 月底已上涨至 82.64 元/50 公斤，较上年底增长 6.74%。

2017 年上半年，进口大豆增加、油厂较高的开机率和大豆压榨数量增加，豆粕产量较大，市场供应更加宽松，豆粕供给增加而需求减少，导致上半年价格大幅下跌；下半年下游需求有所恢复，行业供求有所改善，豆粕价格处于缓慢上升阶段。

总体看，2017 年，主要原材料价格呈现大幅波动的态势，市场总体供大于求；其中玉米价格有所上涨，但整体较上年仍大幅下降；豆粕价格经历上半年的大幅下跌后有所反弹。

（3）行业政策及发展趋势

2017 年 2 月，农业部办公厅印发了《2017 年畜牧业工作要点》（以下简称“《要点》”）的通知。根据《要点》规定，生猪养殖由北京、天津、上海、江苏、浙江、福建、广东、安徽、江西、湖北、湖南等限制发展的南方水网向潜力增长区东北的黑龙江、吉林、辽宁、内蒙古以及西南的云南和贵州转移，在转移过程中出现的供应缺口将由禽类以及牛羊等肉类来补上，并选择几个典型县开展生猪种养结合循环发展试点。此外，环保问题也成为重点关注的问题，《要点》提出的“抓好畜禽粪污处理和资源化利用”对养猪场环保提出了更高的要求，继续推进不达标猪场的拆迁工作，同时提出解决粪污方法的一些措施。《要点》提出要大力发展畜禽标准化养殖，加大适度规模养殖发展扶持力度，组织实施奶牛、肉牛、肉羊标准化规模养殖场(小区)建设项目，支持符合条件的畜禽规模养殖场开展标准化改造，提升畜禽标准化养殖水平。

2018 年 1 月，农业部办公厅印发了《2018 年畜牧业工作要点》，提出继续推进畜禽养殖废弃物资源化利用，全面实施粮改饲政策，推动规模化养殖水平，提升中小养殖场户的生产经营水平，明确提出将鼓励引导支持有发展需求和扶贫意愿的畜牧业龙头企业等新型经营主体，发挥集团化、协同化优势，扎实推进产业精准扶贫，同时也将联合金融保险机构给予相关的支持。

总体看，针对畜牧业发展政策主要集中在环境保护、规模化水平以及畜牧业扶贫等方面，具备较强实力的企业在环境保护、规模化水平以及支持国家扶贫工作等方面的优势将进一步显现，中小散户可能逐渐退出市场，行业集中度有望进一步提高。

2．乳制品

中国乳制品行业增速放缓已经成为新常态，市场结构不断优化，市场集中度不断提高，品牌发展也相对稳定。三四线消费者的需求逐步释放促使乳制品行业不断创新升级，新的市场细分与产品同质化的矛盾，使乳制品企业发展压力增大，行业竞争进一步加剧。

根据中国奶业协会公布的《中国奶业形势报告》，2017年，我国乳制品累计产量为2,935.00万吨，同比增长4.17%，增幅较上年下滑3.51个百分点。进出口方面，2017年，全国共进口各种乳制品217.40万吨，同比增长11.20%；其中液体乳进口70.17万吨，同比增长7.10%，出口2.53万吨；干乳制品进口147.23万吨，同比增长13.2%；出口0.63万吨。

行业上游方面，2017 年，生鲜乳平均采购价格为 3.48 元/千克，同比上涨 0.2%，采购价格较稳定；玉米价格在年初延续前两年跌势，触底后开始震荡上行，截至 2017 年底，国内玉米平均收购价达到 77.42 元/50 公斤，同比增长 6.03%，2018 年以来，全国玉米平均收购价持续走高。2017 年，上半年豆粕价格大幅下跌，下半年下游需求有所恢复，行业供求有所改善，豆粕价格目前处于缓慢上升阶段。

行业下游方面，2017年，中国经济发展稳中有进，稳中向好，供给质量持续改善，经济结构日益优化，企业效益稳步提升，整个乳品行业也呈回暖趋势。城市人均乳品消费量提升，二胎效应带动乳品需求稳定增长，行业整体收入增长提速，2017年，全国乳品加工销售收入为3,590.41亿元，同比增长6.77%。同时，在乳品消费升级的市场需求下，国内乳业逐步进入以品牌竞争为核心的全产业链整合阶段，促使乳品企业加速产品升级、产品创新，提升内部运营能力。

行业政策方面，2017年4月，国务院办公厅印发《2017年食品安全重点工作安排》（国办发【2017】28号），就2017年食品安全重点工作做出安排，其中要求对婴幼儿配方乳粉生产企业进行食品安全生产规范体系检查。加快修订乳制品工业产业政策，进一步严格行业准入，推动婴幼儿配方乳粉企业兼并重组，发布实施婴幼儿配方乳粉追溯体系行业标准。2017年6月，财政部农业部引发《动物防疫等补助经费管理办法》，提出为加强动物防疫等补助经费的管理和监督，提高资金使用效益，强化重大动物疫病防控工作，提供动物防疫等补助，该补助中央财政预算安排用于重点动物疫病国家强制免疫补助、强制扑杀补助、养殖环节无害化处理补助的专项转移支付资金。国家建立强制免疫、强制扑杀补助病种动态调整机制，农业部会同财政部定期评估并适时做出调整。

总体看，2017年，乳制品行业呈回暖趋势，产量进一步增长，行业收入有所上涨；行业政策的实施有利于提高乳制品行业产品质量，促进行业良性发展，未来乳品企业将加速产品升级、产品创新，提升内部运营能力。

四、管理分析

2018 年 5 月，公司与京粮集团、二商集团实施联合重组，相关工商变更手续已完成。根据中共北京市委组织部相关任免文件，公司成立了第一届董事会和监事会。根据北京市人民政府和中共北京市委组织部相关任命文件，王国丰为公司党委书记兼董事长，薛刚为公司党委副书记、副董事长兼总经理，王瑶为党委副书记兼董事，其他人员亦有较大变动。

公司党委书记兼董事长王国丰，高级经济师，博士研究生，中共党员。历任北京市粮食公司党委副书记、总经理，北京市粮食局副局长，京粮集团总经理、党委书记、董事长等，现任公司党委书记兼董事长。

公司党委副书记、副董事长兼总经理薛刚，经济师，硕士研究生，中共党员。历任北京市农

工商联合总公司双桥农场党委副书记、场长，北京三元集团有限责任公司党委常委、董事、总经理，首农集团党委副书记、董事、 总经理等职务，现任公司党委副书记、副董事长兼总经理。

公司党委副书记兼董事王瑶，博士研究生，中共党员。历任北京食品工贸集团总公司团委书记，二商集团团委书记，北京市商业机械公司党委副书记，北京市富连京制冷机电有限公司董事、总经理，二商集团党委副书记、董事、总经理等职务,现任公司党委副书记兼董事。

总体看，受重组事件影响，公司董事、监事和高级管理人员变动较大，但上述人员变动对公司日常管理、生产经营及偿债能力未造成重大不利影响；公司管理制度未发生重大变化。

五、经营分析

1．经营概况

公司作为北京市国资委下属唯一的农业集团，主要经营板块仍为现代农牧业、食品加工业、物产物流业和商贸业。2017 年，公司实现营业收入 437.04 亿元，较上年增长 6.18%，主要系现代农牧业、食品加工以及商贸业收入增加所致；实现净利润 13.21 亿元，较上年增长 117.19%，主要系收入规模扩大、财务费用和资产减值损失减少所致。2017 年，公司主营业务收入占营业收入的 99.20%，主营业务仍十分突出。

从各板块收入看，2017 年，现代农牧业收入为 60.88 亿元，较上年增长 20.91%，主要系商品鸭销售额增加所致，现代农牧业收入占营业收入的 13.93%，较上年上升 1.70 个百分点；食品加工业收入 76.55 亿元，较上年增长 14.49%，主要系三元股份收入增加以及南郊农场新合并子公司所致，食品加工业收入占营业收入的 17.52%，较上年上升 1.28 个百分点；物产物流业收入 107.37 亿元，较上年下降 3.17%，物产物流业收入占营业收入的 24.57%，较上年下降 2.37 个百分点；商贸业实现收入 192.23 亿元，较上年增长 0.79%，收入占比较上年小幅下降。

毛利率方面，2017 年，公司业务综合毛利率 11.54%，与上年基本持平。分板块看，现代农牧业毛利率 16.61%，较上年下降 6.93 个百分点，主要系商品猪、肉鸡以及蛋鸡等产品价格下跌所致；食品加工业毛利率 23.64%，较上年下降 7.20 个百分点，主要系外购原料奶价格上涨以及销售的固态奶价格下跌所致；物产物流业毛利率 18.44%，较上年上升 5.42 个百分点，主要系石油价格波动以及房地产项目结算所致；商贸业毛利率仅为 1.26%，仍处于较低水平。

表 1　2016~2017 年公司营业收入、构成及毛利率情况（单位：亿元，%）

类别	2016 年			2017 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
现代农牧业	50.35	12.23	23.54	60.88	13.93	16.61
食品加工业	66.86	16.24	30.84	76.55	17.52	23.64
物产物流业	110.89	26.94	13.02	107.37	24.57	18.44
商贸业	183.51	44.58	0.47	192.23	43.99	1.26
合计	**411.60**	**100.00**	**11.61**	**437.04**	**100.00**	**11.54**

资料来源：公司债年度报告，联合评级整理。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 79.17 亿元，较上年同期下降 15.57%，主要系上海首农投资控股有限公司（以下简称“上海首农”）收入减少所致；净利润由上年同期的 0.52 亿元转为-0.08 亿元，主要系收入减少以及北京三元种业科技股份有限公司（以下简称“三元种业”）调整牛的种群结构，造成淘汰牛的亏损较大所致。

总体看，2017 年，公司收入和利润规模有所增长，毛利率与上年基本持平；2018 年一季度收入和净利润较上年同期均小幅下降。

2．现代农牧业

公司现代农牧业产品仍主要为种牛、种鸡、种鸭、种猪、牛冻精、原料奶、鸡肉产品等，其中，三元种业为原料奶、牛冻精和种猪业务的经营主体；北京首农股份有限公司（以下简称“首农股份”）为种鸡、鸡肉产品和鸭业务的经营主体。

原料方面，公司原料奶来自于三元种业下属 40 多个规模化奶牛场；其他原料主要为豆粕、玉米、麸皮、鸭料和饲料等。从采购量来看，2017 年，公司各类原料采购量涨跌不一，其中豆粕采购量较上年下降 38.00%，主要系前期采购量较大，消耗前期库存所致；饲料采购量较上年下降 15.89%，主要系公司 2016 年采购量较大，2017 年消耗前期库存所致；大豆采购量较上年增长 22.50%，主要系三元种业采购增加所致；苜蓿采购量较上年增长 33.41%，主要系三元种业进行战略性采购所致；玉米采购量小幅下降 4.45%。价格方面，公司主要采购原材料与市场价格保持一致，除玉米价格小幅下降外，其余原材料采购均价有所上升，其中豆粕较上年上涨 3.71%，大豆价格较上年上涨 7.85%，苜蓿价格较上年上涨 0.52%，饲料价格较上年上涨 15.48%。

表 2　2016~2017 年公司现代农牧业原料采购情况（单位：元/吨，吨）

采购对象	2016 年		2017 年	
	采购均价	采购量	采购均价	采购量
豆粕	3,018.11	171,142.69	3,130.17	106,105.92
大豆	3,684.15	27,825.68	3,973.31	34,085.17
玉米	1,818.04	306,243.62	1,758.31	292,603.13
苜蓿	2,182.52	44,641.70	2,193.87	59,556.34
饲料	1,975.01	815,458.55	2,280.80	685,901.23

资料来源：公司提供

在农牧业产品销售方面，公司一部分作为产品对外销售，一部分主要供给三元股份等使用。具体看，2017 年，牛冻精产量较上年增长 9.84%，销量较上年下降 20.00%，主要系受环保政策影响，公司北京养殖场向外阜迁移所致，销售价格较上年增长 23.64%，主要系产品结构以及运输费用等因素所致；商品鸭产销量较稳定，销售价格较上年增长 7.45%；商品猪产销量均较上年下降 2.27%，销售价格较上年下降 20.21%，主要系生猪价格下跌所致；原料奶产销量分别较上年上涨 3.36%和 3.21%，销售价格较上年上涨 2.54%；肉鸡的产销量分别较上年增长 19.99%和 19.59%，主要系屠宰规模扩大所致，肉鸡销售价格较上年下降 6.40%；蛋鸡产销量均较上年大幅下降 14.79%，主要系市场需求量下滑所致，销售价格较上年小幅下降。

表 3　2016~2017 年公司现代农牧业产品产销情况

指标名称		2016 年	2017 年
牛冻精	产量（万剂）	207.52	227.94
	销量（万剂）	235.26	188.21
	均价（元/剂）	21.15	26.15
商品鸭	产量（万对）	616.56	618.05
	销量（万对）	658.73	654.73
	均价（元/对）	82.92	89.10
商品猪	产量（头）	53,194.00	51,988.00

	销量（头）	53,194.00	51,988.00
	均价（元/头）	1,246.00	994.13
原料奶	产量（万公斤）	39,807.98	41,143.66
	销量（万公斤）	38,070.07	39,291.67
	均价（元/公斤）	3.55	3.64
肉鸡	产量（吨）	51,904.00	62,277.05
	销量（吨）	51,252.00	61,290.66
	均价（万元/吨）	1.25	1.17
蛋鸡	产量（万公斤）	18,954.00	16,150.00
	销量（万公斤）	18,954.00	16,150.00
	均价（元/公斤）	3.00	2.84

资料来源：公司提供
注：由于含少量外购产品影响，以致表中牛冻精、商品鸭和肉鸡的销量大于产量。

总体看，2017 年，公司现代农牧业经营规模有所增长，受市场需求影响，不同农牧产品销量和均价有所涨跌不一，但整体销售情况较为稳定。

3．食品加工业

公司食品加工业的经营主体仍主要为三元股份，产品仍主要为液态奶和固态奶两大类。

公司食品加工业的原材料包括牛奶、糖、包材等，其中以牛奶采购为主，牛奶采购分为对内采购和对外采购两种。

对内采购主要是通过三元种业的规模化奶牛场进行采购，2017 年自给率达 45.13%，较上年下降 3.41 个百分点。截至 2017 年底，三元种业奶牛养殖量 4.49 万头，产奶量 9.72 吨/头/年。2017 年，对内采购和对外采购分别为 25.78 万吨和 31.34 万吨，内部采购量较稳定，对外采购量较上年增长 17.25%，主要系固态奶产量增加所致；对外采购均价 3,540.89 元/吨，较上年小幅上涨 5.70%。

表 4　2016~2017 年公司牛奶资源和采购情况

指标名称		2016 年	2017 年
牛奶	对内采购（万吨）	25.21	25.78
	对外采购（万吨）	26.73	31.34
	对外采购均价（元/吨）（不含税）	3,349.32	3,540.89
	自给率（%）	48.54	45.13
奶场	养殖量（头）	40,577.00	44,894.00
	产奶量（吨/头/年）	9.98	9.72

资料来源：公司提供

从产品产量看，2017 年，公司固态奶和液态奶的产销量均较稳定，产销率均有所下降，分别为 98.50%和 105.09%，但仍维持在较高水平。从产品销售价格看，固态奶的销售均价略有下降，液态奶销售均价较上年上涨 8.07%。

表 5　2016~2017 年公司食品加工业的销售情况

指标名称		2016 年	2017 年
固态奶（奶粉、冷饮，干酪）	产量（万吨）	12.39	13.09
	销量（万吨）	13.35	12.89
	销售均价（元/吨）（不含税）	17,264.14	17,155.12

	产销率（%）	107.68	98.50
液态奶（牛奶、酸奶）	产量（万吨）	41.08	40.91
	销量（万吨）	44.56	42.99
	销售均价（元/吨）（不含税）	7,395.93	7,992.42
	产销率（%）	108.48	105.09

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司食品加工业务保持稳定发展，产品产销率仍维持在较高水平。

4．物产物流业

公司物产物流业板块收入主要由房地产、石油销售、物产和物流构成，其中物产和物流业收入占比较小。

（1）房地产

公司房地产业经营主体仍主要为西郊农场、南郊农场、东郊农场下属子公司。

截至 2017 年底，公司拥有土地 773 宗，土地面积合计 6,759.58 万平方米，其中北京市内 744 宗，土地面积合计 6,528.55 万平方米。未来，随着北京城市镇化的深化和城市规划改造的加快，公司土地、房产仍存在较大的拆迁可能性，公司获得土地补偿款利得具备一定的可持续性。

2017 年，公司房地产业务实现收入 38.58 亿元，较上年下降 27.94%，主要系结算面积以及结算项目差异所致。截至 2017 年底，公司已竣工未完成结算的项目主要有七个，均位于北京；上述项目累计实现销售套数 9,572 套，销售面积 87.14 万平方米，实现销售额 58.76 亿元，上述项目基本全部销售完毕。

表 6　截至 2017 年底公司已竣工未结算项目情况

指标名称		京润现代城一期二期项目	京润现代城三期项目	京润现代城福利房项目	东郊农场保障房公租房项目	双桥京桥 1 号地公共租赁住房项目	朝阳区双桥嘉园限价房项目	腾飞房地产--海淀区上庄家园 N28、N34 地块定向安置房项目
建设情况	规划住宅套数（套）	1,371	1,058	1,098	3,143	1,296.00	759.00	1,041
	规划商业套数（套）	39	56	73	--	5.00	22.00	--
	建筑面积（平方米）	154,059	194,093	117,497	231,848	147,812.21	75,638.99	103,496
	完成投资（万元）	43,272.15	75,498	33,002.61	169,000	69,702.00	55,000.00	94,471
销售情况	销售套数（套）	1,368	925	1,152	3,143	1,296.00	709.00	979
	销售面积（平方米）	136,918.68	112,128.72	108,792.52	231,848	147,812.21	54,838.81	79,077
	销售额（万元）	54,876.32	88,724.47	27,795.23	174,668	98,000.00	52,056.61	91,464

资料来源：公司提供

在建房地产项目方面，截至 2017 年底，公司在建项目计划总投资合计 516.80 亿元，已完成投资 186.92 亿元，未来尚需投资 329.88 亿元，考虑到随着部分房地产项目建设进度的推进，所产生的现金流可对开发资金形成有效补充，但由于待投入资金规模较大，使得公司仍面临一定规模的外部融资需求。

表 7　截至 2017 年底公司在建房产项目情况（单位：平方米，万元）

地址	项目名称	类别	建筑面积	总投资估算	已投资金额	总可售面积	已售面积
北京市昌平区	北七家镇 R2 二类居住、C2 商业金融、U21 公共交通、R54 中小	自住房	621,321.21	791,958.00	680,335.00	428,151.67	406,229.27

	学合校、R53 托幼等用地						
江苏省仪征市	暖山金域城	商品房	336,613.00	156,000.00	85,158.43	336,613	69,868.73
北京市朝阳区	朝阳区崔各庄乡来广营北路二类居住用地项目	自住房	229,740.00	500,000.00	435,000.00	207,763.59	207,763.59
北京市朝阳区	朝阳区奶子房牛场 55/45 保障房项目	商品房/保障房	748,200.00	900,000.00	275,000.00	--	--
张家口	张家口市高新区上小站旧村改造项目	棚户区改造	1,150,000.00	632,194.00	162,268.55	911,633.75	357,839.92
北京市朝阳区	东郊农场保障房项目	限价房	764,251.00	733,176.00	38,000.00	466,737.00	0
宜兴市	宜兴清华科技园配套工程项目	商业住宅	80,921.20	42,425.03	28,858.06	58,906.38	13,704.03
宜兴市	宜兴清华科技园项目	科研办公	147,374.88	115,741.00	25,598.67	--	--
宜兴市	宜兴清华科技园二期配套工程项目	商业住宅	108,152.80	68,695.48	8,211.40	--	--
宜兴市	宜兴清华科技园二期项目	科研办公	206,272.70	145,885.15	9,382.96	--	--
北京市东城区	融坤养老中心项目（地坛项目）	养老设施	76,362.90	77,935.50	22,670.00	--	--
北京市海淀区	海淀上庄 N35\N46 地块	定向安置房	340,459.00	200,000.00	31,629.79	248,425.89	0
北京市海淀区区	西郊农场-三元嘉业-海淀北部地区 1 片区西郊农场东部局部地块(北区)棚户区改造定向安置房项目	保障性住宅	363,228.33	420,000.00	32,387.12	0	0
北京市大兴区	南郊农场棚户区改造安置房及配套幼儿园	安置房	91,704.00	280,000.00	34,367.00	87,194	0
北京市大兴区	黄村镇 DX00-0103-1304 地块共有产权房项目	共有产权房	36,524.00	104,000.00	306.00	35,600	0

资料来源：公司提供

总体看，2017 年，公司房地产业务仍以北京市项目为主，同时拓展了江苏市场；房地产销售收入有所下降，在建项目未来投资金额较大，仍面临一定规模的外部融资需求。

（2）石油销售

公司石油板块主要经营主体为北京三元石油有限公司（以下简称“三元石油”）和北京壳牌石油有限公司（以下简称“北京壳牌”），销售产品均为成品油。截至 2018 年 5 月底，三元石油经营 22 座加油站，主要分布在北京市海淀、昌平、大兴和丰台等地；北京壳牌经营 33 座加油站，主要分布在北京的朝阳、大兴、密云和房山及河北承德等地。2017 年，该板块实现营业收入 46.89 亿元，较上年小幅下降。

总体看，2017 年，石油销售保持平稳发展。

5．商贸板块

公司商贸板块的经营主体主要为上海首农、北京首农食品经营中心、北京首农供应链管理有限公司、天津首农东疆牧业有限责任公司，其中上海首农的商贸经营规模较大。2017 年，上海首农经营模式较上年无重大变化，仍根据下游客户具体需求、以销定采。2017 年，上海首农销售前五大商品为轻质船用燃料油、一级白砂糖、棕榈油、菜油和大豆油，合计销售额 181.74 亿元，较上年的前五大贸易产品合计销售额增长 10.87%，主要系轻质船用燃料油销售规模扩大所致。公司商贸板块主要靠赚取差价获得利润，所有产品销售均价主要取决于采购价。

表 8　2016~2017 年上海首农主要贸易产品（单位：吨，元/吨）

时间	产品	采购量	采购均价	销售量	销售均价	购销价差
2016 年	白砂糖	1,720,647.00	4,673.98	1,720,647.00	4,677.68	3.70
	轻质燃料油	1,701,509.25	3,715.43	1,701,509.25	3,742.30	26.87
	高粱	605,000.00	1,553.61	605,000.00	1,554.39	0.78
	棕榈液油	147,887.01	5,660.44	147,887.01	5,676.13	15.69
	轻质船用燃料油	46,272.44	4,132.17	46,272.44	4,220.31	88.14
2017 年	轻质船用燃料油	1,936,743.61	4,069.48	1,936,743.61	4,100.07	30.59
	一级白砂糖	1,098,156.00	5,408.84	1,098,226.00	5,413.34	4.50
	棕榈油	318,179.79	5,259.67	318,179.79	5,272.61	12.94
	菜油	249,620.62	5,775.85	249,620.62	5,788.53	12.69
	大豆油	218,499.73	5,327.29	218,499.73	5,333.21	5.91

资料来源：公司提供

结算方式方面，下游客户在提货后 60~180 天以现金付清全款，由于存在先行垫付上游货款的情况，商贸业务在一定程度上存在资金占用的情况。

从客户集中度上看，2017 年，公司前五大客户的贸易金额占该板块收入的 32.00%，较上年下降 27.83%，客户集中度大幅下降。

总体看，2017 年，公司根据下游客户需求、结合公司主营业务，积极发展农产品商贸业务，公司商贸板块采销规模进一步扩大，为公司提供可观的收入，但存在一定的资金占用情况。

6．在建项目

截至 2017 年底，公司在建项目（除房地产外）预算总额为 61.78 亿元，其中超过 1 亿元的在建项目共 9 个。公司主要在建工程主要通过自有资金和贷款筹集资金。截至 2017 年底，公司主要在建工程如新乐工业园项目、农产品研发及配件仓库、三元科技研发中心项目等已基本进入工程收尾阶段，在建项目未来投资规模不大。公司在建工程的完工有利于提升公司农牧、物流业务的设备及实力。

表 9　截至 2017 年底公司主要在建项目的投资规划（单位：万元，%）

工程名称	预算	工程进度	资金来源
新乐工业园项目	160,000.00	99.00	自有资金
武强华都肉鸡产业扶贫项目	48,095.00	11.24	自有资金
草桥食品经营中心大厦项目	46,000.00	3.00	自有资金
农产品研发及配件仓库	46,000.00	85.44	自筹、贷款
三元科技研发中心项目	43,653.92	95.00	自筹、贷款
东郊养老项目前期开发工程	22,000.00	24.32	自有资金
东郊法国学校项目	17,900.00	98.56	自有资金
首农供应链项目	10,000.00	80.00	自有资金
龙妫园项目	15,169.00	9.00	自有资金
合计	**408,817.92**	--	--

资料来源：公司审计报告
注：以上统计的均为预算超过1.00亿元的项目。

总体看，截至 2017 年底，公司在建工程未来投资规模不大，融资需求相对较小。

7．经营效率

2017 年，公司应收账款周转次数从上年的 13.73 次下降至 13.03 次，存货周转次数从上年的 1.90 次上升至 2.16 次，总资产周转次数仍为 0.67 次。

总体看，公司经营效率较为稳定，整体保持较好水平。

8．经营关注

（1）畜牧业毛利率较低且波动性强，所处养殖行业市场疫情风险较大

公司为一家农业企业，行业基本处于完全竞争状态，市场波动性强，原材料和产品价格变化快。加之公司业务涉及畜牧养殖，存在较强的疫情风险等，加剧了公司业务的行业风险。

（2）公司项目未来投资规模大，存在一定的融资需求和压力

近年来公司发展速度快，公司债务规模增长较快，加之公司开发较大规模的政策性住房项目，项目后续开发尚需较大规模投资，存在较大融资需求和压力。

（3）贸易业务毛利率低，资金占用大

公司商贸板块收入规模迅速增长，但毛利率低，占用资金规模大，对公司的现金流有一定不利影响。

9．未来发展

未来公司将大力发展都市型现代农业，规划建设以北京为核心，以京津冀一体化区域为重点，辐射引领全国的现代农业体系。优化北京地区的产业结构布局与升级，做好高能耗、高污染及劳动密集型企业的退出和搬迁工作。打造以农业科技创新为核心，以渠道与终端建设为重点，以观光、休闲创意、循环、会展农业等为多支撑的高端现代农业产业体系。规划津冀区域产业布局，加快推进以种养殖基地、食品加工基地以及物产物流基地为重点的项目建设，实现公司向高端化、服务化、集聚化、融合化、低碳化产业发展，全面提升对产品和食品的供应保障能力。公司将以现代农牧业、食品加工业和物产物流业为主要业务板块，并坚持以市场为导向、以技术为支撑，不断优化资本结构、产业结构和产品结构，压缩管理层级和企业数量，集中优势资源做大做强重点产业。

总体看，公司发展战略比较明确，有利于公司未来发展。

六、财务分析

1．财务概况

公司 2017 年度合并财务报表经致同会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。2018 年一季度报未经审计。截至 2017 年底，公司合并范围内二级子公司 33 家，较上年底减少 2 家，变动较小。

会计政策变更方面，2017 年 4 月 28 日，财政部发布了关于印《企业会计准则第 42 号—持有待售的非流动资产、处置组和终止经营》通知（财会[2017]13 号），自 2017 年 5 月 28 日施行，对于施行日存在的持有待售非流动资产、处置组和终止经营，采用未来适法处理；修改了财务报表的列报，分别列示持续经营损益和终止经营损益等，对比较报表的列报进行了相应调整；对于当期列报的终止经营，原来作为持续经营损益列报的信息重新在比较报表中作为终止经营损益列报。2017 年，公司持续经营损益 1,321,278,084.50 元，上期持续经营损益 608,351,240.51 元。2017 年 5 月 10 日，财政部发布了关于印修订《企业会计准则第 16 号—政府补助》的通知（财会[2017]15 号），对相关准

则进行了修订，自 2017 年 6 月 12 日起施行，对于 2017 年 1 月 1 日存在的政府补助，要求采用未来适法处理；对 2017 年 1 月 1 日至本准则施行之间新增的政府补助根据本准则进行调整。该事项使公司 2017 年增加其他收益 341,106,777.27 元。根据《财部关于修订印发一般企业务报表格式的通知》（财会[2017]30 号，将原归集于营业外收入、支出的非流动资产处置损益调整至资产处置收益单独列报。2017 年度的比较财务报表按新口径追溯调整。该事项使公司 2017 年增加资产处置收益 34,648,830.89 元，减少营业外收入 46,383,021.04 元，减少营业外支出 11,734,190.15 元；2016 年增加资产处置收益-6,563,459.15 元，减少营业外收入 5,772,387.15 元，减少营业外支出 12,335,846.30 元。

考虑到公司合并范围变化未涉及公司主营业务变化，会计政策变更影响范围有限，公司财务数据的可比性仍属较强。

截至 2017 年底，公司合并资产总额 693.85 亿元，负债合计 484.51 亿元，所有者权益（含少数股东权益）209.34 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 149.39 亿元。2017 年，公司实现营业收入 437.04 亿元，净利润（含少数股东损益）13.21 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 12.31 亿元；经营活动产生的现金流量净额 1.19 亿元，现金及现金等价物净增加额-3.19 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额 799.74 亿元，负债合计 590.08 亿元，所有者权益（含少数股东权益）209.66 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 150.00 亿元。2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 79.17 亿元，净利润（含少数股东损益）-0.08 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 0.20 亿元；经营活动产生的现金流量净额-16.33 亿元，现金及现金等价物净增加额-5.98 亿元。

2．资产质量

截至 2017 年底，公司资产合计 693.85 亿元，较年初增长 12.88%；其中流动资产占 64.86%，非流动资产占 35.14%，资产结构较年初变动不大，仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产为 450.02 亿元，较年初增长 9.67%，主要系应收账款和存货增加所致；流动资产主要由货币资金（占 29.25%）、应收账款（占 8.06%）、其他应收款（占 11.97%）和存货（占 43.86%）构成。

截至 2017 年底，公司货币资金为 131.63 亿元，较年初下降 2.97%；公司货币资金主要为银行存款（占 98.53%）；其中使用受限金额为 2.52 亿元，占比很小，主要为信用证保证金、履约保证金等。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值为 36.25 亿元，较年初增长 40.28%，主要系公司商贸板块业务规模的扩大，一年以内的应收账款规模增加所致。公司按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款余额为 32.71 亿元，其中账龄 1 年以内（含）的占 91.64%，整体账龄较短。截至 2017 年底，应收账款累计计提坏账准备合计 2.61 亿元，综合计提比例为 6.71%；公司应收账款期末金额前五名占比 34.65%，集中度较高。

截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值为 53.86 亿元，较年初下降 2.22%；公司其他应收款主要包括往来款、备用金、政策性用房工程往来款等。从性质看，单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款余额 60.08 亿元，累计计提坏账准备 9.88 亿元；按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款余额 7.67 亿元，累计计提坏账准备 4.12 亿元，其中账龄组合为 6.60 亿元，账龄 1 年（含）以内的占 34.33%，3 年以上的占 62.15%，账龄较长，存在回收风险。从集中度上看，公司其他应收款期末余额前五名合计占比 67.69%，主要为借款及垫付款等，集中度较高。

截至 2017 年底，公司存货账面价值 197.38 亿元，较上年增长 23.69%，主要系房地产开发成本

增加所致；其中开发成本、原材料和库存商品分别占 85.25%、4.51%和 4.56%。截至 2017 年底，公司累计计提跌价准备 0.62 亿元，主要为对库存商品和消耗性生物资产计提的跌价准备。

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产总额为 243.84 亿元，较年初增长 19.34%，主要系可供出售金融资产和固定资产增加所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 11.27%）、长期股权投资（占 9.48%）、投资性房地产（占 6.04%）、固定资产（占 38.72%）、生产性生物资产（占 7.66%）和在建工程（占 10.28%）构成。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 27.49 亿元，较年初增长 48.07%，主要系对外股权投资增加所致；公司可供出售的金融资产主要是对国开厚德（北京）投资基金有限公司、中粮资本投资有限公司和北京农商行等公司的股权投资，均以成本计量。

截至 2017 年底，公司长期股权投资为 23.11 亿元，较年初增长 12.97%，主要系追加云南云岭广大峪口禽业有限公司、山东宁阳和樱父母代种鸭有限公司以及樱桃谷农场（东海）有限公司等公司的投资所致。

截至 2017 年底，公司投资性房地产账面价值 14.72 亿元，较年初增长 3.18%，主要为房屋建筑物，占比为 96.51%；投资性房地产累计计提折旧和摊销 8.63 亿元。

截至 2017 年底，固定资产账面价值 94.41 亿元，较年初增长 9.65%，主要系在建工程完工转入所致；固定资产中房屋及建筑物占 66.19%、机器设备占 23.81%、运输设备占 2.92%，其他为电子设备、办公设备等。截至 2017 年底，公司已累计计提固定资产折旧 47.59 亿元，计提减值准备 1.24 亿元；公司固定资产成新率为 66.34%，成新率尚可。

公司生产性生物资产主要包括种植业、畜牧业和林业。截至 2017 年底，公司生产性生物资产账面价值为 18.68 亿元，较年初增长 12.48%，主要系公司畜牧业规模扩大所致；公司累计计提折旧 5.91 亿元，累计计提减值准备 0.01 亿元。

截至 2017 年底，公司在建工程合计 25.06 亿元，较年初下降 2.69%；在建工程主要包括首农新办公楼（4.29 亿元）、草桥农产品研发及配件仓库（3.93 亿元）和职工大学改扩建项目（2.49 亿元）等项目。截至 2017 年底，公司对在建工程计提减值准备 1.61 亿元，主要为对部分生产线的评估减值及对无使用价值、停工待处理的在建工程计提的减值准备。

截至 2017 年底，公司受限资产总额 28.71 亿元，其中货币资金 2.52 亿元、存货 24.96 亿元、固定资产 0.79 亿元、无形资产 0.13 亿元、其他 0.31 亿元；受限资产规模占公司资产总额的 4.14%，受限比例很低。

总体看，2017 年底，公司资产规模较大，仍以流动资产为主，符合行业特征；公司存货和其他应收款规模较大，对资金造成一定的占用，其他应收款存在一定回收风险；非流动资产中固定资产占比较大，但考虑到公司货币资金充足，整体资产质量尚可。

3．负债及所有者权益

负债

截至 2017 年底，公司负债合计 484.51 亿元，较年初增长 16.29%；流动负债和非流动负债分别占 78.28%和 21.72%，流动负债较上年下降 5.72 个百分点，仍以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 379.27 亿元，较年初增长 8.37%，主要系短期借款和应付账款增加所致；流动负债主要以短期借款（占 29.91%）、应付账款（占 7.83%）、预收款项（占 22.71%）和其他应付款（占 32.85%）为主。

截至2017年底，公司短期借款113.44亿元，较年初增长60.68%，主要系公司业务规模扩大，增加对外融资所致；其中保证借款占54.95%、信用借款占44.94%。

截至2017年底，公司应付账款合计29.69亿元，较年初增长31.34%，主要系商贸板块业务规模扩大导致对下游采购增加以及房地产业务应付工程款规模扩大；公司应付账款主要为尚未结算的工程款以及应付货款。

截至2017年底，公司预收款项86.14亿元，较年初下降2.32%；公司预收款项主要为预收售房款以及未结算合同款。

截至2017年底，其他应付款124.58亿元，较年初增长10.66%，主要系公司待付土地拆迁款和非关联方往来增加所致；其中待付土地拆迁款占62.73%，非关联方往来占17.81%，关联方往来占4.69%，其他主要为预提各项费用、押金及保证金等。

截至2017年底，公司非流动负债105.24亿元，较年初增长57.82%，主要系公司长期借款和应付债券增加所致；非流动负债主要由长期借款（占54.45%）、应付债券（占28.51%）、专项应付款（占5.94%）和递延收益（占9.68%）构成。

截至2017年底，公司长期借款57.30亿元，较年初增长26.34%，主要系业务规模扩大，融资需求增加所致；公司长期借款主要由保证借款（占75.81%）和信用借款（占20.23%）构成。公司长期借款中9.57亿元将于2019年到期，3.98亿元将于2020年到期，8.48亿元将于2022年到期，24.98亿元将于2023年到期，公司长期借款期限较长，且较分散，考虑到公司货币资金充足，长期借款集中偿债压力不大。

截至2017年底，公司应付债券余额30.00亿元，较年初增加22.80亿元，主要系公司新发行5亿元中期票据和20亿元公司债券所致；公司债券到期较分散，集中偿债压力较小。公司应付债券构成如下表所示。

表10　截至2017年底公司应付债券概况（单位：万元，年）

债券简称	发行日期	发行面值	债券期限	期末余额
16首农MTN001	2016/9/12	50,000.00	3	50,000.00
17首农MTN001	2017/12/18	50,000.00	3	50,000.00
17首农01	2017/4/11	100,000.00	5	100,000.00
17首农02	2017/8/10	100,000.00	5	100,000.00
合计	--	**300,000.00**	--	**300,000.00**

资料来源：公司提供

截至2017年底，公司专项应付款6.25亿元，较年初增长26.15%，主要系代区政府建造办公楼应付款增加以及新增农综发双河农场3.79万亩高标准农田建设项目和双河高标准农田建设项目所致；公司专项应付款主要为代区政府建造办公楼的应付款（占比86.73%）和新增农综发双河农场3.79万亩高标准农田建设项目（占比7.36%）

截至2017年底，公司递延收益为10.19亿元，较年初增长31.23%，主要系由河北三元新乐工业园建设项目（土地出让金返还）、承德御道口景区建设资金和畜牧业智能化项目建设等项目构成。

截至2017年底，公司全部债务215.49亿元，较年初增长27.63%，主要系长期借款增加以及发行债券所致；其中短期债务和长期债务的占比分别为59.49%和40.51%，短期债务占比较年初下降9.39个百分点，债务结构仍保持以短期债务为主，但较年初有所改善。债务指标方面，截至2017年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为69.83%、50.72%和29.43%，

较年初分别上升了 2.04 个百分点、4.70 个百分点和 8.46 个百分点。整体看，公司债务负担有所加重，但债务结构有所改善。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额为 590.08 亿元，较年初增长 21.79%；其中流动负债占 72.12 %，非流动负债占 27.88%，仍以流动负债为主。截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 307.33 亿元，较年初增长 42.62%，主要系借款增加所致；其中短期债务和长期债务的占比分别为 52.60%和 47.40%。截至 2018 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化和长期债务资本化比率分别较年初上升 3.95 个百分点、8.72 百分点和 11.56 个百分点至 73.78%、59.45%和 40.99%。整体看，公司负债结构变动很小，债务负担有所加重。

总体看，2017 年底，公司负债仍以流动负债为主，债务负担加重，短期债务规模较大，面临一定的短期偿债压力；公司债务结构有所改善，长期债务到期期限较分散，集中偿债压力不大。

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益为 209.34 亿元，较年初增长 5.72%，其中归属于母公司的权益为 149.39 亿元，占 71.36%；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 18.34%，资本公积占 62.36%，未分配利润占 19.64%。整体看，公司权益稳定性较强。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 209.66 亿元，较上年底增长 0.15%；其中归属于母公司所有者权益合计 150.00 亿元，占所有者权益的 71.55%。归属于母公司所有者权益中，实收资本为 27.40 亿元、资本公积为 93.15 亿元、未分配利润为 29.54 亿元，公司所有者权益规模和构成较年初变化较小。

总体看，2017 年底，公司所有者权益有所增长，仍以实收资本和资本公积为主，权益稳定性较强。

4．盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 437.04 亿元，较上年增长 6.18%；实现净利润 13.21 亿元，较上年增长 117.19%，主要系收入规模扩大、财务费用和资产减值损失减少所致。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用总额 41.35 亿元，较上年略有下降；其中销售费用 21.70 亿元，较上年增长 4.07%；管理费用 20.20 亿元，较上年增长 4.74%；财务费用为-0.55 亿元，主要系取得的利息收入较多所致。2017 年，公司费用收入比为 9.46%，较上年下降 0.60 个百分点，公司的期间费用控制能力仍较强。

2017 年，公司实现投资收益 3.70 亿元，较上年下降 50.74%，主要系上年处置长期股权投资产生的投资收益规模较大所致；投资收益占公司营业利润的 32.37%。2017 年，公司实现其他收益 3.41 亿元，主要为各类政府补贴；其他收益占营业利润的 29.84%。2017 年，公司实现营业外收入 9.21 亿元，较上年下降 22.20%，主要系转入其他收益所致；其中政府补助 0.41 亿元，其他利得（主要是土地补偿款）7.95 亿元；营业外收入占利润总额的比例为 50.52%。整体看，公司利润水平受非经常损益影响很大，存在一定的波动性。

从各项盈利指标来看，2017 年，公司营业利润率为 10.75%，较上年小幅上升；总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 4.66%、3.59 %和 6.49 %，分别较上年上升 1.98 个百分点、1.14 个百分点和 3.42 个百分点，公司的盈利能力一般。

2018 年 1~3 月，公司实现营业收入 79.17 亿元，较上年同期下降 15.57%，主要系上海首农收入减少所致；净利润由上年同期的 0.52 亿元转为-0.08 亿元，主要系收入减少以及三元种业调整牛的种群结构，造成淘汰牛的亏损较大所致。

总体看，2017 年，公司收入规模有所增长，但利润对投资收益、营业外收入和其他收益依赖度很高，公司主营业务盈利能力有所提升。

5．现金流

经营活动方面，2017 年，公司经营活动现金流入 539.07 亿元，较上年下降 6.61%；经营活动现金流出 537.88 亿元，较上年增长 7.99%；经营活动现金流量净额 1.19 亿元，较上年下降 98.50%。2017 年，公司现金收入比为 104.51%，较上年下降 17.42 个百分点，收入实现有所下降。

投资活动方面，2017 年，投资活动现金流入 27.87 亿元，较上年增长 62.41%，主要系收回理财产品所致；投资活动现金流出 62.10 亿元，较上年增长 59.10%，主要系股权投资增加以及取得子公司及其他营业单位支付的现金增加所致；投资活动现金流量净额为-34.23 亿元，净流出规模较上年大幅增加 12.36 亿元。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入 230.37 亿元，较上年增长 44.85%，主要系借款增加所致；筹资活动现金流出 200.65 亿元，较上年下降 4.15%；筹资活动产生的现金流量净额由上年的净流出 50.31 亿元转为净流入 29.71 亿元。

2018 年 1~3 月，公司经营活动现金流量净额为-16.33 亿元，投资活动现金流量净额为-90.78 亿元，筹资活动现金流量净额为 101.15 亿元。

总体看，2017 年，公司经营活动现金流量净额大幅减少，收入实现质量有所下降，但仍保持良好水平；投资活动现金净流出规模扩大，公司存在较大的融资需求。

6．偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2017 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.19 倍和 0.67 倍，流动比率略有上升、速动比率略有下降；现金短期债务比为 1.03 倍，较年初的 1.17 倍小幅下降，公司现金类资产对短期债务的覆盖能力较强。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 40.62 亿元，较上年大幅增长 50.61%，主要系折旧以及利润总额增加所致；其中，折旧、摊销、计入财务费用的利息支出和利润总额占比分比为 39.57%、5.14%、10.40%和 44.89%。2017 年，公司 EBITDA 利息倍数由上年的 2.58 倍上升至 4.29 倍，EBITDA 对利息的覆盖能力较强；EBITDA 全部债务比由上年的 0.16 倍上升至 0.19 倍，EBITDA 对全部债务的覆盖程度尚可。2017 年，总体看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2017 年底，公司无重大诉讼、仲裁和纠纷事项。

截至 2017 年底，公司尚未履行以及未履行完毕的对外担保合计 0.91 元，占净资产的比重极小。

截至 2018 年 3 月底，公司获得主要贷款银行的授信额度为 799.57 亿元，未使用授信额度为 531.66 亿元，间接融资渠道通畅。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1011010201272500U）。截至 2018 年 6 月 11 日，公司无未结清不良和关注信贷记录，已结清信贷信息中，共有 19 笔不良和关注类贷款，大部分违约贷款的借款主体在违约发生时并未纳入公司的合并范围，上述贷款现均已正常归还。

总体看，公司偿债能力尚可，融资渠道畅通。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2018 年 3 月底，公司现金类资产 125.61 亿元，约为“17 首农 01”和“17

首农 02”待偿本金（20 亿元）的 6.28 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产 209.66 亿元，约为待偿本金的 10.48 倍，净资产对待偿本金的覆盖程度很高，充足的现金类资产和净资产能够对“17 首农 01”和“17 首农 02”待偿本金的按期偿付起到较好的保障作用。

从盈利情况来看，2017 年，公司 EBITDA 为 40.62 亿元，约为待偿本金的 2.03 倍，对待偿本金的覆盖程度高。

从现金流情况来看，公司 2017 年经营活动产生的现金流入 539.07 亿元，约为待偿本金的 26.95 倍，公司经营活动现金流入量对待偿本金的覆盖程度高。

综合以上分析，并考虑到公司作为北京市国资委下属的唯一一家大型农业集团，在股东实力与支持、业务规模、行业地位、地域品牌等方面具有的竞争优势，以及充足的现金类资产和大规模的经营活动现金流入量，联合评级认为，公司对“17 首农 01”和“17 首农 02”的偿还能力很强。

八、综合评价

跟踪期内，公司作为北京市国资委下属的唯一农业集团，各项业务经营良好，盈利水平显著提升，费用控制能力进一步增强；公司与北京粮食集团有限责任公司（以下简称“京粮集团”）和北京二商集团有限责任公司（以下简称“二商集团”）实施联合重组，公司整体实力进一步增强。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到养殖行业存在市场波动风险和疫情风险，农牧和贸易业务盈利能力较弱，在建项目投资规模大，负债水平较高、短期债务占比较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

考虑到公司与京粮集团、二商集团联合重组后，公司粮食和商贸板块将得到整合，公司收入规模和盈利能力有望稳步提升。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，评级展望 “稳定”，同时维持“17 首农 01”和“17 首农 02”的债项信用等级为“AAA”。

附件 1　北京首农食品集团有限公司

主要财务指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
资产总额（亿元）	614.67	693.85	799.74
所有者权益（亿元）	198.02	209.34	209.66
短期债务（亿元）	134.14	135.13	107.61
长期债务（亿元）	52.55	87.30	145.66
全部债务（亿元）	168.83	215.49	307.33
营业收入（亿元）	411.60	437.04	79.17
净利润（亿元）	6.08	13.21	-0.08
EBITDA（亿元）	26.97	40.62	--
经营性净现金流（亿元）	79.13	1.19	-16.33
应收账款周转次数（次）	13.73	13.03	--
存货周转次数（次）	1.90	2.16	--
总资产周转次数（次）	0.67	0.67	0.11
现金收入比率（%）	121.93	104.51	105.88
总资本收益率（%）	2.68	4.66	--
总资产报酬率（%）	2.45	3.59	--
净资产收益率（%）	3.06	6.49	-0.04
营业利润率（%）	10.53	10.75	13.97
费用收入比（%）	10.06	9.46	8.42
资产负债率（%）	67.78	69.83	73.78
全部债务资本化比率（%）	46.02	50.72	59.45
长期债务资本化比率（%）	20.97	29.43	40.99
EBITDA 利息倍数（倍）	2.58	4.29	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.16	0.19	--
流动比率（倍）	1.17	1.19	1.09
速动比率（倍）	0.72	0.67	0.58
现金短期债务比（倍）	1.17	1.03	0.78
经营现金流动负债比率（%）	22.61	0.31	-3.84
EBITDA/待偿本金合计（倍）	1.35	2.03	--

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加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、公司 2018 年一季度数据未经审计，相关指标未年化；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4、以上财务数据未包括北京粮食集团有限责任公司和北京二商集团有限责任公司。

附件 2　有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	（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%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入/ [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转次数	营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
总资产周转次数	营业收入/[(期初总资产+期末总资产)/2]
现金收入比率	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+计入财务费用的利息支出）/[（期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务）/2]×100%
总资产报酬率	（利润总额+计入财务费用的利息支出）/[（期初总资产+期末总资产）/2] ×100%
净资产收益率	净利润/[（期初所有者权益+期末所有者权益）/2]×100%
主营业务毛利率	（主营业务收入-主营业务成本）/主营业务收入×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%
费用收入比	（管理费用+营业费用+财务费用）/营业收入×100%
财务构成指标	
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/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
EBITDA 全部债务比	EBITDA/全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额/全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产/短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/（资本化利息+计入财务费用的利息支出）
本次公司债券偿债能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本次公司债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本次公司债券到期偿还额

注：　现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 3　公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。