

信用等级公告

联合[2017]208号

北京首都农业集团有限公司：

联合信用评级有限公司通过对北京首都农业集团有限公司主体长期信用状况和拟公开发行的 2017 年公司债券（第一期）进行综合分析和评估，确定：

北京首都农业集团有限公司主体长期信用等级为 AA+，评级展望为“稳定”

北京首都农业集团有限公司拟公开发行的 2017 年公司债券（第一期）信用等级为 AA+

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监

二零一七年三月十九日

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>



北京首都农业集团有限公司

2017年公司债券（第一期）信用评级报告

本期公司债券信用等级：AA+

发行人主体信用等级：AA+

评级展望：稳定

本次发行规模：不超过 20 亿元

本期发行规模：基础发行规模为 3 亿元，可超额配售不超过 7 亿元

本期债券期限：5 年（3+2）

还本付息方式：按年付息、到期一次还本

评级时间：2017 年 3 月 29 日

主要财务数据：

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
资产总额（亿元）	401.31	574.45	622.63	680.75
所有者权益（亿元）	108.82	166.11	199.25	201.14
长期债务（亿元）	43.88	77.47	78.91	98.66
全部债务（亿元）	113.62	211.61	214.04	196.34
营业收入（亿元）	196.92	351.68	372.33	265.04
净利润（亿元）	3.83	5.44	5.76	4.01
EBITDA（亿元）	22.96	24.39	26.37	--
经营性净现金流（亿元）	9.31	-85.70	46.87	57.01
营业利润率（%）	14.40	10.12	9.82	12.55
净资产收益率（%）	4.01	3.95	3.15	--
资产负债率（%）	72.88	71.08	68.00	70.45
全部债务资本化比率（%）	51.08	56.02	51.79	49.40
流动比率（倍）	1.13	1.28	1.31	1.32
EBITDA 全部债务比（倍）	0.20	0.12	0.12	--
EBITDA 利息倍数（倍）	2.55	2.31	1.83	--
EBITDA/本次发债额度（倍）	1.15	1.22	1.32	--
EBITDA/本期发债额度（倍）	2.30	2.44	2.64	--

注：1、本报告中数据不加特别注明均为合并口径。2、本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币。

评级观点

联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）对北京首都农业集团有限公司（以下简称“公司”）的评级反映了公司作为北京市国资委下属的唯一农业集团，拥有良种开发、畜牧养殖、食品加工、病疫防治的完整产业链，公司获得的政府支持力度较大，品牌优势明显，产品区域市场占有率较高。公司土地资源规模大，现金类资产充足，经营活动现金流入量对全部债务的保障程度较高。联合评级同时也关注到养殖行业存在市场波动风险和疫情风险，公司成本控制难度上升，主营业务盈利能力较弱，债务规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

考虑到农牧产业长期向好，公司产业链完整，经营稳定，优质种业开发不断提高以及管理不断加强，公司未来发展前景较好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估，联合评级认为，公司本期债券到期不能偿还的风险很低。

优势

1. 中国庞大的人口基数及消费升级趋势决定了肉食、禽蛋、乳品等消费规模持续上升，中国农牧产业发展前景向好。

2. 公司作为北京市国资委下属唯一的农业集团，受政府支持力度大。

3. 公司已形成良种开发、畜牧养殖、食品加工、病疫防治的完整产业链，良种开发和食品制造业务在区域市场占有率高，整体抗风险能力强，品牌优势较强。

4. 公司大量农场位于北京周边，具有良好的区位优势；且土地资源充足，部分土地资源可用于房地产开发。

5. 公司现金类资产充足，经营活动现金

流入量及 EBITDA 对本期债券的覆盖程度高。

关注

1. 公司养殖业板块所处养殖行业市场和疫情风险较大，周期性较强。
2. 近年豆粕和玉米价格波动较大，加大了畜牧养殖企业的成本控制难度。
3. 公司期间费用侵蚀了业务利润，主营业务盈利能力较弱，营业外收入对利润影响较大。
4. 公司负债水平较高，整体有息债务规模较大。

分析师

周 旭

电话：010-85172818

邮箱：zhouk@unitedratings.com.cn

王安娜

电话：010-85172818

邮箱：wangan@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

除因本次信用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信用评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本信用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。

本信用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。

本信用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。

本信用评级报告所示信用等级自报告出具之日起至本次（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：

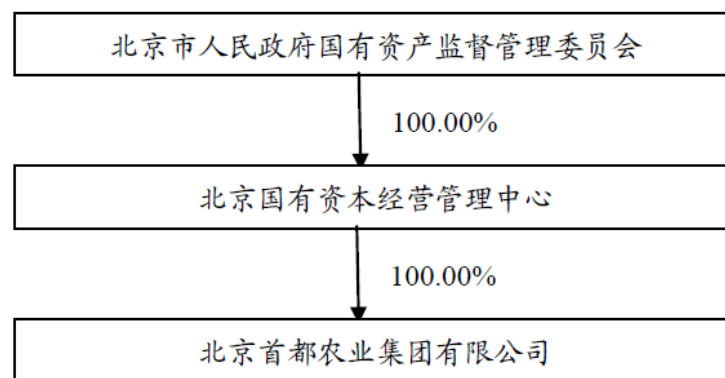


一、主体概况

北京首都农业集团有限公司（以下简称“公司”或“首农集团”）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），并更名为现称。

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，公司按照增加实收资本处理。2014 年，公司收到北京市国资委拨付的预算资金 10 亿元，专项用于支持三元乳业项目的建设，公司按增加实收资本处理。截至 2016 年 9 月底，公司实收资本增加至 27.31 亿元。公司股东为北京国有资本经营管理中心，持股比例为 100%，实际控制人为北京市国资委。

图 1 截至 2016 年 9 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

公司经营范围：对所从事种植、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。

公司总部设财务管理部、资本运营部、企业管理部、农牧管理部、审计部、法律事务部、人力资源部等 17 个部门。截至 2015 年底，纳入公司合并范围的子公司共 36 家，其中二级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”）为 A 股上市公司，公司直接持有其 26.50% 股权，并通过控股子公司北京企业（食品）有限公司持有其 41.33% 股权，公司合计持有三元股份 67.83% 股权。截至 2016 年 9 月底，公司员工人数合计 26,444 人。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 622.63 亿元，负债合计 423.38 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 199.25 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 133.74 亿元。2015 年，公司实现营业收入 372.33 亿元，净利润（含少数股东损益）5.76 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润为 8.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额 46.87 亿元，现金及现金等价物净增加额 45.15 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额为 680.75 亿元，负债合计 479.61 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 201.14 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 135.01 亿元。2016 年 1~9

月，公司实现营业收入 265.04 亿元，净利润（含少数股东损益）4.01 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润为 3.12 亿元；经营活动产生的现金流量净额 57.01 亿元，现金及现金等价物净增加额 15.66 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：张福平。

二、本期债券概况

1. 本期债券概况

本次债券名称为“北京首都农业集团有限公司 2017 年公司债券”，发行规模为不超过 20 亿元，采取分期发行的方式。本期债券为本次债券首次发行，名称为“北京首都农业集团有限公司 2017 年公司债券（第一期）”，基础发行规模为 3 亿元，可超额配售不超过 7 亿元。本期债券的期限为 5 年期，附第 3 年末公司调整票面利率选择权和投资者回售选择权，发行利率由公司与主承销商根据国家有关规定和市场询价情况协商确定。本期债券为固定利率债券，采用单利按年计息，不计复利，每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

2. 本期债券募集资金用途

本期发行的募集资金在扣除发行费用后，拟用于偿还公司债务。

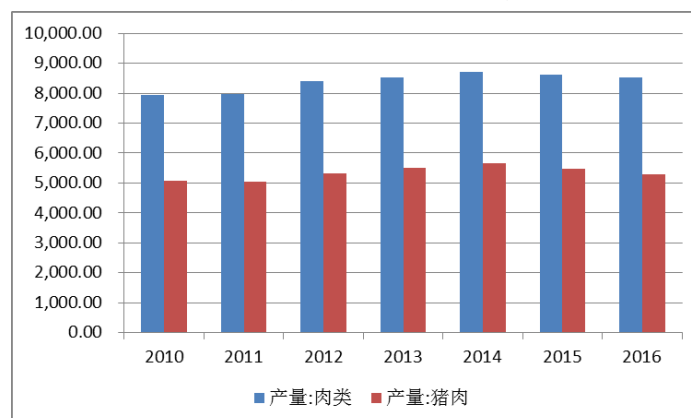
三、行业分析

公司是地处北京市的大型农业产业集团，目前已经形成优质种源开发、养殖、疫情防治和食品加工的完整产业链。基于此，行业分析主要围绕畜牧业和北京市区域经济状况展开。

1. 畜牧业概况

畜牧业是农业的重要组成部分，养殖和肉食加工是其重要的环节。2010~2016 年，中国肉类总产量年均复合增长率为 1.25%，2016 年中国肉类总产量 8,540.00 万吨，同比小幅下降 0.99%，其中，猪肉产量 5,299.00 万吨，同比下降 3.43%。

图 2 2010~2016 年中国肉类产量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind资讯、联合评级整理。

中国的畜牧业是市场充分竞争性行业，从事畜牧业的企业多为分散和传统的个体经营企业，集约经营的规模化企业较少。从中国畜牧业结构来看，中国畜牧业下游的精深加工方面还比较薄

弱，目前以养殖业为主导，由于养殖业进入门槛较低，从事养殖业的企业和个体数量较多，多以农户和小型养殖企业为主，规模较小，品种较差，养殖技术水平较低，难以抵抗养殖业多发的疫情和市场风险，可持续发展能力较弱。

2. 子行业分析

(1) 肉类市场

鸡肉

近十几年来，中国鸡肉产业发展迅速，根据美国农业部（USDA）供需报告数据显示，中国鸡肉产量由 1997 年的 741 万吨提升至 2016 年的 1,270 万吨。目前中国鸡肉产量已超过欧盟，为世界第二大鸡肉生产国。

从鸡肉消费来看，近十几年来，中国人均鸡肉消费量显著提升，但与世界其他国家相比，中国鸡肉人均消费量仍处于较低水平，主要是由于中国肉类消费偏重猪肉所致。目前中国前三大鸡肉消费地区为广东省、广西省和海南省，这三大地区人均鸡肉消费水平基本等同于欧盟地区人均鸡肉消费水平。

从鸡肉市场价格来看，由于农产品定价的市场化程度较高，对市场的供需调节能力较强，因此需求量、疫情和鸡肉存出栏量对鸡肉短期市场价格影响较大，但饲料成本则影响鸡肉长期价格走势。

2013 年以来，中国肉鸡业在生产严重过剩、市场持续低迷的困境中，遭遇“白羽肉鸡”事件和“H7N9 流感”风波双重打击，禽类食品产销急剧下降，损失超过 1,000 亿元。春节前鸡肉价格波动上涨，达到 2013 年以来最高的 10.35 元/斤，随后波动下跌，9 月底鸡肉价格达到本年最低价 9.91 元/斤，之后维持该水平，2013 年底鸡肉价格 9.92 元/斤。2014 年以来，肉鸡饲养成本上升，产量下降，出售价格上涨，在 2014 年 10 月达到当年高点 10.77 元/斤之后，价格开始回落。2015 年，禽流感疫情在我国再度蔓延，使得鸡肉价格出现频发波动，全年鸡肉价格维持在 10.60 元/斤左右。进入 2016 年，受上年底祖代鸡引种量大幅下行，且产能去化逐步传导到商品代，行业供需出现紧缺，鸡肉价格小幅上涨，截至 2016 年 12 月底，鸡肉价格为 10.81 元/斤，同比增长 1.22%。

图 3 2010~2017 年 2 月 36 个城市鸡肉零售价（单位：元/斤）



资料来源：Wind资讯

猪肉

猪肉是中国第一大消费肉类，近十年来，随着中国人口的增长，加之生活水平的提升，对猪肉需求逐步增多。目前中国猪肉产量已占世界总产量的一半。生猪的屠宰量反映了市场的需求，2013~2015 年中国生猪定点屠宰企业屠宰量分别为 2.33 亿头、2.36 亿头和 2.14 亿头；2013~2015

年中国生猪存栏量分别为 4.57 亿头、4.22 亿头和 4.51 亿头，生猪屠宰量的逐年下降以及存栏量的有所下降，使得猪肉市场供应相对紧张。

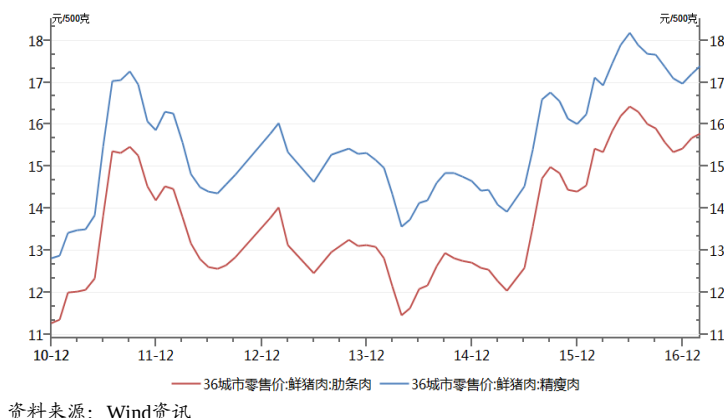
从猪肉市场价格来看，影响猪肉价格的因素基本与肉鸡相同，疫情和生猪存出栏量对猪肉短期市场价格影响较大，只是由于猪的成长周期相对鸡而言较长，因此短期市场价格调整周期相对有所延长；饲料成本仍是影响猪肉长期价格走势的重要因素。此外，由于养猪相对养鸡的占地面积较大，对土地的需求较多，因此土地成本也成为影响猪肉长期市场价格走势的重要间接因素。

2014 年以来，生猪养殖存在较严重的产能过剩，一部分养殖户过分看好春节前后的生猪行情而大量补栏，但节前生猪价格却迅速下滑，节后，不能继续存栏的生猪只能扎堆上市，造成价格恐慌性下降。此外，近年居民消费升级导致牛羊肉替代猪肉作用明显，猪肉需求总量增长幅度下降，致使生猪养殖业步入中、深度亏损已经持续数月。从 2014 年，生猪市场一直不景气，很多散养户纷纷退出市场，导致生猪存栏量减少，加之正值淘汰母猪周期开始，母猪的存栏量也减少，导致猪崽数量减少，猪肉价格随之上涨。

2015 年，春节期间，生猪价格持续旺季下跌，养殖户惜售心理较为严重，国内生猪价格整体涨跌互现，国内生猪市场整体购销相对清淡，生猪存栏与能繁母猪存栏量持续下降，养殖户惜售挺价难敌终端肉类市场需求疲软利空，同时春节前期国内生猪出栏同比增加，屠宰场需求有限，部分屠宰场为去库存，小幅下调生猪收购价格，生猪价格再次小幅下跌。春节期间猪价未见上涨，养殖户惜售心理瓦解，生猪大量集中出栏，进一步打压国内生猪价格。2015 年 3 月份，国内生猪存栏量以及能繁母猪存栏量持续下降，3 月末国内能繁母猪存栏量约为 4,040 万头，早已跌破农业部规定 4,800 万头警戒线，市场适重猪源大幅减少，猪源供应趋紧，生猪价格持续上涨。截至 2015 年底，鲜猪肉价格为 16.60 元/斤。

2016 年上半年受国内生猪市场能繁母猪及生猪存栏处于较低水平影响，大猪供应偏紧，市场看涨氛围影响下，养殖户压栏，直接导致了 4~5 月份大猪供应不足，猪价快速上涨，由年初的 16.13 元/斤上涨至 6 月份的 18.01 元/斤；下半年受天气因素影响，压栏难度增加，猪肉消费减少情况下，生猪短期集中释放，市场形成了恐慌心理，猪肉价格出现大幅下降，截至 2016 年底，鲜猪肉价格为 17.20 元/斤。进入 2017 年，受春节销售旺季影响，鲜猪肉价格小幅回升，截至 2017 年 2 月底，鲜猪肉价格为 17.35 元/斤。

图 4 2010~2017 年 2 月中国城市猪肉零售价格

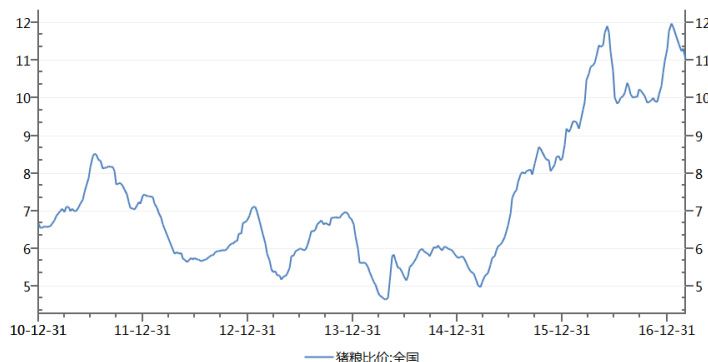


影响生猪养殖企业效益的主要指标为猪粮比价，猪粮比价达到 6:1 为盈亏平衡点。近年来，由于生猪价格和饲料价格波动较大，导致猪粮比价也大幅波动。2010 年上半年猪粮比价大幅下降，

并于 2010 年创下 4.7 的阶段性的低位,此后开始大幅反弹,并于 2011 年 7 月创下 8.5 的阶段性的新高,随后开始波动下降,并于 2012 年 4 月跌破 6:1 的盈亏平衡点,部分地方养殖户出现明显亏损。

为防止生猪价格过度下跌,发展改革委等六部门于 2012 年 5 月 11 日联合发布了《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》,要求各地适时开展猪肉收储工作,猪肉价格过快下跌的趋势或将得到抑制。2012 年下半年猪粮比价持续走高,生猪存栏量持续处于高位。截至 2012 年底,全国大中城市猪粮比价为 6.95:1。2013 年 3 月~7 月猪粮比价持续在 6:1 以下,在 4 月份达到全年最低点 5.24:1,国家在 4 至 5 月份紧急实施收储政策,在一定程度上缓解了生猪市场亏损的局面,从 5 月开始全国猪粮比价开始缓慢回升,生猪价格温和性上扬。持续到 12 月,虽然生猪价格还是保持相对平稳的震荡状态,但全国猪粮比已经小幅上扬,养殖效益大幅回升,自繁自养可达到 300 元/头,进入年内盈利偏高区间。进入 2014 年,饲料价格相对较低时,猪价持续低迷,而猪价反弹时,饲料价格又进入暴涨阶段,全年猪粮比均未达到 6:1 盈亏平衡点以上,生猪养殖持续亏损。而 2015 年 6 月以后,随着猪肉价格的提升和饲料价格的下跌,猪粮比稳步回升,截至 2015 年 12 月 25 日,全国猪粮比价为 8.35:1,养殖效益大幅回升。进入 2016 年,由于春节后生猪价格持续高位运行,且玉米价格出现下跌,导致猪粮比价持续上涨。截至 2016 年底,全国猪粮比价为 11.31:1,已突破 9.5:1 的红色预警区域。

图 5 2010~2017 年 2 月全国猪粮比价



资料来源: Wind 资讯

总体看,受粮食价格波动、短期肉类市场供需调整加大以及养殖疫情爆发等因素影响,近几年,鸡肉、猪肉价格波动较大;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。

(2) 奶制品行业

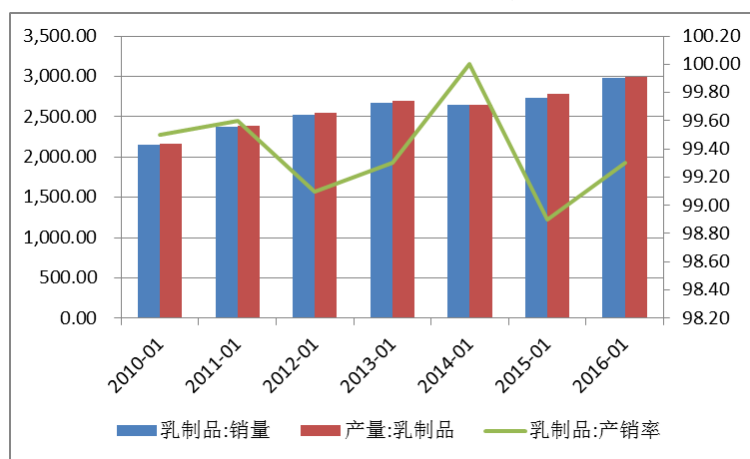
2008 年以来受三鹿婴幼儿奶粉事件、国际金融危机和进口奶粉冲击,中国奶业形势严峻。三鹿奶粉事件引发了消费者信任危机,中国乳制品消费市场萎缩,2008 年、2009 年销售量显著下降。2010 年开始乳制品销量有所回升,一方面是因为国内各大乳制品公司的新生产线竣工投产,产能迅速扩大;另一方面,中国人民群众生活水平不断提高,对健康的要求也不断提高,从而带动乳制品的消费不断提升。

近年来,在乳制品供给中,液态奶占比稳步上升,常温奶占到 80%以上,酸奶市场的供给占有率较低,但居民对酸奶的需求量不断上升。随着乳制品行业竞争的加剧和人们对生活品质要求的进一步提升,高档牛奶相继推出,如“特仑苏”等,中国乳制品企业开始在开发高科技、高附加值产品上迈进。固态奶中奶粉供给较多,而奶酪、黄油和炼乳的供给量和消费量则很少。从产

品类别来看，中国市场上乳品的品种雷同，多数企业都生产草莓、巧克力等口味，或者加锌、加钙等功能产品，基本上分为全脂、低脂和无脂三种类型。另外，由于现有乳品加工企业的生产线和包装设备也基本相同，乳品外观也相差无几，产品差异化较小。

从近年乳制品产销量及产销率情况看，中国乳制品除 2008 年受三鹿婴幼儿奶粉事件影响销量略降外，总体呈现增长趋势，截至 2015 年 10 月底，全国规模以上乳制品制造企业数量为 638 家；产销率方面，受三鹿婴幼儿奶粉事件影响，2008 年乳制品产销率有所下降，2009 年产销率恢复到 100.20%，2009~2012 年，产销率有所下降，2012 年~2014 年，产销率稳步回升。2015 年，中国乳制品产量为 2,782.50 万吨，销量为 2,738.90 万吨，产销率为 98.90%。2016 年，中国乳制品产销量进一步提升，全年实现产量 2,993.20 万吨，销量 2,975.37 万吨，产销率为 99.30%。

图 6 2010~2016 年乳制品产销量情况（单位：万吨、%）



资料来源：Wind 资讯

伴随中国乳制品行业的快速发展，行业规模已经初步形成，各项基础设施建设相对完善，但乳制品市场竞争激烈，在规模、技术、产品质量等方面和发达国家相比依然存在较大差距，发展过程中仍然存在很多问题，主要包括：①检测标准滞后，在抗生素残留、细菌数、体细胞、亚硝酸盐、黄曲霉素等安全指标的要求上明显低于发达国家；②优质奶源不足，目前中国的奶制品设备、工艺先进，但奶源基地建设薄弱，目前中国实际日处理鲜奶量只有加工能力的 1/3，而且中国奶牛养殖牧场只占 30% 左右，仍以农户散养为主，集约化程度低带来了产品安全问题；③中国乳制品企业将过多资金投入到了广告、渠道、品牌和公关等领域，导致本就利润较低的乳制品企业对产品质量投入较低。因此，国家加强了对行业的重视和监管力度，先后出台了《关于促进奶业持续健康发展的意见》、《乳制品加工行业准入条件》、《乳制品工业加工产业政策》和《关于进一步加强乳品质量安全工作的通知》等相关政策，提升了乳制品行业的市场准入门槛。

总体看，乳制品与人们的生活息息相关，随着人们生活水平的提高，对乳制品需求日益增加，食品质量安全越来越受到人们的重视，国家加强了对行业的监管力度，乳制品行业有望进入健康发展阶段。

3. 行业政策

农业是我国的基础产业，国家针对农业尤其是畜牧业等发布了较多的政策。《国民经济和社会发展第十三个五年规划纲要（草案）》提出，必须加快转变农业发展方式，着力构建现代农业产业体系、生产体系、经营体系，提高农业质量效益和竞争力，走产出高效、产品安全、资源节约、

环境友好的农业现代化道路。规划纲要草案提出，要完善农业支持保护制度，以保障主要农产品供给、促进农民增收、实现农业可持续发展为重点，完善强农惠农富农政策，提高农业支持保护效能。

措施方面，国家将继续实施畜牧良种补贴政策，加大补贴力度，扩大补贴范围，加快畜禽良种化进程。继续对畜禽养殖和牧草生产机械购置给予补贴，加快推进畜牧业生产机械化。深入开展畜禽标准化示范创建活动，增加标准化养殖扶持政策投入，推进标准化规模养殖。加大对畜禽优势产区的支持力度，扩大生猪调出大县奖励资金规模和范围等。

同时，我国乳制品工业正处在由数量扩张型向质量效益型转变的关键时期，在迅猛发展的同时也出现了较多问题，如养殖水平低，企业与奶农关系不协调，生鲜乳供应不稳定；产品质量安全保证体系不健全等。为此，国家制定了多项政策，包括《中华人民共和国食品安全法》、《国务院关于促进奶业持续健康发展的意见》、《乳品质量监督管理条例》，以及《乳制品加工行业准入条件》、《乳制品工业产业政策》、《乳制品工业产业政策（2009年修订）》、《乳品安全国家标准》、《企业生产乳制品许可条件审查细则（2010版）》等。

总之，国家出台相关行业政策，加强对行业的监管力度，畜牧业和乳制品也均得到国家的大力支持，有利于行业健康发展。

4. 行业主要影响因素及行业关注

（1）饲料成本

畜牧业的饲料主要由玉米、豆粕以及鱼粉和一些添加剂构成，其中玉米主要提供能量需求，单位占比达到65%左右，豆粕作为动物生长过程中蛋白质摄取的主要来源，单位占比约为25%左右，因此饲料成本主要受玉米和豆粕价格的影响。

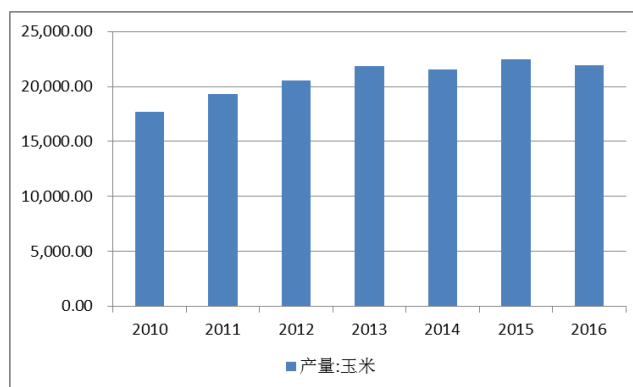
玉米

玉米产量增速趋缓

中国的玉米栽培种植面积和总产量均居世界第2位。中国玉米种植带主要集中在黑、吉、辽、内蒙、冀、鲁、豫、陕、甘、宁、新等地区。

近几年受收储政策的提振，农户种植玉米的意愿较强，而且玉米种子及田间管理水平都在不断提高；另外，近年来国内玉米价格处于高位，农户种植收益不断提高。因玉米种植收益高于大豆，玉米播种面积逐年增加。从玉米产量来看，2010~2015年，随着玉米单产量的提高和种植面积小幅扩大，玉米产量持续增长，年复合增长4.85%。2015年，我国玉米种植面积约3,811.66万公顷，较2014年3,707.6万公顷，增加104.05万公顷，增幅2.8%；全年玉米产量为22,458.00万吨，较2014年增加4.14%。2016年中国玉米产量为21,955.40万吨，同比小幅下降2.26%。目前中国玉米产量维持在历史较高水平，但未来随着玉米单产量增长的逐步放缓，加之土地有限，玉米产量增长将趋于缓慢。

图 7 2010~2016 年中国玉米产量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind 资讯

玉米供应由紧转松

中国不仅是世界玉米的主要生产国，也是玉米的主要消费国。玉米消费主要用于食用、饲料、工业消费等三个方面。消费结构中饲料和工业消费约占总消费的 90%，其中饲料消费占比维持在 60%~65%。由于近几年玉米产量连续增收，同时下游饲用需求刚性增长缓慢以及工业消费维持平稳，导致了国内玉米期末库存不断增加，最终导致全年的库存消费比不断升高，国内玉米供需结构逐渐由偏紧转为宽松的局面，玉米自给率一直维持在 98%左右。

玉米价格波动，近期呈下降趋势

2006~2013 年，中国玉米价格上涨趋势明显。2010 年以来玉米价格持续在高位区间运行，玉米市场价格基本呈现区间波动的走势，基本在 2,350~2,450 元/吨之间波动。2014 年国内玉米价格有所波动，主要是由于临储政策力度较大，导致市场上可流通玉米大幅减少，上半年玉米价格有所上升，下半年在新玉米上市时期，供应压力增加，而下游需求量持续缩减，玉米现货价格呈现下跌趋势。2015 年以来，由于目前国内玉米市场总体呈现供大于求的局面，下游需求疲软，深加工行业和饲料行业持续低迷，对玉米消费拉动作用一般，加之进口高粱的大量替代，玉米价格进入下行通道。截至 2017 年 2 月底，我国黄玉米（期货收盘价）约为 1,603 元/吨，持续保持在较低水平。

图 8 2007~2017 年 2 月黄玉米价格情况



资料来源：Wind 资讯

豆粕

豆粕作为大豆压榨豆油的副产品，其价格基本由大豆价格决定。豆粕价格基本为大豆价格的 80%~85%。

中国大豆供给进口依赖程度高，大豆进口量持续增长

中国的大豆主要依赖进口，大豆进口主要来源于美国、巴西、阿根廷三国。近年来，中国大豆进口量上升趋势非常明显。海关公布的数据显示，2015 年全年大豆进口量达到创纪录的 8,169 万吨，比 2014 年提高 14.4%，创下历史新高；而 12 月进口大豆 912 万吨，比上年同期提高 6.9%，该月创下月度进口的历史次高纪录。2016 年 1~8 月，我国累计大豆进口量达 5,399.35 万吨，同比增长 3.05%。

国内方面，2013 年，全国大豆种植面积创下自 1980 年有统计数据以来的新低，主要原因是与玉米、稻谷相比而言，大豆种植效益比较低，导致大豆种植面积自 2010 年开始连续缩减。2014 年大豆目标价格政策出台稳定了大豆的播种面积，2014 年大豆播种面积得到小幅上升，随着目标价格补贴政策逐步落实，未来大豆播种面积将稳中趋增。

表 1 中国大豆供需数据分析

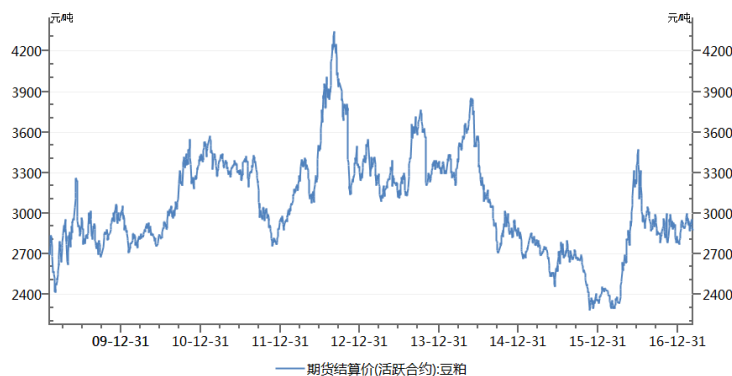
项目	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年
播种面积（万公顷）	880	840	765	720	660	670
国内产量（万吨）	1,498.00	1,510.00	1,449.00	1,305.00	1,220.00	1,235.00
消费总量（万吨）	6,062.20	6,772.50	7,393.30	7,458.90	8,153.40	8,682.70
进口总量（万吨）	5,033.80	5,233.80	5,922.00	6,100.00	6,338.00	7,140.00
进口占比（%）	83.04	77.28	80.1	81.78	77.73	82.23

资料来源：Wind 资讯

国内豆粕价格大幅度波动，给畜牧业的成本控制带来较大难度

受国际大豆价格变动影响，国内豆粕价格近年来波动较大。2011 年，受国际市场需求低迷、大豆价格波动下降，豆粕价格随之波动下降，2011 年底，豆粕期货收盘价为 2,850 元/吨，较年初下降 14.62%。进入 2012 年以来，豆粕价格波动较大。2013 年国内豆粕现货市场上半年呈现“过山车”走势，下半年筑底大幅反弹达年内高点后震荡下调。2014 年豆粕市场整体表现偏弱，主要受国内终端养殖业惨淡，油厂亏损严重，豆粕价格跌势较为明显。从国际角度来看，南美大豆产区天气持续良好，南美大豆丰产前景较为乐观，也奠定了全球大豆丰产、供应宽松的格局，导致豆粕价格持续走低。2015 年以来，豆粕市场继续走弱，主要受饲料需求疲软，豆粕市场整体供大于求，豆粕现货价格大幅下跌。进入 2016 年，上半年豆粕期货价格呈现上升态势，主要受国内养殖行情较好，豆粕需求旺盛影响；下半年国际大豆价格下跌，受理想天气制约，国内豆粕期货价格呈现波动下降态势，截至 2016 年底，国内豆粕齐国收盘价格为 2,812 元/吨。

图 9 2009~2017 年 2 月中国豆粕期货价情况



数据来源：wind 资讯

豆粕价格受大豆价格的影响较大，未来大豆行情的不明朗，使得豆粕价格也存在诸多不确定因素，此外豆粕作为大豆压榨豆油的副产品，在受大豆原材料价格主导影响外，油脂加工企业短期市场操控对其也存在一定影响。

总体看，受玉米和豆粕价格下降的影响，养殖企业饲料成本有望降低，但由于饲料价格的不确定因素很大，成本控制依然存在一定的难度。

（2）奶源

根据中国海关公布的数据，近三年中国进口的乳制品超过 70%来自新西兰，最高比例达到 80%。2012 年至 2013 年夏季，新西兰遭遇 70 年不遇的干旱，中国市场奶价不断上涨，但 2014 年以来，中国市场依然是去库存状态，市场消费疲软，国内原奶供给增长，大部分商家进口意愿不强。2013 年国内市场出现奶荒时，国内企业更多使用国内生鲜乳作为原料，但目前这一情况已经发生改变。现在企业已经开始国内外资源调配，不少产品使用奶粉还原，因此不全部依赖于生鲜乳。2014 年上半年，中国进口奶粉数量达 68 万吨，同比增长 75%，进口额为 34.33 亿元，同比增长 155.73%，一旦原奶供给不足就可以用奶粉来代替，出现奶源紧张的可能性很小。因此原奶短期的供求变化对价格影响不大，对原奶价格可能造成较大影响的是国内会出台关于生产方面的政策变动。随着前期国内市场上出现了“倒奶潮”和“杀牛潮”致使奶农的利益受损，不少业内人士呼吁企业更多采用生鲜乳来制作产品而不是用奶粉替代。因此，政府可能会出台用奶粉还原产品的相关管理办法，一旦政策出台就将影响刚性需求，进而影响到市场及原奶的价格。

质量安全事故引发公众信任危机

2008 年 3 月，南京婴幼儿泌尿结石样本送检，三鹿问题奶粉事件进入公众视线，河北省出入境检验检疫局检验检疫技术中心在三鹿集团所产 16 批次婴幼儿奶粉中的 15 个批次检出三聚氰胺；同年 9 月，国家质检总局公布了检出三聚氰胺的 22 家乳企，其中蒙牛、伊利、雅士利等多家均在名单，国家质检总局发布公告废止《产品免于质量监督检查管理办法》；同年 10 月，温家宝签署国务院令，公布了《乳品质量安全监督管理条例》。面对国内乳制品质量的负面新闻，消费者对国产乳制品的表现缺乏信心，转而依赖于进口乳制品。

2013 年 1 月，新西兰第一产业部官员证实，在新西兰出产的小部分牛奶和奶粉中（主要涉及恒天然的产品）检测出双氰胺（DCD）化学残留物；同年 8 月，恒天然集团举行新闻发布会，新西兰初级产业部发表声明，集团旗下部分产品可能含有肉毒杆菌毒素，可能受污染的产品被用于婴儿配方奶粉和运动饮料的生产，受影响国家包括澳大利亚、中国等 6 个国家。

乳制品问题的反复，使消费者对乳制品的质量表现缺乏信心，乳制品行业准入标准以及生产许可标准有待进一步提高，大部制改革汇总对于食品安全监管机制及职责也将进一步整合和调整。

（3）病疫

病疫是畜牧业发展的重要影响因素，近几年，平均每年都有十几起疫情爆发，造成 30%的禽畜患病死亡，很多中小型养殖企业也因此破产，同时疫情过后，市场短期呈现消极态势，例如肉类产品价格平均下跌 20%，农民补栏的热情减退等，但考虑到畜牧产品非周期性需求特点，加之自身供需调节能力较强，因此疫情仅为短期影响因素。未来随着国家畜牧防疫技术的提升，加之中国畜牧产业结构的优化以及产业升级都将缓解疫情对畜牧产业的影响。

禽流感对肉鸡行业影响

近几年，中国少数几个省区暴发高致病性禽流感，给当地养殖企业造成了重大损失和影响。禽流感发生时期，鸡肉产品价格和销售量均会出现大幅下降。2013 年 3 月，中国爆发了 H7N9 型禽流感疫情，此次禽流感发病的主要区域集中在上海、浙江、江苏等省份，4 月逐步蔓延至北京、

河南所在的华北区域。受此影响，上海、南京、杭州、天津等多个城市逐步关闭了活禽交易，且公众在选择食用鸡类食品更加慎重，对鸡肉需求产生了直接影响。

口蹄疫对行业影响

口蹄疫是一种以病毒为载体的疾病，主要受感对象为猪、牛等大型偶蹄兽类，口蹄疫发病后一般不致死，但会导致病兽口、蹄部出现大量水泡、高烧不退，使实际产量锐减。另外，个别口蹄疫病毒的变种亦可传染给人。因此，每次爆发后只能屠宰和集体焚毁以绝后患。2010年3月，广东、江西部分地区相继发生小规模猪口蹄疫疫情，当地毛猪出栏价受疫情影响连续5周下跌。

总体看，病疫对养殖行业的影响较大，短期内造成养殖行业产品的价格和销售量较大幅度下降；但从长期来看，病疫的可控性使得养殖行业又可以在一定时间内恢复。

5. 行业发展

作为存续了几千年的传统产业，畜牧行业具有非周期性需求特征。从国际经验来看，发达国家畜牧业产值占农业产值的比重一般在40%~50%之间，中国目前的比重为34%，仍有约10个百分点的增长空间，相当于5,000~6,000亿元的产值，加之，中国人均居民收入将每年保持10%的增长水平和总人口持续稳定增加，对畜牧产品的需求也将同步增多。因此未来一段时期内中国畜牧行业仍然具备巨大的需求潜力和广阔的发展空间。

根据中共十八届五中全会会议指出，“大力推进农业现代化，加快转变农业发展方式，走产出高效、产品安全、资源节约、环境友好的农业现代化道路”。农业现代化，是指传统农业向现代农业转化的过程 and 手段，包括农业机械化、生产技术科学化、农业产业化、农业信息化。①农业机械化是农业现代化的基础。我国现在农作物耕种收综合机械化率达到了61%，为了进一步提升我国农业机械化水平，我国将会更多资金投入在农机设备上，对农机行业的扶持政策将加大。②农业电商作为信息化的重点，一直以来备受关注。《关于加快发展农村电子商务的指导意见》、《关于协同推进农村物流健康发展、加快服务农业现代化的若干意见》、《推进农业电子商务发展行动计划》等各种农业电商政策出台，加快了农业电商的发展。③农业现代化，对农业科研领域也提出了新要求。为了实现农业现代化，十三五规划中，农业补贴将向农业科研领域有所倾斜，农业科研补贴力度或将加大。

整体看，随着人口的增长，加之生活水平的提升，未来中国畜牧行业的发展空间仍然较大。未来国家将加大推进农业现代化，加大农业的政策扶植力度与补贴力度，为我国农业发展创造了良好的外部条件。

6. 区域经济情况

近年来，北京市国民经济持续快速增长，全市综合实力不断提高。2016年末全市常住人口2,172.9万人，比上年末增加2.4万人。其中，常住外来人口807.5万人，占常住人口的比重为37.2%。常住人口中，城镇人口1,879.6万人，占常住人口的比重为86.5%。2016年全市居民人均可支配收入达到52,530元，比上年增长8.4%；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57,275元，增长8.4%；农村居民人均可支配收入22,310元，增长8.5%。扣除价格因素后，城乡居民收入实际增速分别为6.9%和7.0%。

2016年，全年实现地区生产总值24,899.3亿元，比上年增长6.7%。其中，第一产业增加值129.6亿元，下降8.8%；第二产业增加值4,774.4亿元，增长5.6%；第三产业增加值19,995.3亿元，增长7.1%。三次产业构成由上年的0.6：19.7：79.7，调整为0.5：19.2：80.3，第三产业已经成为拉动北京经济的主要引擎。按常住人口计算，全市人均地区生产总值达到11.5万元。全年完

成全社会固定资产投资 8,461.7 亿元，比上年增长 5.9%。其中，完成基础设施投资 2,399.5 亿元，增长 10.3%。从基础设施投资投向上看，交通运输投资 973 亿元，所占比重为 40.6%；公共服务业投资 643.8 亿元，所占比重为 26.8%。完成民间投资 2,766 亿元，下降 5.6%。

伴随着北京市经济持续快速发展，其财政实力稳步增强。2016 年，北京市全市完成一般公共预算收入 5,081.3 亿元，比上年增长 7.5%。其中，增值税 1,214.3 亿元，增长 69.6%；营业税 584.4 亿元，下降 50.7%；企业所得税和个人所得税分别为 1,095.2 亿元和 571.3 亿元，分别增长 6.9%和 19.5%。一般公共预算支出 6,406.7 亿元，增长 11.7%。其中，用于住房保障、节能环保、交通运输、城乡社区的支出分别增长 2 倍、19.8%、19.6%和 12.5%。

具体来看，农业方面，2016 年，北京市全年实现农林牧渔业总产值 338.1 亿元，比上年下降 8.2%，扣除价格因素实际下降 9.9%。粮食播种面积 87.30 千公顷，较上年下降 17.2 万公顷。粮食产量 53.7 万吨，同比下降 14.22%。

总体来看，北京市经济保持持续快速增长，产业结构不断优化，第三产业占比逐步提升，财政实力稳步加强；保障房建设力度大；但农业比重有所下降，产业转移趋势明显。

四、基础素质分析

1. 规模与竞争力

公司是北京市国资委全资拥有的唯一的农业集团，目前公司在畜禽良种繁殖、养殖、食品加工和物流等方面拥有明显优势，已形成从田间到餐桌的完整产业链条，拥有 5 家国家级重点农业产业化龙头企业和“三元”、“华都”、“双大”、“黑六”等有广泛影响力的品牌。

公司在畜禽种业方面拥有突出优势，良种品系资源丰富，繁育养殖技术先进，是中国目前最大、综合实力最强的国家奶牛良种繁殖和供种基地，拥有全国最大的现代化、集约化良种荷塔斯奶牛养殖基地；公司拥有中国乃至亚洲最大的肉鸡育种公司以及中国最大的北京鸭养殖基地，是国内唯一一家将 SPF¹技术研究和应用有机结合起来的养猪育种中心。

公司作为以畜牧养殖业为主导的农业企业，农场资源对于相关产业的做大做强至关重要，截至 2016 年 9 月底，公司拥有 9 个农场，占地 83,439.83 亩，均位于北京市市内或周边，距离需求市场近，运输成本低，具有良好的区位优势。

公司依托农牧业基础产业和国际水平的食品加工技术及装备，建立起了乳制品加工基地，原材料以公司内部供应为主，从源头上保障食品安全的完整产业链。

总体看，公司已经形成畜禽良种繁殖、养殖和生产加工的产业链，综合竞争力强。

2. 人员素质

截至 2016 年 9 月底，公司有董事、监事及高级管理人员共 22 人。

公司总经理薛刚先生，1967 年出生，大学学历，高级经济师，曾任双桥农场法律事务所所长，双桥农场副场长，双桥农场场长、党委副书记，三元食品总经济师、总经理，2009 年 5 月至今，任公司市委常委、董事，总经理。

截至 2016 年 9 月底，公司本部及下属子公司共有员工 26,444 人。按学历构成划分，具有研究生及以上学历的占 2.08%，大专及以上学历的占 27.98%，高中以上学历占 26.47%，高中以下学历的占 43.47%；按年龄构成划分，30 岁以下占 20.64%，30~50 岁 60.88%，50 岁以上占 18.48%；

¹Specific Pathogen Free pig，即为“无特定病原猪”。我国相关法规中规定 SPF 猪不能带猪喘气病、猪萎缩性鼻炎、猪痢疾、猪伪狂犬病、猪传染性肠胃炎等 7 种病原体。

拥有高级职称的员工占 0.84%，中级职称占 3.41%，初级及以下占 95.75%。

整体看，公司高级管理人员在农业行业工作多年，管理经验丰富；公司员工综合素质能够满足公司发展的需要。

3. 疫病防治

公司拥有北京市兽医生物药品厂、北京力时达药业有限公司和北京太洋药业有限公司三家生物制药企业，其产品基本覆盖畜牧业常用药品。

北京市兽医生物药品厂是农业部指定的国家兽医生物药品专业生产厂家，是国内第一家专业生产禽用疫苗的厂家，国内第一家生产马立克液氮疫苗的厂家，并且是第一家研制生产 Co30、肾型传支、新支联苗、法氏囊等活疫苗的厂家，生产的“华都”牌疫苗获得农业部批准文号的产品有四十余个，主要产品鸡马立克“814”液氮苗、鸡衣原体基因工程疫苗、猪蓝耳病疫苗、新城疫一禽流感二联灭活疫苗等疫苗产品市场占有率较高。

北京太洋药业有限公司拥有完善药品研发、生产体系，其药物研究所被北京市经委认定为市级企业技术中心，近年来研发出“艾汀”、“泰力特”、“双估”、“碧宁”、“绅丽雨”、“平坦”等高新药品。

总体上看，公司在疫病防治方面建立比较完整的研发、生产体系。

4. 外部支持

公司作为北京市国资委下属唯一的农业龙头企业，在发展过程中，得到了北京市政府的各种支持。

资本注入

公司多次获得北京市国资委的资本注入。根据北京市国资委《关于拨付 2013 年预算资金的通知》（京国资 2014 第 113 号），2013 年安排预算资金 10 亿元，增加国家资本金，专项用于支持三元乳业项目的建设。2014 年公司收到上述资金，增加实收资本。2015 年，根据北京市国资委《关于拨付 2015 年国有资本经营预算资金的通知》（京国资 2016 第 5 号）、《关于拨付 2015 年国有资本经营预算资金的通知》（京国资 2015 第 146 号）、《关于拨付 2015 年国有资本经营预算资金的通知》（京国资 2015 第 289 号）、《关于拨付 2015 年国有资本经营预算资金的通知》（京国资 2015 第 296 号）、《关于拨付 2015 年国有资本经营预算资金的通知》（京国资 2015 第 277 号）安排经营预算资金共计 1.14 亿元，分别用于支持三元种业公司京津冀协同发展“菜篮子”基地建设项目、新兽药羊衣原体基团工程亚单位疫苗规模化生产工艺优化和产业化项目、中科电商谷孵化器项目、企业管控云平台项目和农产品“互联网+”封闭供应链运营模式研究与应用项目。上述增资，使得公司的实收资本从 2013 年底的 16.18 亿元增加到 2015 年底的 27.31 亿元。

财政补贴

公司获得了多项政府财政拨款，2013~2015 年计入营业外收入的政府补助分别为 3.96 亿元、5.56 亿元和 2.89 亿元。主要系 2014 年获得专项预算资金金额较大所致。

总体看，公司享受一定的优惠政策补贴，整体外部发展环境良好。

税收优惠

公司下属三元种业等公司从事林、牧、渔业项目，享受免征增值税优惠。公司下属三元股份、北京长城机床附件厂有限公司、北京市兽医生物药品厂执行高新技术企业所得税税收优惠政策，所得税税率为 15%。同时，公司主要食品加工板块按照 13% 税率征收增值税等。

总体上看，公司在发展中得到政府和控股股东的多方面支持，整体外部发展环境良好。

五、公司管理

1. 治理结构

公司实际控制人为北京市国资委。公司不设股东会，董事会为公司的决策机构，对北京市国资委负责，经北京市国资委书面授权，董事会可行使股东的部分职权。

公司设董事会，由 9 名成员构成，其中 8 名由北京市国资委委派，1 名由公司职工代表大会选举产生。公司董事会设董事长 1 人²，独立董事 1 人。

公司设总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘，并对董事会负责。

公司设监事会，由 7 名成员构成，均由北京市国资委委派，监事会主席由北京市国资委从监事会成员中指定。

总体看，公司法人治理结构清晰，设置简单，能够满足公司经营需要。

2. 管理体制

公司为加强专业化管理，设三个专门委员会，作为董事会领导下的议事机构，即：战略与投资委员会、审计与风险委员会和提名委员会；同时在管理层面设财务管理部、人力资源部、资本运行部、农牧管理部等 14 个管理部门。

公司实行以产权为纽带的母子公司管理体制，通过任命下属子公司的董事会成员，对子公司实行有效管理。公司尊重下属全资或控股子公司的法人地位，赋予其较大的灵活性。但公司下属子公司数目众多，且经营领域分散，公司对下属子公司的管理跨度大，控制水平有待进一步提高。

财务管理方面，公司设立财务管理部，对公司的财务工作进行指导、协调、管理，并参与预算编制、绩效考核、改革改制等工作；公司实现全面预算管理，各子公司于每年年末编制年度资金计划，由资金管理中心负责集团资金的统筹管理，调整余缺。

内部管理制度建设方面，公司已建立了包括人力资源管理、生产技术管理、内部审计管理、财务管理、客户管理、投融资管理等相关制度，并通过加大制度的制约力度，基本满足公司日常运作管理的需求。公司尤为注重人力资源的获取、利用、保持与开发战略的制定，并加强完善招聘录用、绩效考核、薪酬体系、员工在职培训管理等制度建设，有利于优质人才的引进与保留，加强全体员工的认同感。

食品安全方面，公司设立食品安全办公室（隶属于企业管理部），负责公司食品安全工作，并监督检查食品安全生产；公司采取定期和不定期相结合的方式，以食品安全办公室为牵头人，组织各部门领导对下属单位进行监督检查，以保证公司食品安全。

整体看，公司制度建设较完善，但下属子公司较多且经营领域分散，管理水平有待提高。

六、经营分析

1. 经营概况

近三年，伴随公司生产规模扩大及 2014 年公司新增贸易业务板块，公司营业收入规模持续上升，年均复合增长 37.50%，2015 年为 372.33 亿元，同比增长 5.87%；受营业外收入增长影响，公司净利润年均复合增长 22.58%，2015 年达到 5.76 亿元，同比增长 5.90%。

从板块收入构成看，公司主营业务收入主要来源于现代农牧业、食品加工业、现代物流业和商贸业板块。其中，2014 年，公司新增商贸业务；2015 年，受肉鸡减少、奶价下降影响，公

²公司原董事长张福平先生于 2016 年 7 月在北京逝世。截至本报告出具日，公司尚未任命新董事长。

司现代农牧业收入明显下降，占比由 2014 年的 17.93%下降至 2015 年的 12.46%；伴随房地产业务结转规模上升，现代物产物流业收入规模明显增长，占比由 2014 年的 24.62%上升至 2015 年的 29.62%。此外，公司食品加工业业务 2014 年收入迅速提高，主要系公司调整产品结构，低温奶业务板块销售稳步增长，婴幼儿配方奶粉销售持续快速增长所致。

毛利率方面，2013~2015 年，公司综合毛利率呈下降趋势，三年分别为 15.62%、11.23%，和 10.95%，主要系随着人工成本、原材料、能源等生产要素价格不断上涨，成本增加挤压了公司业务板块的利润空间以及公司新增贸易业务毛利率依旧偏低所致。分板块看，现代农牧业毛利率波动较大，2014 年，伴随原料奶价格的上升，该板块毛利率上升至 12.94%，2015 年，原料奶价格有所回落，导致毛利率降低至 11.02%；近三年，食品加工业毛利率基本稳定，分别为 26.85%、26.59%和 24.92%；现代物产物流业毛利率呈波动趋势，分别为 16.25%、18.59%和 16.65%，2014 年毛利率有所提升，主要系 2014 年公司销售少量存货商品房，带动毛利率有所提升；而商贸业务主要是根据下游客户需求以销定采，赚取差价，毛利率处于很低水平，2015 年商贸板块毛利率仅为 0.78%。

表 2 2013~2015 年公司主营业务收入构成（单位：亿元，%）

类别	2013 年			2014 年			2015 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
现代农牧业	66.00	34.09	8.01	62.73	17.93	12.94	45.97	12.46	11.02
食品加工业	39.81	20.56	26.85	53.81	15.38	26.59	64.02	17.35	24.92
物产物流业	87.79	45.35	16.25	86.13	24.62	18.59	109.30	29.62	16.65
商贸业	--	--	--	147.16	42.06	0.58	149.67	40.56	0.78
合计	193.60	100.00	15.62	349.83	100.00	11.23	368.97	100.00	10.95

资料来源：公司提供

2016 年 1~9 月，公司实现营业总收入 265.04 亿元，完成 2015 年总收入的 71.83%。同期，实现净利润 4.01 亿元，完成 2015 年净利润的 69.74%，完成度尚可。从收入构成来看，各板块业务占比均变动不大，现代农牧业占比稍有上升，为 14.62%；食品加工业、物产物流业和商贸业占比均有小幅下降，分别为 17.02%、29.24%和 39.11%。从毛利率来看，公司现代农牧业和食品加工业毛利率均有所提升，分别为 23.20%和 30.72%；物产物流业毛利率小幅下降为 15.22%；商贸业务毛利率基本不变，为 0.77%。公司整体毛利率同比小幅上升 2.19 个百分点至 13.38%。

总体看，由于 2014 年公司新增贸易业务，公司收入迅速增长；毛利率方面，现代农牧业盈利能力稳定性较弱，波动明显；食品加工业盈利能力较强；而受低利率的贸易业务规模较大影响，公司毛利率呈下降趋势，但与农牧及食品行业形成风险隔离，长期看，对稳定、强化公司经营规模起到一定的作用。

2. 现代农牧业

公司现代农牧业主要包括：畜禽良种（牛、肉鸡、蛋鸡、鸭、猪等畜牧品种的育种）、养殖、屠宰、加工、销售、物流配送和研发等一条龙产业，实现了农产品全程可追溯产业链。公司该板块主要商品为种牛、种鸡、种鸭、种猪、牛冻精、原料奶、鸡肉产品等，其中原料奶、牛冻精和种猪以子公司北京三元种业科技股份有限公司（以下简称“三元种业”）为经营主体，种鸡、鸡肉产品和鸭业以子公司北京华都集团有限责任公司（以下简称“华都集团”）为经营主体。

（1）三元种业

三元种业是在原三元集团畜牧业和华都集团主业进行大规模重组基础上建立的大型畜牧企业，

集奶牛、种猪、北京鸭等畜禽品种的育种、养殖、生产、销售、研发、服务为一体，拥有奶牛中心、绿荷奶牛养殖中心、金星鸭中心、养猪中心、兽医总站、饲料事业部和畜牧研究院，并承担着承德三元的委托管理职责。三元种业是农业部首家全程实现“质量可追溯”示范企业和全国农业第一家 AAAA 级标准化良好认证企业，现已通过了中国良好农业规范（GAP）认证，是北京市农业产业化重点龙头企业。

奶牛方面，三元种业拥有中国第一座种子母牛场、国家奶牛胚胎工程技术研究中心和中国奶牛生物技术园区，是国家优秀种公牛繁育生产基地和转基因奶牛种牛繁育基地，也是中国第一个建立的种公牛性能测定中心。截至 2015 年底，公司的奶牛中心饲养包括“黑星”、“空中之星”和“林肯”等世界名牛后代在内的优秀荷斯坦和其他品种公牛 260 余头，拥有年产优质冻精 400 万剂的生产能力，在国内市场占有率达 12% 左右，具有年产胚胎 1 万枚能力，开发并生产性控胚胎，雌性准确率达到 90% 以上；同时拥有 1,000 头规模的荷斯坦核心母牛群；奶牛中心常年进行牛冷冻精液和胚胎组合的生产销售，细管冷冻精液分装及冷冻设备全部由法国、德国引进，生产工艺及管理水平被农业部评为优秀。公司牛冻精的主要产品品牌是“BDCC”牌牛冷冻精液，“BDCC”牌牛冷冻精液除满足北京市需要外，销售面积覆盖了中国 30 个省、市、自治区的 500 多个单位，国内市场占有率达 10% 以上。

原料奶方面，公司拥有 40 多个规模化奶牛场，分布在北京、山东、河南、河北、江苏、吉林、黑龙江等地，奶牛总存栏数近 80,000 头，年产优质原料奶 3.65 亿公斤。公司培育和出售良种荷斯坦奶牛，全部奶牛都已加入 DHI（奶牛生产性能测定）育种体系，是华北最大的良种荷斯坦奶牛供应基地。公司生产的原料奶现已获国家绿色食品 A 级证书，是人民大会堂国宴专用奶生产基地和奥运会优质原料奶特供基地，主要供给公司内部关联企业使用。

种猪方面，公司下属企业北京养猪中心是由农业部和北京市政府共同投资建设的国际重点种猪育种基地，该中心饲养有美、英、法等各品系大白、长白、杜洛克及皮特兰等优秀原种猪和达兰配套系种猪，并利用遗传资源培育出了具有自主知识产权的新品种配套系——中育猪配套系。目前，公司拥有 10 个种猪场和中荷畜牧培训中心、SPF 猪育种管理中心、种猪性能测定站和农业部北方地区公猪站等单位，是北方最大的种猪性能测定机构，并具有现代化的屠宰加工生产线，年出栏种猪近 1.10 万头、优质安全商品猪近 6.10 万头、优质精液 16.12 万剂。“中育”、“华都”牌种猪，阳光食品、荷美尔等安全肉质产品畅销全国，SPF 级的高端冷鲜肉产品现已通过中国有机产品认证。公司主要采用直销、代销相结合的模式开展销售。

（2）华都集团

华都集团于 2009 年 5 月并入公司，目前已形成“良种繁育-现代化养殖-屠宰加工-肉类深加工-物流配送”为基础模式的面向国际国内的开放性经营体系。2013 年开始，为将禽肉类业务集中运营和管理，公司将三元种业旗下的鸭业板块转移至华都集团旗下。

鸭业方面，公司拥有中国最大的北京鸭商品鸭养殖基地及现代化的屠宰厂和全国唯一的北京鸭原种保护场。公司现有北京种鸭存栏 1.30 万套，年销售父母代种鸭 150 余万只；2015 年出栏优质北京鸭 960 万只。公司统一使用“三元金星”商标，是“全聚德”、“鸭王”、“九华山”“大董”等高档烤鸭店唯一正宗烤鸭原料供应商，以及北京奥运会和上海世博会北京烤鸭原料唯一供应商，产品出口香港及东南亚等 18 个国家和地区。三元种业于 2011 年成功控股北京金星天鸿顺鸭业有限公司，组建生产能力达 1,700 万只的肉鸭屠宰加工生产线。

种鸡方面，公司产品主要为鸡肉产品及肉鸡、蛋鸡的鸡雏良种，拥有“华都”和“双大”肉鸡，以及“京红一号”和“京粉一号”蛋种鸡等品牌。公司已有 5 条现代化的畜禽屠宰加工生产

线，年屠宰能力达到 10,000 万只，年加工各类鸡肉产品 10.70 万吨。同时，公司从国外引进先进的肉类深加工设备和技术，建立了 5 个肉制品深加工工厂和 2 个调味料加工厂，生产各种肉类加工产品能力 12 万吨。同时，公司还销售肉鸡种鸡，目前拥有 AA+祖代肉用种鸡品系，年销售 AA+父母代种雏近 430 万套。公司蛋鸡在全国市场占有率达 40%以上。

(3) 经营情况

原材料采购方面，公司采购主要以豆粕、玉米、麸皮、鸭料和羊草等为主，原材料价格的波动对公司盈利影响较大。公司对于种牛、鸭业和商品猪的原材料采购一般通过集中采购模式，对肉鸡和蛋鸡的原材料一般通过签订远期合同及代收代储等方式提前收购、以保障供应。原材料到场验收合格入库后，公司按照合同约定部分采取支票或银行汇款方式一次性全额支付或部分支付；部分采用现金结算方式，分期按比例支付给供应商。

从采购量来看，公司主要原材料采购均呈波动态势，主要系公司 2014 年进口奶牛，并且多数为怀孕母牛，采食饲料量大，故饲料采购较多所致；单价方面，公司主要采购原材料与市场价格保持一致，其中饲料的价格大幅变动，主要系企业每年会根据当年饲养的奶牛结构调整饲料配方，导致配方内容不同，故饲料价格变动较大。

表 3 2013 年~2016 年 9 月公司现代农牧业原料采购情况

采购对象	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~9 月	
	采购均价 (元/吨)	采购数量 (吨)	采购均价 (元/吨)	采购数量 (吨)	采购均价 (元/吨)	采购数量 (吨)	采购均价 (元/吨)	采购数量 (吨)
豆粕	4,180.53	57,509.37	2,934.40	67,678.23	3,000.70	95,412.40	2,521.32	17,775.83
大豆	5,176.32	3,248.76	4,619.10	5,701.22	3,832.88	3,662.25	3,717.13	7,388.95
玉米	2,321.06	249,385.58	3,152.08	228,535.76	2,245.97	292,919.50	1,865.25	137,154.49
苜蓿	2,959.10	15,505.88	2,863.27	38,383.23	3,106.43	10,287.44	1,810.54	36,842.67
饲料	2,110.00	189,123.00	945.38	791,270.91	1,514.81	348,805.35	2,131.10	225,229.66

资料来源：公司提供

在生产模式方面，公司主要采用“公司+基地+农户”的标准化生产模式，利用公司的现代养殖原理和方法、结合国内外先进技术，建立了较为完善的生产加工体系。公司农户合作领域涉及种苗、饲养、饲料等产业；通过“产权式”农业经营模式，带动北京郊区农户实现了从传统农业向现代的转型。公司坚持培育、饲养屠宰加工物流配送和销售于一体的生产经营模式，以育种和养殖为中心向产业下游延伸，覆盖饲料养殖等关键产业，一方面保证各食品链的供应和食品安全；另一方面，在降低生产成本的同时提高产品竞争力。

在农牧业产品销售方面，公司一部分作为产品对外销售，一部分主要供给关联企业三元股份等使用。从产量看，2013~2015 年，肉鸡呈逐年下降趋势，牛冻精、商品猪和蛋鸡产量呈现波动上升趋势，原料奶和商品鸭稳步增长。从商品价格看，牛冻精和商品鸭的价格稳步上升，公司牛冻精市场占有率高、具有一定的议价能力；原料奶、肉鸡和蛋鸡价格呈波动下降趋势；商品猪价格波动较大，主要系 2015 年公司对 2 个猪场清场、1 个猪场改造，淘汰猪数量增多，淘汰猪销售价格较普通商品猪价格低所致。进入 2016 年 3 季度，受益于商品猪市场价格反弹，公司商品猪销售均价上升至 1,722.52 元/头。

表 4 公司 2013~2016 年 9 月现代农牧业产品产销情况

指标名称		2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 1~9 月
牛冻	产量（万剂）	235.00	281.8	270.82	166.13

精	销量（万剂）	350.00	288.9	247.18	201.05
	均价（元/剂）	18.35	19.49	21.34	19.94
商品鸭	产量（万对）	375.00	415.35	479.60	576.33
	销量（万对）	427.00	467.98	541.65	623.30
	均价（元/对）	82.89	85.4	97.52	85.44
商品猪	产量（头）	58,976.00	59,481.00	61,391.00	70,140.00
	销量（头）	58,976.00	59,481.00	61,391.00	70,140.00
	均价（元/头）	1,973.86	1,455.99	974.13	1,722.52
原料奶	产量（万公斤）	23,357.00	30,595.55	36,519.34	29,589.25
	销量（万公斤）	22,863.00	29,893.96	35,617.22	28,158.40
	均价（元/公斤）	4.12	4.64	3.83	3.49
肉鸡	产量（吨）	149,948.00	122,029.52	117,460.99	35,608.00
	销量（吨）	146,587.00	129,566.10	122,612.77	35,567.00
	均价（万元/吨）	1.28	1.28	1.17	1.27
蛋鸡	产量（万公斤）	15,730.00	17,315.48	17,068.40	14,327.20
	销量（万公斤）	15,677.00	17,359.30	16,533.00	14,327.20
	均价（元/公斤）	3.41	2.55	2.58	2.99

资料来源：公司提供

注：表中牛冻精、商品鸭和肉鸡的销量大于产量是由于有少量外购产品。

在产品销售方面，公司对不同产品采用不同的销售方式。其中，对牛冻精产品主要采取以销定产、公司直销的模式：公司通过政府采购平台，参加由各省市区组织的牛冻精产品招投标，进行产品销售。原料奶产品方面，公司每年根据历史产量和销售情况与采购商签订销售合同，原料奶产出后主要通过液态运输车直接运送到各乳品加工厂，其中 80% 的产品销往三元食品、艾莱发喜等大型乳品生产商，其余销往蒙牛、伊利等用乳公司。鸭业产品方面，公司统一使用“三元金星”商标，根据销售订单实际状况来组织生产，其中近 40% 产品直接销售给全聚德。商品猪产品方面，公司采取直销加代销的销售管理模式，针对不同的区域市场采取不同的销售策略和销售模式。肉鸡和蛋鸡产品销售方面，公司主要采用直销、分销和经销商并存的模式进行产品销售，肉鸡产品与大型熟食工厂建立长期合作，客户主要分布在北京、河北及周边地市；蛋鸡主要销售往东北、河北、山东、河南、江苏、山西等地区。

从客户集中度上看，2015 年现代农牧业前五大客户分别为北京全聚德金星养殖有限责任公司、日本水产株式会社、定州伊利乳业有限责任公司、滦县伊利乳业有限责任公司和蒙牛乳业（焦作）有限公司，主要销售产品包括鸭产品、鸡产品和原料奶，对前五大客户的销售收入占比合计为 17.82%，集中度一般。

总体看，公司现代农牧业经营规模大，但受市场行情影响，公司该板块营业收入呈逐年下降态势；伴随 2016 年商品猪进入新一轮上涨行情，该板块收入和盈利能力有所增强。

3. 食品加工业

公司食品加工业的经营主体主要为下属上市公司三元股份，三元股份成立于 1997 年，于 2003 年 9 月在上海证券交易所上市，是以奶业为主，兼营麦当劳快餐和房地产开发的中外合资股份制企业。三元股份的产品主要分为液态奶和固态奶两大类，涵盖了屋型包装鲜奶系列、超高温灭菌奶系列、酸奶系列、袋装鲜奶系列、奶粉系列、北京干酪及各种乳饮料、冷食、宫廷乳制品等百余品种，拥有“三元”、“燕山”、“绿鸟”、“雪凝”等著名商标。

(1) 采购环节

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公司下属的三元种业进行采购，2014年，三元种业加大了奶牛的采购，三元种业拥有40多个规模化奶牛场，分布在北京、山东、河南、河北、江苏等地，截至2015年底，奶牛总存栏量超过7.90万头，每头每年产奶量接近10吨，年产优质原料奶3.65亿公斤，2015年年产奶量同比增长20.46%，内部采购的牛奶能满足食品加工板块约45.66%的需求量，结算方式主要为按月结算。对外采购主要是通过北京周边及河北地区产奶量较大的牧场进行采购，采用与上游牧场签订协议方式，取得对奶源的控制，同时公司对奶源进行定时和不定时的监察，并为其提供技术服务，以此保证奶源的质量，结算时可以享有不超过一个月的账期。

近三年，原奶的对外采购均价有所波动，2013~2014年受奶源持续供应紧张的影响，价格处于较高水平，而2015年供求关系有所缓解，市场价格有所回落。

表5 2013~2016年9月公司牛奶资源和采购情况

指标名称		2013年	2014年	2015年	2016年1~9月
牛奶	对内采购(万吨)	14.81	18.39	20.41	18.65
	对外采购(万吨)	26.19	30.34	24.29	17.64
	对外采购均价(元/吨)(不含税)	3,775.80	3,761.01	3,464.40	3,387.97
	自给率(%)	36.12	37.74	45.66	51.39
奶场	养殖量(头)	24,815.00	35,793.00	40,123.00	40,652.00
	产奶量(吨/每头每年)	10.74	10.18	9.95	9.91

资料来源：公司提供

(2) 生产和销售

目前，公司建成了液态奶、发酵奶、固态奶、科研培训中心四大基地，在内蒙古海拉尔市、河北迁安、河北石家庄、天津静海、广西柳州等建立了十六大生产基地，目前拥有年处理150万吨鲜奶的生产能力。

公司食品加工板块收入主要来自液态奶和固态奶的销售。从产品产量看，2013~2015年，液态奶的产量有所下滑，而固态奶的产量则有所上升，主要系公司调整产品结构、重点发展附加值更高的固态奶所致。近年来，公司产品的产销率出现波动，但总体维持在较高的水平，2015年固态奶和液态奶的产销率分别为116.09%和106.00%。从产品销售价格看，固态奶的均价较高，相当于液态奶的4倍左右，近三年两者价格均呈波动上升的趋势，单价较高的固态奶的价格增长也相对较快，主要系随着消费者生活水平不断提高，对乳制品的消费不断提升所致。

表6 2013~2016年9月公司食品加工业的销售情况

指标名称		2013年	2014年	2015年	2016年1~9月
固态奶(奶粉、冷饮、干酪)	产量(万吨)	2.64	2.45	3.48	2.88
	销量(万吨)	2.86	3.53	4.04	2.99
	销售均价(元/吨)(不含税)	25,817.00	32,283.20	29,493.69	29,318.63
	产销率(%)	108.33	144.08	116.09	103.82
液态奶(牛奶、酸奶)	产量(万吨)	45.23	41.74	40.68	30.59
	销量(万吨)	44.06	43.10	43.12	33.30
	销售均价(元/吨)(不含税)	6,798.00	7,520.92	7,445.20	7,374.46
	产销率(%)	97.41	103.26	106.00	108.86

资料来源：公司提供

公司产品主要集中在北京销售，其中低温奶在北京市场的占有率约为 98.50%，京外市场以河北为主，主要通过经销商和商场超市进行销售。结算方面，公司与经销商的定价一般为根据生产成本制定的出厂价格，采用全额预收款的形式；与商场超市的定价多根据市场行情决定，账期不超过 2 个月。

总体看，三元股份的市场认可度较好，奶源保障度好；其中，固态奶销量持续增长，产品价格波动上升。

4. 现代物产物流业

公司物产物流业板块收入主要由仓储业、房地产业、出租固定资产和房屋租赁业、石油销售、餐饮、道路运输、建筑业、装卸搬运等收入构成，其中石油销售、房地产业、物产及物流是公司物产物流业的主要构成部分，2015 年分别占板块收入的 39.01%、43.77%、10.48%和 4.17%。

(1) 房地产

公司房地产业经营主体主要包括下属三级子公司北京市安达房地产开发公司（以下简称“安达房地产”）、北京市三元德宏房地产开发有限公司（以下简称“三元德宏”）、北京龙冠房地产开发有限责任公司（以下简称“龙冠房地产”）以及大连一方东港置地有限公司（以下简称“一方东港置地”）。

近年来，按照中央和北京市政府大力推进保障性住房建设的有关要求，公司房地产板块的发展重点转变为保障性住房的开发建设。由于公司部分土地位于北京市市区内位置，伴随城市发展，政府将部分土地收储，调整规划用于保障房等建设，并按相关政策给企业提供一定的土地补偿款。公司利用自有土地建造住房，包括农用地和建设用地，公司土地供应均按国家相应的供地政策执行，农用地相关流程为规划调整-土地预审-立项-按相应政策供地-建设。

截至 2016 年 9 月底，公司拥有北郊、南郊、长阳农场、延庆、东郊、双桥、西郊、南口、巨山、东风等农场，占地 83,439.83 亩，公司将结合北京市城市发展进程，按照城市规划和土地利用规划，逐步实现土地规划功能，计划 5,000 亩左右的土地规划住宅及配套用地，5,000 亩左右用于发展现代物流业。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、房产仍存在一定的拆迁可能性，公司获得土地补偿款利得具备一定的可持续性。

经营模式方面，保障房建设多采用政府回购、政府配售或两者结合的模式，公司利用自有土地建造住房，项目建成后，或者由政府按照约定价格进行回购（政府回购模式），或者由政府主导按限定价格出售给通过审核的购房者（政府配售模式），或者两种模式并行，保障房销售多采用预付款方式结算。商品房建设多采用与其他企业联合开发的模式。

截至 2015 年底，公司已建成保障房项目 10,753 套，包括公租房 4,439 套（面积约 41.20 万平方米）、经济适用房 1,537 套（面积约 11.28 万平方米）、限价房 4,777 套（面积约 36.90 万平方米）。

截至 2016 年 9 月底，公司已竣工未完成结算的项目为京润现代城 1-7 号楼项目、双桥京桥 1 号地公共租赁住房项目和朝阳区双桥嘉园限价房项目；累计实现销售额 20.32 亿元。

表 7 截至 2016 年 9 月底公司已竣工未结算项目情况

指标名称		京润现代城 1-7 号楼项目	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
建设情况	规划住宅套数（套）	1,371.00	1,296.00	759.00
	规划商业套数（套）	39.00	5.00	22.00
	建筑面积（平方米）	133,017.18	147,812.21	75,638.99

	完成投资（万元）	46,588.20	69,702.00	55,000.00
销售情况	销售套数（套）	1,368.00	1,296.00	709.00
	销售面积（平方米）	130,497.65	147,812.21	54,838.81
	销售额（万元）	53,151.00	98,000.00	52,056.61

资料来源：公司提供

在建房地产项目方面，截至 2016 年 9 月底，公司在建项目计划总投资合计 430.30 亿元，已完成投资 223.01 亿元，未来尚需投资 207.28 亿元，尚需投资规模较大，公司存在一定的资金支出压力。随着新项目的陆续开发，未来两年公司需投入资金规模仍较高，公司房地产项目及在建工程项目资金主要来自公司经营活动产生的现金流量，可以满足公司部分资金需求，但仍有一定的外部融资需求。

表 8 截至 2016 年 9 月底公司在建房产项目情况（单位：万元、年、%）

序号	项目名称	建筑面积	总投资	已投资金额	预计竣工时间	去化率
1	北七家镇 R2 二类居住、C2 商业金融、U21 公共交通、R54 中小学合校、R53 托幼等用地	621,321.21	791,958.00	618,187.21	2018	76.77
2	朝阳区崔各庄乡来广营北路二类居住用地项目	229,740.00	500,000.00	412,735.00	2017	98.91
3	张家口市高新区上小站旧村改造项目	1,040,676.00	478,751.00	128,974.00	2018	37.50
4	大连东港项目	490,000.00	780,000.00	582,385.40	2019	59.88
5	东郊农场保障房项目（公租房）	234,585.00	165,000.00	148,000.00	2016	95.08
	东郊农场保障房项目（限价房）	764,251.00	733,176.00	138,700.00	2019	建设期，尚未达到预售
6	宜兴清华科技园配套工程项目	81,674.57	42,425.03	22,221.50	2017	0.30
7	宜兴清华科技园项目	112,185.00	63,000.00	16,246.81	2018	尚取得预售证
8	宜兴清华科技园二期配套工程项目	124,562.80	68,695.48	11,839.79	2019	尚取得预售证
9	宜兴清华科技园二期项目	197,186.38	145,885.15	8,708.76	2019	尚取得预售证
10	融坤养老中心项目（地坛项目）	76,362.90	77,935.50	16,543.00	2018	非可售
11	暖山金城城	336,613.00	156,000.00	64,750.93	2020	9.29
12	海淀区上庄家园 N28、N34 地块定向安置房项目	103,496.00	100,132.39	47,306.84	2017	未进入预售
13	海淀上庄 N35\N46 地块	340,459.00	200,000.00	13,525.20	2018	未进入预售
合计		4,753,112.86	4,302,958.55	2,230,124.24	--	--

资料来源：公司提供

（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 2015 年底，公司共有 48 座加油站，其中三元石油经营 24 座加油站，主要分布在北京市海淀区、昌平、大兴和丰台等 6 个城

区；北京壳牌经营 24 座加油站，主要分布在北京的朝阳、大兴、密云和房山等 8 个城区。2015 年，该板块实现营业收入 42.64 亿元，毛利率为 7.55%。

（3）物产业务

物产业务是以经营高档饭店、写字楼和商业地产为主的物业服务业务、酒店管理业务和其他业务等，主要经营主体为北京盛福大厦有限公司、北京德茂物业管理有限公司、北京市圆山大酒店、光明饭店和北京首农香山会议中心。2015 年，公司物产业务实现主营业务收入为 4.56 亿元。

（4）物流业务

公司物流业务主要包括以食品为主的运输、仓储、货运、批发等业务，目前公司拥有仓储物流企业 11 家，库房 39 万平方米，2,000 多辆运输车，年配送及仓储量 21 万吨，主要经营主体为北京五元物流有限责任公司、北京三元双日食品物流有限公司和北京大秦物流有限公司等。2015 年公司物流业务实现收入为 11.45 亿元。

总体看，公司贸易板块收入规模迅速增长；公司房地产业务以保障房为主，为公司盈利的有力补充，但尚有较大规模的投资，存在一定的资金压力；此外公司业务板块较多，各业务板块经营状况稳定。

5. 商贸板块

2014 年，公司新增商贸板块，经营主体为 2013 年底成立的上海首农投资控股有限公司。2014 年，公司商贸板块主要以燃料油品、化工品等贸易为主，2015 年以来，公司贸易业务农业产品比重提高。2015 年，公司前五大贸易品为燃料油、高粱、一级白砂糖、大麦和猪副产品，分别实现销售额为 54.68 亿元、25.19 亿元、33.94 亿元、16.79 亿元及 1.85 亿元。

公司贸易业务采用以销定采模式。根据下游客户具体需求，利用股东在国内大宗商品交易的市场地位进行询质、询价，在保证有毛利的前提下分别与上、下游签订合同，规避了贸易商品的跌价风险和交易风险。贸易产品无特定商品特定区域代理。

公司拥有贸易产品稳定的供货渠道，按合同约定的时间交货并提供合理的账期，合同签订方式为单笔单签，按约定价格成交，无返利模式。公司以现金结算或银行承兑汇票结算，账期为提货后 90-180 天付清全款。公司主要通过在国内石油及化工领域的供应商处采购，全部为内贸，采购区域主要是上海、山东、福建。

贸易产品下游客户合同签订方式为单笔单签，结算方式为提货后 60~180 天以现金付清全款；主要销售给内贸能源化工领域的交易信用好、回款及时的固定客户，主要销售区域为上海、江苏和山东。商贸板块业务与上下游结算均有一定的账期，但由于存在先行垫付上游货款的情况，在一定程度上有资金占用的情况。

具体来看，由于 2015 年燃料油、对二甲苯采购均价大幅降低，产生订单较多，公司采购量及销售均有大幅增长。2016 年 1~9 月，一级白砂糖以及高粱产品价格下降，导致销售量增加。公司商贸板块主要靠赚取差价获得利润，因此，所有产品销售均价取决于采购价。

表 9 2014~2016 年 9 月公司商贸板块主要贸易产品（单位：吨，元/吨）

时间	产品	采购量	采购均价	销售量	销售均价
2014 年	燃料油	690,544.11	6,548.51	690,544.11	6,581.69
	混合芳烃	342,278.93	7,529.96	342,278.93	7,567.51
	对二甲苯	692,763.77	10,344.33	692,763.77	10,396.72
	纯苯	11,389.71	8,284.13	11,389.71	8,317.46

	沥青	26,995.32	3,683.20	26,995.32	3,698.16
2015 年	燃料油	1,179,188.10	4,578.63	1,179,188.10	4,637.49
	对二甲苯	1,375,455.59	1,830.25	1,375,455.59	1,831.06
	沥青	767,825.00	4,405.61	767,825.00	4,420.78
	蔬菜	1,044,531.00	1,607.08	1,044,531.00	1,607.77
	禽肉产品	15,473.35	13,998.71	14,426.00	12,819.84
2016 年 1~9 月	一级白砂糖	1,271,132.00	5,292.35	1,271,132.00	5,295.49
	高粱	605,000.00	1,740.18	605,000.00	1,741.06
	轻质燃料油	901,011.00	4,346.61	901,011.00	4,751.42
	轻质船用燃料油	46,272.44	4,664.00	46,272.44	4,940.33
	对二甲苯	33,298.76	6,363.00	33,298.76	6,395.00

资料来源：公司提供

从客户集中度上看，2015 年，公司对前五大客户的贸易金额合计 88.00 亿元，合计占该板块收入的 58.79%，客户集中度较高。

表 10 2015 年公司商贸板块前五大客户情况（单位：万元，%）

客户名称	金额	占比	主要销售商品
江苏恒廷怡国际贸易有限公司	447,215.08	29.88	白砂糖、亚麻籽、豌豆、高粱
微倍投资（上海）有限公司	180,545.56	12.06	白砂糖
天津国石石化有限公司	91,576.27	6.12	燃料油、对二甲苯、混合芳烃
新丝路国际（和县）有限公司	84,909.97	5.67	燃料油
山东省新能源有限公司	75,741.34	5.06	燃料油、对二甲苯、混合芳烃
合计	879,988.22	58.79	--

资料来源：公司提供

注：占比为销售金额占商贸板块收入的比例

总体看，公司商贸板块产品多元化，规避了产品跌价风险、购销风险小；销售规模大，存在一定的资金占用情况。

6. 在建项目

截至 2016 年 9 月底，公司主要在建项目（除房地产外）总投资为 60.94 亿元，已投资 42.61 亿元，2016 年 10~12 月计划投资 5.07 亿元。目前公司主要在建工程主要通过银行借款和自筹等模式筹集资金，随着部分在建工程的竣工，公司在建项目的投资规模呈下降趋势，但考虑到公司未来项目投资规模较大，公司仍存在较大的对外筹资需求。

表 11 2016 年 9 月底公司主要在建项目的投资规划（单位：亿元）

项目名称	筹资方案			投资进度			
	自筹	贷款	合计	截至 2016 年 9 月底已完成投资	2016 年 10~12 月	2017 年	2018 年
河北首农·定州园区西区项目	1.81	7.25	9.06	7.89	0.40	0.77	--
河北工业园项目	12.21	--	12.21	12.01	0.20	--	--
集团办公楼	1.08	3.30	4.38	4.28	0.10	--	--
农产品研发及配件仓库	1.88	3.00	4.88	2.38	0.91	1.39	0.20
蓝海中心科研楼	2.16	2.16	4.32	3.96	0.36	--	--

东郊法国学校项目	6.04	--	6.04	1.38	0.66	2.00	2.00
南郊_职工大学_改扩建项目	3.42	--	3.42	1.48	0.66	1.28	--
山东分公司寿光牧场项目	0.42	1.21	1.63	1.37	0.03	0.23	--
天津港首农进出口项目	0.81	1.50	2.31	1.93	0.38	--	--
鸭业屠宰项目	1.20	--	1.20	1.12	0.08	--	--
三元科技研发中心	1.57	2.80	4.37	2.20	0.75	1.42	--
天津首农东疆牧业项目一期	0.97	0.51	1.48	1.48	--	--	--
厂房-新西兰	1.10	--	1.10	1.10	--	--	--
首农畜牧机关-新购挤奶机	1.04	--	1.04	--	0.04	0.16	0.81
朝阳区孙河乡五元物流北区	1.75	1.75	3.50	0.03	0.50	0.80	1.00
合计	37.46	23.48	60.94	42.61	5.07	8.05	4.01

资料来源：公司提供

7. 经营效率

2013~2015 年，伴随公司收入规模和应收账款的增长，公司应收账款周转率分别为 10.40 次、11.92 次和 11.77 次，变化不大；受公司存货中有较大规模的开发成本影响，公司存货周转率较低，近三年分别为 1.63 次、1.71 次和 1.41 次，主要系 2015 年公司存货量增加，导致存货周转率略有降低；总资产周转率分别为 0.56 次、0.72 次和 0.62 次，呈逐年上升趋势，主要系公司营业收入增长所致。总体上看，伴随公司收入的增长，公司各经营效率指标呈波动态势。整体看，公司经营效率较好。

8. 经营关注

(1) 公司业务中畜牧业毛利率较低，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；存在一定的占款，对现金流有一定的影响

2014 年，公司新增贸易业务，该板块收入规模迅速增长，涉及资金规模大，但毛利率低。该板块存在先行垫付供应商款项的情况，对公司的现金流有一定的影响。

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、会展农业等多支撑的高端现代农业产业体系。规划京津冀区域产业布局，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。

总体上看，公司发展战略比较明确，有利于公司未来发展。

七、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2013~2015 年度合并财务报表经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，均出具了标准无保留审计意见。公司财务报表按照财政部发布的《企业会计准则—基本准则》（财政部令第 33 号发布、财政部令第 76 号修订）、于 2006 年 2 月 15 日及其后颁布和修订的 41 项具体会计准则、企业会计准则应用指南、企业会计准则解释及其他相关规定编制。

2015 年，公司对期初会计政策变更及会计差错事项采用追溯重述法对资产负债表期初及利润表的上年数进行调整，故以下分析中 2014 年数据取自 2015 年审计报告的期初对比数。

从合并范围看，2014 年纳入合并报表范围二级子公司 35 家，较 2013 年减少一家，减少的二级子公司为上海三元全佳乳业有限公司；2015 年纳入合并报表范围二级子公司 36 家，较 2014 年新增 1 家，为北京市裕农优质农产品种植公司；同时，3 家二级子公司因注销和吸收合并等原因不再纳入合并范围，分别为北京德昌华茂投资发展有限公司、北京市华艺金漆镶嵌厂和北京市双桥农用物资供应站。考虑到公司合并范围变化未涉及公司主营业务变化，并且新增子公司整体规模相对较小，对公司整体财务数据可比性影响有限，公司近三年财务数据的可比性较强。

截至 2015 年底，公司资产总额为 622.63 亿元，负债合计 423.38 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 199.25 亿元，其中归属于母公司所有者权益 133.74 亿元。2015 年，公司实现营业收入 372.33 亿元，净利润（含少数股东损益）5.76 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润为 8.22 亿元；经营活动产生的现金流量净额 46.87 亿元，现金及现金等价物净增加额 45.15 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额为 680.75 亿元，负债合计 479.61 亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计 201.14 亿元，其中，归属于母公司所有者权益 135.01 亿元。2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 265.04 亿元，净利润（含少数股东损益）4.01 亿元，其中，归属于母公司所有者的净利润为 3.12 亿元；经营活动产生的现金流量净额 57.01 亿元，现金及现金等价物净增加额 15.66 亿元。

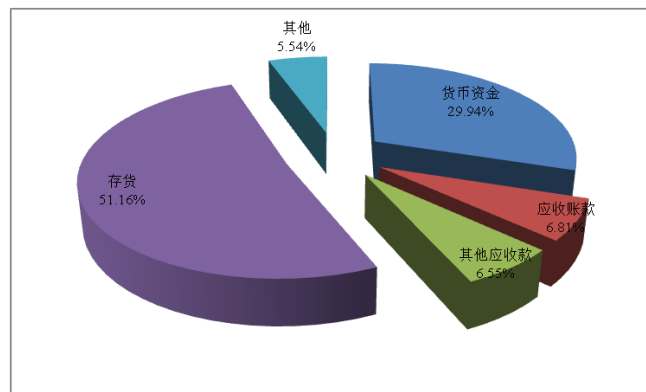
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产规模以较快速度增长，年均复合增长率为 24.56%，主要系流动资产增长所致。截至 2015 年底，公司资产合计 622.63 亿元，较年初增长 8.39%，主要系货币资金和在建工程增长所致；其中流动资产占 69.14%，非流动资产占 30.86%，公司资产以流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产呈迅速增长态势，年均复合增长率达到 29.71%，主要系公司保障房业务规模不断扩大，计入存货中的开发成本大幅增长所致。截至 2015 年底，公司流动资产为 430.49 亿元，主要包括货币资金（占 29.94%）、应收账款（占 6.81%）、其他应收款（占 6.55%）和存货（占 51.16%）。

图 10 截至 2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司货币资金逐年增长，年均复合增长率为 40.95%，主要是公司为扩大业务规模加大对外融资力度导致货币资金大幅增长。截至 2015 年底，公司货币资金为 128.88 亿元，较年初增加 61.00%。公司货币资金主要为银行存款（占 95.87%）；货币资金中使用受限金额为 3.74 亿元，占比很小，主要为银行承兑汇票保证金。

2013~2015 年，公司应收账款规模波动增长，年均复合增长 6.26%，截至 2015 年底，公司应收账款账面价值为 29.32 亿元，较年初小幅下降 2.58%，变化幅度不大。从账款风险分类看，公司按照个别认定法和账龄分析法对应收账款计提坏账准备，合计计提坏账准备 2.43 亿元。公司按账龄分析法计提坏账准备的应收账款余额为 27.31 亿元，占当年应收账款余额的 86.00%，从账龄上看，1 年以内的占 91.77%，1~2 年的占 2.19%，2~3 年的占 0.31%，3 年以上的占 5.74%。公司应收账款期末金额前五名占比 44.48%，集中度较高。整体看，公司应收账款增长较快，整体账龄较短；主要欠款客户为公司固定长期合作客户，目前经营状况良好，回收风险较小。

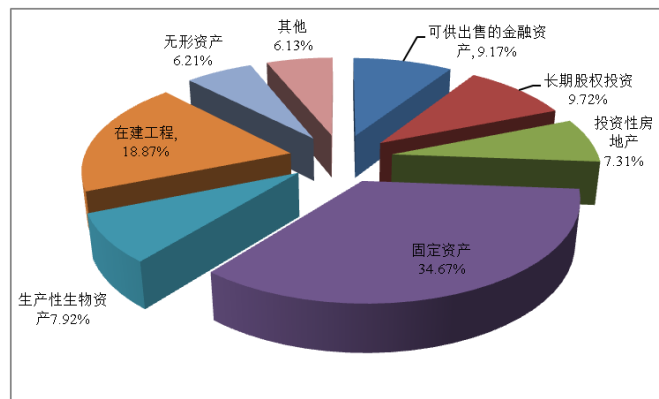
2013~2015 年，公司其他应收款逐年减少，年均复合减少 14.79%。截至 2015 年底，公司其他应收款账面价值为 28.21 亿元，较年初减少 6.35%，主要系公司回收部分款项所致。2015 年，公司其他应收款主要是往来款、备用金、政策性用房工程往来款等，公司累计计提坏账准备 4.56 亿元，主要系无法收回的历史遗留债权。

2013~2015 年，随着公司承担的保障房建设项目的增加，存货规模呈波动增长趋势，三年复合增长率为 36.83%。截至 2015 年底，公司存货账面余额 222.31 亿元，其中开发成本、开发产品、库存商品和原材料分别占 88.80%、1.73%、3.74%和 3.96%。2014 年存货余额较年初增加 108.71%，主要系上庄 B10 自住型商品房项目、朝阳区崔各庄乡来广营东路自住型商品房项目、沙子营土地一级开发项目、朝阳区东郊农场保障房 E 地块公租房项目计入开发成本所致。2015 年存货余额较年初减少 10.16%，主要系房地产业务结转收入规模较大所致。截至 2015 年底，公司计提跌价准备 2.06 亿元，主要是对库存商品计提的跌价准备。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产规模呈不断增长趋势，近三年年均复合增长率为 14.94%，主要系在建工程大幅增长所致。截至 2015 年底，公司非流动资产总额为 192.14 亿元，主要包括可供出售金融资产（占 9.17%）、长期股权投资（占 9.72%）、投资性房地产（占 7.31%）、固定资产（占 34.67%）、生产性生物资产（占 7.92%）、在建工程（占 18.87%）和无形资产（占 6.21%）（如下图所示）。

图 11 截至 2015 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司可供出售的金融资产波动增长，年均复合增长率为 66.74%，主要系 2014 年公司新增对北京农商行股权投资所致。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产为 18.66 亿元，较年初减少 2.21%，变化不大。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、北京农商行等公司的股权投资。

2013~2015 年，公司长期股权投资逐年增加，年均复合增长率为 20.20%，主要系 2014 年公司以 5.00 亿元成本持股北京中科电商谷投资有限公司 50% 的股权所致。截至 2015 年底，公司长期股权投资为 18.68 亿元，较年初增加 0.13%。公司长期股权投资主要系对合营企业投资（占 62.59%）和对联营企业投资（占 37.41%），被投资企业主要包括北京麦当劳食品有限公司（5.05 亿元）、北京中科电商谷投资有限公司（4.92 亿元）、北京辛普劳食品加工有限公司（1.21 亿元）、北京全聚德三元金星食品有限责任公司（0.75 亿元）和北京匹比包装制品有限公司（0.76 亿元）等。截至 2015 年底，公司对长期股权投资提取减值准备 0.10 亿元。2015 年，公司对长期股权投资确认的投资收益为 1.06 亿元。

公司投资性房地产采用成本法计量。2013~2015 年，公司投资性房地产逐年增加，年均复合增长率为 5.91%，截至 2015 年底，公司投资性房地产原值为 21.11 亿元，主要为房屋建筑物和土地使用权，占比分别为 95.70% 和 4.30%，公司累计计提折旧和摊销 7.06 亿元，投资性房地产净值为 14.05 亿元。

2013~2015 年，公司固定资产变化不大，年均复合增长 3.68%。截至 2015 年底，固定资产账面原值 106.41 亿元，主要为房屋建筑物（占 55.12%）、机器设备（占 32.88%）和运输设备（占 5.83%）。截至 2015 年底，公司固定资产累计折旧共计 38.24 亿元，计提减值准备 1.55 亿元，账面净值 68.17 亿元。公司固定资产成新率为 64.06%，成新率尚可。

随着公司投资项目规模的扩大，2013~2015 年，公司在建工程规模逐年增加，年均复合增长 34.89%，截至 2015 年底，在建工程合计 36.25 亿元，主要包括三元种业河北首农定州园区西区（5.52 亿元）、首农本部新办公楼（4.28 亿元）、河北工业园项目（4.70 亿元）、农产品研发及配件仓库（2.33 亿元）和蓝海中心科研楼（2.00 亿元）等项目。截至 2015 年底，公司计提减值准备 1.61 亿元，主要是对一些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。

公司生产性生物资产主要包括种植业、畜牧业和林业。2013~2015 年，公司生产性生物资产逐年增长，年均复合增长 19.28%，主要由于公司现代农牧板块的饲养规模（牛、肉鸡等）扩大所致。截至 2015 年底，公司生产性生物资产账面价值为 15.23 亿元，公司累计计提折旧 3.57 亿元。

2013~2015 年，公司无形资产波动增长，年均复合增长 17.88%，主要系 2014 年公司土地使

用权增加所致。截至 2015 年底，公司无形资产账面价值合计 11.93 亿元，其中，无形资产主要包括土地使用权（占 92.88%）、商标权（占 2.63%）和软件（占 1.81%）等。截至 2015 年底，公司无形资产累计摊销 1.44 亿元，并计提减值准备 1.85 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额为 680.75 亿元，较年初增加了 9.34%，主要系货币资金、应收账款和预付款项增长所致。其中流动资产占比 70.65%，非流动资产占比 29.35%，仍以流动资产为主，且占比有所增长。公司流动资产 480.98 亿元，较年初增加 11.73%，主要由货币资金（占 30.00%）、应收账款（占 8.90%）、预付款项（占 5.47%）、其他应收款（占 5.19%）和存货（占 48.28%）构成。公司货币资金为 144.30 亿元，较年初增长 11.97%，主要系加强债券融资力度所致；公司应收账款为 42.80 亿元，较年初增长 45.96%，主要系公司加大商贸板块下游客户货款授信力度所致；公司预付款项为 26.30 亿元，较年初增长 147.47%，主要系子公司中房地产公司支付的拆迁补偿款增多所致。截至 2016 年 9 月底，公司非流动资产为 199.77 亿元，较年初下降 3.97%，由可供出售金融资产（占 9.30%）、长期股权投资（占 10.32%）、固定资产（占 36.48%）、在建工程（占 18.04%）和无形资产（占 5.84%）构成，结构较年初变化不大。

总体看，公司资产规模较大，以流动资产为主，符合行业特征；流动资产中，公司货币资金充足，但以房地产开发成本为主的存货占比较大，考虑到这些开发成本均为保障房项目，未来资金回收无压力，但资金流动性受到一定影响；非流动资产中固定资产、在建工程、可供出售金融资产和长期股权投资占比较大，且存在部分减值情况。公司整体资产质量较好。

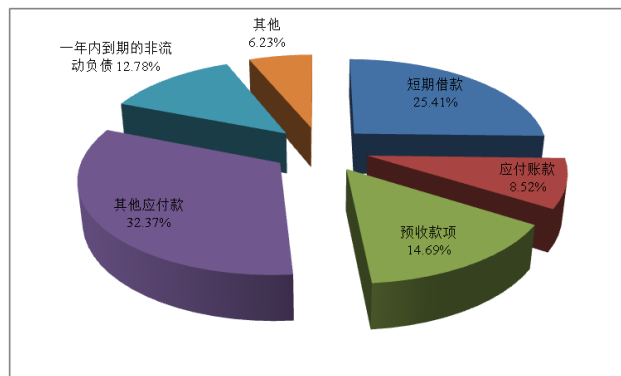
3. 负债及所有者权益

负债

伴随公司业务规模扩大，公司负债规模逐年增加，近三年年均复合增长率为 20.31%。截至 2015 年底，公司负债合计 423.38 亿元，较年初增长 3.68%，主要系预收款项大幅增长所致。负债中流动负债和非流动负债分别占 77.51%和 22.49%。

2013~2015 年，公司流动负债规模呈不断增长趋势，年均复合增长率为 20.48%。截至 2015 年底，公司流动负债合计 328.14 亿元，较年初增加 6.71%，主要系房地产开发业务销售预收的首付款增加所致；从构成上看，公司流动负债主要以短期借款（占 25.41%）、应付账款（占 8.52%）、预收款项（占 14.69%）、其他应付款（占 32.37%）和一年内到期的非流动负债（占 12.78%）为主（如下图所示）。

图 12 截至 2015 年底公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司短期借款波动增长，年均复合增长 27.74%，主要是 2014 年公司加大了

银行渠道融资力度并于 2015 年进行了偿还；截至 2015 年底，公司短期借款 83.39 亿元，较年初减少 15.59%，主要系公司偿还部分保证借款和信用借款所致；其中抵押借款占 0.97%、信用借款占 80.11%、保证借款占 18.92%。

2013~2015 年，公司应付账款逐年减少，年均复合减少 12.98%。截至 2015 年底，公司应付账款合计 27.95 亿元，较年初减少 10.60%，主要系公司加大了对应付款的清偿力度所致；其中账龄在 1 年以内的占 65.25%，1~2 年的占 7.73%，2~3 年的占 13.10%，3 年以上的占 13.93%，整体账龄较短。

2013~2015 年，公司预收款项波动增长，年均复合增长 38.16%。截至 2015 年底，公司预收款项 48.21 亿元，较年初大幅增加 183.68%，主要系预售房款增多所致；其中账龄在一年以内的占 90.01%，一年以上占 9.99%，整体账龄较短。

公司其他应付款主要为待付土地拆迁款、关联方往来款和非关联方往来款（单位间）等，近三年呈波动增长态势，年均复合增长 9.89%。截至 2014 年底，其他应付款账面价值 117.79 亿元，较年初增加 33.91%，主要系 2014 年公司房地产开发业务发展迅猛，导致待付的土地拆迁补偿款大幅增长所致。截至 2015 年底，其他应付账面价值 106.22 亿元，较年初小幅减少 9.82%，主要系公司偿还了部分待付土地拆迁款和其他待付款所致；其中，账龄超过 1 年的重要其他应付款金额为 65.57 亿元，占期末其他应付款账面价值的比例为 61.73%。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债逐年增长，年均复合增长 51.80%。截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 41.94 亿元，较年初增长 24.01%，主要系一年内到期的应付债券增长所致。公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款 1.94 亿元（占比 4.62%）和一年内到期的应付债券 40.00 亿元（占比 95.38%）构成；其中一年内到期的应付债券主要包括 2015 年发行的一期、二期、三期超短期融资券（共计 28.00 亿元）和 2015 年发行的一期、二期、三期非公开定向融资工具（共计 11.00 亿元）构成。

截至 2015 年底，公司非流动负债合计 95.24 亿元，年均复合增长率为 19.73%，主要系长期借款的增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 75.30%）、应付债券（占 7.56%）、专项应付款（占 5.06%）和递延收益（占 7.43%）构成。

2013~2015 年，公司长期借款迅速增加，年均复合增长率为 30.62%，主要系公司对外投资项目增加导致配套资金需求增长所致。截至 2015 年底，公司长期借款金额合计 71.71 亿元，较年初小幅增长 0.34%。从借款类型来看，公司长期借款主要由抵押借款（占比 39.78%）、保证借款（占比 43.37%）构成。从贷款期限结构上看，2017 年到期的合计 30.48 亿元（占比 42.50%），剩余借款到期日在 2018 年及以后，公司未来 1~2 年内存在一定的资金偿付压力。

2013~2015 年，公司加大债券融资力度，年均复合增长率为 97.28%。截至 2015 年底，公司应付债券余额 7.20 亿元，较年初增加了 20.00%，主要是公司于 2015 年 1 月 21 日发行的为期三年的中小企业集合票据（发行金额 5,000.00 万元）、2015 年 1 月 22 日发行的为期三年的中小企业集合票据（发行金额 2,000.00 万元）和 2015 年 1 月 23 日发行的为期三年的北京农业 2014 年度第一期中中小企业集合票据（发行金额 15,000.00 万元）。截至 2015 年底，公司应付债券构成如下表所示。

表12 2015年公司应付债券概况（单位：万元、年）

债券名称	发行日期	发行面值	债券期限	2015 年期末余额
首农 2014 年度第一期中期票据（14 首农 MTN001）	2014/10/16	50,000.00	3	50,000.00
中小企业集合票据	2015/1/21	5,000.00	3	5,000.00

中小企业集合票据	2015/1/22	2,000.00	3	2,000.00
北京农业 2014 年度第一期中小企业集合票据	2015/1/23	15,000.00	3	15,000.00
合计		72,000.00		72,000.00

资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司专项应付款波动下降，年均复合增长率为-47.08%。截至 2015 年底，公司专项应付款为 4.82 亿元，较年初大幅下降 68.77%，主要系南郊南海子郊野公园项目取得政府回购款项，偿还专项借款 9.59 亿元所致。

2013~2015 年，公司递延收益逐年增长，年均复合增长率为 47.04%。截至 2015 年底，公司递延收益为 7.07 亿元，较年初增加了 17.87%，主要由项目基金和科研课题经费（三元食品）2.50 亿元、御道口牧场道路及市政基础设施建设补助（三元种业）0.42 亿元、西郊-东北旺搬迁补偿款（西郊农场）0.24 亿元等构成。

有息债务方面，随着公司经营规模扩张，公司有息债务规模较大且呈上升趋势，三年复合增长率为 37.25%，主要系公司加大长短期债券融资力度所致。截至 2015 年底，公司全部债务为 214.04 亿元，较年初增加 1.15%；其中短期债务和长期债务分别占比 63.13%和 36.87%，以短期债务为主，与资产结构较匹配。债务指标方面，2015 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 68.00%、51.79%和 28.37%，较年初分别下降了 3.08 个百分点、4.23 个百分点和 3.44 个百分点。整体看，公司债务负担有所减轻，总体债务负担尚处于合理区间。

截至 2016 年 9 月底，公司负债合计 479.61 亿元，较年初增长 13.28%，主要系预收款项和应付债券大幅增长所致。债务构成中，公司流动负债 364.02 亿元，占比 75.90%，非流动负债 115.59 亿元，占比 24.10%，与年初相比，受应付债券大幅增加影响非流动负债占比有所上升。截至 2016 年 9 月底，公司全部债务为 196.34 亿元，较年初下降 8.27%，主要系偿还了部分短期债务所致；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 70.45%、49.40%和 32.91%，其中资产负债率和长期债务资本化比率较年初增加了 2.45 个百分点和 4.45 个百分点，全部债务资本化比率较年初下降了 2.39 个百分点，债务结构进一步优化。

总体看，公司负债结构以流动负债为主，全部债务中短期债务占比较大，存在一定的短期偿付压力；公司总体债务负担尚属合理。

所有者权益

2013~2015 年，公司所有者权益快速增长，年复合增长 35.32%，增长主要来自于实收资本和资本公积。截至 2015 年底，公司所有者权益为 199.25 亿元，其中归属于母公司的权益为 133.74 亿元，少数股东权益 65.50 亿元，归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 20.42%，资本公积占 68.58%，未分配利润占 11.17%，其他综合收益占-0.17%。

2014 年，公司收到北京市国资委拨付的预算资金 10 亿元，专项用于支持三元乳业项目的建设。2015 年，公司收到北京市国资委拨付的国有资本预算金 1.14 亿元，分别用于支持三元种业公司京津冀协同发展“菜篮子”基地建设项目、新兽药羊衣原体基团工程亚单位疫苗规模化生产工艺优化和产业化项目、中科电商谷孵化器项目、企业管控云平台项目和农产品“互联网+”封闭供应链运营模式研究与应用项目。上述增资，使得公司的实收资本从 2013 年底的 16.18 亿元增加到 2015 年底的 27.31 亿元。

2013~2015 年，公司资本公积逐年增加，年均复合增长率 34.43%。截至 2014 年底，公司资本公积为 88.88 亿元，较年初增加了 75.10%，主要是根据相关文件要求，公司将 2014 年度收到朝阳区崔各庄乡来广营东路、昌平区北七家镇地铁和海淀区上庄镇 B10 地块三个项目的土地成交价

与地价会审核的基本地价差价的 50%，划入市国资委国有资本经营预算，2014 年公司将收到的 35.15 亿元进行增加资本公积处理。截至 2015 年底，公司资本公积为 91.72 亿元，较年初增加了 3.20%，变化不大。

截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益合计 201.14 亿元，较年初增长 0.95%，变化不大；其中归属于母公司所有者权益合计 135.01 亿元，占所有者权益的 67.12%。归属于母公司所有者权益中，实收资本占 20.23%、资本公积占 67.68%、未分配利润占 12.28%，公司所有者权益规模和构成较年初变化较小。

总体看，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，整体稳定性较好。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入规模保持较快增长，年复合增长 37.50%，主要是公司业务规模持续扩大及公司贸易板块收入增长所致；公司营业成本三年复合增长 41.23%，略大于公司营业收入增幅，导致公司营业利润率三年呈下降趋势，近三年分别为 14.40%、10.12%和 9.82%。2013~2015 年，公司净利润分别为 3.83 亿元、5.44 亿元和 5.76 亿元，年复合增长 22.58%。2015 年公司实现营业收入 372.33 亿元，实现净利润 5.76 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 8.22 亿元。

期间费用方面，2013~2015 年，公司期间费用三年复合增长 5.62%，三年分别为 34.48 亿元、35.70 亿元和 38.47 亿元，销售费用和管理费用占比较高，主要是由于公司经营规模逐年扩大，下属子公司较多，产业链较长所致。但伴随公司收入规模扩大，公司费用收入比呈现下降的趋势，三年分别为 17.51%、10.15%和 10.33%，公司的期间费用控制能力有所提升但仍属较弱。

2013~2015 年，公司投资收益呈波动下滑态势，年均复合减少 14.38%，主要为公司对联营企业及合营企业投资所获得的收益减少。近三年分别为 4.04 亿元、1.16 亿元和 2.96 亿元，占利润总额的比例分别为 57.31%、15.26%和 28.25%。公司利润总额对投资收益依赖度较高。

此外，2013~2015 年公司营业外收入快速增长，年均复合增长 20.31%，2015 年公司实现营业外收入 15.63 亿元，其中收到政府补助 2.89 亿元，其他利得（主要是土地补偿款）11.87 亿元。2013~2015 年，公司营业外收入占利润总额的比例分别为 153.27%、134.70%和 149.17%，公司利润总额对营业外收入依赖程度很高。由于公司主要根据不同的项目向政府申请政府补贴，拆迁补偿收入跟自身的土地拆迁有关，公司营业外收入有一定的不确定性。

近三年公司利润总额和净利润均呈上升趋势，二者年均增长率分别达到了 21.95%和 22.58%；2015 年公司利润总额和净利润分别为 10.48 亿元和 5.76 亿元。公司利润主要来自于营业外收入，主营业务盈利能力较弱。

从各项盈利指标来看，2015 年公司业务运营正常，但受行业景气度影响，公司盈利能力较弱。公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 2.52%、2.45%和 3.15%三项指标较 2014 年均有不同程度的下降，公司的盈利能力一般。

2016 年 1~9 月，公司实现营业总收入 265.04 亿元，完成 2015 年总收入的 71.83%。同期，实现净利润 4.01 亿元，完成 2015 年净利润的 69.74%，完成度尚可。

总体看，近年来公司收入规模持续增长，但利润主要来自投资收益、营业外收入，主营业务盈利能力较弱。

5. 现金流

从经营活动来看，2013~2015 年，伴随着公司经营规模的扩大和营业收入的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金年均复合增长率为 51.90%，2015 年为 417.38 亿元；受规模扩张及原

料价格上涨影响，近三年公司购买商品、接受劳务支付的现金年均复合增长率为 47.64%，2015 年为 311.82 亿元。2013~2015 年，公司经营活动现金流量净额分别为 9.31 亿元、-85.70 亿元和 46.87 亿元。2014 年公司经营活动现金流量净额为负主要系公司房地产项目及在建工程陆续启动，支出增幅加大所致；2015 年公司经营性活动现金流量净额由净流出转为净流入主要系支付其他与经营活动相关的现金减少所致。近三年公司现金收入比波动中呈上升趋势，2015 年为 112.10%，收入实现质量较好。

从投资活动看，2013~2015 年，投资活动均为净流出，近三年投资活动产生的现金流量净额分别为 -17.55 亿元、-37.22 亿元和 -8.59 亿元，主要系公司近三年及一期保持较高的购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金以及投资支付的现金。

近三年，公司筹资活动现金流入主要为吸收投资、银行借款、发行债券等，现金流出主要为偿还本息，分配股利、利润或偿付利息等。近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额波动较大，分别为 26.93 亿元、138.22 亿元和 7.00 亿元。

2016 年 1~9 月，公司经营活动产生的现金流入为 399.14 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 329.82 亿元，收到其他与经营活动有关的现金为 69.12 亿元；经营活动现金流出 342.13 亿元，公司经营活动产生的现金流量净额为 57.01 亿元；公司投资活动产生的现金流量净额为 -15.34 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 -26.05 亿元。

总体看，公司经营活动现金流波动较大，2015 年由净流出转为净流入，收入实现质量较好；同时公司对外投资较多，存在一定的融资压力，筹资活动现金净流入的规模较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2013~2015 年，随着流动资产的不断增加，公司流动比率总体呈上升趋势，分别为 1.13 倍、1.28 倍和 1.31 倍，流动资产对流动负债的覆盖能力较好，但由于公司存货占比较大，公司速动比率处于较低水平，分别为 0.61 倍、0.49 倍和 0.64 倍；2013~2015 年公司现金短期债务比分别为 0.94 倍、0.60 倍和 0.96 倍，公司现金类资产对短期债务的保护能力小幅上升，对短期债务的覆盖能力强。整体看，公司短期偿债能力强。

从长期偿债能力指标来看，随着公司债务规模的不断上升，公司 EBITDA 利息倍数呈下降趋势，2013~2015 年分别为 2.55 倍、2.31 倍和 1.83 倍，而同期 EBITDA 全部债务比为 0.20 倍、0.12 倍和 0.12 倍，EBITDA 对全部债务的保障程度较低。总体上看，公司长期偿债能力有待提高。

截至 2016 年 9 月底，公司无重大诉讼、仲裁和纠纷事项。

截至 2016 年 9 月底，公司对外担保合计 689.55 万元，主要是对购房贷款客户的担保，属于阶段性担保，风险较小。

截至 2016 年 9 月底，公司获得主要贷款银行的授信额度为 440.98 亿元，未使用授信额度为 289.57 亿元，间接融资渠道通畅；公司下属子公司三元股份为 A 股上市公司，公司拥有直接融资渠道。总体看，公司融资渠道顺畅。

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1011010201272500U）。截至 2017 年 2 月 21 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，这些贷款现均已正常归还。

总体上看，公司短期偿债能力强，长期偿债能力有待提升；但考虑到公司作为北京市国资委下属唯一的农业集团，受政府扶持力度大，以及充足的现金类资产和大规模的经营活动现金流入量，公司整体偿债能力应属很强。

八、本期公司债券偿债能力分析

1. 本期公司债券的发行对目前负债的影响

截至 2016 年 9 月底,公司债务总额合计 196.34 亿元,本次拟发行债券规模为不超过 20 亿元,相对于目前公司债务规模,本次债券发债额度适中。

以 2016 年 9 月底财务数据为基础,假设本次募集资金总额为 20 亿元,本次债券发行后,在其它因素不变的情况下,公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 37.10%、51.82%和 71.30%。但考虑到本次债券募集资金将拟用于偿还公司债务,公司实际债务负担将保持不变。

以 2016 年 9 月底财务数据为基础,假设本期募集资金总额为 10 亿元,本期债券发行后,在其它因素不变的情况下,公司长期债务资本化比率、全部债务资本化比率和资产负债率分别为 35.07%、50.64%和 70.88%。但考虑到本期债券募集资金将拟用于偿还公司债务,公司实际债务负担将保持不变。

2. 本期公司债券偿债能力分析

以 2015 年的相关财务数据为基础,公司 2015 年 EBITDA 为 26.37 亿元,为本次公司债券拟发行额度(20 亿元)的 1.32 倍,EBITDA 对本次债券的覆盖程度高;2015 年经营活动产生的现金流入为 463.12 亿元,为本次公司债券发行额度(20 亿元)的 23.16 倍,公司经营活动现金流入量规模较大,对本次债券覆盖程度很高。

以 2015 年的相关财务数据为基础,公司 2015 年 EBITDA 为 26.37 亿元,为本期公司债券拟发行额度(10 亿元)的 2.64 倍,EBITDA 对本期债券的覆盖程度高;2015 年经营活动产生的现金流入为 463.12 亿元,为本期公司债券发行额度(10 亿元)的 46.31 倍,公司经营活动现金流入量规模较大,对本期债券覆盖程度很高。

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,公司对本期债券的偿还能力很强。

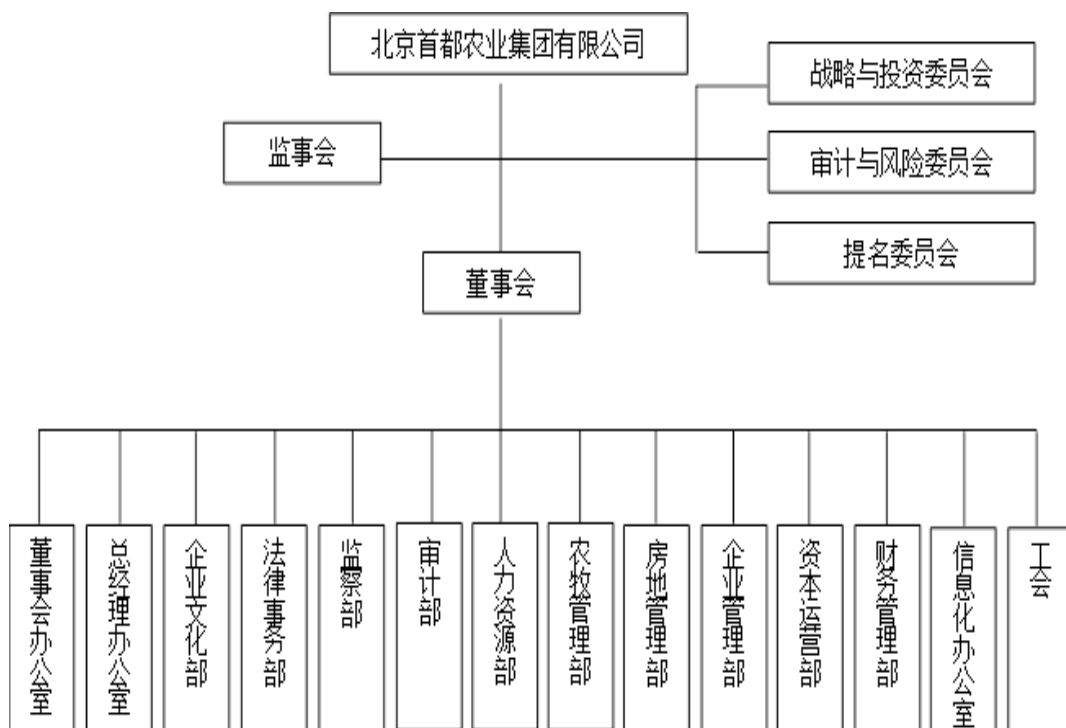
九、综合评价

公司作为北京市国资委下属的唯一农业集团,拥有良种开发、畜牧养殖、食品加工、病疫防治的完整产业链,公司获得的政府支持力度较大,品牌优势明显,产品区域市场占有率较高。公司土地资源规模大,现金类资产充足,经营活动现金流入量对全部债务的保障程度较高。联合评级同时也关注到养殖行业存在市场波动风险和疫情风险,公司成本控制难度上升,主营业务盈利能力较弱,债务规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

考虑到农牧产业长期向好,公司产业链完整,经营稳定,优质种业开发不断提高以及管理不断加强,公司未来发展前景较好。联合评级对公司的评级展望为“稳定”。

基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估,联合评级认为,公司本期债券到期不能偿还的风险很低。

附件 1 北京首都农业集团有限公司 组织结构图



附件 2 北京首都农业集团有限公司

主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
资产总额 (亿元)	401.31	574.45	622.63	680.75
所有者权益 (亿元)	108.82	166.11	199.25	201.14
短期债务 (亿元)	69.74	134.14	135.13	97.68
长期债务 (亿元)	43.88	77.47	78.91	98.66
全部债务 (亿元)	113.62	211.61	214.04	196.34
营业收入 (亿元)	196.92	351.68	372.33	265.04
净利润 (万元)	3.83	5.44	5.76	4.01
EBITDA (亿元)	22.96	24.39	26.37	--
经营性净现金流 (亿元)	9.31	-85.70	46.87	57.01
应收账款周转次数 (次)	10.40	11.92	11.77	--
存货周转次数 (次)	1.63	1.71	1.41	--
总资产周转次数 (次)	0.56	0.72	0.62	0.41
现金收入比率 (%)	91.86	96.70	112.10	124.44
总资本收益率 (%)	4.22	2.97	2.52	--
总资产报酬率 (%)	3.27	2.27	2.45	--
净资产收益率 (%)	4.01	3.95	3.15	--
主营业务毛利率 (%)	15.50	11.21	10.95	--
营业利润率 (%)	14.40	10.12	9.82	12.55
费用收入比 (%)	17.51	10.15	10.33	12.20
资产负债率 (%)	72.88	71.08	68.00	70.45
全部债务资本化比率 (%)	51.08	56.02	51.79	49.40
长期债务资本化比率 (%)	28.74	31.81	28.37	32.91
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.55	2.31	1.83	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.20	0.12	0.12	--
流动比率 (倍)	1.13	1.28	1.31	1.32
速动比率 (倍)	0.61	0.49	0.64	0.68
现金短期债务比 (倍)	0.94	0.60	0.96	1.48
经营现金流动负债比率 (%)	4.12	-27.87	14.28	15.66
EBITDA/本次发债额度 (倍)	1.15	1.22	1.32	--
EBITDA/本期发债额度 (倍)	2.30	2.44	2.64	--

附件 3 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 4 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。

联合信用评级有限公司关于 北京首都农业集团有限公司 2017 年公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据监管部门和联合信用评级有限公司（联合评级）对跟踪评级的有关要求，联合评级将在本次（期）债券存续期内，在每年北京首都农业集团有限公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

北京首都农业集团有限公司应按联合评级跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。北京首都农业集团有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，应及时通知联合评级并提供有关资料。

联合评级将密切关注北京首都农业集团有限公司的相关状况，如发现北京首都农业集团有限公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合评级将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如北京首都农业集团有限公司不能及时提供上述跟踪评级资料及情况，联合评级将根据有关情况进行分析并调整信用等级，必要时，可公布信用等级暂时失效，直至北京首都农业集团有限公司提供相关资料。

联合评级对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送北京首都农业集团有限公司、监管部门等。

联合信用评级有限公司

二零一七年三月二十九日