

信用等级公告

联合[2018] 2816 号

联合资信评估有限公司通过对北京首农食品集团有限公司主体长期信用状况及拟发行的北京首农食品集团有限公司 2018 年度第二期中期票据进行综合分析和评估, 确定北京首农食品集团有限公司主体长期信用等级为 AAA, 北京首农食品集团有限公司 2018 年度第二期中期票据信用等级为 AAA, 评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一八年十月二十五日



北京首农食品集团有限公司

2018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: AAA

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AAA

本期中期票据发行额度: 20 亿元

本期中期票据期限: 3+N 年期, 公司赎回前长期存续

偿还方式: 于第 3 个和其后每个付息日, 公司有权按面值加应付利息赎回本期中期票据

发行目的: 偿还有息债务

评级时间: 2018 年 10 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
现金类资产(亿元)	125.42	132.50	129.25	233.75
资产总额(亿元)	622.63	618.05	693.85	1354.88
所有者权益(亿元)	199.25	198.06	209.34	357.94
短期债务(亿元)	135.13	116.28	128.18	322.94
长期债务(亿元)	78.91	52.55	87.30	247.57
全部债务(亿元)	214.04	168.83	215.49	570.51
营业总收入(亿元)	372.33	411.60	437.04	521.42
利润总额(亿元)	10.48	10.83	18.24	9.85
EBITDA(亿元)	26.37	26.97	40.62	--
经营性净现金流(亿元)	46.87	79.13	1.19	-28.11
营业利润率(%)	9.82	10.53	10.75	9.53
净资产收益率(%)	2.89	3.09	6.31	--
资产负债率(%)	68.00	67.95	69.83	73.58
全部债务资本化比率(%)	51.79	46.02	50.72	61.45
流动比率(%)	131.19	118.15	118.65	119.67
经营现金流动负债比(%)	14.28	22.61	0.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.12	6.26	5.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.83	3.02	4.29	--

注: 1.2018 年上半年财务数据未经审计; 2.其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务和全部债务; 3.现金类资产已剔除受限资金。

分析师

李 明 杨学慧 魏 丰

邮箱: lianhe@lhratings.com

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层 (100022)

网址: www.lhratings.com

评级观点

北京首农食品集团有限公司(以下简称“首农食品集团”或“公司”)作为北京市国资委下属的唯一农业企业, 拥有农牧产品生产、加工、物流仓储和零售的完整产业链, 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。公司不断开发优质种业, 2017 年, 公司完成了对樱桃谷鸭原种的收购, 进一步提高了公司在种业领域的竞争力; 公司通过收购国外高端乳制品品牌不断调整乳制产品结构。同时, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到, 公司主营业务盈利能力较弱, 利润依赖非经常性损益, 债务规模快速增长以及未来投资规模较大等因素对公司经营与发展带来的不利影响。

2017 年 12 月 15 日, 北京市国资委宣布对首农集团、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, 重组后, 公司资产规模大幅增长, 收入和利润规模有望进一步扩大。公司产业链完整, 经营稳定, 受政府扶持力度大, 未来发展前景较好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点, 联合资信通过对相关条款的分析, 认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力较强。

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还的风险极低。

优势

1. 公司作为北京市国资委下属唯一的农业集

- 团，在资金方面受政府支持力度大；2017年，公司获得政府补贴类其他收益为3.41亿元，营业外收入中的政府补助为0.42亿元。
2. 在良种开发方面，公司拥有多个育种知识产权，包括世界三大蛋鸡品种之一的峪口蛋鸡、北京油鸡、北京鸭、樱桃谷鸭、北京黑猪的原种，后续发展能力强。
 3. 公司蛋鸡全国市场份额近50%；低温奶在北京市场的占有率先，婴幼儿乳粉进入全国前十行列，“三元”品牌价值同比大幅提升，具有良好的品牌和规模优势。
 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保障房开发。
 5. 2017年12月15日，北京市国资委宣布对首农集团、京粮集团和二商集团实施联合重组。京粮集团在粮食产业体系运行、地方粮食流通及政策性粮食储备方面优势突出；二商集团在食品行业产业链中具备区位优势，旗下产品市场地位突出，中央及北京市两级政府重要食品储备战略地位显著。重组后，公司资产规模实现进一步增长，随着业务的不断整合及协同效应的形成，未来收入和利润规模有望进一步扩大。
 6. 2017年，公司完成两项海外并购，并购标的主要产品分别为樱桃谷原种鸭和健康黄油涂抹酱系列。其中，樱桃谷公司在中国的市场占有率在80%以上，在世界其他地区拥有超过51%的市场份额；健康黄油涂抹酱公司在法国历史悠久，以健康和功能为研发生产理念，在行业内具有重要地位。上述并购标的及其业务优势为公司未来业绩形成积极补充。
 7. 公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障能力较强。
- 力加大，公司农牧业板块的养殖基地和加工厂向外埠转移，对农牧业板块部分产品的产量和收入影响较大。
2. 公司存货中的开发成本占比高，其他应收款中的往来款规模大且账龄长，存在一定资金占用。
 3. 随着公司海外并购项目的完成及房地产业务规模的快速增长，公司债务规模快速增长。
 4. 公司管理层级较多，且行业分散，同时新增海外并购项目，无形资产和商誉均大幅增加，未来存在一定减值风险，且公司管理风险加大。
 5. 本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

关注

1. 公司现代农牧业板块所处养殖行业市场和疫情风险较大。近年来，北京地区环保压

声 明

一、本报告引用的资料主要由北京首农食品集团有限公司（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。

北京首农食品集团有限公司

2018 年度第二期中期票据信用评级报告

一、主体概况

北京首农食品集团有限公司（以下简称“首农食品集团”或“公司”）前身是北京市农工商联合总公司，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”，后更名为北京首农股份有限公司，以下简称“首农股份”）、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多次拨付预算资金和项目资金，公司按照增加实收资本处理。2017 年 12 月 15 日，北京市国资委宣布对首农集团、北京粮食集团有限责任公司（以下简称“京粮集团”）、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，公司名称更为现名并于 2018 年 5 月完成了工商变更。截至 2018 年 6 月底，公司注册资本为 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。

公司经营范围：境内境外的项目投资；从事种植业、养殖业、食品加工工业的生产、加工、经营和销售，以及与此有关的技术咨询、技术服务、技术成果转让；对所属从事轻工制造、医药化工、建筑安装、交通运输、仓储物流、饮食、国内批发零售商业、进出口贸易、物资供销、通讯、旅游服务、饭店管理、房地产开发、信息咨询等企业的生产经营活动实施组织管理。

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、房地管理部、审

计部、组织部等职能部门。截至 2018 年 6 月底，纳入合并范围的二级子公司共 35 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：600429.SH，持股比例为 35.79%，截至 2018 年 6 月底未质押）及京粮集团下属海南京粮控股股份有限公司（以下简称“京粮控股”，股票代码：000505.SZ，京粮集团持股 42.06%，截至 2018 年 6 月底未质押）为上市公司。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额为 693.85 亿元，所有者权益为 209.34 亿元（其中少数股东权益 59.95 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 437.04 亿元，利润总额 18.24 亿元。

截至 2018 年 6 月底，公司（合并）资产总额为 1354.88 亿元，所有者权益为 357.94 亿元（其中少数股东权益 96.91 亿元）。2018 年 1~6 月，公司实现营业收入 521.42 亿元，利润总额 9.85 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、本期中期票据概况

公司拟注册总额度为 40 亿元的可续期中期票据，本期拟发行 2018 年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度为 20 亿元，募集资金将全部用于偿还有息债务。本期中期票据无担保。本期中期票据在条款设置上区别于普通中期票据，具有一定特殊性。

（1）赎回权

在赎回权方面，本期中期票据于公司依照发行条款的约定赎回之前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。本期

中期票据于本期中期票据第3个和其后每个付息日，公司有权按面值加应付利息（包括所有递延支付的利息及其孳息）赎回本期中期票据。

（2）利率

在利率方面，本期中期票据采用固定利率计息。本期中期票据前3个计息年度的票面利率将通过集中簿记建档确定，在前3个计息年度内保持不变。自第4个计息年度起，每3年重置一次票面利率。

前3个计息年度的票面利率为初始基准利率¹加上初始利差²，如果公司不行使赎回权，则从第4个计息年度开始票面利率调整为当期基准利率³加上初始利差再加上300个基点，在之后的3个计息年度内保持不变。此后每3年重置票面利率以当期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，票面利率将采用票面利率重置日之前一期基准利率加上初始利差再加上300个基点确定。

（3）清偿顺序

在清偿顺序方面，本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司所有其他待偿还债务融资工具。

（4）递延利息条款

在递延利息支付方面，除非发生强制付息事件，本期中期票据的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受到任何递延支付利息次数的限制；前述

利息递延不构成公司未能按照约定足额支付利息。每笔递延利息在递延期间应按当期票面利率累计计息。强制付息事件是指在付息日前12个月内，如果公司（包括合并范围内子公司）向股东分配利润或减少注册资本，公司不得递延当期利息以及已经递延的所有利息及其孳息。公司存在递延支付利息情形下，直至已递延利息及其孳息全部清偿完毕，公司（包括合并范围内子公司）不得从事向股东分配利润或减少注册资本行为。如果发生强制付息事件时公司仍未付息，或公司违反利息递延下的限制事项，本期中期票据的主承销商、联席主承销商将召集持有人会议，由持有人会议达成相关决议。

基于以上条款，可得出以下结论：

（1）本期中期票据的本金及利息在破产清算时的清偿顺序等同于公司其他待偿还债务融资工具。从清偿顺序角度分析，本期中期票据与其他债务融资工具清偿顺序一致。

（2）本期中期票据如不赎回，从第4个计息年开始每3年重置票面利率以当期基准利率加初始利差再加300个基点。从票面利率角度分析，本期中期票据公司在赎回日具有赎回权，重置票面利率调整幅度较大，公司选择赎回的可能性大。

（3）本期中期票据在发生公司（包括合并范围内子公司）未上缴国有资本收益或减少注册资本事件时，可递延利息支付且递延利息次数不受限制。2015~2017年，公司分别上缴国有资本收益22151.11万元、8229.56万元和14790.59万元，递延利息支付的可能性小。未来伴随着国民人均收入增长和消费结构的升级，公司作为北京市国资委下属的唯一农业企业，经营规模和盈利水平有望继续保持增长，亏损可能性小，这为其持续分红提供了业绩基础。总体看，公司未来逐年持续上缴国有资本收益可能性大，递延利息支付可能性小。

综合以上分析，本期中期票据具有发行

¹初始基准利率为簿记建档日前3个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算数平均值（四舍五入计算到0.01%）。

²初始利差为票面利率与初始基准利率之间的差值。

³当期基准利率为票面利率重置日前3个工作日中国债券信息网站（www.chinabond.com.cn）（或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站）公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期为3年的国债收益率算术平均值（四舍五入计算到0.01%）。

人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

三、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017 年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017 年，中国国内生产总值(GDP) 82.8 万亿元，同比实际增长 6.9%，经济增速自 2011 年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数(CPI) 有所回落，工业生产者出厂价格指数(PPI) 和工业生产者购进价格指数(PPIRM) 涨幅较大；制造业采购经理人指数(制造业 PMI) 和非制造业商务活动指数(非制造业 PMI) 均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅(7.7%)和收入同比增幅(7.4%)均较 2016 年有所上升，财政赤字(3.1 万亿元)较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，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(71.2%)也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率(58.8%)较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资(不含农户) 63.2 万亿元，同比增长 7.2%(实际增长 1.3%)，增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资(38.2 万亿元)同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速(7.0%)呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速(14.9%)小幅下降；制造业投资增速(4.8%)小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动

居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。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，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构性改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资

产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

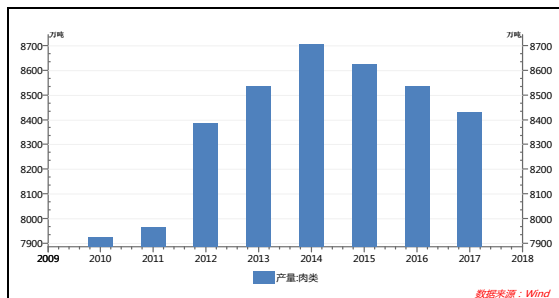
四、行业及区域经济环境

公司是大型的农牧产业集团，目前已经形成农牧产品生产、加工、物流仓储和零售的完整产业链。

1. 肉类及乳制品行业

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，2009~2014 年，中国肉类总产量快速增长，2014 年中国肉类总产量 8707 万吨，同比增长 2.01%；2015 年以来，中国肉类总产量呈下降趋势；2017 年，中国肉类总产量为 8431.00 万吨，同比下降 1.25%。

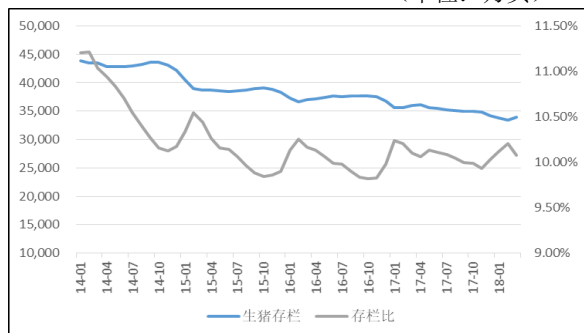
图1 2010~2017年中国肉类产量情况(单位:万吨)



资料来源: Wind资讯

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。从生猪存栏量来看,2017年,生猪存栏量呈现先增长后减少的态势,于10月份达到高点后持续下降。全年来看,截至2017年底,生猪存栏量为3.42亿头,同比下降6.80%,主要受2016年能繁母猪存栏量下降的影响。2018年一季度,生猪存栏量持续下降,当期末降至3.39亿头。2017年,全国能繁母猪存栏量继续呈现持续下滑态势,由2017年初的3651万头进一步下滑至2018年3月底的3417万头,受新环保政策对于资金和技术门槛的限制,生猪产能恢复速度比较缓慢。此外,2017以来,全国母猪平均存栏比(能繁母猪存栏量/生猪存栏量)呈小幅波动趋势,2018年3月底降至10.10%。

图2 近年来国内生猪存栏和生猪存栏比情况
(单位:万头)

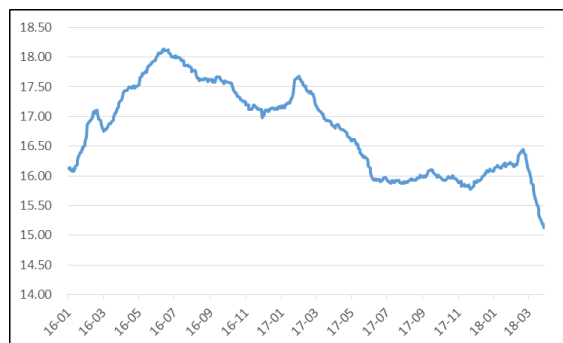


资料来源: Wind 资讯

从猪肉价格变动情况看,2017年以来,生猪价格呈现先升后降的态势,价格于2月初达到17.68元/公斤的年内高位,之后价格

持续走低,主要由于期间污染排放不达标的养殖场被永久清拆处理,而受清退养殖场的生猪产能或转移至规模猪场,或集中出栏上市,生猪供大于求。全年来看,2017年猪肉平均价格为16.38元/公斤,同比下降5.67%;2018年3月底,猪肉价格继续降至15.12元/公斤。

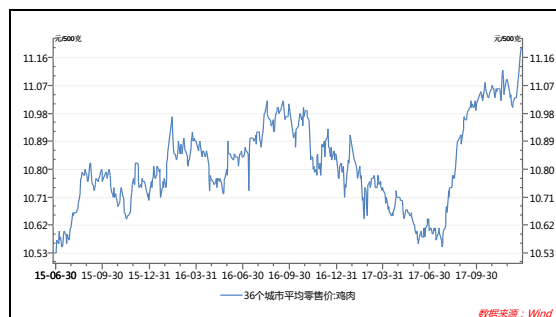
图3 2016~2018年3月中国城市生猪零售价格
(单位:元/公斤)



资料来源: Wind资讯

肉鸡方面,2013年,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1000亿元。2015年至2016年三季度,鸡肉价格整体波动上行,2016年四季度开始呈波动下降趋势。2017年上半年,受人感染流感事件的影响,肉毛鸡、商品代鸡苗和父母代鸡苗价格走势比较低迷。受引种减少以及盈利状况下滑的影响,国内肉鸡产业链各环节存栏水平逐渐减少。存栏下滑至均衡水平以下,肉鸡系列产品价格从2017年8月起迅速上涨。

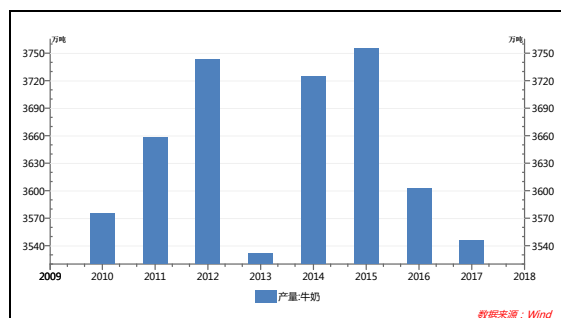
图4 2015年7月以来36个城市鸡肉平均零售价
(单位:元/斤)



资料来源: Wind资讯

奶源方面，2011 至 2015 年，中国进口奶牛共 69.46 万头，新增原奶产能 600 余万吨，增长幅度超过 15%。“三聚氰胺”事件后所导致的奶荒促使上游乳企大幅新建与扩建规模化牧场，导致 2014 年全国奶牛存栏量继 2010 年后再次明显上涨，供给大幅度增加，因此，2014 年下半年乳制品产能又开始出现严重过剩。进入 2015 年，上游乳企开始主动淘汰低产乳牛，引进效率更高的品种，供给收缩明显，2015、2016 年国内奶牛存栏量负增长。2016 年，受奶价持续低迷影响，盈利能力较弱的小型散养奶农陆续退出市场，全国原奶供给有所下降，全国牛奶产量同比下降 4.1%至 3602 万吨，2017 年全国牛奶产量 3545 万吨，同比下降 1.6%，下降幅度有所收缩。

图5 近年中国牛奶产量（单位：万吨）



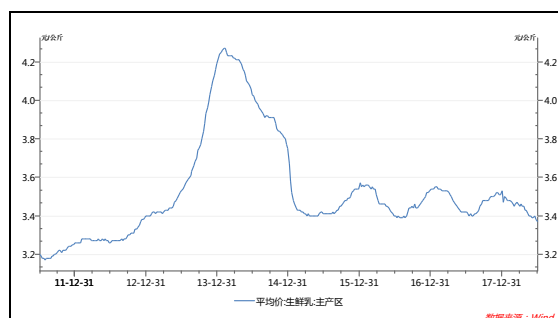
资料来源：Wind资讯

2016 年 12 月 27 日，农业部、国家发改委、工信部、商务部、食品药品监管总局联合印发《全国奶业发展规划（2016-2020 年）》（以下简称“《规划》”），提出 2020 年提升奶源自给率至 70%以上。现在国内超 1/3 的奶源来自进口大包粉，一大原因是国内生鲜乳成本依然很高。《规划》限制进口奶源占比上线，意在加大贸易保护力度，扶持上游牧场。

生鲜乳价格方面，2017年以来，国内原料奶产能已处于平衡，生鲜乳收购价较为平稳，截至12月底，国内主产区奶价为3.51元/公斤，截至2018年3月底，国内主产区奶价为3.48元/公斤，较年初价格略有下降。

图6 近年生鲜乳(主产区)均价的走势

(单位：元/公斤)

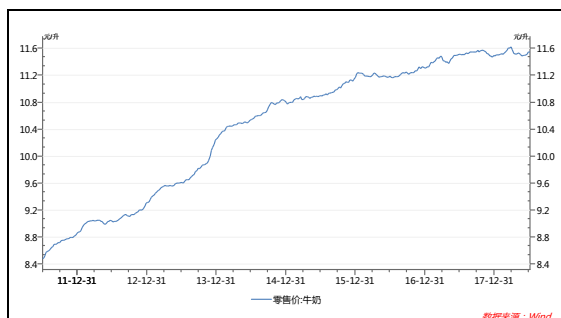


资料来源：Wind资讯

乳制品方面，2017 年中国乳制品产量达 2935 万吨，累计增长 4.2%。根据国家统计局数据，2017 年全国液态奶产量 2691.66 万吨，同比下降 1.66%；全国干乳制品产量 243.38 万吨，同比下降 4.97%；全国奶粉产量 120.72 万吨，同比增长 1.04%。2017 年进口干乳制品 176.88 万吨，同比增加 16.2%，进口额 78.59 亿美元，同比增长 37.9%，主要两大类，原料奶粉 71.81 万吨，占 40.6%，乳清 52.96 万吨，占 29.9%。根据国家统计局数据，2017 年全年数据进入统计范围的乳制品加工企业有 611 家，其中亏损企业 110 家，亏损比例 18.00%；全国乳品加工业销售收入 3590.41 亿元，同比增长 6.77%，利润总额 244.87 亿元，同比减少 3.27%。

过去 10 年，国内乳制品消费的强劲增长带动了国内奶价的持续增长。目前，在奶价低迷的影响下，牛奶产量开始出现负增长，国内偏高的库存奶粉也在被逐渐消耗。虽然国内消费增长已经开始放缓，不过未来消费升级、消费培养和二胎红利依然会使得消费需求保持增长，整体来说国内乳制品需求将会开始回暖，进口量也有望回升。在进口奶粉价格优势不再，国内原奶供需关系反转和奶农接近盈亏平衡点等多因素的影响下，国内奶价有望持续增长。

图7 近年牛奶零售价走势（单位：元/升）



资料来源：Wind资讯

政策层面上看，食品安全事件爆发后，国家对乳制品行业的健康持续发展更为重视，提高了行业准入条件，对生鲜乳收购生产和相关食品添加剂进一步作出规范，同时加大针对婴幼儿配方奶粉的安全控制力度。2016年10月《婴幼儿乳粉产品配方注册管理办法》（以下简称“《办法》”）推出注册制，2018年1月1日正式实施将调整行业供给端，每个企业原则上不得超过3个配方系列9种产品配方，目前市场上大量中小品牌和贴牌婴幼儿奶粉将淡出市场，中国2000多个婴幼儿奶粉品牌将降为500多个品牌。《办法》的出台将提升婴幼儿配方乳粉行业准入门槛，配方、品牌乱象将有较大改善，品牌集中度进一步提升，市场竞争环境更加趋于良性，有利于形成中国婴幼儿配方乳粉行业健康发展的新格局。

整体看，随着人口的增长，加之生活水平的提升，未来中国畜牧行业以及乳制品行业的发展空间仍然较大，但粮食价格的高位运行以及产品市场价格的大幅波动给畜牧养殖企业带来了较大经营压力；激烈的行业竞争、进口乳制品的不断涌入给乳制品行业带来一定冲击。

2. 区域经济环境

近年来，北京市经济始终保持着持续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，北京市全年实现地区

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%。三次产业构成由上年的0.5：19.3：80.2，调整为0.4：19.0：80.6。按常住人口计算，全市人均地区生产总值为12.9万元。

截至2017年底，全市常住人口2170.7万人，比上年底减少2.2万人。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%。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%。全年全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%。

北京是全国肉类、乳制品主要消费城市之一，北京经济的快速发展及城乡居民可支配收入的提高使得人们对肉类、乳制品需求有所增加，这为公司的发展提供了重要推动力。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为北京国有资本经营管理中心下属的全资子公司，股东职责由北京市国资委行使。公司的实际控制人为北京市国资委。

2. 企业规模与竞争力

公司是北京市国资委全资拥有的唯一农业集团，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。

公司在畜禽良种方面具有核心竞争力，其良种品系资源丰富，繁育养殖技术先进。公司在奶牛、猪、北京鸭、肉鸡、蛋鸡畜禽良种领域具有国内领先的技术，拥有较大规

模、较强综合实力的畜禽良种繁育与生产基地；公司拥有国内规模最大、综合实力最强的国家奶牛良种繁育和供种基地；拥有全国最大的现代化、集约化良种荷斯坦奶牛养殖基地；拥有国内规模最大的肉鸡原种育种公司；拥有亚洲最大、最具实力的现代化蛋种鸡繁育基地；拥有国内规模最大的北京鸭养殖基地和国内唯一一家将 SPF 技术研究和应用有机结合起来养猪育种中心。品牌建设方面，公司拥有“三元”牛奶、“华都”肉鸡、“双大”肉鸡、“BDCC”牛冷冻精液、“中育”配套系种猪、“三元金星”北京鸭、“黑六”北京黑猪、“Cherry Valley”樱桃谷鸭等在业内有广泛影响力的优秀品牌。“十二五”期间，公司婴幼儿乳粉销售连年翻番，进入全国前十行列。截至 2017 年底，公司拥有 36 个规模化奶牛场，9 个猪场，5 条现代化的畜禽屠宰加工生产线，年屠宰能力达到 1 亿只。

京粮集团是“农业产业化国家重点龙头企业”，在第六届中国粮油榜评选中，荣获“十佳粮油集团称号”。京粮集团拥有“古船”、“绿宝”、“火鸟”、“古币”、“华藤”、“正大”和“大磨坊”等品牌，被商务部指定为跨国采购供应商，是肯德基、纳贝斯克、全聚德、稻香村等国内外知名企业的供应商。

二商集团拥有 17 个中华老字号、3 项国家级非物质文化遗产项目、6 个中国驰名商标、3 个中国名牌产品、12 个北京名牌产品，旗下的“大红门”猪肉、“王致和”腐乳、“六必居”酱菜等众多知名产品在全国市场地位突出。

首农集团拥有北郊、南郊、延庆、东郊、双桥、西郊、南口、巨山、东风等农场，均位于北京市市内或周边，具有良好的区位优势。截至 2018 年 6 月底，公司（合并范围）拥有土地共 1470 宗，土地面积合计 8031.99 万平方米。

3. 人员素质

截至 2018 年 6 月底，公司董事会由 9 名董事组成，其中包括董事长 1 人、副董事长 2 人。高级管理人员共 12 人，包括总经理、副总经理和财务总监。

公司党委书记、董事长王国丰，男，1962 年 4 月出生，法学博士，高级经济师。历任北京粮食集团有限责任公司党委副书记，党委书记，董事，副董事长，总经理。2010 年 12 月任北京京粮股份有限公司董事长，2014 年 6 月任北京粮食集团有限责任公司党委书记、董事长，2016 年 9 月至今任京粮控股董事，2017 年 9 月至今任京粮控股董事长，2018 年 5 月至今任公司党委书记、董事长。

公司党委副书记、副董事长、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，现任公司党委副书记、董事、总经理等职务。

截至 2018 年 6 月底，公司在职员工 48331 人，其中研究生及以上学历占 2.42%，本科及大专学历占 32.83%，高中学历占 27.84%，高中以下学历占 36.91%；30 岁以下占 32.88%，30~50 岁占 43.03%，50 岁以上占 24.09%。

总体看，公司高级管理人员整体素质较高，具备多年的行业经验，有利于公司的长远发展；公司员工岗位、学历及年龄构成较合理，能够满足目前生产经营需要。

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持续支持。近年来，北京市国资委及北京市财政局多次拨付预算资金和项目资金对公司进行增资。此外，近三年，公司获得政府补贴分别为 2.89 亿元、4.43 亿元和 3.83 亿元。

六、管理分析

1. 治理结构

按照《公司法》的规定，公司已初步建立了符合现代企业制度的法人治理结构。公司建立了董事会、监事会和经理层，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，经北京市国资委以书面形式授权，董事会可行使北京市国资委的部分职权。董事会职权包括决定公司的经营计划和投资方案；制订公司主营业务资产的股份制改造方案（包括转让国有产权方案）；制订公司重要子企业重组和股份制改造方案；制订公司发行债券的方案；向控股、参股企业推荐或派出股东代表、董事、监事等。董事会现由9名董事组成，设董事长1人，副董事长2人，符合章程规定。董事会下设战略与投资、审计与风险、提名等专门委员会，为董事会决策提供支持。各专门委员会由董事牵头负责。

公司设总经理，由董事会根据北京市国资委的有关规定聘任或者解聘，对董事会负责并主持公司的生产经营管理工作。

监事会由6名监事组成，其中北京市国资委派4人，公司职工代表大会选举产生职工代表2人。监事会主席人选由北京市政府任命。

2018年5月，根据中共北京市委、市政府等相关任免文件，公司重组后成立了第一届董事会和监事会。

表1 公司董事会、监事会和高级管理人员名单

姓名	职位
董事	
王国丰	党委书记、董事长
薛刚	党委副书记、副董事长、总经理
王瑶	党委副书记、副董事长
尹彦勋	董事
司京成	董事、副总经理
王立刚	董事
陈方俊	董事
穆春雨	董事
王振忠	董事

监事

刘春芳	监事
龚善	监事
刘菲	监事
郑利军	监事
雷坤石	监事
马恩	监事

高级管理人员

薛刚	党委副书记、副董事长、总经理
马辉	党委副书记
乔书征	党委常委、纪委书记
郑立明	党委常委、工会主席
李少陵	党委常委、副总经理
马建梅	党委常委、副总经理
袁浩宗	党委常委、副总经理
司京成	董事、副总经理
常毅	副总经理
赵国荣	副总经理
马俊	副总经理
耿振诚	财务总监

资料来源：公司公告

注：目前相关人员变动尚未办理工商变更登记。

2. 内部管理制度

公司为加强专业化管理，设四个专门委员会，作为董事会领导下的议事机构，即：战略与投资委员会、薪酬与绩效考评委员会、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、组织部、资本运营部、农牧管理部等18个职能部门。

公司逐步完善内控体系建设，构建了一系列管理制度和办法。公司重组后的新制度尚在制定过程中，以下为首农集团原有制度的情况。

公司实行以产权为纽带的母子公司管理体制，通过下派重要高级管理人员及财务管理人员实现对子公司的有效管控。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。

投资管理方面，公司制定了《首都农业

集团投资业务管理办法》等投资管理制度，对产业整合、企业重组以及对外投资等作出明确规定。项目管理单位应根据公司战略规划和经营计划制定本单位年度投资计划，其主要投资活动应纳入年度投资计划中，上报公司审核。对外投资由公司总部统一审批管理，对于已批准的投资项目，其投资资金支出时仍须经过公司财务管理部批准。

资金管理方面，通过财务系统垂直管理和财务人员任命权上移，公司保障了资金的统一管理。财务管理部作为公司资金管理的最高机构，对所属公司实施垂直资金管理。对所属公司财务部门涉及资金的业务和人员进行垂直管理，对所属公司资金管理相关人员的任命拥有建议权。统一协调各公司资金，财务管理部充分利用银行先进的资金汇划和资金管系统，加强公司资金系统建设。同时，定期进行所属公司的资金来源及运用情况的分析，以及融资成本、贷款分布及风险分析，为决策提供信息与支持。公司系统内融资、担保工作由财务管理部统一协调审批，未经财务管理部审批同意，任何所属公司不得擅自决定融资及对集团系统内其他公司或系统外公司提供担保。在资金管理决策和资金管理制度的基础上，公司依据资金管理制度的有关规定，建立完善的资金风险日常监控机制，包括资金周报管理机制、非现场检查、现场检查。

财务管理方面，财务管理部作为公司统一财务管理工作的执行部门。所属公司财务负责人的任命权上移到财务管理部，而不是由所属公司管理层决定。各所属公司于每年年末编制、上报下一年度的财务预算，报集团财务管理部审核，集团财务管理部根据公司整体经营计划提出调整意见，共同下达所属公司经营责任指标，年度内对各所属公司的预算执行情况和领导班子经营业绩进行阶段性考核，年底根据经营指标的完成情况对责任人实行奖惩，以保证年度预算的贯彻执

行并进行必要的执行监督。

食品安全管理方面，公司根据《中华人民共和国农产品安全法》和《中华人民共和国食品安全法》等法律法规结合公司系统食品企业的实际，制定了《北京首都农业集团有限公司食品安全管理办法》，对于食品生产、加工、销售、运输等方面进行了制度规范，包括食品入市标准，原辅料、添加剂、农业投入品标准，食品运输准入标准，进货索证索票制度、进货查验记录制度、库房管理制度、卫生管理制度、从业人员健康检查制度、食品用具清洗消毒制度、食品安全检查制度等一系列工作规范，近年来，公司未出现重大食品安全事故。

动物疫病防控方面，公司根据《中华人民共和国动物防疫法》、《重大动物疫情应急条例》、《北京市实施<中华人民共和国动物防疫法>》、《北京市防控重大动物疫病应急防控预案》等法律法规，制定了《北京首都农业集团有限公司动物疫病防控工作管理办法》，对动物疫病的预防、动物和动物产品的检疫、动物疫病的控制和扑灭以及兽医队伍建设等方面进行了制度规范，公司设立防控重大动物疫病指挥部，有关单位及其下属单位成立汇总大动物疫病防控指挥部、各规模畜禽场成立防疫领导小组，管理、防控动物疫病工作，近年来，公司未出现重大动物疫病事故。

总体看，公司制度建设较完善，但下属子公司较多且经营领域分散，增加了管理难度。2017年底，京粮集团和二商集团重组并入公司，公司规模大幅扩张，业务和管理层面的整合梳理尚需时间。

七、重大事项

1. 联合重组

2017年12月15日，北京市国资委正式宣布，对首农集团、京粮集团、二商集团实

施联合重组。首农集团更名为北京首农食品集团有限公司，将京粮集团、二商集团的国有资产无偿划转给首农集团。公司股东及实际控制人均未发生变化。

京粮集团主营业务为粮油加工和销售、粮食仓储物流、商贸物流和不动产经营等，其中，粮油加工和销售、粮食仓储物流为其收入的主要来源。截至 2017 年底，京粮集团资产总额为 262.07 亿元，所有者权益为 77.67 亿元，2017 年实现营业总收入 336.15 亿元，利润总额为 11.47 亿元。

二商集团作为以食品制造及肉类加工、现代物流、现代分销与专业市场为主导产业的大型食品产业集团，产业规模在北京国有食品企业中居于首位，旗下的“大红门”猪肉、“王致和”腐乳、“六必居”酱菜等众多知名产品在全国市场地位突出。截至 2017 年底，二商集团资产总额为 174.35 亿元，所有者权益为 63.69 亿元，2017 年实现营业总收入 372.57 亿元，利润总额为 4.52 亿元。

首农集团、京粮集团及二商集团在保障首都粮食安全、食品储备等方面均发挥着重要的战略作用，本次联合重组后，公司将在资产和收入规模上更具竞争力，同时，三个主体主营业务间的相互协同也将对整体盈利能力产生积极效应。目前，公司已收到北京市工商行政管理局核发的新营业执照，同时，根据中共北京市委组织部相关任免文件，公司重组后成立了第一届董事会和监事会。联合资信将持续关注重组事项进展。

2. 收购事项

(1) 首农股份收购樱桃谷

2017 年 7 月，公司通过首农股份对 Anatis UK Limited 进行非同一控制下企业合并，收购其 100% 股权，交易对价为 9.88 亿元，形成商誉 8.14 亿元。购买日为 2017 年 7 月 28 日，购买日至 2017 年底，Anatis UK Limited 收入为 0.66 亿元，净利润为 0.27 亿元。截至 2018

年 6 月底，Anatis UK Limited 资产总额为 62017.76 万元，净资产为 38344.73 万元，2018 年 1~6 月，实现收入 9711.48 万元，利润总额 5464.67 万元。

Anatis UK Limited 的主要经营实体为 Cherry Valley Farms Limited（以下简称“樱桃谷公司”）。樱桃谷公司成立于 1958 年，是总部位于英国的一家世界顶尖的肉鸭种繁殖和遗传基因供应公司，在英国、中国和德国拥有运营基地，国内经营实体主要为樱桃谷农场（山东）有限公司和樱桃谷农场（香河）有限公司，主要产品为祖代种鸭和父母代种鸭。

欧洲白羽肉鸭源自中国“北京鸭”，公司至今保有北京鸭原种。北京鸭 19 世纪经由美国进入欧洲，是现代白羽肉鸭的原始种源来源；现代白羽肉鸭均称为“Pekin Duck”，即北京鸭，“樱桃谷”是注册商标，而非品种名称。从 1975 年开始，樱桃谷公司开始在全球销售和推广其培育的白羽肉鸭优良品种，到 1985 年，樱桃谷凭借其育种优势，确立其在肉鸭育种的领先地位，成为全球行业第一。樱桃谷公司拥有肉鸭传统多系选育近 50 年的数据积累，在专业动物育种公司中，最早采用现代育种理论和技术，拥有连续数据积累时间最长。育种技术的领先和杰出育种团队的成就，使得樱桃谷鸭成为世界上最为成功的肉鸭品种，在生长性、繁殖率、抗病性等关键生物指标方面，综合表现大幅优于竞争品种，因此市场占有率上远远超过任何竞争对手。

樱桃谷公司的市场占有率全球第一，没有同等量级的竞争对手，其销售网络覆盖全球 25 个以上的国家和地区。樱桃谷公司是唯一在中国拥有完整种鸭繁殖能力的种鸭遗传基因公司，其独特的合资企业销售平台难以被竞争对手复制，其为中国市场提供定制产品，目前在中国市场占有率达到 80% 以上；在世界其他地区拥有超过 51% 的市场份额，

包括正在兴起的东南亚市场。

收购完成后，首农股份和中信农业产业基金管理有限公司（以下简称“中信农业基金”）将至少向樱桃谷公司派出 4 名董事对其发展战略、投资方向等进行掌控，从战略上、资源上给予全方位支持和管理，并对其中国区业务和海外业务分别进行整合，提升首农食品集团在大型畜禽业的市场地位及市场占有率，完善首农食品集团现有鸭产品产业链。

对于樱桃谷公司中国区业务，首农食品集团将加强樱桃谷的育种与公司持有的北京鸭原种的交流，扩大樱桃谷基因来源，在国内建立独立的和拥有基因技术的实验室，推动樱桃谷的育种研发团队从英国向国内转移，利用遗传基因研发的优势，整合中国各地种源，改良白羽肉鸭、蛋鸭的产品表现，加速对中国本地麻鸭产品的开发，有效增强首农食品集团在育种方面的储备及研发能力；对于樱桃谷公司的海外业务，首农食品集团和中信农业基金将利用产业优势拓展樱桃谷公司的海外业务，与首农食品集团、中信农业基金现有海外网络以及养殖、餐饮、服务等方面业务形成协同，助力樱桃谷公司海外业务量质齐增。

根据项目收购可行性研究报告，收购后的第 1~5 年 CVF HOLDING HK LIMITED 合并层面均为盈利，且逐年增加，主要系 CVF HOLDING HK LIMITED 为本次收购筹集贷款的贷款主体，贷款金额为 12.81 亿元（目前剩余金额为 7.71 亿元），贷款期限最长 7 年，前 5 年财务费用较高但逐年减少，第 6~25 年起每年利润总额约人民币 8000~11000 万元。预计收购后的 30 年内所得税前累计净现金流量 185214 万元。

公司通过本次收购获得了种鸭育种研发能力及全球领先的种鸭基因、知识产权和技术，对提高公司在育种产业的行业地位及未来盈利能力的提升具有积极意义。同时，联合资信关注到，本次交易推高了公司的负债

水平，且涉及海外并购，对公司的并购整合能力及管理能力的提出挑战。

（2）三元股份收购 St Hubert

2017 年 7 月，三元股份第六届董事会第十一次会议审议通过了《关于联合竞购 Brassica Holdings 股权交易方案的议案》等相关议案。

Brassica Holdings 全资持有法国 St Hubert 100%股权。法国 St Hubert 公司成立于 1904 年，具有 113 年的历史，位于法国东北部。St Hubert 主要产品为健康黄油涂抹酱系列及植物酸奶、饮料、甜品、水果混合产品等。该公司技术研发及创新实力雄厚，拥有多项专利技术，以健康和功能为理念进行产品设计和应用，旨在推动新营养产品和健康生活，在行业内具有重要地位。根据瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）依据中国会计准则出具的鉴证报告，截至 2017 年 3 月底，Brassica Holdings 资产总额为 5.14 亿欧元，净资产为 1.92 亿欧元，2017 年 3 月底前的 12 个月实现收入 1.26 亿欧元，净利润 0.15 亿欧元。

交易架构及对价：三元股份在香港设立特殊目的公司（“SPV”），与上海复星高科技（集团）有限公司（以下简称“复星高科”）、上海复星健康产业控股有限公司（以下简称“复星健控”）共同认购其关联方在卢森堡设立的 SPV 公司（以下简称“SPV（卢森堡）”）发行的股份。发行后三元股份持有 SPV（卢森堡）49%股份，复星高科、复星健控分别持有 SPV（卢森堡）45%、6%股份。SPV（卢森堡）将联合 St Hubert（Brassica Holdings 100%控股的经营实体）管理层共同出资至复星国际有限公司已设立的法国子公司 HCo France（以下简称“合营公司”）。上述出资完成后，SPV（卢森堡）、St Hubert 管理层共计持有合营公司 100%股权。合营公司拟以约 6.25 亿欧元（不包括交易成本）的价格收购

Brassica TopCo 100%股权（由 Montagu IV Coinvest 1 LP、Montagu IV FPCI 及 10 位个人股东持有）、PPN Management 100%股权（由 Brassica TopCo 及 9 位个人股东持有），从而间接收购 Brassica Holdings 99.93%股权，并偿还部分公司贷款；及在 FCPE St Hubert 根据《股权转让协议》条款出售股权条件下，收购 FCPE St Hubert 直接持有的 Brassica Holdings 0.07%股权（以下简称“本次交易”）。

收购资金来源：三元股份同意合营公司申请 26000 万欧元高级定期贷款 B（期限 7 年）、1000 万欧元高级可循环信用贷款（期限 6 年），其中，定期贷款 B 用于：①支付部分收购对价、成本、费用，②用于认购 Brassica Holdings 股份。可循环贷款将用于筹集营运资本及一般公司用途。同时，三元股份对 2015 年非公开发行股票募集资金投资项目进行如下变更：将原用于建设国家母婴乳品健康工程技术研究中心的 2 亿元募集资金变更为联合竞购 Brassica Holdings 股权项目；将部分募集资金利息及购买银行产品收益 0.91 亿元资金及截至提款日的利息收入扣除手续费后净额、购买银行产品收益用于联合竞购 Brassica Holdings 股权；三元股份全资子公司香港三元食品股份有限公司申请不超过 2.3 亿欧元的过桥贷款，贷款期限不超过 1 年，以完成收购 Brassica Holdings 股权项目，保证交割日资金支付。

2018 年 1 月 15 日，本次交易完成交割相关工作。交割完成后，在关于 SPV（卢森堡）的股东协议约定的投票授权期间（指自股东协议生效起三年，如公司运营良好，该期限可自动延期三次，每次一年），在三元股份董事席位多于复星董事席位的前提下，三元股份将对 SPV（卢森堡）实质控制，SPV（卢森堡）及其下属公司合营公司、Brassica TopCo、Brassica MidCo、PPN Management、Brassica Holdings、St Hubert 等纳入三元股份财务报表合并范围。本次交易完成后，SPV（卢森堡）

持有合营公司 98.12%股权，St Hubert 管理层持有合营公司 1.88%股权。自购买日 2018 年 1 月 15 日至 2018 年 6 月底，Brassica Holdings 实现收入 4.20 亿元，净利润 0.96 亿元。

随着中国消费者对高品质健康食品的需求日益增长，此次并购能把先进的生产工艺和新技术，及 St Hubert 健康食品（尤其是植物酸奶、植物饮料和甜点等）引入中国。此外，三元股份将通过此次并购积极推进高端健康食品行业的供给侧结构性改革，有效提升其产品力和增强国际竞争力，实现健康产业升级。此次并购符合三元股份高品质乳品及健康食品的产业定位，使三元股份成为一家受益于全球资源的领先中国乳企。同时，联合资信关注到，本次交易结构复杂，未来标的控制权可能发生变化，且交易对价高，推高了三元股份及公司的负债水平，另外，本次交易涉及海外并购，国际政治局势及当地政策、经济等因素可能会对标的整合带来影响，同时也对三元股份的管理能力提出挑战。

八、经营分析

1. 经营情况

重组前，公司营业收入来源于现代农牧业、食品加工业、物产物流业以及商贸四大板块。近三年，公司营业收入稳定增长，2017 年，公司实现营业收入 437.04 亿元，同比增长 6.18%。

分板块看，近三年，公司现代农牧业板块收入持续增长，2017 年为 60.88 亿元，同比增长 20.91%，主要系樱桃谷公司纳入合并范围及商品鸭和肉鸡销售额增加所致；食品加工板块收入持续增长，2017 年实现收入 76.55 亿元，同比增长 14.49%，主要系液态奶均价提升及南郊农场新合并子公司所致；物产物流业收入保持稳定，2017 年实现收入 107.37 亿元，同比变化不大；商贸板块收入持续增长，2017 年实现收入 192.23 亿元，同

比增长 4.75%，主要系业务规模扩大所致。

毛利率方面，近三年，公司综合毛利率保持稳定，2017 年为 11.54%。分板块来看，2015~2017 年，现代农牧业毛利率波动幅度较大，2017 年，现代农牧业毛利率为 16.60%，同比减少 7.08 个百分点，主要系豆粕、大豆及饲料价格上涨及商品猪、肉鸡、蛋鸡产品价格下降所致；近三年，食品加工业毛利率有所波动，2017 年同比下降 7.82 个百分点至 23.65%，主要系外采牛奶价格上升及固态奶产品价格下跌所致；近三年，物产物流业毛利率波动增长，2017 年同比增加 5.27 个百分点至 18.45%，主要系石油价格波动以及房地产项目结算所致；商贸板块毛利率波动增长，2017 年同比增加 0.79 个百分点至 1.26%。

2017 年 12 月 15 日，北京市国资委正式宣布，对首农集团、京粮集团、二商集团实施联合重组。2018 年，由于京粮集团和二商集团的并入，公司在原首农集团的业务板块基础上形成了新的业务板块。2018 年 1~6 月，公司通过整合形成了食品制造加工与商贸服务、现代农牧业、物产物流业和投资与资产管理四大主营业务板块。食品制造加工与商贸服务主要指乳制品、肉类、粮油、糖酒、调味品等食品加工以及粮油食品相关商贸服务，由首农集团、京粮集团和二商集团的各部分业务构成。现代农牧业主要指牛、猪、家禽养殖、饲料加工、农产品种植、水

产捕捞、城市休闲农业等，主要来自于首农集团。物产物流业主要包括房地产、仓储物流、持有型物业、城市服务业等，由首农集团、京粮集团和二商集团的各部分业务构成。投资与资产管理包括财务公司及各类投资公司的收入。

2018 年 1~6 月，公司营业收入为 521.42 亿元，同比保持稳定。从收入构成来看，同期，食品制造加工与商贸服务板块实现收入 411.14 亿元，占营业收入比例为 78.85%，为主要收入来源。2018 年 1~6 月，该板块营业收入较 2017 年同期下降 1.18%，波动幅度较小；同期，现代农牧业板块营业收入为 34.17 亿元，占营业收入的 6.55%，同比增长 3.45%；物产物流板块营业收入为 75.60 亿元，占营业收入的 14.50%，同比增长 4.05%；投资与资产管理板块营业收入为 0.50 亿元，占比很小，同比增长 43.55%，主要系下属财务公司收入增加所致。

毛利率方面，2018 年 1~6 月，公司综合毛利率为 10.01%，同比增加 1.08 个百分点。分版块来看，食品制造加工与商贸服务板块毛利率为 8.56%，较上年同期上升 1.08 个百分点；现代农牧业板块毛利率为 14.15%，较上年同期减少 1.37 个百分点；物产物流板块毛利率为 15.46%，较上年同期下降 1.62 个百分点；投资与资产管理板块毛利率为 100.00%。

表 2 公司重组前营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 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	46.39	12.46	11.02	50.35	12.23	23.68	60.88	13.93	16.60
食品加工业	64.60	17.35	24.92	66.86	16.24	31.47	76.55	17.52	23.65
物产物流业	110.28	29.62	16.65	110.89	26.94	13.18	107.37	24.57	18.45
商贸	151.06	40.57	0.78	183.51	44.58	0.47	192.23	43.99	1.26
合计	372.33	100.00	10.95	411.60	100.00	11.77	437.04	100.00	11.54

资料来源：公司提供

表3 公司重组后营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017年1-6月			2018年1-6月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
食品制造加工与商贸服务	416.06	79.69	7.48	411.14	78.85	8.56
现代农牧业	33.04	6.33	15.52	34.17	6.55	14.15
物产物流业	72.66	13.92	17.07	75.60	14.50	15.46
投资与资产管理	0.35	0.07	100.00	0.50	0.10	100.00
合计	522.11	100.00	9.38	521.42	100.00	10.01

资料来源：公司提供

注：2017年1~6月数据为追溯调整模拟数据。

首农食品集团目前正处于重组合并后的调整融合阶段，为了保证经营业务数据的可比性，以下对合并前三个主体首农集团、京粮集团和二商集团的经营情况分别介绍。

2. 首农集团经营情况

首农集团如前文所述，营业收入来源于现代农牧业、食品加工业、物产物流业以及商贸四大板块。

（1）现代农牧业

首农集团现代农牧业主要以北京三元种业科技股份有限公司（以下简称“三元种业”）和首农股份为经营主体。首农集团主要采用“公司+基地+农户”的标准化生产模式，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，覆盖种苗、饲料、养殖、疫苗等关键产业。

首农股份主要经营禽类产品，截至2017年底，首农股份资产总额为48.14亿元，净资产9.18亿元；2017年实现营业收入31.08亿元，净利润-0.13亿元（2016年为0.73亿元）。

截至2017年底，主要经营原料奶、商品猪和牛冻精的三元种业资产总额63.57亿元，净资产23.01亿元；2017年实现营业收入19.82亿元，净利润0.20亿元（2016年为0.02亿元）。

原材料采购方面，原材料以饲料、玉米、豆粕、苜蓿和大豆等为主。首农集团采用一体化管理、集中采购，灵活运用远期合同规

避价格波动，保证原材料供应。价格方面，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%。原材料到场验收合格入库后，首农集团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。公司选择质量优、信誉好的厂家直接采购，一般不通过中间商，主要原材料供应商包括北京京粮北方粮油贸易有限公司、三河汇福粮油集团饲料蛋白有限公司和北京市绿田园生态农场有限公司等。

从各主要产品产销情况来看，近三年，牛冻精的产销量均波动下降，2017年，牛冻精产量较上年增长9.84%，受市场因素影响，销量较上年下降20.00%，销售价格较上年增长23.64%，主要系产品结构变化以及运输费用增加等因素所致；近三年，商品猪的产销量持续下降，2017年，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；近三年，原料奶产销量稳定增长，2017年，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%；商品鸭产销量较稳定，2017年销售价格较上年增长7.45%；2016年，国内祖代鸡主要引种国西班牙发生禽流感疫情，相

关封关事项使得国内祖代鸡引种量大幅下滑，公司2016年肉鸡产销量随之大幅下滑。2017年，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%；2017年，蛋

鸡产销量均较上年下降54.63%，主要系市场需求量下滑所致，销售价格较上年小幅下降。首农集团现代农牧业各类产品均保持较高产销率。

表4 首农集团现代农牧业主要产品产销量情况

指标名称		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-6 月
牛冻精	产量(万剂)	270.82	207.52	227.94	89.06
	销量(万剂)	247.18	235.26	188.21	69.37
	均价(元/剂)	21.34	21.15	26.15	31.32
商品猪	产量(头)	61391.00	53194.00	51988.00	30016.00
	销量(头)	61391.00	53194.00	51988.00	30016.00
	均价(元/头)	974.13	1246.00	994.13	807.88
原料奶	产量(万公斤)	36519.34	39807.98	41143.66	21966.27
	销量(万公斤)	35617.22	38070.07	39291.67	21365.19
	均价(元/公斤)	3.83	3.55	3.64	3.54
商品鸭	产量(万对)	479.60	616.56	618.05	293.24
	销量(万对)	541.65	658.73	654.73	310.39
	均价(元/对)	97.52	82.92	89.10	92.08
肉鸡	产量(吨)	117460.99	51904.00	62277.05	26343.23
	销量(吨)	122612.77	51252.00	61290.66	29559.24
	均价(万元/吨)	1.17	1.25	1.17	1.27
蛋鸡	产量(万只)	17068.40	18954.00	8600.00	9604.30
	销量(万只)	16533.00	18954.00	8600.00	9604.30
	均价(元/只)	2.58	3.00	2.88	3.00

资料来源：公司提供

注：公司商品鸭和肉鸡产量小于销量是由于上述产品有少量外购产品。

总体看，首农集团现代农牧业经营规模稳定增长，受市场需求影响，不同农牧产品销量和均价涨跌不一，整体销售情况较为稳定。

（2）食品加工业

首农集团食品加工业的主要经营主体为下属上市公司三元股份，三元股份建成了国内领先的液态奶、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。冰淇淋板块在北京、上海和新西兰地区设立三个工厂。

截至 2017 年底，三元股份的资产总额为 76.29 亿元，所有者权益为 50.47 亿元；2017 年实现营业收入 61.21 亿元，利润总额为 0.94 亿元。

截至 2018 年 6 月底，三元股份的资产总额为 139.74 亿元，所有者权益为 58.58 亿元；2018 年 1~6 月实现营业收入 37.95 亿元，同比增长 22.85%，利润总额为 1.16 亿元，同比增长 109.02%。

2017 年，三元股份联手其关联方对法国领先健康食品品牌 St Hubert 公司进行收购，引进健康有机产品，丰富其产品线，树立高

端品牌形象，丰富了对海外企业的管理经验和国际运营能力。2017年6月，三元股份以2629.52万元收购了关联方持有的唐山三元食品有限公司（以下简称“唐山三元”）70%的股权，唐山三元与河北工业园一并成为公司婴幼儿配方奶粉生产基地。

首农集团食品加工板块主要产品分为液体乳、发酵乳、乳饮料、奶粉、奶酪、冰淇淋等几大产品系列。按照产品的形态划分，可分为液态奶和固态奶两大类，其中液态奶主要包括牛奶、酸奶等产品，固态奶主要包括奶粉、冷饮、干酪等。

品牌方面，三元股份目前已经拥有了“三元”、“燕山”、“绿鸟”、“雪凝”、“八喜”等著名商标。同时，三元股份为历届全国两会等中央及北京市重大政治活动、经济文化大型活动的乳品供应商，在北京市场品牌知名度较高。

食品加工业务原材料包括牛奶、糖、包材等，其中牛奶的采购金额占比较大，大宗物资基本由公司统一采购，小宗物资由各工

厂自行采购。其中牛奶按照采购渠道分为对内采购和对外采购，对内采购指在首农食品集团系统内进行牛奶采购，主要供货商为三元种业。内部采购结算方式主要为按月结算。对外采购主要是通过各生产基地周边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，同时三元股份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，牛奶自给率有所波动，2017年，牛奶自给率达45.13%，较上年下降3.41个百分点。截至2017年底，三元股份主要供应商三元种业的奶场奶牛总存栏数近8.5万头，其中产奶的牛的数量为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3540.89元/吨，较上年小幅上涨5.70%。

表5 三元股份采购情况

指标名称		2015年	2016年	2017年	18年1-6月
牛奶	对内采购(万吨)	20.41	25.21	25.78	15.54
	对外采购(万吨)	24.29	26.73	31.34	14.46
	对外采购均价(元/吨)(不含税)	3464.40	3349.32	3540.89	3491.30
	自给率(%)	45.66	48.54	45.13	51.80
奶场	产奶的牛的数量(头)	40123.00	40577.00	44894.00	44376
	产奶量(吨/每头每年)	9.95	9.98	9.72	10.02

资料来源：公司提供

注：奶场情况为三元种业的奶场资源情况。

销售方面，三元股份主要销售区域仍以北京为主，京外市场以河北为主，其中低温奶在北京市场的占有率约为50%。销售渠道包括经销商、商场超市、送奶大户和餐饮客户等，以经销商和商场超市为主。结算方面，与经销商一般按出厂价格结算，其中出厂价格根据当期产品生产成本制定，采用全额预

收款形式销售；与商场超市一般按市场行情定价，采用支票进行结算，通常账期不超过2个月。2016年，固态奶产销量同比均大幅上升，销售均价同比有所下降，主要系固态奶包含艾莱发喜的冰淇淋等产品，艾莱发喜相关产品售价较低所致；液态奶产销量同比保持相对稳定，销售均价略有下降。2017年，

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。其中，2017 年冰激凌产量为 10.48 万吨，销量为 10.70 万吨，产销率

为 102.11%。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%。受产能限制，液态奶及固态奶均有部分外采。

表6 首农集团食品制造业的销售情况

指标名称		2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1-6 月
固态奶(奶粉、冷饮、干酪)	产量(万吨)	3.48	12.39	13.09	8.19
	销量(万吨)	4.04	13.35	12.89	8.06
	销售均价(元/吨)(不含税)	29493.69	17264.14	17155.12	15914.16
	产销率(%)	116.09	107.68	98.50	98.41
液态奶(牛奶、酸奶)	产量(万吨)	40.68	41.08	40.91	22.54
	销量(万吨)	43.12	44.56	42.99	24.85
	销售均价(元/吨)(不含税)	7445.20	7395.93	7992.42	7998.13
	产销率(%)	106.00	108.48	105.09	110.25

资料来源：公司提供

注：产品销量中包含外购产品。

(3) 物产物流业

首农集团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，其中石油销售和房地产业是公司物产物流业的主要构成部分，2017年收入占该板块的比重分别为43.67%和35.93%。

首农集团房地产业务主要的经营主体包括西郊农场的下属子公司—北京市安达房地产开发公司，南郊农场的下属子公司—北京市三元德宏房地产开发有限公司和北京龙冠房地产开发有限责任公司等。首农集团房地产的发展重点为：按照中央和北京市政府关于大力推进保障性住房建设的有关要求，从事保障性住房的开发建设。

保障房建设模式方面，首农集团采取北京市保障型住房建设投资中心购买、政府配售或二者相结合的模式。首农集团利用自有农用地和建设用地建造住房，其中农用地开发相关流程为：规划调整—土地预审—立项—按相应政策供地—建设。一种模式由北京市保障型住房建设投资中心与首农集团签订

协议对保障房进行收购，首农集团保障房项目全部使用自有资金进行建设，不进行银行贷款，项目资金包括首农集团自有资金及保障房购买方—北京市保障性住房建设投资中心按工程进度支付的购买款。另一种模式为政府配售模式，即政府只对购房者进行购房资格审定，不支付任何相关款项，由购房者直接支付，首农集团按政府限定的价格将房屋出售给合格购房者，全部使用自有资金建设，政府不配贷款；第三种模式为购买加政府配售相结合。保障房项目投入列入开发成本，与一般商品房开发企业相同。

截至 2017 年底，首农集团拥有土地 773 宗，土地面积合计 6759.58 万平方米，其中北京市内 744 宗，土地面积合计 6528.55 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，首农集团土地、房产仍存在一定的拆迁可能性，首农集团获得土地补偿款利得具备一定的可持续性。截至 2017 底，首农集团已建成保障房 15191 套，包括公租房 4439 套（面积约 23.95 万平方米）、经济适用房 1537 套（面积约 7.95 万平方米）、限价房 4777 套（面积约 36.74 万平方米）。

近三年，首农集团房地产业务分别实现收入 47.84 亿元、48.25 亿元和 38.58 亿元，2017 年收入较上年下降 27.94%，主要系结算面积以及结算项目差异所致。截至 2018 年 6 月底，首农集团已竣工未完成结算的项目主

要有七个，均位于北京，完成投资 54.57 亿元；上述项目累计实现销售套数 8653 套，销售面积 87.29 万平方米，实现销售额 58.97 亿元，上述项目基本销售完毕。

表7 截至2018年6月底首农集团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	自住房（朝阳区崔各庄乡来广营北路二类居住用地项目）
建设情况	规划住宅套数（套）	1371	1058	1098	3143	1296	759	1041	2386
	规划商业套数（套）	39	56	73	--	5	22	--	--
	建筑面积（平方米）	154059	194093	117497	231848	147812	75639	103496	229740
	完成投资（万元）	43572	80781	33203	169000	69702	55000	94471	435000
销售情况	销售套数（套）	1369	924	1157	3143	1296	709	979	2386
	销售面积（平方米）	137051	113143	109167	231848	147812	54839	79077	207764
	销售额（万元）	54921	89956	28660	174668	98000	52057	91464	455000

资料来源：公司提供

在建房地产项目方面，截至 2018 年 6 月底，首农集团在建项目计划总投资合计 531.07 亿元，已完成投资 189.87 亿元，未来尚需投资 341.20 亿元，首农集团保障房项目投资规模大，全部使用自有资金进行开发，首农集

团面临较大的资本支出压力，但考虑到首农集团每年可从政府获得的土地补偿款和部分保障房的购买款，首农集团资本支出压力处于可控区间。

表8 截至2018年6月底首农集团在建房地产项目情况（单位：平方米、万元）

序号	子公司	项目名称	类别	建筑面积	总投资估算	已投资金额	预计竣工时间	总可售面积	已售面积
1	北郊	北七家镇 R2 二类居住、C2 商业金融、U21 公共交通、R54 中小学校、R53 托幼等用地	自住房	621321.21	791958.00	680335.00	2018	428151.67	406229.27
2		明天广场	办公/商业服务业	97987.00	83676.00	28439.00	2019	--	--
3	双桥	暖山金域城	商品房	336613.00	156000.00	85158.43	2020.7	336613.00	69868.73
4	东郊	朝阳区奶子房牛场 55/45 保障房项目	商品房/保障房	748200.00	900000.00	275000.00	2020.10	548000.00	--
5		张家口市高新区上小站旧村改造项目	棚户区改造	1150000.00	632194.00	162268.55	2020	911633.75	357839.92
6		东郊农场保障房项目	限价房	764251.00	733176.00	381318.00	2020.12	466737.00	--
7		宜兴清华科技园配套工程项目	商业住宅	80921.20	42425.03	28858.06	2018.10	58906.38	13704.03

8		宜兴清华科技园项目	科研办公	147374.88	115741.00	25598.67	2018.12	--	--
9		宜兴清华科技园二期配套工程项目	商业住宅	108152.80	68695.48	8211.40	2019.12	--	--
10		宜兴清华科技园二期项目	科研办公	206272.70	145885.15	9382.96	2021.6	--	--
11		融坤养老中心项目（地坛项目）	养老设施	76362.90	77935.50	28709.00	2019.6	--	--
12		海淀上庄 N35\N46 地块	定向安置房	340459.00	200000.00	55672.34	2019.12	248425.89	--
13	西郊	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	363228.33	420000.00	47586.00	2019.12	317440.24	--
14		西郊农场-首农信息-中关村移动智能服务创新园	科技园区	346448.00	559000.00	16900.00	2020.6	211475.00	--
15	南郊	南郊农场棚户区改造安置房及配套幼儿园	安置房	91704.00	280000.00	34367.00	2020.12	87194.00	--
16		黄村镇 DX00-0103-1304 地块共有产权房项目	共有产权房	36524.00	104000.00	306.00	2021.5	35600.00	--
合计				5515820.02	5310686.16	1898713.41	--	--	--

资料来源：公司提供

注：总可售面积无数据项目为可售面积暂未确定。

首农集团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 6 月底，三元石油共经营 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，其中北京有 22 座自有和 1 座合作，主要分布在北京市的朝阳、大兴、密云、丰台、海淀及房山，河北承德有 10 座加油站。2017 年，该板块实现营业收入 46.89 亿元，较上年有所增长。

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。2017 年，物产业务实现营业收入为 15.23 亿元，同比大幅增加。

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，目前首农集团拥有仓储物流企业 11 家，库房 39 万平米，2000 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。2017 年，物流业务实现营业收入为 5.27 亿元，同比保持稳定。

（4）商贸

首农集团商贸板块主要经营主体为上海首农投资控股有限公司（以下简称“上海首农”）、北京首农食品经营中心、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。近三年，上海首农主要以燃料油和农产品等贸易为主，并按照上海首农的发展规划逐步向农产品倾斜，采用以销定采模式。根据下游客户具体需求，运用股东在国内大宗商品交易市场的地位进行询质、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。目前，首农集团商贸板块不存在集团内部销售或采购情况。

表 9 2015~2017 年上海首农主要贸易产品

（单位：万吨、元/吨）

时间	产品	采购量	销售量	采购均价	购销价差
2015 年	高粱	137.55	137.55	1830.25	0.81
	大麦	104.45	104.45	1607.08	0.69

	白砂糖	76.78	76.78	4405.61	15.17
	轻质船用燃料油	73.82	73.82	4471.20	54.39
	燃料油	36.84	36.84	4760.38	70.87
2016年	白砂糖	172.06	172.06	4673.98	3.70
	轻质燃料油	170.15	170.15	3715.43	26.87
	高粱	60.50	60.50	1553.61	0.78
	棕榈液油	14.79	14.79	5660.44	15.69
	轻质船用燃料油	4.63	4.63	4132.17	88.14
2017年	轻质船用燃料油	193.67	193.67	4069.48	30.59
	一级白砂糖	109.82	109.82	5408.84	4.50
	棕榈油	31.82	31.82	5259.67	12.94
	菜油	24.96	24.96	5775.85	12.69
	大豆油	21.85	21.85	5327.29	5.91

资料来源：公司提供

首农集团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。首农集团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。首农集团主要通过在国内石油及化工领域的供应商处采购，采购区域主要是上海、福建等。

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。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。销售主要通过内贸农产品和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、江苏和山东等，前五大客户销售占比为 32.49%。

表 10 2017 年首农集团商贸板块前五大客户情况
(单位：亿元、%)

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	16.34	8.50	农产品：白砂糖、棕榈油、大豆油
易可达贸易（上海）有限公司	15.59	8.11	
思玥贸易（上海）有限公司	12.65	6.58	
山东又夏国际贸易有限公司	9.12	4.75	燃料油
江苏思皓国际贸易有限公司	8.75	4.55	农产品：白砂糖、棕榈油、大豆油
合计	62.46	32.49	--

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。

首农集团商贸板块业务与上下游结算均有一定的账期，但由于首农集团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。

3. 京粮集团经营情况

京粮集团以粮油加工及销售、粮食贸易与物流、商贸物流和不动产经营为四大主营业务板块，逐步建立起以粮食产业体系运行链为基础，以商贸物流和不动产经营为推动力，以互联网平台、京津冀协同发展平台和国有资本投资运营平台为协同的“一链两翼三平台”的产业格局。

表 11 京粮集团营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年 1-6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
粮油加工及销售	197.87	58.92	11.42	102.45	55.40	6.31
粮食贸易与物流	108.52	32.32	3.64	70.90	38.34	4.19
商贸物流	25.36	7.55	7.35	9.14	4.95	5.39
不动产经营	4.06	1.21	67.19	2.42	1.31	71.30
合计	335.82	100.00	9.27	184.91	100.00	6.30

资料来源：公司提供

2017年，京粮集团营业收入为335.82亿元，同比增长19.31%。粮油加工及销售和粮食贸易与物流是重要的收入来源。分板块来看，2017年，粮油加工及销售业务收入为197.88亿元，同比上升14.53%，主要是受京粮控股和玉米深加工板块企业收入增加影响，营业收入大幅上升所致，该板块毛利率为11.42%，同比增长2.58个百分点；粮食贸易与物流业务实现收入108.52亿元，同比大幅增加52.09亿元，主要是京粮集团经营规模扩大所致，受成本上升影响，毛利率同比下降8.42个百分点；同期，商贸物流板块营业收入同比下降34.40%，主要是受“三去一降一补”的供给侧结构性改革政策影响，经营规模有所下降，但毛利率同比增加5.22个百分点；不动产经营板块收入同比变化不大。

2018年1~6月，京粮集团营业收入为184.91亿元，同比增长22.47%，毛利率为6.30%。2018年上半年，粮油加工及销售及商贸物流板块毛利率有所下滑，主要系随着年度经营计划实施，为确保年度经营目标，上半年各项经营投入较大，下半年前期投入逐步见效，毛利率将回升。

(1) 粮油加工及销售

京粮集团的粮食加工销售业务板块主要由京粮控股、北京古船米业有限公司（以下简称“古船米业”）、北京古船食品有限公司（以下简称“古船食品”）、山东福宽生物工程有限公司、北京京粮绿谷贸易有限公司和山东京粮兴贸贸易有限公司（以下简称“京

粮兴贸”）等经营，主要从事油脂、大米、面包、薯类、糕点、淀粉、淀粉糖等产品的生产、加工和销售。

在原材料采购方面，粮油加工业务板块每年采购的原粮数量较大，采购渠道一般分为三类，一是从粮油市场上直接购买；二是参与国储粮交易的招投标；三是在粮食产区直接从农民手里购买。按品种分类，大米加工所需稻谷采购情况：目前京粮集团主要通过粮油市场上直接购买的渠道采购较多，占京粮集团总采购额的90%以上，采购定价基本市场化，结算方式以现款现货为主。面粉加工所需小麦通过竞拍、中国储备粮管理总公司（以下简称“中储粮”）、供应商及自主收购等渠道采购，市场竞价，其中竞拍和中储粮为预付款、需承担运费，供应商为先货后款、自主收购为现款现货、均为到厂价。油脂加工所需进口大豆主要是通过中储粮油脂有限公司代理采购或向其采购轮换大豆，市场定价、全部先款后货结算，运费由供应商承担。玉米深加工所需玉米主要自主收购，供货方承担运费。

原材料成本在粮油食品加工企业的总生产成本中所占比重较高，近几年受国际粮价以及我国粮食托市收购价格不断提高的影响，粮食价格总体呈现上涨态势。京粮集团原材料供应渠道多样，随着粮源基地建设的不断推进，一手粮源在原材料采购中的比重持续提高，便于为京粮集团粮油食品加工业提供质优价廉的原材料。

表 12 京粮集团产能产量情况（单位：万元、%）

产品	截至2018年6月底产能	产品	产量（吨）		销售量（吨）		销售均价（元/吨）	
			2017年	2018年1-6月	2017年	2018年1-6月	2017年	2018年1-6月
小麦	日处理小麦 2800 吨	面粉	313187	139460	313187	136054	3437	3414
稻谷	日加工稻谷 1150 吨	大米	62610	20705	54303	40511	5065	4902
油脂	日精炼能力 1540 吨，日灌装能力 1700 吨	油脂	413586	155999	258345	95781	6409	5735
面包	日生产面包 70 多万个	豆粕	787867	346040	790047	332614	2963	3041
果糖	年产 15 万吨	果糖	50421	31176	25000	31239	1973	2175
淀粉	年产 129 万吨	淀粉	128740	440107	45700	373178	1835	2065

资料来源：公司提供

京粮集团的面粉主要由北京古船食品有限公司生产，其产能利用率为64%；大米主要由北京古船米业有限公司生产，大米板块的产能利用率约为42.25%。全国面粉和大米行业的产能利用率整体偏低，主要是由于国内长期存在的稻强米弱、麦强面弱的现状挤压大米和面粉加工企业利润，加之产业链较短，物流成本上升、进口竞争加大等原因导致。随着京粮集团龙江玉米深加工项目建成投产，2018年上半年淀粉产销量大幅提升。

产品销售方面，京粮集团产品主要以超市和行业大客户销售为主，产品按照市场定价，与行业大客户结算模式主要为现款现货，赊销主要是对超市客户、机关团体的销售，京粮集团的赊销比例约占销售规模的30%左右，与超市客户的结算模式一般在商品发出后60天内进行资金结算。目前，京粮集团在北京地区的销售占销售总额的70%，外埠销售占30%，其中油脂以外埠销售为主，占比77%。

(2) 粮食贸易与物流

京粮集团粮食贸易与物流业务主要由下属的北京市西南郊粮食收储库（以下简称“西南郊粮库”）、北京京粮顺兴粮油公司（以下简称“顺兴粮油”）、北京市源益盛粮油总公司、北京京门良实国有资产经营管理公司、北京市平谷粮油工贸总公司、北京市延庆粮油总公司、北京市通州区粮油贸易公司、北京市南郊粮食收储库等经营。京粮集团粮食贸易与物流板块建立了粮源采购、储备物流、加工生产、市场网络四大体系，并建立了中央和地方储备粮收储轮换业务。

粮食采购方面，京粮集团粮食贸易采购主要为国内采购，品种主要为稻谷、小麦、玉米和油料。粮食贸易规模总体呈增长态势，2017年采购总量为1049.07万吨，其中小麦和玉米采购量较大。京粮集团粮食贸易的采购渠道主要有两种，一是从农户手里直接进行收购，京粮集团建立起遍布东北、华北和长江三角洲等粮食核心主产区的粮源基地，其

中自有产权基地19个，辐射近200个收购网点，年收购一手粮源700万吨以上，占年收购量的70%以上；二是从粮食购销企业购进，其在京粮集团原粮采购总量中占比约为20%。采购定价方面，完全市场化；京粮集团从农户采购一般为现款现货交易，从粮食购销企业采购以现款现货为主，部分合作紧密供应商可提供赊销，京粮集团在采购旺季也有部分预付账款锁定采购量。

粮食存储方面，京粮集团是华北地区最大的粮食企业，截至2018年6月底，京粮集团在外埠购置的自有产权基地数量是19个，京粮集团拥有自有产权粮库103个，自有产权粮库有效仓容达到了513万吨。

粮食销售方面，京粮集团粮食贸易主要以内销为主，出口贸易规模很小，贸易品种主要为稻谷、小麦和玉米。

表 13 京粮集团主要贸易品种销售情况

(单位：万吨)

品种	2017 年	2018 年 1-6 月
小麦	141.52	37.77
稻谷	45.76	16.44
玉米	802.55	428.21
其他	34.26	17.50
合计	1024.09	499.93

资料来源：公司提供

此外，京粮集团担负着部分中央和北京市政策性粮油储备及代理轮换职能，并能够获得相应补贴。截至2018年6月底，京粮集团共承担中央储备、北京市级储备和区、县级储备总计约330万吨，其中中央储备粮每年存费收入86元/吨，地方储备粮每年存费收入120元/吨、140元/吨，每年可以获得稳定的储备收入。

4. 二商集团经营情况

近年来，二商集团形成了以现代分销与专业市场、食品加工制造业、现代物流业为

主导的产业链条，主要生产经营猪肉、牛羊肉及其制品，禽蛋制品，海鲜及制品，糖、酒、烟、茶、腐乳、酱油、食醋、调味品、糕点、水果、蔬菜、酱菜、豆制品、饮料、冷藏设备等20多个大类万余种商品。

此外，二商集团涉及房地产开发和物业经营管理业务，拥有二商怡和大厦、北新大厦、商厦大厦、阜城大厦、王府井富豪宾馆等一批写字楼及酒店宾馆，为公司的发展提供了强有力的支撑。

表 14 二商集团营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年 1-6 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
现代分销与专业市场	112.71	31.05	6.08	65.04	35.87	7.06
食品加工制造业	196.47	54.13	4.90	85.56	47.19	6.66
现代物流业	48.35	13.32	4.47	27.94	15.41	4.76
其他	5.44	1.50	32.72	2.77	1.53	31.77
合计	362.97	100.00	5.62	181.31	100.00	6.89

资料来源：公司提供

注：其他收入主要包括物业、食品研发、教育等方面。

2017年，二商集团主营业务收入为362.97亿元，分业务板块来看，食品加工制造业务收入为196.47亿元，毛利率为4.90%，是二商集团收入和利润的最主要来源；现代分销与专业市场板块的营业收入为112.71亿元，同期，现代物流业营业收入为48.35亿元。

2018年1~6月，二商集团营业收入为181.31亿元，毛利率为6.89%。

（1）现代分销与专业市场板块

现代分销与专业市场业务主要来自于二商集团下属子公司北京糖业烟酒集团有限公司（以下简称“糖酒公司”）、北京水产有限责任公司、北京二商京华茶业有限公司和北京大红门京深海鲜批发市场有限公司。其中现代分销业务以经营糖、酒、烟等商品销售为主，业务主要来源于糖酒公司。糖酒公司是一家以现代分销为主营业态的中华老字号企业，也是二商集团最具经营实力的下属企业之一。

表 15 近一年及一期糖酒业务营业收入情况
（单位：亿元、%）

业务类别	2017 年度		2018 年 1-6 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
食糖	44.94	1.33	25.22	1.41

酒类	47.34	9.92	28.33	10.59
烟类	0.16	12.9	0.06	15.22
食品	5.23	4.09	2.97	3.16
饮料	4.6	4.27	1.83	3.15

资料来源：公司提供

糖业方面，糖酒公司从工业糖及食用糖生产商批量进货后，将其转售为其他用糖企业（如食品、饮料、医药企业）、商场、超市等，以赚取中间差价为主。

酒业方面，糖酒公司主要通过总经销、总代理、分销等经营方式，与全国或区域性各类知名酒厂供应商建立合作关系，经营国家各类名白酒、各种洋酒及地产酒。销售收入主要来自茅台和五粮液。

在专业市场业务方面，二商集团先后投资近10亿元，建成了西南郊肉类水产品市场、四道口水产市场、北水嘉伦水产品市场、大红门京深海鲜市场、蓝丰五色土农副产品市场、京华茶叶市场，北京国际茶城等一批专业市场，这些专业市场已经成为国内北方肉类、水产品、农副产品、茶叶等商品的重要集散地。2017年，二商集团8家专业市场营业面积约20.90万平方米，在北京市场竞争优势较强，拥有摊位近3800个，出租率达90%，交

易量108.90万吨，交易额199.50亿元。二商集团以摊位出租为主，收取租金，受三公消费减少的影响，部分市场租金给与一定折扣，租金收入有所下降，但各市场整体出租率仍保持在90%以上，收入较为稳定。

（2）食品加工制造板块

肉类屠宰加工业务

肉类加工板块业务来自二商集团下属子公司北京二商大红门肉类食品有限公司（以下简称“大红门公司”）和北京月盛斋清真食品有限公司（以下简称“月盛斋公司”），主要经营肉类制品销售及仓储等业务。

大红门公司主要产品有生、熟肉制品两大类，生肉制品以白条肉、冷却排酸肉及分割肉为主，熟肉制品以酱卤类、灌制类、火腿类、熏烤类为主。

原材料采购方面，大红门公司生猪的采购主要来自于辽宁、黑龙江、河南及河北等省。生猪采购按照生猪屠宰后的等级不同支付供应商不同的货款。销售方面，大红门公司生产的白条肉的销售渠道主要是市批、商超、外埠等，目前市批和商超占总销量的60%以上。

月盛斋公司是北京市目前唯一一家专营清真肉食品的国有控股企业，主要经营牛羊肉加工和销售。2008年，月盛斋品牌的酱烧牛羊肉制作技艺被列入国家级非物质文化遗产。

食品制造业务

二商集团食品制造业务主要来自于北京二商食品股份有限公司（以下简称“二商股份”）、北京六必居食品有限公司（以下简称“六必居公司”）、北京二商金狮龙门食品有限公司（以下简称“金狮龙门公司”）和北京二商希杰食品有限责任公司（以下简称“二商希杰”），主要经营产品包括腐乳、料酒、酱菜、酱油、食醋、糕点、豆腐、豆制品等食品。二商集团所生产商品通过商超和外埠方式按照市场价格对外销售，企业结算方式

均以电汇为主，在企业发货后进行结算。

二商股份目前拥有以生产腐乳为主的“王致和”和以生产糕点面包为主的“宫颐府”两大品牌。2018年1~6月，二商股份实现销售收入6.37亿元。

六必居公司是以农产品大豆、小麦及各类蔬菜为主要加工原料的生产酱腌菜、酱类调味品的专业化公司，自2013年整合了金狮龙门公司业务后，还拥有中华老字号“金狮牌酱油”和“龙门牌食醋”。

二商希杰是由二商集团和韩国CJ集团于2007年3月合资兴办的豆制品制造公司，是北京市唯一一家专业化生产豆腐和豆制品的老字号企业，拥有“白玉牌”豆制品，包括8个系列103个品种，主要销往北京、天津、河北等地区。2017年度和2018年1~6月分别实现销售收入3.32亿元和1.74亿元。

5. 经营效率

近三年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数均有所增长，2017年分别为14.01次、2.15次和0.67次。整体看，公司经营效率较高。

6. 未来发展

公司未来三年将全面落实北京市委市政府和市国资委的战略意图，在打造资本投资运营公司上积极探索，努力形成企业重构、资源共享、资产整合、品牌带动、管理科学的发展新格局。为此公司将进一步推进农垦改革发展，推动垦区集团化、农场企业化改革，促进农场转型升级，稳健推动土地资源资产化和资本化；努力构建“高精尖”经济结构，进一步发挥畜禽良种研发优势，积极创建国家级生物育种科技创新平台，对标国际一流食品企业，在全球范围内开展产业布局 and 资源配置；将深入推进供给侧结构性改革，抓住市场机遇，唤醒老字号品牌的生命力，主动适应个性化、多样化的消费需求和民生需

求，把安全、绿色和生态放在更加突出的位置，努力满足消费者对美好生活的需求。

公司将积极适应重组整合要求，加强资源优化配置，继续按“稳中求进、两线运作、条块结合、统筹安排、协调推进”的基本工作思路，相互支持，相互配合，相互信任，相互补位；将确保疏解整治落到实处，确保完成拆除违法建设、城乡结合部重点地区综合整治、疏解区域性专业市场、清理整治地下空间、整治占道经营无证无照经营和开墙打洞、棚户区清理改造、疏解退出中心城区企业等 7 个大项的任务稳步推进；将确保重

点项目取得新进展，加快推进京津冀区域农产品供应网络一体化和菜篮子、米袋子、奶瓶子、肉案子外埠基地建设，推进京粮集团大数据、光伏发电、冷链物流、精品酒店、生活性服务业等项目落地，抓好保障性住房项目建设。

截至 2018 年 6 月底，公司重点在建项目（除房地产外）预算总额为 55.59 亿元，已完成投资 41.79 亿元，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。总体看，公司未来融资需求相对较小。

表 16 2018 年 6 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元、%）

序号	项目名称	筹资方案			投资进度		
		自筹	贷款	合计	截至 2018 年 6 月底已完成投资	2018 年剩余投资	2019 年 -2021 年
1	集团办公楼	1.08	3.30	4.38	4.28	--	--
2	种业综合饲料厂	1.12	--	1.12	1.12	--	--
3	河北首农-定州园区西区项目	1.81	7.25	9.06	8.98	0.04	--
4	东郊法国学校项目	6.04	--	6.04	2.55	1.90	1.59
5	三元科技研发中心	1.71	2.60	4.31	3.20	0.50	1.42
6	南郊_职工大学_改扩建项目	3.42	--	3.42	2.52	0.90	--
7	蓝海中心科研楼	3.90	2.16	6.06	4.84	1.22	1.22
8	农产品研发及配件仓库	1.55	3.00	4.55	3.76	--	--
9	天津港首农进出口项目	1.07	1.50	2.57	2.57	--	--
10	首农供应链项目	1.00	0.80	1.80	1.80	--	--
11	九九工场-创新工场	0.83	1.70	2.53	1.56	0.05	0.70
12	龙奶园项目	1.95	--	1.95	0.29	0.60	1.76
13	石门营粮库还建工程	1.77	--	1.77	0.79	0.6	0.38
14	热电二期项目-发电项目	1.05	--	1.05	0.67	0.38	--
15	西红门科研大厦	4.98	--	4.98	2.86	0.47	1.65
	合计	33.28	22.31	55.59	41.79	6.66	8.72

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供了 2015~2017 年度合并财务报告，其中瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）对 2015~2016 年度财务报告进行了审计，并

出具了标准无保留意见审计结论；致同会计师事务所（特殊普通合伙）对 2017 年度财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2018 年上半年度财务数据未经审计。

2015 年，新纳入合并范子公司 4 家，不再

纳入合并范围子公司3家。2016年，新纳入合并范围子公司8家，因破产重组、清算或丧失控制权，北京华都肉鸡有限公司等6家子公司不再纳入合并范围。2017年，新纳入合并范围的子公司共23家，其中包括收购的樱桃谷相关公司；不再纳入合并范围的子公司6家。截至2017年底，公司合并范围内二级子公司共33家，较上年底减少2家。2015~2017年合并范围变化对公司财务数据可比性影响小。2018年上半年，京粮集团和二商集团纳入合并范围，公司规模大幅扩张，财务数据较2017年可比性较差，以模拟对比数据（资产负债表对比数据为期初数，利润表及现金流量表对比数据为模拟的上年同期数）进行对比分析为主。

截至2017年底，公司（合并）资产总额为693.85亿元，所有者权益为209.34亿元（其中少数股东权益59.95亿元）。2017年，公司实现营业收入437.04亿元，利润总额18.24亿元。

截至2018年6月底，公司（合并）资产总额为1354.88亿元，所有者权益为357.94亿元（其中少数股东权益96.91亿元）。2018年1~6月，公司实现营业收入521.42亿元，利润总额9.85亿元。

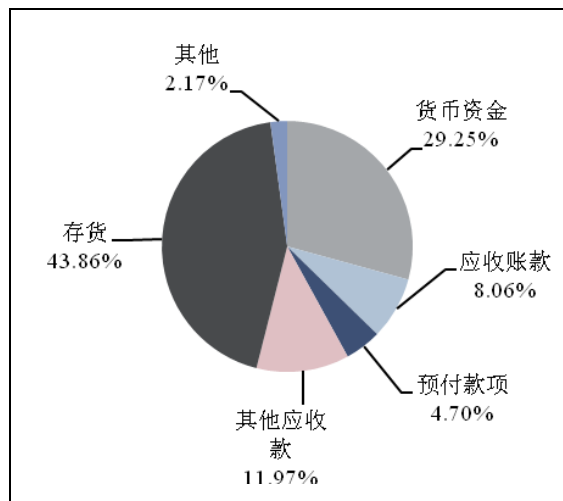
2. 资产质量

2015~2017年，公司资产总额波动增长。截至2017年底，公司资产合计693.85亿元，较上年底增长12.88%；其中流动资产占64.86%，非流动资产占35.14%，资产结构较上年底变动不大，仍以流动资产为主。

（1）流动资产

2015~2017年，公司流动资产总额波动增长。截至2017年底，公司流动资产为450.02亿元，较上年底增长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、应收账款、其他应收款和存货构成。

图8 2017年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表

截至2017年底，公司货币资金为131.63亿元，较上年底下降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。

2015~2017年，公司应收账款波动增长。截至2017年底，公司应收账款账面价值为36.25亿元，较上年底增长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。

2015~2017年，公司其他应收款分别为28.21亿元、55.11亿元和53.86亿元，截至2016年底，公司其他应收款同比大幅增长主要系原子公司不再纳入合并范围，对其往来款计入其他应收款所致。截至2017年底，公司其他应收款账面价值较上年底下降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，集中度高。截至 2017 年底，公司其他应收款坏账准备综合计提比例为 20.69%，考虑到账龄在 3 年以上的应收账款占比大，公司综合计提比例一般。

表 17 2017 年底公司其他应收款前五名情况

(单位: 亿元、%)

客户名称	账面余额	坏账准备	占比	账龄	款项性质
大连一方东港置地有限公司	23.68	5.06	35.97	1-5 年	借款
北京亿本房地产开发有限公司	10.28	--	15.61	1-5 年	借款
北京中科电商谷投资有限公司	4.50	--	6.84	1-2 年	借款
北京市大兴区南海子郊野公园管理处	3.11	--	4.73	1-3 年、3 年以上	垫付款项
北京中冠宝投资有限责任公司	2.99	--	4.54	1-3 年	借款
合计	44.56	5.06	67.69	--	--

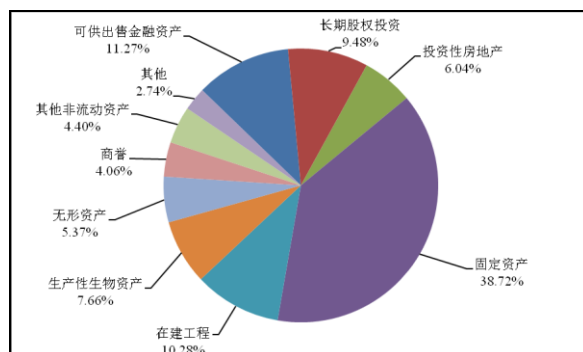
资料来源: 审计报告

2015~2017 年，公司存货波动下降。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。

(2) 非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产持续增长。截至 2017 年底，公司非流动资产总额为 243.84 亿元，较上年增长 19.34%，主要由可供出售金融资产、固定资产和在建工程构成。

图 9 2017 年底公司非流动资产构成



资料来源: 公司财务报表

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 27.49 亿元，较上年增长 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北京农村商业银行（11.65 亿元，持股 2.83%）、中粮资本投资有限公司（9.00 亿元，持股 4.63%）和国开厚德（北京）投资基金有限公司（5.00 亿元，持股 14.49%）等公司的股权投资，均以成本计量。

2015~2017 年，公司长期股权投资持续增长。截至 2017 年底，公司长期股权投资为 23.11 亿元，较上年增长 12.97%，主要系追加对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。被投资企业主要包括北京中科电商谷投资有限公司、北京麦当劳食品有限公司、北京枫树置业有限公司、北京全聚德三元金星食品有限责任公司及北京光明饭店有限公司等。

2015~2017 年，公司投资性房地产保持稳定。截至 2017 年底，公司投资性房地产账面价值 14.72 亿元，较上年增长 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。

2015~2017 年，公司固定资产持续增长。截至 2017 年底，固定资产账面价值 94.41 亿元，较上年增长 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。

2015~2017 年，公司在建工程分别为 36.25 亿元、25.74 亿元和 25.06 亿元，截至 2017 年底，公司在建工程较上年下降 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。

公司生产性生物资产主要为三元种业养殖的成乳牛。2015~2017 年，公司生产性生物资产持续增长。截至 2017 年底，公司生产性生物资产账面价值为 18.68 亿元，较上年增长 12.48%，主要系公司畜牧业规模扩大所致；累计计提折旧 5.91 亿元，累计计提减值准备 0.01 亿元。从本年减少额来看，青年牛减少 6.05 亿元，育成牛减少 4.87 亿元，犊牛减少 3.16 亿元，成乳牛减少 2.85 亿元，蛋鸡减少 3.98 亿元，肉鸡减少 0.85 亿元，北京鸭减少 0.49 亿元。

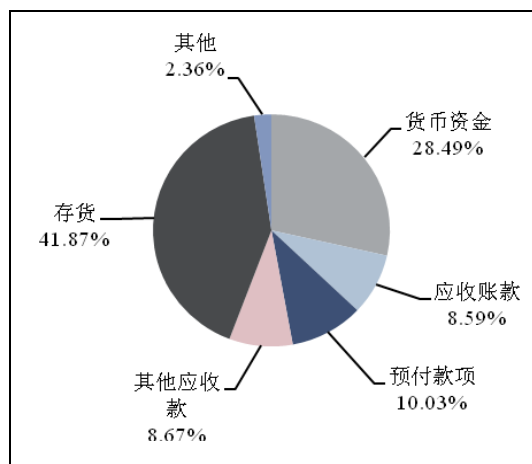
2015~2017 年，公司商誉分别为 1.32 亿元、1.48 亿元和 9.90 亿元，截至 2017 年底，公司商誉同比增加 8.42 亿元，主要系 CVF Holding UK 收购樱桃谷公司产生的商誉 8.14 亿元，未来存在一定减值风险。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 10.72 亿元，同比增加 10.42 亿元，主要系南郊安置房项目新增土地疏解腾退成本 4.76 亿元、镶白旗村安置房项目新增土地疏解腾退成本 1.08 亿元、北郊安置房项目新增土地疏解腾退成本 0.94 亿元，上述土地成本疏解腾退后将转入存货。

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；受限资产规模占公司资产总额的 4.14%，受限比例很低。

截至 2018 年 6 月底，公司资产总额为 1354.88 亿元，较期初增长 19.89%，其中流动资产占 60.80%，公司资产仍以流动资产为主，资产结构变化不大。其中，货币资金为 234.68 亿元，较期初增加 40.17 亿元，其中其他货币资金为 11.28 亿元，较年初增加 6.27 亿元；存货为 344.88 亿元，较期初增加 57.41 亿元，主要系开发成本上升；长期股权投资为 96.06 亿元，较期初增加 67.39 亿元，主要系 2018 年上半年新增对外投资及海外并购所致；固定资产净额为 193.35 亿元，较期初增加 9.28 亿元；无形资产为 63.34 亿元，较期初增加 37.22 亿元，商誉较期初增加 15.81 亿元至 39.26 亿元，主要系三元股份非同一控制下合并 Brassica Holdings 所致。

图 10 2018 年 6 月底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表

总体看，公司资产构成以流动资产为主，非流动资产占比持续提升，流动资产中以房地产开发成本为主的存货占比高，其他应收款集中度高且账龄偏长，影响了资产流动性；随着公司及下属子公司的海外并购项目落地，公司商誉及无形资产大幅增长，未来存在一定减值风险，考虑到公司货币资金较为充足，可供出售金融资产流动性强，公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

(1) 所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益为 209.34 亿元，较上年底增长 5.72%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司的权益 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%。

截至 2018 年 6 月底，公司所有者权益合计 357.94 亿元，较期初增长 2.11%；其中，实收资本为 60.21 亿元，较期初增加 32.81 亿元，资本公积为 128.61 亿元，较期初减少 37.69 亿元，主要系合并京粮集团和二商集团所致；其他权益工具为 19.82 亿元，主要由京粮集团发行的永续中期票据“15 京粮 MTN001”、“16 京粮 MTN001”和“18 京粮 MTN001”合计 20 亿元构成。截至 2018 年 6 月底，少数股东权益为 96.91 亿元，占所有者权益的 27.07%；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 23.07%，资本公积占 49.27%，二者合计占比较高，所有者权益稳定性较强。

总体看，公司所有者权益仍以实收资本和资本公积为主，权益稳定性较强。

（2）负债

2015~2017 年，公司负债波动增长，截至 2017 年底，公司负债合计 484.51 亿元，较上年底增长 16.29%；流动负债和非流动负债分别占 78.28% 和 21.72%，流动负债占比较上年下降 5.72 个百分点，仍以流动负债为主。

2015~2017 年，公司流动负债持续增长，截至 2017 年底，公司流动负债合计 379.27 亿元，较上年底增长 8.37%，主要系短期借款、应付账款和其他应付款增加所致；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，较上年底增长 60.68%，主要系公司业务规模扩大，增加对外融资及置换短期债券所致；其中保证借款占 54.95%、信用借款占 44.94%。

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，公司应付账款合计 29.69 亿元，较上年底增长 31.34%，主要系商贸板块业务规模扩大导致对上游采购增加以及房地产业务应付工程款规模扩大所致。

2015~2017 年，公司预收款项分别为 48.21 亿元、88.13 亿元和 86.14 亿元，截至 2016 年底，公司预收账款同比大幅增长 82.79%，主要系预收房款增多所致；截至 2017 年底，公司预收款项较上年底下降 2.32%；公司预收款项主要为预收售房款以及未结算合同款。

2015~2017 年，公司其他应付款持续增长，截至 2017 年底，其他应付款 124.58 亿元，较上年底增长 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。

2015~2017 年，公司非流动负债波动增长，截至 2017 年底，公司非流动负债 105.24 亿元，较上年底增长 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%）和递延收益（占 9.68%）构成。

2015~2017 年，公司长期借款波动下降，截至 2017 年底，公司长期借款 57.30 亿元，较上年底增长 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，长期借款集中偿付压力不大。

截至 2017 年底，公司应付债券余额 30.00 亿元，较上年底增加 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。

截至 2017 年底，公司递延收益为 10.19 亿元，较上年底增长 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 2018 年 6 月底，公司负债合计 996.95 亿元，较期初增长 27.88%，主要系短期借款、其他应付款和长期借款增加所致；其中流动负债占 69.05%，非流动负债占 30.95%，仍以流动负债为主；截至 2018 年 6 月底，短期借款为 297.83 亿元，较期初增加 32.71 亿元；其他应付款为 197.61 亿元，较期初增加 51.36 亿元，主要系土地拆迁补偿、暂收暂存款项及项目保证金增加所致；长期借款为 195.57 亿元，较期初增加 110.98 亿元，主要系集团调整长短期债务结构及项目并购贷款增加所致；应付债券为 52.00 亿元。

表 18 截至 2018 年 6 月底公司合并范围内存续债情况（单位：亿元）

债券简称	到期日	行权日	债券余额
17 首农 02	2022-08-10	2020-08-10	10.00
17 首农 01	2022-04-11	2020-04-11	10.00
18 首农 MTN001	2021-03-29	--	10.00
17 首农 MTN001	2020-12-18	--	5.00
16 首农 MTN001	2019-09-13	--	5.00
*16 京粮 MTN001	2021-08-11	2021-08-11	5.00
*18 京粮 MTN001	2021-04-13	2021-04-13	10.00
*15 京粮 MTN001	2020-12-14	2020-12-14	5.00
14 京粮 MTN001	2019-06-13	--	5.00
18 京粮 SCP004	2019-05-28	--	10.00
18 京粮 SCP003	2019-05-21	--	5.00
13 京粮债	2019-03-20	--	7.00
18 京粮 SCP002	2018-12-25	--	5.00
合计	--	--	92

资料来源：Wind 资讯

注：1. 加“*”为永续债；2. 永续债和超短期融资券不计入应付债券。

近三年，公司全部债务有所波动，截至 2017 年底，公司全部债务为 215.49 亿元，同比增长 27.63%，其中短期债务占 59.49%，长期债务占 40.51%；从债务指标看，资产负债率同比上升 1.88 个百分点至 69.83%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有明显上升，分别为 50.72% 和 29.43%，同比分别上升 4.71 个百分点和 8.46 个百分点。

截至 2018 年 6 月底，公司全部债务为 570.51 亿元，其中短期债务和长期债务占比分别为 56.60% 和 43.40%，短期债务占比较上年底有所下降。公司资产负债率较上年底上升至 73.58%；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至 61.45% 和 40.89%。京粮集团分别于 2015 年、2016 年和 2018 年发行了三期合计 20 亿元永续债券，纳入所有者权益核算，考虑到上述债券在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，若将其纳入长期债务核算，公司截至 2018 年 6 月底调整后全部债务为 590.33 亿元，其中短期债务占 54.70%，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 75.04%、63.58% 和 44.16%。

总体看，公司所有者权益稳定性较好；公司负债仍以流动负债为主，随着海外并购支付和房地产板块规模增长，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。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入稳定增长，2017 年，公司实现营业收入 437.04 亿元，较上年增长 6.18%；同期，公司营业成本为 386.60 亿元，同比增长 6.26%，与营业收入增幅基本一致。公司营业利润率为 10.75%，同比增加 0.22 个百分点。

期间费用方面，近三年，期间费用分别为 38.47 亿元、41.39 亿元和 41.35 亿元，2017 年，公司期间费用同比基本持平，其中销售

费用和管理费用占比高，主要由于公司经营规模逐年扩大，下属子公司较多，产业链长。2017年，公司财务费用为-0.55亿元，同比减少1.79亿元，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。整体看，公司期间费用控制能力保持相对稳定，但期间费用占比仍然较高，影响公司盈利能力。

非经常性损益方面，2015~2017年，公司资产减值损失分别为3.99亿元、7.42亿元和1.66亿元，2017年，公司资产减值损失同比减少5.77亿元，主要系当期坏账计提较少所致；近三年，公司分别实现投资收益2.96亿元、7.51亿元和3.70亿元，其中，2016年投资收益主要为公司及其子公司出售艾莱发喜股权获得的投资收益，2017年投资收益主要系北京麦当劳食品有限公司权益法下确认的投资收益1.87亿元；2017年，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%，主要系大部分政府补助转入其他收益所致；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。

2015~2017年，公司分别实现利润总额10.48亿元、10.83亿元和18.24亿元，2017年同比增长68.46%。公司利润主要来自于营业外收入，主业盈利能力较弱。

2018年1~6月，公司实现营业总收入521.42亿元，较上年同期减少0.69亿元，下降0.13%；营业成本为469.21亿元，同比减少3.92亿元，下降0.83%；期间费用为50.25亿元，同比增加5.88亿元，占当期营业收入的9.64%；投资收益为7.23亿元，同比增长162.14%，主要系长期股权投资收益增加所

致；净利润由上年同期的4.47亿元增加至7.24亿元。

从盈利指标看，近三年，公司总资本收益率和净资产收益率均持续增长，2017年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为4.10%和6.31%，同比分别增加1.02个百分点和3.22个百分点。

总体看，公司收入规模稳定增长，利润主要来自投资收益和营业外收入，主营业务盈利能力较弱。考虑到公司持有土地资源区位优势好，土地补偿收益对利润形成有益补充。

5. 现金流分析

经营活动方面，近三年，公司经营活动现金流入波动增长，2017年，公司经营活动现金流入539.07亿元，较上年下降6.61%；近三年，经营活动现金流出持续增长，2017年，经营活动现金流出537.88亿元，较上年增长7.99%，其中，购买商品、接受劳务支付的现金同比增加20.06亿元至408.30亿元，支付其他与经营活动有关的现金同比增加19.99亿元至85.62亿元，主要系下属房地产企业开发性支出增加所致；近三年，经营活动现金流量净额波动下降，2017年，经营活动现金流量净额为1.19亿元，较上年下降98.50%。近三年，公司现金收入比波动下降，2017年，公司现金收入比为104.51%，较上年减少17.42个百分点，收入实现质量有所下降。

投资活动方面，近三年，投资活动现金流入量波动下降，投资活动现金流出量波动增长，投资活动现金流量净额持续表现为净流出且流出规模逐渐扩大；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，净流出规模较上年增加12.36亿元。

筹资活动方面，近三年，筹资活动现金流入

量波动下降，筹资活动现金流出持续下降，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 1~6 月，公司经营活动现金流量净额为-28.11 亿元，上年同期为-39.59 亿元，投资活动现金流量净额为-99.53 亿元，主要系投资支付的现金及三元股份联合竞购 Brassica Holdings 股权支付的现金较多所致，筹资活动现金流量净额为 168.59 亿元，主要系取得借款收到的现金。

总体看，公司经营活动现金流出大幅上升，收入实现质量有所下降，但仍保持良好水平；随着公司逐步完成海外并购，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

从短期偿债能力看，2017年底，公司流动比率为118.65%，同比变动不大；受存货大幅增长影响，速动比率同比下降5.06个百分点至 66.61%；公司经营现金流动负债比为 0.31%。截至2018年6月底，公司流动比率和速动比率分别为119.67%和69.56%。考虑到公司流动资产中货币资金充足，经营活动现金流入规模较大，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标来看，2015~2017年，公司EBITDA分别为26.37亿元、26.97亿元和40.62亿元，2017年同比增长50.60%；近三年，公司EBITDA利息倍数快速增长，2017年，公司EBITDA利息倍数为4.29倍；公司全部债务/EBITDA持续下降，2017年为5.30倍。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，总体看，公司整体偿债能力强。

截至报告出具日，公司对外担保金额为 0.97亿元，担保对象分别为北京中科电商谷商

业管理有限公司、北京京磁技术公司和北京市粮食局，担保金额分别为8381.11万元、127.00万元和1182.00万元，由于北京京磁技术公司经营不善无力偿还贷款导致贷款逾期，公司下属北京市东风农场有限公司经多方努力，北京京磁技术公司已经筹措资金并可清偿贷款本金，但是由于贷款银行方面的原因，担保责任尚未解除，银行方面也从未与东风农场联系或催贷款，目前东风农场正积极协商解决此事宜。公司对外担保额度小，或有风险对公司的影响不大。

截至2018年6月底，公司从国内各主要银行获得的授信额度为1574.37亿元，尚未使用的授信额度为1086.35亿元。间接融资渠道畅通；公司下属子公司三元股份和京粮控股为上市公司，公司拥有直接融资渠道。总体看，公司融资渠道顺畅。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行征信中心出具的《企业信用报告（自主查询版）》（机构信用代码：G1011010201272500U）。截至 2018 年 11 月 12 日，公司本部无未结清不良和关注类信贷记录；已还清债务信息中，有 2 笔不良/违约类贷款和 17 笔关注类贷款，其中不良/违约类贷款主要是因为 2002 年公司前身北京三元集团有限责任公司担保的下属子公司在中国农业银行有 1 笔贷款，金额为 200 万元，到期出现偿付困难，由公司作为担保方，为解决贷款逾期问题，公司代为偿付，由于征信系统刚刚建立，中国农业银行录入相关信息时将上述信息录入为公司已结清损失类贷款，体现为公司不良类信贷记录；同年，由于前述记录，导致公司前身北京三元集团有限责任公司担保的下属子公司在农业银行另外 1 笔贷款，金额亦为 200 万元，被农业银行纳入次级类贷款，该笔贷款到期已按时结清、未出现偿付问题，但仍录入公司已结清次级类贷款，体现为公司不良类信贷记录。上述

不良及关注类贷款均已于 2007 年 9 月 13 日前正常收回。对外担保信息中，有关注类余额 5.29 亿元，不良类余额 0.38 亿元。

8. 抗风险能力

总体看，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；公司已形成农牧产品生产、加工、物流仓储和零售的完整产业链，区域市场占有率高。联合资信认为，公司整体抗风险能力极强。

十、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

本期中期票据为永续中期票据，考虑到本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近，在偿债能力分析中倾向于作为有息债务予以考虑。

公司本期中期票据拟发行金额为 20 亿元，占公司 2018 年 6 月底全部债务的 3.51%，占长期债务的 8.08%，本期中期票据的发行对公司债务影响较小。

截至 2018 年 6 月底，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 73.58%、61.45%和 40.89%，考虑到本期中期票据募集资金将全部用于偿还有息债务，预计本期中期票据发行后，对公司实际债务负担水平影响不大。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年，公司经营活动现金流入量对本期中期票据的偿债倍数分别为 23.16 倍、28.86 倍和 26.95 倍；公司经营活动现金流量净额对本期中期票据的偿债倍数分别为 2.34 倍、3.96 倍和 0.06 倍；公司 EBITDA 对本期中期票据的保障倍数分别为 1.32 倍、1.35 倍和 2.03 倍；公司现金类资产对本期中期票据的偿

债倍数分别为 6.27 倍、6.62 倍和 6.46 倍；公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据本金覆盖程度较强。

通过前文分析，公司利息递延支付的可能性小，但一旦出现递延，累积的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

十一、结论

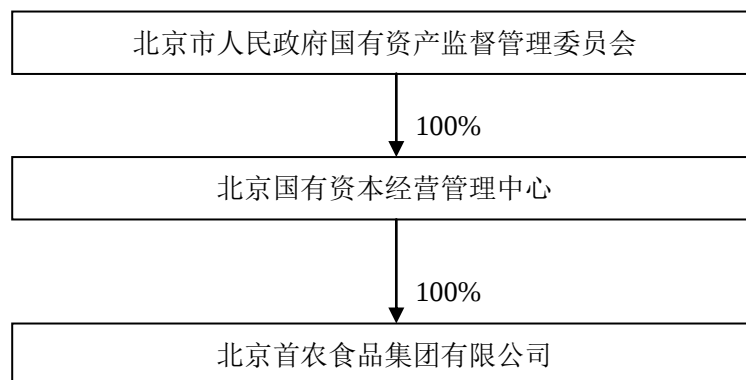
公司从事的农牧业务是国民经济的重要组成部分，随着城镇化进程的加快、人民生活水平的提高，肉、禽、蛋等产品的消费量将持续上升，农牧业的整体发展前景向好。

公司作为北京市国资委下属的唯一农业集团，拥有农牧产品生产、加工、物流仓储和零售的完整产业链，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。近年来，公司营业收入及利润总额均持续增长。2017 年底，与京粮集团和二商集团实施联合重组后，公司资产规模大幅增长，收入和利润规模进一步扩大。同时公司主营业务盈利能力较弱，利润依赖非经常性损益，未来投资规模较大。总体看，公司主体长期信用风险极低。

本期中期票据具有发行人可赎回权、票面利率重置及利息递延累积等特点，联合资信通过对相关条款的分析，认为本期中期票据在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力较强。综合分析，公司主体长期信用风险极低，本期中期票据到期不能偿还的风险极低。

附件1-1 公司股权结构图



附件1-2 公司组织结构图



附件 2 首农集团、京粮集团及二商集团下属主要子公司财务数据 (单位: 亿元)

子公司名称	2017 年				2018 年上半年			
	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润	资产总额	所有者权益	营业收入	净利润
首农集团								
首农股份	48.14	9.18	31.08	-0.13	50.97	12.03	17.70	0.20
三元种业	63.57	23.01	19.82	0.20	63.48	22.38	9.93	-0.74
三元股份	76.29	50.47	61.21	0.79	139.74	58.58	37.95	1.12
北京市东郊农场有限公司	142.10	16.37	20.41	2.89	175.08	16.85	1.39	0.48
北京市南郊农场有限公司	70.05	36.60	35.92	1.23	83.94	37.28	16.11	0.68
北京市西郊农场有限公司	57.00	15.74	13.14	1.34	55.60	15.83	6.28	0.09
北京市北郊农场有限公司	87.73	11.05	15.29	0.96	83.47	11.50	9.46	0.45
北京市双桥农场有限公司	52.63	9.13	6.54	3.72	50.17	8.87	5.65	-0.26
北京市东风农场有限公司	8.59	4.54	1.85	0.38	11.01	4.48	0.62	-0.06
三元石油	1.83	1.13	11.88	0.10	1.89	1.18	5.79	0.05
北京壳牌	4.47	2.82	12.01	1.17	4.71	3.09	5.74	0.26
上海首农	19.07	6.16	196.13	0.44	14.79	6.12	30.97	-0.05
北京首农供应链管理有限公司	11.89	1.26	14.81	-0.21	14.68	1.16	9.86	-0.09
京粮集团								
京粮控股	60.82	26.00	79.18	2.09	63.34	26.92	36.40	0.75
古船米业	8.84	3.09	15.65	-0.01	15.03	6.10	6.47	0.01
古船食品	12.16	5.67	19.56	-0.12	12.77	6.05	12.12	-0.27
京粮兴贸	15.86	4.42	57.12	0.28	16.81	4.50	24.96	0.08
西南郊粮库	6.45	3.51	24.89	0.09	6.06	3.55	13.20	0.04
顺兴粮油	14.53	5.73	32.36	0.36	17.20	6.88	16.15	0.06
二商集团								
糖酒公司	50.52	11.17	102.62	0.73	50.37	11.24	58.75	0.35
大红门公司	39.68	14.96	172.93	0.85	41.70	15.41	72.62	0.49
月盛斋公司	5.07	0.59	5.56	0.06	5.98	0.65	2.91	0.02
二商股份	7.30	5.24	12.20	-0.15	7.10	5.07	6.37	0.18
六必居公司	4.07	0.99	5.70	0.02	4.20	0.97	2.70	-0.01
金狮龙门公司	0.04	-0.71	--	0.04	0.03	-0.72	--	-0.03
二商希杰	2.25	1.46	3.32	0.11	1.89	1.56	1.74	0.10
北京二商健力科技食品有限公司	5.27	1.18	3.82	-0.26	5.13	1.05	1.51	-0.14
东方集团公司	9.72	4.18	31.57	0.22	10.29	4.21	18.47	0.10

附件 3 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	125.42	132.50	129.25	233.75
资产总额(亿元)	622.63	618.05	693.85	1354.88
所有者权益(亿元)	199.25	198.06	209.34	357.94
短期债务(亿元)	135.13	116.28	128.18	322.94
长期债务(亿元)	78.91	52.55	87.30	247.57
全部债务(亿元)	214.04	168.83	215.49	570.51
营业收入(亿元)	372.33	411.60	437.04	521.42
利润总额(亿元)	10.48	10.83	18.24	9.85
EBITDA(亿元)	26.37	26.97	40.62	--
经营性净现金流(亿元)	46.87	79.13	1.19	-28.11
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.57	14.81	14.01	--
存货周转次数(次)	1.42	1.90	2.15	--
总资产周转次数(次)	0.62	0.66	0.67	--
现金收入比(%)	112.10	121.93	104.51	107.81
营业利润率(%)	9.82	10.53	10.75	9.53
总资本收益率(%)	2.41	3.09	4.10	--
净资产收益率(%)	2.89	3.09	6.31	--
长期债务资本化比率(%)	28.37	20.97	29.43	40.89
全部债务资本化比率(%)	51.79	46.02	50.72	61.45
资产负债率(%)	68.00	67.95	69.83	73.58
流动比率(%)	131.19	118.15	118.65	119.67
速动比率(%)	64.07	71.67	66.61	69.56
经营现金流动负债比(%)	14.28	22.61	0.31	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.83	3.02	4.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.12	6.26	5.30	--

注：1.2018 年上半年财务数据未经审计；2.其他流动负债中的短期应付债券计入短期债务和全部债务；3.现金类资产已剔除受限资金。

附件 4 有关计算指标的计算公式

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

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 5-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 5-2 评级展望设置及其含义

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

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

附件 5-3 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 北京首农食品集团有限公司 2018 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。

北京首农食品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。

北京首农食品集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对北京首农食品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，北京首农食品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首农食品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，如发现北京首农食品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首农食品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。

如北京首农食品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首农食品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首农食品集团有限公司联系，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。