信用等级公告

联合〔2019〕2461 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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持北京首农食品集团有限公司主体长期信用等级为 AAA，“18 首农 MTN002”和“16 首农 MTN001”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

二〇一九年七月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

北京首农食品集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AAA
上次主体长期信用等级：AAA

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
18 首农 MTN002[1]	20 亿元	2021/12/20	AAA	AAA
16 首农 MTN001	5 亿元	2019/09/13	AAA	AAA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	132.50	195.07	180.88	189.90
资产总额(亿元)	618.05	1130.09	1335.25	1396.67
所有者权益(亿元)	198.06	349.73	401.32	402.92
短期债务(亿元)	116.28	288.02	258.99	290.64
长期债务(亿元)	52.55	126.60	253.86	264.22
全部债务(亿元)	168.83	414.62	512.86	554.86
营业收入(亿元)	411.60	1143.15	1266.55	302.28
利润总额(亿元)	10.83	34.32	40.16	3.48
EBITDA(亿元)	26.97	69.76	80.97	--
经营性净现金流(亿元)	79.13	1.13	10.14	-43.17
营业利润率(%)	10.53	8.82	8.89	9.51
净资产收益率(%)	3.09	6.96	7.43	--
资产负债率(%)	67.95	69.05	69.94	71.15
全部债务资本化比率(%)	46.02	54.24	56.10	57.93
流动比率(%)	118.15	116.79	124.39	125.54
经营现金流动负债比（%）	22.61	0.18	1.63	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.26	5.94	6.33	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.02	4.88	4.53	--

注：1.2019 年一季度财务数据未经审计；2.其他流动负债中的短期融资券计入短期债务；3.公司于 2018 年发生重组，为提高财务数据可比性，公司对 2018 年期初数据进行了追溯调整，如无特殊说明，本报告涉及的 2017 年底财务数据均为追溯调整后的 2018 年期初财务数据

分析师：杨学慧　虢 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

[1]注：“18 首农 MTN002”为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日。

评级观点

跟踪期内，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”）根据北京市国资委通知完成联合重组，将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”）无偿划入公司合并范围并改组为国有资本投资公司，公司资产、权益、收入规模实现大幅提升。整合完成后，公司形成了以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板块为主的大型农牧产业集团，政府支持力度、品牌优势及产业链完整度进一步增强。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司主营业务易受养殖行业市场波动及疫情风险的影响，利润依赖非经常性损益，重组完成后债务负担加重、未来投资规模较大等因素对公司信用水平带来的不利影响。

未来，随着公司与京粮集团、二商集团整合的不断深入及各业务板块协同效应逐步释放，公司盈利能力以及竞争力有望进一步增强。

“18 首农 MTN002”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“18 首农 MTN002”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。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，维持“16 首农 MTN001”和“18 首农 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为北京市国资委下属唯一的涉农都市型现代农业产业集团，在资金方面受政府支持力度大；2018年，公司获得政府补贴类其他收益7.09亿元。
2. 跟踪期内，由于京粮集团和二商集团的并入，公司在原业务板块基础上整合形成了

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。重组后，公司资产和收入规模实现大幅增长，随着业务的不断整合及协同效应的形成，未来盈利能力有望进一步增强。

3. 公司现金类资产充足，经营活动产生的现金流入规模较大，对“16首农MTN001”和“18首农MTN002”的保障能力较强。
4. 公司持有的土地资源区位优势好，拆迁补偿收益可对利润形成稳定有益补充。

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。跟踪期内，北京地区环保压力加大，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，存在一定资金占用及回收风险。
3. 跟踪期内，公司主营业务毛利率仍较低，利润总额对非经常性损益依赖程度高，整体盈利能力一般。
4. 跟踪期内，随着京粮集团及二商集团的并入、公司对保障房项目的持续投入及对外股权投资的增加，公司债务负担加重，考虑到公司未来保障房项目投资规模仍较大，公司资金需求较大。
5. 公司存续期内债券“18首农MTN002”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，累计利息支出压力将大于普通债券分期支付压力。

声　明

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

北京首农食品集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关于北京首农食品集团有限公司（以下简称“首农食品集团”或“公司”）的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

首农食品集团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，公司更为现名并于 2018 年 5 月完成了工商变更。截至 2019 年 3 月底，公司注册资本为 60.21 亿元，实收资本为 60.29 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：对所属从事种植业、养殖业、食品加工业的生产、加工、经营和销售；粮食收购、存储、加工、销售；仓储物流；餐饮服务；施工总承包、专业承包（以上经营项目限外埠经营）；销售食品、食用农产品、五金交电、日用杂品、百货、体育用品；动物屠宰加工、生猪屠宰；销售食用农产品；零售烟草；住宿；保险代理业务；道路货物运输；旅游服务（以上经营项目限集团子公司经营）；项目投资；旅游信息咨询；饭店管理；体育运动项目经营（不含高危险性活动）；货物进出口、技术进出口、代理进出口；会议服务；组织文化艺术交流活动（不含营业性演出）；技术开发、技术咨询、技术服务、技术转让；经营进料加工和“三来一补”业务；零售机械设备、装饰材料；机械设备维修；天然气供应；房地产开发；销售商品房；物业管理；信息咨询。（企业依法自主选择经营项目，开展经营活动；依法须经批准的项目，经相关部门批准后依批准的内容开展经营活动；不得从事本市产业政策禁止和限制类项目的经营活动。）

公司总部设财务管理部、资本运营部、企业管理部、农牧管理部、房地管理部、审计部、人力资源部等职能部门。截至 2018 年底，纳入合并范围的二级子公司共 32 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”，公司持股比例为 35.79%，截至 2018 年底未质押）和子公司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 年底未质押）为上市公司；公司员工人数合计 54789 人。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额为 1335.25 亿元，所有者权益为 401.32 亿元（其中少数股东权益 106.12 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 1266.55 亿元，利润总额 40.16 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 1396.67 亿元，所有者权益为 402.92 亿元（其中少数股东权益 107.27 亿元）。2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 302.28 亿元，利润总额 3.48 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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2019 年 3 月底，公司存续债券发行额度和存续期情况如下表所示。存续期债券已按照募集资金用途使用完毕，“16 首农 MTN001”在跟踪期内正常付息。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
16 首农 MTN001	5.00	5.00	2016/09/13	2019/09/13
18 首农 MTN002	20.00	20.00	2018/12/20	2021/12/20

资料来源：联合资信根据公开资料整理

注：“18 首农 MTN002”为永续中期票据，所列到期兑付日为首次赎回权行权日

公司存续期债券中“18 首农 MTN002”（发行期限为 3+N 年）于公司依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。

基于“18首农MTN002”的发行条款，可得出以下结论：

（1）“18首农MTN002”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）“18首农MTN002”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，“18首农MTN002”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）“18首农MTN002”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。2016-2018年，公司分别上缴上一年度国有资本收益8229.56万元14790.59万元和39241.31万元，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唯一的涉农都市型现代农业产业集团，经营规模和盈利水平有望继续保持增长，亏损可能性小，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，“18首农MTN002”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“18首农MTN002”在清偿顺序、赎回日设置和利息支付方面均与其他普通债券相关特征接近。

四、宏观经济和政策环境

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

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比

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

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

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

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

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿

线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

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

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

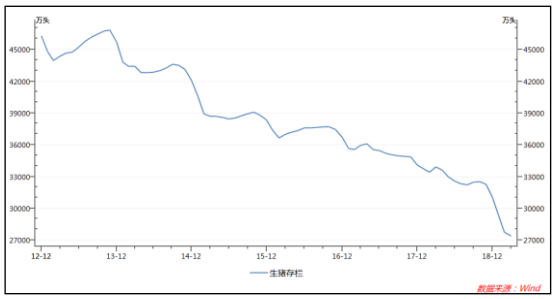
五、行业及区域经济环境

1. 肉类及乳制品行业

中国是猪肉制品生产和消费大国，猪肉总产量、消费人口和消费总量在世界均处于首位，而中国肉类总产量中猪肉占 6 成以上。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 年以来，生猪存栏量持续下降；截至 2019 年 3 月底，国内生猪存栏量 27421 万头，较 2018 年底大幅下降 19.71%。

图 1　2012-2019 年 3 月底中国生猪存栏量

（单位：万头）

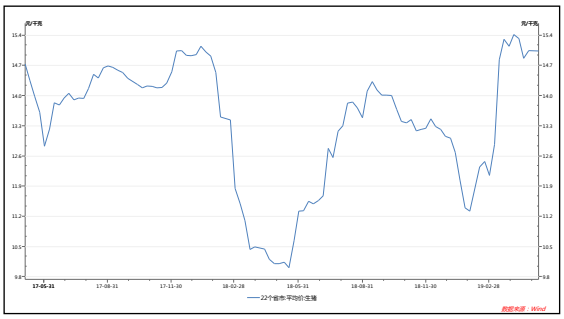


数据来源：Wind 资讯

从猪肉价格变动情况看，跟踪期内，生猪价格进入下行周期，从 2017 年底的约 15 元/千克，降至最低 2018 年 5 月的 10 元/千克，下半年虽有所回升但均低于上年同期水平。此外，2018 年 8 月以来，中国发生非洲猪瘟疫情，现已扩散至全国范围，考虑非洲猪瘟暂无有效疫苗防控，预计短期难以根除，疫情加大了猪价的周期波动。2019 年以来，全国生猪价格已经进入持续上涨阶段，2019 年 2 月至 4 月，全国生猪均价从 11.23 元/公斤涨至 13.01 元/公斤，涨幅达到 15.85%。

图 2　2017 年以来中国生猪价格情况

（单位：元/千克）

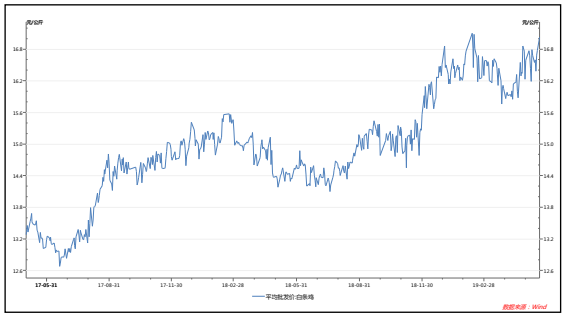


数据来源：Wind资讯

肉鸡方面，中国肉鸡养殖行业景气度受行业本身供给关系、禽流感疫情和肉鸡较短的生长周期共同影响；呈现出行业周期短，景气度波动较大，一年内或存在多个周期的现象。此外，产量较大的白羽肉鸡养殖还受制于国外祖代种鸡引种限制。2018 年肉鸡养殖景气度整体呈回升趋势，平均批发价格由 2018 年初的 14 元/千克涨至 2018 年底的 16 元/千克。

图3　2017年以来白条鸡平均批发价格

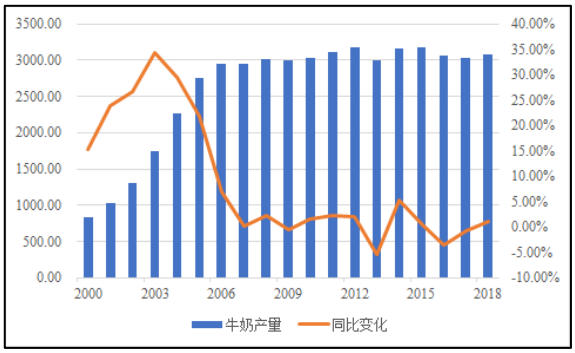
（单位：元/千克）



数据来源：Wind资讯

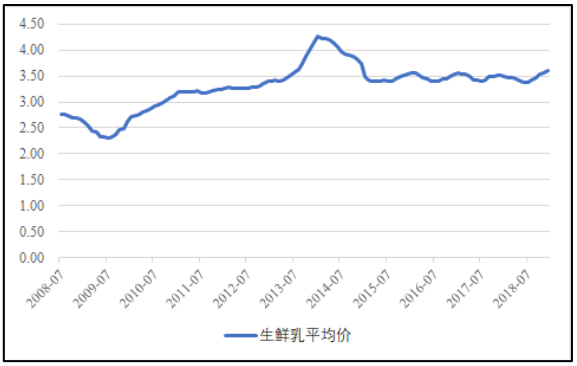
乳业方面，随着城乡居民人均收入水平的持续提高，消费者对乳品的需求动机和购买方式日趋差异化、多元化，带动国内乳品市场稳步发展。2016-2018年，中国牛奶产量整体呈波动增长趋势，分别为3064.03万吨、3038.62万吨和3075.00万吨，同比分别下降3.64%、下降0.83%和增长1.20%；均价方面，2016-2018年，生鲜乳的价格相对稳定，大致在3.4-3.6元/公斤区间内波动，2018年底均价收于3.60元/公斤。目前，国内商品原料奶供应总量与市场需求的绝对值相比，存在一定的供给缺口，需要通过进口原料奶粉予以补充。进口原料奶粉主要用于以乳为原料的食品加工和制造，如糖果、烘焙等，原料乳主要用于业态乳品和各类配方奶粉的加工制造。基于上述供需结构，近1-2年，国内原料奶的供需关系相对平衡。

图4　近年来中国牛奶产量（单位：万吨）



资料来源：Wind资讯-国家统计局

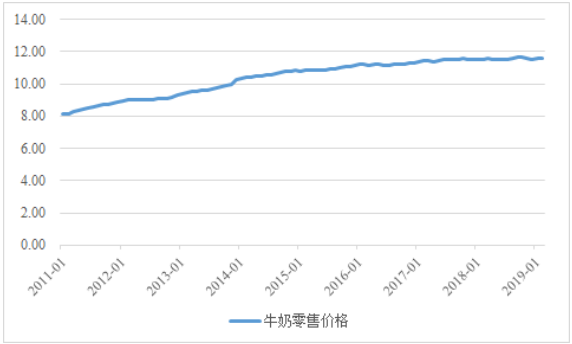
图5　生鲜乳均价走势（单位：元/公斤、频率：月）



资料来源：Wind资讯

零售终端牛奶价格主要由奶源供应和市场消费需求两方面因素共同主导，但终端价格由于传导效应，可能滞后于上游原料的价格变动。据商务部统计，2011年以来，市场需求逐步恢复，奶源建设进度推进，奶牛存栏量有所提升，拉动了牛奶零售价格的持续性上升，由2011年初的8.0元/升增至2015年末的11.14元/升。2016年开始，牛奶零售价格整体呈增长态势，截至2017年3月底，价格升至11.48元/升，4月价格经历小幅短期下探后重新开始上行，但增速放缓，2017年四季度开始，牛奶价格在11.46-11.62元/升区间内震荡，截至2018年底为11.54元/升。

图6　近年牛奶零售价走势（单位：元/升）



资料来源：Wind资讯-商务部

竞争格局方面。从品牌检测来看，中国乳制品市场竞争激烈，伊利、蒙牛、光明位居中国乳制品企业前三名，合计市场份额接近 50%，前十大品牌的市场销售份额超过 75%，行业集中度高，消费者品牌意识较强。三元食品、新希望乳业等企业分别在华东及华中、华北、西南等区域性市场拥有较强的品牌优势，处于区域龙头的地位。从近年来的发展趋势看，龙头乳业企业的收入增长普遍高于行业的平均增速，行业集中度有进一步提升的趋势。国内乳品企业主要的竞争对手来自新西兰，2008 年 10 月 1 日起，中国与新西兰的自由贸易协定生效，关税逐步降低至完全取消，促进新西兰进口乳制品量的迅速上升，对中国奶粉市场产生重大影响，对国产奶粉市场造成冲击。

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；激烈的行业竞争和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 2018 年国民经济和社会发展统计公报》，全年实现地区生产总值 30320 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.6%。其中，第一产业增加值 118.7 亿元，下降 2.3%；第二产业增加值 5647.7 亿元，增长 4.2%；第三产业增加值 24553.6 亿元，增长 7.3%。三次产业构成由上年的 0.4：19.0：80.6，变化为 0.4：18.6：81.0。按常住人口计算，全市人均地区生产总值为 14 万元。

截至 2018 年底，全市常住人口 2154.2 万人，比上年末减少 16.5 万人。全年居民消费价格总水平比上年上涨 2.5%。其中，食品价格上涨 2.9%。社会消费品零售总额 11747.7 亿元，增长 2.7%，其中限额以上批发和零售企业实现网上零售额 2632.9 亿元，增长 10.3%，占社会消费品零售总额的 22.4%。全年全市居民人均消费支出为 39843 元，比上年增长 6.5%。

北京是全国肉类和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和乳制品需求有

所增加，为公司的发展提供了重要推动力。

六、基础素质分析

1. 产权情况

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. 规模与竞争力

公司是北京市国资委全资拥有的唯一的涉农都市型现代农业产业集团，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“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。首农食品集团拥有北郊、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 年底，首农食品集团所管理土地 1350 宗，面积合计 7887.33 万平方米。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。

3. 外部支持

公司作为北京市国资委下属唯一的涉农都市型现代农业产业集团，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，2016-2018 年，公司获得政府补贴分别为 4.43 亿元、6.17 亿元和 7.13 亿元。

七、管理分析

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

2018 年 12 月，根据中共北京市委办公厅、北京市人民政府办公厅《关于调整市国资委职责机构编制的通知》（京办字〔2018〕31 号）文件，北京市国资委监事会办公室被撤销，北京市国资委监事会后续不再参与公司事务，因此原北京市国资委委派的外部监事刘春芳、龚善、刘菲、郑利军不再履行监事职责；公司监事目前为雷坤石和马恩，均为职工监事。

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

公司党委副书记、副董事长兼总经理薛刚，经济师，硕士研究生，中共党员。历任北京市农工商联合总公司双桥农场党委副书记、场长，北京三元集团有限责任公司党委常委、董事、总经理，首农集团党委副书记、董事、总经理等职务，现任公司党委副书记、副董事长兼总经理。

公司党委副书记兼副董事长王瑶，博士研

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

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

八、重大事项

1. 重组并改组为国有资本投资公司

2017 年 12 月 19 日，首农集团发布《北京首都农业集团有限公司合并事项的公告》称，2017 年 12 月 15 日，北京市国资委宣布对首农集团、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 2018 年底，京粮集团资产总额为 308.77 亿元，所有者权益为 86.74 亿元，2018 年实现营业总收入 421.20 亿元，利润总额为 12.20 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 2018 年底，二商集团资产总额为 194.33 亿元，所有者权益为 65.17 亿元，2018 年实现营业总收入 410.68 亿元，利润总额为 3.18 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，公司在原首农集团的业务板块基础上通过整合形成了食品制造加工与商贸服务、现代农牧业、物产物流业和其他业务四大主营业务板块，在资产和业务规模上更具竞争力，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。

2018 年 12 月，根据《北京市人民政府国有资产监督管理委员会关于将首农食品集团改组为国有资本投资公司的通知》（京国资〔2018〕225 号），公司被改组为国有资本投资公司，履行北京市国资委授予出资人权利的相应职责。北京市委常委会第 115 次会议研究并同意了北京农产品中央批发市场管理委员会转制工作方案。方案中明确北京农产品中央批发市场管理委员会由北京市政府派出的自收自支的事业单位转制为国有独资企业，使用北京菜篮子集团有限公司（以下简称“北菜集团”）作为转制后的企业名称，由北京市国资委履行国有资产出资人代表职责，委托首农食品集团管理。

联合资信将持续关注重组和改组事项以及后续业务整合进展。

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 2018 年 9 月底，Brassica Holdings 资产总额为 62.50 亿元，净资产为 14.67 亿元，自购买日 2018 年 1 月至 2018 年 9 月底实现收入 6.42 亿元，净利润 0.31 亿元。

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 年底，Brassica Holdings 实现收入 8.93 亿元，净利润 1.32 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创新技术，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。

九、经营分析

1. 经营情况

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、物产物流业和其他业务四大主营业务板块。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。其他业务包括财务公司的收入。

2018 年，公司实现主营业务收入 1265.99 亿元，同比增长 10.78%，增长主要来自食品制造加工与商贸服务和物产物流业板块。从构成看，食品制造加工与商贸服务板块实现收入 1006.00 亿元，同比增长 8.57%，占营业收入的比重为 79.46%，为公司主要收入来源；现代农牧业板块实现收入 40.30 亿元，同比下降 4.26%，占营业收入的比重为 3.18%；物产物流业板块实现收入 213.87 亿元，同比增长 27.50%，主要系物产物流板块在整合后规模效应显现所致，占营业收入比重为 16.89%，占比同比提升 2.21 个百分点；其他业务收入为 5.82 亿元，同比下降 9.20%，主要系下属财务公司收入下降所致，收入规模占公司营业收入比重低。

毛利率方面，2018 年，公司综合毛利率为 9.27%，同比变化不大。分板块看，食品制造加工与商贸服务板块毛利率为 6.33%，同比增加 0.30 个百分点；现代农牧业板块毛利率为 25.93%，同比增加 0.71 个百分点；物产物流板块毛利率为 19.25%，同比减少 3.82 个百分点；其他业务毛利率为 36.17%，同比增加 13.13 个百分点。

表 2　公司重组后主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年		
	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	926.57	81.08	6.03	1006.00	79.46	6.33
现代农牧业	42.10	3.68	25.22	40.30	3.18	25.93
物产物流业	167.74	14.68	23.07	213.87	16.89	19.25
其他业务	6.41	0.56	23.04	5.82	0.46	36.17
合计	**1142.81**	**100.00**	**9.33**	**1265.99**	**100.00**	**9.27**

资料来源：公司提供

注：2017 年数据为追溯调整后的数据；单项数加总与合计数差异系小数末尾四舍五入所致

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。2018 年，首农集团实现营业收入 434.67 亿元，同比下降 0.54%。分板块看，现代农牧业实现收入 65.23 亿元，同比增长 7.15%，主要系原料奶、肉鸡和蛋鸡销售额增加所致，占营业收入的比重为 15.01%；食品加工业实现收入 90.73 亿元，同比增长 18.52%，占营业收入的

比重为 20.87%；物产物流业实现收入 148.24 亿元，同比增长 38.06%，占营业收入的比重为 34.10%；商贸板块实现收入 130.47 亿元，同比下降 32.13%。

毛利率方面，2018 年，首农集团综合毛利率为 12.32%，同比增加 0.78 个百分点。分板块来看，现代农牧业和食品加工业毛利率分别为 16.94%和 27.04%，同比分别增加 0.34 个百分点和 3.39 个百分点；物产物流业毛利率为 11.00%，同比下降 7.45 个百分点；商贸板块毛利率为 1.27%，同比变化不大。

2019 年 1-3 月，首农集团实现营业收入 83.75 亿元，同比增长 5.79%，各板块收入比重同比变化不大；同期，首农集团综合毛利率为 16.63%，同比增加 2.25 个百分点；其中现代农牧业毛利率为 22.23%，同比增加 6.98 个百分点。

表 3　首农集团营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
	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	60.88	13.93	16.60	65.23	15.01	16.94	16.91	20.19	22.23
食品加工业	76.55	17.52	23.65	90.73	20.87	27.04	22.14	26.44	25.98
物产物流业	107.37	24.57	18.45	148.24	34.10	11.00	29.63	35.38	12.67
商贸	192.23	43.99	1.26	130.47	30.02	1.27	15.07	17.99	4.42
合计	**437.04**	**100.00**	**11.54**	**434.67**	**100.00**	**12.32**	**83.75**	**100.00**	**16.63**

资料来源：公司提供

注：单项数加总与合计数差异系小数末尾四舍五入所致

（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2018年底，首农股份资产总额为58.37亿元，净资产为12.87亿元；2018年实现营业收入37.54亿元，净利润0.79亿元。

三元种业主要经营原料奶、商品猪和牛冻精产品，截至2018年底，三元种业资产总额为69.49亿元，净资产为22.51亿元；2018年实现营业收入21.78亿元，净利润-0.69亿元。

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，首农集团主要采购原材料与市场价格保持一致，2018年，豆粕、玉米和苜蓿的采购价格分别较上年增长3.20%、10.78%和14.47%，大豆和饲料的采购价格分别较上年下降10.91%和19.37%。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金丰粮油公司、北京京粮北方粮油贸易有限公司和三河汇福粮油集团饲料蛋白有限公司等。

从各主要产品产销情况来看，2018年，牛冻精的产销量同比分别下降18.87%和17.56%，销售价格同比增长23.14%，主要系产品结构变化以及运输费用增加等因素所致；商品猪的产销量均同比增长10.48%，销售价格同比下降9.78%，主要系生猪价格下跌所致；原料奶产销量分别同比增加6.99%和8.74%，销售价格同

比增长1.10%；商品鸭的产销量较稳定，分别同比下降2.26%和2.37%，销售价格同比增长3.43%；肉鸡的产销量分别同比下降7.22%和2.08%，销售价格同比增长13.68%，主要系肉鸡养殖景气度回升所致；蛋鸡的产销量同比均大幅增长，销售价格同比增长14.24%，主要系市场需求增长所致。整体看，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		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
牛冻精	产量(万剂)	207.52	227.94	184.93	73.27
	销量(万剂)	235.26	188.21	155.16	30.85
	均价(元/剂)	21.15	26.15	32.20	35.56
商品猪	产量(头)	53194.00	51988.00	57435.00	15519.00
	销量(头)	53194.00	51988.00	57435.00	15519.00
	均价(元/头)	1246.00	994.13	896.88	1148.02
原料奶	产量(万公斤)	39807.98	41143.66	44020.62	12124.72
	销量(万公斤)	38070.07	39291.67	42727.21	11777.65
	均价(元/公斤)	3.55	3.64	3.68	3.88
商品鸭	产量(万对)	616.56	618.05	604.10	134.55
	销量(万对)	658.73	654.73	639.22	150.01
	均价(元/对)	82.92	89.10	92.16	92.10
肉鸡	产量(吨)	51904.00	62277.05	57777.80	14124.00
	销量(吨)	51252.00	61290.66	60016.90	14372.00
	均价(万元/吨)	1.25	1.17	1.33	1.40
蛋鸡	产量(万只)	18954.00	8600.00	17787.00	4846.00
	销量(万只)	18954.00	8600.00	17426.00	4737.00
	均价(元/只)	3.00	2.88	3.29	3.53

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；牛冻精产量小于销量，主要原因是上一年度有库存

跟踪期内，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 2018 年底，三元股份的资产总额为 134.75 亿元，所有者权益为 59.63 亿元；2018 年实现营业收入 74.56 亿元，利润总额为 2.34 亿元。2018 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。

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别，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。2018年，牛奶自给率为39.67%，同比下降5.46个百分点，主要系三元股份调整牛的种群结构所致。截至2018年底，三元股份主要供应商三元种业的奶场产奶的牛的数量为4.58万头，产奶量9.73吨/头/年。2018 年，对内采购和对外采购分别为22.24万吨和33.82万吨，内部采购量较稳定，对外采购量较上年增长7.91%，主要系固态奶产量增加所致；对外采购均价为3837.47元/吨，同比增长8.38%。

表5　三元股份采购情况

指标名称		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
牛奶	对内采购(万吨)	25.21	25.78	22.24	6.82
	对外采购(万吨)	26.73	31.34	33.82	8.25
	对外采购均价(元/吨)(不含税)	3349.32	3540.89	3837.47	3944.83
	自给率(%)	48.54	45.13	39.67	45.28
奶场	产奶的牛的数量(头)	40577.00	44894.00	45758.00	45975.00
	产奶量(吨/每头每年)	9.98	9.72	9.73	10.69

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 30%；冰淇淋销售区域以北京、上海、广州等一线城市为主。销售渠道包括经销商、商场超市、送奶大户和餐饮客户等，主要以经销商和商场超市为主。结算方面，与一般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，采用全额预收款或货到付款/款到发货形式销售；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 3 个月。因 2018 年，公司将冰激淋产销量及均价单独披露，当期固态奶产销量及均价较上年同期可比性较差；2018 年，固态奶产销量分别为 3.29 万吨和 3.67 万吨，销售均价为 30439.23 元/吨，产销率为 111.55%；同期冰激淋产销量分别为 11.41 万吨和 11.38 万吨，销售均价为 14895.73 元/吨，产销率为 99.74%。2018 年，液态奶产销量分别为 45.31 万吨和 49.18 万吨，同比分别增长 10.76%和 14.40%，销售均价为 8072.09 元/吨，同比略有增长。受产能限制，公司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		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
固态奶(奶粉、冷饮、干酪)	产量(万吨)	12.39	13.09	3.29	0.83
	销量(万吨)	13.35	12.89	3.67	1.21
	销售均价(元/吨)(不含税)	17264.14	17155.12	30439.23	26972.01
	产销率（%）	107.68	98.50	111.55	145.61
液态奶(牛奶、酸奶)	产量(万吨)	41.08	40.91	45.31	11.46
	销量(万吨)	44.56	42.99	49.18	12.38
	销售均价(元/吨)(不含税)	7395.93	7992.42	8072.09	8303.69
	产销率（%）	108.48	105.09	108.54	108.01

冰激凌	产量(万吨)	--	--	11.41	3.24
	销量(万吨)	--	--	11.38	3.20
	销售均价(元/吨)(不含税)	--	--	14895.73	11198.52
	产销率（%）	--	--	99.74	98.77
涂抹酱	产量(万吨)	--	--	2.93	0.77
	销量(万吨)	--	--	2.82	0.73
	销售均价(元/吨)(不含税)	--	--	31666.61	28855.71
	产销率（%）	--	--	96.25	94.35

资料来源：公司提供

注：产品销量中包含外购产品；2018年固态奶产量较小，主要是因为将冰激凌产量单独披露所致

（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。2018年，首农集团物产物流业板块实现收入148.24亿元，同比增长38.06%；占首农集团营业收入比重34.10%，占比提升9.53个百分点；毛利率为11.00%，同比下降7.45个百分点。

首农集团房地产业务主要的经营主体包括西郊农场下属子公司—北京市安达房地产开发公司，南郊农场下属子公司—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。首农集团房地产业务主要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。第三种模式为政府回购加政府配售相结合。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。

2018 年，首农集团房地产业务实现收入 69.90 亿元，同比增长 81.20%；毛利率为 5.18%，同比减少 9.83 个百分点；房地产板块收入及利润的变动，主要受当年进入结算阶段的房地产项目不同影响。截至 2019 年 3 月底，首农集团已竣工未完成结算的项目主要有十个，完成投资 134.86 亿元；上述项目累计实现销售套数 9151 套，销售面积 88.01 万平方米，实现销售额 89.58 亿元。

表7　截至2019年3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	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	东郊农场保障房定向安置房项目	朝阳区崔各庄乡来广营北路自住房	腾飞房地产--海淀区上庄家园 N28、N34 地块定向安置房项目	水清木华园（项目名称）	青岛保税港区四号小区 F5-02-070 写字楼项目
建设情况	规划住宅套数（套）	1371	1058	1098	1296	759	3270	2386	1041	538	--

	规划商业套数（套）	39	56	73	5	22	3270	--	--	26	127
	建筑面积（平方米）	154059	194093	117497	147812	75639	346902	229740	103496	81675	32242
	完成投资（万元）	44797	86030	34211	75232	55000	467764	435000	94471	33046	23071
销售情况	销售套数（套）	1370	924	1155	1296	759	--	2386	979	282	--
	销售面积（平方米）	137368	113382	108995	147812	58831	--	207764	79077	26857	--
	销售额（万元）	55031	90036	28256	101378	53377	--	455000	91464	21262	--

资料来源：公司提供

在建房地产项目方面，截至 2019 年 3 月底，首农集团在建项目计划总投资合计 558.68 亿元，已完成投资 263.51 亿元，未来尚需投资 295.17 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可控。

表8　截至2019年3月底首农集团在建房地产项目情况（单位：平方米、万元）

序号	项目名称	区域	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	暖山金域城	扬州	商品房	336613.00	156000.00	113315.94	2020.7	336613.00	88473.00
2	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	北京	自住房	621321.21	791958.00	727966.00	2018	479286.43	407339.98
3	厦门华信明天广场	厦门	办公商业综合体	97987.00	83676.00	36996.00	2019	--	--
4	朝阳区奶子房牛场 55/45 保障房项目	北京	商品房/保障房	748200.00	820000.00	390779.00	2022.12	672900.00	--
5	张家口市高新区上小站旧村改造项目	张家口	棚户区改造	1145700.00	833200.00	337919.00	2022.12	896400.00	328700.00
6	东郊农场保障房项目（不含已竣工 E 地块）	北京	定向安置房	779100.00	881000.00	460266.00	2022.12	581200.00	164300.00
7	宜兴清华科技园配套工程项目	江苏宜兴	商业住宅	80921.20	42425.03	33046.18	2018.1	54500.00	26939.40
8	宜兴清华科技园产业园一期项目	江苏宜兴	科研办公	147374.88	63000.00	33759.44	2020.12	80880.23	--
9	宜兴清华科技园二期配套工程项目	江苏宜兴	商业住宅	108152.80	68695.48	9005.75	2022.12	88419.00	--
10	宜兴清华科技园二期项目	江苏宜兴	科研办公	206272.70	145885.15	8023.22	2022.12	109214.00	--
11	融坤养老中心项目（地坛项目）	北京	养老设施	76362.90	137935.50	41741.00	2020.6	--	非可售

12	南郊农场棚户区改造安置房及配套幼儿园	北京	棚户区改造安置房	91704.00	280000.00	151483.00	2020.12	87194.00	尚未取得预售证
13	黄村镇DX00-0103-1304地块共有产权房项目	北京	共有产权房	36524.00	104000.00	68384.00	2021.5	33717.00	尚未取得预售证
14	海淀上庄 N35\N46 地块	北京	定向安置房	340459.00	200000.00	99761.00	2019.12	248425.89	118430.48
15	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	北京	保障性住宅	368265.00	420000.00	79310.94	2020.6	317440.24	尚未取得预售证
16	西郊农场-首农信息-中关村移动智能服务创新园	北京	科技园区	346448.00	559000.00	43375.00	2020.6	211475.00	尚未取得预售证
	合计	--	--	**5531405.69**	**5586775.16**	**2635131.47**	--	**4197664.79**	**1134182.86**

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市燕庆旺泰成品油销售有限公司、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 2019 年 3 月底，首农集团共有 55 座加油站，其中三元石油经营 22 座加油站，主要分布在北京市海淀、昌平、大兴和丰台等城区；北京壳牌经营 32 座加油站，主要分布在北京的朝阳、大兴、密云和房山及河北承德等地。2018 年，石油板块实现营业收入 53.41 亿元，同比增长 13.92%；毛利率为 6.17%，同比减少 2.54 个百分点。

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。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、北京三元物流有限公司和北京大秦物流有限公司等。2018 年，物产和物流业务分别实现营业收入 20.15 亿元和 4.26 亿元，同比分别增长 32.33%和下降 19.09%；毛利率分别为 41.93%和 21.31%，同比分别下降 11.23 个百分点和 4.39 个百分点。

（4）商贸

跟踪期内，首农集团商贸板块主要以农产品等贸易为主，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。2018 年，前五大贸易产品分别为一级白砂糖、玉米、大豆、大豆油和棕榈液油，分别实现销售额 54.08 亿元、6.69 亿元、11.03 亿元、16.15 亿元和 3.91 亿元。2019 年 1-3 月，前五大贸易产品分别为一级白砂糖、小麦、大豆油、米面类和玉米，分别实现销售额 8.90 亿元、1.10 亿元、1.07 亿元、0.64 亿元和 0.18 亿元。

表 9　首农集团主要贸易产品（单位：万吨、元/吨）

时间	产品	采购量	采购均价	销售量	销售均价
2018 年	一级白砂糖	116.76	4614.51	117.10	4618.78
	玉米	42.51	1572.98	42.51	1573.92
	大豆	36.04	3058.25	36.04	3059.82
	大豆油	32.50	4965.75	32.50	4968.62
	棕榈液油	10.28	3797.74	10.28	3799.70

2019 年 1-3 月	一级白砂糖	20.81	4274.92	20.81	4277.00
	小麦	4.81	2288.12	4.81	2289.45
	大豆油	2.16	4946.76	2.16	4953.24
	米面类	2.03	3668.27	1.73	3698.22
	玉米	1.02	1738.57	1.02	1739.83

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。2018 年，前五大供应商采购占比为 42.94%，集中度较高，主要产品以农产品为主。

表 10　2018 年首农集团商贸板块前五大供应商情况

（单位：亿元、%）

供应商名称	金额	占比	主要采购商品
安添贸易南通有限公司	20.93	16.25	白砂糖、菜油、豆油、棕榈油、小麦
江苏安朝国际贸易有限公司	13.48	10.46	白砂糖、菜油、豆油、
江苏安迅国际贸易有限公司	8.90	6.91	白砂糖、豆粕、棕榈油、菜油
安博投资（上海）有限公司	8.02	6.22	白砂糖
上海东方电视购物有限公司	3.99	3.10	豆油
合计	**55.32**	**42.94**	--

资料来源：公司提供
注：占比为采购金额占商贸板块成本的比例

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 30-45 天以现金付清全款。2018 年，前五大客户销售占比为 52.56%，销售集中度较高，主要销售产品以白砂糖、菜籽油及大豆油为主。

表 11　2018 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
深圳市中农网有限公司	28.29	21.68	白砂糖
思玥贸易（上海）有限公司	14.90	11.42	白砂糖、菜籽油、大豆油
江苏恒廷怡国际贸易有限公司	13.03	9.99	白砂糖、棕榈油、大豆油
南通英宸国际贸易有限公司	7.45	5.71	白砂糖
中粮糖业有限公司	4.90	3.76	白砂糖
合计	**68.57**	**52.56**	--

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 12　京粮集团主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	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	212.81	50.59	9.60	51.10	53.28	7.22
粮食贸易与物流	108.52	32.32	3.64	169.03	40.18	5.25	35.11	36.61	4.52
商贸物流	25.36	7.55	7.35	30.54	7.26	4.61	8.53	8.89	3.22
不动产经营	4.06	1.21	67.19	8.25	1.96	79.65	1.18	1.23	69.26
合计	**335.82**	**100.00**	**9.27**	**420.64**	**100.00**	**8.87**	**95.91**	**100.00**	**6.64**

资料来源：公司提供

2018 年，京粮集团主营业务收入为 420.64 亿元，同比增长 25.26%。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，2018 年，粮油加工及销售业务收入为 212.81 亿元，同比增长 7.55%，但毛利率同比减少 1.82 个百分点至 9.60%，主要是受京粮控

股和玉米深加工板块企业收入增加影响，占营业收入比重为 50.59%；粮食贸易与物流业务实现收入 169.03 亿元，同比增长 55.76%，主要是京粮集团经营规模扩大所致，毛利率同比增加 1.61 个百分点至 5.25%，占营业收入比重为 40.18%；同期，商贸物流板块和不动产经营板块分别实现营业收入 30.54 亿元和 8.25 亿元，同比分别增长 20.44%和 103.20%，占比分别为 7.26%和 1.96%，其中不动产经营板块收入增幅较大，主要系当期物业租金收入增长所致。

2019年1-3月，京粮集团实现营业收入95.91亿元，毛利率为6.64%；分板块看，营业收入仍以粮油加工及销售及粮食贸易与物流业务收入为主，各板块毛利率均有所下滑，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

京粮集团的粮油加工及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”）、山东福寿生物工程有限公司、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。2018年，京粮集团粮油加工及销售板块前五大原材料供应商采购金额合计34.41亿元，占营业成本总额8.98%，集中度较低。

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，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务提供质优价廉的原材料。

表 13　京粮集团主要产品产销情况

产品	产量（吨）		销售量（吨）		销售均价（元/吨）	
	2018年	2019年1-3月	2018年	2019年1-3月	2018年	2019年1-3月
面粉	283228	69382	283228	69382	3411	3475
大米	85564	11205	96219	12113	5014	4864
油脂	357806	74460	208951	42307	5635	5409
豆粕	797177	139021	782795	143735	3134	2701
果糖	64174	15601	64085	15115	2099	1965
淀粉	966937	283075	880454	280303	2125	2202

资料来源：公司提供

京粮集团的面粉主要由古船食品生产，其产能利用率为64%；大米主要由古船米业生产，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。

表 14　截至 2019 年 3 月底京粮集团产能情况

产品	产能
面粉	日处理小麦 2600 吨
大米	日加工稻谷 1125 吨
油脂	日精炼能力 1540 吨，日灌装能力 1700 吨
面包	日生产面包 70 多万个
玉米深加工产品	年加工玉米 200 万吨

资料来源：公司提供

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%。2018年，大米、果糖和淀粉产品的产销量均呈同比大幅增长态势，大米和油脂类产品产销量同比有所下降，豆粕产品产销量基本保持稳定；从销售均价看，油脂类产品销售均价同比下降12.08%，淀粉销售均价同比增长15.80%，其他产品销售均价同比变化不大。2018年，京粮集团粮油加工及销售板块前五大客户销售金额合计10.98亿元，占营业收入2.61%，集中度低。

（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，2018年采购总量为1353.69万吨，同比增长29.04%，其中小玉米采购量较大，占76.27%。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。由于京粮集团采购主要集中在农户，单户采购量较小，使得京粮集团供应商集中度较小，对上游不存在依赖。

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年底，京粮集团在外埠购置的自有产权基地数量是20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。2018年，京粮集团原粮销售前五大客户销售金额合计61.28亿元，占营业收入比重为14.57%。

表 15　京粮集团主要贸易品种销售情况

（单位：万吨）

品种	2018 年	2019 年 1-3 月
小麦	159.78	15.97
稻谷	84.76	29.39
玉米	964.28	216.5
其他	38.69	3.86
合计	**1247.51**	**265.72**

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。

4. 二商集团经营情况

二商集团主业以现代分销与专业市场、食品加工制造业、现代物流业为主，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、商房大厦、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 16 二商集团营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	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	139.60	33.99	6.20	44.36	36.22	7.58
食品加工制造业	196.47	54.13	4.90	218.43	53.19	5.74	57.81	47.20	7.61
现代物流业	48.35	13.32	4.47	45.00	10.96	4.74	18.32	14.96	4.50
其他	5.44	1.50	32.72	7.66	1.87	42.33	1.98	1.62	41.67
合计	**362.97**	**100.00**	**5.62**	**410.69**	**100.00**	**6.47**	**122.47**	**100.00**	**7.69**

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

2018年，二商集团实现营业务收入410.69亿元，同比增长13.15%，综合毛利率为6.47%，同比增长0.85个百分点；分业务板块来看，食品加工制造业务收入为218.43亿元，同比增长11.18%，占营业收入比重为53.19%，是二商集团收入和利润的最主要来源，毛利率为5.74%，同比增长0.84个百分点；现代分销与专业市场板块的营业收入为139.60亿元，同比增长23.86%，主要系糖类和酒类分销业务收入增长所致，毛利率为6.20%，同比增加0.12个百分点，占营业收入比重为33.99%；同期，现代物流业营业收入为45.00亿元，同比下降6.93%，毛利率为4.74%，占营业收入比重为10.96%；其他业务主要包括物业、食品研发、教育等方面，收入规模相对较小。2019年1-3月，二商集团实现营业收入122.47亿元，综合毛利率为7.69%。

（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。2018年，食糖和酒类分别实现营业收入51.59亿元和53.86亿元，同比分别增长14.80%和13.77%，毛利率分别为1.34%和9.51%，毛利率水平保持稳定。

表 17 二商集团糖酒业务营业收入情况
（单位：亿元、%）

业务类别	2018 年度		2019 年 1-3 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
食糖	51.59	1.34	12.55	1.88
酒类	53.86	9.51	20.17	11.56
烟类	0.10	14.64	0.03	15.00
食品饮料	5.43	3.88	1.66	4.14

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。2018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。

5. 未来发展

经与京粮集团和二商集团重组，首农食品集团已形成横跨农牧渔业、食品加工业、商贸服务与物产物流业，覆盖米面油、肉蛋奶、酱醋茶、糖酒菜等全品类食品，涉及种植、养殖、仓储、加工、贸易、配送、销售等各个环节，形成从田间到餐桌的全产业链条和一二三产融合发展的全产业格局。

未来公司将继续以农牧渔业、食品生产加工与贸易等作为核心业务主体，发展现代服务业与物产经营以辅助主业发展；以首都食品供应服务保障为核心，以京津冀三地发展规划为牵引，借助打造京津冀世界级城市群的战略机遇，布局全国及海外市场。

总体看，公司未来发展战略立足于公司实际情况，符合国家政策方向。

截至2019年3月底，公司重点在建项目（除房地产外）预算总额为44.10亿元，已完成投资22.02亿元，未来投资规模较大。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完工，有利于提升公司农牧、物流业务的设备及实力。但考虑到公司未来房地产项目投资规模较大，公司仍存在较大的对外筹资需求。

表 18　2019 年 3 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 2019 年 3 月底已完成投资	2019 年剩余投资	2019 年至 2021 年
1	东郊法国学校项目	3.78	11.00	14.78	3.78	6.00	5.00
2	南郊_职工大学_改扩建项目	3.42	--	3.42	2.76	0.65	--
3	农产品研发及配件仓库	1.55	3.00	4.55	3.95	0.60	--
4	首农供应链项目	1.03	0.77	1.80	1.47	0.33	--
5	九九工场-创新工场	0.83	1.70	2.53	1.92	0.61	--
6	龙妫园项目	1.95	--	1.95	0.30	1.65	--
7	石门营粮库还建工程	1.77	--	1.77	0.79	0.60	0.38
8	西红门科研大厦	4.80	--	4.80	3.29	0.93	0.58
9	厦门龙冠广场项目	8.50	--	8.50	3.76	1.58	3.16
	合计	**27.63**	**16.47**	**44.10**	**22.02**	**12.95**	**9.12**

资料来源：公司提供

6．经营效率

2018 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分别为 20.92 次、3.63 次和 1.03 次。整体看，公司经营效率较高。

十、财务分析

公司提供了2018年度合并财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该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2019年一季度财务数据未经审计。受京粮集团和二商集团纳入公司合并报表范围，公司规模大幅扩张，公司对2018年财务期初数据进行了追溯调整，如无特殊说明，本报告涉及的2017年底财务数据均为追溯调整后的2018年期初财务数据。

截至 2018 年底，公司（合并）资产总额为 1335.25 亿元，所有者权益为 401.32 亿元（其中少数股东权益 106.12 亿元）。2018 年，公司实现营业收入 1266.55 亿元，利润总额 40.16 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 1396.67 亿元，所有者权益为 402.92 亿元（其中少数股东权益 107.27 亿元）。2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 302.28 亿元，利润总额 3.48 亿元。

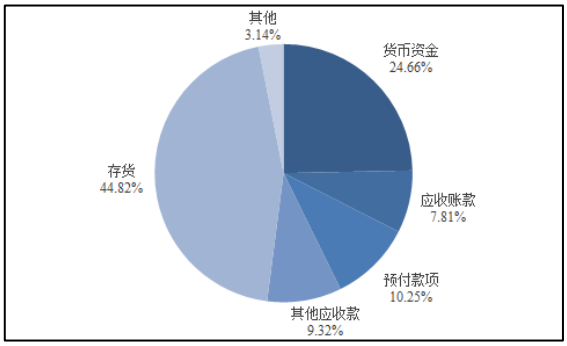
1．资产质量

截至 2018 年底，公司资产合计 1335.25 亿元，较年初增长 18.15%；其中流动资产占 57.83%，非流动资产占 42.17%，资产结构仍以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 772.12 亿元，较年初增长 7.86%，主要系存货增加所致；流动资产主要由货币资金（占 24.66%）、应收账款（占 7.81%）、预付款项（占 10.25%）、其他应收款（占 9.32%）和存货（占 44.82%）构成。

图 7　2018 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2018 年底，公司货币资金为 190.44 亿元，较年初下降 2.09%；公司货币资金主要

为银行存款（占 97.44%）；其中使用受限金额为 11.32 亿元（占 5.94%），主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金和履约保证金等。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值为 60.32 亿元，较年初增长 6.89%；其中按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款余额为 60.26 亿元，其中账龄 1 年以内（含 1 年）的占 85.19%，整体账龄较短。截至 2018 年底，应收账款累计计提坏账准备合计 11.14 亿元，综合计提比例为 15.58%；公司应收账款期末余额前五名合计占 18.58%，集中度一般。

截至 2018 年底，公司预付款项为 79.13 亿元，较年初增长 11.21%，主要系公司业务规模扩大、采购增加以及部分预付工程款未到结算期所致；公司预付款项期末余额前五名合计占 18.83%，集中度一般。

截至 2018 年底，公司其他应收款账面价值为 71.98 亿元，较年初下降 9.43%；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为 33.32 亿元，累计计提坏账准备 15.10 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为 59.14 亿元，累计计提坏账准备 5.51 亿元，其中采用账龄分析法计提坏账准备的其他应收款为 7.92 亿元，账龄 1 年（含）以内的占 25.16%，3 年以上的占 70.50%，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其他应收款的比例为 59.43%，主要为往来借款等，集中度较高，存在回收风险。

表 19　2018 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	占比	账龄	款项性质
大连一方东港置地有限公司	22.73	24.41	1-5 年	借款
北京亿本房地产开发有限公司	14.36	15.43	1-5 年	借款
北京华都肉鸡公司	9.60	10.31	1-2 年	偿债资金
北京中科电商谷投资有限公司	4.52	4.85	1-3 年	借款
北京北大创业园有限公司	4.12	4.43	1 年以内	借款
合计	**55.54**	**59.43**	--	--

资料来源：审计报告

截至 2018 年底，公司存货账面价值为 346.03 亿元，较上年增长 20.37%，增长主要来自库存商品和房地产开发成本；从构成看，以库存商品（占 25.60%）、房地产开发成本（占 51.80%）和房地产开发产品（占 8.80%）为主。截至 2018 年底，公司累计计提跌价准备 2.84 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

截至 2018 年底，公司非流动资产总额为 563.13 亿元，较年初增长 35.94%，主要系长期股权投资和无形资产增加所致；公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占 5.00%）、长期股权投资（占 16.65%）、投资性房地产（占 7.93%）、固定资产（占 36.08%）、在建工程（占 6.21%）、无形资产（占 11.98%）和商誉（占 7.21%）构成。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产为 28.18 亿元，较年初下降 27.36%，主要系以成本计量的可供出售权益工具减少所致；从构成看，以按成本计量的可供出售权益工具 24.22 亿元为主，主要是对北京京粮鑫牛润瀛股权投资基金（有限合伙）（3.00 亿元，持股 99.00%）、中粮资本投资有限公司（9.00 亿元，持股 13.04%）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。

截至 2018 年底，公司长期股权投资为 93.77 亿元，较年初增长 225.54%，主要系公司本期对北京农村商业银行股份有限公司（以下简称“北京农商行”）增资 41.24 亿元（持股比例增至 9.93%），增资后由“可供出售金融资产”转入所致；从构成看，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和北京农村商业银行等。

截至 2018 年底，公司投资性房地产账面价

值 44.63 亿元，较年初增长 69.20%，主要为房屋建筑物，占比为 95.83%；投资性房地产累计计提折旧和摊销 17.97 亿元。

截至 2018 年底，固定资产账面价值为 203.17 亿元，较年初增长 10.38%，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 62.12%、机器设备占 28.72%、运输设备占 3.29%，其他为电子设备、办公设备等。截至 2018 年底，公司已累计计提固定资产折旧 102.63 亿元，计提减值准备 2.23 亿元。

截至 2018 年底，公司在建工程合计 34.95 亿元，较年初下降 19.04%；在建工程主要包括草桥农产品研发及配件仓库（4.30 亿元）、厦门龙冠广场项目（4.21 亿元）和西红门科研大厦（3.22 亿元）等项目。截至 2018 年底，公司对在建工程计提减值准备 1.82 亿元，主要为对部分生产线的评估减值及对无使用价值、停工待处理的在建工程计提的减值准备。

截至 2018 年底，公司无形资产为 67.44 亿元，较年初大幅增长，主要系三元股份收购法国 Brassica Holdings 导致商标权增加所致；无形资产构成以土地使用权（占 40.47%）和商标权（占 55.12%）为主。

截至 2018 年底，公司生产性生物资产账面价值为 19.51 亿元，较年初增长 3.61%，构成以养殖牛（占 85.60%）为主；累计计提折旧 5.18 亿元，累计计提减值准备 0.01 亿元。

截至 2018 年底，公司商誉账面价值为 40.61 亿元，较年初增长 72.28%，主要系三元股份非同一控制下收购法国 Brassica Holdings 导致新增 16.63 亿元商誉所致，2018 年未对 Brassica Holdings 计提商誉减值准备；公司商誉规模较大，若经营不如预期，未来存在一定减值风险。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产为 16.34 亿元，较年初增长 51.72%，主要系南郊安置房项目土地疏解腾退成本增长所致；构成以南郊安置房项目土地成本 10.77 亿元、西山创意产业园土地成本 1.22 亿元、昌平区龙城地块共有产权项目（原奶牛四场）1.02 亿元和镶白旗村安置房项目土地成本 0.96 亿元为主。

截至 2018 年底，公司受限资产总额为 62.90 亿元；受限资产主要为货币资金 11.32 亿元、存货 29.31 亿元、投资性房地产 10.17 亿元和固定资产 7.41 亿元；受限资产规模占公司资产总额的 4.71%，受限比例很低。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额为 1396.67 亿元，较 2018 年底增长 4.60%，增长主要来自流动资产；其中应收票据及应收账款为 73.87 亿元，较 2018 年底增长 22.46%；预付款项为 91.35 亿元，较 2018 年底增长 15.44%；其他应收款为 89.83 亿元，较 2018 年底增长 24.81%；在建工程为 38.81 亿元，较 2018 年底增长 11.04%；其他科目较 2018 年底变化不大。

跟踪期内，公司资产构成仍以流动资产为主，流动资产中以房地产开发成本为主的存货占比高，对资金形成占用，其他应收款集中度高且账龄偏长，存在一定回收风险；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。公司整体资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

（1）所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益为 401.32 亿元，较年初增长 14.75%，主要系实收资本和未分配利润增加所致；其中归属于母公司权益为 295.19 亿元，占 73.56%。归属于母公司权益中，实收资本占 20.39%，资本公积占 41.09%，其他权益工具占 14.44%，未分配利润占 23.03%；其中实收资本为 60.18 亿元，较年初增长 119.66%，资本公积为 121.30 亿元，较年初下降 26.95%，主要系当期合并京粮集团和二商集团所致；其他权益工具为 42.64 亿元，较年初大幅增长，主要系公司于 2018 年 12 月发行永续中期票据“18 首农 MTN002”（额度为 20.00 亿元，期限为 3+N 年）以及京粮集团分别于 2018 年 4 月和 2018 年 12 月发行永续中期票据

“18 京粮 MTN001”（额度为 10.00 亿元，期限为 3+N 年）和“18 京粮 MTN002”（额度为 3.00 亿元，期限为 3+N 年）所致。整体看，公司权益稳定性较强。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 402.92 亿元，较 2018 年底增长 0.40%；公司所有者权益规模和构成较上年底变化不大。

跟踪期内，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

截至2018年底，公司负债合计933.93亿元，较年初增长19.68%，主要系非流动负债增加所致；流动负债和非流动负债分别占66.46%和33.54%，流动负债较上年下降12.08个百分点，仍以流动负债为主。

截至2018年底，公司流动负债合计620.73亿元，较年初增长1.27%；以短期借款（占32.06%）、应付账款（占11.45%）、预收款项（占15.58%）和其他应付款（占27.72%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款为 198.99 亿元，较年初下降 24.94%，主要系公司当期调整债务结构，以长期借款置换短期借款所致；其中保证借款占 36.33%、信用借款占 54.93%。

截至 2018 年底，公司应付票据为 14.05 亿元，较年初下降 29.27%，其中银行承兑汇票占 58.79%，商业承兑汇票占 41.21%。

截至 2018 年底，公司应付账款合计 71.06 亿元，较年初增长 44.64%，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；从账龄看，以 1 年内的（占 81.37%）为主；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 2018 年底，公司预收款项为 96.69 亿元，较年初下降 10.08%；从账龄看，以 1 年内的（占 90.42%）为主；公司预收款项主要为预收售房款以及未结算合同款。

截至 2018 年底，公司其他应付款为 172.07 亿元，较年初增长 17.48%，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 47.78%，非关联方往来款占 21.48%，关联方往来款占 7.30%，其他主要为预提各项费用、押金及保证金等。

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债为 25.95 亿元，较年初增幅较大，构成包括一年内到期的长期借款 8.95 亿元和一年内到期的应付债券 17.00 亿元，其中一年内到期的应付债券包括公司于 2016 年 9 月发行的 5.00 亿元中期票据“16 首农 MTN001”（期限为 3 年）、京粮集团于 2013 年 3 月发行的 7.00 亿元企业债“13 京粮债”（期限为 3+3 年）和京粮集团于 2014 年 6 月发行的 5.00 亿元中期票据“14 京粮 MTN001”（期限为 5 年）。截至本报告出具日，“14 京粮 MTN001”和“13 京粮债”已到期并按时兑付。

截至 2018 年底，公司其他流动负债为 20.19 亿元，较年初增幅较大，构成以京粮集团发行的超短期融资券 20.00 亿元为主；其中包括京粮集团于 2018 年 8 月发行的 5.00 亿元超短期融资券“18 京粮 SCP003”、10.00 亿元超短期融资券“18 京粮 SCP004”和 5.00 亿元超短期融资券“18 京粮 SCP005”。截至本报告出具日，“18 京粮 SCP003”和“18 京粮 SCP004”已到期并按时兑付。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 313.20 亿元，较年初增长 87.09%，主要系公司长期借款增加所致；非流动负债主要由长期借款（占 69.88%）、应付债券（占 11.17%）、专项应付款（占 4.86%）和递延收益（占 8.67%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款为 218.86 亿元，较年初增长 158.71%，主要系业务规模扩大，融资需求增加以及债务结构调整所致；公司长期借款主要由保证借款（占 57.23%）和信用借款（占 26.89%）构成。

截至 2018 年底，公司应付债券余额 35.00 亿元，较年初下降 16.67%，主要系“16 首农 MTN001”、“13 京粮债”和“14 京粮 MTN001”将于一年内到期重分类至一年内到期的非流动负债所致；从构成看，包括公司于 2017 年 12

月发行的5.00亿元中期票据“17首农MTN001”（期限为3年）、公司于2017年4月和2017年8月发行的两期公司债“17首农01”和“17首农02”（额度均为10.00亿元，期限均为3+2年）以及公司于2018年3月发行的10.00亿元中期票据“18首农MTN001”（期限为3年）。

截至2018年底，公司专项应付款为15.23亿元，较年初下降5.81%；主要为代区政府建造办公楼应付款（6.09亿元）和拆迁补偿应付款（5.04亿元）。

截至2018年底，公司递延收益为27.16亿元，较年初增长45.55%，主要系政府补助增加所致；公司递延收益均为政府补助。

截至2019年3月底，公司负债合计993.76亿元，较2018年底增长6.41%，增长主要来自流动负债；其中短期借款为235.69亿元，较2018年底增长18.44%；一年内到期的非流动负债为18.95亿元，较2018年底下降26.97%，主要系“13京粮债”到期兑付所致；其他流动负债为30.00亿元，较2018年底增长48.58%，主要系京粮集团于2019年3月发行10.00亿元超短期融资券“19京粮SCP001”所致；应付债券为52.00亿元，较2018年底增加17.00亿元，主要包括：公司于2019年3月发行的11亿元中期票据“19首农MTN001”（期限为3年）和公司于2019年3月发行6.00亿元超短期融资券“19首农食品SCP001”（期限为270天）。

截至2018年底，公司全部债务512.86亿元，较年初增长23.69%；其中短期债务和长期债务的占比分别为50.50%和49.50%，短期债务占比较年初下降18.97个百分点，债务结构有所改善。债务指标方面，截至2018年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为69.94%、56.10%和38.75%，较年初分别上升了0.89个百分点、1.86个百分点和12.17个百分点。截至2019年3月底，公司全部债务为554.86亿元，较2018年底增长8.19%；将“19首农食品SCP001”由应付债券计入短期债务考虑，短期债务和长期债务占比分别为52.38%和47.62%，短期债务占比有所增长。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71.15%、57.93%和39.60%，较2018年底分别上升了1.21个百分点、1.83个百分点和0.86个百分点。整体看，公司债务负担有所加重，但债务结构有所改善。

跟踪期内，公司负债仍以流动负债为主，有息债务结构有所改善，随着三元股份收购海外项目的完成、公司对保障房项目的持续投入及对外股权投资的增加，公司整体债务负担进一步加重，且短期债务规模较大，面临一定的短期偿债压力。

3. 盈利能力

2018年，公司实现营业总收入1266.55亿元，较上年增长10.79%；同期，公司营业成本为1148.57亿元，较上年增长10.85%，与营业收入增幅基本一致。公司营业利润率为8.89%，同比增加0.07个百分点。

期间费用方面，2018年，公司期间费用合计103.07亿元，较上年增长19.85%，主要系销售费用和财务费用增加所致；其中销售费用为47.22亿元，较上年增长12.37%，与营业收入增速相匹配；管理费用（含研发费用）41.58亿元，较上年增长7.03%；财务费用为14.28亿元，较上年大幅增长177.92%，主要系利息支出大幅增加所致。2018年，公司费用收入比由上年的7.53%上升至8.14%；期间费用对营业利润侵蚀明显，公司费用控制能力有待加强。

2018年，公司实现投资收益16.55亿元，较上年大幅增长183.72%，主要为权益法核算的长期股权投资收益（8.94亿元）和处置可供出售金融资产取得的投资收益（4.93亿元）；投资收益占营业利润的比重为56.43%。2018年，公司实现其他收益7.09亿元，较上年增长27.68%，主要为各类政府补贴。2018年，公司营业外收入为13.45亿元，较上年增长6.71%，主要为拆迁补偿收益；公司实现利润总额40.16

亿元，同比增长 17.01%。2018 年，公司非经常性损益占公司利润总额的 89.67%；整体看，公司利润水平受非经常损益影响很大。

2019 年 1-3 月，公司实现营业总收入 302.28 亿元，同比增长 16.67%；营业成本为 272.56 亿元，同比增长 16.25%；营业利润率为 9.51%，同比增加 0.34 个百分点；期间费用总额为29.51亿元，以销售费用和管理费用为主，占营业收入比重为 9.76%，同比增加 0.11 个百分点。同期，公司实现投资收益 1.43 亿元，同比下降 41.87%；其他收益和营业外收入分别为 1.46 亿元和 2.20 亿元，同比均大幅增长；公司实现利润总额 3.48 亿元，同比增长 60.37%；非经常性损益占公司利润总额的 145.30%，占利润总额比重高。

从盈利指标看，2018 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 5.22%和 7.43%，同比分别增加 0.85 个百分点和 0.48 个百分点。

跟踪期内，公司收入规模保持增长，利润主要来自投资收益和营业外收入，主营业务盈利能力一般，非经常性损益对利润水平影响大。考虑到公司持有土地资源区位优势好，拆迁补偿收益对利润形成有益补充。

4．现金流及保障

从经营活动看，2018 年，公司经营活动现金流入为 1669.99 亿元，较上年增长 20.51%，主要系销售收入增加，回款增加所致；经营活动现金流出为 1659.86 亿元，较上年增长 19.87%。受上述因素影响，2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 10.14 亿元，较上年增长 7.97 倍。2018 年，公司现金收入比为 106.40%，公司收入实现质量较高。

从投资活动看，2018 年，公司投资活动现金流入为 52.42 亿元，较上年下降 3.66%；投资活动现金流出为 177.84 亿元，较上年增长 51.03%，主要系同期收购 Brassica Holdings 事项完成交割以及对北京农商行增资所致。受上述因素影响，2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-125.41 亿元，净流出规模较上年增加 62.08 亿元。

从筹资活动看，2018 年，公司筹资活动现金流入为624.69亿元，较上年增加200.14亿元，主要系银行借款增加所致；筹资活动现金流出为 519.44 亿元，较上年增加 157.08 亿元，主要系偿还债务支付的现金增加所致。受上述因素影响，2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 105.25 亿元，较上年增长 69.22%。

2019 年 1-3 月，公司经营活动产生的现金流量净额为-43.17 亿元，投资活动产生的现金流量净额为-12.00 亿元，主要系投资支付的现金较多所致，筹资活动产生的现金流量净额为 50.75 亿元，主要系取得借款收到的现金。

跟踪期内，公司经营活动现金净流入规模大幅增长，收入实现质量保持良好水平；随着公司完成海外并购以及对外投资活动增加导致投资活动净流出规模加大，考虑到公司在建保障房项目投资规模大，对外筹资需求较大。

5．偿债能力

从短期偿债能力看，2018 年底，公司流动比率为 124.39%，同比增加 7.60 个百分点；受存货增长影响，速动比率同比下降 1.24 个百分点至 68.64%；公司经营现金流动负债比为 1.63%。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别较上年底增加 1.15 个百分点和 1.89 个百分点，分别为 125.54%和 70.54%。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，公司短期偿债能力较强。

从长期偿债能力指标看，从长期偿债指标来看，2018年，公司EBITDA为80.97亿元，较上年增长16.08%；公司EBITDA利息倍数为4.53倍，公司全部债务/EBITDA为6.33倍。考虑到公司作为北京市国资委下属唯一的涉农都市型现代农业产业集团，受政府扶持力度大，总体看，公司整体偿债能力强。

截至 2019 年 3 月底，公司对外担保余额 4.60 亿元，占净资产比例为 1.14%，占比很低；

担保对象分别为北京中科电商谷商业管理有限公司、北京市粮食局、北京京磁技术公司和双河农场，担保金额分别为 38710.49 万元、1182.00 万元、127.00 万元和 6000.00 万元，北京京磁技术公司目前由于经营不善已关停，目前公司正积极与贷款银行（中国农业银行）就逾期利息额清偿问题商讨解决方案。整体看，公司对外担保额度小，或有风险对公司的影响可控。

截至 2018 年底，公司共获得银行授信额度 1640.00 亿元，未使用授信额度 1226.40 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 A 股上市公司，具备直接融资渠道。

6. 母公司财务分析

截至 2018 年底，母公司资产总额为 379.52 亿元，其中流动资产为 115.66 亿元，非流动资产为 263.85 亿元；流动资产主要为其他应收款 111.79 亿元（占 96.65%），货币资金为 3.81 亿元；非流动资产主要为长期股权投资 234.79 亿元（占 88.99%）、固定资产 7.13 亿元（占 2.70%）和在建工程 4.38 亿元（占 1.66%）。截至 2018 年底，母公司负债合计 178.04 亿元，其中流动负债为 93.42 亿元，非流动负债为 84.62 亿元；流动负债主要为短期借款 46.00 亿元、其他应付款 34.01 亿元和一年内到期的非流动负债 13.00 亿元构成；非流动负债主要为长期借款 47.97 亿元和应付债券 35.00 亿元。截至 2018 年底，母公司有息债务为 141.97 亿元，其中短期债务为 59.00 亿元、长期债务为 82.97 亿元；母公司资产负债率为 46.91%。

截至 2018 年底，母公司所有者权益合计 201.48 亿元，其中实收资本为 60.18 亿元、其他权益工具为 19.82 亿元、资本公积为 122.26 亿元、其他综合收益为 0.03 亿元、盈余公积为 2.06 亿元、未分配利润为-2.87 亿元。

盈利能力方面，2018 年，母公司实现营业收入 1.17 亿元，营业成本为 0.04 亿元；期间费用以管理费用 1.95 亿元和财务费用 3.14 亿元为主，资产减值损失为-3.55 亿元；投资收益为 12.92 亿元，是母公司利润主要来源；2018 年，母公司实现利润总额 13.61 亿元。

2018 年，母公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为 12.18 亿元、-41.88 亿元和 30.83 亿元。

总体看，公司本部资产以长期股权投资和其他应收款为主，有息债务规模大，债务负担重；公司本部经营性收入规模很小，投资收益为利润主要来源。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1011010201272500U）。截至 2019 年 6 月 10 日，公司无未结清不良和关注类信贷记录；已结清信贷信息中，共有 2 笔不良类贷款和 17 笔关注类贷款，其中不良类贷款主要是因为 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。

8. 抗风险能力

总体看，公司作为北京市国资委下属唯一的涉农都市型现代农业产业集团，受政府扶持力度大；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，区域市场占有率高。总体看，公司整体抗风险能力极强。

十一、 存续债券偿还能力分析

截至 2019 年 3 月底，公司本部存续期债券如下表所示：

表20 截至2019年3月底公司本部存续债券情况

债券简称	起息日	到期日	期限	债券类型	债券余额（亿元）
19 首农食品 MTN001	2019-03-14	2022-03-14	3 年	一般中期票据	11.00
18 首农 MTN002	2018-12-20	2021-12-20	（3+N）年	一般中期票据	20.00
18 首农 MTN001	2018-03-29	2021-03-29	3 年	一般中期票据	10.00
17 首农 MTN001	2017-12-18	2020-12-18	3 年	一般中期票据	5.00
17 首农 02	2017-08-10	2022-08-10	（3+2）年	一般公司债	10.00
17 首农 01	2017-04-11	2022-04-11	（3+2）年	一般公司债	10.00
19 首农食品 SCP001	2019-03-04	2019-11-29	270 天	超短期融资债券	6.00
16 首农 MTN001	2016-09-13	2019-09-13	3 年	一般中期票据	5.00
合计					77.00

资料来源：Wind 资讯

截至 2019 年 3 月底，公司本部一年内到期应付债券为“19 首农食品 SCP001”和“16 首农 MTN001”，余额合计 11.00 亿元；截至 2018 年底，公司剔除受限后现金类资产为 180.88 亿元，为一年内到期应付债券余额的 16.44 倍。整体看，公司现金类资产对本部一年内到期应付债券保障能力很强。

截至 2019 年 3 月底，公司存续期应付债券余额合计 77.00 亿元，公司 EBITDA、经营活动现金流入量和经营活动现金流量净额分别为存续期应付债券余额的 1.05 倍、21.69 倍和 0.13 倍。公司经营活动现金流入对存续期应付债券保障能力很强。

表21 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

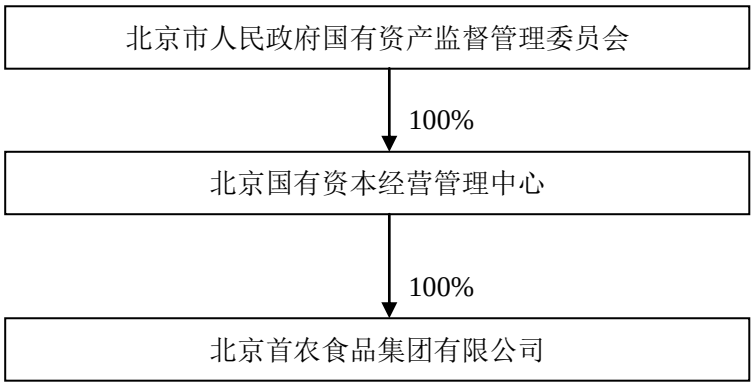
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	11.00
现金类资产/一年内到期债券余额	16.44
经营活动现金流入量/应付债券余额	21.69
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.13
EBITDA/应付债券余额	1.05

资料来源：联合资信整理

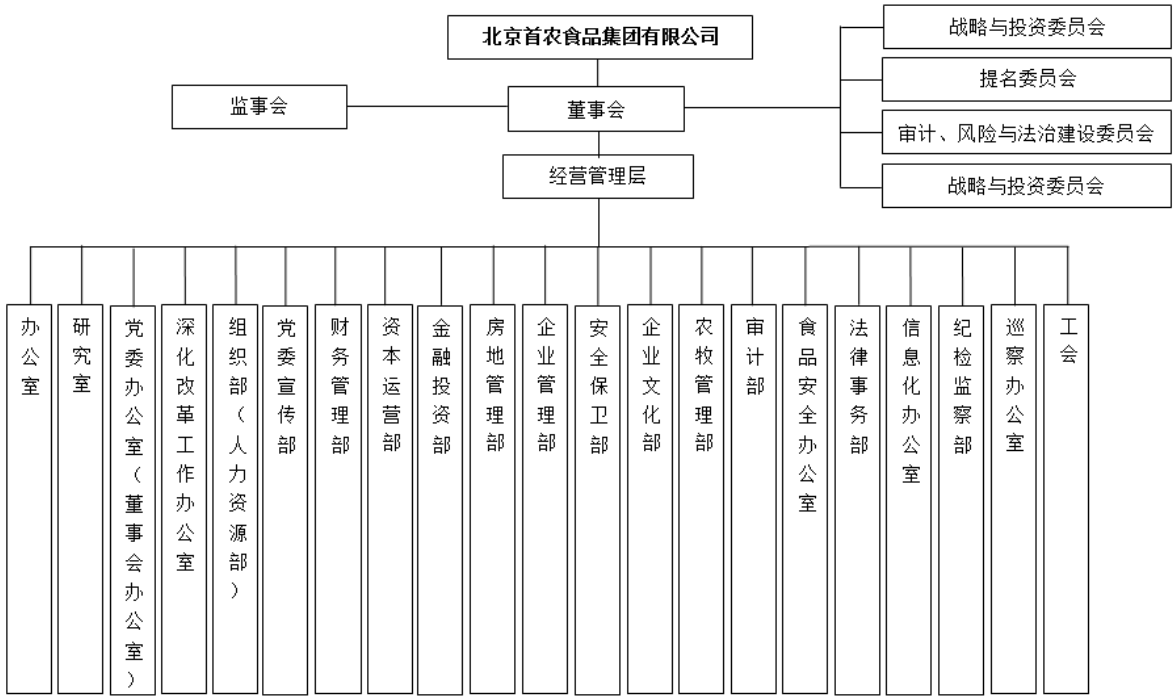
十二、 结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AAA，“16 首农 MTN001”和“18 首农 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2019 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	132.50	195.07	180.88	189.90
资产总额(亿元)	618.05	1130.09	1335.25	1396.67
所有者权益(亿元)	198.06	349.73	401.32	402.92
短期债务(亿元)	116.28	288.02	258.99	290.64
长期债务(亿元)	52.55	126.60	253.86	264.22
全部债务(亿元)	168.83	414.62	512.86	554.86
营业收入(亿元)	411.60	1143.15	1266.55	302.28
利润总额(亿元)	10.83	34.32	40.16	3.48
EBITDA(亿元)	26.97	69.76	80.97	--
经营性净现金流(亿元)	79.13	1.13	10.14	-43.17
财务指标				
销售债权周转次数(次)	14.81	26.66	20.92	--
存货周转次数(次)	1.90	4.60	3.63	--
总资产周转次数(次)	0.66	1.31	1.03	--
现金收入比(%)	121.93	108.22	106.40	105.60
营业利润率(%)	10.53	8.82	8.89	9.51
总资本收益率(%)	3.09	4.37	5.22	--
净资产收益率(%)	3.09	6.96	7.43	--
长期债务资本化比率(%)	20.97	26.58	38.75	39.60
全部债务资本化比率(%)	46.02	54.24	56.10	57.93
资产负债率(%)	67.95	69.05	69.94	71.15
流动比率(%)	118.15	116.79	124.39	125.54
速动比率(%)	71.67	69.89	68.64	70.54
经营现金流动负债比(%)	22.61	0.18	1.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.02	4.88	4.53	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.26	5.94	6.33	--

注：1. 2019年一季度财务数据未经审计；2.其他流动负债中的短期融资券计入短期债务；3.公司于2018年发生重组，为提高财务数据可比性，公司对2018年期初数据进行了追溯调整，如无特殊说明，本报告涉及的2017年底财务数据均为追溯调整后的2018年期初财务数据

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	
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	
营业总收入年复合增长率	
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	（营业总收入-营业成本-营业税金及附加）/营业总收入×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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3　评级展望设置及其含义

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

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