

信用等级公告

联合〔2019〕2918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及其拟发行的 2019 年度第三期中期票据的信用状况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 2019 年度第三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

二〇一九年十月八日



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

2019 年度第三期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AAA

本期中期票据信用等级：AAA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：5 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

募集资金用途：偿还有息债务

评级时间：2019 年 10 月 8 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+	评级结果	AAA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险
			2
		自身竞争力	行业风险
			3
			基础素质
财务风险	F2	现金流	1
			企业盈利
			2
		资本结构	经营分析
			2
			资产质量
调整因素和理由	1	调整因子	盈利质量
			3
			现金流量

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1—F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

评级观点：

北京首农食品集团有限公司（以下简称“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，中央及北京市两级政府粮油及重要食品储备单位，战略地位显著。2018 年进一步改组为国有资本投资公司，在市属产业资源配置及资金等方面将获得政府大力支持。公司在完成与北京粮食集团有限责任公司（以下简称“京粮集团”）和北京二商集团有限责任公司（以下简称“二商集团”）的联合重组后，已形成从田间到餐桌的完整产业链布局；在品牌影响力、市场占有率及产业链完整度等方面具备显著优势。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司现代农牧业务易受养殖行业市场波动及疫情风险的影响，债务规模快速增长，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。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

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。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险极低，本期中期票据的偿还能力极强，违约风险极低。

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，中央及北京市两级政府粮油及重要食品储备战略地位显著，并被改组为国有资本投资公司，在市属产业布局及资金等方面受政府支持力度大。
2. 2017 年 12 月 15 日，北京市国资委宣布对原首农集团、京粮集团和二商集团实施联合重组。重组后，公司已形成从田间到餐桌的完整产业链布局，旗下拥有“三元”牛奶、“Cherry Valley”樱桃谷鸭、“古船”“大红门”猪肉、“王致和”腐乳、“六必居”酱菜等众多知名品牌，低温奶在北京市场的占有率领先；婴幼儿乳粉进入全国前十行列；

分析师：李 明 王 晴

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

古船面粉在同类产品中全国市场综合占有率连续八年蝉联第一；大红门公司在肉类屠宰与加工业全国排名第4位，“大红门”生鲜肉制品销量占北京市总销量的52%以上；“白玉”牌豆腐及豆制品在北京市商超渠道市场占有率超过70%。

3. 在良种开发方面，公司拥有多个育种知识产权，包括全球领先的樱桃谷鸭、世界三大蛋鸡品种之一的峪口蛋鸡、北京鸭、北京油鸡、北京黑猪的原种，樱桃谷鸭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，蛋鸡全国市场份额近50%，后续发展能力强。
4. 公司大量农场及粮库位于北京周边，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，保障房开发及拆迁补偿收益未来有望对公司利润形成有益补充。
5. 公司经营活动现金流入量和EBITDA对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 养殖行业市场和疫情风险较大。近年来，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. 公司期间费用高涨，主营业务盈利能力一般，利润总额对非经常性损益依赖程度高。
4. 随着公司海外并购项目的完成及保障房开发业务规模的快速增长，公司债务规模快速增长。
5. 公司管理层级较多，海外并购项目带动无形资产和商誉大幅增加，未来可能存在一定减值风险，且加大了公司风险管控难度。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
现金类资产(亿元)	132.50	195.07	180.88	187.53
资产总额(亿元)	618.05	1130.09	1335.25	1432.29
所有者权益(亿元)	198.06	349.73	401.32	400.02
短期债务(亿元)	116.28	288.02	258.99	321.52
长期债务(亿元)	52.55	126.60	253.86	263.30
全部债务(亿元)	168.83	414.62	512.86	584.82
营业总收入(亿元)	411.60	1143.15	1266.55	634.86
利润总额(亿元)	10.83	34.32	40.16	11.10
EBITDA(亿元)	26.97	69.76	80.97	--
经营性净现金流(亿元)	79.13	1.13	10.14	-16.78
营业利润率(%)	10.53	8.82	8.89	9.62
净资产收益率(%)	3.09	6.96	7.43	--
资产负债率(%)	67.95	69.05	69.94	72.07
全部债务资本化比率(%)	46.02	54.24	56.10	59.38
流动比率(%)	118.15	116.79	124.39	123.49
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	--

公司本部(母公司)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
资产总额(亿元)	189.93	200.63	379.52	419.29
所有者权益(亿元)	64.79	65.14	201.48	197.27
全部债务(亿元)	71.90	120.93	141.97	172.75
营业收入(亿元)	1.10	1.18	1.17	0.56
利润总额(亿元)	2.42	1.39	13.61	-0.49
资产负债率(%)	65.89	67.53	46.91	52.95
全部债务资本化比率(%)	52.60	64.99	41.34	46.69
流动比率(%)	97.89	107.75	123.81	117.67
经营现金流动负债比(%)	24.67	-12.90	13.04	--

注: 1.2019 年上半年财务数据未经审计; 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

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA	稳定	2019/7/26	杨学慧 魏丰	畜禽养殖行业主体信用评级方法(2017 年)	阅读全文
AAA	稳定	2018/7/25	李明 杨学慧 魏丰	畜禽养殖行业主体信用评级方法(2017 年)	阅读全文
AA+	稳定	2011/2/21	刘献荣 程晨	企业主体评级方法(2009 年)	阅读全文

注: 上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅; 2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本号



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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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

2019 年度第三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“公司”或“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 6 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。

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，公司实现营业总收入 1266.55 亿元，利润总额 40.16 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司（合并）资产总额为 1432.29 亿元，所有者权益为 400.02 亿元（其中少数股东权益 107.49 亿元）。2019 年 1—6 月，公司实现营业总收入 634.86 亿元，利润总额 11.10 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

公司于2017年注册总金额为40亿元的中期票据。本期拟发行2019年度第三期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度为5亿元，期限3年，募集资金将全部用于偿还还有息债务。本期中期票据无担保。

三、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。

表1 2016—2019年上半年中国主要经济数据

项目	2016年	2017年	2018年	2019年上半年
GDP（万亿元）	74.0	82.1	90.0	45.1
GDP 增速（%）	6.7	6.8	6.6	6.3
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	6.0
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.8
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.4

出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	6.1
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.4
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.2
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	0.3
城镇登记失业率（%）	4.0	3.9	3.8	3.6
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 固定资产投资增速为不含农户投资增速；5. 城镇登记失业率为期末值
资料来源：国家统计局、Wind

2019年1—6月，中国积极的财政政策继续加力增效，通过扩大财政支出加强基建补短板投资，同时大规模的减税降费政策落地实施，企业负担进一步减轻，财政稳增长作用凸显。2019年1—6月，中国一般公共预算收入和支出分别为10.8万亿元和12.4万亿元，收入同比增幅（3.4%）远低于支出同比增幅（10.7%），财政赤字（1.6万亿元）较上年同期（7261亿元）大幅增加。央行继续实施稳健的货币政策，综合运用多种货币政策工具维持了市场流动性的合理充裕，市场利率水平相对稳定。在上述政策背景下，2019年1—6月，中国国内生产总值45.1万亿元，同比实际增长6.3%。中西部地区经济增速仍较快，东北地区经济增长仍靠后；CPI温和上涨；PPI和PPIRM基本平稳；就业形势总体稳定。

2019年1—6月，中国三大产业继续呈现增长态势，农业生产形势稳定；工业生产继续放缓，工业企业利润增速有所企稳；服务业增速略有放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。

固定资产投资增速有所放缓，制造业投资、基础设施建设和房地产投资增速均有所回落。2019年1—6月，全国固定资产投资（不含农户）29.9万亿元，同比增长5.8%，增速有所放缓。其中，民间固定资产投资18.0

万亿元，同比增长 5.7%，增速明显回落。从三大主要投资领域来看，2019 年 1—6 月，全国房地产开发投资 6.2 万亿元，同比增长 10.9%，增速较 1—3 月回落 0.9 个百分点，主要源于近期房企融资约束持续加强，但受上年开发商大量购地以及前期开工项目续建影响，房地产开发投资增速较上年同期仍有所加快。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）同比增长 4.1%，较上年同期明显下降，但在 2018 年年底全国人大授权国务院提前下达部分 2019 年度新增地方政府债务限额，今年 4 月、6 月先后发布相关政策加快地方债发行进度，同时允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金等多项措施助力基建投资的政策背景下，今年以来基础设施建设投资持续企稳。制造业投资同比增长 3.0%，增幅明显回落。其中，汽车制造业投资增速依旧维持在 0.2% 的低位水平，是制造业投资放缓的重要原因。

居民消费增速有所回升，消费结构持续优化升级。2019 年 1—6 月，全国社会消费品零售总额 19.5 万亿元，同比增长 8.4%，增速较 1—3 月（8.3%）略有回升，较上年同期（9.4%）有所回落，较 1—3 月回升主要由于车企降价销售“国五”标准汽车使得汽车类零售额同比增速（1.2%）较 1—3 月转负为正。具体来看，生活日常类消费仍保持较高增速，升级类消费增速较快，服务类消费增幅明显。此外，网上零售继续保持快速增长。中国居民消费持续平稳增长，消费结构进一步改善，在中国经济面临下行压力的背景下，消费仍是经济增长的第一驱动力。

进出口稳中有进，贸易顺差有所扩大。2019 年 1—6 月，中国货物贸易进出口总值 14.7 万亿元，同比增速（3.9%）较 1—3 月略有回升，较上年同期大幅回落，主要受中美贸易摩擦和中国内需放缓等因素影响。出口方面，机电产品与劳动密集型产品仍为出口主力。进口方面以集成电路、原油和农产品

为主，集成电路进口额增速（-6.9%）较上年同期下滑了 38.9 个百分点，是进口增速较上年同期下滑的主要原因。

2019 年下半年，国际贸易紧张局势可能加剧、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，中国宏观经济整体仍存在较大的下行压力。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策，加大逆周期政策调节力度稳投资，同时采取措施推动消费升级、稳定外贸增长，推动经济健康高质量发展。从三大需求看，一是固定资产投资增速有望持续企稳。随着地方政府专项债券发行力度的加大，以及补短板、强后劲的重大项目的加快批复，基础设施投资有望持续企稳；减税降费的落实将进一步修复企业盈利，激发企业主体活力，加上电子信息产品制造、交通运输设备制造等具有较大示范效应的高端产品和服务制造领域的发展，制造业投资有望企稳；在“房住不炒”的定位下，房地产投资增速或有所回落，但在稳增长和推进城镇化建设的背景下房地产投资回落幅度比较有限。二是居民消费增速面临一定压力。“国六”标准政策的实施透支了部分汽车消费需求，可能会对未来一段时间的汽车消费产生不利影响，加上当前中国居民部门杠杆率持续攀升、房地产对消费的挤出效应仍强，居民消费增速或面临一定的回落压力。三是进出口增速或将继续放缓。全球经济复苏仍面临诸多不确定性因素，外部需求或继续放缓；随着相关扩大进口政策的进一步实施，以及中国加强与“一带一路”沿线国家的交往，中国对除美国外主要经济体的进口增速保持相对稳定，但国内经济下行压力有所加大，中国内需压力未消也会对进口产生一定抑制。总体来看，2019 年下半年，中国经济运行仍将保持在合理区间，考虑到房地产投资增速以及居民消费增速或将有所放缓，下半年经济增速或略有回落，预计全年经济增速

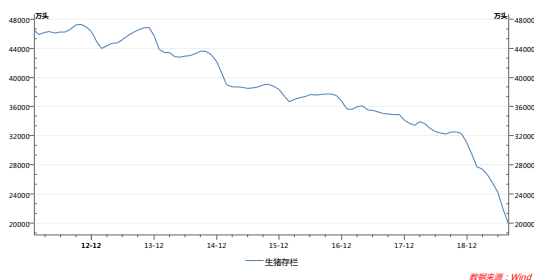
在 6.2% 左右。

四、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 8 月底，国内生猪存栏量 19783 万头，同比下降 38.70%。

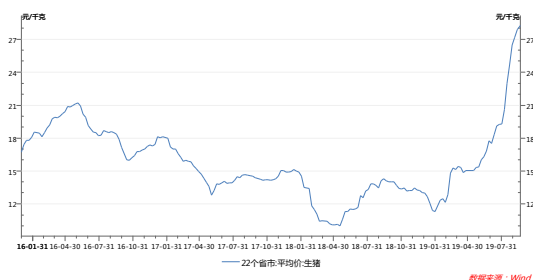
图 1 2012 年以来中国生猪存栏量
(单位：万头)



数据来源：Wind 资讯

从猪肉价格变动情况看，近年来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，截至 2019 年 9 月 20 日，全国生猪均价已涨到 28.26 元/千克。

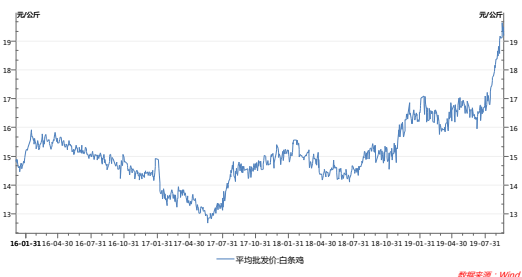
图 2 2016 年以来中国生猪价格情况
(单位：元/千克)



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。截至 2019 年 9 月 20 日，白条鸡平均批发价已经涨到 19.20 元/千克。

图 3 2016 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

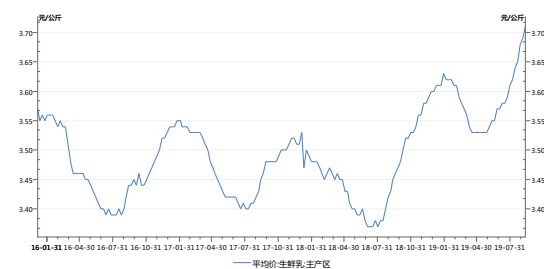
供应总量与市场需求的绝对值相比,存在一定的供给缺口,需要通过进口原料奶粉予以补充。进口原料奶粉主要用于以乳为原料的食品加工和制造,如糖果、烘焙等,原料乳主要用于业态乳品和各类配方奶粉的加工制造。基于上述供需结构,近1~2年,国内原料奶的供需关系相对平衡。

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

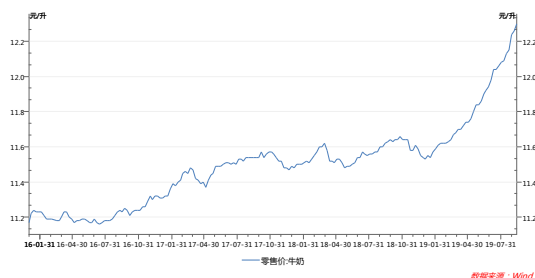
图5 2016年以来生鲜乳均价走势(单位:元/公斤)



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 2016年以来牛奶零售价走势(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。

五、基础素质分析

1. 股权状况

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. 企业规模及竞争力

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，在畜禽良种繁殖、养殖、食品加工和仓储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、樱桃谷鸭、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。其中，樱桃谷鸭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；蛋鸡全国市场份额近 50%。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的养猪育种中心。截至 2018 年底，公司拥有 38 个规模化奶牛场。

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、“古船”“绿宝”“火鸟”“古币”“华藤”“正大”“大磨坊”“大红门”猪肉、“王致和”腐乳、“六必居”酱菜等在业内有广泛影响力的优秀品牌。其中，“三元”低温奶在北京市场的占有率领先，婴幼儿乳粉已进入全国前十行列，古船面粉在同类产品中全国市场综合占有率连续八年蝉联第一，北京市场铺市率达到 100%，北京市场占有率在 40%以上。大红门公司在肉类屠宰与加工业全国排名第 4 位。“大红门”生鲜肉制品销量占北京市总销量的 52%以上，“白玉”牌豆腐及豆制品在北京市商超渠道市场占有率超过 70%。

公司下属京粮集团粮食仓储规模庞大，拥有北京地区最大的粮食储备体系，担负着北京市和部分中央的政策性粮油储备职能。京粮集团在北京的昌平、房山、顺义、大兴、怀柔等地形成专业化、集约化、规范化的粮食仓储企业集群，截至 2018 年底，拥有自有产权粮库 103 个，自有产权粮库有效仓容 513 万吨。

另外，公司拥有北郊、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

土地共 1350 宗，面积合计 7887.33 万平方米。未来，上述土地资源的综合开发利用将进一步为公司带来收益。

3. 人员素质

截至2019年6月底，公司董事会由10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。历任京粮集团党委副书记，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月任京粮集团党委书记、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2019年6月底，公司在职员工共48035人，其中研究生及以上学历占2.50%，本科及大专学历占33.27%，高中学历占26.11%，高中以下学历占38.12%；30岁以下占24.74%，30~50岁占57.79%，50岁以上占17.47%。

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涉农都市型现代农业产业集团，中央及北京市两级政府粮油及重要食品储备战略地位显著。下属京粮集团是北京市政府确定的粮油供给

应急预案的唯一执行主体，在保证首都粮油供应、稳定价格、军粮供应方面发挥重要作用。下属二商集团承担着中央和北京市两级政府重要食品的储备任务，起到调控市场、应急救援、确保社会稳定的重要作用，同时负担着在京党、政、军、国家机关、驻华使领馆以及当合国家在京召开的重要会议、重大活动的食品供应工作。

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4.43亿元、6.17亿元和7.13亿元。

5. 企业信用记录

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8月23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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

按照《公司法》的规定，公司已建立符

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10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。

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。若公司董事会与监事会成员构成长期未能达到公司章程规定，公司将面临法人治理结构缺失的风险，从而对公司日常经营带来不利影响

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；同时在管理层设财务管理部、组织部、资本运营部、农牧管理部等职能部门。

为适应公司联合重组和高质量发展的需

要，使公司各项工作有章可循、有序可依、规范系统，公司梳理和修订了各项管理制度。修订后的管理制度分为公司治理、行政管理、综合管理、财务管理、资产和投资管理、安全管理、人力资源管理、企业党建、企业法治、审计监督、纪检监察、工会管理等12类116项。

为规范决策行为，公司制定了《审批权限管理办法》。其中规定，公司发行债券由董事会制订方案，报北京市国资委批准。投资额在5000万元（含）以上的，公司董事会审批；境外投资项目，均由公司董事会审议，其中，投资额在1亿美元（含）以上的，董事会审核后，报北京市国资委批准。二级企业借款额在5000万元（含）以上的，均需要公司董事会审批。

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《投资管理办法》《境外投资管理办法》《投资项目备案管理办法》和《投资项目后评价管理办法》等投资管理制度，对固定资产和无形资产投资、股权投资、房地产开发投资和金融类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。

资金管理方面，公司实行资金集中统一管理，建立一套“在实现对远程账户余额查询的基础上，资金相对集中、资金预算管理、大额资金控制和全面监控”的资金集中统一管理体系。根据公司财务管理现状，采用资金相对集中的“限额+大额”管理模式，即根据成员单位日常经营资金需求规定限额，限

额内资金由成员单位自行支配。资金管理中心每日自动对成员单位超过或低于限额的资金进行归集或补足。对限额内资金无法满足支出的大额资金实施预算管理，资金管理中心根据预算逐笔审批后下拨成员单位支付。

财务管理方面，公司制定了《全面预算管理办法》《财务管理与会计核算办法》和《境外投资财务管理办法》等制度。公司可向全资及控股企业委派财务总监或财务主管。派出的财务总监或财务主管必须定期向集团公司述职。公司对二级企业行使资产收益权，按照《中华人民共和国公司法》规定的程序和权限对二级企业行使重大决策权。

安全管理方面，公司制定了《食品安全监督检查管理办法》《食品安全突发事件应急处理办法》《食品安全责任追究管理办法》、《食品供应服务保障工作管理办法》《安全生产责任制管理办法》等，对于食品生产、加工、销售、运输等方面进行了制度规范。

动物疫病防控方面，公司制定了《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。

2019年8月21日，公司发布《关于子公司受到银行间市场交易商协会纪律处分的公告》，纪律处分的基本内容为公司子公司京粮集团于2019年8月19日收到银行间市场交易商协会（以下简称“交易商协会”）自律处分，基本事实为京粮集团作为债务融资工具发行人，在债务融资工具存续期间无偿划转下属子公司股权，导致京粮集团净资产减少超过最近经审计净资产的10%，京粮集团未就该事项及时进行重大事项信息披露并告知主承销商召开持有人会议，违反银行间市场

相关自律管理规则。公司对京粮集团所受纪律处分结果无异议，并将在后续经营过程中督促子公司加强信息披露管理工作。

为进一步明晰企业功能定位，推进资源整合优化，公司拟对京粮集团名下生物科技板块相关企业进行重组，组建生物科技子集团，再将生物科技子集团100%股权无偿上划至首农食品集团。由于本次无偿划转资产对京粮集团净资产影响比例已超过10%，京粮集团将配合主承销商尽快组织召开京粮集团存续债券的债券持有人会议，由债券持有人会议审议本次股权划转事宜，并及时履行信息披露义务。

总体看，公司制度建设较完善，但管理层级及下属子公司较多且涉及经营领域较多，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. 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、物流产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（不纳入合并范围）。

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. 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 1.86 亿美元。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 年底，Anatis UK Limited 资产总额为 5.15 亿元，净资产为 2.80 亿元，2018 年，实现收入 1.95 亿元，净利润 1.21 亿元。

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（香港）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”）通过向樱桃谷公司派出董事对其发展战略、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。

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。

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

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%，占主营业务收入的比重为 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%，占主营业务收入的比重为 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，占主营业务收入比重为 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，公司主营业务综合毛利率为 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。

2019 年上半年，公司实现主营业务收入 634.60 亿元，同比增长 21.77%。各主要板块收入同比均有所增长，食品制造加工与商贸服务、现代农牧业和物产物流业收入同比分别增长 19.91%、23.38%和 31.37%。毛利率方面，综合毛利率为 10.10%，同比增加 0.13 个百分点，主要系现代农牧业毛利率同比提升 4.57 个百分点所致；物产物流业毛利率的降低主要受石油市场价格波动的影响和房地产板块的影响，由于房地产项目结算的特点，造成项目在结束体现利润，因此毛利率波动较大。

表 2 公司重组后主营业务收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年 1-6 月		
	收入	占比	毛利率	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	496.53	78.24	8.64
现代农牧业	42.10	3.68	25.22	40.30	3.18	25.93	33.58	5.29	26.11
物产物流业	167.74	14.68	23.07	213.87	16.89	19.25	103.42	16.30	11.88
其他业务	6.41	0.56	23.04	5.82	0.46	36.17	1.07	0.17	14.51
合计	1142.81	100.00	9.33	1265.99	100.00	9.27	634.60	100.00	10.10

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。近三年，首农集团收入规模波动增长。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%，主要系上海首农投资控股有限公司（以下简称“上海首农”）为防控风险对业务进行转型升级导致收入规模下降所致。

毛利率方面，近三年，首农集团综合毛利率波动上升。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—6 月，首农集团实现营业收入 174.88 亿元，同比有所下降，主要受上海首农

业务转型影响商贸板块收入规模同比下降较

大；同期，首农集团综合毛利率为18.32%。

表3 首农集团营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2016年			2017年			2018年			2019年1—6月		
	收入	占比	毛利率	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	50.35	12.23	23.68	60.88	13.93	16.60	65.23	15.01	16.94	33.18	18.97	24.79
食品加工业	66.86	16.24	31.47	76.55	17.52	23.65	90.73	20.87	27.04	44.28	25.32	34.20
物产物流业	110.89	26.94	13.18	107.37	24.57	18.45	148.24	34.10	11.00	61.68	35.27	12.72
商贸	183.51	44.58	0.47	192.23	43.99	1.26	130.47	30.02	1.27	35.75	20.44	2.31
合计	411.60	100.00	11.77	437.04	100.00	11.54	434.67	100.00	12.32	174.88	100.00	18.32

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，主要产品为种鸡种鸭，其中，蛋种鸡以商品代和父母代雏鸡为主；樱桃谷鸭以祖代雏鸭为主；北京鸭以生鸭胚为主；肉种鸡以父母代雏鸡为主。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，近三年，牛冻精的产销量均波动下降，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；近三年，商品猪的产销量波动增长，2018年，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；近三年，原料奶产销量稳定增长，2018年，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%；商品鸭产销量较稳定，2018年销售价格同比增长3.43%；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，2018年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；蛋鸡产销量随市场需求变化波动较大，2018年销售价格同比增长14.24%。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 1-6 月
牛冻精	产量(万剂)	207.52	227.94	184.93	131.63
	销量(万剂)	235.26	188.21	155.16	75.75
	均价(元/剂)	21.15	26.15	32.20	34.32
商品猪	产量(头)	53194.00	51988.00	57435.00	38396.00
	销量(头)	53194.00	51988.00	57435.00	38396.00
	均价(元/头)	1246.00	994.13	896.88	1091.27
原料奶	产量(万公斤)	39807.98	41143.66	44020.62	24064.07
	销量(万公斤)	38070.07	39291.67	42727.21	23397.45
	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	298.64
	销量(万对)	658.73	654.73	639.22	307.98
	均价(元/对)	82.92	89.10	92.16	91.88
肉鸡	产量(吨)	51904.00	62277.05	57777.80	26908.20
	销量(吨)	51252.00	61290.66	60016.90	28735.70
	均价(万元/吨)	1.25	1.17	1.33	1.42
蛋鸡	产量(万只)	18954.00	15854.70	17787.00	13339.00
	销量(万只)	18954.00	15854.70	17426.00	13339.00
	均价(元/只)	3.00	2.88	3.29	3.42

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

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，三元股份已建成国内领先的液态奶、发酵奶、固态奶、科研培训中心四大基地，在北京、河北迁安、河北新乐、天津静海、广西柳州等建立了十四大生产基地。冰淇淋板块在北京、上海和新西兰地区设立了三个工厂。

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。

截至 2019 年 6 月底，三元股份的资产总额为 138.59 亿元，所有者权益为 61.49 亿元；

2019 年 1—6 月实现营业收入 41.73 亿元，同比增长 9.97%，利润总额为 2.70 亿元，同比增长 132.53%。

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。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，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。近三年，随着对外采购量的提升，牛奶自给率持续下降，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，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1-6月
牛奶	对内采购(万吨)	25.21	25.78	22.24	14.74
	对外采购(万吨)	26.73	31.34	33.82	16.85
	对外采购均价(元/吨)(不含税)	3349.32	3540.89	3837.47	3772.63
	自给率(%)	48.54	45.13	39.67	46.66
奶场	产奶的牛的数量(头)	40577	44894	45758	45214
	产奶量(吨/每头每年)	9.98	9.72	9.73	10.50

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、天津等华北区域为主，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1-6月
固态奶(奶粉、冷饮、干酪)	产量(万吨)	12.39	13.09	3.29	1.59
	销量(万吨)	13.35	12.89	3.67	2.59

	销售均价(元/吨)(不含税)	17264.14	17155.12	30439.23	25338.10
	产销率(%)	107.68	98.50	111.55	162.89
液态奶(牛奶、酸奶)	产量(万吨)	41.08	40.91	45.31	24.73
	销量(万吨)	44.56	42.99	49.18	26.57
	销售均价(元/吨)(不含税)	7395.93	7992.42	8072.09	8389.93
	产销率(%)	108.48	105.09	108.54	107.43
冰激凌	产量(万吨)	--	--	11.41	6.34
	销量(万吨)	--	--	11.38	6.38
	销售均价(元/吨)(不含税)	--	--	14895.73	12967.27
	产销率(%)	--	--	99.74	100.71
涂抹酱	产量(万吨)	--	--	2.93	1.46
	销量(万吨)	--	--	2.82	1.46
	销售均价(元/吨)(不含税)	--	--	31666.61	28933.90
	产销率(%)	--	--	96.25	100.00

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，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，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。

近三年，首农集团房地产业务分别实现收入48.25亿元、38.58亿元和69.90亿元，2018年同比增长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6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205.68亿元；上述项目累计实现销售套数15934套，销售面积143.44万平方米，实现销售额166.04亿元。

表7 截至2019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	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	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	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
建设情况										
规划住宅套数(套)	1371	1058	1098	1296	759	3270	4703	2386	1041	538
规划商业套数(套)	39	56	73	5	22	--	8	--	--	26
建筑面积(平方米)	154059	194093	117497	147812	75639	346902	621321	229740	103496	81675
完成投资(万元)	44796	87856	34211	75232	55000	467764	729458	435000	94471	33046
销售情况										
销售套数(套)	1370	924	1155	1296	759	2110	4673	2386	979	282
销售面积(平方米)	137336	113433	108995	147812	58831	147000	407340	207764	79077	26857
销售额(万元)	55026	90054	28324	101378	53377	148707	748454	455000	91464	21262

资料来源：公司提供

在建房地产项目方面，截至2019年6月底，首农集团在建项目计划总投资合计466.87亿元，已完成投资188.91亿元，未来尚需投资277.96亿元，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	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	暖山金城城	扬州	商品房	336613.00	156000.00	115644.00	2022.7	336613.00	89259.75
2	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	391566.00	2022.12	672900.00	--
3	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	338920.40	2022.12	896400.00	359764.00
4	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
5	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	33532.21	2020.12	80880.23	--
6	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	8616.08	2022.12	88419.00	--
7	宜兴清华科技园二期项目	江苏宜兴	科研办公	206272.70	145885.15	7288.01	2022.12	109214.00	--
8	融坤养老中心项目（地坛项目）	北京	养老设施	76362.90	137935.50	55520.12	2020.6	--	非可售
9	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	94104.00	280000.00	163202.00	2020.12	87194.00	尚未取得预售证
10	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	71781.00	2021.5	33717.00	尚未取得预售证
11	海淀上庄N35\N46地块	北京	定向安置房	340459.00	200000.00	108300.00	2019.12	248425.89	177948.51

12	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	85800.00	2020.6	317440.24	尚未取得预售证
13	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	48700.00	2020.6	211475.00	尚未取得预售证
	合计	--	--	4733576.28	4668716.13	1889135.82	--	3663878.36	791272.26

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2019年6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

首农集团商贸板块主要经营主体为上海首农、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。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。

表9 2016—2019年上半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
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
2018年	一级白砂糖	116.76	117.1	4614.51	4.27
	玉米	42.51	42.51	1572.98	0.94
	大豆	36.04	36.04	3058.25	1.57
	大豆油	32.5	32.5	4965.75	2.87

	棕榈液油	10.28	10.28	3797.74	1.96
2019年1—6月	一级白砂糖	37.98	37.98	4334.85	2.06
	大豆油	4.08	4.08	4920.35	4.74
	小麦	8.86	8.86	2269.73	1.60
	玉米	11.07	11.07	1740.03	1.14
	大豆	5.19	5.19	3394.45	2.03

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 1-6 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	108.59	51.10	7.98
粮食贸易与物流	108.52	32.32	3.64	169.03	40.18	5.25	84.23	39.63	4.24
商贸物流	25.36	7.55	7.35	30.54	7.26	4.61	17.23	8.11	3.34
不动产经营	4.06	1.21	67.19	8.25	1.96	79.65	2.46	1.16	71.43
合计	335.82	100.00	9.27	420.64	100.00	8.87	212.51	100.00	6.86

资料来源：公司提供

2018年，京粮集团实现营业收入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作为主要的收入来源，2018年收入占比合计90.77%，保持主业突出。分板块来看，2018年，在京粮控股和玉米深加工板块企业收入增加的带动下，粮油加工及销售业务收入为212.81亿元，同比增长7.50%；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103.37%，分别占营业收入的7.26%和1.96%，占比相对较小，其中不动产经营板块收入增幅较大，主要系当期确认保障房开发收益所致。

2019年1—6月，京粮集团实现营业收入212.51亿元，毛利率为6.86%；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。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，受国际粮价以及中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—6月	2018年	2019年1—6月	2018年	2019年1—6月
面粉	283228	121450	283228	121450	3411	3411
大米	85564	21767	96219	25441	5014	4665
油脂	357806	173747	208951	111628	5635	4907
豆粕	797177	362522	782795	357864	3134	2426
果糖	64174	26201	64085	26220	2099	1975
淀粉	966937	543054	880454	521045	2125	2183

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 6 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，日罐装能力 1700 吨
面包	日生产面包 70 余万个
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”）、北京市顺义粮油有限公司（以下简称“顺义粮油”）、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20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—6 月
小麦	159.78	42.60
稻谷	84.76	41.41
玉米	964.28	486.57
其他	38.69	16.81
合计	1247.51	587.39

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—6 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	80.70	32.64	7.51
食品加工制造业	196.47	54.13	4.90	218.43	53.19	5.74	125.23	50.66	7.06
现代物流业	48.35	13.32	4.47	45.00	10.96	4.74	38.13	15.42	4.71
其他	5.44	1.50	32.72	7.66	1.87	42.33	3.15	1.28	34.65
合计	362.97	100.00	5.62	410.69	100.00	6.47	247.21	100.00	7.08

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—6月, 二商集团实现营业收入247.21亿元, 综

合毛利率为7.08%。

(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—6 月	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
食糖	51.59	1.34	29.09	1.44
酒类	53.86	9.51	31.68	12.43
烟类	0.10	14.64	0.05	14.85
食品饮料	5.43	3.88	2.94	2.48

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, 2019年1—6月, 市批和商超合计占总销量的51.83%。

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. 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。

6. 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 6 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 22.47 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 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 2019 年 6 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	3.99	0.56	--
4	首农供应链项目	1.03	0.77	1.80	1.51	0.29	--
5	九九工场-创新工场	0.83	1.70	2.53	1.99	0.20	0.34
6	龙苑园项目	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	3.48	0.74	0.58
9	厦门龙冠广场项目	8.50	--	8.50	3.87	1.47	3.16
	合计	27.63	16.47	44.10	22.47	12.16	9.46

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 2016—2018 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 2016 年度财务报告进行了审计¹，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—2018 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 2019 年上半年度财务数据未经审计。

2016 年，新纳入合并范子公司 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。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

¹瑞华会计师事务所因在执行审计业务过程中未能勤勉尽责，分别于 2016 年 12 月、2017 年 1 月受到行政处罚（中国证监会深圳监管局行政处罚决定书（2016）8 号、中国证监会行政处罚决定书（2017）1 号）。2019 年 7 月 8 日，证监会决定对瑞华会计师事务所启动立案调查的行政执法程序，后者在康得新复合材料集团股份有限公司的审计工作中涉嫌违规和未勤勉尽责等事项。截至目前，调查仍在进行中，被立案调查项目可能影响或限制瑞华会计师事务所承办或参与债券发行业务活动的资格或能力。上述处罚及调查不涉及北京首农食品集团有限公司 2016 年度的审计工作，2016 年度审计报告公允反映了北京首农食品集团有限公司合并及公司的财务状况、经营成果和现金流量；也不涉及北京首农食品集团有限公司瑞华会计师事务所签字注册会计师尹雨鸿、王莎莎的审计工作，故对瑞华会计师事务所的处罚不会对本期中期票据的发行构成实质性不利影响。

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，公司实现营业总收入 1266.55 亿元，利润总额 40.16 亿元。

截至 2019 年 6 月底，公司（合并）资产总额为 1432.29 亿元，所有者权益为 400.02 亿元（其中少数股东权益 107.49 亿元）。2019 年 1—6 月，公司实现营业总收入 634.86 亿元，利润总额 11.10 亿元。

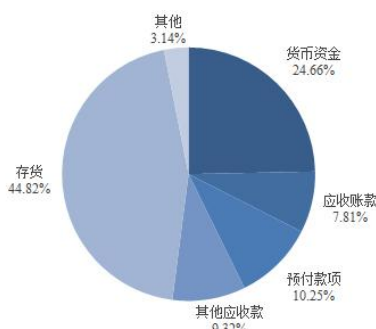
2. 资产质量

2016—2018 年，公司资产总额持续增长，年均复合增长 46.98%。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

2016—2018 年，公司流动资产持续增长。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、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。

图 7 2018 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表

2016—2018 年，公司货币资金大幅增长。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。

2016—2018 年，公司应收账款持续增长。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。

2016—2018 年，公司预付款项大幅上升。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。

2016—2018 年，公司其他应收款持续增长。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	4.52	4.85	1-3 年	借款

资有限公司				
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

2016—2018 年，公司存货年均复合增长 45.86%。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

2016—2018 年，公司非流动资产持续增长。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。

2016—2018 年，公司可供出售金融资产波动增长。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源股权投资基金（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。

2016—2018 年，公司长期股权投资持续增长。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。

2016—2018 年，公司投资性房地产保持增长。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。

2016—2018 年，公司固定资产持续增长。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。

2016—2018 年，公司在建工程波动增长，年均复合增速 16.52%。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。

公司生产性生物资产主要为三元种业养殖的成乳牛。2016—2018 年，公司生产性生物资产持续增长。截至 2018 年底，公司生产性生物资产账面价值为 19.51 亿元，较上年底增长 3.61%，主要系公司畜牧业规模扩大所致；累计计提折旧 5.18 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 5.88 亿元，育成牛减少 4.51 亿元，犊牛减少 3.24 亿元，成乳牛减少 2.86 亿元，蛋鸡减少 5.96 亿元。

2016—2018 年，公司无形资产快速增长。

截至 2018 年底，公司无形资产为 67.44 亿元，较年初大幅增长 160.62%，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。

2016—2018 年，公司商誉分别为 1.48 亿元、23.58 亿元和 40.61 亿元，2018 年底的增长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 年末对 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。

2016—2018 年，公司其他非流动资产持续增长。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 6 月底，公司资产总额为 1432.29 亿元，较期初增长 7.27%，其中流动资产占 60.24%，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 186.04 亿元，较期初略降 4.40 亿元；预付款项 108.06 亿元，较期初增加 28.93 亿元，主要为商贸板块子公司业务规模增加所致；其他应收款较期初增加 17.86 亿元至 89.84 亿元，账龄 1 年以内的占 81.60%，3 年以上的占 17.46%，账龄偏长，坏账准备比例为 16.89%，计提充分；存货为 381.53 亿元，较期初增加 35.50 亿元，主要是库存商品上升。

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 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 6 月底，公司所有者权益合计 400.02 亿元，较期初基本持平，构成变化不大，实收资本略增至 60.29 亿元。所有者权益稳定性较强。

总体看，公司所有者权益以实收资本、资本公积和未分配利润为主，权益稳定性较强。

（2）负债

2016—2018 年，公司负债持续增长，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。

2016—2018年，公司流动负债持续增长，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。

2016—2018年，公司短期借款波动增长。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%。

2016—2018年，公司应付票据波动增长。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%。

2016—2018年，公司应付账款持续增长，主要为尚未结算的工程款以及应付货款。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。

2016—2018年，公司预收款项波动增长。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。

2016—2018年，公司其他应付款持续增长，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。

2016—2018年，公司非流动负债持续增长，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。

2016—2018年，公司长期借款持续增长，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）。

2016—2018 年，公司专项应付款波动增长。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）。

2016—2018 年，公司递延收益持续上升。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 6 月底，公司负债合计 1032.27 亿元，较期初增长 10.53%，增长主要来自流动负债；其中短期借款为 258.35 亿元，较 2018 年底增长 29.83%；其他应付款较 2018 年底增长 18.15%；一年内到期的非流动负债为 13.71 亿元，较 2018 年底下降 47.19%，主要系“13 京粮债”和“14 京粮 MTN001”到期兑付所致；应付债券为 46.00 亿元，较 2018 年底增加 11.00 亿元。

表 20 截至 2019 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 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
19 首农食品 MTN001	2022-03-14	--	11.00
19 首农食品 SCP001	2019-11-29	--	6.00
18 首农 MTN002	2021-12-20		20.00
18 京粮 MTN002	2021-12-21	2021-12-21	3.00
19 京粮 SCP001	2019-12-10		10.00
合计	--	--	125.00

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，公司全部债务持续增长，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 6 月底，公司全部债务为 584.82 亿元，较 2018 年底增长 14.03%；将“19 首农食品 SCP001”由应付债券计入短期债务考虑，短期债务占比为 54.98%，较期初有所上升。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 72.07%、59.38%和 39.69%，较 2018 年底分别上升了 2.13 个百分点、3.28 个百分点和 0.95 个百分点。整体看，公司债务负担有所加重。

总体看，公司所有者权益稳定性较好；公司负债以流动负债为主，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

2016—2018 年，公司营业总收入快速增长，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，近三年，期间费用分别为 41.39 亿元、86.00 亿元和 103.07 亿元，2018 年，公司期间费用较上年增长 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。

非经常性损益方面，2016—2018年，公司资产减值损失分别为7.42亿元、3.53亿元和2.80亿元，下降主要系坏账计提减少所致；近三年，公司分别实现投资收益7.51亿元、5.83亿元和16.55亿元，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，2018年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）；2018年，投资收益占营业利润的比重为56.43%。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%。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。2016—2018年，公司分别实现利润总额10.83亿元、34.32亿元和40.16亿元，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—6月，公司实现营业总收入634.86亿元，较上年同期增长21.75%；营业成本为570.50亿元，同比增长21.59%；期间费用为58.92亿元，同比增长17.26%，占当期营业总收入的9.28%；利润总额11.10亿元，同比增长12.73%；非经常性损益占公司利润总额的93.16%，占利润总额比重高。

从盈利指标看，近三年，公司总资产收益率和净资产收益率均持续增长，2018年，公司总资产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。

总体看，公司收入规模持续增长，期间费用高涨，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。

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及流出均持续增长，净流量波动下降。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。

投资活动方面，近三年，投资活动现金流入量波动下增长，投资活动现金流出量持续增长，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；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。

筹资活动方面，近三年，筹资活动现金流入及流出均持续上升，净流量2016年转正后持续上升。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—6 月，公司经营活动现金流量净额为-16.78 亿元，上年同期为-28.11 亿元，投资活动现金流量净额为-19.87 亿元，主要系投资支付的现金较多所致，筹资活动现金流量净额为 33.10 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，对外筹资需求较大。

6. 偿债能力

从短期偿债能力看，2016—2018 年，公司流动比率波动上升，速动比率持续下降。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 6 月底，公司流动比率和速动比率分别较上年底减少 0.89 个百分点和增加 0.24 个百分点，分别为 123.49% 和 68.89%。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。

从长期偿债指标来看，2016—2018 年，公司 EBITDA 分别为 26.97 亿元、69.76 亿元和 80.97 亿元，2018 年同比增长 16.08%；近三年，公司 EBITDA 利息倍数波动增长，2018 年，公司 EBITDA 利息倍数为 4.53 倍；公司全部债务/EBITDA 波动上升，2018 年为 6.33 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。

截至本报告出具日，公司对外担保金额为 4.71 亿元，担保对象分别为北京中科电商谷商业管理有限公司、北京市（甘南）双河农场、北京京磁技术公司和北京市粮食局，担

保金额分别为 3.98 亿元、0.60 亿元、127 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 2019 年 6 月底，公司从国内各主要银行获得的授信额度为 1822.79 亿元，尚未使用的授信额度为 1338.90 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. 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。

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

公司本期中期票据拟发行金额为 5 亿元，占公司 2019 年 6 月底全部债务的 0.86%，占长期债务的 1.90%，本期中期票据的发行对公司债务影响较小。

截至 2019 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 72.07%、59.38%和 39.69%，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

2016—2018 年，公司经营活动现金流入量对本期中期票据发行金额的偿债倍数分别为 115.44 倍、277.16 倍和 334.00 倍；公司经营活动现金流量净额对本期中期票据发行金额的偿债倍数分别为 15.82 倍、0.22 倍和 2.02 倍；公司 EBITDA 对本期中期票据发行金额的保障倍数分别为 5.40 倍、13.96 倍和 16.20 倍；公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中

期票据保障能力强。

十一、 结论

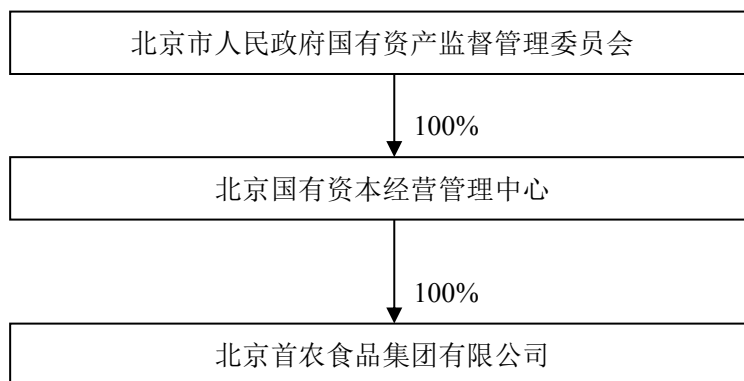
公司从事的农牧业务是国民经济的重要组成部分，随着城镇化进程的加快、人民生活水平的提高，肉、禽、蛋等产品的消费量将持续上升，农牧业的整体发展前景向好。

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，中央及北京市两级政府粮油及重要食品储备战略地位显著，并被改组为国有资本投资公司，在市属产业布局及资金等方面受政府支持力度大。公司在完成与京粮集团和二商集团的联合重组后，已形成从田间到餐桌的完整产业链条，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。同时公司主营业务易受养殖行业市场波动及疫情风险的影响，债务规模快速增长，未来投资规模较大。

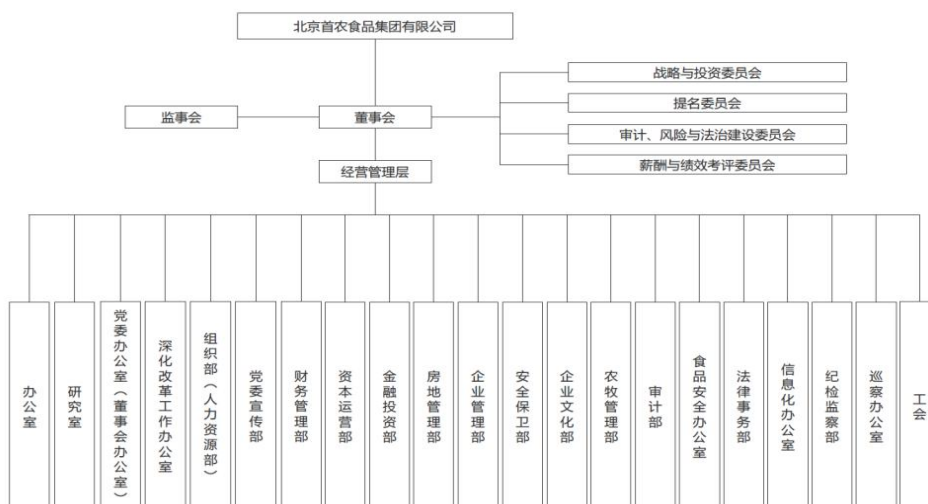
公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

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，公司主体偿债风险极小，本期中期票据的偿还能力极强，违约风险极低。

附件 1-1 截至 2019 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2019 年 6 月底公司组织架构图



附件 1-3 截至 2018 年底公司主要子公司情况

子公司名称	主要经营地	业务性质	实收资本（万元）	持股比例（%）	投资额（万元）
北京粮食集团有限责任公司	北京	谷物、豆及薯类批发	144032.38	98.35	509112.27
北京二商集团有限责任公司	北京	糕点、糖果及糖批发	202224.46	100.00	564123.78

资料来源：公司审计报告

附件 2 主要财务数据及指标 (合并口径)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	132.50	195.07	180.88	187.53
资产总额(亿元)	618.05	1130.09	1335.25	1432.29
所有者权益(亿元)	198.06	349.73	401.32	400.02
短期债务(亿元)	116.28	288.02	258.99	321.52
长期债务(亿元)	52.55	126.60	253.86	263.30
全部债务(亿元)	168.83	414.62	512.86	584.82
营业总收入(亿元)	411.60	1143.15	1266.55	634.86
利润总额(亿元)	10.83	34.32	40.16	11.10
EBITDA(亿元)	26.97	69.76	80.97	--
经营性净现金流(亿元)	79.13	1.13	10.14	-16.78
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	106.44
营业利润率(%)	10.53	8.82	8.89	9.62
总资产收益率(%)	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	39.69
全部债务资本化比率(%)	46.02	54.24	56.10	59.38
资产负债率(%)	67.95	69.05	69.94	72.07
流动比率(%)	118.15	116.79	124.39	123.49
速动比率(%)	71.67	69.89	68.64	68.89
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 年上半年财务数据未经审计；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 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 6 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	2.42	2.67	3.81	12.40
资产总额(亿元)	189.93	200.63	379.52	419.29
所有者权益(亿元)	64.79	65.14	201.48	197.27
短期债务(亿元)	50.10	80.53	59.00	86.00
长期债务(亿元)	21.80	40.40	82.97	86.75
全部债务(亿元)	71.90	120.93	141.97	172.75
营业收入(亿元)	1.10	1.18	1.17	0.56
利润总额(亿元)	2.42	1.39	13.61	-0.49
EBITDA(亿元)	2.43	1.49	21.64	--
经营性净现金流(亿元)	25.45	-12.14	12.18	-15.12
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	--	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.00	--
现金收入比(%)	94.15	91.81	96.81	104.47
营业利润率(%)	99.97	94.37	96.96	99.91
总资本收益率(%)	1.42	0.72	6.28	--
净资产收益率(%)	3.00	2.04	6.75	--
长期债务资本化比率(%)	25.17	38.28	29.17	30.54
全部债务资本化比率(%)	52.60	64.99	41.34	46.69
资产负债率(%)	65.89	67.53	46.91	52.95
流动比率(%)	97.89	107.75	123.81	117.67
速动比率(%)	97.89	107.75	123.81	117.67
经营现金流动负债比(%)	24.67	-12.90	13.04	--
全部债务/EBITDA(倍)	29.54	81.29	6.56	--
EBITDA 利息倍数(倍)	0.65	0.28	2.72	--

注：2019 年上半年财务数据未经审计

附件 4 主要财务指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%
营业总收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1]×100%
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (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	营业总收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×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-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+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 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 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 5-3 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

联合资信评估有限公司关于 北京首农食品集团有限公司 2019 年度第三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，及时对该事项进行分析，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。