

北京首农食品集团有限公司
2024 年面向专业投资者公开发行
可续期公司债券（第三期）
信用评级报告

China Lianhe Credit Rating Co.,Ltd.
联合资信评估股份有限公司

信用评级公告

联合〔2024〕8760号

联合资信评估股份有限公司通过对北京首农食品集团有限公司及其2024年拟面向专业投资者公开发行的可续期公司债券（第三期）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2024年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第三期）信用等级为AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：

二〇二四年八月二十九日

声 明

一、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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。鉴于信用评级工作特性及受客观条件影响，本报告在资料信息获取、评级方法与模型、未来事项预测评估等方面存在局限性。

二、本报告系联合资信接受北京首农食品集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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、本报告引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

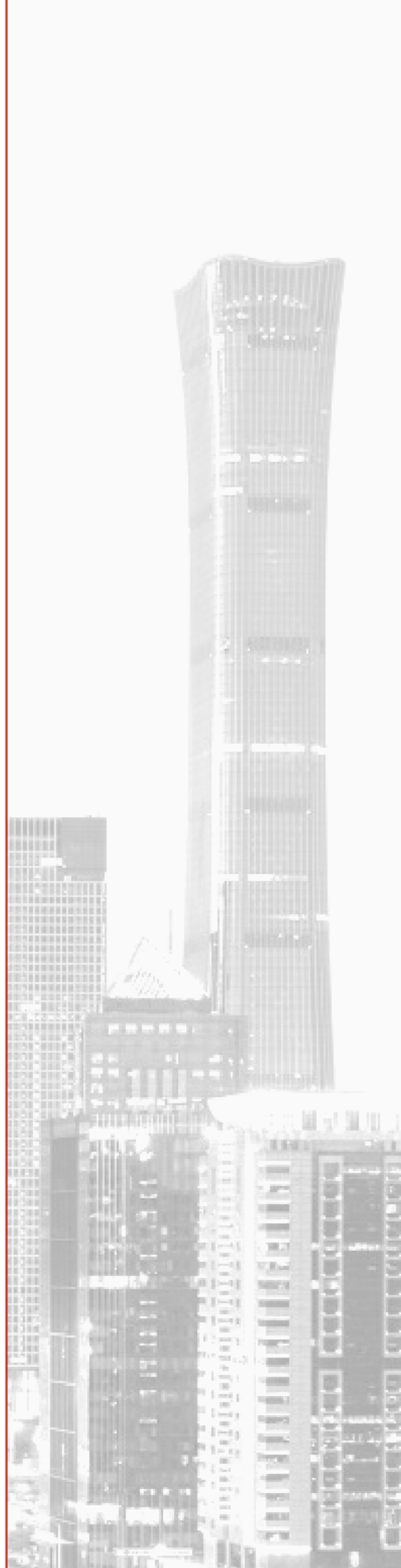
四、本次信用评级结果仅适用于本次（期）债券，有效期为本次（期）债券的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

五、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

六、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

七、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。



北京首农食品集团有限公司

2024 年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第三期）

信用评级报告

主体评级结果	债项评级结果	评级时间
AAA/稳定	AAA/稳定	2024/08/29

债项概况

北京首农食品集团有限公司（以下简称“公司”）于 2023 年 3 月 24 日获中国证券监督管理委员会出具的《关于同意北京首农食品集团有限公司向专业投资者公开发行公司债券注册的批复》（证监许可〔2023〕650 号），注册规模为不超过 100 亿元，分期发行。本期债券发行总额不超过 20 亿元（含）。本期债券票面金额为 100 元，按面值平价发行。本期债券基础期限为 3 年，以每 3 个计息年度为 1 个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期（即延长 3 年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。本期债券为固定利率债券，在公司不行使递延支付利息权的情况下，单利按年计息，不计复利。本期债券附设公司递延支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息或其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制。首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向专业投资者中的机构投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。本期债券设置赎回选择权。本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。本期债券无担保。本期债券募集资金拟用于置换前期公司用自有资金偿还的公司债券本金。

评级观点

公司作为北京市国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）下属唯一的涉农都市型现代农业产业集团，已形成从田间到餐桌的完整产业链布局，战略地位显著，外部支持力度大，在品牌影响力和良种储备方面有竞争优势。公司担负首都食品应急保障和生活服务保障职责，有力保障区域民生。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司现代农牧渔业务易受养殖行业市场波动及疫病风险的影响，存货对营运资金形成占用，期间费用对利润有所侵蚀和利润对非经常性损益依赖程度高，债务规模持续增长、管理链条长和经营跨度大带来的管控难度等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

本期债券具有公司续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点，在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。同时，续期和利率重置条款设置使本期公司债券续期的可能性较小，但利息支付的约束力较弱。此外，公司一旦出现利息递延支付，累计的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。公司 2023 年经营现金流入量和 EBITDA 对本期债券发行后的长期债务保障能力强。

个体调整：无。

外部支持调整：公司战略地位显著；外部支持力度大。

评级展望

未来，随着公司产业链进一步完善，各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。

可能引致评级上调的敏感性因素：不适用。

可能引致评级下调的敏感性因素：发生公司主业剥离、或主要资产划出等重大不利资产重组；公司股权和战略定位发生重大变更，股东支持力度大幅弱化；宏观经济、气候原因、行业政策等发生变化使得公司出现持续、大幅亏损；公司发生食品安全问题，产品被大面积召回，舆论及监管检查对公司生产、经营影响显著；公司由于资产质量下降大额计提减值，导致公司盈利发生大幅波动；公司所处行业景气度整体处于低谷，营业收入及利润总额大幅下降，毛利率水平持续下降；公司债务水平显著提升，偿债能力大幅下降。

优势

- **公司担负首都食品应急保障和生活服务保障职责，战略地位显著，外部支持力度大。**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，担负首都食品应急保障和生活服务保障职责，在中央及北京市粮油食品储备、价格稳定及军粮供应等方面发挥

重要作用。2021—2023 年，公司分别获得其他收益与营业外收入合计 23.43 亿元、27.92 亿元和 38.17 亿元，主要为补贴款和拆迁补偿收益等。

- **产业链完整，品牌知名度高。**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”乳品、“古船”“大红门”“王致和”“六必居”酱菜等众多知名品牌，根据世界品牌实验室发布 2023 年《中国 500 最具价值品牌》，“首农”品牌价值上升至 955.76 亿元，总排名位列 500 强第 75 位，品牌价值较去年增长 14.9%，排名提升 2 个位次；旗下“三元”“古船”“大红门”也分别位列 500 强品牌不同位次。“首农”及子品牌总价值超过 1920 亿元。
- **良种储备充足，为后续发展提供保障。**在良种开发方面，公司拥有多个育种知识产权，畜禽良种品类丰富，包括全球领先的樱桃谷鸭、北京黑猪种质资源和北京黑猪自有知识产权等，公司拥有规模大、实力强的供种基地，可持续发展能力强。

关注

- **养殖板块业绩易受市场波动及疫病影响。**养殖行业具有一定周期性，易受上游价格、需求情况和禽畜疫病等因素影响，面临的市场和疫病风险较大。
- **存货对营运资金形成占用。**截至 2023 年底，公司存货占流动资产的 62.09%。存货以保障类住房开发成本为主，存在一定资金占用风险。
- **期间费用对利润形成侵蚀，利润对政府补贴、投资收益及拆迁补偿收入依赖程度高。**2021—2023 年，公司期间费用总额占营业总收入的比重分别为 5.71%、5.97%和 6.60%。公司期间费用规模大，对营业利润有所侵蚀，主营业务盈利能力一般，利润总额对政府补贴、投资收益及拆迁补偿收入依赖程度高。
- **债务规模持续增长。**2021—2023 年底，公司全部债务持续增长。截至 2024 年 3 月底，公司全部债务 808.60 亿元，较上年底增长 3.72%。如将永续债调入长期债务，公司全部债务增至 943.60 亿元，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上升至 75.26%、68.83%和 55.23%。
- **管理链条长带来管控难度加大。**公司管理链条较长，经营领域跨度大，加大了公司的管控难度。

本次评级使用的评级方法、模型

评级方法 [一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208](#)

评级模型 [一般工商企业信用评级模型（打分表） V4.0.202208](#)

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

本次评级打分表及结果

评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	3
		自身竞争力	基础素质	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	1
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
指示评级				aa ⁻
个体调整因素：--				--
个体信用等级				aa ⁺
外部支持调整因素：公司担负首都食品应急保障和生活服务保障职责，战略地位显著，外部支持力度大				+3
评级结果				AAA

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

主要财务数据

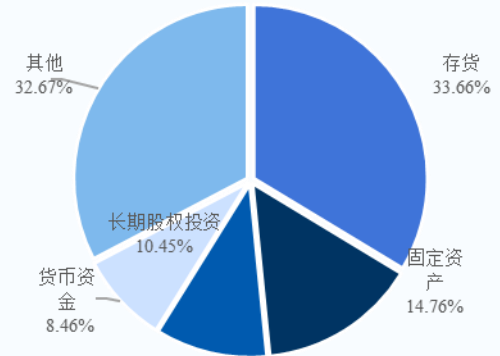
合并口径				
项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
现金类资产（亿元）	188.76	127.45	148.39	156.49
资产总额（亿元）	1676.33	1615.89	1677.62	1726.64
所有者权益（亿元）	581.01	575.41	539.83	562.23
短期债务（亿元）	319.78	395.54	429.69	416.66
长期债务（亿元）	311.59	266.13	349.93	391.94
全部债务（亿元）	631.37	661.67	779.61	808.60
营业总收入（亿元）	1843.05	1803.50	1619.27	386.23
利润总额（亿元）	49.85	47.69	28.56	4.93
EBITDA（亿元）	91.29	97.05	80.54	--
经营性净现金流（亿元）	37.83	2.87	47.16	-17.31
营业利润率（%）	6.77	6.55	5.74	6.40
净资产收益率（%）	6.25	5.48	2.77	--
资产负债率（%）	65.34	64.39	67.82	67.44
全部债务资本化比率（%）	52.08	53.49	59.09	58.99
流动比率（%）	128.23	121.27	124.15	131.63
经营现金流动负债比（%）	5.22	0.40	6.44	--
现金短期债务比（倍）	0.59	0.32	0.35	0.38
EBITDA 利息倍数（倍）	3.59	4.16	3.11	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.92	6.82	9.68	--

公司本部口径				
项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
资产总额（亿元）	595.01	581.55	608.82	640.09
所有者权益（亿元）	284.94	253.69	265.86	284.59
全部债务（亿元）	223.57	252.68	320.97	323.31
营业总收入（亿元）	0.09	0.31	0.10	0.07
利润总额（亿元）	13.24	12.69	11.48	-1.27
资产负债率（%）	52.11	56.38	56.33	55.54
全部债务资本化比率（%）	43.97	49.90	54.70	53.18
流动比率（%）	114.04	57.55	65.35	86.30
经营现金流动负债比（%）	-4.80	10.76	1.08	--

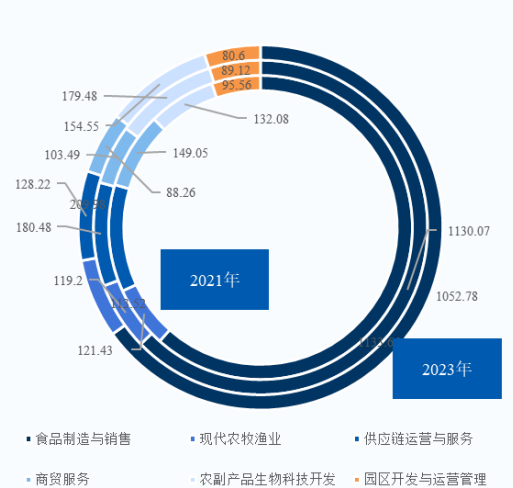
注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中 2021 年和 2022 年所列示财务数据采用追溯调整后数据；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；4. 所有者权益中包含公司发行的多期永续债券；5. 合并口径中其他应付款和长期应付款中的有息债务调整至相关指标核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告及公司提供资料整理

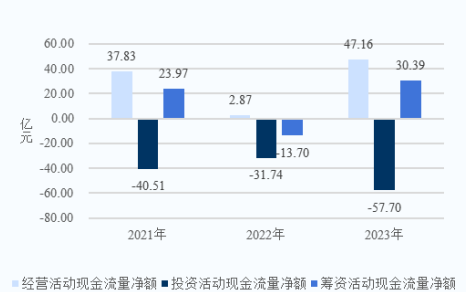
2023 年底公司资产构成



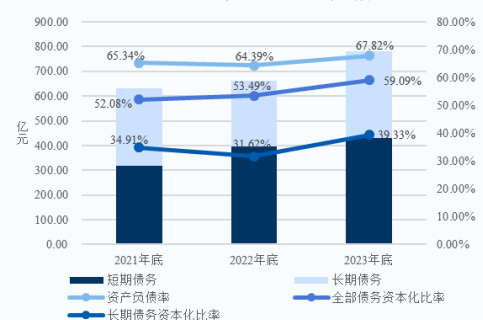
2021—2023 年公司主营业务收入构成



2021—2023 年公司现金流情况



2021—2023 年底公司债务情况



主体评级历史

评级结果	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AAA/稳定	2024/07/24	李敬云 宁立杰	一般工商企业信用评级方法 V4.0.202208 一般工商企业信用评级模型 V4.0.202208	--
AAA/稳定	2018/6/25	叶维武 康赣华	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（主体）	阅读全文
AA+/稳定	2011/2/21	刘献荣 程 晨	—	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
 资料来源：联合资信整理

评级项目组

项目负责人：李敬云 lijy@lhratings.com

项目组成员：宁立杰 ninglj@lhratings.com

公司邮箱：lianhe@lhratings.com 网址：www.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）



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，公司吸收原北京华都集团有限责任公司（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（以下简称“大发畜产”）¹，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；同时，公司名称变更为现名，2018年5月完成了工商变更。截至2024年3月底，公司实收资本为69.63亿元。公司控股股东为北京国有资本运营管理有限公司，持股比例为100%，实际控制人为北京市国资委。控股股东持有的公司股权无质押。公司主要从事食品制造与销售、现代农牧渔、供应链运营与服务、商贸服务和园区开发与运营管理等业务，按照联合资信行业分类标准划分为农林牧渔行业。

截至2024年3月底，公司本部根据经营管理需要设置了党委办公室（巡察办公室、董事会办公室）、战略规划部、财务管理部、产业投资部、房地管理部 and 法律合规部等职能部门（见附件1-2）；公司纳入合并范围的二级子公司共28家，下属上市公司有2家，分别为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”，公司直接持股比例为35.34%）和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”，公司通过京粮集团持股比例为39.68%），公司持有上述上市子公司的股权无质押。

截至2023年底，公司合并资产总额1677.62亿元，所有者权益539.83亿元（含少数股东权益109.83亿元）；2023年，公司实现营业总收入1619.27亿元，利润总额28.56亿元。截至2024年3月底，公司合并资产总额1726.64亿元，所有者权益562.23亿元（含少数股东权益111.22亿元）；2024年1-3月，公司实现营业总收入386.23亿元，利润总额4.93亿元。

公司注册地址：北京市西城区裕民中路4号；法定代表人：薛刚。

二、本期债券概况

本次债券发行总额不超过100亿元，分期发行。本期债券名称为“北京首农食品集团有限公司2024年面向专业投资者公开发行可续期公司债券（第三期）”（简称“本期债券”），发行规模不超过20亿元（含）。本期债券面值100元，按面值平价发行。本期债券基础期限为3年，在公司不行使递延支付利息权的情况下，本期债券单利计息，按年付息。若在本期债券的某一续期选择权行权年度，公司选择在该周期末到期全额兑付本期债券，则本期债券到期一次性偿还本金。

续期选择权：本期债券基础期限为3年，以每3个计息年度为1个周期，在每个周期末，公司有权选择将本期债券期限延长1个周期（即延长3年），或选择在该周期末到期全额兑付本期债券。公司将于本次约定的续期选择权行使日前至少30个交易日，披露续期选择权行使公告。

债券利率及其确定方式：本期债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向专业投资者中的机构投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续每个周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加300个基点。初始利差为首个周期票面利率与初始基准利率之间的差值，并在后续重置票面利率时保持不变。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

递延支付利息选择权：本期债券附设公司递延支付利息选择权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经递延的所有利息或其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制。前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，将于付息日前10个交易日发布《递延支付利息公告》。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

强制付息事件：付息日前12个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：（1）向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。

利息递延下的限制事项：若公司选择行使递延支付利息选择权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：（1）向普通股股东分红（按规定上缴国有资本收益除外）；（2）减少注册资本。

¹ 截至2021年9月底，大发畜产已纳入公司合并范围。

赎回选择权：公司在满足以下两种情况之一时，可以赎回本期债券：（1）公司由于法律法规改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回；（2）根据相关会计准则规定，公司将本期债券分类为权益工具。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。除以上两种情况以外，公司没有权利也没有义务赎回本期债券。

偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。

募集资金用途：置换前期公司用自有资金偿还的公司债券本金。

本期债券无担保。

本期债券具有续期选择权、票面利率重置及利息递延累积等特点，在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债务。同时，续期和利率重置条款设置使本期债券续期的可能性较小，但利息支付的约束力较弱。此外，公司一旦出现利息递延支付，累计的利息支付压力将大于普通债券分期支付压力。

三、宏观经济和政策环境分析

2024 年一季度，外部形势仍然复杂严峻，地缘政治冲突难以结束，不确定性、动荡性依旧高企。国内正处在结构调整转型的关键阶段。宏观政策认真落实中央经济工作会议和全国两会精神，聚焦积极财政政策和稳健货币政策靠前发力，加快落实大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案，提振信心，推动经济持续回升。

2024 年一季度，中国经济开局良好。一季度 GDP 同比增长 5.3%，上年四季度同比增长 5.2%，一季度 GDP 增速稳中有升；满足全年经济增长 5% 左右的目标要求，提振了企业和居民信心。信用环境方面，一季度社融规模增长更趋均衡，融资结构不断优化，债券融资保持合理规模。市场流动性合理充裕，实体经济融资成本稳中有降。下一步，需加强对资金空转的监测，完善管理考核机制，降准或适时落地，释放长期流动性资金，配合国债的集中供应。随着经济恢复向好，预期改善，资产荒状况将逐步改善，在流动性供需平衡下，长期利率将逐步平稳。

展望后续，宏观政策将坚持乘势而上，避免前紧后松，加快落实超长期特别国债的发行和使用，因地制宜发展新质生产力，做好大规模设备更新和消费品以旧换新行动，靠前发力、以进促稳。预计中央财政将加快出台超长期特别国债的具体使用方案，提振市场信心；货币政策将配合房地产调控措施的整体放宽，进一步为供需双方提供流动性支持。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察（2024 年一季度报）》](#)。

四、行业分析和区域环境

1 粮食加工和贸易行业

中国粮食处于长期供需紧平衡状态。近年来，中国粮食产量在品种结构上持续优化，但不同品种之间供需差异仍较大。随着国家政策推进，粮食产业将加快结构调整，提高粮食加工水平和运输服务，不断提高产业集中度。

中国粮食处于长期供需紧平衡状态，品种间差异较大。2023 年，中国全年粮食产量 13908.2 亿斤，同比增长 1.3%。其中，夏粮产量 2923.0 亿斤，同比下降 0.8%；早稻产量 566.7 亿斤，同比增长 0.8%；秋粮产量 10418.4 亿斤，同比增长 1.9%；全年谷物产量 12828.6 亿斤，同比增长 1.3%。其中，稻谷产量 4132.1 亿斤，同比下降 0.9%；小麦产量 2731.8 亿斤，同比下降 0.8%；玉米产量 5776.8 亿斤，同比增长 4.2%；大豆产量 416.8 亿斤，同比增长 2.8%，整体呈现较为稳定状态。受国内养殖业持续复苏和局部地区粮食需求放大的影响，中国粮食需求明显增加，粮食市场供需呈现紧平衡格局，有关部门合理安排政策性粮油竞价销售投放，多措并举保障了中国粮食供给的安全稳定。

行业政策方面，中国粮食安全问题的凸显，中国对粮食战略储备日趋重视。《粮食收储供应安全保障工程建设规划(2015-2020 年)》中提出：实施“粮安工程”，是新形势下保障国家粮食安全和增加粮食有效供给守住底线的必然选择，是应对国际粮食市场复杂形势增强中国粮食流通抗风险能力的迫切需要。2021 年以来，中国高度重视粮食领域的立法修规工作，围绕粮食生产、储备、流通、质量以及应急管理等方面出台了一系列制度政策。2022 年 1 月底，国家粮食和物资储备局为进一步规范和加强政府储备粮食仓储管理，印发了《政府储备粮食仓储管理办法》，确保政府储备在仓储环节数量真实、质量良好、储存安全、管理规范。国家粮食和物资储备局印发粮食绿色仓储、粮食品种品质品牌、粮食质量追溯、粮食机械装备、粮食应急保障能力、粮食节约减损健康消费等“六大提升行动”方案，加快构建可持续

的国家粮食安全保障体系。根据相关行动方案，到 2025 年，优质粮食供给更加丰富，粮食品质明显提升，粮食品牌体系更加完善，粮油品牌和营销市场竞争力持续提升。“十四五”时期，优质粮食工程升级版全面启动实施，新增高标准粮仓仓容 2000 万吨。此外，例如智慧仓储、乡村振兴、种业振兴等政策的不断落地与实施，中国粮食加工及仓储行业将加快结构调整和升级。

中国粮食加工行业发展较快，品种结构得到了一定程度的优化，但从中国粮食加工企业的具体特征来看，企业规模仍偏小，生产经营方式粗放，市场竞争能力不强；布局较为分散，区域发展不平衡；初加工产能相对过剩，稻谷、小麦加工行业产能利用率只有 43% 和 60% 左右；粮食加工产品质量标准体系不健全，技术要求偏低，部分产品缺乏统一标准，食品质量安全水平仍有待提高。

从粮食产销区域看，中国粮食产销区存在市场割裂问题，加之粮食具有季节生产性，国内粮食生产以秋粮为主，存在粮食周期性需求的矛盾，全国粮食省际间流通量约占全国粮食总产量的 1/3，粮食内贸成为调节粮食产销区域分布和季节周期性需求矛盾的重要手段。对于粮食贸易企业而言，粮食运输是粮食贸易中的重要环节。在粮食运输方式上，粮食内贸主要以铁路、公路、水路运输为主，粮食外贸主要以航运为主。能够掌握粮食资源、保障粮食运输效率的粮食贸易企业在竞争中占有较大优势。

2 生猪养殖行业

（1）行业概况

随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，中国生猪养殖集中度持续提升，但集中度仍比较低，导致其具有较大的周期波动性。

生猪养殖行业下游需求量与人民生活水平息息相关，并具有刚性。猪肉产量稳居各畜产品之首，无论是产量还是产值均占畜禽养殖行业的 50% 以上，总产值已接近 2 万亿。

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，中国生猪养殖结构不断优化，行业集中度持续提升，截至 2022 年底，中国生猪养殖行业 CR10 虽由上年的 12.34% 上升至 20.4%，但整体仍处于较低水平。目前中国肉猪养殖主体仍为散养农户，产能上下波动随意性强，导致生猪养殖行业具有较大的周期波动性。

（2）生猪产能及产量分析

本轮猪周期自 2018 年开始，周期波动剧烈。2018 年，生猪养殖景气度低，非洲猪瘟爆发，中国生猪养殖户加速出栏、减少补栏。2019 年以来，中国能繁母猪和生猪存栏见底后，生猪养殖景气度大幅提升。2020 年，尽管得益于高景气度、生猪存栏有所增加，但非洲猪瘟叠加能繁母猪实际产能恢复不及预期等因素影响下，生猪出栏量仍处低位。2021 年以来，得益于前期高景气度补栏，生猪出栏量同比大幅增加。2023 年能繁母猪存栏量有所回落，已进入产能调控绿色合理区域，2024 年一季度，同比有所下降。

生猪的供需错配形成猪价的周期波动，每轮猪周期持续时间约 3~4 年，在猪周期运行逻辑中，能繁母猪存栏量是先行指标，后备母猪仔猪培育为能繁母猪约需 4 个月，能繁母猪受孕分娩约需 114 天，仔猪育肥至出栏约需 6 个月。能繁母猪存栏量决定了未来 10~12 个月生猪出栏量，从而影响市场生猪供应。本轮猪周期自 2018 年开始，受非洲猪瘟疫情及保供措施快速扩张产能影响，本轮猪周期较之前几轮波动更为剧烈。根据农业农村部数据，2018—2023 年底，中国能繁母猪存栏量分别为 3205 万头、2036 万头、4161 万头、4329 万头、4390 万头和 4142 万头。其中 2019 年同比下降主要系 2018 年生猪养殖景气度低叠加非洲猪瘟、养殖户加速出栏减少补栏影响所致。2020 年底在行业高景气度带动下存栏数较上年底大幅增长，已超 2015—2017 年间的平均水平；在高猪价的拉动下，2020 年能繁母猪中的三元母猪占比较高，考虑到三元母猪繁殖能力下降 20%~50%，折合后能繁母猪的实际产能恢复低于预期。2021 年以来，能繁母猪存栏量持续增加，截至 2021 年 6 月底，中国能繁母猪存栏量为 4564 万头，达到本轮周期峰值；截至 2021 年 7 月底，能繁母猪存栏量连续增长 21 个月至峰值的 4541 万头后的迎来首次下降。2022 年一季度，随着猪价下行，农户养殖意愿减弱，能繁母猪存栏量有所下降，2022 年 4 月底降至全年底部 4177 万头；随着下半年猪价回升，农户补栏意愿增强，能繁母猪存栏量有所增长；截至 2022 年底，我国能繁母猪存栏量同比微增 0.70%。2023 年以来，随着猪价低迷、养殖户补栏意愿弱、产能出清，能繁母猪存栏量有所下降。以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照，农业农村部设定全国能繁母猪正常保有量约为 4100 万头；2023 年 12 月和 2024 年 4 月，中国能繁母猪存栏量分别为 4142 万头和 3986 万头截至 2022 年底，能繁母猪存栏量 4329 万头，分别相当于正常保有量的 101.02% 和 97.22，已进入产能调控绿色合理区域（3895 万头~4305 万头）。

图表 1 • 2016 年以来中国能繁母猪存栏（左轴）及生猪出栏（右轴）情况



资料来源：Wind，联合资信整理

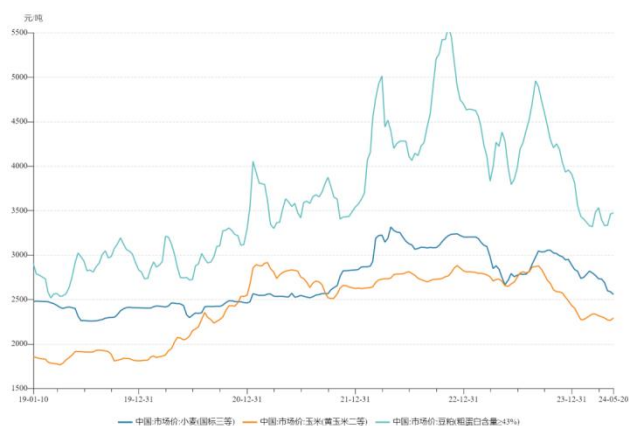
出栏生猪方面，根据国家统计局公布数据，2018—2023 年，中国生猪出栏头数先降后升，分别为 6.94 亿头、5.44 亿头、5.27 亿头、6.71 亿头、7.00 亿头和 7.27 亿头。其中 2019 年同比下降 21.61% 主要系能繁母猪存栏减少叠加非洲猪瘟影响所致；2020 年同比下降 2.94% 主要系非洲猪瘟影响、能繁母猪实际产能恢复不及预期、三元母猪留种以及二次育肥等因素影响所致。2021 年以来，由于前期能繁母猪存栏量处于高位，出栏量逐年增加。由于 2023 年能繁母猪存栏量有所回落，2024 年一季度，中国生出出栏量为 1.95 亿头，较 2023 年一季度的 1.99 亿头有所下降。

（3）行业上下游及产品价格情况

生猪养殖行业的上游为饲料行业，下游为中国居民的刚性需求，供给基本决定了猪肉价格。2019 年以来，持续攀升的粮食及饲料价格对生猪养殖企业产生较大升本控制压力，2023 年以来，粮食及饲料价格有所回落，但整体仍处于较高水平。2018—2020 年，中国猪肉价格持续增长，2021 年以来，随着能繁母猪产能释放，猪价快速下跌，生猪养殖行业盈利能力大幅下滑。2022 年以来，受产能去化、消费等因素影响，猪肉价格出现反弹迹象。2023 年以来，猪价有所回落。

生猪养殖行业上游主要为饲料行业，下游主要是居民肉食消费需求。生猪养殖业的上游为农作物生产行业，饲料所需原材料包括玉米、豆粕、小麦、鱼粉等主料，以及氨基酸、维生素、矿物质微量元素等辅料，原材料成本占饲料生产成本的比重约 75~80%，养殖业上游受小麦、玉米和豆粕价格的影响较大。2019 年以来受国际局势、天气等因素影响，玉米、小麦、豆粕等原材料带动饲料价格呈上升态势，于 2022 年底达到顶峰。2023 年，粮食及饲料价格先降后升，整体在波动下行，但仍处于较高水平。2024 年以来，粮食及饲料价格继续下探。

图表 2 • 中国小麦、玉米、豆粕及饲料价格情况



资料来源：Wind，联合资信整理

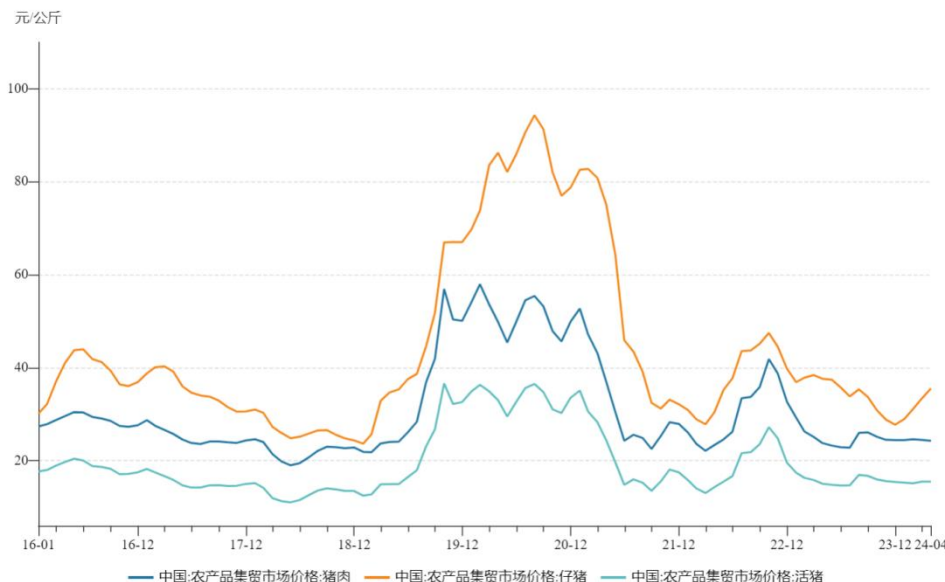
图表 3 • 中国生猪饲料和肉鸡饲料价格情况



资料来源：Wind，联合资信整理

根据国家统计局数据，2020—2023 年，中国人均猪肉消费量分别为 18.2 公斤、25.2 公斤、26.9 公斤和 23.5 公斤，同比分别下降 10.34%、增长 38.46%、增长 6.7%和下降 12.64%，在猪肉比较低时存在对猪肉消费的明显偏好。按 14 亿人口进行计算，全国居民家庭消费猪肉 3766 万吨，折合生猪 4.76 亿头，在 2023 年全国生猪出栏量中所占的比重约为 65%。就全国居民家庭猪肉消费量来看，目前全国猪肉供应供大于求。此外，在中国饮食和烹饪体系下，猪肉消费为刚性需求，供给端基本决定了猪肉价格。

图表 4 • 2016 年以来中国仔猪、生猪及猪肉价格情况



资料来源：Wind，联合资信整理

自 2018 年非洲猪瘟疫情爆发以来，中国生猪养殖户加速出栏、减少补栏，生猪产能供给紧张，猪肉价格高位运行。生猪养殖行业景气度提升拉动养殖户补栏热情高涨，2020 年 11 月，能繁母猪存栏量突破 4100 万头。受生猪存栏增加、种群密度加大，能繁母猪中三元母猪占比较高，非洲猪瘟野毒和疫苗毒扩散速度加快三方面因素影响，中国生猪养殖难度加大、供应紧张，2020 年底—2021 年初，猪肉平均价格仍保持在高位。进入 2021 年后，生猪产能开始集中释放，生猪价格快速走低，生猪养殖行业景气度大幅下降，中国活猪平均价格自 2021 年 1 月的高点震荡下跌，6 月已跌破行业平均成本线（约 16~19 元/公斤）。2021 年四季度—2022 一季度，受冬季猪肉消费增加、节假日消费增加及运输受阻等因素影响，猪价小幅回升，整体仍在低位区间震荡；2022 年下半年，猪价开始缓慢上涨。2023 年，由于前期猪价回升农户补栏意愿增强、能繁母猪高存栏量增加猪肉供给，压栏及二次育肥肥猪出栏体重偏高，以及节后需求下降等综合因素影响，猪价有所回落。

（4）行业政策

从政策上看，国家出台相关政策，优化生猪产能调控机制。由于猪肉价格关乎民生，国家政策可以加强国家对规模化猪场的产能监控，提升行业集中度，平缓猪价震荡，减小猪周期波动幅度。

2020 年 3 月，国家发改委和农业农村部印发《关于支持民营企业发展生猪生产及相关产业的实施意见》，提出要从加大财政支持力度、完善金融保险支持政策、支持企业克服特殊困难、保障合理用地需求等方面支持民营企业发展生猪生产。2021 年 2 月，《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》（2021 年中央一号文件）提出，要深入推进农业供给侧结构性改革，平稳发展生猪产业。需要注意的是，随着生猪养殖产能逐步恢复，国家促进养殖产能类政策支持力度将不断减弱，信贷、财税和土地政策可能收紧。2021 年 9 月 23 日，农业农村部发布了《生猪产能调控实施方案（暂行）》（以下简称“方案”）。方案指出，能繁母猪是生猪生产的基础和市场供应的“总开关”，只要能繁母猪存栏量变动保持在合理区间，仔猪生产就有保障，生猪市场供应和猪肉价格就能保持相对稳定。“十四五”期间，以正常年份全国猪肉产量在 5500 万吨时的生产数据为参照，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在 4100 万头左右，最低保有量不低于 3700 万头。按照生猪产能调控要求，将能繁母猪存栏量变动划分为绿色、黄色和红色 3 个区域，采取相应的调控措施。2022 年 2 月，《中共中央国务院关于做好 2022 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》提出，要稳定生猪生产长效性支持政策，稳定基础产能，防止生产大起大落。2023 年 2 月，《中共中央国务院关于做好 2023 年全面推进乡村振兴重点工作的意见》指出，落实生猪稳产保供省总负责，强化以能繁母猪为主的生猪产能调控；严格“菜篮子”市长负责制考核。2024 年 2 月，《中共中央国务院关于学习运

用“千村示范、万村整治”工程经验有力有效推进乡村全面振兴的意见》（2024 年中央一号文件）提出，要加强“菜篮子”产品应急保供基地建设，优化生猪产能调控机制，稳定牛羊肉基础生产能力。

收储和放储方面，2022 年以来由于生猪价格持续下跌，猪粮比价一度跌至 4.89:1，触发《完善政府猪肉储备调节机制做好猪肉市场保供稳价工作预案》中规定的过度下跌一级预警。为防止生猪价格过度下跌，提振市场信心，上半年中央共进行了十三批十六次中央冻猪肉收储通知，实际收储量为 10.14 万吨。2022 年 4 月以来，猪价开始触底回升，为稳定生猪行情，2022 年 9 月，国家发改委于 2022 年以来首次采取猪肉储备投放措施以稳定猪价，并于 9 月、10 月和 11 月多批次投放猪肉储备 13.71 万吨。2023 年以来猪价回落，为维护猪肉市场稳定，商务部会同国家发展改革委、财政部于 2 月开展年内第一批中央储备猪肉收储工作，完成收储量 7100 吨；随着玉米价格高涨叠加猪价回落，猪粮比于 2023 年 7 月跌破 5:1 警戒线，商务部会同国家相关部门开展年内第二批中央储备猪肉收储工作，完成收储量 2 万吨；11 月，开展第三批中央储备冻猪肉收储工作，收储 1 万吨。

（5）未来发展

本轮猪周期于 2021 年初进入下行通道，目前处于 2006 年以来第四个猪周期结尾与第五个周期起步中间的过渡阶段。考虑到能繁母猪存栏量自 2021 年 7 月达到峰值后，高位震荡整理，于 2023 年出现下降，预计 2024 猪肉供应节奏有所放缓。叠加饲料、种猪及猪苗成本下降，生猪养殖企业亏损幅度收窄或有望实现盈利。本轮周期后，抗风险能力较弱的生猪养殖户将进一步出清，生猪养殖行业集中度有望提升，行业格局将有所优化。

上游原材料与成本方面，在目前全球范围内粮食作物种植成本整体提升的背景下，预计 2024 年玉米和豆粕等原料价格有一定回落，但下行空间有限。此外，非洲猪瘟疫情等不确定性事件对生猪养殖企业在中间生产过程中的环境保障和疫情防范中的成本控制提出了挑战。

生猪产能和猪肉价格方面，由于养猪的时间更长，因此养猪具有更加明显且稳定的周期特征。历史上中国一个“猪周期”通常是 3~5 年，近年来由于养猪企业与养殖户的规模逐步增大，在行情低迷期的维持能力增强，所以“猪周期”也在逐渐拉长。自 2006 年以来，我国已经经历了四个完整的周期，目前处于第四个周期结尾与第五个周期起步中间的过渡阶段。2021 年 7 月底，中国能繁母猪存栏量达到本轮猪周期最高点，之后高位震荡整理，于 2023 年开始下行。由于能繁母猪存栏指标领先于生猪存栏指标约 10~12 个月，预计 2024 年供应节奏或将有所放缓。随着产能下降、宏观经济及居民消费的恢复、有望推动猪周期逐步转入上行区间。考虑到 2023 年粮食和饲料价格有所下降，同时猪价低位运行，种猪与外购猪苗价格较低，预计 2024 年出栏生猪综合成本有望下降，生猪养殖企业亏损幅度收窄或有望实现盈利。

行业内企业运营与信用状况方面，在成本高企及猪肉价格低迷的双重背景下，行业内企业盈利能力受到了重大冲击，在猪价低位整理阶段，经营管理、成本控制和资金周转等能力相对较强的头部企业，在抵御猪周期波动影响方面会表现出更强的抗风险能力。

政策方面，2022 年以来，国家密集的生猪产能调控方案显示了国家在助推生猪产能常态化方面的激励和深入细化调控监测。同时，对规模化猪场的产能监控和支持政策，有利于行业集中度提升，减小周期波动振幅。

行业发展方面，本轮猪下行周期进程中，生猪养殖企业面临亏损程度加深、盈利能力下降、营运现金流紧张和再融资能力弱化等风险；抗风险能力较弱的中小规模养殖户退出市场可能性加大，而具有成本优势的头部猪企度过周期底部的能力更强，并能在周期低谷储备产能、蓄力新周期的盈利增长；因此，生猪养殖行业集中度有望进一步提升，未来猪周期造成的行业波动纵深可以进一步平滑。此外，生猪养殖企业下游的产品形式呈多元化发展，“调猪向调肉转变”。生猪养殖企业可通过新增屠宰产能以及延伸产业链，或通过兼并、合资、联营等多种方式向食品初加工、深加工纵深发展，并衍生出电商与实体结合、互联网与产业融合、生产者与消费者直接对接等新业态。通过以上方式，有助于生猪养殖企业安全度过猪周期。

3 区域环境分析

北京作为中国政治文化中心，综合实力保持在全国前列；保障房项目受到北京市政府高度重视，已被列为北京市城市建设首要任务之一。

北京作为中国政治文化中心，综合实力保持在全国前列。根据《北京市 2023 年国民经济和社会发展统计公报》，北京市全年实现地区生产 43760.7 亿元，按不变价格计算，同比增长 5.2%。其中，第一产业增加值 105.5 亿元，同比下降 4.6%；第二产业增加值 6525.6 亿元，同比增长 0.4%；第三产业增加值 37129.6 亿元，同比增长 6.1%。2023 年，北京实现工业增加值 5008.5 亿元，按不变价格计算，同比增长 0.3%，其中规模以上工业增加值同比增长 0.4%。

消费方面，2022年，北京市全年居民消费价格总水平同比上涨0.4%。农产品生产者价格同比下降0.3%。工业生产者出厂价格同比下降0.8%，工业生产者购进价格同比下降1.3%。

2023年，北京市实现农林牧渔业总产值252.5亿元，按可比价格计算，同比下降4.6%。其中，农业（种植业）产值135.6亿元，同比增长5.1%；林业产值65.9亿元，同比下降20.6%，变化较大，主要系上年新一轮百万亩造林绿化工程收官、基数较高影响所致。全年粮食作物播种面积8.9万公顷，同比增长16.6%，粮食总产量47.8万吨，同比增长5.3%；蔬菜及食用菌产量207.5万吨，同比增长4.3%；年底生猪存栏量26.7万头，同比下降27.4%，生猪出栏量32.9万头，同比增长2.2%。设施农业播种面积47.6万亩，同比下降2.3%，实现产值60.459.8亿元，同比增长1.0%。农业观光园1044个，实现总收入21.2亿元。实际经营的乡村旅游接待单位（农户）7738户，实现总收入15.0亿元。

自2014年习近平总书记考察北京城市建设，发表重要的“226”讲话后，保障房建设被作为实现城市功能定位、城市环境整治、城市民生保障和市场调控机制的重要支撑，已被列为北京市城市建设首要任务之一，并被作为城市公共服务性产品列为市政府重要考核指标，北京市保障房建设进入历史新高高峰期。

五、基础素质分析

1 竞争实力

公司是北京市国资委下属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，对区域民生形成有力保障。

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、肉鸡畜禽良种领域具有国内领先的技术，拥有较大规模、较强综合实力的畜禽良种繁育与生产基地。公司北京奶牛中心建成我国最大的优秀种公牛自主培育体系，冻精产品市场占有率30%左右，成为国内冻精市场第一品牌；北京中育种猪有限责任公司（以下简称“中育种猪”）培育出具有自主知识产权的“中育”配套系种猪，拥有北京黑猪种质资源，是国内唯一掌握SPF（无特定病）种猪安全生产体系的育种公司；北京金星鸭业有限公司建成全球首个肉鸭基因组选择技术平台，北京鸭占据国内高端烤鸭市场95%，樱桃谷鸭国内市场占有率达80%。目前，集团种鸭、蛋种鸡规模居世界第一，种牛市场占有率居全国第一。截至2024年3月底，公司拥有专业化奶牛养殖牧场29个、肉牛场2个、种公牛场3个。牧场遍及河北、河南、山东、吉林、黑龙江、内蒙古、云南等地区，奶牛总存栏数约10万头。

品牌建设方面，公司拥有“三元”“古船”“大红门”“王致和”酱菜等在业内有广泛影响力的优秀品牌。根据世界品牌实验室发布2023年《中国500最具价值品牌》，“首农”品牌价值上升至955.76亿元，总排名位列500强第75位，品牌价值较去年增长14.9%，排名提升2个位次；旗下“三元”“古船”“大红门”也分别位列500强品牌不同位次。“首农”及子品牌总价值超过1920亿元。

公司担负首都食品应急保障和生活服务保障职责，是首都人民的“菜篮子、米袋子、奶瓶子、肉案子”，同时长期承担中央、市区级政府商品储备任务，也是北京重要会议和活动的食品供应服务保障机构。

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，均位于北京市内或周边，具有良好的区位优势。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。

2 人员素质

公司高层管理人员具有丰富的行业及管理经验，能够满足公司运营及发展需求。

截至2024年3月底，公司共有董事8人（其中外部董事5人），监事1人，非董事高级管理人员5人。公司高管人员大多从事相关业务和管理工作多年，行业经验丰富。

公司党委书记、董事长薛刚，北京市政协委员，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（以下简称“三元集团”）党委常委、董事、总经理，首农集团党委副书记、董事、总经理，首农食品集团党委副书记、副董事长、总经理等职务。

公司党委副书记、董事、总经理袁浩宗，高级经济师，经济学学士，工商管理硕士学位，中共党员。历任北京市豆制品二厂销售部干部、市场信息部主任、供销副厂长，二商集团市场开发处干部、副部长、副总经理，北京市东方友谊食品配送公司副经理、经理、党委委员、党委副书记，北京市扶贫协作和支援合作工作领导小组青海玉树指挥部党委书记、指挥（正局长级），援青干部领队，青海玉树州委常

委、副州长，兼任三元股份董事长、北京光明饭店有限公司董事长、北京麦当劳食品有限公司董事长。

3 信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91110000101115923W），截至 2024 年 7 月 12 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。根据公司提供的说明，不良类贷款和关注类贷款发生在 2007 年及以前，均已如期正常归还。此外，公司相关还款责任信息记录中存在保证人/反担保人的被追偿业务还款责任金额 0.29 亿元，系历史原因造成，主要发生在上世纪 90 年代。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，联合资信未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至报告出具日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。公司在证券期货市场失信记录查询平台、信用中国、重大税收违法失信主体公布栏和国家企业信用信息公示系统上均无重大不利记录。

六、管理分析

1 法人治理

公司建立了较为完善的法人治理结构，有助于保证其经营管理活动的有效运行。

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。公司下设党委办公室（巡查办公室、董事会办公室）。

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，制订公司的利润分配方案和弥补亏损方案，拟定公司合并、分立、变更企业形式、解散和清算的方案等。近年来，公司管理层变动较大，截至 2024 年 3 月底，公司董事会由 8 名董事组成，设董事长 1 人，暂缺席 1 位职工董事。董事每届任期 3 年，任期届满，经履行相关手续后可以连任。董事长需定期代表董事会向北京市国资委述职。

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，总经理对董事会负责并主持公司的生产经营管理工作。

根据公司章程，监事会由 6 名监事组成，其中北京市国资委委派 4 人，公司职工代表大会选举产生职工代表 2 人。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 4 位外部监事不再履行监事职责；公司目前有 1 位职工监事，缺席 1 位职工监事。

2 管理水平

公司建立了较为完备的内部控制制度，设置了适合自身业务发展情况的组织架构。但管理链条较长，下属子公司较多且涉及经营领域跨度较大，增加了公司管理难度。

公司已形成了董事会、监事会和经营管理层相互配合，相互制衡的较为完善的公司治理结构，公司组织架构详见“一、主体概况”。

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。

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。

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

资金管理方面，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》《网络安全管理办法》和《交通安全管理办法》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。

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。但公司管理层级较多，下属企业众多且经营领域跨度大，若公司未能有效加强管理，降低子公司经营风险、提高盈利能力，可能对公司持续稳定经营产生不利影响。

七、经营分析

1 经营概况

公司业务布局多元，已形成从田间到餐桌的全产业链布局。2021—2023 年，公司营业收入和利润总额持续下降，主要系猪价低迷叠加成本端承压，且受到宏观经济影响所致。

经过多年发展和业务板块融合重组，公司已形成从田间到餐桌的全产业链布局，业务覆盖食品制造与销售、现代农牧渔业、供应链运营与服务、商贸服务、农副产品生物科技开发、园区开发与运营管理等六大板块。2021—2023 年，公司营业收入持续下降，年均复合下降 6.27%，主要系食品制造与销售、供应链运营与服务、商贸服务板块收入持续下降所致；2021—2023 年，公司营业成本持续下降，年均复合下降 5.84%。2021—2023 年，公司利润总额分别为 49.85 亿元、47.69 亿元、28.56 亿元，持续下降，年均复合下降 24.31%，主要系猪价低迷叠加成本端承压，且受到宏观经济影响所致。

图表 5 • 公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%、百分点）

业务板块	2021 年			2022 年			2023 年			三年收入复合变化	2023 年毛利率同比变化	2024 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			收入	占比	毛利率
食品制造与销售	1133.66	61.55	6.41	1130.07	62.72	6.50	1052.78	65.07	5.55	-3.63	-0.95	261.53	67.80	6.66
现代农牧渔业	121.43	6.59	12.55	119.20	6.62	5.53	113.52	7.02	4.84	-3.31	-0.69	25.33	6.57	5.84
供应链运营与服务	209.98	11.40	3.78	180.48	10.02	3.31	128.22	7.92	3.75	-21.86	0.44	26.18	6.79	4.44
商贸服务	149.05	8.09	5.94	103.49	5.74	7.71	88.26	5.46	9.14	-23.05	1.43	16.20	4.20	11.52
农副产品生物科技开发	132.08	7.17	4.06	179.48	9.96	4.00	154.55	9.55	3.59	8.17	-0.41	39.20	10.16	3.80
园区开发与运营管理	95.56	5.19	21.13	89.12	4.95	29.64	80.60	4.98	22.57	-8.16	-7.07	17.31	4.49	12.97
合计	1841.76	100.00	7.07	1801.83	100.00	7.08	1617.93	100.00	6.21	-6.27	-0.87	385.76	100.00	6.65

注：2021 年经营数据为追溯调整后数据
资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

从收入构成看，2021—2023 年，食品制造与销售收入持续下降，主要系猪价低迷所致；食品制造与销售收入占营业收入的比重超过 60%且持续上升，是公司收入最大构成部分；现代农牧渔业收入持续下降，占营业收入的比重较稳定；供应链运营与服务、商贸服务板块的收入和占比均持续下降，主要系宏观经济影响所致；农副产品生物科技与开发板块的收入波动增长，园区开发与运营管理的收入持续下降，但规模较小，整体对公司收入影响不大。

从毛利率方面看，2021—2023 年，园区开发与运营管理的毛利率受结转的开发项目不同影响波动较大；现代农牧渔业板块毛利率大幅下降，主要系猪价低迷叠加成本端承压所致；公司其他板块毛利率均变化不大。园区开发与运营管理收入与利润规模均较小，对公司整体盈利水平影响不大，2021—2023 年，公司综合毛利率变化不大。

2024 年 1—3 月，公司实现营业收入 385.76 亿元，同比增长 2.95%，；营业成本 360.11 亿元，同比增长 3.63%；实现利润总额 4.93 亿元，同比增长 3.03%。

2 业务经营分析

（1）食品制造与销售

公司食品制造与销售板块以肉食加工、乳制品、糖油类产品生产销售及糖酒销售为主，拥有一系列知名品牌。行业景气度和消费市场需求对食品制造与销售板块经营业绩影响大。

食品制造与销售板块主要是肉类、乳制品、粮油、糖酒、调味品等食品加工与销售业务，盈利模式主要是食品的生产、加工、收购、存储、经营和销售。该板块是首农食品集团的核心主业板块，为北京地区民生提供了有力保障。公司培育出了“三元”、“古船”、“大红门”、“王致和”等一系列知名品牌，持有 16 个中华老字号，22 个北京（省级）老字号，15 个中国驰名商标，24 个北京著名商标。“月盛斋酱烧牛羊肉制作、六必居酱菜制作和王致和腐乳酿造”3 项技艺入选国家级非物质文化遗产保护名录。

肉类食品加工的运营主体为北京二商肉食集团有限公司（以下简称“二商肉食集团”）。二商肉食集团拥有“月盛斋”“大红门”“穆香源”等知名品牌，承担中央及北京市两级政府的肉类储备任务和重大活动的食品供应保障任务，在北京地区食品储备和供应保障方面发挥重要作用。

经营模式方面，二商肉食集团从事肉类制品销售及仓储；销售渠道主要是市场批发、商超和外埠等。其中市场批发为采购商向公司询价后批发购货；商超为公司商场、超市等销售终端网点铺货，进行零售；外埠为公司向北京市外的各省市采购商批发销售。

生产方面，二商肉食集团现拥有屠宰及深加工企业 16 家，12 条班产 3000 头生猪屠宰线及班产 380 吨冷却肉分割生产线，1 条班产 50 吨、1 条班产 25 吨、1 条班产 15 吨的熟肉制品生产线，1 条班产 5000 只屠宰羊生产线，2 条班产 300 头屠宰牛生产线；建有 16 个设施完善的食品安全检测中心，共有各类专业技术人员 600 余人。公司所属专业冷冻厂现有冷藏量 16000 吨，库房类型有 0~4℃高温库、-18℃的中温库和-23℃低温库，适合储存各种肉类、禽类、水产品、冷饮、蛋奶制品、速冻食品、蔬菜水果等。2023 年，二商肉食集团生猪和牛羊肉的屠宰量分别为 1118 万头与 70 万头；销量分别为 135 万吨和 5.99 万吨，在北京肉类市场具有较强竞争力。2023 年和 2024 年 1—3 月，二商肉食集团分别实现营业收入 345.05 亿元和 81.21 亿元。受猪价低迷成本端承压影响，生猪养殖行业整体亏损，2023 年，二商肉食集团收入同比下降，净亏损幅度加大。

图表 6 • 肉食加工业务产销情况

指标名称		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
猪肉	生猪屠宰量（万头）	1111	1049	1118	240
	猪肉销量（万吨）	125	131	135	31
	销售均价（元/吨）（不含税）	20273.16	18870.02	16335.29	17025.75
牛羊肉	牛羊屠宰量（万头）	78	90	70	10
	牛羊肉销量（万吨）	15.98	12.86	5.99	1.30
	销售均价（元/吨）（不含税）	48271.29	38113.50	35532.23	35289.66

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

乳制品加工运营主体为三元股份，其主要业务涉及加工乳制品、冷食冷饮、饮料、食品，并拥有“三元”“极致”“爱力优”“八喜”等国内知名度较高的品牌。三元股份在内蒙古海拉尔市、河北迁安、河北石家庄、天津静海、广西柳州等建立了 16 大加工中心，主要采用直营、经销商和电子商务相结合的销售模式，销售网络覆盖北京各城区、郊县及全国 50 多个省、市及地区。

图表 7 • 公司主要乳制品生产和销售情况

指标名称		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
固态奶（奶粉、干酪）	产量（万吨）	2.52	3.66	4.19	1.15
	销量（万吨）	2.90	2.94	3.74	1.10
	销售均价（元/吨）	25890.46	25238.26	24464.85	22295.83
	产销率（%）	115.10	80.33	89.26	95.65
液态奶（牛奶、酸奶）	产量（万吨）	53.55	62.10	59.34	14.03
	销量（万吨）	56.53	65.52	59.93	14.58
	销售均价（元/吨）	8447.17	7108.14	8079.73	8275.27
	产销率（%）	105.56	105.51	100.99	103.92
冰淇淋	产量（万吨）	9.67	10.10	11.46	3.10
	销量（万吨）	9.99	9.41	12.64	3.38
	销售均价（元/吨）	13238.79	15323.28	13427.22	16601.94
	产销率（%）	103.24	93.17	110.30	109.03

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

2021—2023 年，三元股份固态奶产销量持续增长，销售均价持续下降；液态奶产销量波动增长，销售均价波动下降；冰淇淋产量持续增长，销量波动增长，销售均价波动上升。乳制品消费市场需求波动对三元股份经营业绩有一定影响。2023 年，三元股份收入同比略有下降至 78.41 亿元，净利润同比大幅增长，主要系 2023 年 5 月起北京首农畜牧发展有限公司（以下简称“首农畜牧”）出表，三元股份因此股权转让事项获得投资收益，此外，三元股份参股企业北京麦当劳食品有限公司经营业绩同比向好，公司获得投资收益所致。

牛奶资源供给方面，2021—2023 年，三元股份对内采购量持续增长，自给率波动上升，一定程度上保障了原料奶供给稳定性，且有助于产品质量把控。

图表 8 • 公司牛奶资源和采购情况

指标名称		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
牛奶	对内采购（万吨）	34.31	41.92	44.50	12.89
	对外采购（万吨）	27.35	23.47	27.40	8.85
	对外采购均价（元/吨）（不含税）	4428.41	4190.41	3830.36	3351.67
	自给率（%）	55.64	64.11	61.89	59.29
奶场	养殖量（头）	46656	46629	48170	50646
	产奶量（吨/头/年）	11.47	11.92	11.86	12.09

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

粮油贸易的主要经营主体为北京京粮粮油贸易集团有限公司（以下简称“粮贸集团”）及京粮控股。作为首农食品集团粮食贸易经营发展的核心载体和首都粮源供应保障的主体，粮贸集团负责中央、市级、区级储备粮承储任务，切实保障储备粮数量真实、质量良好、储存安全，管理规范。粮贸集团自有库点 45 个，设计仓容 313.4 万吨。截至 2024 年 3 月底，粮贸集团储备粮库存 218.08 万吨；粮贸集团粮源基地 200 余个，覆盖黑龙江、河北、山东、安徽、山西、广东等 15 个省市自治区。粮贸集团主要与国企（央企）、上市公司、粮食领域知名企业及大型深加工、饲料企业合作，开展玉米、小麦、面粉、杂粮，苜蓿草等品种的贸易经营，2023 年，粮食购销总量为 1966.12 万吨。2023 年和 2024 年 1—3 月，粮贸集团分别实现合并营业收入 266.31 亿元和 63.62 亿元。

京粮控股主营业务为油脂油料加工、油脂油料贸易及食品加工，主要产品有大豆油、菜籽油、葵花籽油、香油、麻酱、薯片、糕点及面包等。京粮控股油脂压榨业务拥有 4000 吨/日压榨生产线 1 条，1000 吨/日化学精炼生产线 1 条，400 吨/日物理精炼生产线一条，200 吨/日分提生产线 1 条及 100 吨/日冬化生产线 1 条，具备加工转基因、非转基因多项油品的能力。油脂油料加工、油脂油料贸易、面包业务主要集中在京津冀区域，休闲食品业务覆盖全国各省、直辖市。京粮控股销售模式以经销为主、直销为辅，同时开拓线上销售渠道。公司客户主要为商超、电商平台、餐饮、院校、酒店、企事业单位、机关食堂、各级商贸公司和批发商等。2023 年，京粮控股油脂生产量 142.75

万吨，销售量 199.96 万吨，实现油脂销售收入 109.1 亿元；食品加工生产量 4.41 万吨，销售量 4.61 万吨，实现食品加工收入 9.35 亿元。2024 年 1—3 月，京粮控股油脂生产量 27.96 万吨，销售量 48.8 万吨，实现油脂销售收入 33.92 亿元；食品加工生产量 1.11 万吨，销售量 1.27 万吨，实现食品加工收入 2.44 亿元。

糖酒销售业务的运营主体是北京糖业烟酒集团有限公司（以下简称“糖酒集团”），其主营业务为糖业和酒业，其中糖业以贸易为主。2023 年，糖酒集团实现营业收入 74.04 亿元，其中糖业营业收入 17.5 亿元，酒业营业收入 51.76 亿元。2024 年 1—3 月，糖酒集团实现营业收入 35.93 亿元。酒业方面，糖酒集团通过总经销、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始建立合作关系，经营国家各类名白酒、各种洋酒及地方酒。糖酒集团是五粮液集团评定的全国杰出品牌运营商，是剑南春、郎酒、西凤、汾酒、牛栏山、红星、燕京等品牌在北京的重要合作伙伴，同时在北京洋酒终端市场占有率达 85% 以上。糖业方面，糖酒集团与广西博宣、上海糖酒、中粮糖业、广西凤糖、玛氏、亿滋、联合利华等上游制糖和大型食品企业合作，是国内知名的糖企之一。糖业经营模式主要是从工业糖及食用糖生产商批量进货后，将其转售至其他用糖企业（如食品、饮料、医药企业）、商场、超市等，以赚取中间差价和服务费用；同时，以“京糖”为品牌分装民用小包装糖，主要销往商场、超市、批发市场及企业等各种终端。

调味品加工的运营主体为北京王致和食品有限公司（以下简称“王致和食品”）、北京六必居食品有限公司（以下简称“六必居公司”）、北京二商希杰食品有限责任公司（以下简称“希杰食品”）等。王致和食品生产“王致和品牌”系列产品，旗下拥有腐乳、料酒、酱类、调料、香油麻酱、豆沙豆馅等不同系列百余种产品。“王致和”品牌是商务部评定的“中华老字号”，已被列入国家级非物质文化遗产名录。2023 年和 2024 年 1—3 月，王致和食品分别实现营业收入 12.73 亿元和 3.88 亿元。六必居公司生产经营酱类、酱腌菜、酱油、食醋、料酒等调味品。旗下“六必居”品牌是我国历史最悠久的中华老字号之一。2023 年和 2024 年 1—3 月，六必居公司分别实现合并营业收入 6.45 亿元和 1.66 亿元。希杰食品前身为北京市豆制食品工业公司，所生产的“白玉”豆腐产品在北京商超覆盖率达到 70% 以上，农贸市场完成全覆盖。2023 年和 2024 年 1—3 月，希杰食品分别实现营业收入 4.46 亿元和 1.06 亿元。

（2）现代农牧渔业

公司拥有良种开发、畜禽养殖和食品加工的完整产业链，在畜禽良种方面具有品牌优势和生产技术优势。

现代农牧渔业主要指家禽、奶牛、生猪等的繁育养殖和水产捕捞等。公司从种源自主可控入手，加大“卡脖子”关键核心技术攻关，以形成从田间到餐桌的食品安全产业链。公司依托畜禽核心育种场，提高核心种源推广能力，致力于实现种源自主可控。“京系列”蛋鸡是集团联合中国农大成功培育的具有自主知识产权的优良蛋鸡品种，是目前唯一不受国外控制的高产品种；北京鸭是我国具有自主知识产权的畜禽品种，樱桃谷鸭是世界养鸭工业的主导种鸭产品，公司在肉鸭种繁殖和遗传基因供应方面全球领先；公司拥有国内规模最大的奶牛良种繁育及供种基地，冻精产品销量居全国榜首；公司拥有自主培育的具有知识产权的中育猪配套系美系和法系大白、长白、杜洛克种猪，拥有国内唯一的 SPF 种猪安全生产体系。

图表 9 公司现代农牧渔业主要产品产销量情况

指标名称		2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 1—3 月
牛冻精	产量（万剂）	215.57	170.93	315.60	77.03
	销量（万剂）	168.83	228.41	271.81	51.83
	均价（元/剂）	44.75	31.00	36.03	56.01
原料奶	产量（万公斤）	52538.75	51905.12	56852.01	14539.89
	销量（万公斤）	50952.85	50413.48	54823.08	14070.58
	均价（元/公斤）	4.49	4.33	3.92	3.64
商品猪	销量（万头）	26.57	45.95	50.47	8.10
	均价（元/头）	1897.44	1811.16	1730.78	1514.74
商品鸭	产量（万对）	360.73	234.96	316.56	83.77
	销量（万对）	359.63	267.37	340.77	81.81
	均价（元/对）	94.61	97.86	106.67	109.84
肉鸡	产量（万吨）	6.87	6.67	7.13	1.69
	销量（万吨）	8.49	8.22	8.55	1.88
	均价（万元/吨）	1.25	1.35	1.33	1.26
樱桃谷鸭	产量（万对）	334.93	822.42	715.91	166.08

销量（万对）	334.93	822.42	715.91	166.08
均价（元/对）	23.20	22.77	19.85	18.23

注：上表销量包含内销部分
 资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

公司奶牛养殖和牛冻精的运营主体为首农畜牧。2023 年和 2024 年 1—3 月，首农畜牧分别实现营业总收入 24.27 亿元和 5.62 亿元。首农畜牧拥有专业化奶牛养殖牧场 29 个、肉牛场 2 个、种公牛场 3 个。牧场遍及河北、河南、山东、吉林、黑龙江、内蒙古、云南等地区。拥有“娟姗牛”养殖基地和有机奶生产基地，可生产高乳脂、高蛋白奶源。截至 2023 年底，首农畜牧奶牛存栏约 10 万头，成母牛平均单产约 12 吨/头/年，2023 年和 2024 年 1—3 月总产奶量分别为 56.85 万吨和 14.54 万吨。2021—2023 年，原料奶产销量波动增长，销售均价持续下降。

首农畜牧奶牛中心也从事牛冷冻精液和胚胎组合的生产销售。首农畜牧饲养包括“黑星”“空中之星”和“林肯”等世界名牛后代在内的优秀荷斯坦和其他优秀品种公牛 204 余头，具有年生产冻精 300 万剂、胚胎 0.5 万枚的能力，开发并生产性控胚胎，雌性准确率达到 90% 以上。牛冻精的主要产品品牌是“BDCC”牌牛冷冻精液，除满足北京市需要外，销售面积覆盖了中国 25 个省、市、自治区的 216 个单位。2021—2023 年，公司牛冻精产量波动增长，销量持续增长，销售均价波动下降。

家禽养殖的运营主体为首农股份，其主要经营鸭业与鸡业等禽类养殖，鸭业养殖以祖代、父母代（包括雏鸭和种代）为主。2017 年，首农股份完成对全球最大白羽肉鸭育种企业英国樱桃谷鸭公司收购，一举获得全球 70% 的白羽肉鸭市场份额，将前身是“北京鸭”的樱桃谷鸭（世界养鸭工业主导鸭种）带回中国，确保中国肉鸭种源供给绝对安全。2023 年和 2024 年 1—3 月，首农股份分别实现营业收入 26.32 亿元和 5.38 亿元。2021—2023 年，公司商品鸭产销量波动下降，销售均价持续上升；肉鸡产销量波动增长，销售均价波动上升；樱桃谷鸭产销量波动增长，销售均价持续下降。

种猪育种业务主要由北京三元种业科技股份有限公司（以下简称“三元种业”）下属中育种猪、北京黑六牧业科技有限公司和北京首农种猪科技有限公司等子公司运营。依托优质种猪资源，开展生猪养殖的运营主体是丰镇市大红门农牧科技有限公司（以下简称“丰镇市大红门”）及赤城县大红门科技牧业有限公司（以下简称“赤城县大红门”），经过 20 多年的发展，已形成了集科研、饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养为一体的完整闭环式生猪产业链，生猪养殖主要类型为商品猪、种猪以及仔猪。2023 年和 2024 年 1—3 月，丰镇市大红门及赤城县大红门合计实现营业收入 3.03 亿元和 0.75 亿元。2021—2023 年，公司商品猪产销量次序增长，销售均价持续下降，主要系猪周期下行背景下生猪产能过剩、猪价低迷所致。

渔业及加工贸易运营主体包括烟台京远渔业有限公司（以下简称“烟台京远渔业”）、北京市北水嘉伦水产品市场有限责任公司（以下简称“北水嘉伦公司”）、北京北水永兴水产品销售有限公司（以下简称“北水永兴公司”）及北京北水食品工业有限公司（以下简称“北水食品公司”）等。烟台京远渔业拥有远洋作业渔船 8 艘，分布在大西洋、太平洋、印度洋公海海域，渔船总吨位 9382 吨，年均捕捞量 1~2 万吨，主要鱼货为鱿鱼、金枪鱼、秋刀鱼等。北水嘉伦公司是农业部中国远洋渔业协会的“中国远洋渔业产品推广示范基地”，2010—2021 多次获水产集团、首农食品集团先进基层党组织称号，2021 年被评为“2021 年度全国水产品批发市场 30 强”。北水永兴公司具有货物进出口及代理进出口备案资质，产品以冷冻南美白虾为主，其中 50% 以上直接进口。北水食品公司作为水产品加工企业，拥有 4000 多平米加工车间，8000 吨冷藏存储能力，年加工能力约 4000 吨，具有货物进出口及代理进出口备案资质。2023 年北水永兴与北水食品公司进行重组，北水永兴业务转移到北水食品，截至 2024 年 3 月底，北水永兴公司业务已基本停止，业务已全部转移到北水食品公司。2023 年，4 家企业分别实现营业总收入 2.73 亿元、10.33 亿元、13.36 亿元和 3.81 亿元，合计 30.23 亿元；2024 年 1—3 月，4 家企业分别实现营业收入 1.02 亿元、2.31 亿元、0.95 亿元、2.54 亿元，合计 6.82 亿元。

公司对动物疫病的预防、动物和动物产品的检疫、动物疫病的控制和扑灭等方面建立了一系列制度规范，并设立了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等，但养殖板块存在动物疫病风险，需关注动物疫病对公司经营业绩可能产生的不利影响。

（3）供应链运营与服务

公司供应链运营与服务涵盖进出口商品仓储、通关及物流配送，生鲜食品冷链物流，储粮管理等业务，有利于进一步完善公司产业链。

供应链运营与服务是公司安全食品产业链的绿色通道和有力支撑，主要指依托公司现有仓储、铁路货运及港口资源，逐步形成“仓储物流中心+区域配送中心+综合服务中心”的资产地图，涵盖进出口商品仓储、通关及物流配送，生鲜食品冷链物流，储粮管理等业务，以支撑首都食品供应保障。该板块运营主体包括北京首农大厨房供应链管理集团有限公司（以下简称“首农大厨房”）、首农供应链（大连）有限公司（以下简称“首农供应链（大连）”）和天津港首农食品进出口贸易有限公司（以下简称“天津港首农”）等。

首农大厨房作为首农食品集团旗下新型供应链子集团，通过整合共享集团客户、渠道、物流资源，全面对接机关食堂、大型商超、电商渠道等供应链下游 B 端客户，为客户提供从采购、存储、食品检测、分拣、配送、销售的一揽子食材供应解决方案，实现全品类供应、点对点对接。首农大厨房形成了产品类目完整、在库产品 1.5 万余个 SKU 的商品体系，拥有 13 个物流园区，超低温、低温、常温仓储资源 210 多万平方米，配送车辆 2000 余辆，服务机关团体、连锁餐饮、军队、医院等 B 端客户 1200 余家。2023 年和 2024 年 1—3 月，首农大厨房分别实现营业收入 81.14 亿元和 14.66 亿元。

首农供应链（大连）依托保税区和自贸区政策功能优势，专注跨境生鲜食品供应链综合服务，提供自境外产地采购到食材上桌的全流程一站式供应链解决方案，同时运营生鲜商品国际贸易相关业务。公司在大连保税区投建冷链物流园项目，项目位于大连保税区汽车码头北侧，总占地面积约 3.3 万平方米。2023 年和 2024 年 1—3 月，首农供应链（大连）分别实现营业收入 45.39 亿元和 10.20 亿元。

天津港首农经营产品涵盖肉类、水产、水果、粮食、酒类、奶制品、坚果及小包装食品等一系列农产品，同时提供集食品进出口、通关报检、货物代理、仓储、物流、分拨、销售、配送、供应链金融等多功能服务。公司自建 1 座物流仓储园区，位于天津东疆保税港区，占地面积为 5.6 万平米，总建筑面积 1.8 万平米。2023 年和 2024 年 1—3 月，天津港首农分别实现营业收入 52.77 亿元和 8.57 亿元。

（4）商贸服务

公司商贸服务业板块以农产品贸易、城市商贸服务、成品油零售为主，为公司盈利提供补充。

商贸服务主要指农产品贸易、城市商贸服务、成品油零售等。

农产品贸易的运营主体为上海首农投资控股有限公司（以下简称“上海首农”），其主要经营大宗农产品贸易，以油脂油料、粮谷、橡胶类产品为主营品种，采用期现结合的经营模式。2023 年，上海首农实现油脂销量 39 万吨，销售收入 33.89 亿元；实现粮谷销量 55 万吨，销售收入 14.38 亿元；实现橡胶销量 5 万吨，销售收入 5.37 亿元；实现豆粕销量 2 万吨，销售收入 0.80 亿元。此外，上海首农还同“一带一路”沿线国家建立贸易往来，进口油脂、亚麻籽、芝麻、绿豆等国外农产品。2023 年，上海首农实现营业收入 55.37 亿元。

城市商贸服务是依托公司食品加工产业，以丰富首都食品供应种类为核心，以集团食品安全体系为保障，主要贸易品包括豆类、油类、海鲜、肉禽、水果、快消品等。其中北京京粮物流有限公司（以下简称“京粮物流”）以不动产经营为基础，所运营的京粮广场不动产经营面积 6 万余平米，涵盖餐饮、儿童、零售、休闲娱乐、配套服务五大业态，现有商户 80 余家，目前已发展成为海淀区田村地区重要地标性商业体，2023 年实现营业收入 1.18 亿元。北京首农消费帮扶双创中心有限公司是北京市属帮扶平台，针对北京对口支援的 8 省 90 个贫困旗、县，将受援地区帮扶产品引入北京市场，实现“以消代扶”，同时大力开展帮扶产品的大宗团购业务。其所运营的首农双创中心大厦占地面积约 1 万平方米，入驻企业 500 余家，展示展销商品 4000 余种，2023 年实现营业收入 4.04 亿元。京粮点到网（北京）商贸有限公司运营集 B2B、B2C、O2O 为一体的综合服务类在线购物平台——点到网。点到网为北京市民提供快捷便利的在线购物服务，同时承接了大量央企以及北京市国企员工工会业务，2023 年实现营业收入 3.39 亿元。龙德置地有限公司和北京龙德商业管理有限公司主要运营北京龙德广场，2023 年，合计实现营业收入 3.78 亿元。首农酒店管理公司运营了圆山大酒店、香山会议中心、德胜饭店等物业，2023 年，实现营业收入 3.28 亿元。此外，公司拥有西南郊肉类水产品市场、四道口水产市场、大红门京深海鲜市场、京华沅茶叶市场、北京国际茶城、京华茶业大世界等一批专业市场，这些专业市场已经成为我国北方肉类、水产品、农副产品、茶叶等商品的重要集散地，在首都城市食品供应保障中发挥了重要作用。各专业市场经营以摊位出租为主，收取租金。

公司成品油零售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”）。2022 年，原运营主体之一北京市燕庆旺泰成品油销售有限公司不再开展低毛利的石油贸易业务，受此影响，2022 年，公司商贸服务收入有所下降。截至 2024 年 3 月底，三元石油在营 22 座加油站，主要分布在北京市海淀、昌平、大兴、丰台、朝阳、通州等城区；北京壳牌在北京、河北承德两地有 17 座加油站，2023 年和 2024 年 1—3 月，分别实现营业收入合计 17.59 亿元和 3.57 亿元。公司主要供应商为北京市石油化工产品开发供应有限公司、北京吉利石油产品服务有限公司、中国石化销售股份有限公司北京石油分公司、中国航油集团北京石油有限公司、北京市京东物资公司等。各加油站与下游客户一般通过微信、支付宝、银联卡、现金等方式结算。

（5）农副产品生物科技开发

农副产品生物科技板块的主要运营主体为北京京粮生物科技集团有限公司（以下简称“京粮生物”）。京粮生物以玉米精深加工为基础，深度开发以淀粉为原料的生物制品，重点发展生物医药、生物化工、生物科技等高端产业。京粮生物的工厂在当地向农户及贸易商进行收购后，向中国重点食品加工、工业材料生产及制糖企业客户销售，重点客户包括华润集团、伊利集团、哇哈哈、今麦郎、青岛啤酒、玖龙纸业、双汇食品、益海嘉里、嘉吉等大型企业，客户结构多元化涵盖央、国企、上市及知名国际企业，产品需求稳定。截至 2023 年底，京粮生物玉米加工产能达 350 万吨（其中玉米淀粉 245 万吨，淀粉糖及副产品约 105 万吨），另有药用辅料加工产能 2 万吨，较 2022 年无变

化。2022 年，京粮生物采购玉米 358 万吨，生产玉米淀粉 216 万吨，销售 221 万吨。2023 年，京粮生物实现营业收入 170.42 亿元。

(6) 园区开发与运营管理

公司在北京拥有较大规模土地资源，可为未来收入形成有力补充；待投资项目规模较大，面临一定资本支出需求，但考虑到公司可从政府获得的土地补偿款和部分保障房的购买款，资本支出压力可控。

园区开发与运营管理业务范围包括各类园区的开发建设、物产经营等。公司在北京拥有库房、办公楼、文化设施等经营性实物资产，各下属企业根据北京城市更新的要求将其改造为文创园区、产业园区、创新工场等。同时，公司在环北京周围拥有大量土地，按照中央和北京市政府保障性住房建设有关要求及规划，从事保障性住房开发建设，政府对征用土地按照一定价款对公司进行补偿。截至 2024 年 3 月底，公司在建保障房项目总建筑面积为 384.92 万平方米，计划总投资合计 405.70 亿元，已完成投资 229.27 亿元，尚需投资 176.42 亿元。公司待投资项目规模较大，未来面临一定资金支出压力和融资需求。但考虑到公司每年可从政府获得的土地补偿款和部分保障房的购买款，公司资本支出压力可控。

图表 10 截至 2024 年 3 月底公司在建保障房项目情况

序号	项目名称	区域	项目类型	建筑面积 (平方米)	总投资 估算 (万元)	截至 2024 年 3 月底 已完成投资 (万元)	预计竣工 时间	总可售面积 (平方米)
1	朝阳区奶子房牛场 55/45 保障房项目	北京	商品房/保障房	780060	820000	463276	2025 年 12 月	672900
2	张家口市高新区上小 站旧村改造项目	张家口	棚户区改造	1102066	700000	426123	2029 年 7 月	824100
3	东郊农场保障房项目	北京	限价房	793824	1040000	858772	2024 年 12 月	581138
4	海淀区田村路 43 号 二期用地定向安置房 项目	北京	定向安置房	102445	82678	22066	2025 年 12 月	90222
5	定南棚改安置房项目	北京	保障性住房	312271	370000	235532	2024 年 6 月	193101
6	两园之间棚改安置房 项目	北京	保障性住房	415506	444280	232586	2024 年底	199755
7	巨山农场南区安置房 项目	北京	保障性住房	343028	600000	54391	2025 年	210328
合计		-	-	3849201	4056958	2292745	-	2771544

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

除保障类住房建设外，公司在北京核心区和中心城区拥有盛福大厦、京粮大厦、商房大厦、怡和阳光大厦等写字楼，在“回天”地区建成了龙冠大厦、龙冠置业大厦、龙冠商务中心、龙冠和谐大厦的写字楼宇群，并拥有以塞隆国际、九九工厂、E9 区、大磨坊等为代表的文化创意产业园等。此外，公司在京外也拓展了部分优质物业资源，包括青岛的东风大厦、上海嘉汇广场等。截至 2024 年 3 月底，公司持有怡和阳光大厦、盛福大厦、东枫德必 WE 园区等 9 处主要持有物业，建筑面积合计 43.46 万平方米，可供出租面积合计 34.41 万平方米，2023 年实现租金收入 4.12 亿元。

图表 11 截至 2024 年 3 月底公司主要持有型物业情况

序号	物业项目名称	业态	区位	建筑面积 (平方米)	可供出租面积 (平方米)	2023 年租金收入 (万元)
1	怡和阳光大厦	写字楼	北京市朝阳区	75368.58	48966.38	6378.08
2	盛福大厦	写字楼	北京市朝阳区	36188.00	32794.00	7806.26
3	东枫德必 WE 园区	园区	北京市朝阳区	58243.00	58243.00	6666.67
4	商房大厦	写字楼	北京市西城区	47432.08	28196.05	5091.47
5	京粮大厦	写字楼	北京市朝阳区	42787.21	28196.05	3307.92
6	龙冠置业大厦	写字楼	北京市昌平区	57186.22	45300.86	4254.83
7	E9 创新工厂	写字楼	北京市朝阳区	65538.15	59824.32	3420.99
8	阜成大厦	写字楼	北京市西城区	16276.60	15253.79	1788.74
9	塞隆国际文创园	园区	北京市朝阳区	35627.13	27280.93	2513.75

合计	--	--	434646.97	344055.38	41228.71
----	----	----	-----------	-----------	----------

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

3 经营效率

与同行业其他企业相比公司经营效率表现处于中上水平。

从经营效率指标看，2021—2023 年，公司各项经营效率指标持续下降；与同行业其他公司比较，公司存货周转率表现处于中位水平，应收账款周转率和总资产周转率处于中上水平。

图表 12 • 2021—2023 年公司经营效率情况

指标	2021 年	2022 年	2023 年
销售债权周转次数（次）	33.08	30.58	28.60
存货周转次数（次）	3.38	3.12	2.76
总资产周转次数（次）	1.14	1.10	0.98

资料来源：联合资信根据审计报告数据整理

图表 13 • 2023 年同行业公司经营效率对比情况

对比指标	安徽省农垦集团有限公司	甘肃省农垦集团有限责任公司	广东省农垦集团公司	广西农垦集团有限责任公司	海南省农垦投资控股集团有限公司	宁夏农垦集团有限公司	新疆绿原国有资本投资运营有限公司	江苏省粮食集团有限责任公司	公司
存货周转率（次）	0.78	2.50	3.20	2.80	3.33	1.06	2.10	5.17	2.76
应收账款周转率（次）	22.81	3.92	17.34	20.86	19.02	10.06	16.78	113.91	29.96
总资产周转率（次）	0.18	0.39	0.63	0.31	0.33	0.18	0.47	1.83	0.98

资料来源：联合资信根据 Wind 整理

4 未来发展

公司的战略规划对公司的经营管理具有指导作用。在建项目方面，考虑到公司未来保障房项目投资规模较大，公司仍存在一定对外筹资需求。

截至 2024 年 3 月底，公司重点在建项目（除保障房项目外）预算总额为 67.65 亿元，已完成投资 33.23 亿元，未来尚需投资 34.42 亿元。目前公司主要在建工程主要通过银行借款和自筹等模式筹集资金，随着部分在建工程的完工，公司农牧、物流业务综合实力有望提升。但考虑到公司未来保障房项目投资规模较大，公司仍存在一定对外筹资需求。

图表 14 • 截至 2024 年 3 月底公司主要在建工程项目（单位：亿元）

项目名称	筹资方案		投资进度		
	自筹	贷款	截至 2024 年 3 月底已完成投资	2024 年 4—12 月剩余投资	2025 年及以后
厦门龙冠广场项目	9.10	0.00	6.84	0.69	1.57
麦壳天悦酒店及生态办公项目	11.46	12.00	8.26	0.91	14.29
东郊法国学校项目	6.33	8.45	8.16	2.00	4.62
北京粮油应急保障中心项目	4.74	15.57	9.97	4.21	6.13
合计	31.63	36.02	33.23	7.81	26.61

资料来源：联合资信根据公司提供的资料整理

未来公司将公司以引领健康生活为主轴，构建以“一体两翼三平台”为核心的开放型产业生态体系，培育开放合作、营销价值和运营能力，构建数字化服务平台智慧协同，从而实现产业融合、联动互促、协同发展，形成“立足北京，依托京津冀，布局全国，走向国际”的发展布局。

八、财务分析

公司提供了 2021—2023 年财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的 2024 年 1—3 月财务报表未经审计。公司经审计财务报表均按照财政部颁布的各项最新规定编制。

合并范围方面，2021 年，公司合并范围内二级子公司由 34 家增至 41 家；2022 年，公司合并范围内二级子公司由 41 家减少至 36 家。2023 年，公司合并范围内二级子公司由 36 家减少至 30 家，合并范围变化不大。2024 年 1—3 月，公司合并范围减少 2 家二级子公司，财务数据可比性较强。本报告中 2021 年和 2022 年财务数据均采用追溯调整后数据。

1 资产质量

2021—2023 年底，公司总资产的规模整体稳定，资产结构相对均衡。公司存货规模大有待去化，应收账款等对营运资金形成一定占用；考虑到公司货币资金较为充足，持有优质股权类资产，且资产受限比例较低，公司整体资产质量好。

2021—2023 年底，公司资产规模波动增长，年均复合增长 0.04%。公司资产结构相对均衡，主要资产构成情况详见下表。

图表 15 • 公司资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2021年底		2022年底		2023年底		三年复合 变化	2023年底 较年初变 化	2024年3月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比			金额	占比
流动资产	929.46	55.45	874.64	54.13	909.36	54.21	-1.09	3.97	944.91	54.73
货币资金	185.21	19.93	123.15	14.08	141.88	15.60	-12.48	15.21	150.76	15.95
应收账款	59.47	6.40	53.30	6.09	54.72	6.02	-4.07	2.67	80.45	8.51
存货	539.27	58.02	533.91	61.04	564.66	62.09	2.33	5.76	544.80	57.66
非流动资产	746.88	44.55	741.25	45.87	768.26	45.79	1.42	3.64	781.72	45.27
其他权益工具投资	46.78	6.26	40.83	5.51	40.84	5.32	-6.57	0.02	41.84	5.35
长期股权投资	145.77	19.52	154.65	20.86	175.36	22.83	9.68	13.39	176.15	22.53
投资性房地产	57.02	7.63	76.47	10.32	74.23	9.66	14.10	-2.93	77.09	9.86
固定资产（合计）	215.00	28.79	238.64	32.19	247.63	32.23	7.32	3.77	245.69	31.43
在建工程（合计）	61.81	8.28	53.54	7.22	52.72	6.86	-7.64	-1.53	55.64	7.12
资产总额	1676.33	100.00	1615.89	100.00	1677.62	100.00	0.04	3.82	1726.64	100.00

注：“流动资产”与“非流动资产”的占比，系占资产总额的比重，其他科目的占比系各科目占流动资产或非流动资产的比重
资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

2021—2023 年底，公司货币资金波动下降。截至 2022 年底，公司货币资金较上年底下降，主要系子公司偿还借款以及受宏观经济影响经营活动现金流入减少所致。截至 2023 年底，公司货币资金较上年底增长，主要系长期借款增加所致。货币资金中有 12.25 亿元受限资金，受限比例为 8.63%，主要为存放中央银行法定准备金和住房基金及公共维修存款。

2021—2023 年底，公司应收账款波动下降。截至 2022 年底，公司应收账款账面价值较上年底下降，主要系营业收入下降所致。截至 2023 年底，公司应收账款账面价值较上年底增长幅度不大。应收账款账龄以 1 年内为主（占 73.89%），累计计提坏账 15.44 亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为 8.80 亿元，占比为 12.54%，集中度一般。此外对第一大欠款方上海华信国际集团有限公司 2.55 亿元应收账款已全额计提坏账准备。

2021—2023 年底，公司存货波动增长。截至 2023 年底，公司存货 564.66 亿元，较上年底增长，主要系开发成本和开发产品增加所致。存货主要由开发成本（占 47.18%）和库存商品（产成品）（占 43.20%）构成，累计计提跌价准备 9.99 亿元，计提比例为 1.74%。存货以保障类住房开发成本为主。

2021—2023 年底，公司其他权益工具投资波动下降。截至 2022 年底，公司其他权益工具投资较上年底下降，主要系减少对 PGG Wrightson Limited、北京家乐福商业有限公司和贵州茅台酒股份有限公司的投资所致。截至 2023 年底，公司其他权益工具投资较上年底变化不大，主要由对北京银行股份有限公司（11.85 亿元）、贵州茅台酒股份有限公司（9.06 亿元）、中化资本有限公司（6.51 亿元）、中粮资本投资有限公司（6.04 亿元）、中化资本投资管理有限责任公司（3.79 亿元）等公司的投资构成。

2021—2023 年底，公司长期股权投资持续增长。截至 2023 年底，公司长期股权投资较上年底增长，主要系①对联营企业 HCoLuxS.à r.l.追加投资 11.13 亿元，②确认对联营企业北京农村商业银行股份有限公司的投资收益 7.79 亿元，③确认对联营企业北京麦当劳食品有限公司的投资收益 2.84 亿元所致。公司长期股权投资余额主要包括对合营企业投资的 4.00 亿元和对联营企业投资的 172.77 亿元，其中对北京农村商业银行股份有限公司投资余额为 93.70 亿元。

2021—2023 年底，公司投资性房地产波动增长。截至 2022 年底，公司投资性房地产较上年底增长，主要系公司合计持股 50%但并表的北京首农信息产业投资有限公司的土地·元中心项目转入所致。截至 2023 年底，公司投资性房地产较上年底变化不大。

2021—2023 年底，公司固定资产（合计）持续增长。截至 2023 年底，公司固定资产较上年底增长 3.76%。固定资产主要由房屋及建筑物、机器设备构成，累计计提折旧 152.31 亿元；固定资产成新率 62.35%，成新率一般。

2021—2023 年底，公司在建工程（合计）持续下降。公司在建工程（合计）均为在建工程，无工程物资。截至 2022 年底，公司在建工程较上年底下降，主要系其他小额在建工程竣工所致。截至 2023 年底，公司在建工程较上年底变化不大。

截至 2023 年底，公司所有权或使用权受到限制的资产情况如下图表所示，受限比例一般

图表 16 • 截至 2023 年底公司资产受限情况

项目	金额（亿元）	占比（%）	受限原因
货币资金	12.25	0.73	住房基金存款、履约保证金等
应收账款	0.01	0.00	质押借款
存货	28.34	1.69	抵押借款
固定资产	1.97	0.12	抵押借款等
无形资产	12.25	0.73	抵押借款
其他	0.08	0.00	抵押借款等
合计	54.90	3.27	--

资料来源：公司审计报告

截至 2024 年 3 月底，公司合并资产总额和资产结构较上年底均变化不大。

2 资本结构

（1）所有者权益

2021—2023 年底，公司所有者权益持续下降，其他权益工具、未分配利润和少数股东权益占比较高，权益结构稳定性较弱。

2021—2023 年底，公司所有者权益持续下降，年均复合下降 3.61%。截至 2023 年底，公司所有者权益 539.83 亿元，较上年底下降 6.18%，主要系少数股东权益减少所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 79.65%，少数股东权益占比为 20.35%。在所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积和未分配利润分别占 12.90%、21.30%、24.16%和 20.49%。所有者权益结构稳定性较弱。截至 2024 年 3 月底，公司所有者权益 562.23 亿元，较上年底增长 4.15%。其中，归属于母公司所有者权益占比为 80.22%，少数股东权益占比为 19.78%。所有者权益规模和结构同比均变化不大。

（2）负债

2021—2023 年底，公司负债总额波动增长，构成以流动负债为主。公司债务结构相对均衡，债务负担尚可，若将发行的永续债调整至长期债务，公司债务负担有所加重。

2021—2023 年底，公司负债规模波动增长，主要系非流动负债规模变化所致。公司负债以流动负债为主，负债主要构成见下表。

图表 17 • 公司主要负债情况（单位：亿元、%）

科目	2021年底		2022年底		2023年底		2024年3月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	724.83	66.18	721.26	69.32	732.47	64.38	717.83	61.65
短期借款	274.71	37.90	294.33	40.81	352.73	48.16	346.52	48.27
应付账款	68.20	9.41	58.67	8.14	70.50	9.62	70.56	9.83
其他应付款（合计）	179.30	24.74	162.48	22.53	134.79	18.40	135.59	18.89
一年内到期的非流动负债	25.19	3.48	85.72	11.88	66.70	9.11	55.04	7.67
合同负债	125.63	17.33	71.14	9.86	62.80	8.57	64.46	8.98
非流动负债	370.49	33.82	319.22	30.68	405.31	35.62	446.57	38.35
长期借款	242.42	65.43	250.19	78.37	310.26	76.55	351.14	78.63

应付债券	50.00	13.50	0.00	0.00	23.43	5.78	22.99	5.15
递延收益	30.92	8.34	31.82	9.97	33.86	8.35	33.43	7.49
负债总额	1095.32	100.00	1040.48	100.00	1137.78	100.00	1164.41	100.00

注：“流动负债”与“非流动负债”的占比，系占负债总额的比重，其他科目的占比系各科目占流动负债或非流动负债的比重

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

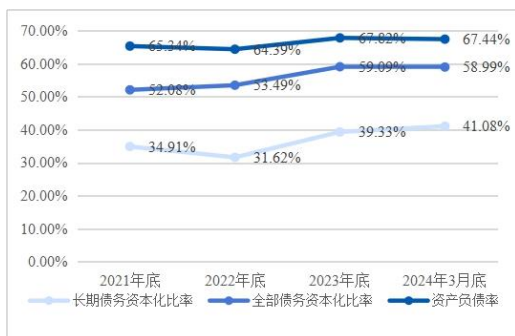
2021—2023 年底，公司短期借款持续增长。截至 2023 年底，公司短期借款较上年底增长，主要系信用借款增加所致。短期借款以信用借款（296.13 亿元）和保证借款（56.00 亿元）为主。2021—2023 年底，公司应付账款波动增长。截至 2022 年底，公司应付账款较上年底下降，主要系偿还上游供应商款项所致。截至 2023 年底，公司应付账款较上年底增长，主要系对上游账期延长所致。公司应付账款账龄以 1 年以内（占 78.43%）为主。2021—2023 年底，公司其他应付款（合计）持续下降。截至 2023 年底，公司其他应付款较上年底下降，主要系尚未支付使用的补偿款较少所致。其他应付款主要由尚未支付使用的补偿款（47.48 亿元）、政府相关款项（23.98 亿元）和押金及保证金（19.17 亿元）构成。2021—2023 年底，公司一年内到期的非流动负债波动增长。截至 2022 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长，主要系 1 年内到期的长期借款转入所致。截至 2023 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底下降，主要系偿还 1 年内到期的应付债券所致。2021—2023 年底，受预收客户款项规模变动影响，公司合同负债持续下降。截至 2023 年底，公司合同负债较上年底下降，构成上主要为预收客户款项（占 96.66%）。

2021—2023 年底，公司长期借款持续增长。截至 2023 年底，公司长期借款较上年底增长，主要系信用借款增加所致；长期借款主要由保证借款（162.34 亿元）和信用借款（188.19 亿元）构成（未扣除一年内到期部分）。2021—2023 年底，公司应付债券有所波动。截至 2023 年底，公司应付债券为“23 首农食品 MTN001”和“23 京粮 01”。2021—2023 年底，公司递延收益持续增长，主要系政府补助增加所致。截至 2023 年底，公司递延收益由政府补助（31.45 亿元）和政策性拆迁补偿款（2.41 亿元）构成。

从全部债务来看，2021—2023 年底，公司全部债务持续增长。从债务指标来看，2021—2023 年底，公司资产负债率波动上升；全部债务资本化比率持续上升；长期债务资本化比率波动上升。

如将永续债调入长期债务，2021—2023 年，公司全部债务分别为 756.19 亿元、766.67 亿元和 894.61 亿元，年均复合增长 8.77%。从债务指标来看，2021—2023 年底，公司资产负债率分别为 72.79%、70.89%和 74.68%；全部债务资本化比率分别为 62.37%、61.97%和 67.80%；长期债务资本化比率分别为 48.89%、44.10%和 52.25%，债务负担加重。

图表 18 · 公司债务指标情况



资料来源：联合资信根据公司审计报告和提供资料整理

图表 19 · 公司债务构成情况（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告和提供资料整理

截至 2024 年 3 月底，公司负债总额和负债结构较上年底均变化不大。截至 2024 年 3 月底，公司全部债务较上年底变化不大。债务结构相对均衡。从债务指标来看，截至 2024 年 3 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较上年底下降 0.38 个百分点、下降 0.10 个百分点和提高 1.75 个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至 2024 年 3 月底，公司全部债务增至 943.60 亿元。债务结构方面，短期债务 416.66 亿元（占 44.16%）、长期债务 526.94 亿元（占 55.84%）。从债务指标看，截至 2024 年 3 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 75.26%、68.83%和 55.23%，较调整前分别上升 7.82 个百分点、9.85 个百分点和 14.15 个百分点。

3 盈利能力

2021—2023 年，公司收入和利润规模均持续下降，期间费用规模大，对营业利润有所侵蚀，费用控制能力有待提升。投资收益、其他收益和营业外收入（拆迁补偿收入）对公司盈利能力形成强效支撑。

2021—2023 年，公司营业总收入持续下降，年均复合下降 6.27%；利润总额持续下降，年均复合下降 24.31%；公司营业利润率持续下降。分析详见本报告“七、经营分析”。

从期间费用看，2021—2023 年，公司费用总额波动增长，年均复合增长 0.78%。2023 年，公司费用总额同比下降 0.75%，同比变化不大。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 36.36%、45.33%、4.26%和 14.05%。其中，销售费用为 38.89 亿元，同比下降 4.36%；管理费用为 48.48 亿元，同比增长 1.65%；研发费用为 4.56 亿元，同比增长 14.88%，主要系人工费、材料费和测试化验加工费增加所致；财务费用为 15.02 亿元，同比下降 2.64%。2021—2023 年，公司费用总额占营业总收入的比重分别为 5.71%、5.97%和 6.60%，期间费用规模大，对营业利润有所侵蚀。

非经常性损益方面，2021—2023 年，公司投资收益持续增长，年均复合增长 9.06%；2023 年，公司实现投资收益 18.10 亿元，同比增长 15.33%，主要系公司持有资产投资收益增加所致；投资收益占营业利润比重为 918.03%，对营业利润影响较大。2021—2023 年，公司其他收益持续增长，年均复合增长 16.04%。2023 年，公司其他收益 7.75 亿元，同比增长 19.52%，主要系收到政府补助增加所致，其他收益占营业利润比重为 392.94%，对营业利润影响较大。2021—2023 年，公司营业外收入持续增长，年均复合增长 31.18%。2023 年，公司营业外收入 30.42 亿元，同比增长 41.88%，主要系拆迁补偿收入增加所致，营业外收入占利润总额比重为 106.49%，对利润影响大。公司利润水平对非经常性损益的依赖程度大，且依赖程度有所上升。

2023 年，公司计提资产减值损失 8.47 亿元，主要系存货跌价损失；计提信用减值损失 2.50 亿元，主要为坏账损失。

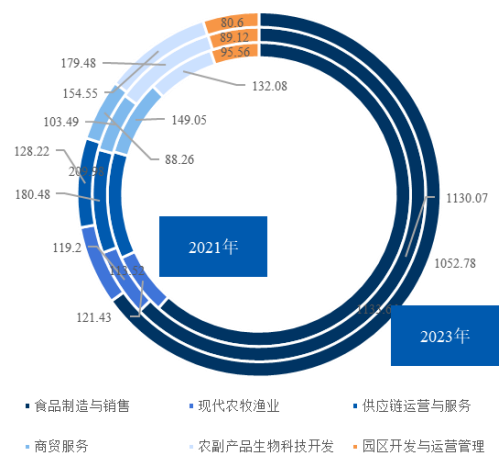
2024 年 1—3 月，公司营业总收入和利润总额同比分别增长 3.01%和 3.03%至 386.23 亿元和 4.93 亿元。

图表 20 • 公司盈利能力情况（单位：亿元）

项目	2021年	2022年	2023年
营业总收入	1843.05	1803.50	1619.27
营业成本	1711.56	1674.22	1517.44
费用总额	105.29	107.74	106.94
投资收益	15.22	15.69	18.10
利润总额	49.85	47.69	28.56
营业利润率（%）	6.77	6.55	5.74
总资产收益率（%）	4.39	3.96	2.62
净资产收益率（%）	6.25	5.48	2.77

资料来源：联合资信根据公司审计报告和提供资料整理

图表 21 • 公司主营业务收入构成（单位：亿元）



资料来源：联合资信根据公司审计报告和提供资料整理

盈利能力指标方面，2021—2023 年，公司总资产收益率、净资产收益率和营业利润率均持续下降。与所选公司比较，公司盈利水平处于中等水平。

图表 22 • 2023 年同行业公司盈利情况对比

对比指标	公司	安徽农垦	甘肃农垦	广东农垦	广西农垦	海南农垦	宁夏农垦	新疆绿原	浙江农发
销售毛利率（%）	6.21	18.74	16.04	11.62	10.75	7.22	25.18	14.49	5.04
总资产报酬率（%）	2.62	1.53	1.92	2.09	1.89	1.36	1.70	6.14	4.29
净资产收益率（%）	2.74	1.70	2.35	1.66	1.26	0.49	1.21	5.01	8.74

注：1.除公司外，从左到右依次为安徽省农垦集团有限公司、甘肃省农垦集团有限责任公司、广东省农垦集团公司、广西农垦集团有限责任公司、海南省农垦投资控股集团有限公司、宁夏农垦集团有限公司、新疆绿原国有资本投资运营有限公司、浙江省农村发展集团有限公司。2.为便于比较，上表数据统一来自wind，因计算公式不同与本报告计算结果略有不同
资料来源：联合资信根据wind整理

4 现金流

2021—2023 年，公司经营活动现金保持净流入且获现能力较强，但经营活动净流入规模不能满足投资和偿债所需，公司较依赖外部融资。

图表 23 • 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2021 年	2022 年	2023 年
经营活动现金流入小计	2123.47	2023.16	1794.32
经营活动现金流出小计	2085.64	2020.29	1747.15
经营活动现金流量净额	37.83	2.87	47.16
投资活动现金流入小计	39.61	33.53	18.76
投资活动现金流出小计	80.13	65.27	76.46
投资活动现金流量净额	-40.51	-31.74	-57.70
筹资活动前现金流量净额	-2.68	-28.87	-10.54
筹资活动现金流入小计	695.68	715.73	746.36
筹资活动现金流出小计	671.71	729.43	715.97
筹资活动现金流量净额	23.97	-13.70	30.39
现金收入比（%）	107.58	104.36	107.41

资料来源：联合资信根据公司审计报告、财务报告整理

经营活动现金流方面，2021—2023 年，尽管公司营业收入持续下降、存货规模有所波动，但随着公司加强应收账款和其他应收款管理，公司经营活动现金净额保持净流入且实现了波动增长。从收入质量来看，2021—2023 年，公司现金收入比小幅波动，整体经营获现能力较强。

投资活动现金流方面，公司投资活动现金流入主要为收回投资收到的现金，投资活动现金流出主要为项目建设资金支出，2021—2023 年，公司投资活动现金流入规模持续下降，流出规模波动下降。其中，2023 年，投资活动现金流入规模和流出规模分别同比下降 44.05% 和增长 17.14%；投资活动现金流持续净流出，且规模有所扩大。

2021—2023 年，公司筹资活动前现金流量净额持续为负，2023 年缺口收窄至-10.54 亿元。

筹资活动现金流方面，2021—2023 年，公司筹资活动现金流入规模持续增长，主要系取得借款增加所致；筹资活动现金流出规模主要受债务到期偿还影响，因此公司筹资活动现金净额有所波动。2023 年，筹资活动现金流入规模和流出规模分别同比增长 4.28% 和下降 1.85%；筹资活动净现金流同比转为净流入。

2024 年 1—3 月，公司经营活动现金流量净额为-17.31 亿元，投资活动现金流量净额为-14.30 亿元，筹资活动现金流量净额为 39.11 亿元。

5 偿债指标

2021—2023 年底，公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现弱化。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，融资渠道畅通，公司整体偿债能力强于指标值。

图表 24 • 公司偿债指标

项目	指标	2021 年	2022 年	2023 年
短期偿债指标	流动比率（%）	128.23	121.27	124.15
	速动比率（%）	53.83	47.24	47.06
	经营现金/流动负债（倍）	5.22	0.40	6.44
	经营现金/短期债务（倍）	0.12	0.01	0.11
	现金类资产/短期债务（倍）	0.59	0.32	0.35
长期偿债指标	EBITDA（亿元）	91.29	97.05	80.54

全部债务/EBITDA（倍）	6.92	6.82	9.68
经营现金/全部债务（倍）	0.06	0.00	0.06
EBITDA/利息支出（倍）	3.59	4.16	3.11
经营现金/利息支出（倍）	1.49	0.12	1.82

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
 资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

从短期偿债能力指标来看，2021—2023 年底，公司流动比率和速动比率均有所下降，现金短期债务比波动下降，公司经营现金流动负债比率波动上升，经营现金短期债务比有所波动。整体看，公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债指标看，2021—2023 年，公司 EBITDA 波动下降。从构成看，2023 年，公司 EBITDA 主要由折旧（占 34.80%）、计入财务费用的利息支出（占 24.35%）、利润总额（占 35.47%）构成。2023 年，公司 EBITDA 利息倍数有所下降，EBITDA 对利息的覆盖程度仍属较高；公司全部债务/EBITDA 上升较快，EBITDA 对全部债务的覆盖程度有所弱化；整体看，公司长期债务偿债能力有所弱化。

截至 2023 年底，公司对外担保余额合计 15.17 亿元，占净资产的 2.81%。被担保方为北京市华都峪口禽业有限责任公司（担保余额 1.00 亿元）、京津糖业有限公司（担保余额 0.50 亿元）、北京市菜篮子鲜活农产品批发市场有限公司（担保余额 12.62 亿元）和北京市（甘南）双河农场（担保余额 1.06 亿元）。

截至 2023 年底，公司共有 139 起诉讼案件未取得生效判决，涉案金额 11.95 亿元。其中，公司为被告或被申请人的案件为 38 起，涉案金额 4.86 亿元。

银行授信方面，截至 2024 年 3 月底，公司共计获得银行授信额度为 2872.37 亿元，其中未使用授信额度为 2188.07 亿元，公司间接融资渠道畅通。子公司三元股份、京粮控股为上市公司，具备直接融资渠道。

6 公司本部财务分析

截至 2023 年底，公司本部为控股平台，资产以其他应收款、其他权益工具投资和长期股权投资为主，货币资金不足以覆盖短期债务，存在较大的集中偿付压力，整体债务负担重。公司本部经营性收入规模小，投资收益为利润主要来源。

截至 2023 年底，公司本部资产总额 608.82 亿元，较上年底增长 4.69%。其中，流动资产 143.43 亿元（占 23.56%），非流动资产 465.39 亿元（占 76.44%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占 9.58%）、其他应收款（合计）（占 79.67%）和其他流动资产（占 10.75%）构成；非流动资产主要由其他权益工具投资（占 6.05%）和长期股权投资（占 89.18%）构成。截至 2023 年底，公司本部货币资金为 13.74 亿元。

截至 2023 年底，公司本部负债总额 342.95 亿元，较上年底增长 4.60%。其中，流动负债 219.50 亿元（占 64.00%），非流动负债 123.46 亿元（占 36.00%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占 81.61%）、其他应付款（合计）（占 9.28%）、一年内到期的非流动负债（占 9.11%）构成；非流动负债主要由长期借款（占 82.14%）和应付债券（占 16.56%）构成。

截至 2023 年底，公司本部全部债务 320.97 亿元。其中，短期债务占 62.04%、长期债务占 37.96%。截至 2023 年底，公司本部资产负债率和全部债务资本化比率分别 56.33%和 54.70%，公司本部债务负担重，货币资金不足以覆盖短期债务，存在较大的集中偿付压力。

截至 2023 年底，公司本部所有者权益为 265.86 亿元，较上年底增长 4.80%。在所有者权益中，实收资本为 69.63 亿元（占 26.19%）、资本公积合计 87.14 亿元（占 32.78%）、未分配利润合计-5.49 亿元、盈余公积合计 2.06 亿元（占 0.77%），公司本部所有者权益稳定性较强。

2023 年，公司本部营业总收入为 0.10 亿元，利润总额为 11.48 亿元。同期，公司本部投资收益为 21.37 亿元。

现金流方面，2023 年，公司本部经营活动现金流净额为 2.37 亿元，投资活动现金流净额-12.19 亿元，筹资活动现金流净额 12.47 亿元。

截至 2023 年底，公司本部资产占合并口径的 36.29%；负债占合并口径的 30.14%；全部债务占合并口径的 41.17%；公司本部所有者权益占合并口径的 49.25%。2023 年，公司本部营业总收入占合并口径的 0.01%；公司本部利润总额占合并口径的 40.20%。

九、ESG 分析

公司作为北京市国资委下属现代涉农食品集团，积极履行社会责任，治理结构和内控制度符合公司发展需要。整体来看，公司 ESG 表现较好，对其持续经营无负面影响。

环境方面，作为北京市国资委下属现代涉农食品集团，公司加强环境管理、践行绿色生产，在资源管理、可持续发展、排放物管理等方面表现较好。社会方面，公司员工激励机制、培养体系健全；近三年未发生一般事故以上的安全生产事故，也未出现产品责任事件。同时，公司在供应商管理、社会贡献方面也表现较好。

公司治理方面，详见本报告“五、管理分析”。

战略方面，详见本报告“七、经营分析”。

十、外部支持

公司在中央及北京市粮油食品储备、价格稳定及军粮供应等方面发挥重要作用，担负首都食品应急保障和生活服务保障职责，战略地位显著，政府支持力度大。

公司实际控制人为北京市国资委。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，是北京市政府确定的粮油供给应急预案的唯一执行主体，担负首都食品应急保障和生活服务保障职责，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。公司还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、应急救灾、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、驻华使领馆以及党和国家在京召开的重要会议、重大活动的食品供应工作。公司在中央及北京市两级政府粮油及重要食品储备方面战略地位显著。

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。2021 年和 2022 年，北京市国资委通过北京国资公司分别对公司增资 2.08 亿元和 2.18 亿元。此外，2021—2023 年，公司获得其他收益与营业外收入合计分别为 23.43 亿元、27.92 亿元和 38.17 亿元，主要来自政府对农牧业的相关补贴、疏解腾退得到的补贴和拆迁相关补偿金。

十一、债券偿还风险分析

1 本期债券对公司现有债务的影响

本期债券的发行对公司债务结构影响很小。

公司本期债券发行规模为 20.00 亿元，为公司 2023 年底全部债务的 2.57%。以 2023 年底财务数据为基础，若将永续债计入债务，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司的资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别由 67.82%、59.09%和 39.33% 上升至 68.20%、59.70%和 40.66%。本期债券对公司债务结构影响不大，公司债务负担尚可。

2 本期债券偿还能力

公司 2023 年经营现金流入量和 EBITDA 对本期债券发行后的长期债务保障能力强。

图表 25 • 本期债券偿还能力测算

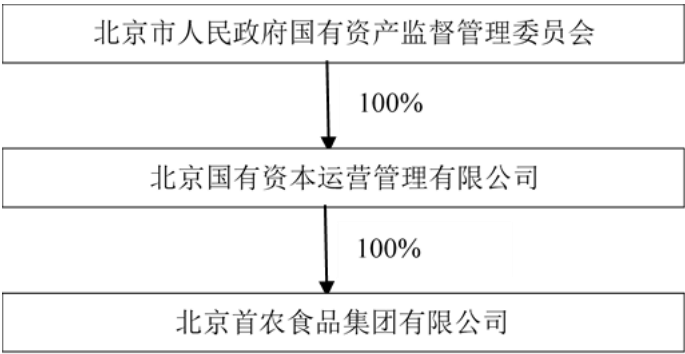
项目	2023 年
发行后长期债务（亿元）	369.93
经营现金流入/发行后长期债务（倍）	4.85
经营现金/发行后长期债务（倍）	0.13
发行后长期债务/EBITDA（倍）	4.59

注：发行后长期债务为将本期债券发行额度计入后测算的长期债务总额
 资料来源：联合资信根据公司财报整理

十二、评级结论

基于对公司经营风险、财务风险、外部支持及债项发行条款等方面的综合分析评估，联合资信确定公司主体长期信用等级为 AAA，本期债券信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

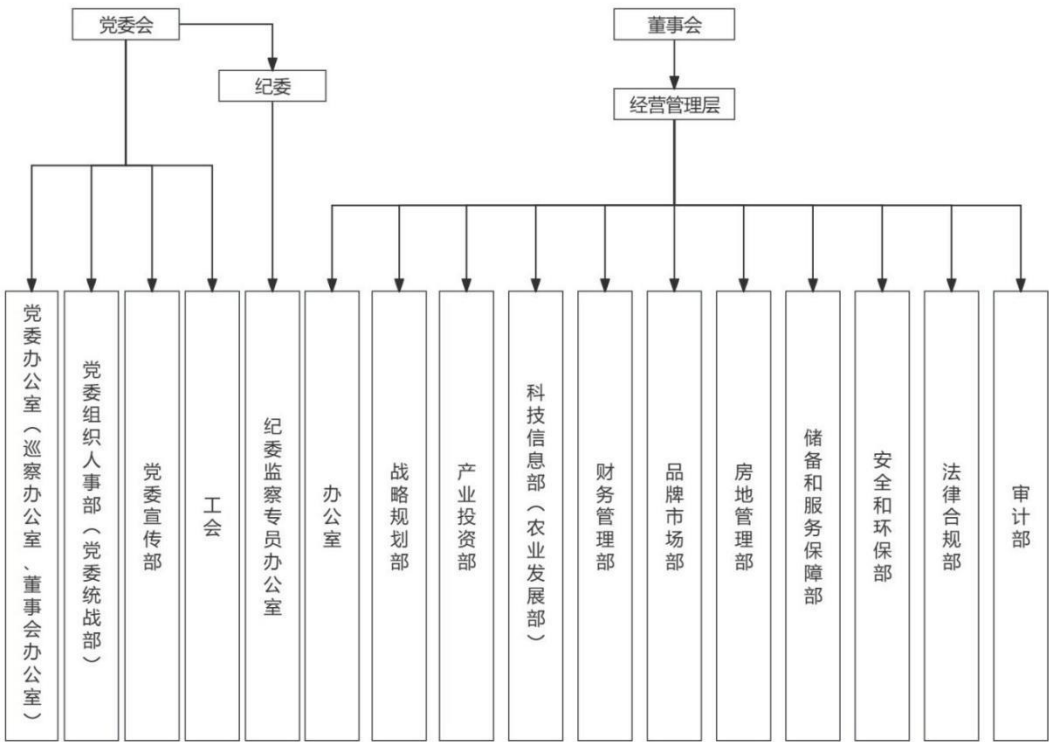
附件 1-1 公司股权结构图（截至 2024 年 3 月底）



资料来源：联合资信根据公司年报整理

附件 1-2 公司组织架构图（截至 2024 年 3 月底）

北京首农食品集团有限公司总部组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 公司重要子公司情况（截至 2023 年底）

序号	企业名称	注册地	业务性质	直接持股比例（%）	取得方式
1	北京市西郊农场有限公司	北京	其他农业	100.00	投资设立
2	北京糖业烟酒集团有限公司	北京	糕点、糖果及糖批发	100.00	其他

资料来源：联合资信根据公司提供资料整理

附件 2-1 主要财务数据及指标（公司合并口径）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	188.76	127.45	148.39	156.49
应收账款（亿元）	59.47	53.30	54.72	80.45
其他应收款（亿元）（合计）	40.96	54.89	39.45	55.77
存货（亿元）	539.27	533.91	564.66	544.80
长期股权投资（亿元）	145.77	154.65	175.36	176.15
固定资产(合计)（亿元）	215.00	238.64	247.63	245.69
在建工程（合计）（亿元）	61.81	53.54	52.72	55.64
资产总额（亿元）	1676.33	1615.89	1677.62	1726.64
实收资本（亿元）	64.46	66.63	69.63	69.63
少数股东权益（亿元）	150.43	155.54	109.83	111.22
所有者权益（亿元）	581.01	575.41	539.83	562.23
短期债务（亿元）	319.78	395.54	429.69	416.66
长期债务（亿元）	311.59	266.13	349.93	391.94
全部债务（亿元）	631.37	661.67	779.61	808.60
营业总收入（亿元）	1843.05	1803.50	1619.27	386.23
营业成本（亿元）	1711.56	1674.22	1517.44	360.11
其他收益（亿元）	5.75	6.48	7.75	1.12
利润总额（亿元）	49.85	47.69	28.56	4.93
EBITDA（亿元）	91.29	97.05	80.54	--
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	1982.84	1882.15	1739.18	385.28
经营活动现金流入小计（亿元）	2123.47	2023.16	1794.32	410.81
经营活动现金流量净额（亿元）	37.83	2.87	47.16	-17.31
投资活动现金流量净额（亿元）	-40.51	-31.74	-57.70	-14.30
筹资活动现金流量净额（亿元）	23.97	-13.70	30.39	39.11
财务指标				
销售债权周转次数（次）	33.08	30.58	28.60	--
存货周转次数（次）	3.38	3.12	2.76	--
总资产周转次数（次）	1.14	1.10	0.98	--
现金收入比（%）	107.58	104.36	107.41	99.75
营业利润率（%）	6.77	6.55	5.74	6.40
总资本收益率（%）	4.39	3.96	2.62	--
净资产收益率（%）	6.25	5.48	2.77	--
长期债务资本化比率（%）	34.91	31.62	39.33	41.08
全部债务资本化比率（%）	52.08	53.49	59.09	58.99
资产负债率（%）	65.34	64.39	67.82	67.44
流动比率（%）	128.23	121.27	124.15	131.63
速动比率（%）	53.83	47.24	47.06	55.74
经营现金流动负债比（%）	5.22	0.40	6.44	--
现金短期债务比（倍）	0.59	0.32	0.35	0.38
EBITDA 利息倍数（倍）	3.59	4.16	3.11	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.92	6.82	9.68	--

注：1. 公司 2024 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中 2021 年和 2022 年所列示财务数据采用追溯调整后数据；3. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；4. 所有者权益中包含公司发行的多期永续债券；5. 合并口径其他应付款和长期应付款中的有息债务调整至相关指标核算

资料来源：联合资信根据公司财务报告、提供资料整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部口径）

项目	2021 年	2022 年	2023 年	2024 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	15.83	11.10	13.74	33.20
应收账款（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款（合计）（亿元）	164.46	118.71	114.27	125.14
存货（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资（亿元）	356.46	393.99	415.05	415.02
固定资产（合计）（亿元）	6.54	6.33	5.04	4.99
在建工程（合计）（亿元）	1.14	1.47	1.60	1.64
资产总额（亿元）	595.01	581.55	608.82	640.09
实收资本（亿元）	64.46	66.63	69.63	69.63
少数股东权益（亿元）	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益（亿元）	284.94	253.69	265.86	284.59
短期债务（亿元）	123.57	202.78	199.12	170.40
长期债务（亿元）	100.00	49.90	121.85	152.91
全部债务（亿元）	223.57	252.68	320.97	323.31
营业总收入（亿元）	0.09	0.31	0.10	0.07
营业成本（亿元）	0.01	0.01	0.01	0.00
其他收益（亿元）	0.00	0.01	0.02	0.00
利润总额（亿元）	13.24	12.69	11.48	-1.27
EBITDA（亿元）	/	/	/	/
销售商品、提供劳务收到的现金（亿元）	0.11	0.05	0.04	0.08
经营活动现金流入小计（亿元）	119.48	206.71	149.60	25.30
经营活动现金流量净额（亿元）	-7.60	24.34	2.37	-0.65
投资活动现金流量净额（亿元）	-3.39	-28.26	-12.19	-0.74
筹资活动现金流量净额（亿元）	15.78	-0.81	12.47	21.14
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）	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比（%）	120.87	15.33	37.89	109.00
营业利润率（%）	19.34	78.61	12.85	89.61
总资本收益率（%）	4.49	4.30	3.45	--
净资产收益率（%）	4.65	4.98	4.38	--
长期债务资本化比率（%）	25.98	16.44	31.43	34.95
全部债务资本化比率（%）	43.97	49.90	54.70	53.18
资产负债率（%）	52.11	56.38	56.33	55.54
流动比率（%）	114.04	57.55	65.35	86.30
速动比率（%）	114.04	57.55	65.35	86.30
经营现金流动负债比（%）	-4.80	10.76	1.08	--
现金短期债务比（倍）	0.13	0.05	0.07	0.19
EBITDA 利息倍数（倍）	/	/	/	/
全部债务/EBITDA（倍）	/	/	/	/

注：本报告中 2021 年和 2022 年所列示财务数据采用追溯调整后数据
 资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 3 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+平均应收款项融资)
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%
经营现金流负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

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+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

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+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持

跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）有关业务规范，联合资信将在本期债券信用评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（以下简称“贵公司”）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。联合资信将按照有关监管政策要求和委托评级合同约定在本期债券评级有效期内完成跟踪评级工作。

贵公司或本期债券如发生重大变化，或发生可能对贵公司或本期债券信用评级产生较大影响的重大事项，贵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贵公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债券相关信息，如发现有重大变化，或出现可能对贵公司或本期债券信用评级产生较大影响的事项时，联合资信将进行必要的调查，及时进行分析，据实确认或调整信用评级结果，出具跟踪评级报告，并按监管政策要求和委托评级合同约定报送及披露跟踪评级报告和结果。

如贵公司不能及时提供跟踪评级资料，或者出现监管规定、委托评级合同约定的其他情形，联合资信可以终止或撤销评级。