

跟 踪 评 级 公 告

联合[2013] 976 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定维持北京首都农业集团有限公司主体长期信用等级为AA⁺,评级展望为稳定,维持“11首农MTN1” AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一三年七月二十四日



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(100022)

电话: 010-85679696

传真: 010-85679228

<http://www.lhratings.com>

北京首都农业集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

 跟踪评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

 上次评级结果: AA⁺ 评级展望: 稳定

债项信用

名 称	额 度	存续期	跟踪评 级结果	上次评 级结果
11 首农 MTN1	10 亿元	2011/5/27~ 2014/5/27	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2013 年 7 月 24 日

财务数据

项 目	2010 年	2011 年	2012 年	13 年 3 月
现金类资产(亿元)	33.94	40.70	46.23	39.82
资产总额(亿元)	182.82	214.08	304.64	307.09
所有者权益合计(含少数股东权益)(亿元)	41.37	43.71	82.21	81.48
长期债务(亿元)	9.20	22.13	46.62	51.24
全部债务(亿元)	28.53	48.33	91.00	95.37
营业收入(亿元)	108.33	135.83	166.62	35.51
利润总额(亿元)	3.08	3.74	4.81	-0.61
EBITDA(亿元)	9.25	12.75	15.61	--
经营性净现金流(亿元)	-0.06	-2.85	-0.33	-4.58
营业利润率(%)	17.16	17.23	16.55	17.72
净资产收益率(%)	3.73	6.39	3.98	--
资产负债率(%)	77.37	79.56	73.02	73.47
全部债务资本化比率(%)	40.82	52.51	52.54	53.93
流动比率(%)	79.63	89.74	114.16	114.82
全部债务/EBITDA(倍)	3.08	3.79	5.83	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.89	6.91	4.34	--
经营现金流负债比(%)	-0.05	-2.18	-0.21	--

注: 2013 年一季度报表未经审计。

分析师

仲大伟

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)

Http: //www.lhratings.com.

评级观点

跟踪期内,北京首都农业集团有限公司(以下简称“公司”)作为北京市国资委下属的唯一农业企业,资产规模和营业收入持续增长,各板块产销规模有所提高。同时,联合资信也注意到,公司主营业务盈利和获现能力较弱,管理层级较多等因素对公司信用水平的不利影响。

考虑到公司经营稳定,产业链完整,以及公司不断提高优质种业开发、整合原三鹿和华都集团资源,缩短管理层级等,公司未来发展前景较好。

综合考虑,联合资信维持公司主体长期信用等级为 AA⁺,评级展望为稳定,并维持“11 首农 MTN1” AA⁺的信用等级。

优势

1. 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。
2. 公司已形成良种开发、畜牧业养殖、病害防治、食品加工的完整产业链,整体抗风险能力强。
3. 公司良种开发和食品制造业市场占有率高,具有良好的品牌和规模优势。
4. 跟踪期内,公司经营规模不断扩大,带动了公司资产和营业收入的增长。
5. 公司现金类资产充足、经营活动产生的现金流入量规模较大,对存续期内的中期票据覆盖程度较高。

关注

1. 公司养殖业板块所处养殖行业市场和疫情风险较大。
2. 跟踪期内豆粕和玉米价格波动较大,加大畜牧养殖企业的成本控制难度。
3. 公司主营业务盈利能力较弱,投资收益和营业外收入对利润影响较大。

4. 公司债务规模上升较快，债务负担加重。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与北京首都农业集团有限公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与北京首都农业集团有限公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因北京首都农业集团有限公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由北京首都农业集团有限公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求,按照联合资信评估有限公司关于北京首都农业集团有限公司主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、公司概况

北京首都农业集团有限公司(以下简称“公司”)前身是北京市农工商联合总公司,1999年经北京市人民政府批准更名为北京三元集团有限责任公司,2001年4月10日更名为北京市三元集团总公司,2002年9月28日更名为北京市三元集团有限责任公司,2009年4月,经北京市国有资产监督管理委员会批准,公司吸收北京华都集团有限责任公司(以下简称“华都集团”)、托管北京市大发畜产公司(目前尚未纳入公司报表),并更名为现称。通过2011年,北京市国有资产监督管理委员会对公司多次增资以及北京市财政局拨付预算资金和项目资金,公司按照增加实收资本处理,截至2012年3月底,实收资本增加至15.69亿元。公司实际控制人为北京市国有资产监督管理委员会。

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

公司总部设财务管理部、资本运营部、企业管理部、农牧管理部、土地房屋管理部、战略管理部、人力资源部等11个部门。截至2013年3月底,纳入公司合并范围的子公司共32家,其中二级子公司北京三元食品股份有限公司(以下简称“三元食品”)为A股上市公司,

公司直接持有其26.50%股权,并通过控股子公司北京企业(食品)有限公司持有其41.33%股权,公司合计持有三元食品67.83%股权。

截至2012年底,公司(合并)资产总额为304.64亿元,所有者权益合计为82.21亿元(其中少数股东权益26.00亿元)。2012年,公司实现营业收入166.62亿元,利润总额4.81亿元。

截至2013年3月底,公司合并资产总额为307.09亿元,所有者权益合计为81.48亿元(其中少数股东权益25.89亿元)。2013年1~3月,公司实现营业收入35.51亿元,利润总额-0.61亿元。

公司注册地址:北京市西城区裕民中路4号;法定代表人:张福平。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2012年以来,国内宏观经济整体运行平稳,经济增速在连续三个季度下滑之后于四季度呈现温和回升态势。根据国家统计局数据初步核算,2012年,中国实现国内生产总值519322亿元,同比增长7.8%,GDP前三季度同比增速持续回落,一季度同比增长8.1%,二季度增长7.6%,三季度增长7.4%,但四季度以来,经济增长温和回升态势开始显现,四季度GDP增长为7.9%。2012年,中国规模以上工业增加值同比增长10.0%,增速同比回落3.9个百分点。分季度看,一季度同比增长11.6%,二季度增长9.5%,三季度增长9.1%,四季度增长10.0%。2012年,规模以上工业企业(年主营业务收入在2000万元以上的企业,下同)实现主营业务收入915915亿元,同比增长11%;规模以上工业企业实现利润55578亿元,同比增长5.3%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看,消费、投资两大需求基本保持平稳,对外贸易增速下滑明显。具体而言:①消费继续平稳增长。2012年社会消费品零售总额为210307亿元,

同比名义增长 14.3%，同比增速小幅回落 2.8 个百分点。②投资增速放缓，结构持续优化。2012 年固定资产投资（不含农户）364835 亿元，同比增长 20.6%，较 2011 年同期同比减少 3.9 个百分点。分地区来看，中西部投资增速快于东部；分产业来看，第一产业投资增速快于第二、第三产业。③对外贸易增速下滑明显，贸易顺差显著扩大。2012 年，全年进出口总额为 38667.60 亿美元，同比增长 6.2%，增速同比大幅下降 16.3 个百分点，其中出口金额同比增长 7.9%，增速同比下降 12.4 个百分点，进口金额同比增长 4.3%，增速同比下降 20.6 个百分点，全年贸易顺差达 2311.09 亿美元，较上年的 1551.4 亿美元显著扩大。

2012 年 CPI 全年同比增长 2.6%，整体维持低位。2012 年 3 月开始随食品价格涨幅持续回落、CPI 翘尾因素走弱，CPI 呈下降态势，10 月份为 1.7%，达年内低点。进入 11 月份由于低温、春节临近等因素影响，带动食品价格大幅上涨，12 月 CPI 回调至 2.5%。从 CPI 分类指数看，食品类价格走势对 CPI 影响明显。PPI 方面，2012 年全年 PPI 同比下降 1.7%。由于受国内外宏观经济增速放缓、翘尾因素持续下滑等因素影响，2012 年前三季度 PPI 不断下降，9 月达年内低点-3.6%，10 月以来受投资恢复、企业去库存压力缓解以及季节因素等影响，PPI 降幅持续收窄，12 月达-1.9%。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，加快推进结构性减税，扩大“营改增”试点范围，同时进一步推动基础设施建设等多种措施，确保“稳增长”目标实现。公共支出方面，2012 年全国教育支出 21165 亿元，同比增长 28.3%；医疗卫生支出 7199 亿元，同比增长 12.0%；社会保障和就业支出 12542 亿元，同比增长 12.9%；住房保障支出 4446 亿元，同比增长 16.4%。

2012 年，全国财政累计收入为 117210 亿元，累计支出为 125712 亿元，分别同比增长 12.8% 和 15.1%。结构性减税方面，2012 年 8 月 1 日起至年底，中央决定将交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点范围，由上海市分批扩大至北京、天津、江苏、浙江、安徽、福建、湖北、广东和厦门、深圳 10 个省(直辖市、计划单列市)。据初步统计，截至 2012 年底，已纳入试点的企业户数约 71 万户，即将纳入试点的户数约 20 万户，“营改增”减负效果明显。此外，为进一步加强和改善关税调控作用，财政部发布通知，自 2013 年 1 月 1 日起，中国将对进出口关税进行部分调整，中国将对 780 多种进口商品实施低于最惠国税率的年度进口暂定税率。基础设施建设方面，5 月 23 日召开的国务院常务会议，要求推进“十二五”规划重大项目按期实施，启动一批事关全局、带动性强的重大项目，已确定的铁路、节能环保、农村和西部地区基础设施、教育卫生、信息化等领域的项目。截至 12 月末，教育、医疗卫生、节能环保、社会保障和就业、城乡社区事务、农林水事务等的财政支出呈重点突破态势，均保持两位数以上的增速。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，通过降息、降准、公开市场操作等数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调，为“稳增长”目标实现营造了宽松的货币环境，取得了预期效果。2012 年在国内外需求同步放缓、外汇占款增长乏力的背景下，央行同时采取数量型和价格型货币政策工具向市场投放流动性，全年两次下调存款准备金率共 1 个百分点，公开市场操作净投放 1.44 万亿元，成为 2012 年基础货币投放的主要源头。此外央行年内两次下调一年期存贷款基准利率各 0.5 个和 0.56 个百分点，引导市场利率适当下行，促进货币信贷合理适度增长。从信贷数量来看，2012 年全年人民币贷款增加 8.20 万亿元，同比多增 7320 亿元，货币信贷保持合理增长支持了实体经济。人民币汇率方面，截至 2012

年末,人民币兑美元汇率中间价仅升值 0.25%,同时考虑到外汇占款与贸易增速均转入低增长轨道,目前人民币汇率已经接近均衡水平。

产业政策方面,继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张。进一步推进农业生产,落实和完善扶持政策,加大农业科技投入。推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣,支持中小企业发展,发展生产性服务业,加强生态建设。房地产方面,坚持房地产调控不放松,一方面中央政府多次指出稳定和严格实施房地产调控政策,相关部委及地方政府相继辟谣否认政策放松。另一方面,支持自住性合理需求,国家发改委、住建部表示完善首套房优惠措施,央行指出满足首套房贷款需求,30 多个城市通过公积金贷款额度调整、首次置业税费减免等方式微调楼市政策。

总体来看,2012 年中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策;通过公共开支逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜,扩大“营改增”试点范围,继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施,并搭配稳健的货币政策,包括通过数量型工具和价格型工具搭配加强预调微调,基本实现预期政策效果。在产业政策方面,调整产业结构和转变经济增长方式仍是政策主线,房地产调控成果在持续的政策调控下得以巩固。

四、行业分析

公司是大型的农业产业集团,目前已经形成优质种源开发、养殖、疫情防治和食品加工的完整产业链。2012 年中国肉类总产量 8384 万吨,同比增长 5.36%,其中,猪肉产量 5335 万吨,同比增长 5.78%。跟踪期内,中国畜牧业依旧多为传统的个体经营方式,集约经营的规模化企业较少,进入门槛较低,从事养殖的企业和个体数量较多,养殖技术水平较低,难以抵抗养殖行业多发的疫情和市场风险,可持续发展能力较差。

2012 年初因元旦与春节期间鸡肉需求旺盛,鸡肉价格上涨至 18.74 元/公斤。随后受猪肉供给量大幅增加肉价持续下降影响,鸡肉价格自 2 月起开始下滑,9 月中国 36 个重点城市的鸡肉平均零售价降至 18.18 元/公斤的低点。鸡肉价格一路走高,2012 年年底鸡肉价格上涨至 18.90 元/公斤,比年初增长了 3.39%。进入 2013 年,鸡肉价格保持了上升的趋势,但随着 3 月末爆发的 H7N9 疫情逐渐扩大,大众产生了一定的恐慌情绪,对鸡肉需求产生了直接影响,鸡肉价格快速下降。未来影响程度和持续时间要根据疫情影响程度的大小而决定。

猪肉作为中国第一大消费肉类,目前中国猪肉产量已占世界总产量的一半。生猪的屠宰量反映了市场的需求,2012 年中国生猪屠宰量为 6.94 亿头,中国生猪存栏量为 55.77 亿头,生猪屠宰量和存栏量稳中有升,保障了国内猪肉市场的供应。从猪肉市场价格来看,2012 年,受上年猪肉行情较好影响,养殖户补栏增加,同期消费需求有所回落,猪肉价格持续下跌,7 月猪肉价格跌至 28.72 元/公斤,同比降 15.73%,创下 2011 年 5 月以来的新低。8 月猪肉价格开始缓慢回升,2012 年年底猪肉价格回升至 30.04 元/公斤,比年初下降了 7.85%。2013 年前两个月由于过节因素导致猪肉需求量增加,猪肉价格小幅走高,之后随着需求回落和生猪存栏量持续处于高位,猪肉价格一路下滑,3 月猪肉价格 30.68 元/公斤,比年初下滑了 2.79%。另外,生猪价格和饲料价格波动较大,导致猪粮比也大幅波动。2011 年 7 月创下 8.5 的阶段性新高,随后开始波动下降,并于 2012 年 4 月跌破 6:1 的盈亏平衡点,部分地方养殖户出现明显亏损。截至 2012 年年底,全国大中城市猪粮比价为 6.95。为防止生猪价格过度下跌,发展改革委等六部门于 2012 年 5 月 11 日联合发布了《缓解生猪市场价格周期性波动调控预案》,要求各地适时开展猪肉收储工作,猪肉价格过快下跌的趋势或将得到抑制。

由于 2012 年下半年猪粮比持续走高，生猪存栏量持续处于高位，进入 2013 年，猪肉价格一路下滑，截至 4 月 7 日，猪粮比降至 5.23，比年初下降了 25.92%，养猪已经进入深度亏损状态，预计新一轮调整周期即将在下半年开始。

跟踪期内，乳制品产销量及产销率情况看，中国乳制品除 2008 年受三鹿婴幼儿奶粉事件影响销量略降外，总体呈现增长趋势，2012 年全国规模以上乳制品制造企业数量为 649 家，实现销售收入 2465.36 亿元，同比增加 14.29%；产销率方面，受三鹿婴幼儿奶粉事件影响，2008 年乳制品产销率有所下降，2009 年产销率恢复到 100.20%，2011 年和 2012 年有所下降但波动不大。

饲料成本方面，跟踪期内，2012 年中国玉米产量为 20812 万吨，较 2011 年增长 7.96%。目前中国产量维持在历史较高水平，但增速较为平缓，未来随着玉米单产量增长的逐步放缓，加之土地的有限，玉米产量增长将更加趋于缓慢。2012 年，受干旱天气导致玉米减产预期增强影响，玉米价格持续上涨，2012 年 6 月份，玉米现货价格达到 2504 元/吨，9 月底上涨至 2512.95 元/吨，之后玉米价格出现回调，2012 年底下降至 2370 元/吨。进入 2013 年，玉米价格维持平稳，4 月 7 日玉米价格 2370 元/吨，比年初微幅下降了 0.42%。从国际市场来看，2012 年中国玉米价格为全球价格最高的国家，远过于生产国法国和美国价格，从全年价格来看，中国玉米是美国、法国和全球价格的 1.31 倍、1.30 倍和 1.13 倍。中国玉米远远高于世界的价格对于国内的畜牧业生产、居民生活成本均产生较大的推动的作用，同时也推动的玉米进口的大幅上涨，2008 年中国由世界主要玉米出口国转变成为世界主要玉米的进口国，2012 年玉米进口 520.6 万吨，较上年增长 1.97 倍，成为历史上最大的玉米的年度进口量。

中国的大豆主要依赖进口，大豆进口主要

来源美国、巴西、阿根廷三国。2012 年国内大豆产量约为 1260 万吨，降至 1993 年以来的最低点，同比下降 6.67%。种植大豆的收益远低于玉米，东北地区大豆和玉米的收益比约为 2.3:1，而且玉米种植管理更加简单，预计国内大豆产量将继续减少。2012 年大豆消费和进口分别达到 7683 万吨和 6100 万吨的历史最高水平。受国际大豆价格变动影响，国内豆粕价格近年来波动较大。进入 2012 年以来，豆粕价格波动较大。2013 年前 2 个月，豆粕价格基本稳定，进入 3 月中旬，由于巴西大豆取得丰收，缓解了供应压力，豆粕价格快速下滑。4 月 11 日豆粕期货收盘价为 3483 元/吨，比年初下降了 7.88%。大豆价格上涨带动豆粕价格上升，未来大豆行情的不明朗，使得豆粕价格也存在诸多不确定因素，此外豆粕作为大豆压榨豆油的副产品，在受大豆原材料价格主导影响外，油脂加工企业短期市场操控对其也存在一定影响。

总体看，受玉米和豆粕价格波动影响，养殖企业饲料成本控制难度加大。

整体看，随着人口的增长，加之生活水平的提升，未来中国畜牧行业的发展空间仍然较大，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，行业将进一步整合，具有较完整产业链及经营规模优势的企业将表现出更强的抗风险能力。

五、管理分析

跟踪期内，公司治理结构及高管人员等方面无重大变化。

六、经营分析

1. 经营情况

跟踪期内，肉制品、乳制品市场需求上扬，价格回升，2012 年公司实现营业收入 166.62 亿元，其中主营业务收入为 164.70 亿元，实现利

润总额 4.81 亿元；2013 年 1~3 月，公司实现营业收入 35.51 亿元，是 2012 年全年的 21.31%，实现利润总额-0.61 亿元，公司处于亏损状态。从主营业务收入构成来看，公司现代农牧业和

现代物产物流业占比略高，2012 年，两板块占比分别为 37.53%和 38.58%；从毛利润来看，现代物产物流业毛利润较高，是公司利润的重要组成部分，现代农牧业毛利润占比逐年上升。

表 1 公司主营业务收入和毛利润结构（单位：亿元）

产业		现代农牧业	食品加工业	现代物产物流业	合计
2011 年	主营业务收入	53.96	36.52	43.39	133.87
	占比	40.31	27.28	32.41	100
	毛利润	8.54	7.85	7.87	24.26
	占比	35.20	32.36	32.44	100
2012 年	主营业务收入	61.81	39.35	63.54	164.70
	占比	37.53	23.89	38.58	100
	毛利润	6.86	9.00	13.02	28.88
	占比	23.76	31.16	45.08	100
2013 年 1~3 月	主营业务收入	14.75	11.39	10.26	36.40
	占比	40.52	31.29	28.19	100
	毛利润	1.65	2.82	1.91	6.38
	占比	25.86	44.20	29.94	100

资料来源：公司提供

现代农牧业

公司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”）和北京华都集团有限责任公司（以下简称“华都集团”）为经营主体。三元种业主业进行奶牛、种猪、北京鸭等畜禽品种的育种、养殖、生产、销售、研发、服务。跟踪期内，三元种业是在原三元集团畜牧业和华都集团主业进行大规模重组基础上建立的大型畜牧企业，集奶牛、种猪、北京鸭等畜禽品种的育种、养殖、生产、销售、研发、服务为一体，拥有奶牛中心、绿荷奶牛养殖中心、金星鸭中心、养猪中心、兽医总站、饲料事业部和畜牧研究院，并承担着承德三元的委托管理职责。从畜牧业产品的销量看，2012 年，牛冻精和商品猪产销量均有所下降，商品鸭销量上升，商品猪销售增加；从产品价格看，牛冻精价格有所上升，商品鸭和商品猪均有所下降，2013 年一季度，三种产品均价均高于 2012 年全年水平。

表 2 公司畜牧业产品产销量情况

指标名称	2011 年	2012 年	13 年 1~3 月
牛冻精	产量（万剂）	448.87	319.30
	销量（万剂）	380.42	350.00
	均价（元/剂）	13.37	14.79
商品鸭	产量（万对）	332.77	341.64
	销量（万对）	407.92	417.30
	均价（元/对）	83.28	78.92
商品猪	产量（对）	59173	49490
	销量（对）	43744	44251
	均价（元/对）	3459.55	2055.52

资料来源：公司提供

注：公司商品鸭产量小于销量是由于部分鸭产品外购。

公司现代农牧业的另一个经营主体华都集团于 2009 年 5 月并入公司。目前华都集团已形成“良种繁育-现代化养殖-屠宰加工-肉类深加工-物流配送”为基础模式的面向国际国内的开放性经营体系。华都集团在中国率先建立了现代化肉鸡生产经营体系，每年从美国引进 AA 祖代肉用种鸡 10 万套，年提供父母代肉鸡 700 万套，商品雏鸡 5000 多万只；华都集团自身养

殖的肉鸡足以满足自身生产需要，目前建立 2 条现代化畜禽屠宰加工生产线，年屠宰能力达到 1 亿只。近年来，华都集团肉类国内销售量呈有所下降，出口量增长，2012 年分别为 116800 吨和 11800 吨。

表3 公司2011年~2013年3月生产情况

项目	2011 年	2012 年	13 年 1~3 月
屠宰量（万只）	5642	6022	1362
国内销售量（吨）	119508	116800	30500
出口量（吨）	10930	11800	1655
国内销售均价（元/吨）	12031	11706	12314
出口销售均价（元/吨）	26996	31363	33869

资料来源：公司提供

2012 年公司现代农牧业板块实现主营业务收入 61.81 亿元，较上年增长 14.55%，毛利率为 11.10%，较 2011 年下降 4.73 个百分点，主要是由于下游饲料价格上升幅度大于公司农产品销售价格增长幅度，公司成本增加，毛利率下降。

食品加工业

公司食品加工业的经营主体主要是北京三元食品股份有限公司（以下简称“三元食品”），三元食品是 A 股上市公司，其以奶业为主业。目前拥有年产 1000 万吨鲜奶的生产能力。

从三元食品的原材料采购情况看，目前公司自身拥有约两万头奶牛的养殖量，2011 年每头每年产奶量达到 11 吨，达到国际先进水平，公司自产牛奶能满足自身约 40% 的需要；对于对外采购的牛奶，公司主要采用与产奶大户签订协议的方式，取得对奶源的控制，同时公司对奶源进行定时和不定时监察，并为其提供技术服务，以此保证奶源的质量。

表4 公司牛奶资源和采购情况

指标名称	2011 年	2012 年	13 年 1~3 月
对内采购（万吨）	17.44	17.48	3.97
对外采购（万吨）	29.76	32.58	7.83
对外采购均价（元/吨）（含税）	3340	3450	3680
自给率（%）	36.95	34.92	33.64

奶场	养殖量（头）	22785	23081	22508
	产奶量（吨/每头每年）	10.73	10.77	10.80

资料来源：公司提供

从食品制造业板块的产品销售情况看，跟踪期内，固态奶产产量有所下滑，销量增加；液态奶产销量均有所上升；从价格方面看，固态奶和液态奶价格均呈上升态势。三元奶制品主要在北京销售，京外市场以河北为主，其中低温奶在北京市场的占有率约为 50%。

表5 公司食品制造业的销售情况

指标名称	2011 年	2012 年	2013 年 1~3 月
固态奶（奶粉、冷饮，干酪）			
产量（万吨）	3.08	2.89	0.59
销量（万吨）	2.88	3.07	0.66
销售均价（元/吨）	17838	20069	23723
液态奶（牛奶、酸奶）			
产量（万吨）	39.29	45.77	11.91
销量（万吨）	40.55	45.90	11.62
销售均价（元/吨）	6240	6269	6534

资料来源：公司提供

从收入情况看，2012 年公司食品加工业实现主营业务收入 39.35 亿元，同比增长 7.75%；毛利率为 22.86%，较 2011 年的 21.50% 有所上升。

物产物流业

公司物产物流业板块收入主要由仓储业、房地产业、出租固定资产和房屋租赁业、石油销售、餐饮、道路运输、建筑业、装卸搬运等收入构成，其中石油销售、房地产业是公司物产物流业的主要构成部分。2012 年公司物产物流业板块实现主营业务收入 63.54 亿元，同比增长 46.44%，毛利率 20.49%，较 2011 年的 18.14% 有所增长。

公司房地产业经营主体主要包括下属子公司北京市安达房地产开发公司（以下简称“安达房地产”）、北京市三元德宏房地产开发有限公司（以下简称“三元德宏”）、北京龙冠房地产开发有限公司（以下简称“龙冠房地产”）和北京亿本房地产有限公司（以下简称“北京亿本”）。公司房地产板块主要是利用自有土地建造住房或者以土地投资与其他企业进行联合

开发以满足公司职工住房需求，少部分对外销售。近几年，按照中央和北京市政府大力推进保障性住房建设的有关要求，公司房地产的发展重点转变为保障性住房的开发建设。截至2013年3月底，公司已建成保障房项目6422套，包括公租房3740套，面积约2.69万平方米；经济适用房1223套，面积约9.51万平方米；限价房1459套，面积约12.51万平方米。

目前公司在建保障房项目2个（海淀上庄C-14地块两限房项目和朝阳区双桥农场限价商品住房项目）、商品房1个（大连东港项目）。海淀上庄C-14地块两限房项目为2010年市、区两级政府重点建设项目，项目总占地面积为172,403.431平方米，能够为海淀区提供两限房3,211套，该项目总投资19.72亿元，预计2013年年底竣工，目前该项目已经封顶，外立面均已完成，预计9月项目竣工验收，年底前完成；朝阳区双桥农场限价商品住房项目位于朝阳区双桥地区，属于限价商品房项目，该项目规划用地面积30772平方米，建设限价商品房759套，投资44459万元，预计2013年底竣工，目前，该项目的施工进度为地下结构施工完成，地上结构施工至7层至9层；大连东港项目开发主体为大连一方东港置地有限公司，该公司于2012年4月被公司子公司收购，该项目位于大连市中山区港湾广场东侧，总建筑面积493024平方米，项目总投资约93.67亿元，于2012年6月开工，计划于2015年9月完工，目前该项目处于基础施工阶段。2010年~2012年，公司房地产板块实现收入分别为41647.20万元、71475.77万元和224983.70万元。

公司石油板块主要经营主体为北京三元石油有限公司（以下简称“三元石油”）和北京壳牌石油有限公司（以下简称“北京壳牌”），销售产品均为成品油。截至2013年3月底，公司共有48座加油站，其中三元石油经营26座加油站，主要分布在北京市海淀、昌平、大兴和丰台等6个城区；北京壳牌经营22座加油站，主要分布在北京市的朝阳、大兴、密云和房山等

8个城区。2012年公司石油板块实现销售收入为22.87亿元，同比增长11.45%；2013年1~3月实现收入6.44亿元。

整体看，跟踪期内公司经营规模平稳增长，主要业务板块经营情况良好，毛利率较高。

2. 未来发展

未来公司将以现代农牧业、食品加工业和物产物流业为主要业务板块，并坚持以市场为导向、以技术为支撑，不断优化资本结构、产业结构和产品结构，压缩管理层级和企业数量，集中优势资源做大做强重点产业。

现代农牧业方面，公司将以发展种业、饲养业、重点品种和技术服务为核心，到2015年，建立起处于全国领先地位的、具有自主知识产权和核心技术畜禽良种繁育体系，提高畜禽饲养规模和水平，提高自营及控制牧场奶牛存栏达到11万头，年产奶72万吨；合同奶牛存栏30多万头，年产奶108万吨；年冻精销售450万剂；年产饲料54万吨。发展种鸭养殖户400户；建标准商品鸭棚30000个，发展养殖户（小区）4000户，年产饲料20万吨；优质种猪出栏6万头，其中原种猪5000头，商品猪出栏50万头，年产饲料15万吨；自营及控制肉牛存栏1.5万头，年出栏肉牛6万头；肉鸡祖代存栏50万套，生产父母代种雏2000万套。

食品加工业方面，公司将以提升产品附加值和市场占有率为目标，提供优质、安全、便捷食品，实现投资价值和品牌价值的增值。乳制品业利用三元食品技术、质量、品牌优势，以进入一线品牌为目标，以提高市场竞争力为核心，到2015年，达到日鲜奶处理5000吨。肉食业务以华都集团为主体，整合肉鸡产业的产品研发、养殖基地、生产加工和市场营销资源，提升协同能力，巩固在北京高端市场的竞争优势。

物产物流业方面，以安全农产品的高端交易、物流配送为主体的现代物流业的构想，发展地产、商业终端及现代农商集成服务体系。

尽快形成理念先进、布局合理、功能齐备、规模最大的环北京安全农产品物流产业圈，达到年加工配送、仓储物流及交易量在 800 万吨左右。通过首农物流加工检测配送运输的食品满足首都食用消费品的 30%。

从公司未来的投资规模看，公司投资规模将达到155.28亿元，公司将主要通过银行借款和自筹等模式筹集资金，资金压力较大，对外筹资需求上升。

表 6 公司未来三年投资项目情况（单位：亿元）

项目名称	筹资方式			截至 2013 年 3 月底已完成投资	2013 年 4~12 月	2014 年	2015 年
	自筹	贷款	合计				
海淀上庄 C-14 地块	15.22	4.50	19.72	9.87	6.28	3.57	
大连东港项目	40.00	53.67	93.67	41.20	37.08	15.00	1.89
朝阳区双桥农场限价商品住房项目	3.00	2.00	5.00	3.00	1.00	1.00	--
电子商务网站及零售终端体系建设项目	3.90	9.10	13.00	0.08	0.22	0.35	0.35
定州现代循环农业科技示范园（西区）项目	1.65	5.80	7.45	0.52	4.20	2.73	--
草桥农产品研发培训及配货仓库	1.38	3.22	4.60	0.44	1.20	1.92	1.04
集团办公楼	1.08	3.30	4.38	3.51	0.87	--	--
蓝海中心（东北旺科研楼改扩建项目）	2.16	2.16	4.32	1.75	1.54	0.90	0.13
山东峪口禽业 50 万套集约化蛋鸡基地建设	0.57	1.00	1.57	0.90	0.67	--	--
荆州市 50 万套蛋种鸡及配套孵化、饲料加工一体化项目	0.57	1.00	1.57	0.50	0.66	0.41	--
合计	69.53	85.75	155.28	61.77	53.72	25.88	3.41

资料来源：公司提供

七、财务分析

公司提供的 2012 年财务报表已经国富浩华会计师事务所有限公司审计并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2013 年一季度财务报表未经审计。

1. 盈利能力

2010~2012 年，公司营业收入规模保持较快增长，年均复合增长 24.02%，主要是公司现代农牧、食品加工和物产物流板块业务规模持续扩大所致。2012 年公司实现营业收入 166.62 亿元，其中主营业务收入为 164.70 亿元。同期，公司营业成本三年复合增长 24.26%，大于公司营业收入增幅。所以公司营业利润率三年波动下降，近三年分别为 17.16%、17.23%、16.55%。

2010~2012 年，公司资产减值损失年复合增长 24.06%，2012 年，公司计提资产减值损失 8323.17 万元，其中坏账损失 5014.78 万元、长期股权投资减值损失 2533.98 万元，存货跌价

损失 653.47 万元，固定资产减值损失 120.93 万元。

期间费用方面，2010~2012 年，期间费用率呈现逐年下降的趋势，分别为 20.41%、18.58%、17.69%，公司的期间费用控制能力有所提升但占比依然较高，影响到公司盈利能力。

2010~2012 年，公司投资收益波动下降，2012 年，公司实现投资收益 1.66 亿元。

非经常损益方面，2010~2012 年公司营业外收入快速增长，年均复合增长 33.89%，2012 年公司实现营业外收入 6.37 亿元，其中收到政府补助 1.62 亿元，其他利得（主要是拆迁补偿收入）4.10 亿元，非流动资产处置利得 0.65 亿元。近三年营业外收支对公司的利润贡献分别为 2.97 亿元、5.01 亿元和 5.88 亿元，由于公司主要根据不同的项目向政府申请政府补贴，拆迁补偿收入跟自身的土地拆迁有关，公司营业外收入不稳定。

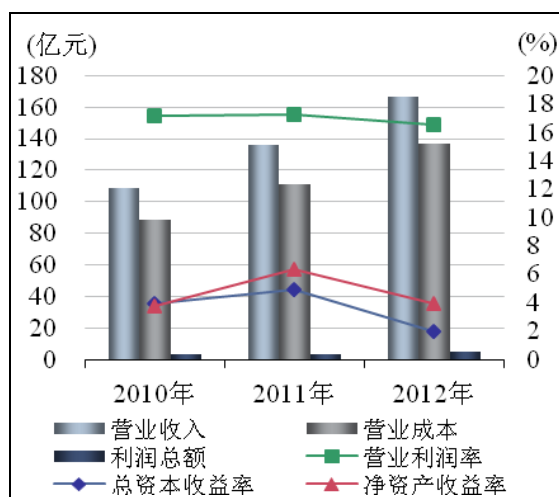
近三年公司利润总额和净利润均呈上升趋势

势，二者年均增长率分别达到了 25.06% 和 45.63%；2012 年公司利润总额和净利润分别为 4.81 亿元和 3.27 亿元。公司利润主要来自于营业外收入，尤其 2011 年和 2012 年公司利润全部来自营业外收入，自身主营业务能力较弱。

2013 年 1~3 月，公司实现营业收入 35.51 亿元，是 2012 年全年的 21.31%；同期营业成本为 28.93 亿元，是 2012 年全年的 21.18%；公司营业利润率为 17.72%。2013 年 1~3 月，公司实现利润总额和净利润分别为 -0.61 亿元和 -0.76 亿元，公司呈亏损状态。

从盈利指标看，公司总资本收益率波动下降，净资产收益率波动增长，截至 2012 年底，两者分别为 3.96% 和 3.98%。

图 1 2010~2012 年公司盈利情况



资料来源：公司提供

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

2. 现金流及保障

从经营活动来看，2010~2012 年，伴随着公司经营规模的扩大和营业收入的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金复合增长率为 18.06%，2012 年为 156.02 亿元；同期公司现金收入比呈下降趋势，2012 年为 93.64%，收入实现质量一般；收到其他与经营活动有关的现金波动下降，2012 年为 38.97 亿元，主要是大连

东港项目的拆借往来款和下属南郊农场的土地储备以及拆迁补偿款。受规模扩张及原料价格上涨影响，近三年公司购买商品、接受劳务支付的现金波动小幅增长，年均复合增长 3.15%，另外，支付的其他与经营活动有关的现金年均复合增长 40.36%，主要是公司规模扩张带来的往来款增加所致，2012 年为 62.35 亿元。2010~2012 年，公司经营活动现金流量净额分别为 -0.06 亿元、-2.85 亿元和 -0.33 亿元，经营性应收款项及存货增加导致净现金流为负。

从投资活动看，2010~2012 年，公司投资活动现金流入量年均复合增长 -0.32%，主要是处置固定资产和其他长期资产收到的现金以及取得投资收益收到的现金，2012 年为 4.65 亿元。近三年公司投资规模较大，主要是购建固定资产、无形资产以及对外投资，2012 年投资支出为 22.04 亿元。2010~2012 年公司投资活动产生的现金流量净额均表现为净流出，2012 年为 -17.39 亿元。

公司经营活动产生的现金流量不能满足公司投资需要，对外融资需求增加。近三年，公司筹资活动现金流入主要为吸收投资、银行借款、发行中期票据和集合票据等，现金流出主要为偿还本息，分配股利、利润或偿付利息等。近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额逐年增长，2012 年为 23.36 亿元。

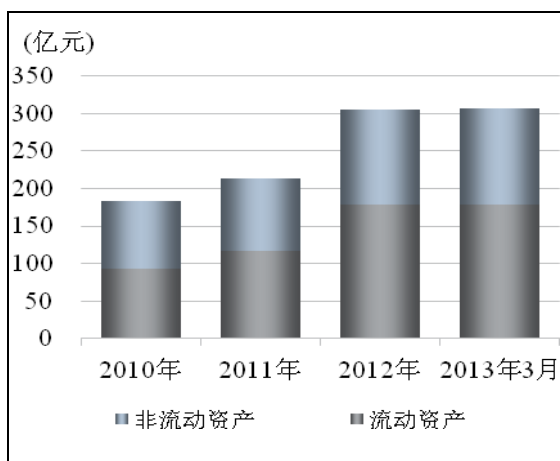
2013 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流入为 55.71 亿元，其中销售商品、提供劳务收到的现金为 36.96 亿元；经营活动现金流出 60.29 亿元，其中购买商品、接受劳务支付的现金为 34.46 亿元；公司经营活动产生的现金流量净额为 -4.58 亿元；公司投资活动产生的现金流量净额为 -5.68 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 3.79 亿元。

总体看，近年来公司经营活动产生的现金流量净额均为表现为净流出，不能满足公司投资需求，公司对外融资压力较大。

3. 资本及债务结构

2010~2012 年，公司资产总额快速增长，年均复合增长 29.09%，主要由于流动资产的快速增长所致。截至 2012 年底，公司资产总额为 304.64 亿元，其中流动资产和非流动资产分别占 58.68%和 41.32%。近三年由于公司存货的大幅增长，公司资产构成逐步转向以流动资产为主。

图 2 2010~2013 年 3 月底公司资产构成

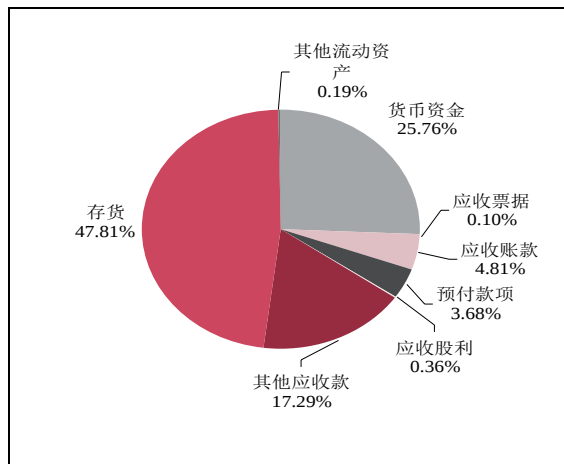


资料来源：公司财务报表

流动资产

2010~2012 年，公司流动资产规模持续扩张，年均复合增长 38.12%，主要来自存货和其他应收款的增长。截至 2012 年底，公司流动资产为 178.76 亿元，主要由存货（占 47.81%）、货币资金（占 25.76%）和其他应收款（占 17.29%）构成。

图 3 2012 年公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表

2010~2012 年，公司货币资金稳步增长，年均复合增长 16.67%，主要是银行借款增加所致。截至 2012 年底，公司货币资金为 46.04 亿元，其中银行存款占 99.20%，公司货币资金充足。

2010~2012 年，由于公司营业收入增长较快，公司应收账款随之增长，年均复合增长 31.72%。截至 2012 年底，公司应收账款账余额为 10.35 亿元，账龄基本在 1 年以内。公司采用账龄分析法与个别认定法相结合的方式计提坏账准备，2012 年计提坏账准备余额 1.75 亿元。

2010~2012 年，公司预付款项波动增长，年均复合增长 32.74%，截至 2012 年底，公司预付款项 6.57 亿元，主要是预付供应商的货款和设备款。从账龄看，1 年以内的占 91.45%，账龄较短。

2010~2012 年，公司其他应收款年均复合增长 31.97%，主要是由于 2011 年公司收购太子奶，收购款暂计入其他应收款，以及应收北京大兴南海子郊野公园管理处的拆迁补偿款；2012 年公司借给北京西山产业有限公司 4.30 亿元预备投资项目借款。截至 2012 年底，公司其他应收款账面余额为 36.11 亿元，主要是往来款、备用金、政策性用房工程往来款等。公司其他应收款前 5 名金额占比为 33.78%，主要为北京西山产业有限公司、天伦房地产、北京市大兴区南海子郊野公园管理处、大连兆泰置业有限公司和福建中庚实业集团有限公司。2012 年公司累计提取坏账准备 5.20 亿元，其中预计无法收回的其他应收款主要是公司对合营或联营企业的借款和下属子公司的部分货款，公司对预计无法收回的其他应收款按 100%计提坏账准备，截至 2012 年底，公司其他应收款净额为 30.91 亿元。

2010~2012 年，公司存货快速增长，年均复合增长 60.85%，主要来自房地产存货的增加，2011 年三元种业储存饲料及下属西郊农场保障房项目相继建设完工；2012 年大连东港项目、三海子公园拆迁项目部分转入存货所致。截至 2012 年底，公司存货原值为 85.69 亿元，其中开发成本、库存商品、原材料和自制半成品及在产品分别占

79.52%、6.49%、6.45%和 3.15%。公司存货累计计提跌价准备 0.23 亿元,存货净额为 85.46 亿元。

非流动资产

2010~2012 年,公司非流动资产年均复合增长率 18.85%。截至 2012 年底,公司非流动资产为 125.89 亿元,其中占比较高的主要是固定资产(50.74%)、长期股权投资(15.16%)和在建工程(9.96%)。

2010~2012 年,公司长期股权投资波动增长,年均复合增长 14.12%。截至 2012 年底,公司长期股权投资余额为 20.42 亿元,其中对合营企业投资、对联营企业投资和其他企业投资分别占 29.63%、30.56%和 39.81%,被投资企业主要包括首农辛普劳(北京)农业科技有限公司、北京太阳葡萄酒有限公司、北京双信盛业房地产开发有限公司和北京麦当劳食品有限公司等。公司对长期股权投资提取减值准备 1.33 亿元,长期股权投资净额为 19.09 亿元。

2010~2012 年,公司投资性房地产年均复合增长 3.88%,截至 2012 年底,公司投资性房地产原值为 15.19 亿元,主要为房屋建筑物和土地使用权,占比分别为 92.96%和 7.04%,公司累计计提折旧 5.15 亿元,投资性房地产净值为 10.04 亿元。

2010~2012 年,公司固定资产快速增长,年均复合增长 21.18%,主要是三元食品工业园、华都集团熟食加工建设、东北旺科研楼等项目建成转入固定资产所致。截至 2012 年底,公司固定资产原值为 92.94 亿元,其中房屋建筑物、机器设备和运输设备占比较大,分别占 57.87%、31.06%和 6.31%,公司累计计提折旧 27.97 亿元,计提减值准备 1.10 亿元,公司固定资产账面价值为 63.88 亿元,公司固定资产成新率为 69.91%。

2010~2012 年,公司在建工程年均复合增长 28.36%,主要是科研楼、办公楼、项目和厂房改造等项目。2012 年,公司在建项目投入较大,相继投资建设首农新办公楼、南郊-左外弘善家园商铺及 3 号厂房砖包生产线工程等项

目。截至 2012 年底,公司在建工程 12.53 亿元,计提减值准备 0.69 亿元。

2010~2012 年,公司无形资产年均复合增长 29.06%,2011 年 11 月三元食品股份有限公司与新华联控股有限公司提供偿债资金 3.75 亿元,获得湖南太子奶集团生物科技有限责任公司(简称“湖南太子奶”)100%股权及其对应的可用资产。三元食品与新华联提供偿债资金的比例为 6:4,三元食品与新华联在湖南太子奶的持股比例为 6:4。2012 年湖南太子奶并入首农集团报表后,土地及商标权增加以及公司下属企业华都集团和东风农工商公司土地使用权增加所致。

截至 2013 年 3 月底,公司资产总额为 307.09 亿元,较 2012 年底增长 0.80%;其中流动资产占 57.93%,非流动资产占 42.06%,公司资产构成较 2012 年底变化不大。

总体看,公司资产构成以流动资产为主,流动资产中存货、其他应收款占比高,整体质量一般。

所有者权益

2010~2012 年公司所有者权益快速增长,年均复合增长 40.97%,增长主要来自于资本公积。截至 2012 年底,公司所有者权益为 82.21 亿元,其中归属于母公司权益为 56.21 亿元,少数股东权益 26.00 亿元,归属于母公司所有者权益中,实收资本占 27.91%,资本公积占 71.16%。

2010~2012 年,公司实收资本年均复合增长 15.66%,主要系公司收到北京国有资本经营管理中心拨付的增资款以及北京市财政局的增资资金。截至 2012 年底,公司实收资本 15.69 亿元。同期,公司资本公积大幅增长,年均复合增长 42.30%,截至 2012 年底,公司资本公积 39.99 亿元,较 2011 年增长 22.39 亿元,主要是公司下属子公司东郊农工商结转“温榆河大道道路工程、地铁十五号线”项目的政策性搬迁补偿款节约、下属北京市南郊农场的子公司北京广大源仓储中心和北京市五环顺通物流中心结转“三海子郊野公园”项目的政策性搬迁补偿

款结余、下属子公司双桥农工商结转“崇文区定向安置房”项目的政策性搬迁补偿款结余等。公司2010年、2011年末分配利润均为负值，2012年为0.78亿元。

截至2013年3月底，公司所有者权益为81.48亿元，较2012年底略有下降，其结构较2012年底相比变化不大。

总体看，公司所有者权益中资本公积增长较快，整体稳定性较好。

负债

2010~2012年，公司负债增长较快，年均复合增长25.40%，截至2012年底，公司负债合计为222.43亿元，其中流动负债占70.39%，非流动资产占29.61%，公司负债以流动负债为主。

流动负债方面，2010~2012年，公司流动负债持续增长，年均复合增长15.35%，截至2012年底，公司流动负债156.58亿元，主要由其他应付款、短期借款、预收款项和应付账款构成，占比分别为48.64%、28.30%、10.15%和8.93%。

2010~2012年，公司短期借款大幅增长，年均复合增长52.32%，截至2012年底，公司短期借款为44.31亿元，其中主要为信用借款；应付账款年均复合增长16.29%，2012年底为13.98亿元，其中账龄在1年以内的占83.12%；预收账款年均复合增长16.44%，2012年底为15.90亿元，较2011年增加5.44亿元，主要是下属西郊农场C-14保障房项目预售房款；其他应付款年均复合增长3.13%，2012年底为76.16亿元，主要是应付大连东港项目的拆借款及往来款。

非流动负债方面，2010~2012年，公司非流动负债大幅增长，年均复合增长66.44%，主要是专项应付款的增长和发行债券所致。截至2012年底公司非流动负债为65.86亿元，主要是长期借款、应付债券和专项应付款，占比分别为36.02%、34.77%和23.35%。截至2012年底，公司长期借款23.72亿元；同期公司应付债券22.90亿元，其中公司2011年发行10亿

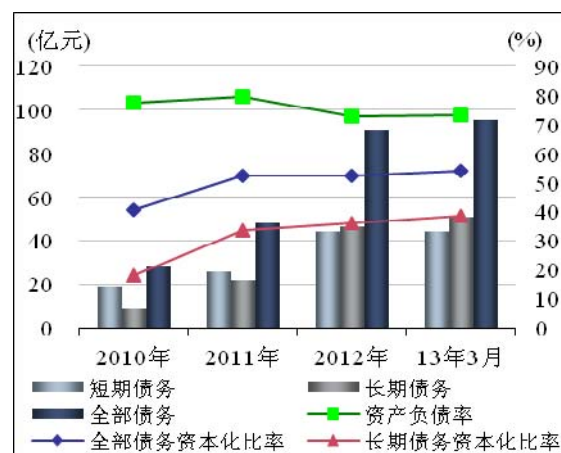
元中期票据和1.2亿元集合票据，期限均为三年，2012年发行三年期集合票据1.7亿元以及非公开定向债券10亿元，期限为一年；公司专项应付款15.38亿元，主要是政府拨付的下属企业北京市南郊农场南海子公园项目资本金11.79亿元和代海淀区政府建造办公楼1.19亿元等。

截至2013年3月底，公司负债合计为225.60亿元，较2012年底有所增长，主要是长期借款增加所致，其中流动负债占68.69%，非流动负债占31.31%，公司负债结构变化不大。

2010~2012年，公司有息债务快速增长，年复合增长率为78.60%，截至2012年底公司全部债务91.00亿元，其中短期债务占48.77%，长期债务占51.23%。2010~2012年，公司资产负债率波动下降，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率整体均呈上升趋势，截至2012年底三项指标分别为73.02%、52.54%和36.19%。

截至2013年3月底，公司有息债务总额为95.37亿元，较2012年底增长4.80%，其中短期债务和长期债务占比分别为46.27%和53.37%，长期债务占比有所上升。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73.47%、53.93%和38.61%，较2012年底均有不同程度的上升，公司债务负担加重。

图4 2010~2013年3月底公司债务构成情况



资料来源：公司年报

总体看，公司所有者权益稳定性一般，负

债结构以流动负债为主，整体债务规模增长较快，债务负担重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2010~2012年，公司流动比率和速动比率均呈上升趋势，2012年分别为114.16%和59.58%，截至2013年3月底，以上两项指标分别为114.82%和57.24%，指标较2012变化不大。2010~2012年公司经营现金流动负债比均为负值，经营活动现金流量净额对流动负债的覆盖能力弱。公司短期偿债能力较弱。

从长期偿债指标来看，2010~2012年，公司EBITDA快速增长，三年复合增长29.88%，2012年为15.61亿元；2010~2012年，公司EBITDA利息倍数波动下降，三年分别为6.89倍、6.91倍和4.34倍；2010~2012年，公司全部债务/EBITDA持续上升，三年分别为3.08倍、3.79倍和5.83倍。近年来，公司利润规模持续扩大，但主要来自于非经常性损益收入，盈利能力不稳定，公司目前债务负担重，总体看，公司整体偿债指标较弱。

截至2013年3月底，公司对外担保127.00万元，担保比率较小，被担保公司为北京京磁技术公司，该公司目前由于经营不善已关停，目前该公司已筹集资金并可清偿贷款本金部分，同时公司正积极与贷款银行就逾期利息额清偿问题商讨解决方案，解决方案已初步达成共识。

截至2013年3月底，公司从国内各银行获得的授信额度合计为131.50亿元，已经使用66.81亿元，尚未使用额度为64.68亿元，间接融资渠道畅通；公司下属子公司三元食品为A股上市公司，公司拥有直接融资渠道。总体看，公司融资渠道顺畅。

5. 本期债券偿还能力分析

公司于2011年5月发行10亿元中期票据“11首农MTN1”。

截至2013年3月底，公司现金类资产39.82

亿元，为“11首农MTN1”余额10亿的3.82倍；2012年公司经营活动现金流入量和净额分别为195.67亿元和-0.33亿元，为“11首农MTN1”余额的19.57倍和-0.03倍。截至2012年底，公司EBITDA为15.61亿元，为“11首农MTN1”余额10亿的1.56倍。公司现金类资产、经营性现金流入量及EBITDA对“11首农MTN1”保障能力强。

6. 债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（2012年银行版），机构信用代码：G1011010201272500U。截至2013年7月9日，公司已结清信贷信息中，共有19笔不良和关注类贷款，涉及金额为2.58亿元，其中2.34亿元借款单位为华都肉鸡公司、北京市华都宏育公司和北京华都肉食品公司，贷款银行为中国农业银行，该贷款发生于上世纪90年代，贷款到期后由银行续贷。由于中国农业银行2006年进行股改，对该贷款暂停办理续贷手续，导致该贷款出现逾期。公司正积极与中国农业银行就上述逾期贷款问题商讨解决方案，目前已就部分逾期贷款的处置方案达成初步共识。其余2455.13万元逾期贷款则是公司下属企业由于经营不善及历史原因形成的，下属企业均为独立法人单位，公司作为母公司，正协助下属企业与贷款银行商讨具体解决方案。

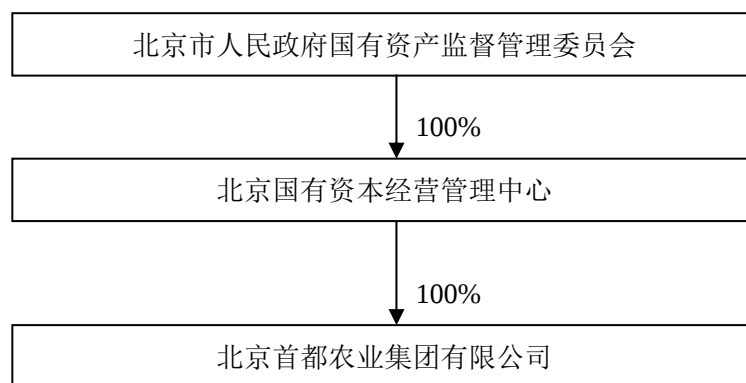
7. 抗风险能力

总体看，公司作为北京市国资委下属唯一的农业集团，受政府扶持力度大；公司已形成良种开发、畜牧业养殖、病害防治、食品加工的完整产业链，市场占有率高。联合资信认为，公司整体抗风险能力强。

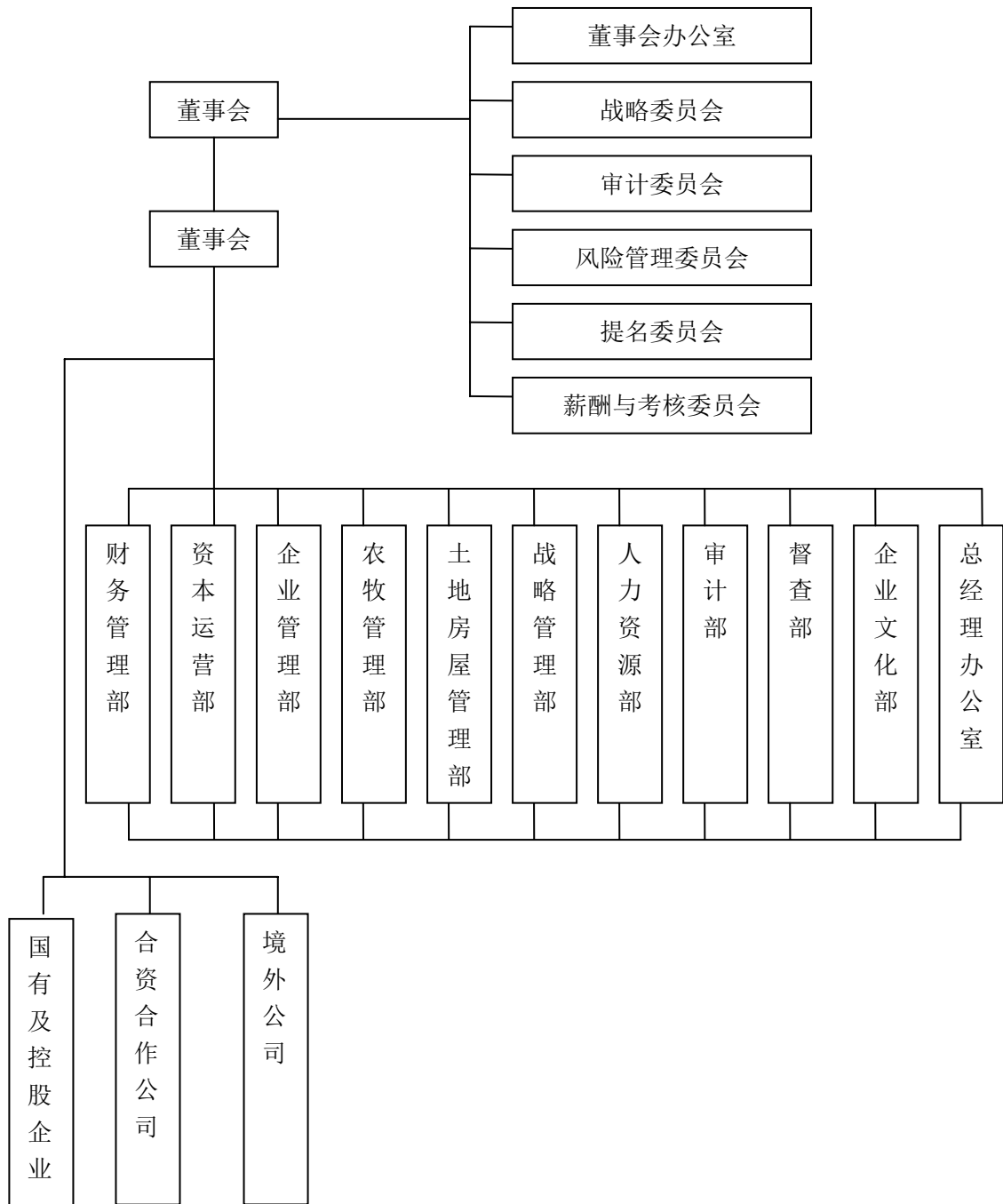
八、结论

综合考虑，联合资信维持公司主体长期信用等级为AA⁺，评级展望为稳定，并维持“11首农MTN1”AA⁺的信用等级。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织结构图



附件 2-1 合并资产负债表（资产）
 （单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动资产：					
货币资金	338231.65	404282.67	460432.05	16.67	395964.96
交易性金融资产	68.32	51.54	67.92	-0.29	67.92
应收票据	1095.29	2625.28	1814.69	28.72	2149.58
应收账款	49560.35	63705.95	85985.62	31.72	90152.99
预付款项	37285.76	32605.62	65699.71	32.74	114068.27
应收利息		5301.60	1.87		1.87
应收股利	11.77	0.15	6378.68	2228.39	7372.13
其他应收款	177514.38	235611.64	309140.37	31.97	273584.30
存货	330317.44	425322.09	854607.12	60.85	892264.83
一年内到期的非流动资产					
其他流动资产	2974.40	3203.31	3429.94	7.38	3573.11
流动资产合计	937059.36	1172709.84	1787558.00	38.12	1779199.97
非流动资产：					
可供出售金融资产	1723.21	1145.56	1378.95	-10.54	1378.95
持有至到期投资					
长期应收款					
长期股权投资	146562.77	125745.59	190889.70	14.12	204406.09
投资性房地产	93012.45	92320.64	100363.66	3.88	99246.16
固定资产	434975.22	534669.51	638751.94	21.18	641285.87
在建工程	76072.27	57616.78	125329.96	28.36	138135.56
工程物资	30.26	71.78	24.87	-9.34	103.57
固定资产清理		2.58	1.86		109.22
生产性生物资产	48932.54	56340.59	64403.20	14.72	68227.77
油气资产					
无形资产	50384.43	53491.06	83916.51	29.06	83835.34
开发支出	172.42	50.00	6.57	-80.48	7.64
商誉	15538.76	16325.72	15646.09	0.34	15646.09
合并价差					
长期待摊费用	16371.80	21025.25	26633.61	27.55	27421.52
递延所得税资产	4727.31	6664.83	8876.43	37.03	9212.72
其他非流动资产	2643.93	2628.77	2634.73	-0.17	2634.73
非流动资产合计	891147.35	968098.68	1258858.09	18.85	1291651.24
资产总计	1828206.70	2140808.52	3046416.09	29.09	3070851.21

附件 2-2 合并资产负债表（负债及所有者权益）
 （单位：人民币万元）

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 3 月
流动负债：					
短期借款	190987.92	258427.00	443105.20	52.32	440904.20
交易性金融负债					
应付票据	1482.42	278.10	620.52	-35.30	322.34
应付账款	103382.63	108418.06	139800.81	16.29	151582.06
预收款项	117266.58	104646.35	159005.15	16.44	168975.38
应付职工薪酬	26701.60	29276.23	31270.48	8.22	23005.69
应交税费	14026.36	16818.88	18810.86	15.81	13968.25
应付利息	5275.50	8905.63	10061.07	38.10	9644.11
应付股利		484.61	714.73		558.93
其他应付款	716047.08	775937.32	761602.82	3.13	738468.20
预提费用					
一年内到期的非流动负债	810.91	3281.66	107.11	-63.66	108.53
其他流动负债	813.94	783.26	683.72	-8.35	2038.57
流动负债合计	1176794.94	1307257.11	1565782.45	15.35	1549576.26
非流动负债：					
长期借款	92013.18	109296.48	237211.55	60.56	283412.54
应付债券		112000.00	229000.00		229000.00
长期应付款	8816.26	6412.24	6424.06	-14.64	6583.08
专项应付款	120241.73	145107.36	153753.43	13.08	153145.87
预计负债		115.03	45.03		45.03
递延收益					
递延所得税负债	1702.82	1330.45	4871.82	69.15	4871.82
其他非流动负债	14953.02	22216.76	27254.86	35.01	29385.92
非流动负债合计	237727.02	396478.31	658560.74	66.44	706444.25
负债合计	1414521.96	1703235.42	2224343.19	25.40	2256020.51
所有者权益：					
实收资本(或股本)	117247.12	150629.43	156857.68	15.66	156797.68
资本公积	197519.75	175951.83	399943.84	42.30	400346.62
专项储备					
盈余公积					
未分配利润	-97399.33	-89913.92	7761.68		1269.26
外币报表折算差额	8.18	-2712.75	-2466.20		-2466.83
归属于母公司权益合计	217375.72	233954.59	562096.99	60.81	555946.73
少数股东权益	196309.02	203118.50	259975.90	15.08	258883.97
所有者权益合计	413684.74	437073.10	822072.90	40.97	814830.70
负债和所有者权益总计	1828206.70	2140808.52	3046416.09	29.09	3070851.21

附件 3 合并利润表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、营业收入	1083275.71	1358287.95	1666156.77	24.02	355051.92
减: 营业成本	884777.08	1108979.62	1366151.62	24.26	289343.66
营业税金及附加	12576.68	15305.59	24216.14	38.76	2806.80
销售费用	100465.05	115865.91	128237.51	12.98	35636.83
管理费用	113348.99	129389.40	143546.82	12.54	40505.89
财务费用	7326.11	7158.62	22963.84	77.05	3318.58
资产减值损失	5407.85	10780.89	8323.17	24.06	-435.99
加: 公允价值变动收益	-40.14	-16.78	16.39		
投资收益	41684.63	16555.12	16571.86	-36.95	2653.87
其中: 对合营企业投资收益	13652.86	15848.39	15346.60	6.02	1506.32
其他业务利润					
二、营业利润	1018.46	-12653.75	-10694.07		-13469.97
加: 营业外收入	35558.67	54491.42	63740.57	33.89	7762.76
减: 营业外支出	5815.48	4420.68	4936.31	-7.87	393.83
其中: 非流动资产处置损失					
三、利润总额	30761.64	37416.99	48110.19	25.06	-6101.04
减: 所得税费用	15342.96	9485.35	15408.86	0.21	1483.31
四、净利润	15418.68	27931.64	32701.33	45.63	-7584.35
其中: 归属于母公司的净利润	7781.43	15288.03	27086.26	86.57	-6492.42
少数股东损益	7637.25	12643.61	5615.06	-14.25	-1091.94

附件 4-1 合并现金流量表

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)	2013 年 1~3 月
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	1119268.88	1329727.61	1560173.99	18.06	369611.98
收到的税费返还	4230.63	6587.61	6865.33	27.39	2655.47
收到其他与经营活动有关的现金	396252.19	247773.12	389681.67	-0.83	184816.08
经营活动现金流入小计	1519751.70	1584088.34	1956720.99	13.47	557083.53
购买商品、接受劳务支付的现金	1006334.20	1071712.12	1070722.40	3.15	344642.54
支付给职工以及为职工支付的现金	145802.87	170278.21	205674.71	18.77	61364.30
支付的各项税费	51733.22	48484.13	60185.52	7.86	16416.17
支付其他与经营活动有关的现金	316464.53	322144.34	623452.02	40.36	180498.73
经营活动现金流出小计	1520334.82	1612618.79	1960034.65	13.54	602921.74
经营活动产生的现金流量净额	-583.11	-28530.44	-3313.66		-45838.21
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	1864.41	97.87	30090.12	301.74	1.07
取得投资收益收到的现金	8344.58	5620.08	5237.91	-20.77	756.50
处置固定资产和其他长期资产收回的现	1651.10	35280.42	6304.35	95.40	345.28
处置子公司及其他单位收到的现金净额	32935.42	28.81	200.00	-92.21	2800.00
收到其他与投资活动有关的现金	2012.48	2637.61	4677.51	52.46	58.30
投资活动现金流入小计	46807.99	43664.79	46509.89	-0.32	3961.15
购建固定资产、无形资产等支付的现金	121403.87	126624.18	153263.53	12.36	29280.72
投资支付的现金	65788.99	42049.20	63403.58	-1.83	31351.50
取得子公司等支付的现金净额					
支付其他与投资活动有关的现金	699.37	1241.42	3776.95	132.39	93.41
投资活动现金流出小计	187892.23	169914.80	220444.06	8.32	60725.63
投资活动产生的现金流量净额	-141084.25	-126250.01	-173934.18		-56764.48
三、筹资活动产生的现金流量:					
吸收投资收到的现金	39008.86	40613.28	44149.35	6.39	13100.00
取得借款收到的现金	480161.01	568728.87	728516.93	23.18	120374.50
发行债券收到的现金					
收到其他与筹资活动有关的现金	1600.76	20714.81	37788.96	385.87	2974.22
筹资活动现金流入小计	520770.63	630056.96	810455.24	24.75	136448.72
偿还债务支付的现金	329660.24	358993.58	483677.84	21.13	89118.07
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	14568.92	27230.51	48613.93	82.67	8825.48
支付其他与筹资活动有关的现金	11501.09	23166.90	44522.87	96.75	566.76
筹资活动现金流出小计	355730.25	409390.99	576814.65	27.34	98510.32
筹资活动产生的现金流量净额	165040.38	220665.97	233640.59	18.98	37938.40
四、汇率变动对现金及现金等价物的影响	41.68	-35.33	-256.84		-51.97
五、现金及现金等价物净增加额	23414.70	65850.18	56135.91	54.84	-64716.25
加: 期初现金及现金等价物余额	313576.04	337624.29	404296.14	13.55	460681.21
六、期末现金及现金等价物余额	336990.73	403474.47	460432.05	16.89	395964.96

附件 4-2 合并现金流量表补充资料

(单位: 人民币万元)

项目	2010 年	2011 年	2012 年	变动率(%)
1、将净利润调为经营活动现金流量:				
净利润	15418.68	27931.64	32701.33	45.63
加: 资产减值准备	5407.85	10780.89	8323.17	24.06
固定资产折旧及其他	44947.13	66535.64	65786.90	20.98
无形资产摊销	1442.72	1624.87	2894.70	41.65
长期待摊费用摊销	3512.81	4288.71	5660.25	26.94
处置固定资产、无形资产等损失	1980.82	-10459.54	-4316.97	
固定资产报废损失	269.60	145.70	20.61	-72.35
公允价值变动损失	40.14	16.78	-16.39	
财务费用	10495.07	17638.40	12189.32	7.77
投资损失	-41684.63	-16556.50	-16571.86	
递延所得税资产减少	2977.26	-1937.52	-2211.60	
递延所得税负债增加	122.09	-372.37	3541.37	438.58
待摊费用减少				
预提费用增加				
存货的减少	-164151.53	-87986.70	-429562.67	
经营性应收项目的减少	-114955.58	-95907.74	-135291.49	
经营性应付项目的增加	233610.57	55727.32	453085.30	39.27
其他	-16.10		454.37	
经营活动产生的现金流量净额	-583.11	-28530.44	-3313.66	
2、无现金收支的重大投资筹资活动:				
债务转为资本				
一年内到期的可转换公司债券				
融资租入固定资产				
3、现金及现金等价物净变动情况:				
现金的期末余额	336513.41	402988.73	459945.51	16.91
减: 现金的期初余额	313099.09	337624.29	403810.40	13.57
加: 现金等价物的期末余额	477.33	485.74	486.54	0.96
减: 现金等价物的期初余额	476.95		485.74	0.92
现金及现金等价物净增加额	23414.70	65850.18	56135.91	54.84

附件 5 主要财务指标

项目	2010 年	2011 年	2012 年	2013 年 3 月
经营效率				
销售债权周转次数(次)	21.39	23.22	21.62	--
存货周转次数(次)	2.68	2.94	2.13	--
总资产周转次数(次)	0.59	0.68	0.64	--
盈利能力				
营业利润率(%)	17.16	17.23	16.55	17.72
总资本收益率(%)	4.13	5.04	3.96	--
净资产收益率(%)	3.73	6.39	3.98	--
财务构成				
长期债务资本化比率(%)	18.20	33.61	36.19	38.61
全部债务资本化比率(%)	40.82	52.51	52.54	53.93
资产负债率(%)	77.37	79.56	73.02	73.47
偿债能力				
流动比率(%)	79.63	89.74	114.16	114.82
速动比率(%)	51.56	57.19	59.58	57.24
经营现金流动负债比(%)	-0.05	-2.18	-0.21	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.89	6.91	4.34	--
全部债务/EBITDA(倍)	3.08	3.79	5.83	--
筹资前现金流量净额债务保护倍数(倍)	-0.50	-0.32	-0.19	--
筹资前现金流量净额利息偿还能力(倍)	-10.56	-8.39	-4.93	--
现金偿债倍数(倍)	3.39	4.07	4.62	3.98
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	15.20	15.84	19.57	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	-0.01	-0.29	-0.03	--

注：2013 年一季度财务数据未经审计

附件 6 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/主营业务收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额/全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×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%
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额/利息支出
现金偿债倍数	现金类资产/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/一年内到期的债券 (含短期融资券) 待偿还额

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期 (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

筹资活动前现金流量净额=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

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 7 中长期债券信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，银行间债券市场中长期债券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。

级别设置	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

主体长期信用等级设置及含义同中长期债券。