

信用等级公告

联合[2016] 1934 号

联合资信评估有限公司通过对北京首都农业集团有限公司及其拟发行的 2016 年度第一期中期票据的信用状况进行综合分析和评估，确定

北京首都农业集团有限公司

主体长期信用等级为

AA⁺

北京首都农业集团有限公司

2016 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年八月十日

评级业务专用章

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

网址：www.lhratings.com

北京首都农业集团有限公司

2016 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA⁺

评级展望: 稳定

本期中期票据信用等级: AA⁺

本期中期票据发行额度: 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

发行目的: 偿还银行贷款

评级时间: 2016 年 8 月 10 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
资产总额(亿元)	401.43	574.47	622.63	641.33
所有者权益(亿元)	109.45	166.26	199.25	198.56
长期债务(亿元)	43.88	77.47	78.91	102.70
全部债务(亿元)	113.62	211.61	214.04	210.31
营业收入(亿元)	196.92	351.56	372.33	71.63
利润总额(亿元)	7.49	7.82	10.48	-0.62
EBITDA(亿元)	23.53	24.60	26.37	--
经营性净现金流(亿元)	8.27	-85.70	46.87	24.66
营业利润率(%)	14.61	10.14	9.82	13.24
净资产收益率(%)	3.95	3.24	2.89	--
资产负债率(%)	72.73	71.06	68.00	69.04
全部债务资本化比率(%)	50.93	56.00	51.79	51.44
流动比率(%)	112.71	128.82	131.19	138.50
全部债务/EBITDA(倍)	4.83	8.60	8.12	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.95	2.33	1.83	--
EBITDA/本期中期票 据额度(倍)	4.71	4.92	5.27	--

注: 2016 年一季度财务数据未经审计。

分析师

谭心远 孔祥一

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

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, 拥有良种开发、畜牧养殖、食品加工、病疫防治的完整产业链, 获得的政府支持力度较大, 同时下属牧场为公司房地产业务提供了丰富的优质土地资源。近三年, 公司资产权益规模、营业收入及利润总额均持续增长。同时, 联合资信评估有限公司 (以下简称“联合资信”) 也关注到, 公司主营业务盈利能力较弱, 利润依赖非经常性损益, 未来投资规模较大, 管理层级较多且行业分散等因素对公司经营与发展可能带来的不利影响。

考虑到公司产业链完整, 经营稳定, 受政府扶持力度大以及公司不断提高优质种业开发、调整乳制产品结构等, 公司未来发展前景较好。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险低。

优势

1. 公司作为北京市国资委下属唯一的农业集团, 受政府支持力度大。
2. 公司良种开发和食品制造业在北京市场占有率高, 具有良好的品牌和规模优势。
3. 近年来, 公司资产权益规模持续增长, 债务负担略有下降。
4. 公司经营活动产生的现金流入量及 EBITDA 对本期中期票据保障能力较强。

关注

1. 公司养殖业板块所处行业的市场和疫情风险较大。
2. 公司主营业务盈利能力偏弱, 期间费用高,

利润依赖非经常性损益。

3. 公司未来投资规模大，存在较大的对外融资压力。
4. 公司管理层级较多，且行业分散，有一定管理风险。

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、评估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、北京首都农业集团有限公司 2016 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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。

一、主体概况

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。2011 年以来，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。截至 2016 年 3 月底，实收资本增加至 27.31 亿元；由于公司尚未办理工商变更登记，注册资本仍为 14.11 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有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）。

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

公司总部设财务管理部、资本运营部、企业管理部、农牧管理部、房地管理部、审计部、人力资源部等职能部门。截至 2015 年底，纳入合并范围的二级子公司共 36 家。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额为 622.63 亿元，所有者权益合计为 199.25 亿元（其中少数股东权益 65.50 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 372.33 亿元，利润总额

10.48 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 641.33 亿元，所有者权益合计为 198.56 亿元（其中少数股东权益 66.00 亿元）。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 71.63 亿元，利润总额-0.62 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。

二、本期中期票据概况

公司注册中期票据发行额度共计 10 亿元。本期计划发行 2016 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”）5 亿元，期限为 3 年。本期中期票据募集资金将用于偿还银行贷款。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9% 和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额30.10万亿元，同比增长10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20万亿元，比上年名义增长10.00%（扣除价格因素实际增长12.00%）。全年进出口总额4.00万亿元人民币，比上年下降8.00%。

2015年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入15.22万亿元，比上年增长8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出17.58万亿元，比上年增长15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至2.36万亿元，赤字率上升至3.5%，显著高于2.3%的预算赤字率。

2015年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到125BP和300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金5200亿元、213亿元和10811.89亿元，向市场注入流动性。此外，自2015年10月起，央行在上海、江苏等11省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至2015年底，共向31家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款49.73亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2016年经济社会发展的主要预期目标是GDP增长6.5%~7.0%，居民消费价格涨幅3%左右，城镇新增就业1000万人以上，城镇登记失业率4.5%以内，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

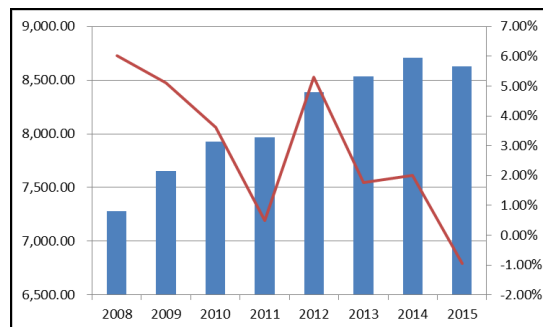
四、行业及区域经济

公司是地处北京市的大型农业产业集团，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。

1. 肉类行业

2008~2014年，中国肉类总产量快速增长，2014年中国肉类总产量8707万吨，同比增长2.01%；其中，猪肉产量5671万吨，同比增长3.24%。2015年，中国肉类总产量同比减少0.94%，为8625万吨，其中猪肉产量5487万吨，同比下降3.30%。

图1 2008~2015年中国肉类产量及增速情况
(单位：万吨、%)



资料来源：Wind资讯

鸡肉

近十几年来，中国鸡肉产业发展迅速，根据美国农业部（USDA）供需报告数据显示，目前中国鸡肉产量已超过欧盟，为世界第二大鸡肉生产国。

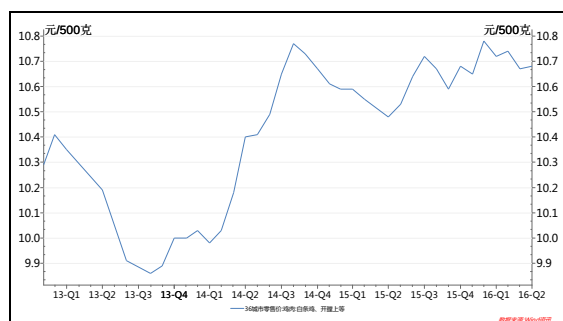
从鸡肉消费来看，近十几年来，中国人均鸡肉消费量显著提升，但与世界其他国家相比，中国鸡肉人均消费量仍处于较低水平，主要是由于中国肉类消费偏重猪肉所致。目前中国前三大鸡肉消费地区为广东省、广西省和海南省，这三大地区人均鸡肉消费水平基本等同

于欧盟地区人均鸡肉消费水平。

从鸡肉市场价格来看，由于农产品定价的市场化程度较高，对市场的供需调节能力较强，因此需求量、疫情和鸡肉存出栏量对鸡肉短期市场价格影响较大，但饲料成本则影响鸡肉长期价格走势。

2013年以来，中国肉鸡业在生产严重过剩、市场持续低迷的困境中，遭遇“白羽肉鸡”事件和“H7N9流感”风波双重打击，禽类食品产销急剧下降，损失超过1000亿元。春节前鸡肉价格波动上涨，达到2013年以来最高的10.35元/斤，随后波动下跌，9月底鸡肉价格达到本年最低价9.91元/斤，之后维持该水平，2013年底鸡肉价格9.92元/斤。2014年以来，肉鸡饲养成本上升，产量下降，出售价格上涨，在2014年10月达到当年高点10.77元/斤之后，价格开始回落。2015年2月以来鸡肉价格持续走低，截至2016年6月底，鸡肉价格为10.68元/斤。

图2 2010~2016年6月36个城市鸡肉零售价
(单位：元/斤)



资料来源：Wind资讯

猪肉

猪肉是中国第一大消费肉类，近十年来，随着中国人口的增长，加之生活水平的提升，对猪肉需求逐步增多。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，2013~2015年中国生猪定点屠宰企业屠宰量分别为2.33亿头、2.36亿头和2.14亿头；2013~2015年中国生猪存栏量分别为4.57亿头、4.22亿头和4.51亿头，生猪屠宰量的逐年下降以及存栏量的有所下降，使得猪肉市场供应相

对紧张。

从猪肉市场价格来看，影响猪肉价格的因素基本与肉鸡相同，疫情和生猪存出栏量对猪肉短期市场价格影响较大，只是由于猪的成长周期相对鸡而言较长，因此短期市场价格调整周期相对有所延长；饲料成本仍是影响猪肉长期价格走势的重要因素。此外，由于养猪相对养鸡的占地面积较大，对土地的需求较多，因此土地成本也成为影响猪肉长期市场价格走势的重要间接因素。

进入2013年，受春节效应的影响，1月份猪肉价格维持较高水平，随着需求的减弱以及生猪供应格局总体比较偏松的影响，1月底开始猪肉价格持续回落，4月底降至1~9月份内的最低点，5月份开始，随着国家多次启动收储计划以及生猪供求关系的改善，猪肉价格开始缓慢回升。后期随着节日的来临，并受气候影响，猪肉需求量逐步增加。12月，全国猪肉平均价格为24.77元/公斤。

2014年以来，生猪养殖存在较严重的产能过剩，一部分养殖户过分看好春节前后的生猪行情而大量补栏，但节前生猪价格却迅速下滑，节后，不能继续存栏的生猪只能扎堆上市，造成价格恐慌性下降。此外，近年居民消费升级导致牛羊肉替代猪肉作用明显，猪肉需求总量增长幅度下降，致使生猪养殖业步入中、深度亏损已经持续数月。从2014年，生猪市场一直不景气，很多散养户纷纷退出市场，导致生猪存栏量减少，加之正值淘汰母猪周期开始，母猪的存栏量也减少，导致猪崽数量减少，猪肉价格随之上涨。

2015年，春节期间，生猪价格持续旺季下跌，养殖户惜售心理较为严重，中国生猪价格整体涨跌互现，中国生猪市场整体购销相对清淡，生猪存栏与能繁母猪存栏量持续下降，养殖户惜售挺价难敌终端肉类市场需求疲软利空，同时春节前期中国生猪出栏同比增加，屠宰场需求有限，部分屠宰场为去库存，小幅下调生猪收购价格，生猪价格再次小幅下跌。春

节日期间猪价未见上涨，养殖户惜售心理瓦解，生猪大量集中出栏，进一步打压国内生猪价格。2015年3月份，中国生猪存栏量以及能繁母猪存栏量持续下降，3月底国内能繁母猪存栏量约为4040万头，早已跌破农业部规定4800万头警戒线，市场适重猪源大幅减少，猪源供应趋紧，生猪价格持续上涨。截至2016年6月底，精瘦肉价格为18.18元/斤。

图3 2010~2016年6月中国城市猪肉零售价格
(单位:元/斤)



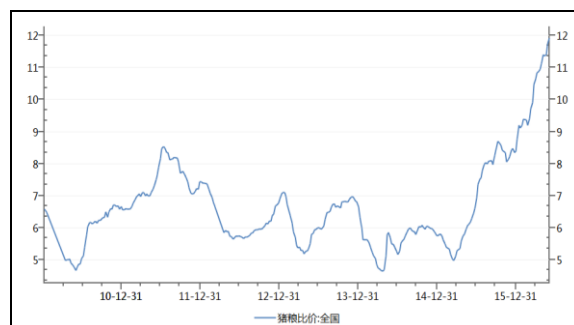
资料来源: Wind资讯

影响生猪养殖企业效益的主要指标为猪粮比价，猪粮比价达到6:1为盈亏平衡点。近年来，由于生猪价格和饲料价格波动较大，导致猪粮比价也大幅波动。

2013年3月~7月全国大中城市猪粮比价持续在6:1以下，在4月份达到全年最低点5.24:1，国家在4至5月份紧急实施收储政策，在一定程度上缓解了生猪市场亏损的局面，从5月开始全国猪粮比价开始缓慢回升，生猪价格温和性上扬。持续到12月，虽然生猪价格还是保持相对平稳的震荡状态，但全国猪粮比已经小幅上扬，养殖效益大幅回升，自繁自养可达到300元/头，进入年内盈利偏高区间。进入2014年，饲料价格相对较低时，猪价持续低迷，而猪价反弹时，饲料价格又进入暴涨阶段，全年猪粮比均未达到6:1盈亏平衡点以上，生猪养殖持续亏损。而2015年6月以后，随着猪肉价格的提升和饲料价格的下跌，猪粮比稳步回升，截至2015年12月25日，全国猪粮比价为8.35:1，养殖效益大幅回升。进入2016年，由于春节后生猪价格持续高位运行，且玉米价格出现下跌，

导致猪粮比价持续上涨。截至2016年5月底，全国猪粮比价为11.73:1，已突破9.5:1的红色预警区域。

图4 2010~2016年5月全国猪粮比价



资料来源: Wind 资讯

总体看，受粮食价格波动、短期肉类市场供需调整加大以及养殖疫情爆发等因素影响，近几年，鸡肉、猪肉价格波动较大；养殖行业较强的周期性特征使得小型养殖企业仍面临较大市场风险，而具有规模优势、市场优势及多元化生产布局的大型养殖企业将表现出更强的抗风险能力，有望在竞争中进一步做大做强。

2. 奶制品行业

2008年以来受三鹿婴幼儿奶粉事件、国际金融危机和进口奶粉冲击，中国奶业形势严峻。三鹿奶粉事件引发了消费者信任危机，中国乳制品消费市场萎缩，2008年、2009年销售量显著下降。同时受国际金融危机影响，主要发达国家和地区减少了奶制品的消费，使得国际上质量高、价格低的奶制品涌入国内市场，国产奶粉销量有所下降，利润空间有所萎缩。2010年开始乳制品销量有所回升，一方面是因为国内各大乳制品公司的新生产线竣工投产，产能迅速扩大；另一方面，中国人民生活水平不断提高，对健康的要求也不断提高，从而带动乳制品的消费不断提升。

中国整个乳制品市场的零售额从2010年的1944.9亿元增长到2015年的3631.7亿元，年均复合增长率达到13.3%。液态奶和奶粉是其中主要两类产品。2015年液态奶(包括常温奶、

巴氏奶、酸奶）零售额达到1745.1亿元，占据整个乳制品市场48.9%的份额。除此之外，奶粉占据约43.4%的份额，并且年均复合增长率高于液态奶，达到14.8%，从2010年的791.0亿元增长至2015年的1577.6亿元。

伴随中国乳制品行业的快速发展，行业规模已经初步形成，各项基础设施建设相对完善，但乳制品市场竞争激烈，在规模、技术、产品质量等方面和发达国家相比依然存在较大差距，发展过程中仍然存在很多问题，主要包括：①检测标准滞后，在抗生素残留、细菌数、体细胞、亚硝酸盐、黄曲霉素等安全指标的要求上明显低于发达国家；②优质奶源不足，目前中国的奶制品设备、工艺先进，但奶源基地建设薄弱，目前中国实际日处理鲜奶量只有加工能力的1/3，而且中国奶牛养殖牧场只占30%左右，仍以农户散养为主，集约化程度低带来了产品安全问题；③中国乳制品企业将过多资金投入广告、渠道、品牌和公关等领域，导致本就利润较低的乳制品企业对产品质量投入较低。因此，国家加强了对行业的重视和监管力度，先后出台了《关于促进奶业持续健康发展的意见》、《乳制品加工行业准入条件》、《乳制品工业加工产业政策》和《关于进一步加强乳品质量安全工作的通知》等相关政策，提升了乳制品行业的市场准入门槛。

总体看，乳制品与人们的生活息息相关，随着人们生活水平的提高，对乳制品需求日益增加，食品质量安全越来越受到人们的重视，国家加强了对行业的监管力度，乳制品行业有望进入健康发展阶段。

3. 行业政策

农业是我国的基础产业，国家针对农业尤其是畜牧业等发布了较多的政策。《国民经济和社会发展的第十三个五年规划纲要（草案）》提出，必须加快转变农业发展方式，着力构建现代农业产业体系、生产体系、经营体系，提高农业质量效益和竞争力，走产出高效、产品

安全、资源节约、环境友好的农业现代化道路。规划纲要草案提出，要完善农业支持保护制度，以保障主要农产品供给、促进农民增收、实现农业可持续发展为重点，完善强农惠农富农政策，提高农业支持保护效能。

措施方面，国家将继续实施畜牧良种补贴政策，加大补贴力度，扩大补贴范围，加快畜禽良种化进程。继续对畜禽养殖和牧草生产机械购置给予补贴，加快推进畜牧业生产机械化。深入开展畜禽标准化示范创建活动，增加标准化养殖扶持政策投入，推进标准化规模养殖。加大对畜禽优势产区的支持力度，扩大生猪调出大县奖励资金规模和范围等。

同时，我国乳制品工业正处在由数量扩张型向质量效益型转变的关键时期，在迅猛发展的同时也出现了较多问题，如养殖水平低，企业与奶农关系不协调，生鲜乳供应不稳定；产品质量安全保证体系不健全等。为此，国家制定了多项政策，包括《中华人民共和国食品安全法》、《国务院关于促进奶业持续健康发展的意见》、《乳品质量安全监督管理条例》，以及《乳制品加工行业准入条件》、《乳制品工业产业政策》、《乳制品工业产业政策（2009年修订）》、《乳品安全国家标准》、《企业生产乳制品许可条件审查细则（2010版）》等。

总之，国家出台相关行业政策，加强对行业的监管力度，畜牧业和乳制品也均得到国家的大力支持，有利于行业健康发展。

4. 行业主要影响因素及行业关注

（1）饲料成本

畜牧业的饲料主要由玉米、豆粕以及鱼粉和一些添加剂构成，其中玉米主要提供能量需求，单位占比达到65%左右，豆粕作为动物生长过程中蛋白质摄取的主要来源，单位占比约为25%左右，因此饲料成本主要受玉米和豆粕价格的影响。

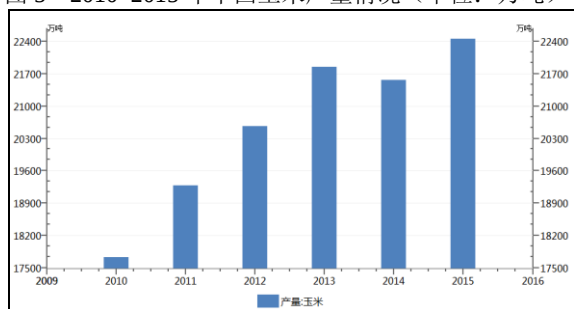
玉米

玉米产量增速趋缓

中国的玉米栽培种植面积和总产量均居世界第2位。中国玉米种植带主要集中在黑、吉、辽、内蒙、冀、鲁、豫、陕、甘、宁、新等地区。

近几年受收储政策的提振，农户种植玉米的意愿较强，而且玉米种子及田间管理水平都在不断提高；另外，近年来国内玉米价格处于高位，农户种植收益不断提高。因玉米种植收益高于大豆，玉米播种面积逐年增加。从玉米产量来看，2010~2015年，随着玉米单产量的提高和种植面积小幅扩大，玉米产量持续增长，年复合增长4.85%。2015年，我国玉米种植面积约3811.66万公顷，较2014年3707.6万公顷，增加104.05万公顷，增幅2.8%。2015年中国玉米产量为22458.00万吨，较2014年增加4.14%。目前中国玉米产量维持在历史较高水平，但未来随着玉米单产量增长的逐步放缓，加之土地有限，玉米产量增长将趋于缓慢。

图5 2010~2015年中国玉米产量情况（单位：万吨）



资料来源：Wind 资讯

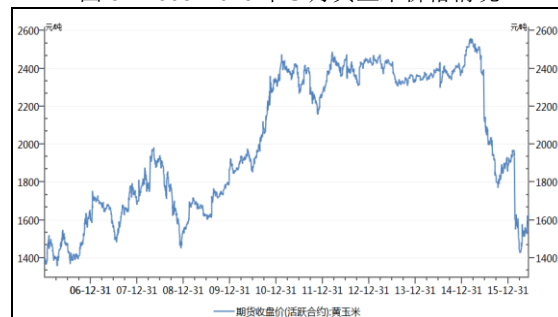
玉米供应由紧转松

中国不仅是世界玉米的主要生产国，也是玉米的主要消费国。玉米消费主要用于食用、饲料、工业消费等三个方面。消费结构中饲料和工业消费约占总消费的90%，其中饲料消费占比维持在60%~65%。由于近几年玉米产量连续增收，同时下游饲用需求刚性增长缓慢以及工业消费维持平稳，导致了国内玉米期末库存不断增加，最终导致全年的库存消费比不断升高，国内玉米供需结构逐渐由偏紧转为宽松的局面，玉米自给率一直维持在98%左右。

玉米价格波动，近期呈下降趋势

2006~2013年，中国玉米价格上涨趋势明显。2010年以来玉米价格持续在高位区间运行，玉米市场价格基本呈现区间波动的走势，基本在2350~2450元/吨之间波动。2014年国内玉米价格有所波动，主要是由于临储政策力度较大，导致市场上可流通玉米大幅减少，前半年玉米价格有所上升，后半年在玉米上市时期，供应压力增加，而下游需求量持续缩减，玉米现货价格呈现下跌趋势。2015年以来，由于目前国内玉米市场总体呈现供大于求的局面，下游需求疲软，深加工行业和饲料行业持续低迷，对玉米消费拉动作用一般，加之进口高粱的大量替代，玉米价格持续走低。

图6 2006~2016年5月黄玉米价格情况



资料来源：Wind 资讯

豆粕

豆粕作为大豆压榨豆油的副产品，其价格基本由大豆价格决定。豆粕价格基本为大豆价格的80%~85%。

中国大豆供给进口依赖程度高，大豆进口量持续增长

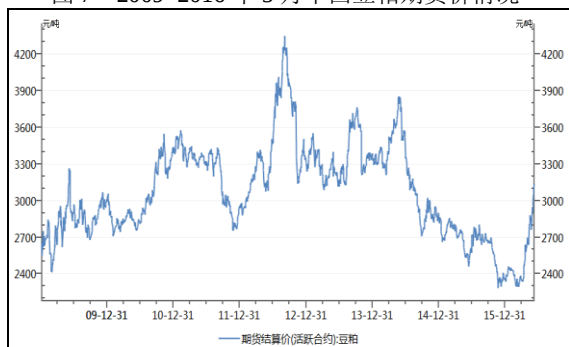
中国的大豆主要依赖进口，大豆进口主要来源于美国、巴西、阿根廷三国。近年来，中国大豆进口量上升趋势非常明显。海关公布的数据显示，2015年全年的大豆进口量达到创纪录的8169万吨，比2014年提高14.4%，创下历史新高；而12月进口大豆912万吨，比上年同期提高6.9%，该月创下月度进口的历史次高纪录。

国内豆粕价格大幅度波动，给畜牧业的成本控制带来较大难度

受国际大豆价格变动影响，国内豆粕价格

近年来波动较大。2011 年，受国际市场需求低迷、大豆价格波动下降，豆粕价格随之波动下降，2011 年底，豆粕期货收盘价为 2850 元/吨，较年初下降 14.62%。进入 2012 年以来，豆粕价格波动较大。2013 年国内豆粕现货市场上半年呈现“过山车”走势，下半年筑底大幅反弹达年内高点后震荡下调。2014 年豆粕市场整体表现偏弱，主要受国内终端养殖业惨淡，油厂亏损严重，豆粕价格跌势较为明显。从国际角度来看，南美大豆产区天气持续良好，南美大豆丰产前景较为乐观，也奠定了全球大豆丰产、供应宽松的格局，导致豆粕价格持续走低。2015 年以来，豆粕市场继续走弱，主要受饲料需求疲软，豆粕市场整体供大于求，豆粕现货价格大幅下跌。进入 2016 年，豆粕期货价格呈现上升态势，主要受国内养殖行情较好，豆粕需求旺盛影响。截至 2016 年 5 月底，国内豆粕期货收盘价格为 2942.00 元/吨。

图 7 2009~2016 年 5 月中国豆粕期货价情况



数据来源：wind 资讯

豆粕价格受大豆价格的影响较大，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，受玉米和豆粕价格下降的影响，养殖企业饲料成本有望降低，但由于饲料价格的不确定因素很大，成本控制依然存在一定的难度。

(2) 奶源

根据中国海关公布的数据，近三年中国进

口的乳制品超过 70%来自新西兰，最高比例达到 80%。2012 年至 2013 年夏季，新西兰遭遇 70 年不遇的干旱，中国市场奶价不断上涨，但 2014 年以来，中国市场依然是去库存状态，市场消费疲软，国内原奶供给增长，大部分商家进口意愿不强。2013 年国内市场出现奶荒时，国内企业更多使用国内生鲜乳作为原料，但目前这一情况已经发生改变。现在企业已经开始国内外资源调配，不少产品使用奶粉还原，因此不全部依赖于生鲜乳。2014 年中国进口奶粉数量达 92.34 万吨，同比增长 8.1%；2015 年，中国进口奶粉数量达 54.7 万吨，同比下降 40.7%。一旦原奶供给不足就可以用奶粉来代替，出现奶源紧张的可能性很小。因此原奶短期的供求变化对价格影响不大，对原奶价格可能造成较大影响的是国内会出台关于生产方面的政策变动。随着前期国内市场上出现了“倒奶潮”和“杀牛潮”致使奶农的利益受损，不少业内人士呼吁企业更多采用生鲜乳来制作产品而不是用奶粉替代。因此，政府可能会出台用奶粉还原产品的相关管理办法，一旦政策出台就将影响刚性需求，进而影响到市场及原奶的价格。

质量安全事故引发公众信任危机

2008 年 3 月，南京婴幼儿泌尿结石样本送检，三鹿问题奶粉事件进入公众视线，河北省出入境检验检疫局检验检疫技术中心在三鹿集团所产 16 批次婴幼儿奶粉中的 15 个批次检出三聚氰胺；同年 9 月，国家质检总局公布了检出三聚氰胺的 22 家乳企，其中蒙牛、伊利、雅士利等多家均在名单，国家质检总局发布公告废止《产品免于质量监督检查管理办法》；同年 10 月，温家宝签署国务院令，公布了《乳品质量监督管理条例》。面对国内乳制品质量的负面新闻，消费者对国产乳制品的表现缺乏信心，转而依赖于进口乳制品。

2013 年 1 月，新西兰第一产业部官员证实，在新西兰出产的小部分牛奶和奶粉中（主要涉及恒天然的产品）检测出双氰胺（DCD）

化学残留物；同年 8 月，恒天然集团举行新闻发布会，新西兰初级产业部发表声明，集团旗下部分产品可能含有肉毒杆菌毒素，可能受污染的产品被用于婴儿配方奶粉和运动饮料的生产，受影响国家包括澳大利亚、中国等 6 个国家。

乳制品问题的反复，使消费者对乳制品的质量表现缺乏信心，乳制品行业准入标准以及生产许可标准有待进一步提高，大部制改革汇总对于食品安全监管机制及职责也将进一步整合和调整。

（3）病疫

病疫是畜牧业发展的重要影响因素，近几年，平均每年都有十几起疫情爆发，造成 30% 的禽畜患病死亡，很多中小型养殖企业也因此破产，同时疫情过后，市场短期呈现消极态势，例如肉类产品价格平均下跌 20%，农民补栏的热情减退等，但考虑到畜牧产品非周期性需求特点，加之自身供需调节能力较强，因此疫情仅为短期影响因素。未来随着国家畜牧防疫技术的提升，加之中国畜牧产业结构的优化以及产业升级都将缓解疫情对畜牧产业的影响。

禽流感对肉鸡行业影响

近几年，中国少数几个省区暴发高致病性禽流感，给当地养殖企业造成了重大损失和影响。禽流感发生时期，鸡肉产品价格和销售量均会出现大幅下降。2013 年 3 月，中国爆发了 H7N9 型禽流感疫情，此次禽流感发病的主要区域集中在上海、浙江、江苏等省份，4 月逐步蔓延至北京、河南所在的华北区域。受此影响，上海、南京、杭州、天津等多个城市逐步关闭了活禽交易，且公众在选择食用鸡类食品更加慎重，对鸡肉需求产生了直接影响。

口蹄疫对行业影响

口蹄疫是一种以病毒为载体的疾病，主要受感对象为猪、牛等大型偶蹄兽类，口蹄疫发病后一般不致死，但会导致病兽口、蹄部出现大量水泡、高烧不退，使实际产量锐减。另外，个别口蹄疫病毒的变种亦可传染给人。因此，

每次爆发后只能屠宰和集体焚毁以绝后患。

2010 年 3 月，广东、江西部分地区相继发生小规模猪口蹄疫疫情，当地毛猪出栏价受疫情影响连续 5 周下跌。

总体看，病疫对养殖行业的影响较大，短期内造成养殖行业产品的价格和销售量较大幅度下降；但从长期来看，病疫的可控性使得养殖行业又可以在一定时间内恢复。

5. 行业发展

作为存续了几千年的传统产业，畜牧行业具有非周期性需求特征。从国际经验来看，发达国家畜牧业产值占农业产值的比重一般在 40%~50% 之间，中国目前的比重为 34%，仍有约 10 个百分点的增长空间，相当于 5000~6000 亿元的产值，加之，中国人均居民收入将每年保持 10% 的增长水平和总人口持续稳定增加，对畜牧产品的需求也将同步增多。因此未来一段时期内中国畜牧行业仍然具备巨大的需求潜力和广阔的发展空间。

根据中共十八届五中全会会议指出，“大力推进农业现代化，加快转变农业发展方式，走产出高效、产品安全、资源节约、环境友好的农业现代化道路”。农业现代化，是指传统农业向现代农业转化的过程 and 手段，包括农业机械化、生产技术科学化、农业产业化、农业信息化。①农业机械化是农业现代化的基础。我国现在农作物耕种收综合机械化率达到了 61%，为了进一步提升我国农业机械化水平，我国将会更多资金投入在农机基础设施上，对农机行业的扶持政策将加大。②农业电商作为信息化的重点，一直以来备受关注。《关于加快发展农村电子商务的指导意见》、《关于协同推进农村物流健康发展、加快服务农业现代化的若干意见》、《推进农业电子商务发展行动计划》等各种农业电商政策出台，加快了农业电商的发展。③农业现代化，对农业科研领域也提出了新要求。为了实现农业现代化，十三五规划中，农业补贴将向农业科研领域有所倾

斜，农业科研补贴力度或将加大。

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。未来国家将加大推进农业现代化，加大农业的政策扶植力度与补贴力度，为我国农业发展创造了良好的外部条件。

6. 区域经济

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 2015 年国民经济和社会发展统计公报》，2015 年北京市全年实现地区生产总值 22968.6 亿元，比上年增长 6.9%。其中，第一产业增加值 140.2 亿元，下降 9.6%；第二产业增加值 4526.4 亿元，增长 3.3%；第三产业增加值 18302 亿元，增长 8.1%。

2015，北京市居民人均可支配收入 48458 元，同比增长 8.9%，扣除价格因素，实际增长 7%。其中，城镇居民人均可支配收入 52859 元，增长 8.9%；农村居民人均可支配收入 20569 元，增长 9%；扣除价格因素，城乡居民收入分别实际增长 7%和 7.1%，与经济增长同步。农村居民收入增速连续 7 年快于城镇居民，城乡收入差距进一步缩小。

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

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司为北京国有资本经营管理中心下属的全资子公司；北京国有资本经营管理中心是北京市国资委全资子公司，是以北京市国有资本经营和国有股权管理为重点的投融资平台。公司的实际控制人为北京市国资委。

2. 企业规模

公司是北京市国资委全资拥有的唯一的农业集团，目前公司在畜禽良种繁殖、养殖、食品加工和物流等方面拥有明显优势，已形成从田间到餐桌的完整产业链条，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”北京黑猪等在业内有广泛影响力的优秀品牌。截至 2015 年底，公司拥有 40 多个规模化奶牛场，10 个猪场，5 条现代化的畜禽屠宰加工生产线，年屠宰能力达到 1 亿只。

截至 2016 年 3 月底，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，占地 83439.83 亩，都位于北京市市内或周边，具有良好的区位优势。

3. 人员素质

截至 2015 年底，公司共有董事 9 人、监事 7 人及高级管理人员 9 人。

公司董事长、党委书记张福平先生，1957 年 4 月出生，研究生学历，高级经济师，曾任房山县工业局团委书记，经委办公室秘书，北京市农工商联合总公司组织部干事，华成商贸公司党委副书记、书记，北京市农工商联合总公司党委副书记兼纪委书记、科委主任，北京市农工商联合总公司党委副书记兼科委主任、党校校长，三元集团公司总经理、副董事长，三元集团公司党委书记、董事长等职，2009 年 5 月至今，任公司党委书记、董事长。2016 年 7 月 29 日，张福平先生因病医治无效，不幸逝世；目前暂由薛刚先生主持全面工作。联合资信将持续关注此事件可能对公司经营造成的影响。

公司总经理薛刚先生，1967 年出生，大学学历，高级经济师，曾任双桥农场法律事务所所长，双桥农场副场长，双桥农场场长、党委副书记，三元食品总经济师、总经理，2009 年 5 月至今，任公司党委常委、董事，总经理。

截至 2015 年底，公司本部及下属子公司共有员工 28689 人。按学历构成划分，具有研究生及以上学历的占 1.88%，大专学历的占 26.35%，高中学历占 25.08%，高中以下学历的占 46.69%；按年龄构成划分，30 岁以下占 23.70%，30~50 岁 58.68%，50 岁以上占 17.62%；拥有高级职称的员工占 9.15%，中级职称占 39.08%，初级及以下占 51.77%。

整体看，公司高级管理人员在农业行业工作多年，管理经验丰富；公司员工综合素质能够满足公司发展的需要。

4. 外部支持

公司作为北京市国资委下属唯一的农业龙头企业，在发展过程中，得到了北京市政府的支持。近年来，北京市国资委及北京市财政局多次拨付预算资金和项目资金对公司进行增资。此外，近三年，公司获得政府补贴分别为 3.96 亿元、3.23 亿元和 2.89 亿元。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司实际控制人为北京市国资委。公司不设股东会，董事会为公司的决策机构，对北京市国资委负责，经北京市国资委书面授权，董事会可行使股东的部分职权。

公司董事会由 9 名成员构成，均为北京市国资委委派。董事会设董事长 1 人，董事长由北京市国资委从董事会成员中指定。公司设总经理 1 名，由董事会聘任或者解聘，并对董事会负责。公司设监事会，由 7 名成员构成，均由北京市国资委委派，监事会主席由北京市国资委从监事会成员中指定。

总体看，公司法人治理结构清晰，设置简单，能够满足公司经营需要。

2. 公司内部管理

公司为加强专业化管理，设三个专门委员会，作为董事会领导下的议事机构，即：战略

与投资委员会、审计与风险委员会和提名委员会；同时在管理层面设财务管理部、人力资源部、资本运行部、农牧管理部等 14 个管理部门。

公司实行以产权为纽带的母子公司管理体制，通过任命下属子公司的董事会成员，对子公司实行有效管理。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。

财务管理方面，公司设立财务管理部，对公司的财务工作进行指导、协调、管理，并参与预算编制、绩效考核、改革改制等工作；公司实现全面预算管理，各子公司于每年年末编制年度资金计划，由资金管理中心负责集团资金的统筹管理，调整余缺。

内部管理制度建设方面，公司已建立了包括人力资源管理、生产技术管理、内部审计管理、财务管理、客户管理、投融资管理等相关制度，并通过加大制度的制约力度，基本满足公司日常运作管理的需求。公司尤为注重人力资源的获取、利用、保持与开发战略的制定，并加强完善招聘录用、绩效考核、薪酬体系、员工在职培训管理等制度建设，有利于优质人才的引进与保留，加强全体员工的认同感。

食品安全方面，公司设立食品安全办公室（隶属于企业管理部），负责公司食品安全工作，并监督检查食品安全生产；公司采取定期和不定期相结合的方式，以食品安全办公室为牵头人，组织各部门领导对下属单位进行监督检查，以保证公司食品安全。

整体看，公司制度建设较完善，但下属子公司较多且经营领域分散，管理水平有待提高。

七、经营分析

1. 经营概况

公司主营业务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，其中商贸板块为 2014 年新增业务板块。2015 年上述四大板块主营业务占比分别为 12.46%、17.35%、29.62%以及 40.56%。2015 年，公司实现主营业务收入 368.96 亿元，同比增长 5.47%。

分板块看，近三年，公司现代农牧业收入持续下降，2015 年为 45.97 亿元，同比下降 26.72%，主要系肉鸡及原料奶销售均价下降导致相应收入下降所致；食品加工业收入持续增长，2015 年为 64.02 亿元，同比增长 18.97%，主要是由于公司调整产品结构，低温奶业务板块销售稳步增长，婴幼儿配方奶粉销售持续快速增长所致；物产物流业收入有所波动，2015 年为 109.30 亿元，同比增长 26.90%，主要系石油及房地产业务收入增长所致；商贸板块实现收入 149.67 亿元，同比变化不大。

毛利率方面，2013~2015 年公司综合毛利率呈下降趋势，2015 年为 10.95%，同比下降 0.28 个百分点。近三年，现代农牧业毛利率波动增长，2015 年为 11.02%，同比下降 1.92 个百分点；近三年，食品加工业毛利率有所下降，

2015 年为 24.92%，同比下降 1.67 个百分点；物产物流业毛利率有所波动，2015 年为 16.65%，同比下降 1.94 个百分点；2015 年，商贸板块毛利率增长 0.20 个百分点至 0.78%。

2016 年 1~3 月，公司实现主营业务收入 71.63 亿元，同比增长 44.01%，增长主要来源于商贸业务，为 2015 年全年的 19.41%。2016 年 1~3 月，公司综合毛利率为 13.94%，较 2015 年上升 2.99 个百分点，除贸易和物产物流业务外，各板块业务毛利率较 2015 年均有所回升。现代农牧业毛利率较 2015 年提升 13.76 个百分点至 24.78%，主要系肉鸡业务经营结构调整，成本降低所致；食品加工业毛利率为 31.49%，较 2015 年增长 6.57 个百分点，主要系外采牛奶采购价格下降所致。

表 1 公司主营业务收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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
现代农牧业	66.00	34.09	8.01	62.73	17.93	12.94	45.97	12.46	11.02	11.33	15.82	24.78
食品加工业	39.81	20.56	26.85	53.81	15.38	26.59	64.02	17.35	24.92	13.51	18.86	31.49
物产物流业	87.79	45.35	16.25	86.13	24.62	18.59	109.30	29.62	16.65	17.38	24.26	16.36
商贸	--	--	--	147.16	42.06	0.58	149.67	40.56	0.78	29.41	41.06	0.28
合计	193.60	100.00	15.62	349.83	100.00	11.23	368.96	100.00	10.95	71.63	100.00	13.94

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。公司主要采用“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。

原材料采购方面，公司原材料以豆粕、玉米、麸皮、鸭料和羊草等原材料为主。公司采用一体化管理、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。原材料到场验收合格入库后，公司按照合同约定部分采取支票或银行汇款方式一次性全额支付或部分支付；部分采用现金结算方式，分期按比例支付给供应商。公司选择质量优、信誉好的厂家直接采购，一般不通过中间商，主要原材料供应

商包括北京京粮北方粮油贸易有限公司、三河汇福粮油集团饲料蛋白有限公司和北京市绿田园生态农场有限公司等。2015年现代农牧板块原材料采购前五大供应商采购金额占比为20%，集中度一般。

从采购量来看，公司主要原材料采购均呈波动态势，其中2014年公司进口奶牛，并且多

数为怀孕母牛，采食饲料量大，故饲料采购较多；单价方面，公司主要采购原材料与市场价格保持一致，其中饲料的价格大幅变动，主要系企业每年会根据当年饲养的奶牛结构调整饲料配方，导致配方内容不同，故饲料价格变动较大。

表2 2013年~2016年3月公司现代农牧业原料采购情况

采购对象	2013年		2014年		2015年		2016年1~3月	
	采购均价(元/吨)	采购数量(吨)	采购均价(元/吨)	采购数量(吨)	采购均价(元/吨)	采购数量(吨)	采购均价(元/吨)	采购数量(吨)
豆粕	4180.53	57509.37	2934.40	67678.23	3000.70	95412.40	2521.32	17775.83
大豆	5176.32	3248.76	4619.10	5701.22	3832.88	3662.25	3490.82	2600.10
玉米	2321.06	249385.58	3152.08	228535.76	2245.97	292919.50	1865.25	50687.14
苜蓿	2959.10	15505.88	2863.27	38383.23	3106.43	10287.44	2522.08	3899.25
饲料	2110.00	189123.00	945.38	791270.91	1514.81	348805.35	2131.10	85279.18

资料来源：公司提供

公司现代农牧业板块主要有牛冻精、商品鸭、商品猪、原料奶、肉鸡和蛋鸡等产品。鸭业方面，公司拥有中国最大的北京鸭商品鸭养殖基地及现代化的屠宰厂和全国唯一的北京鸭原种保护场。公司现有北京种鸭存栏1.30万套，年销售父母代种鸭150余万只；2015年出栏优质北京鸭960万只。原料奶方面，公司拥有40多个规模化奶牛场，分布在北京、山东、河南、河北、江苏、吉林、黑龙江等地，奶牛总存栏数近80000头，年产优质原料奶3.65亿公斤。种猪方面，公司下属企业北京养猪中心是由农业部 and 北京市政府共同投资建设的国际重点种猪育种基地，年出栏种猪近1.10万头、优质安全商品猪近6万多头。

2015年，公司牛冻精产销量同比略有下降，销售均价略有增长；商品鸭产、销量及销售均价均有所增长，分别为479.60万对、541.65万对和97.52元/对；商品猪销量同比增长，销售均价有所下降，分别为61391.00头和974.13元/头；原料奶产销量均有所增长，销售价格有所下降，分别为36519.34万公斤、35617.22万公斤和3.83元/公斤；肉鸡产销量、销售均价同比均有所下降；蛋鸡产销量及销售均价同比相对稳定。公司现代农牧业各类产品均保持较高产销率。

截至2015年底，主要负责禽类产品的华都集团资产总额为37.91亿元，净资产9.16亿元；2015年全年实现营业收入33.79亿元，净利润-4.74亿元，联合资信将其未来业绩保持关注。

表3 公司现代农牧业主要产品产销量情况

指标名称		2014年	2015年	2016年1~3月
牛冻精	产量(万剂)	281.8	270.82	62.51
	销量(万剂)	288.9	247.18	56.69
	均价(元/剂)	19.49	21.34	19.73
商品鸭	产量(万对)	415.345	479.60	118.00
	销量(万对)	467.98	541.65	135.60
	均价(元/对)	85.4	97.52	97.84
商品猪	产量(头)	59481.00	61391.00	7686.00
	销量(头)	59481.00	61391.00	7686.00
	均价(元/头)	1455.99	974.13	2624.46
原料奶	产量(万公斤)	30595.55	36519.34	10085.80
	销量(万公斤)	29893.96	35617.22	9559.29
	均价(元/公斤)	4.64	3.83	3.54
肉鸡	产量(吨)	122029.52	117460.99	9554.15
	销量(吨)	129566.10	122612.77	10642.60
	均价(万元/吨)	1.28	1.17	1.26
蛋鸡	产量(万只)	17315.48	17068.40	5538.10
	销量(万只)	17359.30	16533.00	5204.10
	均价(元/只)	2.55	2.58	2.80

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。

食品加工工业

公司食品加工工业的经营主体为下属上市公司北京三元食品股份有限公司（以下简称“三元食品”），公司建成了国内领先的液态奶、发酵奶、固态奶、科研培训中心四大基地，在内蒙古海拉尔市、河北迁安、河北石家庄、天津静海、广西柳州等建立了十六大生产基地。公司食品加工板块主要产品涵盖了屋型包装鲜奶、超高温灭菌奶、酸奶、袋装鲜奶、奶粉、北京干酪及各种乳饮料、冷食、宫廷乳制品等百余种产品。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，公司目前已经拥有了“三元”、“燕山”、“绿鸟”、“雪凝”等著名商标。同时，三元食品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强。

公司原材料包括牛奶、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北京周边及河北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，同时公司对奶源进行定时和不定时的监察，并为其提供技术服务，以此保证奶源的质量，结算时可以享有不超过一个月的账期。2015年，公司提高了对内采购量，牛奶自给率提高至45.66%，对外采购均价同比下降至3464.40元/吨；公司奶牛养殖量提高至40123头，产奶量9.95吨/每头每年。

表4 公司牛奶资源和采购情况

指标名称	2014年	2015年	16年1~3月
------	-------	-------	---------

牛奶	对内采购(万吨)	18.39	20.41	5.79
	对外采购(万吨)	30.34	24.29	6.38
	对外采购均价(元/吨)(不含税)	3761.01	3464.40	3075.00
	自给率(%)	37.74	45.66	47.58
奶场	养殖量(头)	35793.00	40123.00	39241.00
	产奶量(吨/每头每年)	10.18	9.95	10.21

资料来源：公司提供

销售方面，公司主要销售区域仍以北京为主，京外市场以河北为主，其中低温奶在北京市场的占有率约为98.5%。销售渠道包括经销商、商场超市、送奶大户和餐饮客户等，以经销商和商场超市为主。结算方面，与经销商一般按出厂价格结算，其中出厂价格根据当期产品生产成本制定，采用全额预收款形式销售；与商场超市一般按市场行情定价，采用支票进行结算，通常账期不超过2个月。2015年，公司固态奶产销量同比均有所上升，分别为3.48万吨和4.04万吨，销售均价同比略有下降为29493.69元/吨；液态奶产销量同比保持相对稳定，分别为40.68万吨和43.12万吨，销售均价略有下降，为7445.20元/吨。受产能限制，公司液态奶及固态奶均有部分外采，产销率超过100%。2016年1~3月，公司固态奶销售均价有所提升，液态奶销售均价继续下降，分别为31196.74元/吨和7323.22元/吨。

表5 公司食品制造业的销售情况

指标名称		2014年	2015年	16年1~3月
固态奶(奶粉、冷饮、干酪)	产量(万吨)	2.45	3.48	0.89
	销量(万吨)	3.53	4.04	1.00
	销售均价(元/吨)(不含税)	32283.20	29493.69	31196.74
	产销率(%)	144.08	116.09	112.36
液态奶(牛奶、酸奶)	产量(万吨)	41.74	40.68	9.84
	销量(万吨)	43.1	43.12	10.56
	销售均价(元/吨)(不含税)	7520.92	7445.20	7323.22
	产销率(%)	103.26	106.00	107.32

资料来源：公司提供

注：产品销量中包含外购产品。

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，其中石油销售和房地产业是公司物产物流业的主要构成部分，收入占该板块的比重分别为39.01%和43.76%。

公司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公司等。

截至 2016 年 3 月底，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，占地 83439.83 亩，都位于北京市市内或周边，具有良好的区位优势。公司计划 5000 亩左右的土地规划住宅及配套用地，5000 亩左右用于发展现代物流业。公司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，公司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。公司利用自有农用地和建设用地建造住房，其中农用地相关流程为：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公司签订协议对保障房进行收购，公司保障房项目全部使用自有资金进行建设，不进行银行贷款，项目自有资金包括公司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核，不支付任何相关款项，由购房者直接支付，公司按政府限定的价格将房屋出售给合格购房者；第三种模式为购买加政府配售相结合。保障房项目列入开发成本，与一般商品房开发企业相同。

截至 2015 年底，公司已建成保障房项目 10753 套，包括公租房 4439 套（面积约 41.20 万平方米）、经济适用房 1537 套（面积约 11.28 万平方米）、限价房 4777 套（面积约 36.90 万平方米）。

截至 2015 年底，公司已竣工未完成结算的项目为京润现代城 1-7 号楼项目、冠芳园项目、顺义区南法信镇商业金融用地（34-1）项目、三元嘉业-C14 地块馨瑞嘉园项目（西郊农场）等，建筑面积的 82.10%以上已完成销售，累计实现销售额 37.00 亿元，已结转收入 36.27 亿元。

表6 截至2015年底公司已竣工未结算项目情况

指标名称		京润现代城 1-7 号楼项目	冠芳园项目	顺义区南法 信镇商业金 融用地 (34-1) 项目	三元嘉业 -B09 地块三 嘉信苑项目 (西郊农场)	三元嘉业 -C14 地块馨 瑞嘉园项目 (西郊农场)
建设情况	规划住宅套数(套)	1371.00	807.00	--	1657.00	3211.00
	规划商业套数(套)	39.00	3.00	421.00	120.00	144.00
	建筑面积(平方米)	133017.18	69241.18	61965.05	112778.67	310432.00
	完成投资(万元)	51357.00	37861.32	41593.00	47542.27	175802.65
销售情况	销售套数(套)	1368.00	801.00	150.00	1722.00	3309.00
	销售面积(平方米)	130497.65	61319.52	14964.42	99976.27	257633.04
	销售额(万元)	53151.00	41582.16	23508.00	50320.54	201452.07
	已结转收入(万元)	53151.00	34261.20	23508.00	50320.54	201452.07

资料来源：公司提供

在建房地产项目方面，截至 2015 年底，公司总投资合计 496.09 亿元，已完成投资 239.64 亿元，2016~2018 年分别计划投资 101.54 亿元、86.59 亿元和 42.96 亿元。公司保障房项目投资

规模大，全部使用自有资金进行开发，公司面临较大的资本支出压力，但考虑到政府的土地成本补偿，公司资本支出压力处于可控区间。

表7 截至2015年底公司在建房地产项目情况（单位：万元）

项目名称	项目类别	计划总投资	预计竣工时间	投资进度			
				截至 2015 年底已完成投资	2016 年	2017 年	2018 年
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	自住房	791958.00	2018 年	554923.00	115296.00	75000.00	46739.00
朝阳区崔各庄乡来广营北路二类居住用地项目	自住房	500000.00	2017 年 10 月	387822.00	80000.00	32178.00	--
张家口市高新区上小站旧村改造项目	棚户区改造	478751.00	2018 年	82281.00	130537.00	159559.00	106374.00
大连东港项目	商品房	780000.00	2019 年 12 月	559590.00	20000.00	40000.00	40000.00
海淀区上庄镇 B10 地块自住型商品房项目	自住房	323934.00	2016 年 11 月	308018.00	15916.00	--	--
东郊农场保障房项目	公租房	165000.00	2016 年 4 月	135558.00	15000.00	5992.00	8450.00
东郊农场保障房项目	限价房	733176.00	2019 年 12 月	42779.34	272044.14	212019.19	117552.79
朝阳区沙子营生态生活园土地一级开发项目	一级开发	201557.00	2016 年 12 月	65461.00	136096.00	--	--
宜兴清华科技园配套工程项目	商业住宅	42425.03	2016 年 12 月	19055.00	10178.00	13192.00	--
宜兴清华科技园项目	科研办公	63000.00	2017 年 12 月	25862.00	3000.00	27838.00	6300.00
宜兴清华科技园二期配套工程项目	商业住宅	68695.48	2018 年 12 月	10800.00	14822.00	25844.00	17229.00
宜兴清华科技园二期项目	科研办公	145885.15	2018 年 12 月	7909.00	2000.00	81586.00	54390.00
融坤养老中心项目（地坛项目）	养老设施	77935.50	2017 年 6 月	7781.00	25592.61	44561.89	--
暖山金城城	商品房	156000.00	2020 年 7 月	55843.00	12194.00	21013.00	22530.00
海淀区上庄家园 N28、N34 地块定向安置房项目	三定三限	100132.39	2017 年 12 月	15072.99	35449.64	49609.76	--
海淀上庄 N35\N46 地块	定向安置房	200000.00	2018 年 10 月	3563.00	108892.00	77545.00	10000.00
革镇堡项目（双桥农场）	一级开发	50910.00	2015 年 12 月	50910.00	--	--	--
双桥农场公租房	公租房	81568.00	2016 年 2 月	63189.00	18379.00	--	--
合计		4960927.55		2396417.33	1015396.39	865937.84	429564.79

资料来源：公司提供

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 2016 年 3 月底，公司共有 48 座加油站，其中三元石油经营 24 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 24 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。2015 年实现营业收入 42.64 亿元，毛利率为 7.55%。

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。2015 年，公司物产业务实现营业收入为 11.45 亿元，毛利率为 42.54%。

公司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，目前公司拥有仓储物流企业 11 家，库房 39 万平米，2000 多

辆运输车，年配送及仓储量 21 万吨，主要经营主体为北京五元物流有限责任公司、北京三元双日食品物流有限公司和北京大秦物流有限公司等。2015 年，公司物流业务实现营业收入为 4.56 亿元，毛利率为 22.49%。

商贸

2014 年，公司新增商贸板块，经营主体为 2013 年底成立的上海首农投资控股有限公司。公司商贸板块采用以销定采模式，根据下游客户具体需求，运用股东在国内大宗商品交易的市场地位进行询质、询价，在保证有毛利的前提下分别与上、下游签订合同，规避了贸易商品的跌价风险和交易风险。贸易产品无特定商品特定区域代理。公司商贸板块不存在集团内部销售或采购情况。2014 年，公司商贸板块主要以燃料油品、化工品等贸易为主，2015 年以来，公司贸易业务农业产品比重提高。2015 年，公司前五大贸易品为燃料油、高粱、一级白砂糖、大麦和猪副产品，分别实现销售额为 54.68 亿元、25.19 亿元、33.94 亿元、16.79 亿元及 1.85 亿元。

公司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。公司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。公司主要通过在国内石油及化工领域的供应商处采购，全部为内贸，采购区域主要是上海、福建等，前五大供应商采购占比为 43.05%。

贸易产品下游客户合同签订方式为单笔单签。结算方式为提货后 60-180 天以现金付清全款。主要销售给内贸能源化工领域的交易信用好，回款及时的固定客户。主要销售区域为上海、江苏和山东等，前五大客户销售占比为 59.06%，集中度较高。公司商贸板块业务与上下游结算均有一定的账期，但由于公司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。

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。

截至 2015 年底，公司主要在建项目（除房地产外）总投资为 69.59 亿元，已投资 39.74 亿元，2016~2018 年分别计划投资 19.70 亿元、5.48 亿元和 3.50 亿元。公司仍存在较大的资本支出压力。

表 8 截至 2015 年底公司主要在建项目的投资规划（不含房地产业务）（单位：万元）

项目名称	总投资额	投资进度			
		截至 2015 年底已投	2016 年	2017 年	2018 年
河北首农-定州园区西区项目	90563	73415.92	17147.08	--	--
河北工业园项目	160000	70761.59	89238.41	--	--
首农新办公楼	43800	42839	961	--	--
农产品研发及配件仓库	48836.50	23333.70	23391.70	79.30	2031.80
蓝海中心科研楼	43214	38525.81	4688.19	--	--
东郊法国学校项目	83000	33000	10000	20000	20000
南郊_职工大学_改扩建项目	34200	12696	12000	9504	--
山东分公司寿光牧场项目	16303.11	12715.91	3581.87	5.33	--
天津港首农进出口项目	23091	19334	3757	--	--
鸭业屠宰项目	12000	11215.45	784.55	--	--
三元科技研发中心	43654	14942	14513	14199	--
天津首农东疆牧业项目一期	14831	14831	--	--	--

四合院工程	6970.20	6970.20	--	--	--
北京塞隆国际文化创意园	7336	6014	1322	--	--
厂房-新西兰	11000	4716	6284	--	--
承德三元中育畜产公司平泉种猪示范场项目	5303	2558	2745	--	--
首农畜牧机关-新购挤奶机	10399.83	3399.83	1000	3000	3000
御道口牧场小滦河及支流如意河综合治理工程	3097.79	3097.79	--	--	--
南郊-星红工业园内新建冷库	3200	2647	553	--	--
朝阳区孙河乡五元物流北区	35000	251	5000	8000	10000
河北首农-定州园区西区项目	90563	73415.92	17147.08	--	--
合计	695915.43	397380.20	196966.80	54787.63	35031.80

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

2013~2015 年，公司提供的财务报表均经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）¹审计（均出具了标准无保留意见审计结论）。公司提供的 2016 年一季度财务数据未经审计。

从合并范围看，2014 年公司纳入合并报表范围二级子公司 35 家，较 2013 年减少一家；2015 年，公司纳入合并报表范围二级子公司 36 家，其中新纳入合并范子公司 4 家，不再纳入合并范围子公司 3 家。2016 年一季度，北京华都肉鸡公司停产不再纳入公司合并范围。考虑到公司合并范围变化未涉及公司主营业务变化，并且新增子公司整体规模相对较小，对公司整体财务数据可比性影响有限，公司近三年财务数据的可比性较强。

截至 2015 年底，公司（合并）资产总额为 622.63 亿元，所有者权益合计为 199.25 亿元（其中少数股东权益 65.50 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 372.33 亿元，利润总额 10.48 亿元。

截至 2016 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 641.33 亿元，所有者权益合计为 198.56

亿元（其中少数股东权益 66.00 亿元）。2016 年 1~3 月，公司实现营业收入 71.63 亿元，利润总额-0.62 亿元。

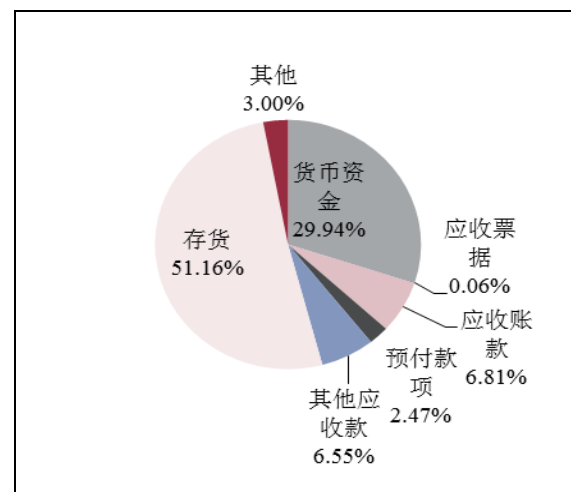
2. 资产质量

2013~2015 年，公司资产规模快速增长，年均复合增长 24.54%。截至 2015 年底，公司资产总额为 622.63 亿元，同比增长 8.38%；其中流动资产和非流动资产分别占 69.14%和 30.86%，公司资产结构以流动资产为主。

流动资产

2013~2015 年，公司流动资产快速增长，年均复合增长 29.82%，主要来自预付款项、存货和其他流动资产的增加。截至 2015 年底，公司流动资产 430.49 亿元，同比增长 8.72%，主要由货币资金（占 29.94%）、应收账款（占 6.81%）和存货（占 51.16%）构成。

图 8 截至 2015 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司财务报表

¹ 2016 年 5 月，中国证券监督管理委员会决定对大华会计师事务所（特殊普通合伙）、北京兴华会计师事务所（特殊普通合伙）、瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）（以下简称“瑞华”）、银信资产评估有限公司、辽宁元正资产评估有限公司、中和资产评估有限公司正式启动立案调查的行政执法程序。2016 年 6 月，中国银行间交易商协会（以下简称“交易商协会”）发布公告称，经自律处分会议复审决定，给予瑞华公开谴责处分，责令瑞华及时改正，并暂停瑞华相关业务，期限为一年。

2013~2015 年，公司货币资金快速增长，年均复合增长 42.08%。截至 2015 年底，公司货币资金为 128.88 亿元，同比增长 61.00%，主要系下属上市子公司三元食品非公开发行股票募集资金所致；其中银行存款占 95.87%，货币资金中受限资金为 3.74 亿元，主要为各类保证金，公司货币资金充足。

2013~2015 年，公司应收账款波动中有所增长，年均增幅 6.26%。截至 2015 年底，公司应收账款为 29.32 亿元，主要为应收货款以及贸易款，同比变化不大。从账款风险分类看，公司应收账款主要以按组合计提坏账准备（占 86.00%）；从账龄看，1 年以内的占 91.77%，账龄短；2015 年底公司对应收账款共计提坏账准备 2.43 亿元，综合计提比例为 7.65%，计提比例尚可。从集中度看，公司应收账款前五名占 44.46%，集中度高。

2013~2015 年，公司预付款项波动增长，年均增幅 23.18%。截至 2015 年底，公司预付款项 10.63 亿元，同比增长 64.75%；从账龄看，1 年以内的占 83.41%，账龄较短。

2013~2015 年，公司其他应收款快速下降，年均降幅 15.16%。截至 2015 年底，公司其他应收款账面余额为 32.77 亿元，主要是关联方往来款等；单项金额重大并计提坏账准备的其他应收款账面余额为 26.91 亿元，按组合计提坏账准备的其他应收款账面余额为 5.73 亿元，从账龄看，1 年以内的占 48.18%、1 到 2 年的占 9.17%、2 到 3 年的占 1.17%、3 年以上的占 41.48%；2015 年公司综合计提比例为 13.92%，考虑到账龄在 3 年以上的应收账款占比较大，公司综合计提比例一般。截至 2015 年底，公司其他应收款净额为 28.21 亿元，同比下降 7.93%。

2013~2015 年，随着公司承担的保障房建设项目的增加，公司存货规模波动增长，年均复合增长率为 36.65%。截至 2015 年底，公司存货余额为 222.31 亿元，其中开发成本、库存商品和原材料分别占 88.80%、3.74%和 3.96%；公司存货累计计提跌价准备 2.06 亿元，综合计

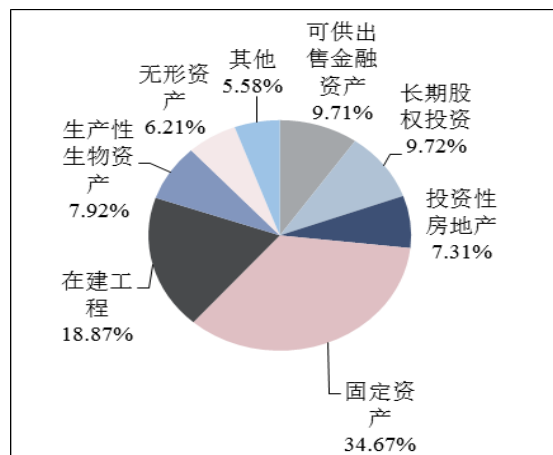
提比例为 0.93%，计提比例低，主要是对库存商品的计提跌准备，存货净额为 220.25 亿元。

2013~2015 年，公司其他流动资产快速增长，分别为 0.38 亿元、3.13 亿元和 12.08 亿元，其中 2015 年底较 2014 年底增幅较大，主要系委托贷款及利息大幅增长至 10.00 亿元所致。

非流动资产

2013~2015 年，公司非流动资产持续增长，年均复合增长 14.73%，主要来自可供出售金融资产和在建工程的增长。截至 2015 年底，公司非流动资产总额为 192.14 亿元，主要包括可供出售金融资产（占 9.71%）、长期股权投资（占 9.72%）、投资性房地产（占 7.31%）、固定资产（占 34.67%）、生产性生物资产（占 7.92%）、在建工程（占 18.87%）和无形资产（占 6.21%）。

图 9 截至 2015 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：公司财务报表

2013~2015 年，公司可供出售金融资产波动增长，分别为 0.20 亿元、19.38 亿元和 18.66 亿元；其中 2014 年底较 2013 年底增幅较大，主要系 2014 年公司新增对北京农商行股权投资所致。截至 2015 年底，公司可供出售金融资产主要是对国开厚德（北京）投资基金有限公司、北京农商行等公司的股权投资。

2013~2015 年，公司长期股权投资年均复合变动-1.92%。截至 2015 年底，公司长期股权投资为 18.68 亿元，同比增长 4.59%；公司长期股权投资主要系对合营企业投资（占

62.59%)和对联营企业投资(占37.41%),被投资企业主要包括北京麦当劳食品有限公司(5.05亿元)、北京中科电商谷投资有限公司(4.92亿元)、北京辛普劳食品加工有限公司(1.21亿元)、北京全聚德三元金星食品有限责任公司(0.75亿元)和北京匹比包装制品有限公司(0.76亿元)等。截至2015年底,公司对长期股权投资提取减值准备0.10亿元。2015年,公司对长期股权投资确认的投资收益为1.06亿元。

公司投资性房地产采用成本法计量。2013~2015年,公司投资性房地产逐年增加,年均复合增长率为6.01%。截至2015年底,公司投资性房地产原值为21.11亿元,主要为房屋建筑物和土地使用权,占比分别为95.70%和4.30%,公司累计计提折旧和摊销7.06亿元,投资性房地产净值为14.05亿元,同比小幅下降2.11%。

2013~2015年,公司固定资产有所增长,年均复合增长3.75%。截至2015年底,公司固定资产原值为106.41亿元,主要为房屋建筑物、机器设备和运输设备,公司累计计提折旧38.24亿元,计提减值准备1.55亿元,公司固定资产账面价值为66.62亿元,同比变化不大。

随着公司投资项目规模的扩大,2013~2015年,公司在建工程快速增长,年均复合增长33.90%。截至2015年底,在建工程合计36.25亿元,主要包括三元种业河北首农定州园区西区(5.52亿元)、首农本部新办公楼(4.28亿元)、河北工业园项目(4.70亿元)、农产品研发及配件仓库(2.33亿元)和蓝海中心科研楼(2.00亿元)等项目。截至2015年底,公司计提减值准备1.61亿元,主要是对一些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包括种植业、畜牧业和林业。2013~2015年,公司生产性生物资产快速增长,年均复合增长19.28%,主要由于公司现代农牧板块的饲养规模(牛、肉鸡等)

扩大所致。截至2015年底,公司生产性生物资产账面价值为15.23亿元,公司累计计提折旧3.57亿元。

2013~2015年,公司无形资产波动增长,年均复合增长18.31%,主要系2014年公司土地使用权增加所致。截至2015年底,公司无形资产账面价值合计11.93亿元,其中,无形资产主要包括土地使用权(占92.88%)、商标权(占2.63%)和软件(占1.81%)等。截至2015年底,公司无形资产累计摊销1.44亿元,并计提减值准备1.85亿元。

截至2016年3月底,公司资产总额641.33亿元,较2015年底增长3.00%,主要来自于预付款项和货币资金的增长;其中,流动资产占69.86%,非流动资产占30.14%,资产构成变化不大。

总体看,公司资产构成以流动资产为主;流动资产中,公司货币资金充足,但以房地产开发成本为主的存货占比较大,资产流动性受到一定影响;非流动资产中固定资产、在建工程、可供出售金融资产和长期股权投资占比较大。公司整体资产质量尚可。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

2013~2015年,公司所有者权益快速增长,年均复合增长34.92%,增长主要来自于实收资本和资本公积。截至2015年底,公司所有者权益199.25亿元,同比增长19.84%,主要来自于少数股东权益和未分配利润的增长;其中归属于母公司的权益为133.74亿元,归属于母公司所有者权益中,实收资本占20.42%,资本公积占68.58%,未分配利润占11.17%。

截至2015年底,公司实收资本27.31亿元,同比增长4.34%,主要是因为根据北京市国资委《关于拨付2015年国有资本经营预算资金的通知》(京国资2015第146、289、296、277号)及(京国资2016第5号),公司收到国有资本经营预算资金共计1.135亿元计入实收资本。截至

2015年底,公司资本公积91.72亿元,同比增长3.19%;未分配利润14.94亿元,同比增长89.12%;少数股东权益合计65.50亿元,同比增长51.27%,主要系下属子公司三元食品定向增发所致。

截至2016年3月底,公司所有者权益为198.56亿元,较2015年底变化不大,权益结构亦变化不大。

总体看,公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高,整体稳定性较好。

负债

2013~2015年,公司负债总额快速增长,年均增幅20.42%。截至2015年底,公司负债合计423.38亿元,同比增长3.72%;其中流动负债占77.51%,非流动负债占22.49%,公司负债以流动负债为主。

2013~2015年,公司流动负债快速增长,年均复合增长20.33%。截至2015年底,公司流动负债328.14亿元,较上年增长6.76%,主要系房地产开发业务销售预收的首付款增加所致;从构成上看,公司流动负债主要以短期借款(占25.41%)、应付账款(占8.52%)、预收款项(占14.69%)、其他应付款(占32.37%)和一年内到期的非流动负债(占12.78%)为主。

2013~2015年,公司短期借款波动增长,年均增幅27.74%。截至2015年底,公司短期借款83.39亿元,同比下降15.59%,主要系公司偿还部分保证借款和信用借款所致;其中抵押借款占0.97%、信用借款占80.11%、保证借款占18.92%。

2013~2015年,公司应付账款年均复合下降12.96%。截至2015年底,公司应付账款合计27.95亿元,同比下降10.95%,主要系公司加大了对应付款的清偿力度所致;其中账龄在1年以内的占65.25%,1~2年的占7.73%,2~3年的占13.10%,3年以上的占13.93%,整体账龄较短。

2013~2015年,公司预收款项波动增长,年均增幅38.16%。截至2015年底,公司预收

款项48.21亿元,同比大幅增长183.68%,主要系预售房款增加所致;其中账龄在一年以内的占90.01%,一年以上占9.99%,整体账龄较短。

公司其他应付款主要为待付土地拆迁款、关联方往来款和非关联方往来款(单位间)等,2013~2015年,公司其他应付款波动中有所增长,年均复合增长9.61%。截至2015年底,其他应付账面价值106.22亿元,同比下降9.81%,主要系公司偿还了部分待付土地拆迁款和其他待付款所致;其中,账龄超过1年的重要其他应付款金额为65.57亿元,占期末其他应付款账面价值的比例为61.73%。

2013~2015年,公司一年内到期的非流动负债快速增长,年均增幅51.80%。截至2015年底,公司一年内到期的非流动负债41.94亿元,同比增长24.01%,主要系一年内到期的应付债券增长所致。公司一年内到期的非流动负债由一年内到期的长期借款1.94亿元(占4.62%)和一年内到期的应付债券40.00亿元(占95.38%)构成;其中一年内到期的应付债券主要包括2015年发行的一期、二期、三期超短期融资券(共计28.00亿元)和2015年发行的一期、二期、三期非公开定向融资工具(共计11.00亿元)构成。

2013~2015年,公司非流动负债波动增长,年均复合增长20.73%,主要系长期借款的增长所致。截至2015年底,公司非流动负债合计95.24亿元,同比下降5.56%;公司非流动负债主要由长期借款(占75.30%)、应付债券(占7.56%)、专项应付款(占5.06%)和递延收益(占7.43%)构成。

2013~2015年,公司长期借款快速增长,年均复合增长30.62%,主要系公司对外投资项目增加导致配套资金需求增长所致。截至2015年底,公司长期借款金额合计71.71亿元,较年初小幅增长0.34%。从借款类型来看,公司长期借款主要由抵押借款(占39.78%)、保证借款(占43.37%)构成。

2013~2015 年，公司加大债券融资力度，应付债券年均复合增长率为 97.28%。截至 2015 年底，公司应付债券余额 7.20 亿元，同比增长 20.00%，主要是公司于 2015 年 1 月 21 日发行的为期三年的中小企业集合票据（发行金额 5000.00 万元）、2015 年 1 月 22 日发行的为期三年的中小企业集合票据（发行金额 2000.00 万元）和 2015 年 1 月 23 日发行的为期三年的北京农业 2014 年度第一期中小企业集合票据（发行金额 15000.00 万元）。

2013~2015 年，公司专项应付款快速下降，年均降幅 46.10%。截至 2015 年底，公司专项应付款为 4.82 亿元，同比大幅下降 68.50%，主要系南郊南海子郊野公园项目取得政府回购款项，偿还专项借款 9.59 亿元所致。

2014 和 2015 年，公司递延收益分别为 6.13 亿元和 7.07 亿元；其中 2015 年递延收益主要由项目基金和科研课题经费（三元食品）2.50 亿元、御道口牧场道路及市政基础设施建设补助（三元种业）0.42 亿元、西郊-东北旺搬迁补偿款（西郊农场）0.24 亿元等构成。

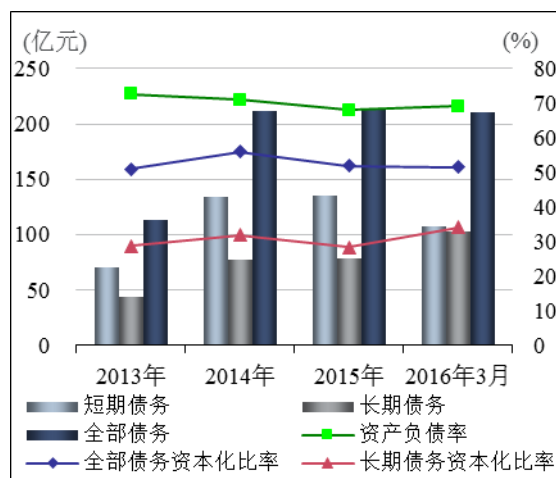
截至 2016 年 3 月底，公司负债总额 442.77 亿元，较 2015 年底增长 4.58%，主要系预收款项和应付债券增加所致；其中流动负债占 73.06%，非流动负债占 26.94%，流动负债占比有所下降。截至 2016 年 3 月底，公司预收款项 73.11 亿元，较 2015 年底增长 183.68%；应付债券 33.20 亿元，较 2015 年底大幅增加 26.00 亿元。

2013~2015 年，公司有息债务规模快速增长，年均复合变动率为 37.25%。截至 2015 年底，公司全部债务 214.04 亿元，同比增长不大，其中短期债务占 63.13%，长期债务占 36.87%。从债务指标看，近三年，公司资产负债率呈下降趋势，三年均值为 69.86%，2015 年为 68.00%，同比略有下降；公司全部债务资本化比率和长期债务资本化呈波动态势，三年均值分别为 52.88%和 29.44%，2015 年底分别为 51.79%和 28.37%，分别同比下降 4.21 个百分

点和 3.41 个百分点。

截至 2016 年 3 月底，公司有息债务总额为 210.31 亿元，较 2015 年底略有下降，其中短期债务和长期债务占比分别为 51.17%和 48.83%，短期债务占比有所下降。公司资产负债率小幅上升至 69.04%；全部债务资本化比率变化不大，为 51.44%；长期债务资本化比率上升至 34.09%。

图 10 2013~2016 年 3 月公司债务情况



资料来源：根据公司财务报表整理

总体看，公司负债结构以流动负债为主，全部债务中短期债务占比较大，存在一定的短期偿付压力。

4. 盈利能力

2013~2015 年，公司营业收入保持快速增长，年均复合增长 37.50%，主要是公司业务规模持续扩大及公司贸易板块收入增长所致，2015 年，公司实现营业收入 372.33 亿元；公司营业成本三年复合增长 41.40%，增速高于营业收入，2015 年公司产生营业成本 331.02 亿元。公司营业利润率近三年呈下降趋势，分别为 14.61%、10.14%和 9.82%。

期间费用方面，2013~2015 年，公司期间费用年均增幅 5.45%，2015 年为 38.47 亿元，主要是由于公司经营规模逐年扩大，下属子公司较多，产业链长，公司管理费用和销售费用占比较高。近三年，公司期间费用占营业收入的

比重分别为17.57%、10.15%和10.33%。整体看，公司期间费用控制能力保持相对稳定，但期间费用占比仍然较高，对公司盈利能力产生一定影响。

2013~2015年，公司投资收益呈波动下滑态势，分别为4.02亿元、1.10亿元和2.96亿元，主要系公司对联营企业及合营企业投资所获得的收益减少所致。总体看，公司利润总额对投资收益有一定依赖。

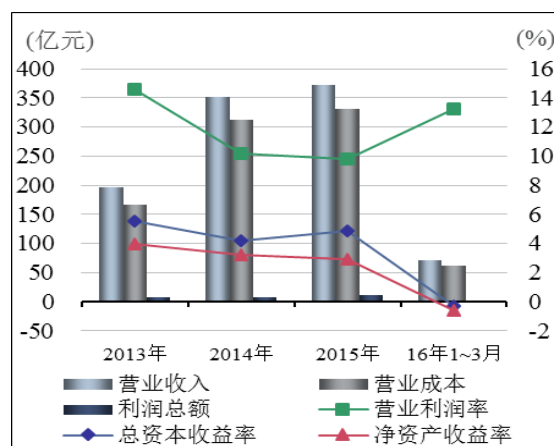
2013~2015年，公司营业外收入波动增长，年均复合增长20.13%。2015年，公司实现营业外收入15.63亿元，其中收到政府补助2.89亿元，其他利得（主要是土地补偿款）11.87亿元。2013~2015年，公司营业外收入占利润总额的比例分别为144.59%、131.03%和149.17%，公司利润总额对营业外收入依赖程度高。由于公司主要根据不同的项目向政府申请政府补贴，拆迁补偿收入跟自身的土地拆迁有关，公司营业外收入有一定的不确定性。

2013~2015年，公司利润总额快速增长，分别为7.49亿元、7.82亿元和10.48亿元。

2016年1~3月，公司实现营业收入71.63亿元，同比增长44.01%，为2015年全年的19.24%；受食品加工业和现代农牧业毛利率上升影响，公司营业利润率为13.24%，同比增加3.42个百分点。2016年1~3月，公司实现营业利润和利润总额分别为-0.62亿元和-0.62亿元，均呈亏损状态主要由于公司营业外收入中的政府补偿和其他利得一般在年末拨付给公司。

从盈利指标看，近三年公司总资本收益率有所波动，三年均值为4.80%，2015年为4.87%，同比上升0.65个百分点；净资产收益率呈下降趋势，三年均值为3.21%，2015年为2.89%，同比下滑0.35个百分点。

图 11 2013~2016 年 3 月公司盈利能力情况



资料来源：根据公司财务报表整理

总体看，近年来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。

5. 现金流

从经营活动来看，2013~2015年，公司经营现金流入量波动增长，分别为280.29亿元、528.97亿元和463.12亿元；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年均复合增长率为51.90%，2015年为417.38亿元。2013~2015年，公司经营现金流出量亦波动增长，分别为272.01亿元、614.67亿元和416.26亿元；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年均复合增长率为47.64%，2015年为311.82亿元；公司收到和支付其他与经营活动有关的现金流近三年波动较大，主要是房地产业务相关款项。2013~2015年，公司经营现金流量净额分别为8.27亿元、-85.70亿元和46.87亿元。2014年公司经营活动现金流量净额为负主要系公司房地产项目及在建工程陆续启动，支出增幅加大所致；2015年公司经营性活动现金流量净额由净流出转为净流入主要系支付其他与经营活动相关的现金减少所致。近三年公司现金收入比波动中呈上升趋势，2015年为112.10%，收入实现质量较好。

从投资活动看, 2013~2015 年, 公司投资活动现金流入量分别为 7.02 亿元、4.04 亿元和 36.89 亿元; 2015 年, 公司投资活动现金流入量为 36.89 亿元, 主要为收回投资收到的现金 29.88 亿元, 主要由下属三元食品赎回理财产品收到的现金构成。2013~2015 年, 公司投资活动现金流出量分别为 24.58 亿元、41.26 亿元和 45.48 亿元; 2015 年, 公司投资活动现金流出主要为购建固定资产、无形资产支付的现金以及投资支付的现金, 分别为 19.11 亿元和 26.32 亿元。近三年, 公司投资活动产生的现金流量净额分别为-17.55 亿元、-37.22 亿元和 -8.59 亿元。

近三年, 公司筹资活动现金流入主要为吸收投资和银行借款、发行债券等, 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波动较大, 分别为 26.93 亿元、138.22 亿元和 7.00 亿元。

2016 年 1~3 月, 公司经营活动产生的现金流入为 125.10 亿元, 其中销售商品、提供劳务收到的现金为 104.65 亿元, 现金收入比为 146.10%; 经营活动现金流出 100.44 亿元, 公司经营活动产生的现金流量净额为 24.66 亿元。同期, 公司投资活动产生的现金流量净额为-5.49 亿元; 筹资活动产生的现金流量净额为 -7.51 亿元。

总体看, 公司经营活动现金流波动较大, 2015 年由净流出转为净流入, 收入实现质量较好; 公司在建工程规模较大, 未来仍存在一定对外融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债指标看, 2013~2015 年, 公司流动比率呈上升趋势, 三年均值为 126.78%, 2015 年为 131.19%; 由于公司存货占比较大, 速动比率处于较低水平, 三年均值为 58.85%, 2015 年为 64.07%。截至 2016 年 3 月底, 上述比率分别为 138.50%和 69.51%, 均较 2015 年

底有所上升。从现金流对短期债务保护程度来看, 近三年公司经营现金流动负债比波动较大, 分别为 3.65%、-27.88%和 14.28%。考虑到公司流动资产中货币资金充足, 经营活动现金流入规模较大, 公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债指标看, 近三年公司 EBITDA 分别为 23.53 亿元、24.60 亿元和 26.37 亿元。同期, 公司 EBITDA 利息倍数呈下降趋势, 分别为 2.95 倍、2.33 倍和 1.83 倍; 全部债务/EBITDA 有所波动, 三年分别为 4.83 倍、8.60 倍和 8.12 倍。公司长期偿债能力一般, 但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, 公司整体偿债能力较强。

截至 2016 年 3 月底, 公司对外担保 689.55 万元, 担保对象为购房贷款客户和北京京磁技术公司(担保金额分别为 562.55 万元和 127.00 万元), 北京京磁技术公司目前由于经营不善已关停, 目前公司正积极与贷款银行(中国农业银行)就逾期利息额清偿问题商讨解决方案。公司对外担保额度小, 或有债务对公司的影响不大。

截至 2016 年 3 月底, 公司从国内主要银行获得的授信额度合计为 437.89 亿元, 尚未使用额度为 271.33 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。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告(机构信用代码: G1011010201272500U)。截至 2016 年 7 月 20 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。

8. 抗风险能力

总体看，公司作为北京市国资委下属唯一的农业集团，受政府扶持力度大；公司已形成良种开发、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。

九、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

公司本期中期票据发行额度为 5 亿元，占公司 2016 年 3 月底全部债务的 2.38%，占同期长期债务的 6.34%，本期中期票据的发行，对公司现有债务总额和债务结构影响不大。

截至 2016 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 69.04%、51.44%和 34.09%，以公司 2016 年 3 月底报表财务数据为基础，预计本期 5 亿元中期票据发行后，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将分别上升至 69.28%、52.02%和 35.17%，对公司债务负担影响小。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015 年，公司经营活动产生的现金流入量分别为本期中期票据发行额度的 56.06 倍、105.79 倍和 92.62 倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据发行额度的 1.65 倍、-17.14 倍和 9.37 倍，公司经营活

动现金流入量对本期中期票据保障程度高；2013~2015 年，公司 EBITDA 分别为本期中期票据发行额度的 4.71 倍、4.92 倍和 5.27 倍，EBITDA 对本期中期票据的保障能力较强。

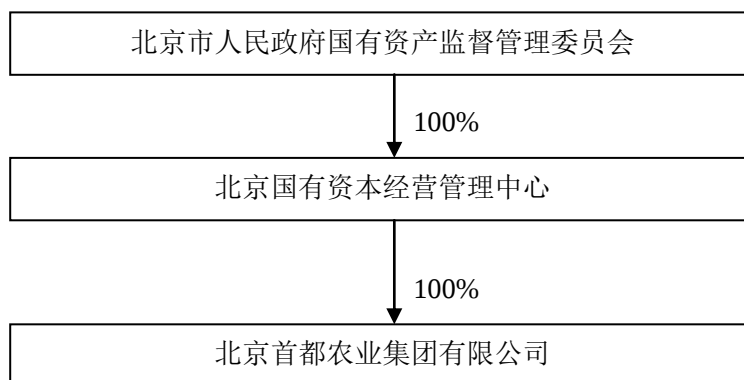
十、结论

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

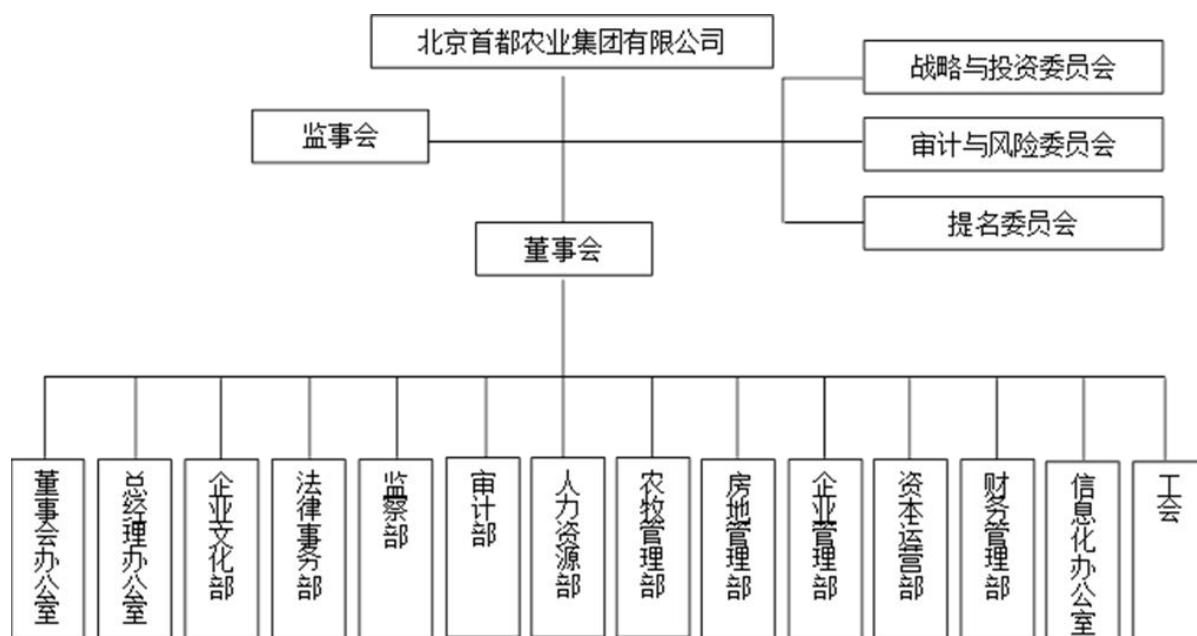
公司作为北京市国资委下属的唯一农业集团，拥有良种开发、畜牧养殖、食品加工、病害防治的完整产业链，公司获得的政府支持力度较大，品牌优势明显，产品区域市场占有率较高。公司土地资源规模大，现金类资产充足。近年来，公司资产权益规模、营业收入及利润总额均持续增长。同时公司主营业务盈利能力较弱，利润依赖非经常性损益，未来投资规模较大。总体看，公司主体信用风险很低。

公司经营活动现金流入量和 EBITDA 对本期中期票据的覆盖程度高。总体看，本期中期票据到期不能偿还的风险低，安全性高。

附件 1 截至 2016 年 3 月底公司股权结构



附件 2 截至 2016 年 3 月底公司组织结构



附件 3 主要财务指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	64.33	80.13	129.16	141.66
资产总额(亿元)	401.43	574.47	622.63	641.33
所有者权益(亿元)	109.45	166.26	199.25	198.56
短期债务(亿元)	69.74	134.14	135.13	107.61
长期债务(亿元)	43.88	77.47	78.91	102.70
全部债务(亿元)	113.62	211.61	214.04	210.31
营业收入(亿元)	196.92	351.56	372.33	71.63
利润总额(亿元)	7.49	7.82	10.48	-0.62
EBITDA(亿元)	23.53	24.60	26.37	--
经营性净现金流(亿元)	8.27	-85.70	46.87	24.66
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.45	12.53	12.57	--
存货周转次数(次)	1.40	1.72	1.42	--
总资产周转次数(次)	0.49	0.72	0.62	--
现金收入比(%)	91.86	96.73	112.10	146.10
营业利润率(%)	14.61	10.14	9.82	13.24
总资本收益率(%)	5.51	4.22	4.87	--
净资产收益率(%)	3.95	3.24	2.89	--
长期债务资本化比率(%)	28.62	31.78	28.37	34.09
全部债务资本化比率(%)	50.93	56.00	51.79	51.44
资产负债率(%)	72.73	71.06	68.00	69.04
流动比率(%)	112.71	128.82	131.19	138.50
速动比率(%)	60.67	48.95	64.07	69.51
经营现金流动负债比(%)	3.65	-27.88	14.28	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.95	2.33	1.83	--
全部债务/EBITDA(倍)	4.83	8.60	8.12	--
经营活动现金流入量偿债倍数(倍)	56.06	105.79	92.62	--
经营活动现金流量净额偿债倍数(倍)	1.65	-17.14	9.37	--
EBITDA/本期中期票据额度(倍)	4.71	4.92	5.27	--

注：公司 2016 年一季度财务数据未经审计。

附件 4 有关计算指标的计算公式(新准则)

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入/ (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/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出) / (所有者权益+长期债务+短期债务) ×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益 ×100%
营业利润率	(营业总收入-营业成本-营业税金及附加) /营业收入 ×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%
本期中期票据偿债能力	
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/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度

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 4 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

银行间市场主体长期信用等级设置及含义同中长期债券信用等级。

联合资信评估有限公司关于 北京首都农业集团有限公司 2016 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

北京首都农业集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供相关资料。新希望六和股份有限公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，北京首都农业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都农业集团有限公司的经营管理状况及相关信息，如发现北京首都农业集团有限公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

如北京首都农业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信用等级变化情况作出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送北京首都农业集团有限公司、主管部门、交易机构等。

