信用等级公告

联合[2018] 1839 号

联合资信评估有限公司通过对北京首农食品集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定将北京首农食品集团有限公司的主体长期信用等级由 AA^{+}调整为 AAA，将“16 首农 MTN001”的信用等级由 AA^{+}调整为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一八年七月二十五日

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

北京首农食品集团有限公司跟踪评级报告

主体长期信用

跟踪评级结果：AAA　　评级展望：稳定
上次评级结果：AA^+　　评级展望：稳定

债项信用

债券简称	余 额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
16 首农 MTN001	5 亿元	2019/09/13	AAA	AA^+

评级时间：2018 年 7 月 25 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	125.42	132.50	129.25	125.61
资产总额(亿元)	622.63	618.05	693.85	799.74
所有者权益(亿元)	199.25	198.06	209.34	209.66
短期债务(亿元)	135.13	116.28	128.18	161.67
长期债务(亿元)	78.91	52.55	87.30	145.66
全部债务(亿元)	214.04	168.83	215.49	307.33
营业收入(亿元)	372.33	411.60	437.04	79.17
利润总额(亿元)	10.48	10.83	18.24	0.54
EBITDA(亿元)	26.37	26.97	40.62	--
经营性净现金流(亿元)	46.87	79.13	1.19	-16.33
营业利润率(%)	9.82	10.53	10.75	13.97
净资产收益率(%)	2.89	3.09	6.31	--
资产负债率(%)	68.00	67.95	69.83	73.78
全部债务资本化比率(%)	51.79	46.02	50.72	59.45
流动比率(%)	131.19	118.15	118.65	109.24
经营现金流动负债比(%)	14.28	22.61	0.31	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.12	6.26	5.30	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.83	3.02	4.29	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计；2.其他流动负债中的短期融资券计入短期债务和全部债务；3. 2015～2017 年现金类资产已剔除受限资金。

分析师

李 明　杨学慧　虢 丰

邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层(100022)
网址：www.lhratings.com

评级观点

北京首农食品集团有限公司（以下简称“首农食品集团”或“公司”）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、疫病防治的完整产业链，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。跟踪期内，公司收入规模及盈利水平进一步提高；公司不断开发优质种业，跟踪期内完成了对樱桃谷鸭原种的收购，进一步提高了公司在种业领域的竞争力；公司通过收购国外高端乳制品品牌不断调整乳制产品结构。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，债务规模快速增长、未来投资规模较大等因素对公司经营与发展带来的不利影响。

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”）和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，重组后，公司资产规模将有所增长，收入和利润规模有望进一步扩大。公司产业链完整，经营稳定，受政府扶持力度大，未来发展前景较好。

综合评估，联合资信确定将北京首农食品集团有限公司的主体长期信用等级由 AA^+调整为 AAA，将“16 首农 MTN001”的信用等级由 AA^+调整为 AAA，评级展望为稳定。

优势

1. 公司作为北京市国资委下属唯一的农业集团，在资金方面受政府支持力度大；2017 年，公司获得政府补贴类其他收益为3.41 亿元，营业外收入中的政府补助为0.42亿元。
2. 在良种开发方面，公司拥有多个育种知识产权，包括世界三大蛋鸡品种之一的峪口蛋鸡、北京油鸡、北京鸭、樱桃谷鸭、北

京黑猪的原种，后续发展能力强。

3. 公司蛋鸡全国市场份额近50%；低温奶在北京市场的占有率领先，婴幼儿乳粉进入全国前十行列，“三元”品牌价值同比大幅提升，具有良好的品牌和规模优势。
4. 公司大量农场位于北京周边，具有良好的区位优势，且土地资源充足，部分土地资源可用于保障房开发。
5. 2017年12月15日，北京市国资委宣布对首农集团、京粮集团和二商集团实施联合重组。京粮集团在粮食产业体系运行、地方粮食流通及政策性粮食储备方面优势突出；二商集团在食品行业产业链中具备区位优势，旗下产品市场地位突出，中央及北京市两级政府重要食品储备战略地位显著。重组后，公司资产规模将实现进一步增长，随着业务的不断整合及协同效应的形成，未来收入和利润规模有望进一步扩大。
6. 跟踪期内，公司完成两项海外并购，并购标的主要产品分别为樱桃谷原种鸭和健康黄油涂抹酱系列。其中，樱桃谷公司在中国的市场占有率在80%以上，在世界其他地区拥有超过51%的市场份额；健康黄油涂抹酱公司在法国历史悠久，以健康和功能为研发生产理念，在行业内具有重要地位。上述并购标的及其业务优势为公司未来业绩形成积极补充。
7. 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“16首农MTN001”的保障能力较强。

关注

1. 公司现代农牧业板块所处养殖行业市场和疫情风险较大。跟踪期内，北京地区环保压力加大，公司农牧业板块的养殖基地和加工厂向外埠转移，对农牧业板块部分产品的产量和收入影响较大。
2. 公司存货中的开发成本占比高，其他应收款中的往来款规模大且账龄长，存在一定资金占用。
3. 跟踪期内，随着公司海外并购项目的完成及房地产业务规模快速增长，公司债务规模快速增长。
4. 公司管理层级较多，且行业分散，同时，跟踪期内新增海外并购项目，无形资产和商誉均大幅增加，未来存在一定减值风险，且公司管理风险加大。

声　明

一、本报告引用的资料主要由北京首农食品集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

北京首农食品集团有限公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、企业基本情况

北京首农食品集团有限公司（以下简称“首农食品集团”或“公司”）前身是北京市农工商联合总公司，2009 年 4 月，经北京市国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）批准，公司吸收北京华都集团有限责任公司（以下简称“华都集团”，后更名为北京首农股份有限公司，以下简称“首农股份”）、托管北京市大发畜产公司（目前尚未纳入公司报表），并更名为北京首都农业集团有限公司。2011 年以来，北京市国资委对公司多次增资以及北京市财政局多次拨付预算资金和项目资金，公司按照增加实收资本处理。2017 年 12 月 15 日，北京市国资委宣布对首农集团、北京粮食集团有限责任公司（以下简称“京粮集团”）、北京二商集团有限责任公司（以下简称“二商集团”）实施联合重组，公司更为现名并于 2018 年 5 月完成了工商变更。截至 2018 年 3 月底，公司注册资本为 27.31 亿元，实收资本为 27.40 亿元。公司股东为北京国有资本经营管理中心，持股比例为 100%，实际控制人为北京市国资委。

公司经营范围：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 2017 年底，纳入合并范围的二级子公司共 33 家，其中子公司北京三元食品股份有限公司（以下简称“三元股份”，股票代码：600429.SH，持股比例为 35.79%，截至 2018 年 3 月底未质押）为 A 股上市公司。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额为 693.85 亿元，所有者权益为 209.34 亿元（其中少数股东权益 59.95 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 437.04 亿元，利润总额 18.24 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 799.74 亿元，所有者权益为 209.66 亿元（其中少数股东权益 59.66 亿元）。2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 79.17 亿元，利润总额 0.54 亿元。

公司注册地址：北京市西城区裕民中路 4 号；法定代表人：王国丰。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至 2018 年 3 月底，公司存续债券发行额度和存续期情况如下表所示。存续期债券已按照募集资金用途使用完毕，跟踪期内正常付息。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
16 首农 MTN001	5.00	5.00	2016/09/13	2019/09/13

资料来源：联合资信根据公开资料整理

四、宏观经济和政策环境

2017 年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017

年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，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）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽PPP模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对GDP增长的贡献率（58.8%）较2016年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017年，全国固定资产投资（不含农户）63.2万亿元，同比增长7.2%（实际增长1.3%），增速较2016年下降0.9个百分点。其中，民间投资（38.2万亿元）同比增长6.0%，较2016年增幅显著，主要是由于2017年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业PPP项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于2017年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高GDP的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017年，全国社会消费品零售总额36.6万亿元，同比增长10.2%，较2016年小幅回落0.2个百分点。2017年，全国居民人均可支配收入25974元，同比名义增长9.0%，扣除价格因素实际增长7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较2016年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017年，中国货物贸易进出口总值27.8万亿元，同比增加14.2%，增速较2016年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3万亿元）和进

口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018 年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018 年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及 2017 年进出口额基数较高等因素或导致 2018 年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在 6.5%左右。

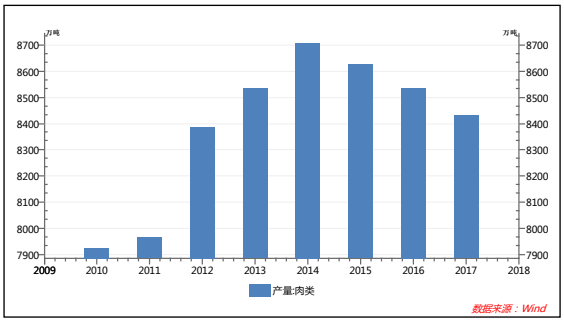
五、行业及区域经济环境

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。

1. 肉类及乳制品行业

随着中国人口增长、生活水平提升，人们对肉类的需求也逐步增加，2009～2014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%；2015年以来，中国肉类总产量呈下降趋势；2017年，中国肉类总产量为8431.00万吨，同比下降1.25%。

图 1　2010～2017 年中国肉类产量情况（单位：万吨）



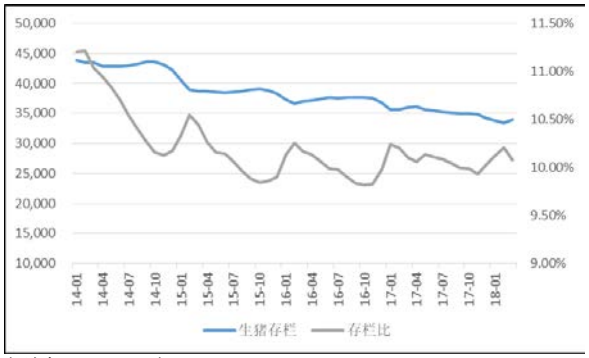
资料来源：Wind资讯

中国是猪肉制品生产和消费大国，猪肉总产量、消费人口和消费总量在世界均处于首位，而中国肉类总产量中猪肉占 6 成以上。从生猪存栏量来看，2017 年，生猪存栏量呈现先增长后减少的态势，于 10 月份达到高点后持续下降。全年来看，截至 2017 年底，生猪存栏量为 3.42 亿头，同比下降 6.80%，主要受 2016 年能繁母猪存栏量下降的影响。2018 年一季度，生猪存栏量持续下降，当期末降至 3.39 亿头。2017 年，全国能繁母猪存栏量继续呈现持续下滑态势，由 2017 年初的 3651 万头进一步下滑至 2018 年 3 月底的 3417 万头，受新环保政策对于资金和技术门槛的限制，生猪产能恢复速度比较缓慢。此外，2017 以来，全国母猪平均存栏比（能繁

母猪存栏量/生猪存栏量）呈小幅波动趋势，2018 年 3 月底降至 10.10%。

图 2　近年来国内生猪存栏和生猪存栏比情况

（单位：万头）

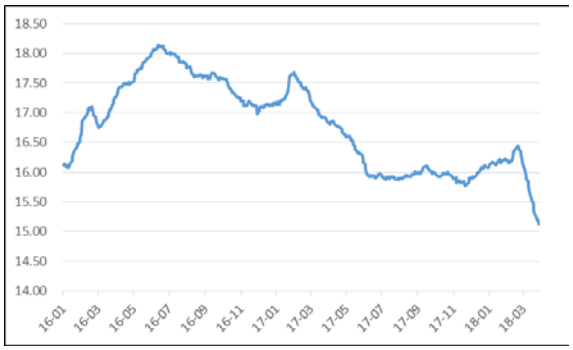


资料来源：Wind 资讯

从猪肉价格变动情况看，2017 年以来，生猪价格呈现先升后降的态势，价格于 2 月初达到 17.68 元/公斤的年内高位，之后价格持续走低，主要由于期间污染排放不达标的养殖场被永久清拆处理，而受清退养殖场的生猪产能或转移至规模猪场，或集中出栏上市，生猪供大于求。全年来看，2017 年猪肉平均价格为 16.38 元/公斤，同比下降 5.67%；2018 年 3 月末，猪肉价格继续降至 15.12 元/公斤。

图3　2016～2018年3月中国城市生猪零售价格

（单位：元/公斤）

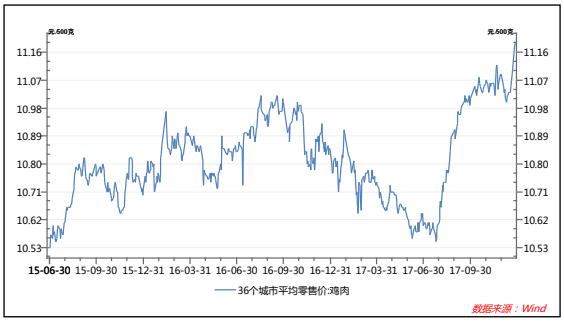


资料来源：Wind资讯

肉鸡方面，2013 年，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。2015 年至 2016 年三季度，鸡肉价格整体波动上行，2016 年四季度开始呈波动下降趋势。2017 年上半年，受人感染流感事件的影响，肉毛鸡、商品代鸡苗和父母代鸡苗价格走势比较低迷。受引种减少以及盈利状况下滑的影响，国内肉鸡产业链各环节存栏水平逐渐减少。存栏下滑至均衡水平以下，肉鸡系列产品价格从 2017 年 8 月起迅速上涨。

图4　2015年7月以来36个城市鸡肉平均零售价

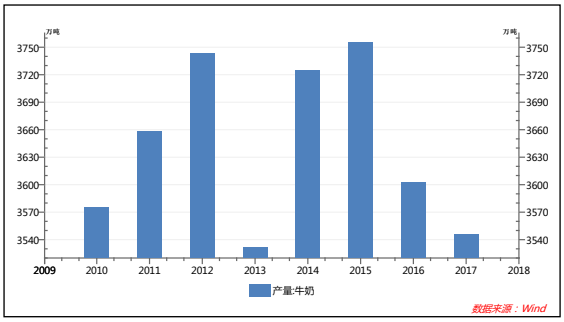
（单位：元/斤）



资料来源：Wind资讯

奶源方面，2011 至 2015 年，中国进口奶牛共 69.46 万头，新增原奶产能 600 余万吨，增长幅度超过 15%。“三聚氰胺”事件后所导致的奶荒促使上游乳企大幅新建与扩建规模化牧场，导致 2014 年全国奶牛存栏量继 2010 年后再次明显上涨，供给大幅度增加，因此，2014 年下半年乳制品产能又开始出现严重过剩。进入 2015 年，上游乳企开始主动淘汰低产乳牛，引进效率更高的品种，供给收缩明显，2015、2016 年国内奶牛存栏量负增长。2016 年，受奶价持续低迷影响，盈利能力较弱的小型散养奶农陆续退出市场，全国原奶供给有所下降，全国牛奶产量同比下降 4.1%至 3602 万吨，2017 年全国牛奶产量 3545 万吨，同比下降 1.6%，下降幅度有所收缩。

图5　近年中国牛奶产量（单位：万吨）

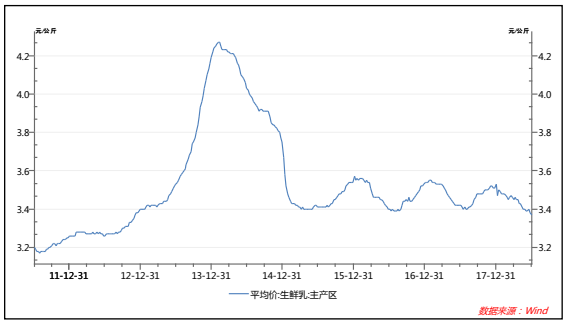


资料来源：Wind资讯

2016 年 12 月 27 日，农业部、国家发改委、工信部、商务部、食品药品监管总局联合印发《全国奶业发展规划（2016-2020 年）》（以下简称“《规划》”），提出 2020 年提升奶源自给率至 70%以上。现在国内超 1/3 的奶源来自进口大包粉，一大原因是国内生鲜乳成本依然很高。《规划》限制进口奶源占比上线，意在加大贸易保护力度，扶持上游牧场。

生鲜乳价格方面，2017年以来，国内原料奶产能已处于平衡，生鲜乳收购价较为平稳，截至12月底，国内主产区奶价为3.51元/公斤，截至2018年3月底，国内主产区奶价为3.48元/公斤，较年初价格略有下降。

图6　近年生鲜乳(主产区)均价的走势(单位：元/公斤)

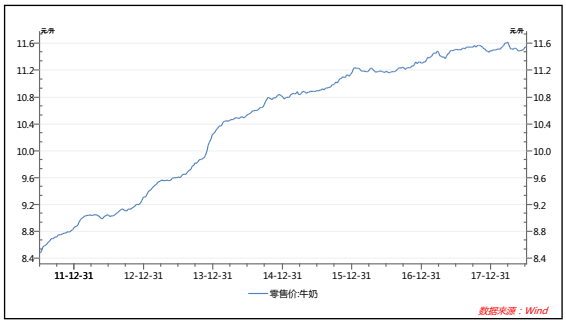


资料来源：Wind资讯

乳制品方面，2017 年中国乳制品产量达 2935 万吨，累计增长 4.2%。根据国家统计局数据，2017 年全国液态奶产量 2691.66 万吨，同比下降 1.66%；全国干乳制品产量 243.38 万吨，同比下降 4.97%；全国奶粉产量 120.72 万吨，同比增长 1.04%。2017 年进口干乳制品 176.88 万吨，同比增加 16.2%，进口额 78.59 亿美元，同比增长 37.9%，主要两大类，原料奶粉 71.81 万吨，占 40.6%，乳清 52.96 万吨，占 29.9%。根据国家统计局数据，2017 年全年数据进入统计范围的乳制品加工企业有 611 家，其中亏损企业 110 家，亏损比例 18.00%；全国乳品加工业销售收入 3590.41 亿元，同比增长 6.77%，利润总额 244.87 亿元，同比减少 3.27%。

过去 10 年，国内乳制品消费的强劲增长带动了国内奶价的持续增长。目前，在奶价低迷的影响下，牛奶产量开始出现负增长，国内偏高的库存奶粉也在被逐渐消耗。虽然国内消费增长已经开始放缓，不过未来消费升级、消费培养和二胎红利依然会使得消费需求保持增长，整体来说国内乳制品需求将会开始回暖，进口量也有望回升。在进口奶粉价格优势不再，国内原奶供需关系反转和奶农接近盈亏平衡点等多因素的影响下，国内奶价有望持续增长。

图7　近年牛奶零售价走势（单位：元/升）



资料来源：Wind资讯

政策层面上看，食品安全事件爆发后，国家对乳制品行业的健康持续发展更为重视，提高了行业准入条件，对生鲜乳收购生产和相关食品添加剂进一步作出规范，同时加大针对婴幼儿配方奶粉的安全控制力度。2016 年 10 月《婴幼儿乳粉产品配方注册管理办法》（以下简称“《办法》”）推出注册制，2018 年 1 月 1 日正式实施将调整行业供给端，每个企业原则上不得超过 3 个配方系列 9 种产品配方，目前市场上大量中小品牌和贴牌婴幼儿奶粉将淡出市场，中国 2000 多个婴幼儿奶粉品牌将降为 500 多个品牌。《办法》的出台将提升婴幼儿配方乳粉行业准入门槛，配方、品牌乱象将有较大改善，品牌集中度进一步提升，市场竞争环境更加趋于良性，有利于形成中国婴幼儿配方乳粉行业健康发展的新格局。

整体看，随着人口的增长，加之生活水平的提升，未来中国畜牧行业以及乳制品行业的发展空间仍然较大，但粮食价格的高位运行以及产品市场价格的大幅波动给畜牧养殖企业带来了较大经营压力；激烈的行业竞争、进口乳制品的不断涌入给乳制品行业带来一定冲击。

2. 区域经济环境

近年来，北京市经济始终保持着持续快速协调健康发展势头，综合经济实力不断增强。根据《北京市 2017 年国民经济和社会发展统计公报》，2017 年，北京市全年实现地区生产总值 28000.4 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.7%。其中，第一产业增加值 120.5 亿元，下降 6.2%；第二产业增加值 5310.6 亿元，增长 4.6%；第三产业增加值 22569.3 亿元，增长 7.3%。三次产业构成由上年的 0.5∶19.3∶80.2，调整为 0.4∶19.0∶80.6。按常住人口计算，全市人均地区生产总值为 12.9 万元。

年末全市常住人口 2170.7 万人，比上年末减少 2.2 万人。全年居民消费价格总水平比上年上涨 1.9%。其中，食品价格下降 0.6%。实现社会消费品零售总额 11575.4 亿元，增长 5.2%，其中限额以上批发和零售企业实现网上零售额 2371.4 亿元，增长 10.9%，占社会消费品零售总额的 20.5%。全年全市居民人均可支配收入为 57230 元，比上年增长 8.9%；扣除价格因素后，实际增长 6.9%。

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及城乡居民可支配收入的提高使得人们对肉类、乳制品需求有所增加，这为公司的发展提供了重要推动力。

六、基础素质分析

1. 产权情况

公司为北京国有资本经营管理中心下属的全资子公司，股东职责由北京市国资委行使。公司的实际控制人为北京市国资委。

2. 规模与实力

公司是北京市国资委全资拥有的唯一农业集团，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、“Cherry Valley”樱桃谷鸭等在业内有广泛影响力的优秀品牌。“十二五”期间，公司婴幼儿乳粉销售连年翻番，进入全国前十行列。截至 2017 年底，公司拥有 36 个规模化奶牛场，9 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 2018 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. 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持续支持。近年来，北京市国资委及北京市财政局多次拨付预算资金和项目资金对公司进行增资。此外，近三年，公司获得政府补贴分别为 2.89 亿元、4.43 亿元和 3.83 亿元。

七、管理分析

2018 年 5 月，公司重组更名为北京首农食品集团有限公司，根据中共北京市委、市政府等相关任免文件，公司重组后成立了第一届董事会和监事会。

表 2 公司董事会、监事会和高级管理人员名单

姓名	职位
董事	
王国丰	党委书记、董事长
薛刚	党委副书记、副董事长、总经理
王瑶	党委副书记、副董事长
尹彦勋	董事
司京成	董事、副总经理
王立刚	董事
陈方俊	董事
穆春雨	董事
王振忠	董事
监事	

刘春芳	监事
龚善	监事
刘菲	监事
郑利军	监事
雷坤石	监事
马恩	监事
高级管理人员	
薛刚	党委副书记、副董事长、总经理
马辉	党委副书记
乔书征	党委常委、纪委书记
郑立明	党委常委、工会主席
李少陵	党委常委、副总经理
马建梅	党委常委、副总经理
袁浩宗	党委常委、副总经理
司京成	董事、副总经理
常毅	副总经理
赵国荣	副总经理
马俊	副总经理
耿振诚	财务总监

资料来源：公司公告

注：目前相关人员变动尚未办理工商变更登记。

公司党委书记、董事长王国丰，男，1962年4月出生，法学博士，高级经济师。历任北京粮食集团有限责任公司党委副书记，党委书记，董事，副董事长，总经理。2010年12月任北京京粮股份有限公司董事长，2014年6月任北京粮食集团有限责任公司党委书记，董事长，2016年9月至今任海南京粮控股股份有限公司董事，2018年5月至今任公司党委书记、董事长。

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

跟踪期内，公司治理结构、管理制度无重大变化，董事、监事及高级管理人员变动较大，联合资信将对此持续关注。

八、重大事项

1. 联合重组

2017年12月15日，北京市国资委正式宣布，对首农集团、京粮集团、二商集团实施联合重组。首农集团更名为北京首农食品集团有限公司，将京粮集团、二商集团的国有资产无偿划转给首农集团。公司股东及实际控制人均未发生变化。

京粮集团主营业务为粮油加工和销售、粮食仓储物流、商贸物流和不动产经营等，其中，粮油加工和销售、粮食仓储物流为其收入的主要来源。截至2017年底，京粮集团资产总额为262.07亿元，所有者权益为77.67亿元，2017年，京粮集团实现营业总收入336.15亿元，利润总额为11.47亿元。

二商集团作为以食品制造及肉类加工、现代物流、现代分销与专业市场为主导产业的大型食品产业集团，产业规模在北京国有食品企业中居于首位，旗下的“大红门”猪肉、“王致和”腐乳、“六必居”酱菜等众多知名产品在全国市场地位突出。

首农集团、京粮集团及二商集团在保障首都粮食安全、食品储备等方面均发挥着重要的战略作用，本次联合重组后，公司将在资产和收入规模上更具竞争力，同时，三个主体主营业务间的相互协同也将对盈利能力产生积极效应。目前，公司已收到北京市工商行政管理局核发的新营业执照，同时，根据中共北京市委组织部相关任免文件，公司重组后成立了第一届董事会和监事会。联合资信将持续关注重组事项进展。

2. 控股收购

（1）首农股份收购樱桃谷

2017年7月，公司通过首农股份对AnatisUKLimited进行非同一控制下企业合并，收购其100%股权，交易对价为9.88亿元，形成商誉8.14亿元。购买日为2017年7月28日，

购买日至 2017 年底，AnatisUKLimited 收入为 0.66 亿元，净利润为 0.27 亿元。截至 2018 年 6 月底，Anatis UK Limited 资产总额为 62017.76 万元，净资产为 38344.73 万元，2018 年 1～6 月，实现收入 9711.48 万元，利润总额 5464.67 万元。

AnatisUKLimited 的主要经营实体为 Cherry Valley Farms Limited（以下简称“樱桃谷公司”）。樱桃谷公司成立于 1958 年，是总部位于英国的一家世界顶尖的肉鸭种繁殖和遗传基因供应公司，在英国、中国和德国拥有运营基地，国内经营实体主要为樱桃谷农场（山东）有限公司和樱桃谷农场（香河）有限公司，主要产品为祖代种鸭和父母代种鸭。

欧洲白羽肉鸭源自中国“北京鸭”，公司至今保有北京鸭原种。北京鸭 19 世纪经由美国进入欧洲，是现代白羽肉鸭的原始种源来源；现代白羽肉鸭均称为“Pekin Duck”，即北京鸭，“樱桃谷”是注册商标，而非品种名称。从 1975 年开始，樱桃谷公司开始在全球销售和推广其培育的白羽肉鸭优良品种，到 1985 年，樱桃谷凭借其育种优势，确立其在肉鸭育种的领先地位，成为全球行业第一。樱桃谷公司拥有肉鸭传统多系选育近 50 年的数据积累，在专业动物育种公司中，最早采用现代育种理论和技术，拥有连续数据积累时间最长。育种技术的领先和杰出育种团队的成就，使得樱桃谷鸭成为世界上最为成功的肉鸭品种，在生长性、繁殖率、抗病性等关键生物指标方面，综合表现大幅优于竞争品种，因此在市场占有率上远远超过任何竞争对手。

樱桃谷公司的市场占有率全球第一，没有同等量级的竞争对手，其销售网络覆盖全球 25 个以上的国家和地区。樱桃谷公司是唯一在中国拥有完整种鸭繁殖能力的种鸭遗传基因公司，其独特的合资企业销售平台难以被竞争对手复制，其为中国市场提供定制产品，目前在中国市场占有率达到 80%以上；在世界其他地区拥有超过 51% 的市场份额，包括正在兴起的东南亚市场。

收购完成后，首农股份和中信农业产业基金管理有限公司（以下简称“中信农业基金”）将至少向樱桃谷公司派出 4 名董事对其发展战略、投资方向等进行掌控，从战略上、资源上给予全方位支持和管理，并对其中国区业务和海外业务分别进行整合，提升首农食品集团在大型畜禽业的市场地位及市场占有率，完善首农食品集团现有鸭产品产业链。

对于樱桃谷公司中国区业务，首农食品集团将加强樱桃谷的育种与公司持有的北京鸭原种的交流，扩大樱桃谷基因来源，在国内建立独立的和拥有基因技术的实验室，推动樱桃谷的育种研发团队从英国向国内转移，利用遗传基因研发的优势，整合中国各地种源，改良白羽肉鸭、蛋鸭的产品表现，加速对中国本地麻鸭产品的开发，有效增强首农食品集团在育种方面的储备及研发能力；对于樱桃谷公司的海外业务，首农食品集团和中信农业基金将利用产业优势拓展樱桃谷公司的海外业务，与首农食品集团、中信农业基金现有海外网络以及养殖、餐饮、服务等方面业务形成协同，助力樱桃谷公司海外业务量质齐增。

根据项目收购可行性研究报告，收购后的第 1～5 年 CVF HOLDING HK LIMITED 合并层面均为盈利，且逐年增加，主要系 CVF HOLDING HK LIMITED 为本次收购筹集贷款的贷款主体，贷款金额为 12.81 亿元（目前剩余金额为 7.71 亿元），贷款期限最长 7 年，前 5 年财务费用较高但逐年减少，第 6～25 年起每年利润总额约人民币 8000-11000 万元。预计收购后的 30 年内所得税前累计净现金流量 185214 万元。

公司通过本次收购获得了种鸭育种研发能力及全球领先的种鸭基因、知识产权和技术，对提高公司在育种产业的行业地位及未来盈利能力的提升具有积极意义。同时，联合资信关注到，本次交易推高了公司的负债水平，且涉及海外并购，对公司的并购整合能力及管理能

力提出挑战。

（2）三元股份收购 St Hubert

2017 年 7 月，三元股份第六届董事会第十一次会议审议通过了《关于联合竞购 Brassica Holdings 股权交易方案的议案》等相关议案。

Brassica Holdings 全资持有法国 St Hubert 100%股权。法国 St Hubert 公司成立于 1904 年，具有 113 年的历史，位于法国东北部。St Hubert 主要产品为健康黄油涂抹酱系列及植物酸奶、饮料、甜品、水果混合产品等。该公司技术研发及创新实力雄厚，拥有多项专利技术，以健康和功能为理念进行产品设计和应用，旨在推动新营养产品和健康生活，在行业内具有重要地位。根据瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）依据中国会计准则出具的鉴证报告，截至 2017 年 3 月底，Brassica Holdings 资产总额为 5.14 亿欧元，净资产为 1.92 亿欧元，2017 年 3 月底前的 12 个月实现收入 1.26 亿欧元，净利润 0.15 亿欧元。

交易架构及对价：三元股份在香港设立特殊目的公司（“SPV”），与上海复星高科技（集团）有限公司（以下简称“复星高科”）、上海复星健康产业控股有限公司（以下简称“复星健控”）共同认购其关联方在卢森堡设立的 SPV 公司（以下简称“SPV（卢森堡）”）发行的股份。发行后三元股份持有 SPV（卢森堡）49%股份，复星高科、复星健控分别持有 SPV（卢森堡）45%、6%股份。SPV（卢森堡）将联合 St Hubert（Brassica Holdings 100%控股的经营实体）管理层共同出资至复星国际有限公司已设立的法国子公司 HCo France（以下简称“合营公司”）。上述出资完成后，SPV（卢森堡）、St Hubert 管理层共计持有合营公司 100%股权。合营公司拟以约 6.25 亿欧元（不包括交易成本）的价格收购 Brassica TopCo 100%股权（由 Montagu IV Coinvest 1 LP、Montagu IV FPCI 及 10 位个人股东持有）、PPN Management 100%股权（由 Brassica TopCo 及 9 位个人股东持有），从而间接收购 Brassica Holdings 99.93%股权，并偿还部分公司贷款；及在 FCPE St Hubert 根据《股权转让协议》条款出售股权条件下，收购 FCPE St Hubert 直接持有的 Brassica Holdings 0.07%股权（以下简称“本次交易”）。

收购资金来源：三元股份同意合营公司申请 26000 万欧元高级定期贷款 B（期限 7 年）、1000 万欧元高级可循环信用贷款（期限 6 年），其中，定期贷款 B 用于：①支付部分收购对价、成本、费用，②用于认购 Brassica Holdings 股份。可循环贷款将用于筹集营运资本及一般公司用途。同时，三元股份对 2015 年非公开发行股票募集资金投资项目进行如下变更：将原用于建设国家母婴乳品健康工程技术研究中心的 2 亿元募集资金变更为联合竞购 Brassica Holdings 股权项目；将部分募集资金利息及购买银行产品收益 0.91 亿元资金及截至提款日的利息收入扣除手续费后净额、购买银行产品收益用于联合竞购 Brassica Holdings 股权；三元股份全资子公司香港三元食品股份有限公司申请不超过 2.3 亿欧元的过桥贷款，贷款期限不超过 1 年，以完成收购 Brassica Holdings 股权项目，保证交割日资金支付。

2018 年 1 月 15 日，本次交易完成交割相关工作。交割完成后，在关于 SPV（卢森堡）的股东协议约定的投票授权期间（指自股东协议生效起三年，如公司运营良好，该期限可自动延期三次，每次一年），在三元股份董事席位多于复星董事席位的前提下，三元股份将对 SPV（卢森堡）实质控制，SPV（卢森堡）及其下属公司合营公司、Brassica TopCo、Brassica MidCo、PPN Management、Brassica Holdings、St Hubert 等纳入三元股份财务报表合并范围。本次交易完成后，SPV（卢森堡）持有合营公司 98.12%股权，St Hubert 管理层持有合营公司 1.88%股权。

随着中国消费者对高品质健康食品的需求日益增长，此次并购能把先进的生产工艺和创新技术，及 St Hubert 健康食品（尤其是植物酸奶、植物饮料和甜点等）引入中国。此外，三

元股份将通过此次并购积极推进高端健康食品行业的供给侧结构性改革，有效提升其产品力和增强国际竞争力，实现健康产业升级。此次并购符合三元股份高品质乳品及健康食品的产业定位，使三元股份成为一家受益于全球资源的领先中国乳企。同时，联合资信关注到，本次交易结构复杂，未来标的控制权可能发生变化，且交易对价高，推高了三元股份及公司的负债水平，另外，本次交易涉及海外并购，国际政治局势及当地政策、经济等因素可能会对标的整合带来影响，同时也对三元股份的管理能力提出挑战。

九、经营分析

1. 经营情况

跟踪期内，公司营业收入来源于现代农牧业、食品加工业、物产物流业以及商贸四大板块。2017 年，公司实现营业收入 437.04 亿元，同比增长 6.18%。

分板块看，2017 年，公司现代农牧业板块收入保持增长，为 60.88 亿元，同比增长 20.91%，主要系樱桃谷公司纳入合并范围及商品鸭和肉鸡销售额增加所致；食品加工板块实现收入 76.55 亿元，同比增长 14.49%，主要系液态奶均价提升及南郊农场新合并子公司所致；物产物流业实现收入 107.37 亿元，同比变化不大；商贸板块实现收入 192.23 亿元，同比增长 4.75%，主要系业务规模扩大所致。

毛利率方面，公司综合毛利率保持稳定，2017 年为 11.54%。2017 年，现代农牧业毛利率为 16.60%，同比下降 7.08 个百分点，主要系豆粕、大豆及饲料价格上涨及商品猪、肉鸡、蛋鸡产品价格下降所致；食品加工业毛利率同比下降 7.82 个百分点至 23.65%，主要系外采牛奶价格上升及固态奶产品价格下跌所致；物产物流业毛利率增加 5.27 个百分点至 18.45%，主要系石油价格波动以及房地产项目结算所致；商贸板块毛利率增加 0.79 个百分点至 1.26%。

2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 79.17 亿元，较上年同期下降 15.57%，主要系上海首农投资控股有限公司（以下简称“上海首农”）贸易业务收入减少所致；净利润由上年同期的 0.52 亿元转为-0.08 亿元，主要系收入减少以及北京三元种业科技股份有限公司（以下简称“三元种业”）调整牛的种群结构，造成淘汰牛的亏损较大所致。

表 3　公司营业收入和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	46.39	12.46	11.02	50.35	12.23	23.68	60.88	13.93	16.60	15.21	19.21	15.25
食品加工业	64.60	17.35	24.92	66.86	16.24	31.47	76.55	17.52	23.65	19.63	24.79	25.54
物产物流业	110.28	29.62	16.65	110.89	26.94	13.18	107.37	24.57	18.45	20.50	25.89	15.76
商贸	151.06	40.57	0.78	183.51	44.58	0.47	192.23	43.99	1.26	23.84	30.11	3.44
合计	**372.33**	**100.00**	**10.95**	**411.60**	**100.00**	**11.77**	**437.04**	**100.00**	**11.54**	**79.17**	**100.00**	**14.38**

资料来源：公司提供

（1）现代农牧业

公司现代农牧业主要以三元种业和首农股份为经营主体。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。

首农股份主要经营禽类产品，截至2017年底，首农股份资产总额为48.14亿元，净资产9.18亿元；2017年实现营业收入31.08亿元，净利润-0.13亿元（2016年为0.73亿元）。

截至2017年底，主要经营原料奶、商品猪

和牛冻精的三元种业资产总额为63.57亿元，净资产为23.01亿元；2017年实现营业收入19.82亿元，净利润0.20亿元（2016年为0.02亿元）。

原材料采购方面，公司原材料以饲料、玉米、豆粕、苜蓿和大豆等为主。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。价格方面，公司主要采购原材料与市场价格保持一致，除玉米价格小幅下降外，其余原材料采购均价有所上升，其中豆粕较上年上涨3.71%，大豆价格较上年上涨7.85%，苜蓿价格较上年上涨0.52%，饲料价格较上年上涨15.48%。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。

从各主要产品产销情况来看，2017 年，牛冻精产量较上年增长9.84%，受市场因素影响，销量较上年下降20.00%，销售价格较上年增长23.64%，主要系产品结构变化以及运输费用增加等因素所致；商品猪产销量均较上年下降2.27%，销售价格较上年下降20.21%，主要系生猪价格下跌所致；原料奶产销量分别较上年上涨3.36%和3.21%，销售价格较上年上涨2.54%；商品鸭产销量较稳定，销售价格较上年增长7.45%；肉鸡的产销量分别较上年增长19.99%和19.59%，主要系屠宰规模扩大所致，肉鸡销售价格较上年下降6.40%；蛋鸡产销量均较上年下降54.63%，主要系市场需求量下滑所致，销售价格较上年小幅下降。公司现代农牧业各类产品均保持较高产销率。

表4　公司现代农牧业主要产品产销量情况

指标名称		2016 年	2017 年	2018 年 1-3 月
牛冻精	产量(万剂)	207.52	227.94	35.11
	销量(万剂)	235.26	188.21	26.65
	均价(元/剂)	21.15	26.15	32.48
商品猪	产量(头)	53194.00	51988.00	14448.00
	销量(头)	53194.00	51988.00	14448.00
	均价(元/头)	1246.00	994.13	833.27
原料奶	产量(万公斤)	39807.98	41143.66	10914.73
	销量(万公斤)	38070.07	39291.67	10489.04
	均价(元/公斤)	3.55	3.64	3.52
商品鸭	产量(万对)	616.56	618.05	130.20
	销量(万对)	658.73	654.73	153.55
	均价(元/对)	82.92	89.10	92.08
肉鸡	产量(吨)	51904.00	62277.05	13411.04
	销量(吨)	51252.00	61290.66	14167.28
	均价(万元/吨)	1.25	1.17	1.26
蛋鸡	产量(万只)	18954.00	8600.00	1869.00
	销量(万只)	18954.00	8600.00	1869.00
	均价(元/只)	3.00	2.88	3.14

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。

总体看，2017 年，公司现代农牧业经营规模有所增长，受市场需求影响，不同农牧产品销量和均价涨跌不一，整体销售情况较为稳定。

（2）食品加工业

公司食品加工业的主要经营主体为下属上市公司三元股份，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。

截至 2017 年底，三元股份的资产总额为 76.29 亿元，所有者权益为 50.47 亿元；2017 年实现营业收入 61.21 亿元，利润总额为 0.94 亿元。

2017 年，三元股份联手其关联方对法国领先健康食品品牌 St Hubert 公司进行收购，引进健康有机产品，丰富其产品线，树立高端品牌形象，丰富了对海外企业的管理经验和国际运营能力。2017 年 6 月，三元股份以 2629.52 万元收购了关联方持有的唐山三元食品有限公司（以下简称“唐山三元”）70%的股权，唐山三元与河北工业园一并成为公司婴幼儿配方奶粉生产基地。

公司食品加工板块主要产品分为液体乳、发酵乳、乳饮料、奶粉、奶酪、冰淇淋等几大产品系列。按照产品的形态划分，可分为液态奶和固态奶两大类别，其中液态奶主要包括牛奶、酸奶等产品，固态奶主要包括奶粉、冷饮、干酪等。

品牌方面，公司目前已经拥有了“三元”、“燕山”、“绿鸟”、“雪凝”、“八喜”等著名商标。同时，三元股份为历届全国两会等中央及北京市重大政治活动、经济文化大型活动的乳品供应商，在北京市场品牌知名度较高。

公司食品加工业原材料包括牛奶、糖、包材等，其中牛奶的采购金额占比较大，大宗物资基本由公司统一采购，小宗物资由各工厂自行采购。其中牛奶按照采购渠道分为对内采购和对外采购，对内采购指在首农食品集团系统内进行牛奶采购，主要供货商为三元种业。内部采购结算方式主要为按月结算。对外采购主要是通过各生产基地周边地区产奶量较大的牧场进行采购，采用与上游牧场签订协议方式，取得对奶源的控制，同时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，结算时可以享有不超过一个月的账期。2017年，牛奶自给率达45.13%，较上年下降3.41个百分点。截至2017年底，公司奶场奶牛养殖量4.49万头，产奶量9.72吨/头/年。2017 年，对内采购和对外采购分别为25.78万吨和31.34万吨，内部采购量较稳定，对外采购量较上年增长17.25%，主要系固态奶产量增加所致；对外采购均价3540.89 元/吨，较上年小幅上涨5.70%。

表5 公司牛奶资源和采购情况

指标名称		2016 年	2017 年	18 年 1-3 月
牛奶	对内采购(万吨)	25.21	25.78	4.84
	对外采购(万吨)	26.73	31.34	3.50
	对外采购均价(元/吨)(不含税)	3349.32	3540.89	3613.88
	自给率(%)	48.54	45.13	58.01
奶场	养殖量(头)	40577.00	44894.00	44320.00
	产奶量(吨/每头每年)	9.98	9.72	10.01

资料来源：公司提供

注：奶场情况为三元种业的奶场资源情况。

销售方面，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 50%。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。2017 年，公司固态奶和液态奶的产销量均较稳定，产销率均有所下降，分别为 98.50%和 105.09%，但仍维持在较高水平。从产品销售价格看，固态奶的销售均价略有下降，液态奶销售均价较上年上涨 8.07%。受产能限制，公司液态奶及固态奶均有部分外采。

表6 公司食品制造业的销售情况

指标名称		2016 年	2017 年	18 年 1-3 月
固态奶(奶粉、冷饮、干酪)	产量(万吨)	12.39	13.09	3.68
	销量(万吨)	13.35	12.89	3.33
	销售均价(元/吨)(不含税)	17264.14	17155.12	15774.03
	产销率（%）	107.68	98.50	90.29
液态奶(牛奶、酸奶)	产量(万吨)	41.08	40.91	10.11
	销量(万吨)	44.56	42.99	10.96
	销售均价(元/吨)(不含税)	7395.93	7992.42	8210.48
	产销率（%）	108.48	105.09	108.48

资料来源：公司提供

注：产品销量中包含外购产品。

（3）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，2017年收入占该板块的比重分别为43.67%和35.93%。

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责任公司等。

截至2018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83002.06亩，均位于北京市市内或周边，具有良好的区位优势。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，其中农用地开发相关流程为：规划调整—土地预审—立项—按相应政策供地—建设。一种模式由北京市保障型住房建设投资中心与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定，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，全部使用自有资金建设，政府不配贷款；第三种模式为购买加政府配售相结合。保障房项目投入列入开发成本，与一般商品房开发企业相同。

截至2017年底，公司拥有土地773宗，土地面积合计6759.58万平方米，其中北京市内744宗，土地面积合计6528.55万平方米。未来，随着北京城市镇化的深化和城市规划改造的加快，公司土地、房产仍存在较大的拆迁可能性，公司获得土地补偿款利得具备一定的可持续性。截至2017底，公司已建成保障房15191套，包括公租房4439套（面积约23.95万平方米）、经济适用房1537套（面积约7.95万平方米）、限价房4777套（面积约36.74万平方米）。

2017年，公司房地产业务实现收入38.58亿元，较上年下降27.94%，主要系结算面积以及结算项目差异所致。截至2017年底，公司已竣工未完成结算的项目主要有七个，均位于北京，完成投资53.99亿元；上述项目累计实现销售套数9572套，销售面积87.14万平方米，实现销售额58.76亿元，上述项目基本全部销售完毕。

表7　截至2017年底公司已竣工未结算项目情况

指标名称		京润现代城一期二期项目	京润现代城三期项目	京润现代城福利房项目	东郊农场保障房公租房项目	双桥京桥1号地公共租赁住房项目	朝阳区双桥嘉园限价房项目	腾飞房地产--海淀区上庄家园N28、N34地块定向安置房项目
建设情况	规划住宅套数（套）	1371	1058	1098	3143	1296.00	759.00	1041
	规划商业套数（套）	39	56	73	--	5.00	22.00	--
	建筑面积（平方米）	154059.00	194093.00	117497.00	231848.00	147812.21	75638.99	103496.00
	完成投资（万元）	43272.15	75498.00	33002.61	169000.00	69702.00	55000.00	94471.00
销售情况	销售套数（套）	1368	925	1152	3143	1296.00	709.00	979
	销售面积（平方米）	136918.68	112128.72	108792.52	231848.00	147812.21	54838.81	79077.00
	销售额（万元）	54876.32	88724.47	27795.23	174668.00	98000.00	52056.61	91464.00

资料来源：公司提供

在建房地产项目方面，截至2017年底，公司在建项目计划总投资合计516.80亿元，已完成投资186.92亿元，未来尚需投资329.88亿元，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，公司资本支出压力处于可控区间。

表8　截至2017年底公司在建房地产项目情况（单位：平方米、万元）

序号	子公司	项目名称	类别	建筑面积	总投资估算	已投资金额	预计竣工时间	总可售面积	已售面积
1	北郊	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	621321.21	791958.00	680335.00	2018	428151.67	406229.27
2	双桥	暖山金域城	商品房	336613.00	156000.00	85158.43	2020.7	336613	69868.73
3	东郊	朝阳区崔各庄乡来广营北路二类居住用地项目	自住房	229740.00	500000.00	435000.00	2017.10	207763.59	207763.59
		朝阳区奶子房牛场 55/45 保障房项目	商品房/保障房	748200.00	900000.00	275000.00	2020.10	--	--
4		张家口市高新区上小站旧村改造项目	棚户区改造	1150000.00	632194.00	162268.55	2020	911633.75	357839.92
5		东郊农场保障房项目	限价房	764251.00	733176.00	38000.00	2019.12	466737.00	--
6		宜兴清华科技园配套工程项目	商业住宅	80921.20	42425.03	28858.06	2018.1	58906.38	13704.03
7		宜兴清华科技园项目	科研办公	147374.88	115741.00	25598.67	2018.12	--	--
8		宜兴清华科技园二期配套工程项目	商业住宅	108152.80	68695.48	8211.40	2019.12	--	--
9		宜兴清华科技园二期项目	科研办公	206272.70	145885.15	9382.96	2021.6	--	--
10		融坤养老中心项目（地坛项目）	养老设施	76362.90	77935.50	22670.00	2019.6	--	--
12	西郊	海淀上庄 N35\N46 地块	定向安置房	340459.00	200000.00	31629.79	2019.12	248425.89	--
13		西郊农场-三元嘉业-海淀北部地区 1 片区西郊农场东部局部地块(北区)棚户区改造定向安置房项目	保障性住宅	363228.33	420000.00	32387.12	2019.12	--	--
14	南郊	南郊农场棚户区改造安置房及配套幼儿园	安置房	91704.00	280000.00	34367.00	2020.12	87194	--
15		黄村镇 DX00-0103-1304 地块共有产权房项目	共有产权房	36524.00	104000.00	306.00	2021.5	35600	--
合计				**5301125.02**	**5168010.16**	**1869172.98**	--	**2781025.28**	**1055405.54**

资料来源：公司提供

注：1.朝阳区崔各庄乡来广营北路二类居住用地项目实际于2017年底竣工，2018年纳入已竣工未结算项目；2.总可售面积无数据项目为可售面积暂未确定。

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 2018 年 6 月底，三元石油共经营 22 座加油站，主要分布在北京市海淀、昌平、大兴和丰台等地；北京壳牌经营 33 座加油站，其中北京有 22 座自有的和 1 座合作的，主要分布在北京的朝阳、大兴、密云、丰台、海淀及房山，河北承德有 10 座加油站。2017 年，该板块实现营业收入 46.89 亿元，较上年小幅下降。

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。2017 年，公司物产业务实现营业收入为 15.23 亿元，同比大幅增加。

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。2017 年，公司物流业务实现营业收入为 5.27 亿元，同比保持稳定。

（4）商贸

公司商贸板块主要经营主体为上海首农、北京首农食品经营中心、天津首农东疆牧业有限责任公司，其中上海首农的商贸经营规模较大。2017 年，上海首农主要以燃料油和农产品等贸易为主，并按照上海首农的发展规划逐步向农产品倾斜，采用以销定采模式。根据下游客户具体需求，运用股东在国内大宗商品交易市场的地位进行询质、询价，在保证有毛利的前提下分别与上、下游签订合同，规避了贸易商品的跌价风险和交易风险。贸易产品无特定商品特定区域代理。目前，公司商贸板块不存在集团内部销售或采购情况。

表 9　2015～2017 年上海首农主要贸易产品

（单位：万吨、元/吨）

时间	产品	采购量	销售量	采购均价	购销价差
2015 年	高粱	137.55	137.55	1830.25	0.81
	大麦	104.45	104.45	1607.08	0.69
	白砂糖	76.78	76.78	4405.61	15.17
	轻质船用燃料油	73.82	73.82	4471.20	54.39
	燃料油	36.84	36.84	4760.38	70.87
2016 年	白砂糖	172.06	172.06	4673.98	3.70
	轻质燃料油	170.15	170.15	3715.43	26.87
	高粱	60.50	60.50	1553.61	0.78
	棕榈液油	14.79	14.79	5660.44	15.69
	轻质船用燃料油	4.63	4.63	4132.17	88.14
2017 年	轻质船用燃料油	193.67	193.67	4069.48	30.59
	一级白砂糖	109.82	109.82	5408.84	4.50
	棕榈油	31.82	31.82	5259.67	12.94
	菜油	24.96	24.96	5775.85	12.69
	大豆油	21.85	21.85	5327.29	5.91

资料来源：公司提供

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，采购区域主要是上海、福建等。

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。2017 年，上海首农销售前五大商品为轻质船用燃料油、一级白砂糖、棕榈油、菜油和大豆油，合计销售额 181.74 亿元，较上年的前五大贸易产品合计销售额增长 10.87%，主要系轻质船用燃料油销售规模扩大所致。销售主要通过内贸农产品和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 32.49%。

表 10　2017 年公司商贸板块前五大客户情况

（单位：亿元、%）

客户名称	金额	占比	主要销售商品
江苏恒廷怡国际贸易有限公司	16.34	8.50	农产品：白砂糖、棕榈油、大豆油
易可达贸易（上海）有限公司	15.59	8.11	
思玥贸易（上海）有限公司	12.65	6.58	
山东又夏国际贸易有限公司	9.12	4.75	燃料油
江苏思皓国际贸易有限公司	8.75	4.55	农产品：白砂糖、棕榈油、大豆油
合计	**62.46**	**32.49**	--

资料来源：公司提供
注：占比为销售金额占商贸板块收入的比例。

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、食品加工与贸易、物产物流业为主业，培育涉农金融股权投

资及观光休闲农业产业，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 2017 年底，公司在建项目（除房地产外）预算总额为 53.47 亿元，其中超过 1 亿元（包括 1 亿元）的在建项目共 15 个，其中新乐工业园项目、农产品研发及配件仓库、三元科技研发中心项目等已基本进入工程收尾阶段，在建项目未来投资规模不大。公司在建工程的完工有利于提升公司农牧、物流业务的设备及实力。总体看，截至 2017 年底，公司在建工程未来投资规模不大，融资需求相对较小。

表 11　2017 年底公司主要在建项目情况（单位：万元、%）

项目名称	预算	工程进度	资金来源
新乐工业园项目	160000.00	99.00	自有资金
武强华都肉鸡产业扶贫项目	48095.00	11.24	自有资金
草桥食品经营中心大厦项目	46000.00	3.00	自有资金
农产品研发及配件仓库	46000.00	85.44	自筹、贷款
三元科技研发中心项目	43653.92	95.00	自筹、贷款
首农新办公楼	43600.00	98.47	自有资金
职工大学-改扩建项目	34200.00	90.00	自有资金
东郊养老项目前期开发工程	22000.00	24.32	自有资金
东郊法国学校项目（一期）	17900.00	98.56	自有资金
种业综合饲料厂	13000.00	93.45	自筹、贷款
东莞百嘉宜厂房建设	13000.00	34.00	自有资金
九九工场-创新工场	12000.00	92.00	自有资金
河北首农定州园区项目	10053.19	99.00	自筹、贷款
首农供应链项目	10000.00	80.00	自有资金
龙妫园项目	15169.00	9.00	自有资金
合计	**534671.11**	--	--

资料来源：公司审计报告

3. 经营效率

2017 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 14.01 次、2.15 次和 0.67 次，其中，存货周转次数同比有所提升，销售债权周转次数同比小幅下降，总资产周转次数同比保持稳定。整体看，公司经营效率较高。

十、财务分析

公司提供了2017年度合并财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的2018年一季度财务数据未经审计。

2017 年，新纳入合并范围的子公司共 23 家，其中包括收购的樱桃谷相关公司；不再纳入合并范围的子公司 6 家。截至 2017 年底，公司合并范围内二级子公司共 33 家，较上年底减少 2 家。合并范围变化对公司财务数据可比性影响小。

截至 2017 年底，公司（合并）资产总额为 693.85 亿元，所有者权益为 209.34 亿元（其中少数股东权益 59.95 亿元）。2017 年，公司实现营业收入 437.04 亿元，利润总额 18.24 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 799.74 亿元，所有者权益为 209.66 亿元（其中少数股东权益 59.66 亿元）。2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 79.17 亿元，利润总额 0.54 亿元。

1. 资产质量

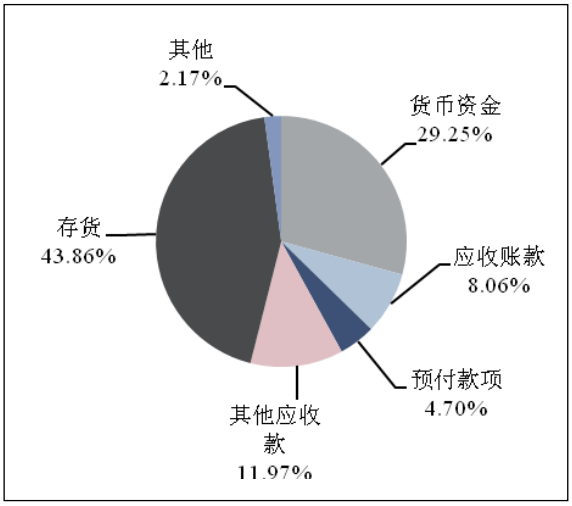
截至 2017 年底，公司资产合计 693.85 亿

元，较上年底增长 12.88%；其中流动资产占 64.86%，非流动资产占 35.14%，资产结构较上年底变动不大，仍以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产为 450.02 亿元，较上年底增长 9.67%，主要系应收账款和存货增加所致；流动资产主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货构成。

图 8　2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表

截至 2017 年底，公司货币资金为 131.63 亿元，较上年底下降 2.97%；公司货币资金主要为银行存款（占 98.53%）；其中使用受限金额为 2.52 亿元，占比很小，主要为信用证保证金、履约保证金等。

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值为 36.25 亿元，较上年底增长 40.28%，主要系公司商贸板块业务规模的扩大，一年以内的应收账款规模增加所致。公司按信用风险特征组合计提坏账准备的应收账款余额为 32.71 亿元，其中账龄 1 年以内（含）的占 91.64%，整体账龄较短。截至 2017 年底，应收账款累计计提坏账准备合计 2.61 亿元，综合计提比例为 6.71%；公司应收账款期末金额前五名占比 34.65%，集中度较高。

截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值为 53.86 亿元，较上年底下降 2.22%；公司其他应收款主要包括往来款、备用金、政策性用房工程往来款等。从性质看，单项金额重大并单项计提坏账准备的其他应收款余额 60.08 亿元，累计计提坏账准备 9.88 亿元；按信用风险特征组合计提坏账准备的其他应收款余额 7.67 亿元，累计计提坏账准备 4.12 亿元，其中账龄组合为 6.60 亿元，账龄 1 年（含）以内的占 34.33%，3 年以上的占 62.15%，账龄较长，存在回收风险。从集中度上看，公司其他应收款期末余额前五名合计占比 67.69%，主要为借款及垫付款等，集中度高。截至 2017 年底，公司其他应收款坏账准备综合计提比例为 20.69%，考虑到账龄在 3 年以上的应收账款占比大，公司综合计提比例一般。

表 12　2017 年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元，%）

客户名称	账面余额	坏账准备	占比	账龄	款项性质
大连一方东港置地有限公司	23.68	5.06	35.97	1-5 年	借款
北京亿本房地产开发有限公司	10.28	--	15.61	1-5 年	借款
北京中科电商谷投资有限公司	4.50	--	6.84	1-2 年	借款
北京市大兴区南海子郊野公园管理处	3.11	--	4.73	1-3 年、3 年以上	垫付款项
北京中冠宝投资有限责任公司	2.99	--	4.54	1-3 年	借款
合计	**44.56**	**5.06**	**67.69**	--	--

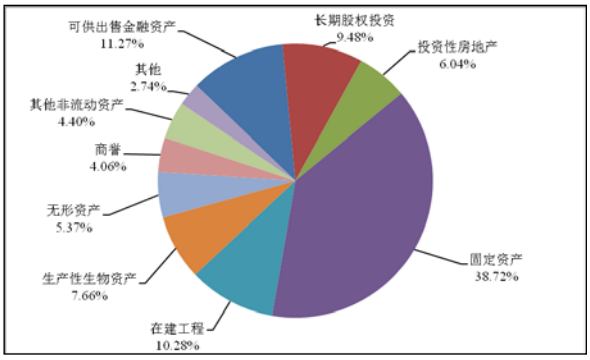
资料来源：审计报告

截至 2017 年底，公司存货账面价值 197.38 亿元，较上年增长 23.69%，主要系房地产开发成本增加所致；其中开发成本、原材料和库存商品分别占 85.25%、4.51%和 4.56%。截至 2017 年底，公司累计计提跌价准备 0.62 亿元，主要为对库存商品和消耗性生物资产计提的跌价准备。

（2）非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产总额为 243.84 亿元，较上年底增长 19.34%，主要由可供出售金融资产、固定资产和在建工程构成。

图 9　2017 年底公司非流动资产构成



资料来源：公司财务报表

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产为 27.49 亿元，较上年底增长 48.07%，主要系对外股权投资增加所致；公司可供出售的金融资产主要是对北京农村商业银行（11.65 亿元，持股 2.83%）、中粮资本投资有限公司（9.00 亿元，持股 4.63%）和国开厚德（北京）投资基金有限公司（5.00 亿元，持股 14.49%）等公司的股权投资，均以成本计量。

截至 2017 年底，公司长期股权投资为 23.11 亿元，较上年底增长 12.97%，主要系追加对云南云岭广大峪口禽业有限公司、山东宁阳和樱父母代种鸭有限公司以及樱桃谷农场（东海）有限公司等公司的投资所致。被投资企业主要包括北京中科电商谷投资有限公司、北京麦当劳食品有限公司、北京枫树置业有限公司、北京全聚德三元金星食品有限责任公司及北京光明饭店有限公司等。

截至 2017 年底，公司投资性房地产账面价值 14.72 亿元，较上年底增长 3.18%，主要为房屋建筑物，占比为 96.51%；投资性房地产累计计提折旧和摊销 8.63 亿元。

截至 2017 年底，固定资产账面价值 94.41 亿元，较上年底增长 9.65%，主要系在建工程完工转入所致；固定资产中房屋及建筑物占 66.19%、机器设备占 23.81%、运输设备占 2.92%，其他为电子设备、办公设备等。截至 2017 年底，公司已累计计提固定资产折旧 47.59 亿元，计提减值准备 1.24 亿元。

截至 2017 年底，公司在建工程合计 25.06 亿元，较上年底下降 2.69%；在建工程主要包括首农新办公楼（4.29 亿元）、草桥农产品研发及配件仓库（3.93 亿元）和职工大学改扩建项目（2.49 亿元）等项目。截至 2017 年底，公司对在建工程计提减值准备 1.61 亿元，主要为对部分生产线的评估减值及对无使用价值、停工待处理的在建工程计提的减值准备。

公司生产性生物资产主要为三元种业养殖的成乳牛（8.40 亿元）。截至 2017 年底，公司生产性生物资产账面价值为 18.68 亿元，较上年底增长 12.48%，主要系公司畜牧业规模扩大所致；累计计提折旧 5.91 亿元，累计计提减值准备 0.01 亿元。从本年减少额来看，青年牛减少 6.05 亿元，育成牛减少 4.87 亿元，犊牛减少 3.16 亿元，成乳牛减少 2.85 亿元，蛋鸡减少 3.98 亿元，肉鸡减少 0.85 亿元，北京鸭减少 0.49 亿元。

截至 2017 年底，公司商誉为 9.90 亿元，同比增加 8.42 亿元，主要系 CVFHoldingUK 收购樱桃谷公司产生的商誉 8.14 亿元，未来存在一定减值风险。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 10.72 亿元，同比增加 10.42 亿元，主要系南郊安置房项目新增土地疏解腾退成本 4.76 亿元、镶白旗村安置房项目新增土地疏解腾退成本 1.08 亿元、北郊安置房项目新增土地疏解腾退成本 0.94 亿元，上述土地成本疏解腾退后将转入存货。

截至 2017 年底，公司受限资产总额 28.71 亿元，其中货币资金 2.52 亿元、存货 24.96 亿元；受限资产规模占公司资产总额的 4.14%，受限比例很低。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 799.74 亿元，较 2017 年底增长 15.26%，其中存货为 218.97 亿元，较上年底增加 21.59 亿元，主要系下属南郊农场棚户区改造项目增加约 15 亿元所致；可供出售金融资产为 70.71 亿元，较上年底增加 43.22 亿元，主要系集团本部投资北京农村商业银行所致；无形资产较上年底

增加 25.78 亿元至 38.87 亿元，商誉较上年底增加 18.29 亿元至 28.19 亿元，主要系三元股份非同一控制下合并 Brassica Holdings 所致。

跟踪期内，公司资产构成仍以流动资产为主，非流动资产占比持续提升，流动资产中以房地产开发成本为主的存货占比高，其他应收款集中度高且账龄偏长，影响了资产流动性；随着公司及下属子公司的海外并购项目落地，公司商誉及无形资产大幅增长，未来存在一定减值风险，考虑到公司货币资金较为充足，可供出售金融资产大幅增加，公司整体资产质量尚可。

2. 负债及所有者权益

（1）所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益为 209.34 亿元，较上年底增长 5.72%，主要系未分配利润增长所致。其中，归属于母公司的权益 149.39 亿元，占 71.36%；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 18.34%，资本公积占 62.36%，未分配利润占 19.64%。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益合计 209.66 亿元，较上年底增长 0.15%；公司所有者权益规模和构成较上年底变化较小。

总体看，公司所有者权益仍以实收资本和资本公积为主，权益稳定性较强。

（2）负债

截至2017年底，公司负债合计484.51亿元，较上年底增长16.29%；流动负债和非流动负债分别占78.28%和21.72%，流动负债占比较上年下降5.72个百分点，仍以流动负债为主。

截至 2017 年底，公司流动负债合计 379.27 亿元，较上年底增长 8.37%，主要系短期借款、应付账款和其他应付款增加所致；流动负债主要以短期借款（占 29.91%）、应付账款（占 7.83%）、预收款项（占 22.71%）和其他应付款（占 32.85%）为主。

截至 2017 年底，公司短期借款 113.44 亿元，较上年底增长 60.68%，主要系公司业务规模扩大，增加对外融资及置换短期债券所致；其中保证借款占 54.95%、信用借款占 44.94%。

公司应付账款主要为尚未结算的工程款以及应付货款。截至 2017 年底，公司应付账款合计 29.69 亿元，较上年底增长 31.34%，主要系商贸板块业务规模扩大导致对上游采购增加以及房地产业务应付工程款规模扩大所致。

截至 2017 年底，公司预收款项 86.14 亿元，较上年底下降 2.32%；公司预收款项主要为预收售房款以及未结算合同款。

截至 2017 年底，其他应付款 124.58 亿元，较上年底增长 10.66%，主要系公司待付土地拆迁款和非关联方往来增加所致；其中待付土地拆迁款占 62.73%，非关联方往来占 17.81%，关联方往来占 4.69%，其他主要为预提各项费用、押金及保证金等。

截至 2017 年底，公司非流动负债 105.24 亿元，较上年底增长 57.82%，主要系公司长期借款和应付债券增加所致；非流动负债主要由长期借款（占 54.45%）、应付债券（占 28.51%）和递延收益（占 9.68%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 57.30 亿元，较上年底增长 26.34%，主要系业务规模扩大，融资需求增加所致；公司长期借款主要由保证借款（占 75.81%）和信用借款（占 20.23%）构成。公司长期借款中 9.57 亿元将于 2019 年到期，3.98 亿元将于 2020 年到期，8.48 亿元将于 2022 年到期，24.98 亿元将于 2023 年到期，公司长期借款期限较长，且较分散，考虑到公司货币资金充足，长期借款集中偿付压力不大。

截至 2017 年底，公司应付债券余额 30.00 亿元，较上年底增加 22.80 亿元，主要系公司新发行 5 亿元中期票据和 20 亿元公司债券所致；公司债券到期较分散，集中偿债压力较小。

截至 2017 年底，公司递延收益为 10.19 亿元，较上年底增长 31.23%，主要系由河北三元新乐工业园建设项目（土地出让金返还）、承德御道口景区建设资金和畜牧业智能化项目建设等项目构成。

截至 2018 年 3 月底，公司负债合计 590.08 亿元，较 2017 年底增长 21.79%，主要系短期借款和长期借款增加所致；其中流动负债占 72.12 %，非流动负债占 27.88%，仍以流动负债为主；截至 2018 年 3 月底，短期借款为 151.87 亿元，较 2017 年底增加 38.43 亿元；长期借款为 115.66 亿元，较 2017 年底增加 58.36 亿元。

截至 2017 年底，公司全部债务为 215.49 亿元，同比增长 27.63%，其中短期债务占 59.49%，长期债务占 40.51%；从债务指标看，资产负债率同比上升 1.88 个百分点至 69.83%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有明显上升，分别为 50.72%和 29.43%，同比分别上升 4.71 个百分点和 8.46 个百分点。

截至 2018 年 3 月底，公司全部债务为 307.33 亿元，较 2017 年底增长 42.62%，其中短期债务和长期债务占比分别为 52.60%和 47.40%，短期债务占比有所下降。公司资产负债率上升至 73.78%；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至 59.45%和 40.99%。

跟踪期内，公司所有者权益稳定性较好；公司负债仍以流动负债为主，随着海外并购支付和房地产板块规模增长，债务负担加重，短期债务规模较大，面临一定的短期偿债压力。

3. 盈利能力

2017 年，公司实现营业收入 437.04 亿元，较上年增长 6.18%；同期，公司营业成本为 386.60 亿元，同比增长 6.26%，与营业收入增幅基本一致。公司营业利润率为 10.75%，同比增加 0.22 个百分点。

期间费用方面，2017 年，公司期间费用为 41.35 亿元，同比基本持平，其中销售费用和管理费用占比高，主要由于公司经营规模逐年扩大，下属子公司较多，产业链长。2017 年，公司财务费用为-0.55 亿元，同比减少 1.79 亿元，主要系取得的利息收入较多所致。2017 年，公司费用收入比为 9.46%，较上年下降 0.60 个百分点。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，影响公司盈利能力。

非经常性损益方面，2017 年，公司资产减值损失为 1.66 亿元，同比减少 5.77 亿元，主要系当期坏账计提较少所致；同期，公司实现投资收益 3.70 亿元，较上年下降 50.74%，主要系上年处置长期股权投资产生的投资收益规模较大所致；投资收益占公司营业利润的 32.37%。2017 年，公司实现其他收益 3.41 亿元，主要为各类政府补贴；其他收益占营业利润的 29.84%。2017 年，公司实现营业外收入 9.21 亿元，较上年下降 22.20%，主要系大部分政府补助转入其他收益所致；其中政府补助 0.41 亿元，其他利得（主要是土地补偿款）7.95 亿元；营业外收入占利润总额的比例为 50.52%。整体看，公司利润水平受非经常损益影响很大，存在一定的波动性。

2017 年，公司实现利润总额 18.24 亿元，同比增长 68.46%。公司利润主要来自于营业外收入，主业盈利能力较弱。

2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 79.17 亿元，较上年同期下降 15.57%，主要系上海首农收入减少所致；净利润由上年同期的 0.52 亿元转为-0.08 亿元，主要系收入减少以及三元种业调整牛的种群结构，造成淘汰牛的亏损较大所致。

从盈利指标看，2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.10%和 6.31%，同比分别增加 1.02 个百分点和 3.22 个百分点。

总体看，跟踪期内，公司收入规模保持增长，利润主要来自投资收益和营业外收入，主营业务盈利能力较弱。考虑到公司持有土地资源区位优势好，土地补偿收益对利润形成有益补充。

4. 现金流及保障

经营活动方面，2017 年，公司经营活动现金流入 539.07 亿元，较上年下降 6.61%；经营活动

现金流出 537.88 亿元，较上年增长 7.99%，其中，购买商品、接受劳务支付的现金同比增加 20.06 亿元至 408.30 亿元，支付其他与经营活动有关的现金同比增加 19.99 亿元至 85.62 亿元，主要系下属房地产企业开发性支出增加所致；经营活动现金流量净额 1.19 亿元，较上年下降 98.50%。2017 年，公司现金收入比为 104.51%，较上年下降 17.42 个百分点，收入实现质量有所下降。

投资活动方面，2017 年，投资活动现金流入 27.87 亿元，较上年增长 62.41%，主要系收回理财产品所致；投资活动现金流出 62.10 亿元，较上年增长 59.10%，主要系股权投资增加以及取得子公司及其他营业单位支付的现金增加所致；投资活动现金流量净额为-34.23 亿元，净流出规模较上年增加 12.36 亿元。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入 230.37 亿元，较上年增长 44.85%，主要系借款增加所致；筹资活动现金流出 200.65 亿元，较上年下降 4.15%；筹资活动产生的现金流量净额由上年的净流出 50.31 亿元转为净流入 29.71 亿元。

2018 年 1～3 月，公司经营活动现金流量净额为-16.33 亿元，投资活动现金流量净额为-90.78 亿元，主要系投资支付的现金及三元股份联合竞购 Brassica Holdings 股权支付的现金较多所致，筹资活动现金流量净额为 101.15 亿元，主要系取得借款收到的现金。

跟踪期内，公司经营活动流出大幅上升，收入实现质量有所下降，但仍保持良好水平；随着公司逐步完成海外并购，投资活动现金净流出规模扩大，公司存在较大的融资需求。

5. 偿债能力

从短期偿债能力看，2017 年底，公司流动比率为 118.65%，同比变动不大；受存货大幅增长影响，速动比率同比下降 5.06 个百分点至 66.61%；公司经营现金流动负债比为 0.31%。截至 2018 年 3 月底，受短期借款大幅增长影响，公司流动比率和速动比率分别较上年底下降 9.42 个百分点和 8.82 个百分点，分别为 109.24%和 57.79%。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。

从长期偿债指标来看，2017 年，公司 EBITDA 为 40.62 亿元，同比增长 50.60%；2017 年，公司 EBITDA 利息倍数由 2016 年的 3.02 倍增至 4.29 倍；公司全部债务/EBITDA 由 2016 年的 6.26 倍降至 5.30 倍。考虑到公司作为北京市国资委下属唯一的农业集团，受政府扶持力度大，总体看，公司整体偿债能力强。

截至 2018 年 3 月底，公司对外担保金额为 0.91 亿元，担保对象分别为北京中科电商谷商业管理有限公司、购房贷款客户和北京京磁技术公司，担保金额分别为 0.84 亿元、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，或有风险对公司的影响不大。

截至 2018 年 3 月底，公司获得的银行授信额度合计 799.57 亿元，尚未使用额度为 531.66 亿元，间接融资渠道畅通；公司下属子公司三元股份为 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。

6. 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 2018 年 6 月 11 日，公司无未结清不良和关注类信贷记录；已结清信贷信息中，共有 2 笔不良类贷款和 17 笔关注类贷款，其中不良类贷款主要是因为 2002 年公司前身北京三元集团有限责任公司担保的下属子公司在中国农业银行有 1 笔贷款，金额为 200 万元，到期出现偿付困难，由公司作为担保方，为解决贷款逾期问题，公司代为偿付，由于征信系统刚刚建立，中国农业银行录入相关信息时将上述信息录入为公司已结清损失类贷款，体现为公司不良类信贷记录；同年，由于前述记录，导致公司前身北京三元

集团有限责任公司担保的下属子公司在农业银行另外 1 笔贷款，金额亦为 200 万元，被农业银行纳入次级类贷款，该笔贷款到期已按时结清、未出现偿付问题，但仍录入公司已结清次级类贷款，体现为公司不良类信贷记录。上述不良及关注类贷款均已于 2007 年 9 月 13 日前正常收回。

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，区域市场占有率高。联合资信认为，公司整体抗风险能力强。

十一、 存续债券偿还能力分析

截至 2018 年 6 月底，公司无一年内到期债券；公司存续债券余额为 40 亿元，公司截至 2017 年底剔除受限后现金类资产及 2017 年 EBITDA 分别为存续债券发行总额的 3.23 倍和 1.02 倍。公司现金类资产和 EBITDA 对存续期债券覆盖能力强。

表13 公司存续债券保障情况（单位：倍）

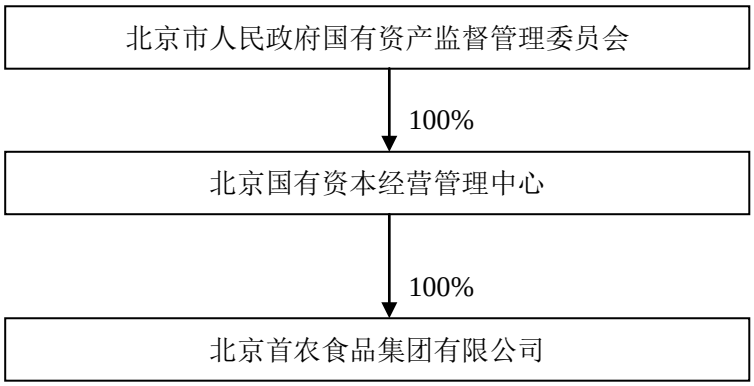
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	--
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	13.48
经营活动现金流净额/应付债券余额	0.03
EBITDA/应付债券余额	1.02

资料来源：联合资信整理

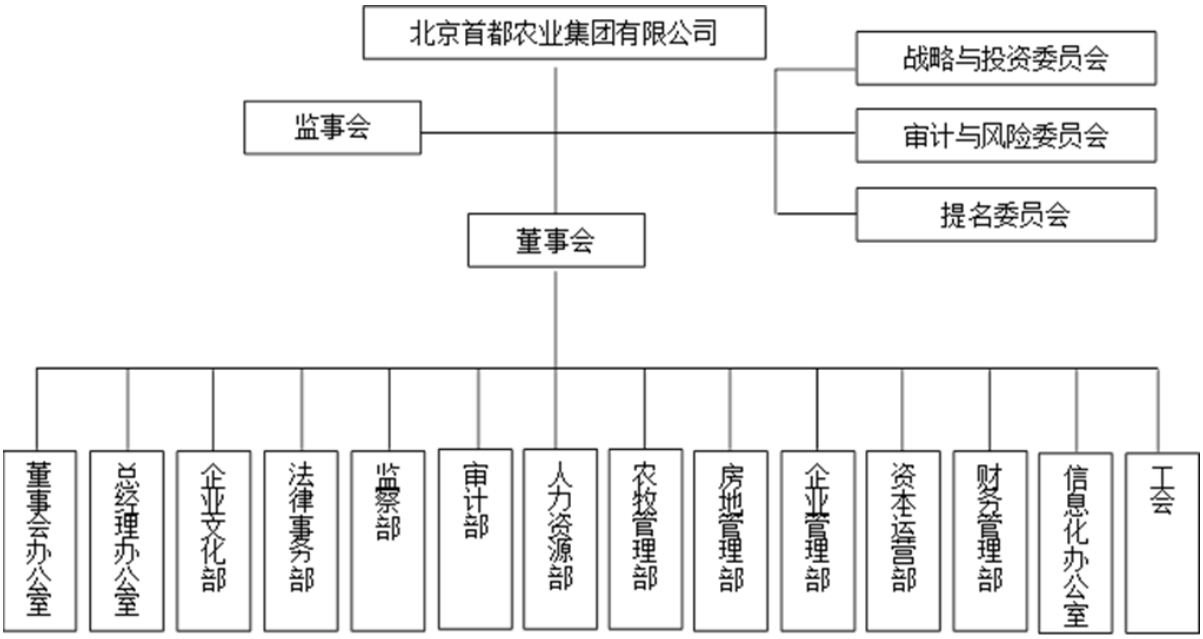
十二、 结论

综合评估，联合资信确定将北京首农食品集团有限公司的主体长期信用等级由 AA^+调整为 AAA，将“16 首农 MTN001”的信用等级由 AA^+调整为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2018 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	125.42	132.50	129.25	125.61
资产总额(亿元)	622.63	618.05	693.85	799.74
所有者权益(亿元)	199.25	198.06	209.34	209.66
短期债务(亿元)	135.13	116.28	128.18	161.67
长期债务(亿元)	78.91	52.55	87.30	145.66
全部债务(亿元)	214.04	168.83	215.49	307.33
营业收入(亿元)	372.33	411.60	437.04	79.17
利润总额(亿元)	10.48	10.83	18.24	0.54
EBITDA(亿元)	26.37	26.97	40.62	--
经营性净现金流(亿元)	46.87	79.13	1.19	-16.33
财务指标				
销售债权周转次数(次)	12.57	14.81	14.01	--
存货周转次数(次)	1.42	1.90	2.15	--
总资产周转次数(次)	0.62	0.66	0.67	--
现金收入比(%)	112.10	121.93	104.51	105.88
营业利润率(%)	9.82	10.53	10.75	13.97
总资本收益率(%)	2.41	3.09	4.10	--
净资产收益率(%)	2.89	3.09	6.31	--
长期债务资本化比率(%)	28.37	20.97	29.43	40.99
全部债务资本化比率(%)	51.79	46.02	50.72	59.45
资产负债率(%)	68.00	67.95	69.83	73.78
流动比率(%)	131.19	118.15	118.65	109.24
速动比率(%)	64.07	71.67	66.61	57.79
经营现金流动负债比(%)	14.28	22.61	0.31	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.83	3.02	4.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.12	6.26	5.30	--

注：1.2018 年一季度财务数据未经审计；2.其他流动负债中的短期融资券计入短期债务和全部债务；3. 2015～2017 年现金类资产已剔除受限资金。

附件 3　有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-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%

注：　现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2　评级展望设置及其含义

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

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

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。