

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015]1457 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“14首农MTN001” AA⁺的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一五年七月二十七日



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
14 首农 MTN001	5 亿元	2014/10/16~ 2017/10/16	AA ⁺	AA ⁺

跟踪评级时间: 2015 年 7 月 27 日

财务数据

项 目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	46.24	64.33	80.13	102.62
资产总额(亿元)	306.53	402.99	574.47	600.19
所有者权益合计(亿元)	82.45	109.45	166.26	183.49
长期债务(亿元)	46.62	43.88	77.47	99.57
全部债务(亿元)	91.00	113.62	211.61	229.18
营业收入(亿元)	166.62	196.92	351.56	49.74
利润总额(亿元)	4.65	7.49	7.82	-1.35
EBITDA(亿元)	15.45	23.53	24.60	--
经营性净现金流(亿元)	0.16	8.27	-85.70	8.46
营业利润率(%)	16.51	14.61	10.14	16.57
净资产收益率(%)	3.92	3.95	3.24	--
资产负债率(%)	73.10	72.84	71.06	69.43
全部债务资本化比率(%)	52.47	50.93	56.00	55.54
流动比率(%)	113.52	114.38	128.82	138.09
全部债务/EBITDA(倍)	5.89	4.83	8.60	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.29	4.67	6.01	--
经营现金流负债比(%)	0.10	3.63	-27.88	--

注: 2015 年一季度财务报表未经审计。

分析师

王 毓 景 雪

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。跟踪期内,公司资产和收入规模明显增长。同时,联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到,公司主营业务盈利和经营获现能力较弱,债务负担重、未来投资规模较大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,扩大生产规模等,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“14 首农 MTN001”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,受政府支持力度大。
2. 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。
3. 跟踪期内,公司经营规模不断扩大,带动资产和收入的增长。
4. 公司经营活动产生的现金流入量规模较大,对“14 首农 MTN001”保障能力较高。

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. 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大。
3. 2014 年,公司新增毛利率很低的商贸板块,其收入规模占比较大,导致整体毛利率有所下降。

4. 跟踪期内，公司有息债务规模迅速增长，债务负担重，且未来投资支出规模大，存在较大的对外融资压力。
5. 跟踪期内，公司经营性净现金流波动大。
6. 跟踪期内，公司存货中自住房项目开发成本规模较大；其他应付款规模大，主要为关联往来款以及土地补偿等。

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、企业基本情况

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拨付预算资金和项目资金,公司按照增加实收资本处理。2013年12月,根据《关于拨付2013年国有资本经营预算资金的通知》(京国资指[2013]255号),公司将2013年11月25日收到的北京市财政局拨付国有资本经营预算资金5000.00万元,专项用于“黑猪养殖基地(南口)建设项目”,增加了国家资本金,实收资本增加至16.18亿元。根据北京市国资委《关于拨付2013年预算资金的通知》(京国资2014第113号),2013年安排预算资金10亿元,增加国家资本金,专项用于支持三元乳业项目的建设,2014年公司收到上述资金,增加实收资本。截至2015年3月底,实收资本增加至26.18亿元。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、土地房屋管理部、战略管理部、人力资源部等11个部门。截至2014年底,纳入合并范围的二级子公司共35家。

截至2014年底,公司(合并)资产总额为574.47亿元,所有者权益合计为166.26亿元(其中少数股东权益43.30亿元)。2014年,公司实现营业收入351.56亿元,利润总额7.82亿元。

截至2015年3月底,公司(合并)资产总额为600.19亿元,所有者权益合计为183.49亿元(其中少数股东权益61.97亿元)。2015年1-3月,公司实现营业收入49.74亿元,利润总额-1.35亿元。

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

2014年,中国国民经济在新常态下保持平稳运行,呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算,全年国内生产总值636463亿元,按可比价格计算,比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为,在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万,调查失业率稳定在5.1%左右,居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升;以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现,中国经济向中高端迈进的势头明显;最终消费的比重提升,区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善

主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长 8%，城镇居民人均可支配收入实际增长 6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长 9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014 年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额 262394 亿元，比上年名义增长 12.0%（扣除价格因素实际增长 10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005 亿元，比上年名义增长 15.7%（扣除价格因素实际增长 15.1%）。全年进出口总额 264335 亿元人民币，比上年增长 2.3%。

2. 政策环境

2014 年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入 140350 亿元，比上年增加 11140 亿元，增长 8.6%。其中，中央一般公共预算收入 64490 亿元，比上年增加 4292 亿元，增长 7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860 亿元，比上年增加 6849 亿元，增长 9.9%。一般公共预算收入中的税收收入 119158 亿元，同比增长 7.8%。全国一般公共预算支出 151662 亿元，比上年增加 11449 亿元，增长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；

12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 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，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0%左右，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，进出口增长 6%左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、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

2014 年，中国肉类总产量 8707 万吨，同比增长 2.0%，其中，猪肉产量 5671 万吨，同比增长 3.2%；禽肉产量 1751 万吨，同比下降 2.7%；生猪出栏 73510 万头，同比增长 2.7%。牛奶产量 3725 万吨，同比增长 5.5%。

生猪方面，2014 年春节期间，生猪价格行情出现了罕见的大幅下跌，其主要原因是春节前终端需求小于之前预期，养殖户对年后行情持悲观心态，因而集中出栏，造成市场供大于求的局面，全部母猪的存栏量大大过剩。而目前需求下滑也从客观层面导致了供过于求，作为猪肉消费大户的餐饮业因受到“三公”消费的影响，需求下降也导致生猪价格走跌。截至 2014 年 4 月底，生猪价格跌至 10.55 元/公斤的低谷，较年初的 15.04 元/公斤的价格大幅下降了 29.85%。从 2014 年 5 月起，受国内生猪阶段性断档影响，生猪价格开始不断上升，2014 年 8 月 22 日，生猪的价格已经回复至 15.36 元/公斤

的年内最高值。2014年9月，生猪价格受中秋节前压栏生猪大量集中出栏影响，一路下行，截至2014年12月底，生猪价格稳为13.53元/公斤，较年初的生猪价格有所提升。2015年一季度，生猪价格继续下降，进入二季度后价格开始回升，截至2015年7月15日，生猪价格涨到17.07元/公斤。肉鸡方面，进入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；春节前鸡肉价格波动上涨，达到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。进入2014年，鸡肉价格1~10月呈小幅上升趋势，突破10元/斤，11月开始，价格小幅回降，截至2014年12月底，鸡肉价格为10.67元/斤。进入2015年，鸡肉价格继续保持在低位，截至2015年4月底价格为10.55元/斤。整体看，鸡肉价格仍在低位徘徊。

乳制品方面，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，中国人民群众生活水平不断提高，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。2014年全国规模以上乳制品制造企业数量为631家，实现销售总额3297.73亿元，同比增长16.46%；实现利润总额225.32亿元，同比增长25.10%。

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2014年国民经济和社会发展统计公报》，2014年，北京市实现地区生产总值21330.8亿元，比上年增长7.3%；同期，北京城镇居民人均可支配收入和农村居民人均纯收入分别达到43910元和20226元，扣除价格因素后分别比上年增长7.2%和8.6%；截至2014年底，北京市常住人口2151.6万人，比上年末增加36.8万人。

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5家国家级重点农业产业化龙头企业和“三元”、“华都”、“双大”、“黑六”等有广泛影响力的品牌。

截至2015年3月底，公司拥有9个农场，占地83439.83亩，均位于北京市市内或周边，距离需求市场近，运输成本低，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支持。2014 年，公司现代农牧业板块获得的政府补贴收入为 1.29 亿元。

六、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。

七、经营分析

1. 经营情况

跟踪期间，公司主营业务收入来源于现代农牧业、食品加工业、物产物流业以及新增的商贸四大板块，2014 年实现收入分别占比 17.93%、15.38%、24.62%以及 42.06%，其中新增商贸板块收入占比大。2014 年，受食品加工板块业务规模扩大以及新增商贸板块影响，公司实现主营业务收入 349.83 亿元，同比大幅增长。

从板块构成看，受商品猪、肉鸡、蛋鸡销售均价下降，以及欧洲进口奶牛数量规模较大导致牛冻精销量明显下降影响，2014 年现代农牧业收入有所下降，为 62.73 亿元，同比下降 4.95%；食品加工业实现收入 53.81 亿元，同比增长 35.17%，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；物产物流业收入规模变化不大，2014 年实现收入 86.13 亿元，较 2013 年小幅下降；新增商贸板块实现收入 147.16 亿元。

从板块盈利能力看，公司综合毛利率呈下降趋势，2014 年为 11.23%，同比下降 4.39 个百分点，主要因为新增毛利率很低的商贸板块收入占比大影响所致。分板块看，现代农牧业毛利率明显上升，2014 年为 12.94%，同比上升 4.93 个百分点，主要是由于原料奶价格上涨导致；食品加工业毛利率较上年基本持平，为 26.59%；物产物流业毛利率有所上升，2014 年为 18.59%，同比增长 2.34 个百分点，主要是因为 2014 年公司销售少量存货商品房，带动毛利率有所提升；新增商贸板块主要是根据下游客户需求以销定采，赚取差价，毛利率很低。

2015 年 1~3 月，公司实现收入 49.74 亿元，同比变化不大（2014 年 1~3 月，主营业务收入为 50.28 亿元），为 2014 年主营业务收入的 14.22%。2015 年 1~3 月，公司综合毛利率为 17.63%，较 2014 年上升 6.40 个百分点，主要是由于食品加工业和物产物流业毛利率上升所致，其中，食品加工业毛利率上升主要是因为 2015 年一季度原料奶价格回落导致成本下降，物产物流业毛利率上升主要是因为壳牌石油一季度毛利显著增长所致。

表 1 公司主营业务收入和毛利润结构

主营业务收入(亿元)				毛利率(%)			
产业	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月		2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
现代农牧业	66.00	62.73	17.04	现代农牧业	8.01	12.94	7.94
食品加工业	39.81	53.81	13.77	食品加工业	26.85	26.59	29.89
物产物流业	87.79	86.13	12.65	物产物流业	16.25	18.59	25.66
商贸	--	147.16	6.28	商贸	--	0.58	0.88
合计	193.60	349.83	49.74	合计	15.62	11.23	17.63
主营业务收入占比(%)				毛利润占比(%)			
现代农牧业	34.09	17.93	34.26	现代农牧业	17.48	20.66	15.43
食品加工业	20.56	15.38	27.69	食品加工业	35.35	36.41	46.94
物产物流业	45.35	24.62	25.43	物产物流业	47.17	40.75	37.00
商贸	--	42.06	12.62	商贸	--	2.18	0.63
合计	100.00	100.00	100.00	合计	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

注：因四舍五入原因，合计数与各板块加总数略有差异。

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。

公司现代农牧业的另一个经营主体华都集团已形成“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。2013年开始，为将禽肉类业务集中运营和管理，公司将三元种业旗下的鸭业板块转移至华都集团旗下。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。

从畜牧业产品的销量看，2014年，除牛冻精和肉鸡销量有所下降，其他产品销量均有不同程度上升；从产品价格看，商品猪、蛋鸡和肉鸡价格有所下降，其他产品价格均呈不同程度上升趋势。截至2014年底，三元种业资产总额54.54亿元，所有者权益21.24亿元，实现营业收入19.53亿元，利润总额2.54亿元；截至2014年底，华都集团资产总额41.98亿元，所有者权益10.20亿元，实现营业收入37.14亿元，利润总额-2.56亿元。

表2 公司畜牧业产品产销量情况

指标名称		2013年	2014年	2015年 1~3月
牛冻精	产量(万剂)	235	282	50
	销量(万剂)	350	289	170
	均价(元/剂)	18.35	19.49	12.49

商品鸭	产量(万对)	375	415	84
	销量(万对)	427	468	109
	均价(元/对)	82.89	85.40	84.06
商品猪	产量(对)	58976	88349	32494
	销量(对)	58976	59481	18863
	均价(元/对)	1973	1456	999
原料奶	产量(万公斤)	23357	30596	9044
	销量(万公斤)	22863	29893	8820
	均价(元/公斤)	4.12	4.64	4.14
肉鸡	产量(吨)	149948	122030	27521
	销量(吨)	146587	129566	29507
	均价(万元/吨)	2.16	1.28	1.27
蛋鸡	产量(万只)	15730	17315	4199
	销量(万只)	15677	17359	4098
	均价(元/只)	3.41	2.55	2.85

资料来源：公司提供

注：公司商品鸭、肉鸡以及蛋鸡等产量小于销量是由于上述产品有少量外购产品。

食品加工业

公司食品加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”），三元食品成立于1997年，2003年9月在上海证券交易所上市，是以奶业为主，兼营麦当劳快餐和房地产开发的中外合资股份制企业。三元食品的产品主要分为液态奶和固态奶两大类，涵盖了屋型包装鲜奶系列、超高温灭菌奶系列、酸奶系列、袋装鲜奶系列、奶粉系列、北京干酪及各种乳饮料、冷食、宫廷乳制品等百余品种，拥有“三元”、“燕山”、“绿鸟”、“雪凝”等著名商标。公司先后建成了液态奶、发酵奶、固态奶、科研培训中心四大基地以及位于内蒙古海拉尔市、河北迁安、河北石家庄、天津静海、广西柳州等地的十六大生产基地。公司销售区域以北京、河北、山东、河南为主，其中低温产品在北京市场的占有率约为50%。

公司食品加工业的原材料包括牛奶、糖、包材等，其中以牛奶采购为主，牛奶采购分为对内采购和对外采购两种。对内采购主要是通过公司下属的三元种业进行采购。三元种业拥有40多个规模化奶牛场，分布在北京、山东、河南、河北、江苏等地，为扩大经营规模、增

加市场占有率，2014年增加了对种群的采购，2015年3月奶牛总存栏数超过7万头，每头每年产奶量接近11吨，达到国际先进水平，年产优质原料奶3.1亿公斤，2014年存栏量和年产量均较2013年增长25%，内部采购的牛奶能满足食品加工板块约49%的需求量，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。截至2014年底，三元食品资产总额41.80亿元，所有者权益17.07亿元，实现营业收入45.02亿元，利润总额0.22亿元。

表3 公司牛奶资源和采购情况

指标名称		2013 年	2014 年	15 年 1~3 月
牛奶	对内采购 (万吨)	14.81	18.39	5.22
	对外采购 (万吨)	26.19	30.34	6.33
	对外采购均价 (元/吨) (不含税)	3775.80	3761.01	3001.97
	自给率 (%)	36.12	37.74	45.19
奶场	养殖量 (头)	24815	35793	36769
	产奶量 (吨/每头每年)	10.74	10.18	10.03

资料来源：公司提供

从食品制造业板块的产品产供销情况看，2014 年，原奶的对外采购均价略有下降。固态奶、液态奶产量均小幅下滑，固态奶销量呈上升趋势，液态奶销量小幅下滑；从价格方面看，固态奶和液态奶销售价格均呈明显上升态势。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%。2015 年一季度固态奶和液态奶销量分别为 2014 年全年水平的 25.78%和 24.71%，销售价格较 2014 年均均有小幅下降。

表4 公司食品制造业的销售情况

指标名称		2013 年	2014 年	15 年 1~3 月
固态奶 (奶粉、冷饮、干酪)	产量 (万吨)	2.64	2.45	0.98
	销量 (万吨)	2.86	3.53	0.91
	销售均价 (元/吨) (不含税)	25817	32283	32266
液态奶 (牛奶、酸奶)	产量 (万吨)	45.23	41.74	9.61
	销量 (万吨)	44.06	43.10	10.65
	销售均价 (元/吨) (不含税)	6798	7521	7372

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、物流、物产、房地产业是板块收入的主要来源，2014年分别占板块收入的45.85%、5.14%、12.23%和31.70%。

公司房地产业经营主体主要包括下属三级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责任公司（以下简称“龙冠房地产”）以及大连一方东港置地有限公司（以下简称“一方东港置地”）。截至2015年3月底，公司下属9个农场共有土地资源5562.66万平方米，其中333.33万平方米计划用于房地产板块。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。

截至目前，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）。

截至 2015 年 3 月底，公司已竣工未完成结算的项目为 B09 三嘉信苑项目、C14 馨瑞嘉园项目和北清家园园墅项目，建筑面积的 85%以上已完成销售，累计实现销售额 39.43 亿元，已结转收入 38.84 亿元。

表5 公司已竣工未结算项目情况

指标名称		B09 三嘉信苑	C14 馨瑞家园	北清家园园墅
建设情况	规划住宅套数(套)	1657	3355	419
	规划商业套数(套)	120	144	0
	建筑面积(平方米)	112779	310432	109649
	完成投资(万元)	47121	170490	78676
销售情况	销售套数(套)	1657	3355	392
	销售面积(平方米)	99916	255358	99932
	销售额(万元)	49518	196283	148499
	已结转收入(万元)	49518	194467	144458

资料来源：公司提供

在建房地产项目方面,截至2015年3月底,公司总投资合计291.01亿元,已完成投资200.51亿元,2015年4~12月计划投资23.94亿元。其中主要项目朝阳区崔各庄乡来广营北路二类居住用地(自住型商品房),2015年取得预售,7月摇号;B10项目(自住型商品房),2015年取得预售,签约完毕;北京市昌平区北七家镇R2二类居住、C2商业金融、U21公共交通、R54中小学校、R53托幼等用地项目(自住型商品房),2015年取得预售,6月摇号。

表6 公司在建房地产项目情况(单位:万元)

项目名称	项目性质	筹资方案			投资进度			
		自筹	贷款	合计	截至2015年3月底已完成投资	2015年4~12月	2016年	2017年
朝阳区崔各庄乡来广营北路二类居住用地项目	自住型商品房	288560.00	100000.00	388560.00	343365.00	20000.00	20000.00	5195.00
B10项目(上庄水库)	自住型商品房	222118.00	75000.00	297118.00	269764.00	3553.00	14876.00	8925.00
北京市昌平区北七家镇R2二类居住、C2商业金融、U21公共交通、R54中小学校、R53托幼等用地项目	自住型商品房	581958.00	210000.00	791958.00	522976.00	84223.00	80000.00	80000.00
双桥农场限价房	政策性房	45000.00		45000.00	40269.00	4731.00		
双桥公租房项目	政策性房	61568.00	20000.00	81568.00	74707.00	6861.00		
顺义区南法信镇34-1商业金融项目	商业金融	14578.00	32600.00	47178.00	37267.00	4628.00	5283.00	0.00
京润现代城项目	棚户区改造	335125.70	143625.30	478751.00	86745.18	85372.10	80000.00	120000.00
大连东港项目	商品房	465000.00	315000.00	780000.00	630000.00	30000.00	60000.00	60000.00
合计		2013907.70	896225.30	2910133.00	2005093.18	239368.10	260159.00	274120.00

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2015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。2014 年实现营业收入 39.49 亿元，毛利率为 6.08%。

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。2014 年公司物产业务实现主营业务收入为 10.53 亿元。

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。2014 年公司物流业务实现主营业务收入为 4.43 亿元。

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（以下简称：“上海首农”）。公司商贸板块主要以燃料油品、化工品等贸易为主，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、山东、福建。

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。销售主要通过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、福建和山东。商贸板块业务与上下游上下游结算均有一定的账期，但由于存在现行垫付上游货款的情况，在一定程度上有资金占用的情况，比例约占该板块现金流的 5%左右。截至 2014 年底，上海首农资产总额 13.36 亿元，所有者权益 1.38 亿元，实现收入 145.42 亿元，利润总额 0.46 亿元。

2014 年，公司油类的燃料油、轻质燃料油以及化工类的对二甲苯、混合芳烃分别实现销售额为 36.99 亿元、5.61 亿元、72.02 亿元及 25.90 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。

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 3 月底，公司主要在建项目（除房地产外）总投资为 38.10 亿元，已投资 19.48 亿元，2015 年 4~12 月计划投资 8.38 亿元。目前公司主要在建工程主要通过银行借款和自筹等模式筹集资金，随着部分在建工程的竣工，公司在建项目的投资规模呈下降趋势，但考虑到公司未来房产项目投资规模较大，公司仍存在较大的对外筹资需求。

表 7 公司主要在建项目的投资规划（单位：万元）

项目名称	筹资方案			投资进度			
	自筹	贷款	合计	截至 2015 年 3 月底累计投资	2015 年 4-12 月	2016 年	2017 年
蓝海中心（东北旺科研楼改扩建项目）	21607.00	21607.00	43214.00	34542.00	8672.00	--	--
农工商联合大学改扩建项目	34152.00	--	34152.00	1809.00	23450.00	8893.00	
定州现代循环农业科技园示范区（西区）项目	15000.00	58000.00	73000.00	73000.00	--	--	--
北京三元种业科技股份有限公司山东分公司寿光牧场项目	7000.00	15000.00	22000.00	9720.13	12279.87	--	--
集团办公楼	10800.00	33000.00	43800.00	41446.34	2353.66	--	--
食品中心（农产品研发培训及配货仓库）建设项目工程	16000.00	30000.00	46000.00	18125.00	27875.00	--	--
衡水华都肉鸡产业扶贫项目	15861.00	36000.00	51861.00	5710.00	200.00	500.00	32640.00
东郊法国国际学校项目（含东郊法国学校培训中心）	33500.00	33500.00	67000.00	10440.70	9017.16	10000.00	12000.00
合计	153920.00	227107.00	381027.00	194793.17	83847.69	19393.00	44640.00

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

公司于 2014 年 10 月发行了 2014 年第一期中期票据“14 首农 MTN001”（以下简称“本期中期票据”），发行额度 5 亿元，期限 3 年。本期中期票据所募集资金全部用于置换银行贷款。

截至目前，募集资金已全部按募集资金使用用途使用完毕。

九、财务分析

公司提供的 2012~2014 年度财务报表均已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并均出具了标准无保留意见审计结论。公司提供的 2015 年一季度财务数据未经审计。

2014 年，公司纳入合并范围的二级子公司 35 家，较 2013 年减少一家二级子公司。2015 年一季度，公司合并范围较 2014 年无变化。合并报表范围变化对公司财务数据可比性影响

小。

1. 盈利能力

2014 年，公司实现营业收入 351.56 亿元，同比增长 78.53%，主要是由于食品加工工业板块业务规模扩大以及新增商贸板块所致。同期公司营业成本同比增长 88.76%，高于公司营业收入增幅。受新增毛利率很低的商贸业务收入占比较大影响，公司营业利润率较上年有所下降，为 10.14%，同比下降 4.47 个百分点。

期间费用方面，2014 年，公司期间费用为 35.67 亿元，较上年增长 3.10%，其中销售费用和管理费用占比较高，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。2014 年公司期间费用率为 10.15%，同比下降 7.42 个百分点。整体看，公司期间费用控制能力有所提升但占比仍然较高，影响公司盈利能力。

非经常性损益方面，2014 年，公司资产减值损失 2.13 亿元，较 2013 年大幅上升，主要为存货跌价准备；2014 年，公司实现投资收益

1.10 亿元,较 2013 年明显下降,主要是公司本部获得的联营合营企业投资收益(联营合营企业包含光明饭店、安德鲁、荷美尔、国开厚德以及中外运)。2014 年公司营业外收入 10.25 亿元,其中收到政府补助 3.23 亿元,无形资产处置利得 2.5 亿元,以及其他 3.66 亿元,主要为拆迁补偿款和无法支付的应付款项结转等。营业外收支对公司的利润贡献为 8.87 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,公司营业外收入有一定的不确定性。

2014 年营业利润继续亏损,为-1.05 亿元(2013 年营业利润为-2.98 亿元);2014 年公司利润总额和净利润分别为 7.82 亿元和 5.39 亿元,同比分别增长 4.41%和 24.77%。公司利润主要来自于营业外收入,自身主业盈利能力较弱。

2015 年 1~3 月,公司实现营业收入 49.74 亿元,同比下降 2.36%,为 2014 年全年的 14.15%;受食品加工工业和物产物流业毛利率上升影响,公司营业利润率为 16.57%。2015 年 1~3 月,公司实现营业利润和利润总额分别为-1.74 亿元和-1.35 亿元(去年同期分别为-2.24 亿元和-1.94 亿元),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,2014 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.35%和 3.24%,同比分别下降 1.67 个百分点和 0.71 个百分点。

总体看,跟踪期内,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,跟踪期内,随着公司经营规模的扩大(2014 年新增商贸业务),2014 年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 87.99%,为 340.07 亿元;同期,受规模扩张及原料价格上涨影响,公司购买商品、接受劳

务支付的现金同比大幅增长,2014 年为 443.57 亿元。公司收到其他和支付的其他与经营活动有关的现金分别为 188.03 亿元和 135.28 亿元,主要是公司自住房项目在运作过程中的资金往来。2014 年公司现金收入比为 96.73%,同比增长 4.87 个百分点,收入实现质量一般。2014 年,公司经营活动现金流量净额为-85.70 亿元,主要是因为存货中房地产开发成本大幅增加所致。

从投资活动看,2014 年,公司投资活动现金流入量为 4.04 亿元,主要为取得投资收益和收到其他与投资活动有关的现金;其中取得投资收益收到的现金 1.29 亿元,主要为公司本部获得的联营合营企业投资收益;收到其他与投资活动有关的现金 1.99 亿元,主要为三元食品河北三元项目返回的土地款。2014 年,公司投资活动现金流出主要为构建固定资产、无形资产支付的现金以及投资支付的现金,其中投资支付的现金 19.30 亿元,主要为公司本部对北京农商行的投资以及南郊农场对中科电商谷的投资。2014 年,公司投资活动产生的现金流量净额仍体现为净流出,为-37.22 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。2014 年,公司筹资活动现金流入主要为吸收投资、银行借款、发行中期票据等,现金流出主要为偿还本息,分配股利、利润或偿付利息等。2014 年,公司筹资活动产生的现金流量净额为 138.22 亿元。

2015 年 1~3 月,公司经营活动产生的现金流入为 87.84 亿元,其中销售商品、提供劳务收到的现金为 60.30 亿元,现金收入比为 121.21%;经营活动现金流出 79.38 亿元,公司经营活动产生的现金流量净额为由负转正,为 8.46 亿元。同期,公司投资活动产生的现金流量净额为-11.38 亿元;筹资活动产生的现金流量净额为 25.66 亿元。

总体看,跟踪期内,公司经营净现金流波动大,经营活动产生的现金流不能满足公司投资需

求，公司未来投资支出规模大，存在较大的对外融资压力。

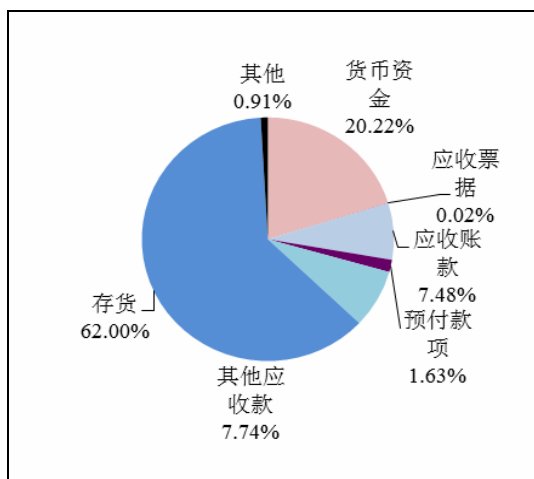
3. 资本及债务结构

截至 2014 年底，公司资产总额为 574.47 亿元，同比增长 42.55%，其中流动资产和非流动资产分别占 68.93%和 31.07%。由于公司存货的大幅增长，公司流动资产占比持续提升。

流动资产

截至 2014 年底，公司流动资产为 395.96 亿元，同比增长 51.70%，主要是由于货币资金、应收账款和存货增长所致，其构成主要由存货、货币资金和其他应收款构成。

图 1 2014 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表

截至 2014 年底，公司货币资金为 80.05 亿元，同比增长 25.39%，其中银行存款占 98.55%，货币资金中受限资金为 0.48 亿元，公司货币资金充足。

截至 2014 年底，公司应收账款为 29.60 亿元，主要为应收货款以及贸易款，同比增长 14.00%，主要是因为公司 2014 年新增贸易板块导致应收贸易款增加所致；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，从账龄看，1 年以内的占 92.83%，集中度较高；2014 年底公司对应收账款共计提坏账准备 1.41 元，坏账准备 4.53%，计提较充分。截至 2014 年底，公司预付款项 6.45 亿元，同比下降

7.89%，从账龄看，1 年以内的占 70.42%，账龄较短。

截至 2014 年底，公司其他应收款账面余额为 34.34 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 25.45 亿元，按组合计提坏账准备的其他应收款账面余额为 8.49 亿元，从账龄看，1 年以内的占 69.67%，账龄较短；2014 年公司累计计提坏账准备 3.69 亿元，坏账计提比例为 10.75%，计提较充分。截至 2014 年底，公司其他应收款净额为 30.64 亿元，同比下降 21.82%。

截至 2014 年底，公司存货余额同比增长 108.14%，主要是由于自住房项目开发成本大幅增长所致；截至 2014 年底，公司存货原值为 248.01 亿元，其中开发成本、库存商品、原材料和开发产品分别占 76.16%、4.84%、3.93%和 5.91%；2014 年公司存货累计计提跌价准备 2.50 亿元，主要是对库存商品的计提跌价准备，存货净额为 245.51 亿元。

非流动资产

截至 2014 年底，公司非流动资产为 178.52 亿元，同比增长 25.74%，主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产和在建工程构成。

截至 2014 年底，公司可供出售金融资产为 19.38 亿元，同比大幅增长，主要是因为按照 2014 年新会计准则要求，对未能实施控制、重大影响的被投资单位的会计核算原在“长期股权投资”科目下调整至“可供出售金融资产”进行核算处理导致，主要包含对国开厚德、北京农商行的股权投资。

截至 2014 年底，公司长期股权投资为 17.86 亿元，同比略有下降，主要为对合营企业和联营企业的投资，被投资企业主要包括按权益法核算的北京中科电商谷投资有限公司、北京中北京麦当劳食品有限公司、北京光明饭店有限公司以及北京全聚德三元进行食品有限责任公司等。截至 2014 年底，公司投资性房地产原值为 20.17 亿元，主要为房屋建筑物和土地使用

权，公司累计计提折旧和摊销 6.41 亿元，投资性房地产净值为 13.76 亿元。

截至 2014 年底，公司固定资产原值为 101.71 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 31.42 亿元，计提减值准备 1.55 亿元，公司固定资产账面价值为 66.04 亿元，同比略有增长。

截至 2014 年底，公司在建工程 23.79 亿元，同比增长 17.66%，主要是河北首农定州园区西区项目（三元种业）、新办公楼、东北旺蓝海中心科研楼（西郊农场）、首农食品中心农产品研发及配件仓库（首农本部）等，2014 年计提减值准备 1.24 亿元，主要是对一些生产线的评估减值及对停建无法使用的在建工程计提的减值准备。

截至 2014 年底，公司生产性生物资产为 14.50 亿元，同比增长 35.46%，主要是由于公司现代农牧板块的饲养规模（牛、肉鸡蛋鸡等）扩大所致。

截至 2014 年底，公司无形资产为 12.84 亿元，同比增长 50.67%，主要是土地使用权。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额 600.19 亿元，较 2014 年底增长 4.48%；其中流动资产占 69.87%，非流动资产占 30.13%，资产构成较 2014 年底变化不大。

总体看，公司资产构成以流动资产为主，流动资产中货币资金、存货占比高；其中存货中房地产开发成本占比较高，公司整体资产质量一般。

所有者权益

截至 2014 年底，公司所有者权益为 166.26 亿元，同比增长 51.90%，其中归属于母公司的权益为 122.96 亿元，少数股东权益 43.30 亿元，归属于母公司所有者权益中，实收资本占 21.29%，资本公积占 72.29%，未分配利润占 6.42%。

截至 2014 年底，公司实收资本 26.18 亿元，同比增长 61.81%，主要是因为根据北京市国资委《关于拨付 2013 年预算资金的通知》（京国资

2014 第 113 号），2013 年安排预算资金 10 亿元，增加国家资本金，专项用于支持三元乳业项目的建设，2014 年收到上述资金，增加实收资本。同期，公司资本公积为 88.88 亿元，同比增长 74.65%，主要是因为 2014 年公司收到朝阳区崔各庄乡来广营东路、昌平区北七家镇地铁和海淀区上庄镇 B10 地块三个项目的土地成交价与地价会审核的基本地价差价的 50%，划入国资委国有资本经营预算，2014 年公司收到 35.15 亿元，增加资本公积处理。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益为 183.49 亿元，较 2014 年底增长 10.36%，主要是由于少数股东权益增长所致，其结构较 2014 年底相比变化不大。

总体看，公司所有者权益中实收资本和资本公积占比较高，整体稳定性好。

负债

截至 2014 年底，公司负债合计为 408.21 亿元，同比增长 39.07%，主要是由于短期借款、其他应付款以及长期借款的增长所致，其中流动负债占 75.30%，非流动负债占 24.70%，公司负债以流动负债为主。

截至 2014 年底，公司流动负债 307.37 亿元，较上年增长 34.69%，主要由短期借款、应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

截至 2014 年底，公司短期借款为 98.80 亿元，同比增长 93.31%，主要为信用借款；应付账款为 31.38 亿元，同比下降 14.93%，主要是应付贸易款以及工程款；公司预收账款较上年下降 32.71%，2014 年底为 16.99 亿元，主要是预售房款。

公司其他应付款主要为关联方往来款、搬迁费用和土地补偿款等。2014 年底为 117.78 亿元，同比增长 33.22%，其中 1 年以内的占 55.41%。2014 年其他应付款汇总单项金额较大的主要是崔各庄、上庄等自主性商品房项目土地补偿款、福建中庚实业集团有限公司的关联往来款以及东方瑞平保障房项目的土地补偿款

等。

截至 2014 年底，公司一年内到期的非流动负债 33.82 亿元，主要是 2014 年发行的第一期短期融资券（发行金额 7 亿元）、2014 年发行的第二期短期融资券（发行金额 9 亿元）2014 年发行的第二期、三期、四期定向债务融资公积（合计发行金额 15 亿元）等。

截至 2014 年底，公司非流动负债为 100.84 亿元，主要由长期借款和专项应付构成。截至 2014 年底，公司长期借款 71.47 亿元，同比增长 70.04%，主要为抵押借款和保证借款；同期公司应付债券 6.00 亿元，主要为 2014 年发行的第一期中期票据 5 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司负债合计为 416.70 亿元，较 2014 年底略有增长，主要是长期借款和应付债券增加所致，其中流动负债占 72.88%，非流动负债占 27.12%，公司负债结构变化不大；应付债券为 18.20 亿元，同比增加 12.2 亿元，主要是因为公司本部 2015 年发行私募债 10 亿元，华都集团、三元种业发行中小企业集合票据 2.2 亿所致。

截至 2014 年底，公司全部债务 211.61 亿元，同比增长 86.24%，其中短期债务占 63.39%，长期债务占 36.61%；从债务指标看，资产负债率同比略有下降，为 71.06%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所上升，分别为 56.00%和 31.78%，分别同比上升 5.07 个百分点和 3.16 个百分点。

截至 2015 年 3 月底，公司有息债务总额为 229.18 亿元，较 2014 年底增长 8.30%，其中短期债务和长期债务占比分别为 56.56%和 43.44%，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分别小幅降至 69.43%和 55.54%，由于长期借款和应付债券的增加，长期债务资本化比率升至 35.18%。

总体看，公司所有者权益稳定性好；负债结构以流动负债为主，有息债务规模增长较快，债务负担重。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2014 年公司流动比率为 128.82%，同比上升 14.44 个百分点，由于存货的大幅增加，速动比率下降至 48.95%，同比下降 13.74 个百分点，截至 2015 年 3 月底，以上两项指标分别为 138.09%和 61.94%。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，公司短期偿债能力正常。

从长期偿债指标来看，2014 年，公司 EBITDA 为 24.60 亿元，同比略有增长；2014 年，公司 EBITDA 利息倍数由 2013 年的 4.67 倍升至 6.01 倍；公司全部债务/EBITDA 由 2013 年的 4.83 倍增长至 8.60 倍。受益于公司非经常性损益的贡献，公司利润规模持续扩大，但公司目前债务负担重，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 2015 年 3 月底，公司对外担保 780.65 万元，担保比率为 0.04%，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 653.65 万元和 127 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。

截至 2015 年 3 月底，公司从国内主要银行获得的授信额度合计为 360.34 亿元，尚未使用额度为 168.79 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

“14 首农 MTN001”发行额度 5 亿元，2014 年，公司 EBITDA、经营活动现金流入量分别为 24.60 亿元和 528.97 亿元，分别是“14 首农 MTN001”本金的 4.92 倍和 105.79 倍。公司经营活动现金流入量对“14 首农 MTN001”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（机构信

用代码：G1011010201272500U)。截至 2015 年 7 月 7 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，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。担保信息中（对合并口径以内的子公司担保），共有不良类担保 2429.02 万元，主要是因为下属子公司经营不善及历史原因造成的，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。公司过往债务履约情况有待改善。

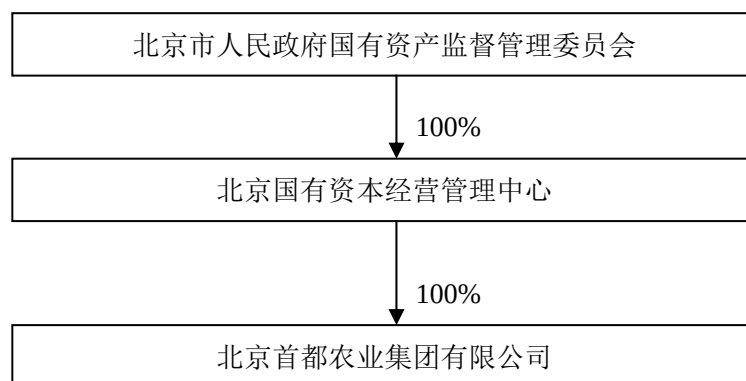
7. 抗风险能力

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。

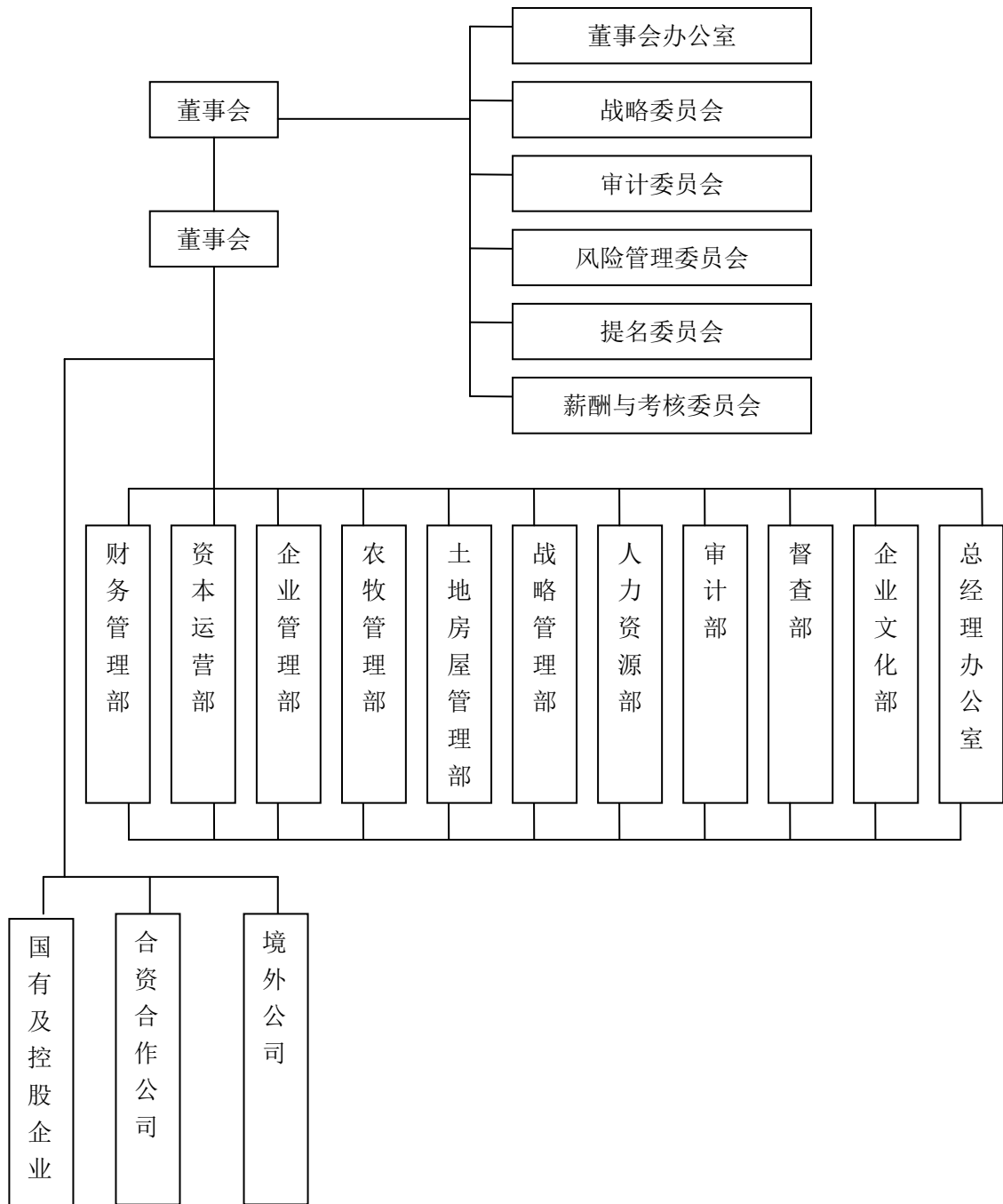
十、结论

综合考虑，联合资信维持北京首都农业集团有限公司 AA⁺ 的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“14 首农 MTN001”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 主要财务数据及指标

项目	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	46.24	64.33	80.13	102.62
资产总额(亿元)	306.53	402.99	574.47	600.19
所有者权益(亿元)	82.45	109.45	166.26	183.49
短期债务(亿元)	44.38	69.74	134.14	129.62
长期债务(亿元)	46.62	43.88	77.47	99.57
全部债务(亿元)	91.00	113.62	211.61	229.18
营业收入(亿元)	166.62	196.92	351.56	49.74
利润总额(亿元)	4.65	7.49	7.82	-1.35
EBITDA(亿元)	15.45	23.53	24.60	--
经营性净现金流(亿元)	0.16	8.27	-85.70	8.46
财务指标				
销售债权周转次数(次)	21.51	11.18	12.53	--
存货周转次数(次)	2.14	1.63	1.72	--
总资产周转次数(次)	0.64	0.56	0.72	--
现金收入比(%)	103.55	91.86	96.73	121.21
营业利润率(%)	16.51	14.61	10.14	16.57
总资本收益率(%)	3.80	4.02	2.35	--
净资产收益率(%)	3.92	3.95	3.24	--
长期债务资本化比率(%)	36.12	28.62	31.78	35.18
全部债务资本化比率(%)	52.47	50.93	56.00	55.54
资产负债率(%)	73.10	72.84	71.06	69.43
流动比率(%)	113.52	114.38	128.82	138.09
速动比率(%)	59.87	62.69	48.95	61.94
经营现金流动负债比(%)	0.10	3.63	-27.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.29	4.67	6.01	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.89	4.83	8.60	--

注：公司 2015 年一季度财务数据未经审计。

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
 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 主体长期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，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级。

附件 5 短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，银行间债券市场短期债券信用等级划分为四等六级，符号表示分别为：A-1、A-2、A-3、B、C、D，每一个信用等级均不进行微调。

级别设置	含 义
A-1	为最高级短期债券，其还本付息能力最强，安全性最高
A-2	还本付息能力较强，安全性较高
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不良环境变化的影响
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险
C	还本付息能力很低，违约风险较高
D	不能按期还本付息