跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1702 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，并维持“14首农MTN001”AA^+的信用等级。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十八日

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：2016 年 7 月 28 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
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
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	--
经营现金流动负债比(%)	3.65	-27.88	14.28	--

注：2016 年一季度财务报表未经审计。

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。2015 年，公司资产权益规模、营业收入及利润总额均有所增长。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。

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在北京市场占有率高，具有良好的品牌和规模优势。
3. 跟踪期内，公司资产权益规模有所增长，债务负担略有下降。
4. 公司经营活动产生的现金流入量规模较大，对“14首农MTN001”保障能力较强。

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. 2015年，公司主营业务盈利能力趋于弱化，期间费用高，利润依赖非经常性损益。
3. 公司未来投资支出规模大，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“14 首农 MTN001”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。

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。中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 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。

四、行业及区域经济环境

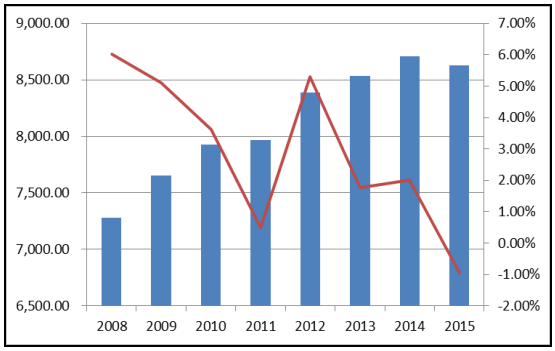
公司是大型的农业产业集团，目前已经形成优质种源开发、养殖、疫情防治和食品加工的完整产业链。

1. 肉类及乳制品行业

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、%）

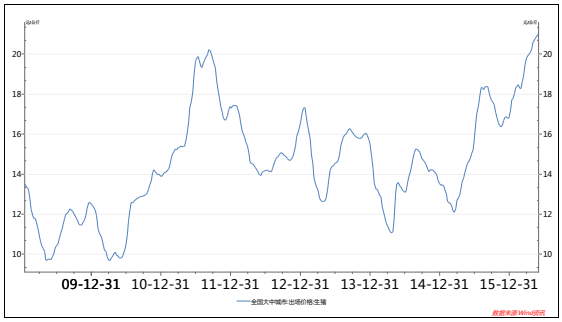


资料来源：wind资讯

2009 年以来，中国规模以上生猪定点屠宰企业屠宰量波动增长，2015 年为 2.14 亿头，同比下降 9.32%。2009~2013 年，中国猪肉价格进入上升通道，养殖户补栏热情高涨，能繁母猪及生猪存栏量均保持高位。2014 年以来，由于前期补栏数量众多，生猪养殖产能释放速度高于需求增长速度，猪肉价格进入下行周期，同时向上传导影响养殖户补栏欲望，加之国家出台更严厉环保措施，淘汰不合格养殖散户，中国能繁母猪和生猪存栏量均持续下降，2016 年 4 月分别为 0.38 亿头和 3.72 亿头，达到历史低点，在近期猪肉需求保持相对稳定的大环境下，推升猪肉价格进入新一轮上涨周

期。2015 年以来，全国大中城市生猪出厂价格保持波动增长趋势，2016 年 6 月为 21.03 元/公斤，超过历史最高点。预计到 2017 年一季度，生猪供应将维持总体平衡但略显偏紧的态势，猪肉价格或将维持相对高位。

图2　2009~2016年4月全国大中城市生生猪出厂价格
（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。春节前鸡肉价格波动上涨，达到当年以来最高的 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 年一季度，鸡肉价格无明显起色，2014 年二季度起，鸡肉价格有所回升，于 2014 年 10 月达到最高点 10.77 元/斤，此后持续回落，截至 2014 年 12 月为 10.67 元/斤。2015 年以来，鸡肉价格整体波动上行，截至 2016 年 4 月为 10.74 元/斤。

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。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。

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 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“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. 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

跟踪期内，公司治理结构、管理制度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、物产物流业以及商贸四大板块，2015 年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，2015 年公司现代农牧业收入有所下降，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；食品加工业实现收入 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；物产物流业实现收入 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，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。现代农牧业毛利率为 11.02%，同比下降 1.92 个百分点；食品加工业毛利率同比下降 1.67 个百分点至 24.92%；物产物流业下降 1.94 个百分点至 16.65%；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。

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。

表2　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”），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”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3　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4 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责任公司等。

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；第三种模式为购买加政府配售相结合。保障房项目收入列入开发成本，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5　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出让金返还，公司资本支出压力处于可控区间。

表6 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	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	--
暖山金域城	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务收入为 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务收入为 4.56 亿元，毛利率为 22.49%。

商贸

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。公司商贸板块不存在集团内部销售或采购情况。

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，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。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、江苏和山东等，前五大客户销售占比为 59.06%。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 7　截至 2015 年底公司主要在建项目的投资规划（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、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2013~2015年度财务报表均已经瑞华会计师事务所（特殊普通合伙）[1]审计，并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。

2015 年，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。合并范围变化对公司财务数据可比性影响小。

1. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 372.33 亿元，同比增长 5.91%；同期，公司营业成本为 331.02 亿元，同比增长 5.92%，与营业收入增幅基本一致。公司营业利润率为 9.82%，同比减小 0.32 个百分点。

期间费用方面，2015 年，公司期间费用为 38.47 亿元，同比增长 7.85%，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。2015 年公司期间费用占营业收入比重为 10.33%，同比增加 0.18 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，2015 年，公司资产减值损失 3.99 亿元，同比增长 86.89%，主要为坏账损失；2015 年，公司实现投资收益 2.96 亿元，同比大幅增长，主要是公司本部获得的联营合营企业的投资收益。2015 年公司营业外收入 15.63 亿元，同比增长 52.58%，其中收到政府补助 2.89 亿元、其他 11.87 亿元（主要为拆迁补偿款）。营业外收支对公司的利润贡献为 13.40 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。

2015 年营业利润亏损有所扩大，为-2.92 亿元；在营业外收入贡献下，2015 年公司实现利润总额和净利润分别为 10.48 亿元和 5.76 亿元，同比分别增长 34.03%和 6.79%。公司利润主要来自于营业外收入，自身主业盈利能力较弱。

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，2015 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 4.87%和 2.89%，同比分别增加 2.52 个百分点和减少 0.35 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，受公司经营规模扩大的影响，2015 年公司销售商品、提供劳务收到的现金同比增长 22.73%，为 417.38 亿元；同期，公司购买商品、接受劳务支付的现金为 311.82 亿元，同比下降 29.70%。公司收到其他和支付的其的现金分别为 45.00 亿元和 65.32 亿元，同比均明显下降，主要是公司自住房项目在运作过程中的资金往来。2015 年公司现金收入比为 112.10%，同比增加 15.37 个百分点，收入实现质量有所提升。2015 年，公司经营活动现金流量净额为 46.87 亿元，同比由负转正。

从投资活动看，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。2015 年，公司投资

[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。

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。2015 年，公司投资活动产生的现金流量净额仍体现为净流出，为-8.59 亿元，支出规模同比下降。

2015 年，公司经营活动产生的现金流量能够满足公司投资需要。同期，公司筹资活动现金流入主要为取得借款收到的现金，现金流出主要为偿还债务支付的现金。2015 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 7.00 亿元，同比大幅下降。

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，跟踪期内，公司经营净现金流由负转正，经营活动产生的现金流能够满足公司投资需求，但考虑到公司在建工程规模较大，未来仍存在一定对外融资需求。

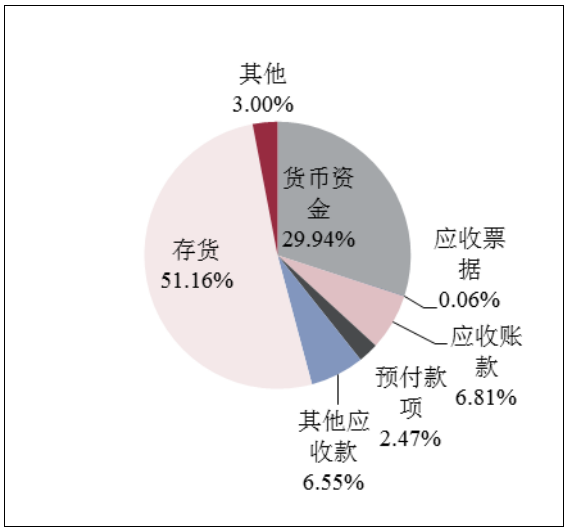
3. 资本及债务结构

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%，资产结构同比变化不大。

流动资产

截至 2015 年底，公司流动资产为 430.49 亿元，同比增长 8.72%，主要是由于货币资金（占 29.94%）、应收账款（占 6.81%）和存货（占 51.16%）构成

图 3　2015 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报表

截至 2015 年底，公司货币资金为 128.88 亿元，同比增长 61.00%，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。

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；公司应收账款前五名占 44.46%，集中度高。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。

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%。

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。

截至 2015 年底，公司其他流动资产 12.08 亿元，同比增长 285.99%，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

截至 2015 年底，公司非流动资产为 192.14 亿元，同比增长 8.38%，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 2015 年底，公司可供出售金融资产为 18.66 亿元，同比下降 3.69%，主要为可供出售权益工具，按成本计量的占 99.41%。

截至2015年底，公司长期股权投资为18.68亿元，同比有所增长，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、北京荷美尔食品有限公司以及北京全聚德三元金星食品有限责任公司等。截至 2015 年底，公司投资性房地产净值为 14.05 亿元，同比变化不大。

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。

截至 2015 年底，公司在建工程 36.25 亿元，同比增长 52.39%，主要是河北首农定州园区西区项目、河北工业园项目、首农新办公楼、首农食品中心农产品研发及配件仓库等。

截至 2015 年底，公司生产性生物资产为 15.23 亿元，同比变化不大，主要是各类畜禽；公司无形资产为 11.93 亿元，同比变化不大，主要是土地使用权。

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；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，公司整体资产质量尚可。

所有者权益

截至2015年底，公司所有者权益为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。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比较高，整体稳定性较好。

负债

截至2015年底，公司负债合计为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。

截至 2015 年底，公司流动负债 328.14 亿元，较上年增长 6.76%，主要由短期借款、应付账款、预收款项、其他应付款和一年内到期的非流动负债构成。

截至 2015 年底，公司短期借款为 83.39 亿元，同比下降 15.59%，主要为信用借款；应付账款为 27.95 亿元，同比下降 10.95%，主要是应付贸易款以及工程款，账龄大部分在 1 年以内；公司预收账款为 48.21 亿元，同比增长 183.68%，主要是预售房款，账龄主要在 1 年以内。

公司其他应付款主要为待付土地拆迁款（43.27 亿元）、关联方往来款（18.77 亿元）、非关联方往来款（19.75 亿元）等。2015 年底为 106.22 亿元，同比下降 9.81%；公司一年内到期的非流动负债 41.94 亿元，同比增长 24.01%，主要是一年内到期的长期借款和应付债券。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 95.24 亿元，主要由长期借款和应付债券构成。截至 2015 年底，公司长期借款 71.71 亿元，同比保持相对稳定，主要为抵押借款和保证借款；公司应付债券 7.20 亿元，同比增长 20.00%。

截至 2016 年 3 月底，公司负债合计为 442.77 亿元，较 2015 年底增长 4.58%，主要是短期借款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；短期借款为 33.20 亿元，较 2015 年底增长 16.39%，应付债券为 18.20 亿元，较 2015 年底增长 361.11%。

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，资产负债率同比略有下降，为 68.00%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均有所下降，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增加至 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增加至 34.09%。

总体看，跟踪期内，公司所有者权益稳定性较好；债务规模变化不大， 债务负担一般。

4. 偿债能力

从短期偿债能力看，2015 年底，公司流动比率为 131.19%，同比上升 2.37 个百分点；速动比率为 64.07%，同比上升 15.12 个百分点，主要系存货减少所致；公司经营现金流动负债比为 14.28%，截至 2016 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 138.50%和 69.51%；较 2015 年底均有所增长。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，2015年，公司EBITDA为26.37亿元，同比略有增长；2015年，公司EBITDA利息倍数由2014年的2.33倍降至1.83倍；公司全部债务/EBITDA由2014年的8.60倍降至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。

5. 本期债券偿还能力分析

“14首农MTN001”发行额度5亿元，2015年，公司EBITDA、经营活动现金流入量分别为26.37亿元和463.12亿元，分别是“14首农

MTN001”本金的5.27倍和92.62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 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。

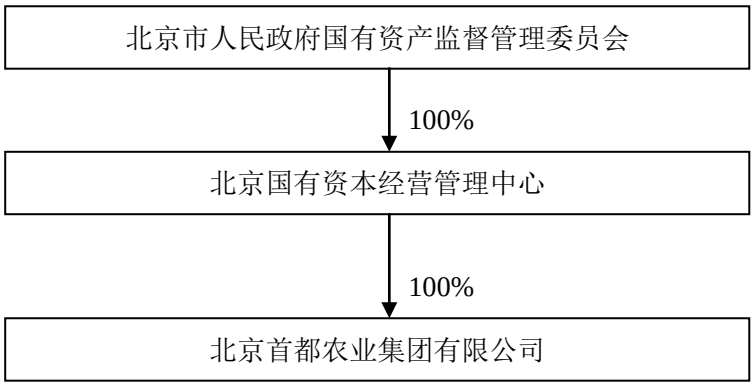
7. 抗风险能力

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。

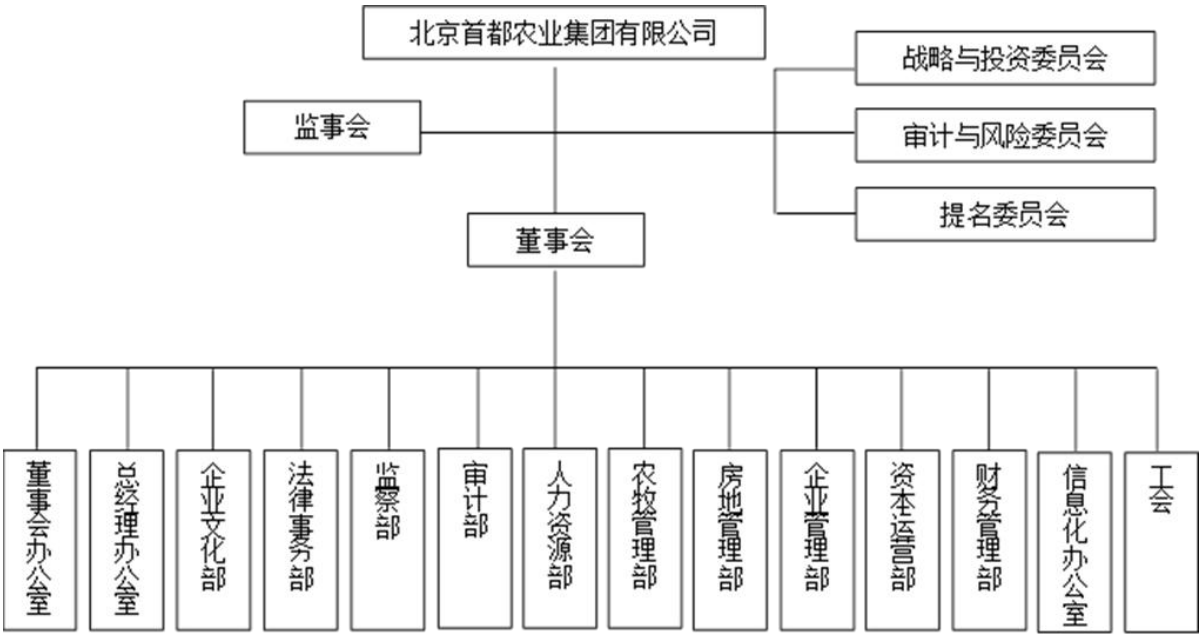
十、结论

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。

附件 1-1　截至 2016 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	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	--

注：2016 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

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。