

信用评级公告

联合〔2020〕4609号

联合资信评估股份有限公司通过对北京二商集团有限责任公司及其拟公开发行的 2020 年可续期公司债券（第一期）的信用状况进行综合分析和评估，确定北京二商集团有限责任公司主体长期信用等级为 AA⁺，北京二商集团有限责任公司 2020 年公开发行可续期公司债券（第一期）信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

评级总监：



二〇二〇年十一月二十七日

北京二商集团有限责任公司

2020年公开发行可续期公司债券（第一期）信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺
担保方信用等级：AAA
本期可续期公司债券信用等级：AAA
评级展望：稳定

债项概况：

发行规模：不超过8亿元（含）
债券期限：品种一2+N年，品种二3+N年；本期债券引入品种间回拨选择权，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的100%
担保方：北京首农食品集团有限公司
担保方式：全额无条件不可撤销连带责任保证担保
付息方式：在不行使递延支付利息权的情况下，每年付息一次
偿付顺序：本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债券和其他债务
募集资金用途：募集资金扣除相关发行费用后，全部用于偿还有息负债

评级时间：2020年11月27日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
一般工商企业信用评级方法	V3.0.201907
一般工商企业主体信用评级模型	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均在联合资信官网公开披露

评级观点

联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对北京二商集团有限责任公司（以下简称“公司”或“二商集团”）的评级，反映了公司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，股东实力很强，经营规模较大，旗下的多个产品知名度较高，市场地位突出。公司自成立以来承担中央和北京市两级政府重要食品的储备任务，获得了政府的大力支持，战略地位显著。近年来，随着肉类价格上涨、公司经营规模扩大及产业链进一步延伸，公司营业收入持续增长，整体经营情况良好。同时，联合资信也关注到公司所处食品行业竞争激烈、大额预付款项和存货对营运资金存在占用、非经常性损益对利润影响很大、经营性现金流持续净流出以及债务负担较重且债务结构有待改善等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

2017年12月15日，北京市国资委宣布对北京首都农业集团有限公司、北京粮食集团有限责任公司和二商集团实施联合重组，重组后的北京首农食品集团有限公司（以下简称“首农食品集团”）为公司控股股东，对公司支持力度较大。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券由首农食品集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。首农食品集团作为北京市国资委下属的唯一农业集团，近年来营业收入和净利润均保持增长，整体经营情况良好，担保能力强，其所提供的担保显著提升了本期可续期公司债券的信用水平。

基于对公司主体长期信用状况以及本期可续期公司债券偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很低，本期可续期公司债券到期不能偿还的风险极低。

优势

- 战略地位显著，品牌知名度高。**公司长期承担中央和北京市两级政府重要食品的储备任务，战略地位显著，政府支持力度大；公司旗下的“大红门”猪肉、“王致和”腐乳、“六必居”酱菜等众多产品历史悠久，具有较强竞争优势。
- 产业结构合理，产业链条不断延伸。**公司形成了以食品加工、现代分销及现代物流为主导的业务模式，产业结构合理，并不断开展上游养殖基地的扩充建设以及下游物流产业的整合，进一步延伸产业链条，实现产业联动经营。

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa ⁺		评级结果	AA ⁺	
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果	
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2	
			行业风险	3	
		自身竞争力	基础素质	2	
			企业管理	2	
			经营分析	2	
财务风险	F2	现金流	资产质量	1	
			盈利能力	3	
			现金流量	2	
		资本结构		2	
		偿债能力		2	
调整因素和理由				调整子级	
—				—	

注：经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1-F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：宁立杰 崔濛骁

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

- 营业收入稳定增长。随着肉类市场价格上涨，公司营业收入和利润总额持续增长，综合毛利率波动上升，整体盈利能力有所增强。
- 首农食品集团的担保对本期可续期公司债券信用水平有显著提升作用。首农食品集团作为公司的唯一股东，并为本期可续期公司债券提供不可撤销连带责任保证担保，对本期可续期公司债券的信用水平起到了显著提升作用。

关注

- 行业竞争激烈，原材料价格波动大。公司所处食品行业进入门槛较低，竞争激烈，可替代品众多，行业竞争激烈。同时，猪肉、酒类、白糖等主要原材料价格波动较大，不利于公司生产成本控制。
- 预付款项和存货对营运资金占用明显，经营活动现金流持续净流出。截至 2019 年末，存货和预付款项占公司流动资产的比例分别为 32.44% 和 36.48%，对营运资金占用明显。2017—2019 年，公司经营活动现金净流量分别为 -2.01 亿元、-2.63 亿元和 -9.32 亿元，呈持续净流出态势。
- 非经常性损益对利润影响很大。2019 年，公司其他收益为 3.11 亿元，占营业利润的 51.93%，政府补助对公司利润影响很大；公司资产减值损失为 3.08 亿元，占营业利润的 51.50%，对营业利润侵蚀明显。
- 债务负担较重，债务结构有待优化。截至 2020 年 6 月末，公司资产负债率为 68.73%，全部债务资本化比率为 50.63%，债务负担较重；公司全部债务为 88.29 亿元，较年初增长 43.47%，其中短期债务占比为 95.12%，债务结构有待优化。
- 重要子公司拟协议转让。北京二商肉类食品集团有限公司作为公司的重要子公司拟协议转让给首农食品集团；若上述股权划转完成，公司资产和收入规模均将有不同程度的下降，将对公司信用水平造成一定不利影响。

主要财务数据：
发行人—北京二商集团有限责任公司

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
现金类资产(亿元)	22.56	22.72	27.24	40.97
资产总额(亿元)	174.22	194.33	243.25	275.26
所有者权益(亿元)	63.56	65.17	81.96	86.08
短期债务(亿元)	52.79	50.57	57.23	83.98
长期债务(亿元)	1.29	1.34	4.31	4.31
全部债务(亿元)	54.08	51.90	61.54	88.29
营业收入(亿元)	372.57	410.68	528.99	293.35
利润总额(亿元)	4.54	3.18	5.76	4.93
EBITDA(亿元)	10.58	9.38	13.29	/
经营性净现金流(亿元)	-2.01	-2.63	-9.32	-25.39
营业利润率(%)	6.40	6.15	6.80	6.89
净资产收益率(%)	4.96	2.90	5.00	4.79
资产负债率(%)	63.52	66.47	66.31	68.73
全部债务资本化比率(%)	45.97	44.33	42.89	50.63
流动比率(%)	119.21	118.42	127.18	124.65
经营现金流流动负债比(%)	-2.01	-2.23	-6.35	-14.58
现金短期债务比(倍)	0.43	0.45	0.48	0.49
EBITDA 利息倍数(倍)	5.85	4.46	4.38	/
全部债务/EBITDA(倍)	5.11	5.53	4.63	/
公司本部(母公司)				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
资产总额(亿元)	80.64	76.49	88.36	95.50
所有者权益(亿元)	39.18	40.80	53.31	55.59
全部债务(亿元)	26.85	21.50	17.50	22.70
营业收入(亿元)	15.38	18.49	27.08	11.05
利润总额(亿元)	1.02	0.16	0.67	1.78
资产负债率(%)	51.41	46.65	39.67	41.79
全部债务资本化比率(%)	40.66	34.51	24.71	28.99
流动比率(%)	110.39	111.60	149.02	146.37
经营现金流流动负债比(%)	-0.77	-0.63	-0.53	-0.72

注：1. 本报告部分合计数与各加总数之和略有差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；
 2. 公司 2020 年 1—6 月财务报表未经审计，相关指标计算未年化；3. 2017 年、2018 年财务数据分别取自 2018 年、2019 年审计报告期初数/上期数，2019 年财务数据取自 2019 年审计报告期末数/本期数；4. 公司其他流动负债中的债务部分已纳入相关债务指标核算，合并口径现金类资产已扣除受限货币资金

资料来源：公司财务报告及提供资料，联合资信整理

担保方—北京首农食品集团有限公司

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
现金类资产(亿元)	193.30	180.16	139.68	190.95
资产总额(亿元)	1130.09	1335.25	1453.65	1562.26
所有者权益(亿元)	349.73	401.32	476.26	478.41
短期债务(亿元)	288.02	258.99	284.71	410.86
长期债务(亿元)	126.60	253.86	213.03	227.59
全部债务(亿元)	414.62	512.86	497.74	638.44
营业总收入(亿元)	1143.15	1266.55	1422.64	690.02
利润总额(亿元)	34.32	40.16	43.54	12.28
EBITDA(亿元)	69.76	80.97	84.10	/

经营性净现金流(亿元)	1.13	10.14	15.65	-49.87
营业利润率(%)	8.82	8.89	9.02	8.57
净资产收益率(%)	6.96	7.43	6.69	1.62
资产负债率(%)	69.05	69.94	67.24	69.38
全部债务资本化比率(%)	54.24	56.10	51.10	57.16
流动比率(%)	116.79	124.39	120.02	117.16
经营现金流动负债比(%)	0.18	1.63	2.23	-6.31
全部债务/EBITDA(倍)	5.94	6.33	5.92	/
EBITDA 利息倍数(倍)	4.88	3.60	3.88	/

注：1. 2017 年财务数据为追溯调整后的财务数据，2020 年 1—6 月财务数据未经审计，相关指标计算未年化；2. 2017—2019 年现金类资产已扣除受限部分；3. 其他流动负债中的有息债务已计入短期债务及相关债务指标

资料来源：首农食品集团财务报告，联合资信整理

主体评级历史：

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA ⁺	稳定	2020/06/23	李彤 崔濛骁	原联合信用评级有限公司工商企业信用评级方法（主体）	阅读全文
AA ⁺	稳定	2014/03/21	车飞 王晴	联合资信工商企业主体评级方法	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

声 明

一、本报告引用的资料主要由北京二商集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（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，符合真实性、准确性、完整性要求。

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、本次信用评级结果仅适用于本期债项，有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

分析师：

李立杰 徐蒙张

联合资信评估股份有限公司

北京二商集团有限责任公司

2020 年公开发行永续期公司债券（第一期）信用评级报告

一、主体概况

北京二商集团有限责任公司（以下简称“公司”或“二商集团”）前身是北京市第二商业局，1993年北京市第二商业局转制为企业集团，名称变更为北京食品工贸集团总公司，企业性质为全民所有制。1997年10月，经北京市政府批准将名称变更为现名，企业性质为国有独资公司，由北京市人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）全额出资。2006年8月和2007年4月，经北京市国资委批准，中国海洋置业公司和北京市水产总公司先后无偿划转给公司，成为公司的全资子公司。2017年，北京市国资委宣布对二商集团、北京首都农业集团有限公司（以下简称“首都农业集团”）、北京粮食集团有限责任公司（以下简称“京粮集团”）进行联合重组，将京粮集团和二商集团无偿划入首都农业集团，重组后的首都农业集团更名为北京首农食品集团有限公司（以下简称“首农食品集团”），首农食品集团成为公司的唯一股东，公司保留独立法人地位，并改制为一人有限公司，北京市国资委为公司的实际控制人。

公司经营范围：制造、加工食品、机械设备；购销食品、饮料；零售烟；中西餐；代理家财险、货运险、企业财产险；授权经营管理国有资产；房地产开发；销售商品房；物业管理；技术开发、技术转让、技术服务、技术咨询；购销食品添加剂、百货、五金交电、日用杂品、机械设备、建筑材料、装饰材料；机械设备维修；货物仓储服务；经济信息咨询；自营和代理内销商品范围内商品的进出口业务；经营进料加工和“三来一补”业务；经营对销贸易和转口贸易。以下项目限分支机构经营：热力供应；会议服务、承办展览展示活动；组织文化艺术交流活动（演出除外）；体育运动项目经营（高危险性体育项目除外）。

截至2020年6月末，公司内设财务部、投资发展部、审计部、食品科技与产业发展部等部门。公司组织架构图详见附件1-2。

截至2019年末，公司合并资产总额243.25亿元，所有者权益81.96亿元（含少数股东权益8.79亿元）；2019年，公司实现营业收入528.99亿元，利润总额5.76亿元。

截至2020年6月末，公司合并资产总额275.26亿元，所有者权益86.08亿元（含少数股东权益9.24亿元）；2020年1—6月，公司实现营业收入293.35亿元，利润总额4.93亿元。

公司注册地址：北京市丰台区东镇国寺村191号；法定代表人：袁浩宗。

二、本期永续期公司债券概况

本次永续期公司债券名称为“北京二商集团有限责任公司2019年公开发行永续期公司债券”（以下简称“本次债券”），发行规模不超过人民币20亿元（含20亿元），分期发行。本期永续期公司债券名称为“北京二商集团有限责任公司2020年公开发行永续期公司债券（第一期）”（以下简称“本期债券”）。

本期债券发行规模不超过人民币8.00亿元（含8.00亿元），面向合格投资者公开发行，票面金额为100元，按面值平价发行。

本期债券分为2个品种，品种一以每2个计息年度为一个周期，在每2个计息年度末附公司续期选择权；品种二以每3个计息年度为一个周期，在每3个计息年度末附公司续期选择权。本期债券引入品种间回拨选择权，回拨比例不受限制，公司和簿记管理人将根据本期债券的发行申购情况，在总发行规模内，由公司和簿记管理人协商一致，决定是否行使品种间回拨选择权，单一品种最大拨出规模不超过其最大可发行规模的100%。

本期债券采用固定利率形式，单利按年计

息，不计复利。如有递延，则每笔递延利息在递延期间按当期票面利率累计计息。首个周期的票面利率将由公司与主承销商根据网下向合格投资者的簿记建档结果在预设区间范围内协商确定，在首个周期内固定不变，其后每个周期重置一次。首个周期的票面利率为初始基准利率加上初始利差，后续周期的票面利率调整为当期基准利率加上初始利差再加 300 个基点。初始利差为首个周期的票面利率减去初始基准利率。如果未来因宏观经济及政策变化等因素影响导致当期基准利率在利率重置日不可得，当期基准利率沿用利率重置日之前一期基准利率。

初始基准利率为簿记建档日前 250 个工作日中国债券信息网(www.chinabond.com.cn) (或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站) 公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期与本期债券基础期限一致的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到 0.01%)；后续周期的当期基准利率为票面利率重置日前 250 个工作日中国债券信息网(www.chinabond.com.cn) (或中央国债登记结算有限责任公司认可的其他网站) 公布的中债银行间固定利率国债收益率曲线中，待偿期与本期债券基础期限一致的国债收益率算术平均值(四舍五入计算到 0.01%)。

(1) 续期选择权

本期债券分为 2 个品种，品种一以每 2 个计息年度为一个周期，在每 2 个计息年度末附公司续期选择权；品种二以每 3 个计息年度为一个周期，在每 3 个计息年度末附公司续期选择权。公司有权选择将本期债券期限延长 1 个周期，或选择在该重新定价周期末全额兑付本期债券。公司续期选择权的行使不受次数的限制。公司应至少于续期选择权行权年度付息日前 30 个交易日，在相关媒体上披露续期选择权行使公告。

(2) 递延支付利息权

本期债券附设公司递延支付利息权，除非发生强制付息事件，本期债券的每个付息日，公司可自行选择将当期利息以及按照本条款已经

递延的所有利息及其孳息推迟至下一个付息日支付，且不受任何递延支付利息次数的限制；前述利息递延不属于公司未能按照约定足额支付利息的行为。如公司决定递延支付利息的，应在付息日前 10 个交易日披露《递延支付利息公告》。递延支付的金额将按照当期执行的利率计算复息。在下个利息支付日，若公司继续选择延后支付，则上述递延支付的金额产生的复息将加入已经递延的所有利息及其孳息中继续计算利息。

付息日前 12 个月内，发生以下事件的，公司不得递延当期利息以及按照约定已经递延的所有利息及其孳息：①向股东进行利润分配(按规定上缴国有资本收益除外)；②减少注册资本。

限制事项：若公司择行使延期支付利息权，则在延期支付利息及其孳息未偿付完毕之前，公司不得有下列行为：①向股东进行利润分配(按规定上缴国有资本收益除外)；②减少注册资本。

(3) 偿付顺序

本期债券在破产清算时的清偿顺序等同于公司普通债券和其他债务。

(4) 赎回选择权

因税务政策变更进行赎回。公司由于法律法规改变或修正，相关法律法规司法解释的改变或修正而不得不为本期债券的存续支付额外税费，且公司在采取合理的审计方式后仍然不能避免该税款缴纳或补缴责任的时候，公司有权对本期债券进行赎回。

因会计准则变更进行赎回。根据现行企业会计准则及相关规定，公司将本期债券计入权益。若未来因企业会计准则变更或其他法律法规改变或修正，影响公司在合并财务报表中将本期债券计入权益时，公司有权对本期债券进行赎回。

(5) 担保方式

本期债券由首农食品集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。

(6) 资金用途

募集资金扣除相关发行费用后，全部用于

偿还有息负债。

三、宏观经济和政策环境分析

1. 宏观经济运行

2020 年上半年，突如其来的新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。虽然 5—6 月份数据有触底反弹的明显迹象，但是依然处于萎缩低迷中，全球经济增长动能依然缺乏。中国经济增速尽管于二季度转正，超预期增长 3.2%，但上半

年同比依然下降 1.6%，疫情的负面影响尚未消除，经济增长还未恢复到正常水平。当前全球疫情依然在蔓延扩散，疫情对世界经济的冲击将继续发展演变，外部风险挑战明显增多，国内经济恢复仍面临压力。

经济运行受疫情严重冲击。由于疫情对生产、流通、消费的限制，经济活动受到严重冲击，2020 年上半年中国经济出现负增长，GDP 累计同比下降 1.6%，其中一季度同比下降 6.8%、二季度同比增长 3.2%。二季度经济复苏较为强劲，对上半年经济恢复发挥了重要作用。

表 1 2017—2020 年上半年中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度	2020 年上半年
GDP (万亿元)	83.2	91.9	99.1	20.7	45.7
GDP 增速 (%)	6.9	6.7	6.1	-6.8	-1.6
规模以上工业增加值增速 (%)	6.6	6.2	5.7	-8.4	-1.3
固定资产投资增速 (%)	7.2	5.9	5.4	-16.1	-3.1
社会消费品零售总额增速 (%)	10.2	9.0	8.0	-19.0	-11.4
出口增速 (%)	10.8	7.1	5.0	-11.4	-3.0
进口增速 (%)	18.7	12.9	1.6	-0.8	-3.3
CPI 增幅 (%)	1.6	2.1	2.9	4.9	3.8
PPI 增幅 (%)	6.3	3.5	-0.3	-0.6	-1.9
城镇失业率 (%)	3.9	4.9	5.2	5.9	5.7
城镇居民人均可支配收入增速 (%)	6.5	5.6	5.0	-3.9	-2.0
公共财政收入增速 (%)	7.4	6.2	3.8	-14.3	-10.8
公共财政支出增速 (%)	7.7	8.7	8.1	-5.7	-5.8

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. 增速及增幅均为累计同比增长数，GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数

资料来源：联合资信根据国家统计局和 wind 数据整理

三大需求全面收缩。2020 年上半年，社会消费品零售总额累计同比增长-11.4%，降幅较一季度(-19.0%)有所收窄，但仍处于深度萎缩状态；全国网络零售额达 5.15 万亿元，同比增长 7.3%，为支撑消费的重要力量；全国固定资产投资（不含农户）累计同比增长-3.1%，比上季度(-16.1%)明显收窄，同样仍处于负增长区间。从主要投资领域看，制造业投资增速为-11.7%，降幅比一季度(-25.2%)有所收窄，处于历史同期最低水平；基础设施建设（不含电力）投资增速为-2.7%，较上季度(-19.7%)降幅大幅收窄，仍处下降状态；房地产投资增速为 1.9%，

较一季度(-7.7%)转负为正，成为投资增长的主要支撑。民间投资增速为-7.3%，比上年低 13 个百分点；国有投资增速为-5.8%，比上年低 2.7 个百分点。2020 年 1—6 月，货物进出口总额 14.24 万亿元人民币，同比增长-3.2%，增速较一季度(-6.5%)收窄。其中，出口额 7.71 万亿元，累计同比增长-3.0%；进口额 6.52 万亿元，累计同比增长-3.3%。进出口顺差 1.19 万亿元，较一季度(993.0 亿元)大幅增加，较上年同期(1.21 万亿元)略有减少。2020 年上半年，中国对欧盟累计进出口额为 1.99 万亿元（同比增长-1.8%），对东盟累计进出口额为 2.09 万亿元（同

比增长 5.6%)，对美国累计进出口额为 1.64 万亿元(同比增长-6.6%)，对日本累计进出口额为 1.03 万亿元(同比增长 0.4%)，东盟成为中国进出口金额最大和增长速度最快的地区。2020 年二季度，资本形成总额拉动 GDP 增长 5 个百分点，最终消费支出向下拉动 GDP 2.3 个百分点，货物和服务净出口拉动 GDP 增长 0.5 个百分点，可见二季度经济恢复超预期，主要源于投资和外贸的强劲复苏。

工业生产及经济效益恢复较快，服务业收缩明显。2020 年上半年工业和服务业同步下降。全国规模以上工业增加值同比增长-1.3%，其中一季度增长-8.4%、二季度降幅有所收窄。上半年工业企业利润总额同比增长-12.8%，其中一季度下降 36.7%、二季度增长 4.8%；尤其是 5、6 月份，利润总额分别增长 6.0%和 11.5%，增速逐月加快。1—5 月全国规模以上服务业企业营业收入累计同比增长-6.4%，较 1—3 月增速(-11.5%)明显回升，但下降幅度依然较大。2020 年上半年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长 0.9%、-1.9%和 -1.6%，均较一季度大幅回升，但第二产业、第三产业仍处于收缩状态。

居民消费价格涨幅扩大，生产者价格同比降幅扩大。2020 年上半年，居民消费价格指数(CPI)累计同比上涨 3.8%，涨幅比上年同期扩大 1.6 个百分点。其中食品价格上涨 16.2%，涨幅比上年同期提升 11.5 个百分点；非食品价格上涨 0.7%，涨幅比上年回落 0.9 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.2%，涨幅比上年回落 0.6 个百分点。2020 年上半年，工业生产者出厂价格指数(PPI)累计同比下降 1.9%，比上季度(-0.6%)降幅继续扩大，较上年同期(0.3%)转升为降。工业生产者购进价格指数(PPIRM)累计同比下降 2.6%，降幅比一季度(-0.8%)继续扩大。

社会融资规模大幅增长，企业融资成本有所下降。2020 年 6 月末，社会融资规模存量 271.8 万亿元，同比增长 12.8%，较上年末增幅(10.7%)显著提高，为实体经济提供了有力的

金融支持。从增量上看，上半年新增社会融资规模 20.83 万亿元，比上年同期多增 6.22 万亿元。其中人民币贷款新增 12.33 万亿元，较上年同期多增 2.31 万亿元；新增企业债券融资规模 3.33 万亿，较上年同期多增 1.76 万亿；新增地方政府债 3.79 万亿元，较上年同期多增 1.33 万亿元；新增非金融企业境内股票融资 2461 亿元，较上年多增 1256 亿元。在社会融资规模大幅增加的同时，融资成本也显著降低。金融机构人民币贷款加权平均利率 5.06%，较上年同期下降 86 个基点。企业信用债发行利率也呈下降趋势。2020 年 6 月公司债、企业债、中期票据加权平均发行利率分别为 4.1609%、5.1087%和 4.0410%，较上年同期(分别为 4.5173%、5.2572%和 4.5264%)均明显下降。社会融资规模的快速增长和融资成本的显著下降，为上半年对冲疫情影响、经济快速复苏提供了资金保障。

财政收入大幅下降、收支缺口更趋扩大。2020 年上半年，全国一般公共预算收入 9.62 万亿元，同比增长-10.8%，降幅较一季度(-14.3%)有所收窄，但依然较大。其中税收收入 8.20 万亿元，同比增长-11.3%；非税收入 1.42 万亿元，同比增长-8.0%。一般公共预算收入总体大幅下降。同期全国政府性基金收入 3.15 万亿元，同比增长-1.0%，较一季度(-12.0%)降幅大幅收窄。2020 年上半年全国一般公共预算支出 11.64 万亿元，同比增长-5.8%，降幅比一季度(-5.7%)略有扩大。从支出结构看，社会保障与就业支出同比增长 1.7%，虽较上年同期(6.7%)相比增幅下滑较大，但为本期唯一正增长的支出(除债务利息支出之外)，其中降幅较为明显的是城乡社区事务支出(下降 30.0%)、节能环保支出(下降 15.4%)、交通运输支出(下降 13.3%)、科学技术支出(下降 12.2%)、教育支出(下降 7.6%)。2020 年上半年财政收支缺口 2.02 万亿元，较一季度缺口(0.93 万亿元)大幅扩大，在疫情冲击的特殊时期，财政收支形势比较严峻。

就业压力较大，形势逐月改善。2020 年上半年，在疫情冲击下，服务业和制造业均呈收缩态势，中小微企业持续经营困难局面延续。6 月

调查失业率 5.7%，较 3 月（5.9%）略有回落，但较上年同期（5.1%）仍属高位。虽然就业形势较疫情初期有所好转，但国内外环境复杂严峻，企业用工需求偏弱，失业率高位运行，总体就业压力仍然较大。疫情以来保就业、保民生成为宏观政策的首要任务，财政、货币方面出台系列稳企业、保就业的针对性政策措施，重点支持帮助中小微企业复工复产，城镇调查失业率从最高 2 月份的 6.2% 持续微降，就业形势逐月改善。

2. 宏观政策环境

2020 年上半年中国宏观政策全力对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，保证经济运行在合理区间。

积极的财政政策大规模减税降费，增加有效投资。为应对经济下行压力，帮助企业渡过难关，财政部会同有关部门及时出台了一系列阶段性、有针对性的减税降费政策措施；实施规模性财政政策，大幅扩大地方政府专项债券规模至 3.75 万亿元（较上年增加 1.6 万亿元，增幅 74.4%），并加快发行使用进度和使用范围，支持“两新一重”领域基建，增加有效投资，同时增加用作项目资本金的范围及比例，允许地方法人银行使用专项债补充资本金；发行抗疫特别国债 1 万亿元，增加赤字预算 1 万亿元至 3.76 万亿元，赤字率 3.60% 以上；同时建立特殊转移支付机制，新增财政资金直达市县基层、加大对地方“三保”的财力支持和“两新一重”及补短板项目的资金支持。

稳健的货币政策引导利率下行，加大对中小微企业金融支持。注重全面性政策和结构性政策相结合，实施三次降准，为市场注入了适度充裕的流动性；三次下调 LPR 报价利率，引导贷款利率下行；创设货币政策工具支持小微企业信用贷款和存量贷款延期还本付息（总额 400 亿元的“小微企业贷款延期支持工具”和总额 4000 亿元的“小微企业信用贷款支持计划”），为小微企业信贷融资创造了良好环境，不仅有利于小微企业信贷融资的可得性、降低成本，而且总体上具有扩大信用规模、降低信用风险的

作用。6 月国务院要求推动金融机构向企业让利 1.5 万亿元，中国人民银行决定下调再贷款、再贴现利率 0.25 个百分点，调整后，3 个月、6 个月和 1 年期支农再贷款、支小再贷款利率分别为 1.95%、2.15% 和 2.25%，再贴现利率为 2%，进一步降低了中小企业的融资成本。

3. 宏观经济前瞻

牢牢把握扩大内需这个战略基点，加快形成以内循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。2020 年 7 月 30 日召开的中央政治局会议认为，当前我国经济形势仍然复杂严峻，不稳定性不确定性较大，遇到的很多问题是中长期的，必须从持久战的角度加以认识，加快形成以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局。会议强调，下半年要更好地统筹疫情防控和经济社会发展工作，坚持以供给侧结构性改革为主线，坚持深化改革开放，牢牢把握扩大内需这个战略基点，大力保护和激发市场主体活力，扎实做好“六稳”工作，全面落实“六保”任务，推动经济高质量发展。为此，下半年财政政策要更加积极有为、注重实效，要保障重大项目建设资金，注重质量和效益。中央政治局会议对货币政策新的定位是要更加灵活适度、精准导向。具体要求一是要保持货币供应量和社融规模合理增长，推动综合融资成本明显下降；二是要确保新增融资重点流向制造业、中小微企业。

在以上政策引导和支持下，下半年我国以投资和消费为主的内需将实现较快的恢复性增长。投资方面，制造业投资上半年下降幅度较大（-11.7%），下半年有望在货币信贷政策支持、最终需求恢复和 PPI 回升的支撑下逐步修复；基建投资在“两新一重”及补短板重大项目推进和财政资金支持下将会延续二季度的增长势头；房地产开发投资也将在老旧小区改造及新型城镇化等建设规模扩大的背景下保持稳定增长。上述三大投资的恢复和持续增长，将支撑固定资产投资增速继续好转。消费方面，在疫情防控 and 保就业促消费相关政策措施的作用下，下半年

随着疫情影响的进一步弱化、居民收入的恢复性提高和消费需求的释放，以及政府消费支出的适当增加，商品和服务消费或将较快恢复，消费对经济增长的拉动有望由负转正。外需方面，未来主要经济体陆续重启经济及实施更大规模的刺激政策，对我国外需具有较大提振作用；同时我国防疫物资、远程办公用品以及高新技术产品的出口一直保持稳定增长，有理由相信下半年我国货物和服务净出口对 GDP 的拉动作用会在二季度转正的基础上继续提高；但由于全球疫情形势的复杂性和反复性，以及中美关系的不确定性等因素影响，外需对我国下半年经济的拉动作用不宜高估。

四、行业及区域环境分析

公司目前主要从事豆制品及酱菜（腐乳、酱油、食醋、酱菜、豆腐、糕点）生产，猪肉、牛羊肉等肉类制品屠宰加工，糖酒分销等业务，其中肉类屠宰加工及糖酒分销为公司收入的主要来源。本报告行业分析将围绕肉类屠宰加工业、糖业、酒业展开。

1. 肉类屠宰加工业

（1）行业概况

生猪屠宰及肉类加工业处于生猪产业链中游，毛利率较低但相对稳定，随着高附加值产品比例提升，行业的整体利润水平有望提升。

肉类屠宰加工业可以细分为屠宰行业和肉制品行业。屠宰是指将符合质量标准的畜禽加工为安全卫生的生肉的过程。肉制品是指以畜禽肉为主要原料加工成的肉制成品或半成品。从生产的具体产品来看，屠宰的主要产品是冷鲜肉、热鲜肉和冷冻肉。肉制品可以分为高温肉制品和低温肉制品。我国人口数量和饮食习惯决定了我国拥有庞大的猪肉消费市场，猪肉产量、消费量及进口量均位列世界第一位。猪肉占整个肉类产量的比重约为 64%，下文将以生猪屠宰加工为主进行分析。

生猪屠宰及肉类加工业上游为生猪养殖，下游为终端消费市场，以收取屠宰加工费为主

要利润来源，多以“以需定产”方式组织生产。生猪屠宰利润率水平较低，生猪收购的价格约占生产成本的 60%，对企业利润影响较大，一般来说，猪肉收购价格上升会减少屠宰利润，猪肉收购价格下降会增加屠宰利润，屠宰企业的平均销售利润率约为 4%~5%。

猪肉产品结构方面，从加工程度上可为白条和分割肉，白条为将猪一分为二后的整片猪肉，作为中间产品主要销往农贸市场及商超，受我国消费者习惯现场按需分割购买影响，白条为目前屠宰企业的主要销售形式，毛利率较低；分割肉为在白条基础上进一步分割，视客户需求而定。从加工工艺上分为热鲜肉、冷鲜肉和冷冻肉，市场占有率分别约为 60%、25%和 15%，其中热鲜肉为传统畜禽肉品生产销售方式，常见于农贸市场，宰杀后不经冷却加工直接上市，口感较僵硬并易滋生细菌；冷鲜肉又名“排酸肉”，经 0~4℃内无菌加工，24~48 小时冷却排酸后经冷链销售，在口感、营养价值及安全性上具有优势；冷冻肉通过低温贮藏保质期较长，但冰晶破坏猪肉组织，营养成分有所流失。随着我国猪肉消费结构的升级，产品附加值较高的冷鲜肉、低温猪肉制品等比例逐渐增加，行业的整体利润水平有所提高。

（2）行业上游

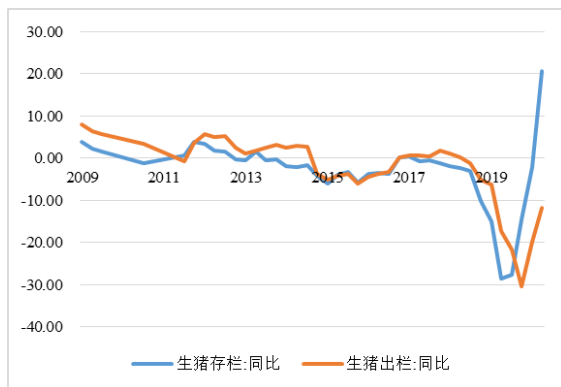
近年来，受非洲猪瘟疫情影响，我国生猪供给量大幅减少，猪肉价格快速上涨，生猪养殖行业景气度明显回升。未来随着生猪产能逐步恢复及疫情防控措施改进，猪肉价格或将有所回落。

我国生猪养殖分布广泛但相对集中于粮食产区，如四川、湖南、河南、山东等省份。我国生猪养殖业长期以散养为主，规模化程度较低。生猪价格方面，由于散养户信息搜集能力及市场判断能力有限，普遍采取“追涨杀跌”的产能布局方式，叠加产能放量的滞后性，生猪价格及养殖规模呈周期性波动循环。

生猪出栏量方面，截至 2017 年末，我国生猪存栏量 34153 万头，同比下降 8.91%；2017 年，生猪出栏量 68861 万头，同比上升 0.52%。

截至 2018 年末，我国生猪存栏量 31111 万头，同比下降 7.12%；2018 年，生猪出栏量 69382 万头，同比上升 0.76%，主要系受非洲猪瘟影响，养殖户加速出栏所致。截至 2019 年末，我国生猪存栏量 31041 万头，同比下降 27.50%。2019 年，我国生猪出栏量 54419 万头，同比下降 20.97%，主要系猪周期下行阶段能繁母猪存栏降至历史低点、环保因素以及非洲猪瘟疫情等因素综合影响所致。短期看，能繁母猪仍处低位将造成一段时间内生猪供给不足。中长期来看，猪肉价格持续处于高位刺激了各大主体的复养扩产步伐，未来生猪供给有望进一步宽松。

图 1 近年来国内生猪存栏和出栏同比变动情况
(单位：%)



资料来源：Wind，联合资信整理

图 2 近年来我国生猪价格走势 (单位：元/千克)



资料来源：Wind，联合资信整理

价格方面，由于我国猪肉需求近年来较为稳定，因此供给在猪肉价格的形成中具有重要影响。非洲猪瘟爆发以来，受生猪供给短缺影响，猪肉价格快速上涨，截至 2019 年末，我国 22 省市平均生猪价格为 33.55 元/公斤，较年初增长了 157.88%。2020 年以来，我国 22 省市平均生

猪价格基本维持在 30~40 元/公斤波动。长期来看，在生猪产能进一步扩大、疫情得到有效控制后，猪价或将受供给逐步宽松影响有所回落。

2018 年 8 月以来，我国发生非洲猪瘟疫情，并向全国范围扩散，考虑非洲猪瘟暂无有效疫苗防控，预计短期难以根除，疫情加大了猪价的周期波动。从非洲猪瘟对生猪养殖行业的影响来看，体现在以下几个方面：①短期导致我国区域间生猪价差扩大；②从中期来看，加速产能出清，使猪价拐点提前到来；③从长期来看，“规模养殖、就近屠宰、冷链运输”将成为行业趋势，会对居民的热鲜猪肉消费习惯产生一定影响，也将改变生猪养殖行业的企业区域分布布局 and 产业链布局。

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及市场发展，我国生猪养殖结构不断优化，行业集中度持续提升，主要表现为：大型养殖企业与散养农户之间的竞争，农户散养的比例将逐渐下降；大型养殖企业之间将在养殖成本、产品差异化、食品安全、饲料和疫苗使用等方面展开竞争；先期实现生猪标准化规模养殖的大型企业将在未来的行业扩张中占据先发优势。

(3) 行业竞争

我国生猪屠宰及肉类加工行业的市场化程度较高，竞争较为激烈，行业集中度处于较低水平，整体有待向规范化和集中化进一步发展。

我国生猪屠宰及肉类加工行业的市场化程度较高，竞争激烈。目前我国生猪屠宰主要有三种加工模式，第一类为单一屠宰加工模式，当地收购生猪，经屠宰加工后当地销售，收取屠宰加工费，利润水平较低，国内中小型屠宰加工企业主要采用这种经营模式。第二类为“公司+基地+养殖户”模式，区域龙头屠宰加工企业为主导，在辐射范围内通过采购协议或市场影响力带动区域性养殖基地发展，并带动养殖户加入产业链。第三类为全产业链模式，屠宰加工企业向上下游延伸，参与猪肉养殖、肉制品加工行业，该模式资金投入大，对管理水平要求较高，国内大型肉类加工企业，如河南双汇投资发展股份有限公司（以下简称“双汇发展”）、通威股份有限

公司等已加大对其上游生猪养殖的投入；大型饲料企业，如新希望六和股份有限公司、中粮集团有限公司等则加大对其下游生猪养殖的投入，打造自身的猪肉一体化产业链。

近年来，我国政府强制推广定点屠宰政策、技术设施标准、卫生防疫标准和环保要求，生猪屠宰加工趋向规范化和集中化。规模型屠宰加工企业之间的竞争已成为主流，部分中小企业将被淘汰出局或被兼并，新一轮竞争将围绕生猪资源、成本控制、产品开发、品牌管理等方面展开。

规模化生猪屠宰产业目前仍存在一定行业壁垒，一方面，大型屠宰企业的设立和选址需要符合国家政策要求及地方发展规划；另一方面，大规模的生猪采购、冷鲜肉及低温肉制品生产线投入、销售渠道及冷链物流体系建设与维护均需要较大资本金支持；此外，品牌门槛和销售渠道也对新进入者形成一定壁垒。

2019年，全国生猪出栏总量为54419.00万头，定点屠宰场屠宰量为18030.12万头，占总出栏量的33.13%。根据2019年上市公司年报，屠宰行业龙头双汇发展屠宰量为1320万头，占全国生猪总出栏量的2.43%；中国雨润食品集团有限公司屠宰量为624万头，占全国生猪总出栏量的1.15%。从行业整体水平来看，我国生猪屠宰行业规模化程度仍处于较低水平。

（4）行业政策

非洲猪瘟疫情爆发以来，国家高度重视生猪养殖、疫病防控、生猪屠宰标准化创建及质量安全问题，针对生猪存栏下降出台生猪养殖补贴措施，促进生猪生产稳定，支持屠宰工艺提升及冷链物流体系发展，行业政策环境较好。

2018年5月，农业部发布《全国生猪屠宰标准化创建实施方案》，要求推进生猪屠宰标准化创建，切实提升屠宰标准化水平，提高肉品质量安全保障能力，为全面推行生猪屠宰质量管理规范奠定基础、创造条件。

2018年8月爆发非洲猪瘟以来，农业农村部印发《非洲猪瘟疫情防控八条禁令》《生猪产地检疫规程》《生猪屠宰检疫规程》和《关于稳

定生猪生产、保障市场供给的意见》等文件：鼓励畜禽养殖、屠宰加工企业推行“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冷鲜上市”模式，加快推进畜牧业转型升级，提升畜禽就近屠宰加工能力，建设畜禽产品冷链物流体系，减少畜禽长距离移动，降低动物疫病传播风险，维护养殖业生产安全和畜禽产品质量安全。

2019年2月，《国家质量兴农战略规划（2018—2022年）》（农发〔2019〕1号）提出全面提升动物疫病综合防控能力，实施非洲猪瘟等重大动物疫病分区防控策略，统一推进动物疫病防控、统一协调生猪及其产品调运监管、统一调整优化相关产业布局，强化区域间沟通协调、联防联控。

2019年5月，农业农村部办公厅及财政部办公厅出台《关于做好种猪场和规模猪场流动资金贷款贴息工作的通知》（农办计财〔2019〕30号），鼓励和支持各地开展针对性政策性农业信贷担保服务，对具有种畜禽生产经营许可证的种猪场（含地方猪保种场）及年出栏5000头以上的规模猪场给予短期贷款贴息支持，切实促进生猪生产稳定。

2019年12月，农业农村部印发《加快生猪生产恢复发展三年行动方案》，包括落实生猪规模化养殖场建设补助项目、加大农机购置补贴支持力度、保障养殖用地、加大金融保险支持、推进养殖项目环评“放管服”改革等。

2020年3月，国家发改委和农业农村部印发《关于支持民营企业发展生猪生产及相关产业的实施意见》，提出要从加大财政支持力度、完善金融保险支持政策、支持企业克服新冠肺炎疫情带来的特殊困难、保障合理用地需求等方面支持民营企业发展生猪生产。

（5）行业关注

生猪价格周期波动。我国生猪价格存在周期性波动，伴随着生猪价格的过度下跌和过快上涨，使得生猪产业链企业的盈利水平呈现周期性波动，对行业的发展造成一定不利影响。

生猪疫情风险。生猪疫病主要有非洲猪瘟、蓝耳病、口蹄疫、猪流行性腹泻等，疫情扩散对

我国生猪行业造成重大影响。生猪疫病的发生不仅会导致生猪的死亡和产量减低，还会对消费者心理、公司经营和品牌声誉造成不利影响。

环境保护监管力度日益加大。随着环保要求日益提高，猪场建设必须具备系统性的污染物处理体系，解决生猪养殖带来的环境污染问题，各规模化猪场需制定相关的环保措施并探索养殖粪污资源化利用，间接提高了生猪养殖成本，对利润增长带来一定压力。

猪肉产品安全性风险。猪肉产品的质量控制在涉及饲料供给、生猪养殖、屠宰加工、精深加工、物流运输多个环节，控制难度较大，不规范现象的发生，如猪肉“瘦肉精”等事件，会影响人们对猪肉的消费信心。

(6) 未来发展

非洲猪瘟疫情加快了散养户退出和相关监管政策落实，未来现代化、规模化、科学化生产将成为趋势，猪肉流通将由常温调运活猪向冷链调运白条转型，“规模养殖、集中屠宰、冷链运输、冷鲜上市”模式将进一步发展。

近年来，伴随着生猪产能的出清，在食品安全、环保趋严、政策支持淘汰落后产能、规模优势等因素的作用下，散养户退出明显，国内生猪养殖及屠宰规模化的程度正在明显提升，规模经济将驱动我国生猪产业转型发展，规模化、现代化、科学化的大中型生猪养殖场是生猪养殖的发展趋势，行业集中度逐步提高，并购重组等整合行为或将增多。

从产业链角度看，行业内企业延伸产业链的趋势明显，猪肉产业链上下游的联动发展效应日趋突出，体现为屠宰加工企业通过建立规模化养猪场向上游延伸，以及生猪养殖企业通过建立品牌专卖渠道，销售冷鲜肉和低温肉制品等产品向下游延伸。全产业链经营有利于增强抵抗风险的能力，保持经营稳定。

从流通方式看，受非洲猪瘟影响，未来猪肉流通将由常温调运活猪向冷链调运白条转型。目前，减少活猪调运为控制疫情的重要手段之一，对于东北、内蒙古、河南等主要生猪产区，由于本地缺乏消化能力，减少跨省调运使得活

猪被迫压栏，而在销区猪肉需求无法得到满足，产销区的区域价差有所扩大。未来，市场或将在主要养殖产区布局生猪屠宰产能，并促进冷链发展，通过跨省调运白条平衡市场猪肉供需。

从产品加工程度看，未来优势企业将进一步发展冷鲜猪肉和冷链配送，利用现代化加工技术对猪肉及副产品进行深加工，提高产品附加值，增强抵御市场价格波动风险的能力。

2. 糖业

我国工业用糖约占食糖总消费量比重较高，糖料作物种植面积影响食糖的供给端，进而影响到食糖的价格，使其呈现周期性波动。未来，随着国家加大对走私糖的打击力度，以及国内用糖企业生产逐步恢复，糖价或将小幅上涨。

我国成品糖中，工业消费占比约为 58%，民用消费占比约为 42%。工业消费主要包括食品加工、凝固剂、去污剂等。

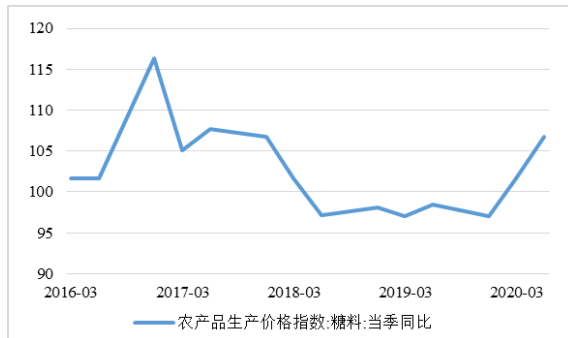
近年来，我国糖料作物(甘蔗和甜菜)种植面积整体下滑，尤其是甘蔗种植面积的下降较为明显。根据统计年鉴数据显示，2017 年我国糖料作物种植面积为 1546 千公顷，其中甘蔗 1371 千公顷，甜菜 174 千公顷，糖料总种植面积同比下降 0.58%。2018 年我国糖料种植面积为 1630 千公顷，同比增长 5.43%。2019 年，我国糖料种植面积约为 1620 千公顷，较上年减少约 10 千公顷。

受到我国糖料作物种植面积的影响，我国糖料整体产量亦有所波动。国家统计局数据显示，2017—2019 年我国糖料产量经过前期下降阶段整体有所回升，其中 2018 年为 11976 万吨，同比增长 5.25%；2019 年为产量为 12204 万吨，同比增长 1.90%。2019—2020 年度食糖生产已全部结束，受不利天气等因素影响，南方甘蔗糖减产较多；受疫情影响，部分食糖主产区销售受阻。据中国糖业协会数据，截至 2020 年 6 月末，累计销售食糖 709.6 万吨，同比减少 51.7 万吨，累计销糖率 68.1%，同比下降 2.7 个百分点。

价格方面，2017 年，受市场供给过剩及走私糖增加的影响，糖价总体呈震荡下行行情，

2017年7月下跌至5992元/吨低位，并持续下行至2018年8月。新一榨季在内外价差巨大的情况下，国家加大对走私的打击力度，白糖供需缺口除通过进口配额调节外主要依靠国储糖的弥补。国储糖主要起到了调节市场供求平抑糖价的作用。国储糖投放与产销率没有明显关系，投放频率较高的月份是新旧榨季交替之季。

图3 近年来我国糖料价格指数同比变动情况



资料来源: Wind, 联合资信整理

未来,随着国家加大对走私糖的打击力度,以及国内用糖企业生产逐步恢复,或将带动国内食糖价格小幅上涨。

3. 酒业

2017-2019年,我国白酒产量逐年下降,受益于市场价格提升,行业整体收入及利润水平保持增长,行业集中度有所提升。

白酒行业是中国轻工业中食品工业的重要分支。在历经限制“三公”消费、销售低迷、减产、降价的冲击后,近年来,行业呈现出量价齐升的态势。

2017年,受益于大众消费升级、消费结构转换等因素,白酒行业的收入和利润快速增长,且利润增速明显快于营收增长。根据国家统计局公布的统计数据,全年规模以上白酒企业累计完成销售收入5654.42亿元,同比增长14.42%;累计实现利润总额1028.48亿元,同比增长35.79%;全国白酒产量为1198.10万千升,较上年下降11.80%。

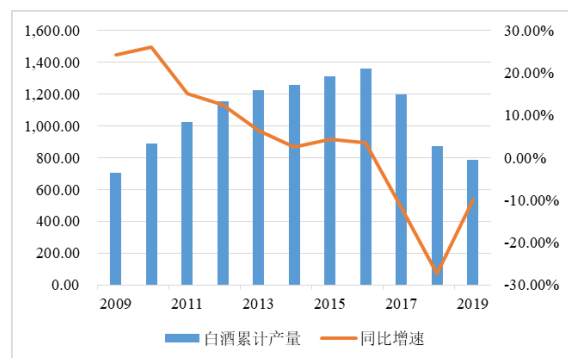
2018年,规模以上白酒企业累计完成销售收入5363.83亿元,较上年增长12.88%;累计实现利润总额1250.50亿元,较上年同期增长

29.98%;全国白酒产量为871.20万千升,较上年下降27.29%;白酒(折65度)销量累计854.65万千升,较上年下降26.43%,国内白酒企业市场价格提升较为明显。

2019年,全国白酒累计产量为785.90万千升,较上年下降9.79%。2019年,白酒行业集中度进一步上升,销售规模达到100亿元以上的白酒企业营收共计2016.22亿元,市场占有率为35.89%。其中,贵州茅台市场占有率最高,达到15.19%,五粮液位居第二,市场占有率为8.24%。价格方面,近年来,白酒提价行为主要集中在次高端、中高端酒企,一线酒企提价行为贯穿始终,二、三线酒企采取跟随策略。

图4 近年来我国白酒产量及同比变动情况

(单位: 万千升、%)



资料来源: Wind, 联合资信整理

未来,在宏观经济不明朗或下行预期下,高端白酒增速可能放缓;各个次高端品种竞争将加剧,市场内可能进一步分化,资本雄厚、品牌更强或者渠道梳理更好的企业有望持续扩大领先优势。

4. 区域环境分析

近年来,北京市经济较快增长,综合实力不断增强,为公司发展提供了较好的外部环境。

近年来,北京市经济始终保持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2019年国民经济和社会发展统计公报》,2019年,北京市全年实现地区生产总值35371.3亿元,按可比价格计算,同比增长6.1%。其中,第一产业增加值113.7亿元,同比下降2.5%;第二产业增加值5715.1亿元,同比增长

4.5%；第三产业增加值 29542.5 亿元，同比增长 6.4%。三次产业构成由上年的 0.4：16.5：83.1 变化为 0.3：16.2：83.5。按常住人口计算，北京市人均地区生产总值为 16.4 万元。

截至 2019 年末，北京市常住人口 2153.6 万人，比上年末减少 0.6 万人。2019 年居民消费价格总水平比上年上涨 2.3%。其中，食品价格上涨 6.2%，非食品价格上涨 1.6%；消费品价格上涨 2.2%，服务项目价格上涨 2.5%。全年北京市居民人均可支配收入为 67756 元，比上年增长 8.7%；扣除价格因素后，实际增长 6.3%。

五、基础素质分析

1. 产权状况

截至 2020 年 6 月末，公司实收资本为 208741.46 万元，注册资本为 191157.90 万元，注册资本与实收资本差异，主要系公司接收北京市国资委无偿划转资产、清产核资、政府追加投资等历史原因形成。该差异不影响公司的合法有效存续及正常经营。

公司控股股东为首农食品集团，持股比例为 100%，未质押，实际控制人为北京市国资委。

2. 企业规模

公司是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，以食品科技、教育、信息、物业经营为支撑的大型食品产业集团，具有突出的规模优势，主要产品的市场竞争力强。

公司产业规模位居北京国企食品产业的第一位，并加快从区域性企业向全国知名企业的转型发展。公司先后荣获“全国五一劳动奖状”“全国民主管理先进单位”“中国品牌企业 500 强”“中国制造业 500 强”“中国食品行业十大品牌”“中国商业服务业改革开放 30 年卓越企业”“农业产业化国家重点龙头企业”“全国企业文化建设优秀单位”“北京奥运会、残奥会先进单位”“首都国庆 60 周年群众游行支持贡献单位”“北京最具影响力的十大企业”等荣誉称号。

公司拥有六必居、王致和、月盛斋、天源酱园、白玉、京华茶叶、三十四号等 17 家中华老字号，3 项国家级非物质文化遗产项目，6 个中国驰名商标，12 个北京市著名商标。“大红门”生鲜肉制品销量占北京市总销量的 52% 以上，“白玉”牌豆腐及豆制品在北京市商超渠道市场占有率超过 70%。公司旗下的北京糖业烟酒集团有限公司（以下简称“糖酒公司”）自有品牌“京酒”年销售千余吨，同时经销茅台、五粮液等国内名酒在北京地区市场占有率达到 50%，“人头马”“轩尼诗”等品牌洋酒占北京市场的 85% 以上；“京糖”牌系列在北京市场占有率达到 80% 以上。

公司现代物流业经营规模名列北京地区前列，子公司北京市东方友谊食品配送公司（以下简称“东方友谊”）、北京三新冷藏储运有限公司（以下简称“三新公司”）名列中国食品物流 50 强。近年来，公司加强冷库建设，截至 2019 年末，公司冷库资源达到 21.5 万吨，其中万吨以上冷库 7 座，普通常温库 15 处，仓储面积 5.3 万平方米。

3. 战略地位和政府支持

公司承担着中央和北京市两级政府重要食品的储备任务，在北京地区食品储备方面战略地位显著，并长期获得政府的财政支持。

公司承担着中央和北京市两级政府重要食品的储备任务，起到调控市场、应急救灾、确保社会稳定的重要作用，同时负担着在京党、政、军、国家机关、驻华使领馆以及党和国家在京召开的重要会议、重大活动的食品供应工作。公司共有 16 家企业参与了北京 2008 年奥运会、残奥会的食品供应服务保障工作，供应猪、牛羊肉及其制品、蔬菜、水产品、鸡蛋等 12 大类商品 857 种 1760 吨，提供配餐 19 万份，累计检测各类产品 17257 批次，对原材料检测 1224 批次，出具检测报告 4278 份，为北京奥运会、残奥会的成功举办做出了突出贡献。公司一直承担全国两会的食品供应任务。

2017—2019 年，公司获得政府补贴分别为

1.73 亿元、2.56 亿元和 3.13 亿元，主要来自储备补贴、远洋燃油补贴、无公害处理补贴及特供补贴等。

2017—2019 年，公司及下属子公司持续收到财政划拨国有资本预算资金，截至 2020 年 6 月末，公司实收资本为 20.87 亿元。

除此之外，公司累计获得政府划拨土地近 4000 余亩，目前主要为公司自用（未来暂无变更商业用地的规划）。政府补助及土地资产的划拨一定程度上充实了公司资产及利润规模，对公司的运营产生了积极的影响。

4. 人员素质

公司高级管理人员学历较高，具有丰富的行业从业经验；公司人员结构合理，基本符合行业特点，能够满足公司经营所需。

截至2020年6月末，公司拥有执行董事1人、监事1人、高级管理人员6人（执行董事兼任总经理），公司董事、监事和高级管理人员的任职符合《公司章程》及《公司法》等相关法律法规的要求。

公司党委副书记、执行董事、总经理袁浩宗先生，1972年8月出生，中共党员，在职研究生，工商管理硕士；曾任北京市豆制品二厂销售部干部、市场信息部主任、供销副厂长；公司市场开发部干部、副部长；东方友谊副经理、党委副书记、经理；公司党委委员、副总经理。

公司党委书记、副总经理陈方俊先生，1962年8月出生，中共党员，大学学历，法学硕士；曾任武汉市粮食局营业部保管员、统计员、副主任；武汉市粮食局业务处副主任科员、副主任科员；武汉市粮食局办公室副主任、主任；武汉市粮食局直属机关委员会办公室主任、人事处处长；武汉市粮食局直属机关委员会副书记、人事处长、武汉市总工会粮食局工作委员会主任；公司人力资源开发与管理部管理人员；公司人力资源开发与管理部副部长；东方友谊党委书记、副经理；公司副总经理；首农食品集团董事。

截至2019年末，公司在职员工14187人。从专业构成看，经营管理人员占9.44%、技术人才

占10.34%、其他人员占80.22%。

5. 企业信用记录

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告（统一社会信用代码：911100006336957388），截至2020年11月12日，公司无未结清的不良信贷信息记录。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的偿付记录，公司无逾期或违约记录，履约情况良好。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司作为首农食品集团的全资子公司，已建立起适合自身特点的法人治理结构，能够较好地规范重大经营决策程序。

公司为依据《公司法》《企业国有资产法》《中国共产党章程》以及有关法律、法规由首农食品集团一人出资设立的公司。

公司不设股东会，由股东首农食品集团批准公司章程和章程修改方案；委派或更换公司执行董事、董事，并决定其报酬事项；审议批准执行董事、监事的报告；聘任或解聘公司经理、副经理、财务负责人，并决定其报酬事项；决定公司的发展战略、经营方针和投资计划；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损的方案；对发行公司债券做出决定；对公司的合并、分立、重组、改制、上市、破产、解散、清算或者变更公司形式做出决议等。

公司设立党委会和纪律检查委员会。党委书记、副书记、党委、委员和纪委的书记、副书记、委员的职数按首农食品集团党委批复设置，经选举产生。公司党委会根据《中国共产党章程》等党内规定，围绕企业生产经营开展工作；保证监督党和国家方针政策，市委、市国资委党委和首农食品集团党委的决策部署在公司的贯彻执行；支持执行董事、监事和经理依法行使职权；参与企业重大问题决策等。

公司不设董事会，设执行董事1人，由股东委派。执行董事为公司的法定代表人，任期3年，

任期届满可连任。执行董事行使向股东报告工作、执行股东的决定、对外代表公司签署法律性文件资料等职权。

公司设监事1人，由股东委派，监事任期3年，行使检查公司财务，对执行董事、高级管理人员执行公司职务的行为进行监督，对违反法律、行政法规、公司章程的执行董事、高级管理人员提出罢免建议、向股东提出提案等职权。公司执行董事、高级管理人员不得兼任监事。

公司高级管理人员包括经理、副经理、总工程师、总会计师、总经济师。公司总经理由股东聘任，负责主持公司的生产经营管理工作、组织实施公司年度经营计划和投融资方案、提请聘任或解聘公司副总经理、研究决定公司经营班子成员工作分工、主持召开公司经理办公会等工作。

2. 管理水平

公司根据自身情况制定并实施了较为全面的管理制度，能够有效保证公司各项经营活动的正常运营。

公司根据国家相关政策法规，结合自身实际情况，制定并不断完善了投资管理、资金管理、关联交易、食品安全等一系列的内部控制制度。

投资管理方面，公司制定了《投资管理办法》，对股权投资、固定资产投资、金融类产品和境外投资实行专项审批；对投资计划的管理、决策程序、监督管理、投资项目后评价的实施进行了规范，以提高投资决策的科学性和规范性，有效防范投资风险，确保国有资产保值增值。

资金管理方面，公司制订了《资金集中管理暂行办法》，建立统一的资金管理模式，强化资金收支监管，加速资金周转，提高资金使用效率，促进公司整体管理水平的提升。公司本部财务部及各出资企业财务部门是资金的管理部门，负责资金的结算、调拨、管理、检查、监督、指导等工作。公司本部财务部根据公司的资金需求，提出拟调拨资金的单位、金额、期限、利率等方案，上报主管领导、总经理审批后，通过资

金管理系统，通知被调拨资金的单位并上划资金。调拨资金额度超过壹仟万的事项，由主管领导、总经理、董事长联签。

关联交易方面，公司制定了《关联交易决策制度》，对关联交易的决策权限进行的规定。公司拟与关联方达成的关联交易总额占公司最近经审计净资产值 5%以下的关联交易，由公司总经理决定；公司拟与关联方达成的关联交易总额占公司最近经审计净资产值 5%至 10%之间，以及属于公司总经理决定的但其本人因关联关系而回避的关联交易，均由总经理办公会做出决议；如公司拟与关联方达成的关联交易总额高于公司最近经审计净资产值的 10%以上的，由股东做出决定。

食品安全方面，公司制定了《食品安全突发事件应急预案》《食品安全责任追究制度》，建立了二商集团食品安全突发事件应急处理机制，及时、妥善处理公司所属出资企业在生产经营过程中发生的食品安全突发事件，最大限度避免或减少食品安全问题带来的影响和损失；并明确出资企业的食品安全主体责任，落实企业主要领导食品安全管理责任，防范重大食品安全问题的发生。

七、重大事项

公司拟将重要子公司协议转让给首农食品集团，将对公司盈利能力、偿债能力造成不利影响。

根据首农食品集团下发的《关于组建北京二商肉类食品集团有限公司的通知》，为贯彻落实北京市国资委《关于将首农食品集团改组为国有资本投资公司的试点方案》和《北京首农食品集团有限公司发展战略规划（2019—2025年）》，进一步明晰企业功能定位，推进资源整合优化，促进产业转型升级，决定以北京二商大红门肉类食品有限公司（以下简称“大红门公司”）为主体，对北京月盛斋清真食品有限公司（以下简称“月盛斋”）和北京荷美尔食品有限公司2家企业实施吸收式重组，组建北京二商肉类食品集团有限公司（以下简称“肉食集团”）。2019

年12月，大红门公司更名为“北京二商肉类食品集团有限公司”。2020年8月，公司将持有月盛斋股权划转至肉食集团。

根据首农食品集团2020年11月下发的《关于落实北京二商肉类食品集团有限公司组建方案的相关事项的通知》，为落实首农食品集团组建北京二商肉类食品集团有限公司的决议精神，推进工作进度，完善组建方案，决定将公司持有的肉食集团全部股权，以审计后的净资产值协议转让给首农食品集团，同时肉食集团要按照肉类子集团组建方案加快办理资产划转、工商变更手续。

如果资产划转完成，公司资产和收入规模均将有不同程度的下降，对公司盈利能力、偿债能力将造成一定不利影响。联合资信将持续关注此事项的进展，并及时评估其对公司生产经营所产生的影响。

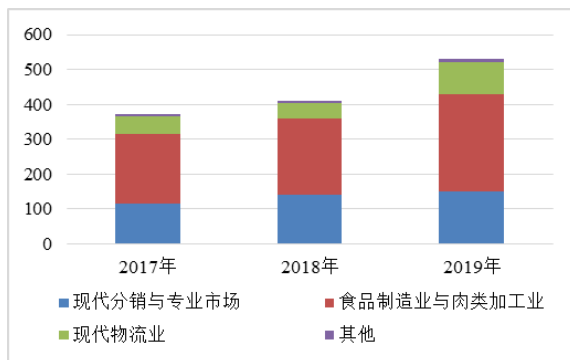
八、经营分析

1. 经营概况

2017—2019年，受猪肉价格上涨带动，公司营业收入持续增长，综合毛利率波动上升。2020年1—6月，猪肉市场价格保持在较高水平，公司猪肉购销量增加，营业收入较上年同期有所增长。

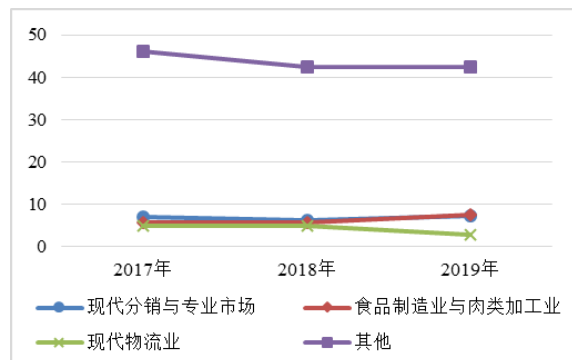
近年来，公司产业链条不断延伸，现已形成了以现代分销与专业市场业务、食品制造业与肉类加工业和现代物流业三大产业为主导的产业格局。2017—2019年，公司营业收入持续增长，年均复合增长19.16%，主要系公司肉类加工业务收入增加所致；公司利润总额波动增长，分别为4.54亿元、3.18亿元和5.76亿元，年均复合增长12.62%，主要系猪肉价格上涨，公司综合毛利率波动上升所致。

图5 2017—2019年及2020年1—6月主要收入构成情况（单位：亿元）



资料来源：公司提供

图6 2017—2019年及2020年1—6月公司主要业务板块毛利率变化趋势（单位：%）



资料来源：公司提供

表2 2017—2019年及2020年1—6月公司营业收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017年			2018年			2019年			2020年1—6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
食品制造业与肉类加工业	200.98	53.94	5.69	218.43	53.19	5.75	277.06	52.38	7.44	180.52	61.54	7.07
现代分销与专业市场	115.41	30.98	6.95	139.60	33.99	6.20	150.53	28.45	7.14	71.16	24.26	7.80
现代物流业	49.30	13.23	4.95	45.00	10.96	4.76	92.96	17.57	2.69	38.02	12.96	3.31
其他	6.88	1.85	46.08	7.66	1.87	42.30	8.44	1.60	42.31	3.65	1.24	38.08
合计	372.57	100.00	6.73	410.68	100.00	6.47	528.99	100.00	7.08	293.35	100.00	7.15

注：本表部分合计数与各加总数之和略有差异，系四舍五入产生尾差所致
资料来源：公司提供

从收入构成来看，2017—2019年，公司食品制造业与肉类加工业收入逐年增长，年均复合

增长17.41%，主要系受猪肉价格上涨所致，占营业收入的50%以上；现代分销与专业市场收

入逐年增长，年均复合增长14.21%，主要系公司拓宽销售渠道，占营业收入的比重约为30%；公司现代物流业收入波动增长，年均复合增长37.32%，其中2019年同比增长106.58%，主要系水产品销售收入大幅增长所致，占营业收入的比重低于20%。公司其他业务包括房地产开发与物业经营、科技研发以及教育等，占营业收入的比重较小。

从毛利率情况来看，2017—2019年，公司现代分销与专业市场毛利率波动上升，主要系高端白酒市场售价走高，酒类分销毛利率上升所致；公司食品制造业与肉类加工业毛利率逐年上升，主要系猪肉价格上涨所致；现代物流业毛利率逐年下降，主要系冷库成本上升所致。受以上因素影响，2017—2019年，公司综合毛利率波动上升。

2020年1—6月，公司食品制造业与肉类加工业收入同比增长44.15%，主要系猪肉销量增加所致；现代分销与专业市场业收入同比下降11.82%，主要系酒类业务销量减少所致；现代物流业收入较上年同期变化不大。受以上因素影响，2020年1—6月，公司营业收入同比增长18.67%。

毛利率方面，2020年1—6月，因猪肉市场价格仍保持在较高水平，公司食品制造业与肉类加工业毛利率较上年同期基本持平；现代分销与专业市场毛利率较上年同期小幅上升0.29个百分点，主要系名酒价格上涨所致；现代物流业毛利率较上年同期下降1.38个百分点，主要系冷库成本上升所致。综合以上因素影响，公司2020年1—6月综合毛利率较上年同期上升0.08个百分点。

2. 食品制造业与肉类加工

(1) 肉类屠宰加工业务

2017—2019年，受益于猪肉价格大幅上涨，公司猪肉销售量虽波动减少，但销售收入逐年增长，同时销售渠道不断拓展，账期较长的

商超销售占比有所下降，一定程度上缓解了资金周转压力；牛羊肉销量和销售收入稳定增长，但毛利率受原料成本和人工成本变化的影响较大。

公司肉类加工板块经营主体主要为肉食集团和月盛斋。盈利模式主要为通过肉类制品销售及仓储等获取利润。

猪肉类产品

肉食集团是一家集生猪养殖、屠宰分割加工、清真牛羊肉加工生产、熟肉制品生产、国际贸易、冷冻储藏、物流配送、副产品深加工、连锁终端销售为一体的大型国有肉类联合加工企业，前身为大红门公司。截至2019年末，肉食集团拥有生猪养殖企业2家、屠宰及深加工企业9家、冷冻仓储企业2家、贸易流通企业2家、投资公司1家、物业公司1家，是公司肉类屠宰加工业务板块的经营主体。

肉食集团主要产品有生、熟肉制品两大类，生肉制品以白条肉、冷却排酸肉及分割肉为主，占总销售比重的99%左右；熟肉制品以酱卤类、灌制类、火腿类、熏烤类为主。肉食集团拥有5条班产3000头生猪屠宰线及五条班产380吨冷却肉分割生产线，一条班产50吨的熟肉制品生产线，一条班产5000只屠羊生产线、班产500头屠牛生产线，建有6个设施一流食品安全检测中心，共有各类专业技术人员600余人。此外，肉食集团分别在河北赤城、内蒙古丰镇建立了年出栏生猪20万头以上的生猪养殖基地。

原材料采购方面，肉食集团生猪的采购主要来自于辽宁、黑龙江、河南及河北等省份。肉食集团生猪采购采取屠宰后定级的方式进行支付，按照生猪屠宰后的不同等级向供应商支付不同的货款；支付方式以汇款为主，小部分采用现金支付。2017—2019年，肉食集团生猪采购量波动减少，2019年同比下降24.58%，主要受非洲猪瘟疫情影响，生猪出栏量大幅减少所致。从采购地区来看，综合各地区采购价格、疫情防控等因素，肉食集团在各地区生猪采购量也会进行结构调整。

表 3 2017—2019 年及 2020 年 1—6 月肉食集团生猪采购情况（单位：万头、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
	采购数量	占比	采购数量	占比	采购数量	占比	采购数量	占比
辽宁	71.15	15.76	75.59	14.52	0.96	0.25	7.89	3.41
黑龙江	46.33	10.26	19.37	3.72	3.99	1.02	18.99	8.21
河南	22.46	4.97	41.12	7.90	76.44	19.47	71.25	30.81
河北	129.95	28.78	218.58	41.98	148.32	37.77	60.93	26.35
其他	181.66	40.23	166.02	31.88	162.99	41.50	72.16	31.21
合计	451.56	100.00	520.68	100.00	392.71	100.00	231.23	100.00

注：本表部分合计数与各加总数之和略有差异，系四舍五入产生尾差所致

资料来源：公司提供

表 4 2017—2019 年及 2020 年 1—6 月肉食集团猪肉销售情况（单位：万吨、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
	销售数量	占比	销售数量	占比	销售数量	占比	销售数量	占比
市批	27.82	48.30	17.56	29.28	12.88	26.90	16.43	39.91
商超	6.78	11.78	4.81	8.02	3.78	7.88	6.56	15.95
终端	15.59	27.06	3.73	6.21	3.60	7.52	2.66	6.45
外埠	7.41	12.86	33.88	56.49	27.63	57.69	15.51	37.69
合计	57.60	100.00	59.98	100.00	47.90	100.00	41.16	100.00

注：本表部分合计数与各加总数之和略有差异，系四舍五入产生尾差所致

资料来源：公司提供

销售方面，肉食集团生产的白条肉的销售渠道主要是市批（市场批发）、商超、外埠等。其中市批为客户向公司询价后批发购货；商超为肉食集团在商场、超市等销售终端网点铺货，进行零售；终端主要是肉食集团自营销售网点；外埠为大红门公司向北京市外的各省市采购商批发销售。近年来，肉食集团加大外埠市场拓展力度，外埠渠道占比逐年提升。定价方面，公司购销均按照市场价格定价。销售结算方面，商超方面账期较长，在 45~90 天左右，市批及外埠销售以现款现货结算为主。

销量方面，2017—2019 年，肉食集团猪肉销售规模波动减少，2019 年销量同比下降 20.14%，主要受非洲猪瘟疫情影响，生猪出栏量减少以及市场价格大幅上升所致。

销售收入方面，2017—2019 年，受猪肉市场价格上涨影响，肉食集团营业收入逐年增长，分别为 172.93 亿元、177.05 亿元和 239.85 亿元，利润总额分别为 0.92 亿元、0.95 亿元和 3.27 亿元。2020 年 1—6 月，肉食集团实现营业收入 163.40 亿元，利润总额 2.54 亿元。

销售集中度方面，2019 年，肉食集团前五大销售客户分别为北京市丰台区柯金洲、李自敏、齐尚港、冉桂华和北京物美综合超市有限公司（高端），上述五大销售客户销售总额占肉食集团营业收入的 1.70%，客户集中度很低。

牛羊肉类产品

月盛斋为公司的控股子公司，是在北京市清真食品公司改制基础上成立的北京市目前唯一一家专营清真肉食品的国有控股企业。月盛斋是国家民委和北京市民委确认的民族用品定点生产经营企业，每年承担着市政府重要会议的清真肉食品的供应工作。月盛斋主要通过对牛羊肉进行加工和销售来获取利润，结算方式主要为现金结算；主要产品包括清真鲜冻牛羊肉产品、预冷肥牛系列产品。月盛斋加工销售清真牛羊肉及制品约 90 个品种，其中包括传统风味产品 18 个，冷鲜产品 37 个，熟食产品 35 个。

月盛斋主要通过直营、直供网点销售等方式进行销售，主要销售区域包括首旅系统，商场超市系统、宾馆酒店系统、批发市场等。2017—2019 年，月盛斋生鲜牛羊肉销量和销售收入逐

年增长；受牛羊肉市场价格上涨、原料成本和人工成本上升影响，生鲜牛羊肉销售毛利率波动下降。熟食牛羊肉方面，月盛斋在维持传统产品规模的基础上，通过工艺升级不断开发新产品，

推动熟食牛羊肉销量和销售收入持续增长；受原材料牛羊肉价格上涨影响，熟食毛利率逐年下降。

表 5 2017—2019 年月盛斋牛羊肉产品销售情况（单位：吨、万元、%）

主要产品	2017 年			2018 年			2019 年		
	销量	销售收入	毛利率	销量	销售收入	毛利率	销量	销售收入	毛利率
生鲜	13846.00	45998.00	7.97	20061.00	82787.00	3.98	29823.00	124432.00	4.94
熟食	1113.00	7332.00	20.53	1250.00	8430.00	19.43	1785.00	12525.00	14.65
合计	14959.00	53330.00	/	21311.00	91217.00	/	31608.00	136957.00	/

资料来源：公司提供

（2）食品制造业务

公司食品制造板块产品种类多，拥有“王致和”腐乳、“六必居”酱菜、“白玉”豆腐等多个中华老字号，在北京市场地位突出。2017—2019 年，公司食品制造板块经营较为稳定。

公司食品制造板块的产品主要包括腐乳、豆腐、豆浆等豆制品及酱菜、料酒等调味品，主要经营主体包括北京二商食品股份有限公司（以下简称“二商股份”）、北京六必居食品有限公司（以下简称“六必居”）、北京二商金狮龙门食品有限公司和北京二商希杰食品有限责任公司（以下简称“二商希杰”）。公司所生产商品通过商超和外埠方式按照市场价格对外销售，结算方式均以电汇为主，在公司发货后进行结算。

二商股份生产“王致和”牌系列腐乳及料酒、“花桥”牌系列腐乳及其它复合调味料、“宫颐府”牌焙烤系列产品等十余类百余种产品，是北京市最大的生产经营腐乳、糕点的专业化公司，其规模和创利水平在全国同行业中名列前茅。糕点方面，宫颐府目前已经发展成为一家现代化食品烘焙企业，主要经营各式面包、中西式糕点，月饼、元宵等产品，产品主要的销售渠道为北京、天津、河北等地区的商场和超市。2017—2019 年，二商股份销售收入分别为 12.20 亿元、12.09 亿元和 12.28 亿元，利润总额为 540.18 万元、229.94 万元和 3708.94 万元，经营较为稳定。

六必居是以农产品大豆、小麦及各类蔬菜

为主要加工原料的生产酱腌菜、酱类调味品的专业化公司。六必居拥有“六必居”“桂馨斋”“天源酱园”“龙门”“金狮”5 个中华老字号及“龙和宽”“虎王宽”2 个新兴品牌。目前“六必居”产品专业销售网点和总经销点 3000 余个，销售网络遍布东北、华北、西北、江南等地，并且拥有国家进出口检验检疫总局认可的出口车间和自营出口权。2017—2019 年，六必居酱菜销量分别为 4361 吨、3540 吨和 3757 吨，销售收入分别为 0.51 亿元、0.53 亿元和 0.65 亿元，利润总额分别为 433.06 万元、502.64 万元和 680.63 万元。

二商希杰前身为 1956 年在公私合营的基础上成立的北京市豆制品二厂，改制后企业仍使用“白玉”商标和品牌，产品已形成了包装豆腐、豆浆、豆制品、豆芽菜和凉货五大体系，主要销往北京、天津、河北等地区。从上游采购情况看，希杰食品豆制产品的主要原料为大豆，采购方式为批发购买。从下游销售情况看，2017—2019 年，希杰食品白玉豆制品（含豆腐、豆浆、豆制品）分别实现销售收入 3.32 亿元、4.18 亿元和 4.05 亿元，其中豆腐产品销售额基本上维持在上述产品销售额的 80% 左右。

3. 现代分销与专业市场板块

公司现代分销与专业市场业务主要由下属子公司糖酒公司、北京水产有限责任公司（以下简称“水产公司”）、北京二商京华茶业有限公司和北京大红门京深海鲜批发市场有限公司负责

运营。其中现代分销业务以经营糖、酒、烟等商品销售为主，业务主要来源于子公司糖酒公司。糖酒公司是一家以现代分销为主营业态的中华老字号企业，也是公司经营实力很强的下属企业之一。

2017—2019 年，公司现代分销业务收入逐年增长，酒类和食糖的经销为公司现代分销收入的主要来源。具体来看，2017—2019 年，食

糖销售收入逐年增长，年均复合增长 18.41%，主要系工业食糖销量增加所致；食糖毛利率波动下降，主要系国内季节性、国际市场周期性波动影响食糖价格所致。2017—2019 年，酒类销售收入逐年增长，年均复合增长 8.68%；酒类毛利率波动上升，主要系经销的酒品销售价格上涨所致。

表 6 2017—2019 年及 2020 年 1—6 月现代分销板块主要产品销售情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年			2018 年			2019 年			2020 年 1—6 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
食糖	44.94	44.08	1.33	51.57	44.99	1.34	63.01	48.78	1.02	37.07	56.31	0.73
酒类	47.34	46.44	10.03	54.32	47.38	9.59	55.91	43.28	12.70	26.14	39.71	16.68
烟类	0.16	0.16	-11.83	0.10	0.09	14.32	0.08	0.06	12.50	0.04	0.06	0.00
食品饮料	1.35	1.33	8.26	0.75	0.65	14.11	5.94	4.60	3.87	1.45	2.20	4.83
其他	8.15	8.00	3.33	7.90	6.89	2.60	4.22	3.27	12.80	1.13	1.72	13.27
合计	101.94	100.00	5.60	114.64	100.00	5.43	129.17	100.00	6.60	65.83	100.00	7.37

注：本表部分合计数与各加总数之和略有差异，系四舍五入产生尾差所致
资料来源：公司提供

（1）糖类

2017—2019 年，公司糖类业务销售渠道较为稳定，但采购以预付款方式，销售存在一定的账期，占用了公司部分资金；供应商集中度较高，客户集中度波动较大。

糖业方面，糖酒公司盈利模式是从工业糖及食用糖生产商批量进货后，将其转售给下游用糖企业（如食品、饮料、医药企业）、商场、超市等，以赚取中间差价为主。目前糖酒公司普遍使用电子交易系统进行交易磋商，通过系统自动匹配买家和卖家，并在系统中实现收付款。

上游采购方面，食糖采购结算模式全部为预付账款。2019 年，糖酒公司主要通过广西康宸世糖贸易有限公司、中粮屯河糖业股份有限公司、云南英茂糖业（集团）有限公司等渠道批发采购糖类食品。2017—2019 年，公司糖类产品前五大供应商采购金额分别为 30.11 亿元、32.09 亿元和 23.52 亿元，占食糖业务营业成本的比重分别为 67.90%、63.05%和 19.48%，2019 年采购集中度较上年大幅下降 43.57 个百分点，主要系 2019 年糖酒公司主要通过电子盘匹配交易，食糖采购趋于分散化所致。

下游销售方面，糖酒公司通过总经销、总代理等经营方式销售工业糖和民用糖，其中工业糖销售占比较大。食糖采购结算模式一般根据合同来确定，包括到预付货款和货后付款方式，销售结算模式包括现金及赊销。在定价方面，按照市场价格定价。糖酒公司与北京内外商场、批发市场及企业等各种终端建立了良好的合作关系。2017—2019 年，公司糖类产品前五大客户销售金额分别为 29.87 亿元、19.72 亿元和 26.48 亿元，占食糖业务收入的比重分别为 66.46%、38.22%和 20.36%，2017 年前五大客户集中度较高主要系与第一大客户交易量较大所致。

（2）酒类

2017—2019 年，受益于白酒产品价格的不断上涨，公司酒类业务中国家名酒和地产白酒销量虽有所下降，但销售收入均呈增长态势；公司对部分名酒的采购模式为提前付款，代销模式存在一定账期，对营运资金形成了占用。

酒业方面，糖酒公司盈利模式主要为通过总经销、总代理、分销等经营方式，与全国或区域性各类知名酒厂供应商始建立合作关系，经营国家各类名白酒、各种洋酒及地产酒。

从上游采购来看，糖酒公司所经营的国产酒类商品采购都是与厂家直接对接，如茅台、五粮液、剑南春、郎酒等国家名酒，红星、牛栏山等地产白酒；进口酒采购渠道为酒行，如人头马酒行、保乐力加酒行等。糖酒公司还经营自有品牌“京酒”的销售。糖酒公司针对名白酒及进口高端葡萄酒一般采取提前付款的采购模式；对洋酒行的采购结算采取不同方式：针对保乐力加酒行一般先开票后支付货款，针对人头马酒行一般在发出订单后支付部分预付款，开票后再支付剩余货款；主要结算方式为现金结算或开立银行承兑汇票方式。2019年，公司酒类商品前五大供应商分别为保乐力加(中国)贸易有限公司北京分公司、北京创意堂商贸有限公司、国酒茅台(贵州仁怀)营销有限公司、宜宾五粮液酒类销售有限责任公司和四川省宜宾五粮液集团进出口有限公司，采购金额合计 28.16 亿元，占酒类业务营业成本的 23.32%。

在销售方面，糖酒公司与北京市大型商场、国际大卖场、连锁超市、批发市场和酒店、餐饮、娱乐等各种终端通力合作，构建了全方位、全天候的网络渠道，使糖酒公司经销的茅台、五粮液、

剑南春等名酒及其系列品牌，在北京市场的占有率位居前列。定价方面，糖酒公司购销都按照市场价格定价，销售方式分成经销和代销；代销商品均是下游企业销售完成后与公司结款，而经销方式下的商品基本为当时回款，其他销售渠道一般采取赊销方式，回款周期在与对方签订合同时由双方协商确定。

从不同酒类的销量情况来看，2017—2019年，国家名酒销量逐年下降，其中茅台销量波动下降，五粮液销量逐年下降；受牛栏山市场需求量较大的影响，地产白酒销量波动增长；进口洋酒的销售规模逐年扩大，2019年销量达 2665 吨。

从销售收入来看，2017—2019年，随着酒类销售价格上涨，公司地产白酒和进口酒收入逐年增长，分别年均复合增长 18.57%和 10.23%；国家名酒销售收入波动增长，年均复合增长 5.80%。2019年，公司酒类商品前五大销售客户分别为北京物美超市有限公司、北京鼎力兴商贸有限责任公司、北京沃尔玛百货有限公司(山姆会员店)、北京超市发连锁有限公司和中粮海优(北京)有限公司，销售金额合计 10.35 亿元，占酒类销售总额的比重为 7.96%，集中度较低。

表 7 2017—2019 年及 2020 年 1—6 月公司酒类产品销售量情况(单位：吨、亿元)

商品		2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—6 月	
		销量	销售收入	销量	销售收入	销量	销售收入	销量	销售收入
国家名酒		2280	29.76	1854	35.57	1637	33.31	587	16.69
其中：	茅台	593	14.46	529	19.82	565	21.36	237	12.62
	五粮液	1340	13.75	1091	14.74	838	10.78	233	3.51
	剑南春	129	0.7	80	0.44	74	0.44	25	0.14
地产白酒		8588	6.58	10608	7.43	14145	9.25	5534	3.82
其中：	红星	2712	1.07	3164	1.29	3676	1.45	1323	0.58
	牛栏山	4506	4.57	5473	4.96	5136	5.35	1918	2.11
进口酒		2163	7.86	2538	8.32	2665	9.55	1095	3.64

资料来源：公司提供

(3) 专业市场

2017—2019年，公司专业市场交易量及交易额较为稳定，出租率高；受市场消费减少影响，公司摊位租金收入小幅下降。

在专业市场业务方面，公司先后投资近 10 亿元，建成了西南郊肉类水产品市场、四道口水产市场、北水嘉伦水产品市场、大红门京深海鲜

市场、京华茶叶市场，北京国际茶城等一批专业市场，这些专业市场已经成为我国北方肉类、水产品、农副产品、茶叶等商品的重要集散地。截至 2019 年末，公司共 7 家专业市场，专业市场经营面积约 19.30 万平方米，摊位 2989 个，出租率达 90%以上，在北京市场竞争优势较强。2017—2019 年，公司主要专业市场的交易量分

别为 108.90 万吨、106.60 万吨和 103.90 万吨；交易额分别约为 199.50 亿元、183.6 亿元和 201.40 亿元。受“三公”消费减少的影响，部分市场在租金方面给与租户一定折扣，公司租金收入有所下降，2017—2019 年，公司专业市场摊位租金收入分别为 1.97 亿元、1.88 亿元和 1.85 亿元。

4. 现代物流板块

公司现代物流板块以食品冷链物流业务为主，冷库资源丰富，配送网络完善，并承担全国两会食品供应，是公司产业结构的重要组成部分，并对公司营业收入形成有益补充。

公司现代物流板块业务主要以食品冷链物流为主，旗下子公司包括北京二商东方食品集团有限公司（以下简称“东方食品”）以及下属分公司北京二商集团有限责任公司西郊食品冷冻厂、北京二商健力食品科技有限公司（以下简称“二商健力”）等。上述公司通过提供物流配送服务及仓储服务等方式盈利，主要开展低温熟肉制品、豆腐及豆制品和奶制品等商品的配送业务。

现代物流板块结算方式一般为按合同规定日期，客户提前预付给公司相应仓储租赁和货物运输费用。截至 2019 年末，公司冷库资源达到 21.5 万吨，其中万吨以上冷库 7 座；普通常温库 15 处，仓储面积 5.3 万平方米。

东方食品以食品冷链物流、现代分销、专业化市场为主业的国有企业。东方食品拥有 10.70 万吨冷库，占公司冷库资源的 60%以上，承担着中央、北京市政府冻猪肉储备和北京市蔬菜储备任务。

东方食品下属三新公司的干线运输业务除北京总部以外，在上海、广州、武汉、西安、青岛、成都、沈阳均设联络处，进行全国配送业务；拥有北京市内 4000 家商超、餐饮配送类网点业务；冷链物流事业部配送网络覆盖北京市 14 个区县，700 余家北京大中型商超。东方食品下属企业 34 号供应部成立于 1955 年，主要承担着党和国家在京举办的重大活动的食品供应保障

任务，是历年全国“两会”指定食品供应商。2019 年，东方食品实现营业收入 64.69 亿元，利润总额为 4777.76 亿元。

东方食品于 2018 年 10 月开始开展水产品进出口贸易业务，模式为先预收客户货款再预付供应商采购款采购商品，商品采购周期约为 6 个月，采购完成后交付客户完成整个业务流程。2020 年 1—6 月，东方食品营业收入为 26.69 亿元，较上年同期小幅下降，主要受新冠肺炎疫情影响，北京地区水产品进出口贸易量减少所致。

分公司西郊冷冻厂目前归属东方食品管理，该冷冻厂依托丰富的冷库资源经营冻肉、猪副产品、水产品、牛羊肉等。西郊冷冻厂占地面积 5.4 万平方米，拥有两座大型冷库和近百间小型冷库，总存储容量 2 万吨。其中，中温库 15000 吨，主要贮存各种肉类、水产品；高温库 3000 吨，主要贮存各种鲜菜、水果；低温库日急冻量 120 吨；小型冷库 2000 吨，主要满足各种小型储户的储存需要。

二商健力主要从事蛋制品加工、牧业养殖、冷藏仓储、冷链物流和科技研发，为公司的全资子公司。

5. 经营效率

2017—2019 年，公司销售债权周转次数逐年上升，分别为 29.46 次、33.22 次和 36.37 次，主要系营业收入的增长和应收账款下降所致；存货周转次数逐年下降，分别为 12.90 次、11.70 次和 9.94 次，主要受非洲猪瘟疫情影响，公司猪肉储备规模扩大所致；公司总资产周转次数逐年上升，分别为 2.20 次、2.23 次和 2.42 次。

6. 经营关注

（1）市场竞争不断加剧

公司所在的食品行业在国内市场上竞争不断加剧，食品行业进入门槛较低，行业内从事生产、加工、流通的企业众多，同类同质可替代商品众多，居民对单一品牌的忠诚度较低，如公司产品不能满足消费者新的需求，公司产品销售将受到一定影响。

(2) 价格波动风险

由于季节、市场供应等因素使原材料价格波动,将对公司生产经营成本产生一定影响。近年来,糖、酒、肉以及其他农副商品等价格波动较大,而公司产品销售价格调整相对滞后,不利于公司生产成本控制。

(3) 食品安全风险

公司经营的产品种类多样,且多为与居民日常生活关系密切的食品和调味品。虽然公司对于食品安全有一系列的防控措施,但由于公司产品繁杂、涉及面广、产业链延伸长,仍然存在一定的食品安全风险。

7. 未来发展

公司经营思路清晰,发展规划整体定位明确。

未来,公司将聚焦食品仓储与制造加工业、食品贸易与物流服务业、种植养殖及远洋捕捞业三大主业,强化科技、信息、教育和物业经营四大支撑产业,紧抓国家“三大战略”及非首都功能疏解机遇,加快产业升级及空间优化布局,全力推进京津冀生活服务保障基地、京津冀城市生活智慧港及中华老字号食品制造加工产业园等三大产业园区建设,以园区建设为抓手,推动公司转型升级跨越发展。公司将在做大品牌和开拓渠道基础上,纵深发展产业链,向上游加工领域延伸,重点构建白酒、食糖产销一体的产业链经营模式,推动商贸流通企业转型发展。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2017—2019年度财务报表均经天职国际会计师事务所(特殊普通合伙)审计,审计结论均为标准无保留意见。公司提供的2020年1—6月财务报表未经审计。公司财务报表按照《企业会计准则—基本准则》和具体会计准则编制,并执行财政部颁布的最新企业会计准则。本报告2017年、2018年财务数据取自2018年、2019年审计报告期初数/上期数,2019年财

务数据取自2019年审计报告期末数/本期数。

从合并范围变化看,2017年,公司新纳入合并范围子公司1家。截至2017年末,公司纳入合并范围的子公司共32家。2018—2019年,公司合并范围未发生变化。公司会计政策连续,财务数据可比性较强。

截至2019年末,公司合并资产总额243.25亿元,所有者权益81.96亿元(含少数股东权益8.79亿元);2019年,公司实现营业收入528.99亿元,利润总额5.76亿元。

截至2020年6月末,公司合并资产总额275.26亿元,所有者权益86.08亿元(含少数股东权益9.24亿元);2020年1—6月,公司实现营业收入293.35亿元,利润总额4.93亿元。

2. 资产质量

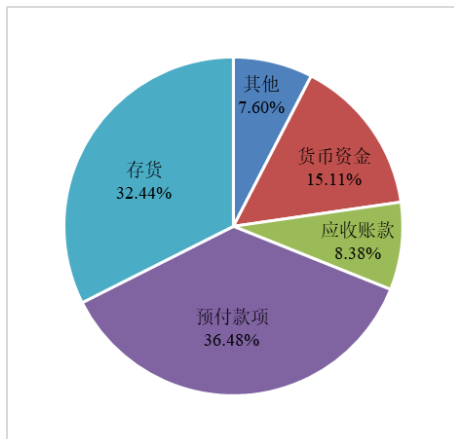
2017—2019年末,公司资产规模逐年增长,以流动资产为主;流动资产中存货和预付款项对营运资金存在占用;公司货币资金较为充足,受限资产规模小,整体资产质量尚可。

2017—2019年末,公司资产规模逐年增长,年均复合增长18.16%。截至2019年末,公司合并资产总额243.25亿元,较年初增长25.17%。其中,流动资产占76.82%,非流动资产占23.18%,资产结构以流动资产为主。

(1) 流动资产

2017—2019年末,流动资产规模逐年增长,年均复合增长25.20%。截至2019年末,流动资产186.86亿元,较年初增长33.53%,主要系存货和预付款项增加所致。公司流动资产主要由货币资金(占15.11%)、预付款项(占36.48%)、存货(占32.44%)和应收账款(占8.38%)构成。

图 7 截至 2019 年末公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2017—2019年末，公司货币资金逐年增长，年均复合增长9.92%。截至2019年末，公司货币资金为28.24亿元，较年初增长20.20%，其中受限资金1.03亿元，受限比例为3.65%，主要为银行承兑汇票保证金。

2017—2019年末，公司应收账款逐年增长，年均复合增长18.84%，主要系销售规模扩大所致。截至2019年末，公司应收账款账面价值为15.65亿元，较年初增长16.78%。公司应收账款余额中，1年以内的占90.06%，1~2年（含2年）的占1.99%，2~3年（含3年）的占1.93%，3年以上的占6.02%，整体账龄较短；从集中度来看，按欠款方归集的期末余额前五名的应收账款账面余额合计4.05亿元，占应收账款余额的19.87%，集中度一般；公司累计计提应收账款坏账准备4.76亿元，计提比例23.32%，计提较充分。

2017—2019年末，公司预付款项逐年增长，年均复合增长31.00%。截至2019年末，公司预付款项为68.16亿元，较年初增长33.24%，主要系肉食集团采购预付款项增加所致。

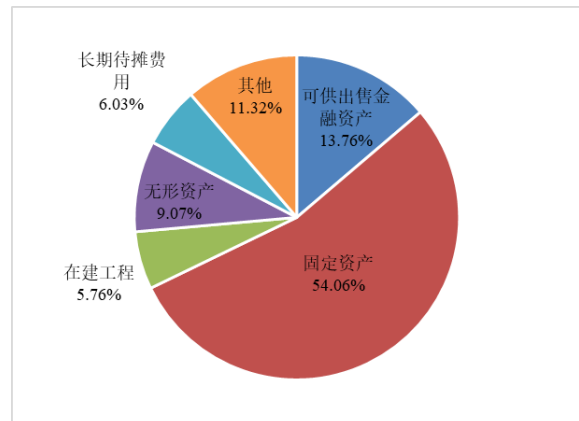
2017—2019年末，公司存货账面价值逐年增长，年均复合增长48.74%，公司存货主要为肉类、酒糖烟类、水产品类、禽蛋类等农副产品。截至2019年末，公司存货账面价值为60.62亿元，较年初增长58.48%，主要系肉食集团、水产公司和月盛斋节前大量备货所致。截至2019年末，公司累计计提跌价准备1.36亿元，计提比例为

2.19%。

（2）非流动资产

2017—2019年末，公司非流动资产规模波动增长，年均复合增长1.24%。截至2019年末，公司非流动资产56.39亿元，较年初增长3.67%，公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占13.76%）、固定资产（占54.06%）、在建工程（占5.76%）、无形资产（占9.07%）和长期待摊费用（占6.03%）构成。

图 8 截至 2019 年末公司非流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2017—2019年末，公司可供出售金融资产波动增长，年均复合增长22.18%。截至2018年末，公司可供出售金融资产4.55亿元，较年初下降12.52%。截至2019年末，公司可供出售金融资产较年初增长70.62%，主要系糖酒公司持有贵州茅台股票资产公允价值上升所致。

2017—2019年末，公司固定资产账面价值波动下降，年均复合下降0.89%。截至2018年末，公司固定资产账面价值为32.50亿元，较年初增长28.15%，主要系在建工程转固所致。截至2019年末，公司固定资产账面价值为30.49亿元，较年初下降6.20%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占68.65%）和机器设备（占25.30%）构成，累计计提折旧29.79亿元；公司固定资产成新率50.58%，成新率一般。

2017—2019年末，公司在建工程账面价值波动下降，年均复合下降9.71%。截至2018年末，公司在建工程账面价值为2.59亿元，较年初下降35.12%，主要系在建工程转固定资产所致。截至2019年末，公司在建工程账面价值为3.25亿元，

较年初增长25.64%，主要系肉食集团新增生猪种养结合生态养殖基地工程项目所致。

2017—2019年末，公司无形资产账面价值波动增长，年均复合增长1.72%。截至2019年末，公司无形资产账面价值为5.11亿元，较年初增长3.70%。公司无形资产主要为土地使用权（占91.99%）。

2017—2019年末，公司长期待摊费用逐年增长，年均复合增长1.55%。截至2019年末，公司长期待摊费用3.40亿元，较年初增长0.05%，主要为租金费、设备改良费、改扩建工程等。

截至2019年末，公司受限资产合计1.03亿元，全部为货币资金，主要为银行承兑汇票保证金。受限资产规模小，占总资产的比重为0.42%。

截至2020年6月末，公司合并资产总额275.26亿元，较年初增长13.16%，主要系流动资产增加所致。其中货币资金较年初增长47.56%，主要系肉食集团和糖酒公司银行借款增加所致；预付款项较年初下降20.92%，主要系肉食集团所属贸易公司前期采购货物陆续到港并结转入库，以及东方食品受疫情影响进口规模下降所致；存货较年初增长47.47%，主要系肉食集团承担着担保供应、稳物价的社会职能，受新冠肺炎疫情影响，因国储及市储的储备肉职能需要，肉食集团所属贸易公司大量外购产品所致。截至2020年6月末，公司资产结构中流动资产占78.86%，非流动资产占21.14%，资产结构较年初变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

2017—2019年末，公司所有者权益逐年增长，主要以实收资本和资本公积为主，资本实力不断增强，所有者权益结构稳定性尚可。

2017—2019年末，公司所有者权益逐年增长，年均复合增长13.55%。截至2019年末，公司所有者权益81.96亿元，较年初增长25.76%，主要系发行永续期公司债券，其他权益工具增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为89.27%，少数股东权益占比为10.73%。归属于

母公司所有者权益为73.16亿元，其中实收资本占27.85%、其他权益工具占16.31%、资本公积占30.60%、其他综合收益占6.76%、盈余公积占0.53%、未分配利润占17.96%。公司所有者权益结构稳定性尚可。

截至2020年6月末，公司所有者权益为86.08亿元，较年初增长5.04%。其中，归属于母公司所有者权益占比为89.26%，少数股东权益占比为10.74%，公司所有者权益结构较年初变化不大。

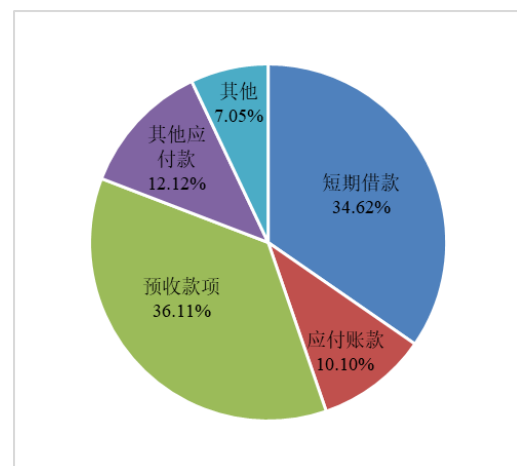
（2）负债

2017—2019年末，公司负债规模逐年增长，以流动负债为主；整体债务负担较重且以短期债务为主，债务结构有待调整。

2017—2019年末，公司负债规模逐年增长，年均复合增长20.73%，主要系流动负债增长所致。截至2019年末，公司负债总额161.30亿元，其中，流动负债占91.09%，非流动负债占8.91%，公司负债以流动负债为主。

2017—2019年末，公司流动负债逐年增长，年均复合增长21.22%。截至2019年末，公司流动负债为146.92亿元，较年初增长24.34%，主要系预收款项增加所致。公司流动负债主要由短期借款（占34.62%）、应付账款（占10.10%）、预收款项（占36.11%）和其他应付款（占12.12%）构成。

图9 截至2019年末公司流动负债构成



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2017—2019年末，公司短期借款波动增长，

年均复合增长 6.18%。截至 2019 年末，公司短期借款 50.87 亿元，较年初增长 13.59%，其中保证借款占 64.54%、信用借款占 35.46%。

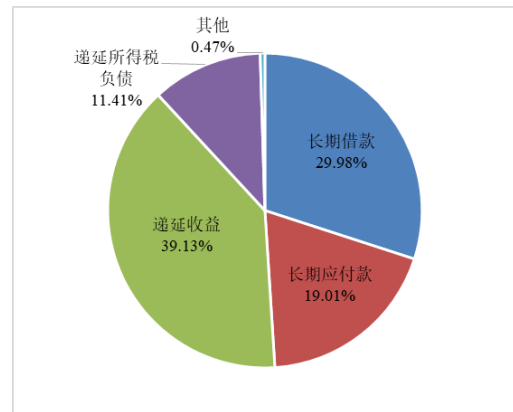
2017—2019 年末，公司应付账款波动增长，年均复合增长 2.33%。截至 2018 年末，公司应付账款 18.45 亿元，较年初增长 30.20%，主要系肉类采购增加所致。截至 2019 年末，公司应付账款 14.84 亿元，较年初下降 19.57%，主要系糖酒公司受供应商供货政策影响应付账款减少所致；公司应付账款账龄在 1 年以内（含 1 年）的占 82.03%，1 年以上的占 17.97%。

2017—2019 年末，公司预收款项逐年增长，年均复合增长 77.78%。截至 2018 年末，公司预收款项 25.08 亿元，较年初增长 49.42%，主要系大红门公司预收的贸易业务款项增加所致。截至 2019 年末，公司预收款项 53.05 亿元，较年初增长 111.51%，主要系肉食集团肉类贸易和东方食品水产品出口业务规模扩大所致。

2017—2019 年末，公司其他应付款波动增长，年均复合增长 16.74%。截至 2018 年末，公司其他应付款 20.74 亿元，较年初大幅增长 58.70%，主要系水产公司业务量增加，的押金和保证金增加所致。截至 2019 年末，公司其他应付款 17.81 亿元，较年初下降 14.13%，主要系水产公司完成部分销售后返还预收定金所致。

2017—2019 年末，公司非流动负债逐年增长，年均复合增长 16.04%。截至 2019 年末，公司非流动负债为 14.37 亿元，较年初增长 30.69%，主要系长期借款增加所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 29.98%）、长期应付款（占 19.01%）、递延收益（占 39.13%）和递延所得税负债（占 11.41%）构成。

图 10 截至 2019 年末公司非流动负债构成



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

2017—2019 年末，公司长期借款逐年增长，年均复合增长 82.76%。截至 2019 年末，公司长期借款为 4.31 亿元，较年初增长 222.73%，主要系肉公司业务规模扩大长期资金需求增加所致；长期借款主要由保证借款（占 71.09%）和信用借款（占 28.91%）构成。从期限分布看，2~3 年到期的占 69.63%，3~5 年的占 1.46%，5 年以上的占 28.91%，集中偿付压力一般。

2017—2019 年末，公司长期应付款逐年下降，年均复合下降 20.64%。截至 2019 年末，公司长期应付款为 2.73 亿元，较年初下降 29.17%，主要包含财政农业部门项目拨款、拆迁补偿款等。

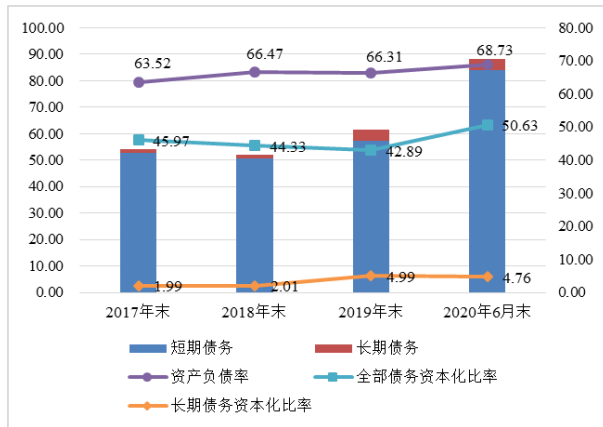
2017—2019 年末，公司递延收益逐年增长，年均复合增长 19.22%。截至 2019 年末，公司递延收益 5.62 亿元，较年初增长 14.96%，主要系公司收到生猪养殖二期育肥猪项目补助所致。

2017—2019 年末，公司递延所得税负债波动增长，年均复合增长 27.77%，主要系可供出售金融资产公允价值波动，应纳税暂时性差异变动所致。截至 2019 年末，公司递延所得税负债为 1.64 亿元，较年初增长 96.05%。

有息债务方面，2017—2019 年末，公司全部债务波动增长，分别为 54.08 亿元、51.90 亿元和 61.54 亿元，年均复合增长 6.67%。截至 2019 年末，公司全部债务较年初增长 18.56%，主要系短期债务增长所致。其中，短期债务占 93.00%，长期债务占 7.00%，以短期债务为主，债务结构有待改善。2017—2019 年，公司资产

负债率波动上升，全部债务资本化比率逐年下降，长期债务资本化比率逐年上升，公司整体债务负担较重，但仍处于合理水平。

图 11 2017—2019 年末及 2020 年 6 月末公司全部债务构成情况（单位：亿元、%）



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2019 年末，如将其他权益工具中的永续债调入长期债务，公司全部债务增至 73.47 亿元。其中，短期债务 57.23 亿元（占 77.89%），长期债务 16.24 亿元（占 22.11%）。公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.21%、51.20% 和 18.83%，较调整前分别上升 4.91 个百分点、8.32 个百分点和 13.83 个百分点。

截至 2020 年 6 月末，公司负债总额 189.18 亿元，较年初增长 17.29%，主要系流动负债增加所致。其中，短期借款较年初增长 55.67%，主要系肉食集团采购规模扩大，对流动资金需求增加所致；应付账款较年初增长 38.99%，主要系西郊冷冻厂由于科目重分类，将预收账款调入应付账款科目所致；其他应付款较年初增长 110.35%，主要系肉食集团、糖酒公司向首农食品集团的往来借款增加所致。截至 2020 年 6 月末，公司流动负债占 92.06%，非流动负债占 7.94%，负债结构较年初变化不大。

截至 2020 年 6 月末，公司全部债务为 88.29 亿元，较年初增长 43.47%，主要系短期债务增加所致。其中，短期债务占 95.12%，长期债务占 4.88%，债务结构较年初变化不大。截至 2020 年 6 月末，公司资产负债率、全部债务资本化

比率和长期债务资本化比率分别为 68.73%、50.63% 和 4.76%，较年初分别上升 2.42 个百分点、上升 7.75 个百分点和下降 0.23 个百分点，债务负担有所加重。

截至 2020 年 6 月末，如将其他权益工具中的永续债调入长期债务，公司全部债务将增至 100.22 亿元，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 73.06%、57.47% 和 17.97%，较调整前分别上升 4.33 个百分点、6.84 个百分点和 13.20 个百分点。

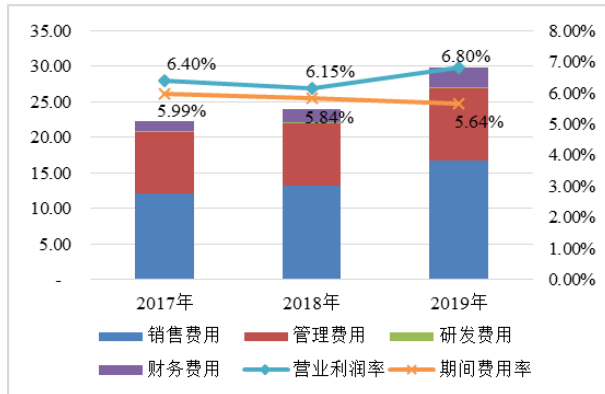
4. 盈利能力

2017—2019 年，随着主营业务规模扩大及肉类产品市场价格上涨，公司营业收入逐年增长，费用控制能力和盈利能力有所增强；投资收益、政府补贴对公司利润总额贡献较大，资产减值损失对利润侵蚀明显。

2017—2019 年，公司营业收入逐年增长，分别为 372.57 亿元、410.68 亿元和 528.99 亿元，年均复合增长 19.16%，主要系公司猪肉和水产品销售收入增加所致；公司利润总额波动增长，分别为 4.54 亿元、3.18 亿元和 5.76 亿元，年均复合增长 12.62%，主要系公司综合毛利率波动上升所致。

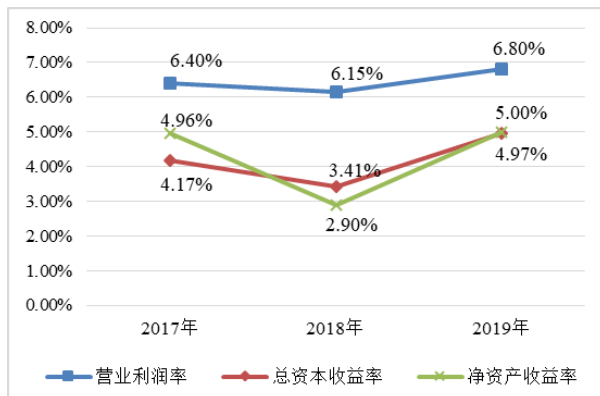
从期间费用看，2017—2019 年，公司费用总额逐年增长，年均复合增长 15.67%。2019 年，公司费用总额为 29.84 亿元，同比增长 24.38%，其中销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 56.15%、34.20%、0.52% 和 9.12%，以销售费用和管理费用为主。2017—2019 年，公司销售费用逐年增长，年均复合增长 17.44%，主要为职工薪酬、运输费、销售服务费、仓储保管费、业务经费等；公司管理费用逐年增长，年均复合增长 8.73%。2017—2019 年，公司期间费用率逐年下降，费用控制能力逐年增强。

图 12 2017—2019 年公司期间费用构成情况
(单位: 亿元、%)



资料来源: 公司审计报告、联合资信整理

图 13 2017—2019 年公司盈利指标 (单位: %)



资料来源: 公司审计报告、联合资信整理

2017—2019 年, 公司资产减值损失分别为 1.51 亿元、1.78 亿元和 3.08 亿元, 占营业利润的比例为 35.79%、52.13%和 51.50%, 对公司利润侵蚀明显。2017—2019 年, 公司其他收益分别为 1.73 亿元、2.56 亿元和 3.11 亿元, 主要为各类政府补助, 占营业利润的比例分别为 41.02%、75.02%和 51.93%, 对公司利润水平影响很大, 考虑到公司长期承担中央和北京市两级政府食品储备任务的政府补助, 获取补助连续性较好。2017—2019 年, 公司投资收益分别为 0.90 亿元、1.22 亿元和 -0.26 亿元, 波动较大, 主要为公司处置长期股权投资和持有可供出售金融资产取得的收益, 占营业利润的比重分别为 21.34%、35.75%和 -4.34%, 其中 2019 年较上年大幅下降, 主要系公司处置长期股权投资规模减小, 以及确认权益法核算下的河北裕丰京安养殖有限公司投资收益 -3950.66 万元所致。

从盈利指标看, 2017—2019 年, 受益于肉类产品市场价格上涨, 公司营业利润率、总资本收益率及净资产收益率均波动上升, 公司盈利能力有所增强。

2020 年 1—6 月, 公司实现营业收入 293.35 亿元, 同比增长 18.67%; 实现利润总额 4.93 亿元, 同比增长 158.90%。

5. 现金流

2017—2019 年, 公司经营活动现金净流量持续净流出, 无法满足对外投资需求, 对外部筹资活动依赖较大。

表 8 2017—2019 年及 2020 年 1—6 月公司现金流量情况 (单位: 亿元、%)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—6 月
经营活动现金流入量	440.94	488.22	606.85	313.21
经营活动现金流出量	442.94	490.85	616.18	338.60
经营活动现金流量净额	-2.01	-2.63	-9.32	-25.39
投资活动现金流入量	2.08	9.64	0.81	0.10
投资活动现金流出量	4.56	5.73	5.09	4.06
投资活动现金流量净额	-2.48	3.91	-4.28	-3.96
筹资活动前现金流量净额	-4.48	1.28	-13.60	-29.35
筹资活动现金流入量	66.34	65.24	97.75	80.05
筹资活动现金流出量	62.54	66.12	79.66	37.87
筹资活动现金流量净额	3.80	-0.89	18.09	42.18
现金收入比 (%)	113.39	110.53	110.23	103.35

资料来源: 联合资信根据公司财务报告整理

从经营活动来看, 2017—2019 年, 公司经营活动现金流入量逐年增长, 年均复合增长 17.32%。2017—2019 年, 公司经营活动现金流出量逐年增长, 年均复合增长 17.94%。2017—2019 年, 公司经营活动现金净流出规模逐年扩大, 年均复合增长 115.59%。2017—2019 年, 公司现金收入比逐年下降, 收入实现质量较好。

从投资活动来看, 2017—2019 年, 公司投资活动现金流入量波动下降, 年均复合下降 37.42%。2017—2019 年, 公司投资活动现金流出量波动增长, 年均复合增长 5.73%。2017—2019 年, 公司投资活动现金流量净额波动较大。

2017—2019 年, 公司筹资活动前现金净流量分别为 -4.48 亿元、1.28 亿元和 -13.60 亿元, 波动较大。

从筹资活动来看，2017—2019 年，公司筹资活动现金流入量波动增长，年均复合增长 21.38%。2017—2019 年，公司筹资活动现金流出量逐年增长，年均复合增长 12.85%。2017—2019 年，公司筹资活动现金流量净额波动较大。公司对外部筹资活动依赖较大。

6. 偿债能力

近年来，公司短期和长期偿债能力指标表现一般，但考虑到公司融资渠道畅通、股东实力很强，政府支持力度大等因素，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2017—2019 年末，

公司流动比率波动上升；受存货规模扩大影响，公司速动比率逐年下降；现金类资产/短期债务逐年上升。公司流动资产对流动负债的保障程度尚可。

从长期偿债能力指标看，2017—2019 年，公司 EBITDA 波动增长。2019 年，公司 EBITDA 主要由折旧（占 22.69%）、摊销（占 11.07%）、计入财务费用的利息支出（占 22.86%）和利润总额（占 43.39%）构成。2017—2019 年，公司 EBITDA 利息倍数逐年下降，EBITDA 对利息的覆盖程度高；全部债务/EBITDA 波动下降，考虑到公司短期债务占比很高，EBITDA 对全部债务的覆盖程度一般。

表 9 公司偿债能力指标

项目	项目	2017 年	2018 年	2019 年
短期偿债能力指标	流动比率（%）	119.21	118.42	127.18
	速动比率（%）	91.81	86.06	85.92
	经营现金流动负债比（%）	-2.01	-2.23	-6.35
	现金类资产/短期债务（倍）	0.43	0.45	0.48
长期偿债能力指标	EBITDA（亿元）	10.58	9.38	13.29
	全部债务/EBITDA（倍）	5.11	5.53	4.63
	EBITDA 利息倍数（倍）	5.85	4.46	4.38

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

截至 2020 年 6 月末，公司不存在对本期债券发行构成重大不利影响的重大未决诉讼/仲裁或对本期债券发行构成重大不利影响的其他或有事项。

截至 2020 年 6 月末，公司无对外担保。

公司与各商业银行建立了良好的合作关系。截至 2020 年 6 月末，公司共获得银行授信 315.43 亿元，尚未使用额度 228.51 亿元，公司间接融资渠道较为畅通。

7. 母公司财务分析

截至 2019 年末，母公司资产结构较为均衡，其他应收款规模较大；负债以流动负债为主，债务负担较轻；所有者权益结构稳定性较好。2019 年，母公司营业收入和净利润保持增长；经营活动现金流呈小额净流出状态。

截至 2019 年末，母公司资产总额为 88.36 亿元，较年初增长 15.52%，其中，流动资产为

51.59 亿元（占 58.39%），非流动资产为 36.77 亿元（占 41.61%）。流动资产主要由货币资金（占 9.30%）、预付款项（占 11.86%）和其他应收款（占 74.55%）构成；非流动资产主要为长期股权投资（占 82.26%）和固定资产（占 12.35%）。

截至 2019 年末，母公司负债总额为 35.05 亿元，较年初下降 1.78%，其中，流动负债为 34.62 亿元（占 98.77%），非流动负债为 0.43 亿元（占 1.23%）。流动负债主要由短期借款（占 50.55%）、预收款项（占 16.45%）和其他应付款（占 29.88%）；非流动负债主要为递延收益（占 99.54%）。截至 2019 年末，母公司资产负债率为 39.67%，债务负担较轻。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 53.31 亿元，主要由实收资本（占 38.22%）、其他权益工具（占 22.38%）和资本公积（占 35.19%）构

成，所有者权益稳定性较好。

2019年，母公司营业收入为27.08亿元，较上年增长46.50%；净利润为0.71亿元，较上年增加0.53亿元。

2019年，母公司经营活动现金流量净额为-0.18亿元；公司投资活动现金流量净额为1.35亿元；公司筹资活动现金流量净额为0.66亿元。

十、本期可续期公司债券偿还能力分析

本期债券的发行对公司债务有一定影响；公司EBITDA和经营活动现金流对本期债券保障能力很强。

1. 本期可续期公司债券发行对债务的影响

截至2020年6月末，公司全部债务合计88.29亿元，本期债券拟发行的额度不超过人民币8亿元（含），占公司全部债务总额的9.06%。

若将本期债券计入长期债务，以2020年6月末财务数据为基础，本期债券发行后，在其他因素不变的情况下，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别上升至69.61%、52.80%和12.51%，分别较发行前上升了0.88个百分点、2.17个百分点和7.74个百分点，债务负担有所加重。考虑到公司拟将本期债券募集资金全部用于偿还有息负债，实际债务负担将低于预测值。

2. 本期可续期公司债券偿还能力分析

2017—2019年，公司经营活动现金流入量对本期债券覆盖倍数很高；公司经营活动现金净流量为持续净流出，无法对本期债券形成有效覆盖；公司EBITDA对本期债券覆盖程度较高。

表10 本期可续期公司债券保障能力测算

指标	2017年	2018年	2019年
经营活动现金流入量（亿元）	440.94	488.22	606.85
经营活动现金流入量保障倍数（倍）	55.12	61.03	75.86
经营活动现金流量净额（亿元）	-2.01	-2.63	-9.32
经营活动现金流量净额保障倍数（倍）	-0.25	-0.33	-1.17
EBITDA（亿元）	10.58	9.38	13.29
EBITDA保障倍数（倍）	1.32	1.17	1.66

注：数据略有差异系四舍五入造成

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

综合以上分析，并考虑到公司在股东背景、政府支持、业务规模、品牌效应及区域市场占有率等方面具有的综合竞争优势。联合资信认为，公司对本期债券的偿还能力很强。

十一、债权保护条款分析

1. 担保条款

本次债券由首农食品集团提供全额无条件不可撤销连带责任的保证担保。针对本次担保事宜，公司与首农食品集团签署了《出具担保协议》，首农食品集团出具了《北京二商集团有限责任公司2019年公开发行可续期公司债券担保函》，担保范围包括本次债券的本金及利息、违约金、损害赔偿金、实现债权的费用（包括但不限于处置费用、税费、诉讼费、仲裁费、财产保全费、财产保全担保费、差旅费、执行费、评估费、拍卖费、送达费、公告费和律师费等）及其他应支付的费用（包括但不限于罚息、复利、违约金和损害赔偿金、手续费、保险费及为产生或履行主债权而发生的财务顾问费用、承销费用等）。

首农食品集团承担保证责任的期间：若本次债券为一次发行，担保人承担保证责任的期间为本次债券发行首日至本次债券到期日后二十四个月止。若本次债券为分期发行，担保人就各期债券承担保证责任的期间分别计算，分别为各期债券的发行首日至各期债券到期日后二十四个月止。本次债券合法持有人、本次债券受托管理人在此期间内未要求担保人承担保证责任的，或其在保证期间主张债权后未在诉讼时效届满之前向担保人追偿的，担保人免除保证责任。

2. 担保人信用分析

（1）首农食品集团概况

首农食品集团是公司唯一股东。首农食品集团作为北京市国资委下属唯一的涉农都市型现代农业产业集团、中央及北京市两级政府粮油及重要食品储备单位，战略地位显著。2018年首农食品集团进一步改组为国有资本投资公司，

在市属产业资源配置及资金等方面将获得政府大力支持。截至 2020 年 6 月末，首农食品集团注册资本为 60.21 亿元；唯一股东为北京国有资本经营管理中心，实际控制人为北京市国资委。

截至 2019 年末，首农食品集团合并资产总额 1453.65 亿元，所有者权益 476.26 亿元（含少数股东权益 105.32 亿元）；2019 年，首农食品集团实现营业收入 1422.64 亿元，利润总额 43.54 亿元。

截至 2020 年 6 月末，首农食品集团合并资产总额 1562.26 亿元，所有者权益 478.41 亿元（含少数股东权益 102.86 亿元）；2020 年 1—6 月，首农食品集团实现营业收入 690.02 亿元，利润总额 12.28 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。

（2）经营分析

2017—2019 年，随着二商集团和京粮集团纳入合并范围，首农食品集团业务范围进一步扩大，收入规模和净利润均呈逐年增长趋势，综合毛利率波动上升。

2017 年 12 月 15 日，北京市国资委正式宣布对首都农业集团、京粮集团、二商集团实施联合重组，重组后首都农业集团更名为首农食品集团。2018 年，由于京粮集团和二商集团的并入，首农食品集团在原有业务板块基础上整合形成了食品制造加工与商贸服务、现代农牧业、物产物流业和其他业务四大主营业务板块。

2017—2019 年，随着经营规模扩大，首农食品集团营业总收入逐年增长，分别为 1143.15 亿元、1266.55 亿元和 1422.64 亿元，年均复合

增长 11.56%；实现利润总额逐年增长，分别为 34.32 亿元、40.16 亿元和 43.54 亿元，年均复合增长 12.63%，主要系营业总收入和投资收益增加所致。

食品制造加工与商贸服务主要包括乳制品、肉类、粮油、糖酒、调味品等食品加工以及粮油食品相关商贸服务，由首农食品集团、京粮集团和二商集团的各部分业务构成。2017—2019 年，食品制造加工与商贸服务收入逐年增长，年均复合增长 12.35%，其中 2019 年同比增长 16.27%，主要系京粮集团粮食贸易收入和二商集团食品加工制造收入同比增长所致；占营业收入的比重分别为 81.08%、79.46%和 82.25%，为首农食品集团的主要收入来源。

现代农牧业主要包括牛、猪、家禽养殖、饲料加工、农产品种植、水产捕捞、城市休闲农业等。2017—2019 年，现代农牧业收入波动增长，年均复合增长 7.30%，其中 2019 年同比增长 20.27%，主要系原料奶及蛋鸡量价齐升所致；占营业收入的比重分别为 3.68%、3.18%和 3.41%。

物产物流业主要包括保障类住房建设、仓储物流、持有型物业、城市服务业等，由首农食品集团、京粮集团和二商集团的各部分业务构成。2017—2019 年，受房地产业务结转进度影响，物产物流业收入波动增长，年均复合增长 6.11%，占营业收入的比重分别为 14.68%、16.89%和 13.28%。

其他业务包括财务公司的收入，占营业收入的比重较小。

表 11 2017—2019 年首农食品集团营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

类别	2017 年			2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
食品制造加工与商贸服务	926.57	81.08	6.03	1006.00	79.46	6.33	1169.66	82.25	6.53
现代农牧业	42.10	3.68	25.22	40.30	3.18	25.93	48.47	3.41	38.40
物产物流业	167.74	14.68	23.07	213.87	16.89	19.25	188.88	13.28	15.04
其他业务	6.41	0.56	23.04	5.82	0.46	36.17	15.02	1.06	69.39
合计	1142.81	100.00	9.33	1265.99	100.00	9.27	1422.03	100.00	9.41

注：本表部分合计数与各加总数之和略有差异，系四舍五入产生尾差所致
资料来源：首农食品集团年报，联合资信整理

毛利率方面, 2017—2019 年, 首农食品集团食品制造加工与商贸服务板块毛利率逐年上升, 主要系二商集团的肉类屠宰加工业务、糖酒经销及京粮集团的粮油加工毛利率水平上升所致; 现代农牧业板块毛利率逐年上升, 2019 年较上年上升 12.47 个百分点, 主要系各产品价格普遍上涨所致; 物产物流板块毛利率逐年下降, 主要系当年结转项目盈利水平差异所致; 其他业务毛利率逐年上升, 其中 2019 年较上年提升 33.22 个百分点, 主要系毛利率较高的财务公司纳入合并范围所致。综合以上因素影响, 2017—2019 年, 首农食品集团综合毛利率波动上升。

2020 年 1—6 月, 首农食品集团实现营业收入 690.02 亿元, 较上年同期增长 8.69%; 实现利润总额 12.28 亿元, 较上年同期增长 10.61%。

(3) 财务分析

首农食品集团与二商集团和京粮集团重组完成后, 资本实力进一步增强, 业务规模明显扩大。2017—2019 年, 首农食品集团资产及负债规模均逐年增长, 营业总收入和净利润逐年增长, 但投资收益和营业外收入对利润贡献很大; 首农食品集团经营活动现金流不能满足其投资活动现金需求, 对外筹资需求较大。

首农食品集团提供的 2017—2019 年财务报表均经致同会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 审计结论均为标准无保留意见; 2020 年 1—6 月财务报表未经审计。首农食品集团财务报表按照《企业会计准则—基本准则》和具体会计准则编制, 并执行财政部颁布的最新企业会计准则。

从合并范围变化看, 2017 年, 首农食品集团新纳入合并范围一级子公司共 23 家, 不再纳入合并范围子公司 6 家。2018 年, 首农食品集团与京粮集团和二商集团重组, 合并范围变动较大。2019 年, 首农食品集团新纳入合并范围子公司 1 家。截至 2019 年末, 首农食品集团纳入合并范围一级子公司共 33 家。

资产

2017—2019 年末, 首农食品集团合并资产总额逐年增长, 年均复合增长 13.42%, 主要系

非流动资产增长所致。截至 2019 年末, 首农食品集团合并资产合计 1453.65 亿元, 较年初增长 8.87%, 其中流动资产占 57.83%, 非流动资产占 42.17%, 资产结构相对均衡。

2017—2019 年末, 首农食品集团流动资产逐年增长, 年均复合增长 8.36%。截至 2019 年末, 首农食品集团流动资产为 840.59 亿元, 较年初增长 8.87%, 主要系存货增加所致。首农食品集团流动资产主要由货币资金(占 16.85%)、应收账款(占 8.02%)、预付款项(占 12.04%)、其他应收款(占 10.01%)和存货(占 49.64%)构成。

2017—2019 年末, 首农食品集团非流动资产逐年增长, 年均复合增长 21.65%。截至 2019 年末, 首农食品集团非流动资产总额为 613.07 亿元, 较年初增长 8.58%, 主要系可供出售金融资产、长期股权投资和其他非流动资产增加所致。首农食品集团非流动资产主要由可供出售金融资产(占 6.52%)、长期股权投资(占 17.26%)、投资性房地产(占 7.66%)、固定资产(占 33.50%)、在建工程(占 7.00%)、无形资产(占 10.99%)和商誉(占 6.64%)构成。

截至 2020 年 6 月末, 首农食品集团合并资产总额 1562.26 亿元, 较年初增长 7.47%。其中, 流动资产占 59.32%, 非流动资产占 40.68%, 资产结构较年初变化不大。

负债及所有者权益

2017—2019 年末, 首农食品集团负债总额逐年增长, 年均复合增长 11.92%, 主要系非流动负债增长所致。截至 2019 年末, 首农食品集团负债总额 977.40 亿元, 较年初增长 4.65%。其中, 流动负债占 71.66%, 非流动负债占 28.34%, 以流动负债为主。

2017—2019 年末, 首农食品集团流动负债逐年增长, 年均复合增长 6.89%, 主要系应付账款及其他应付款增加所致。截至 2019 年末, 首农食品集团流动负债 700.36 亿元, 较年初增长 12.83%。首农食品集团流动负债主要由短期借款(占 32.26%)、应付账款(占 11.42%)、预收款项(占 17.48%)和其他应付款(占 27.74%)

构成。

2017—2019 年末，首农食品集团非流动负债波动增长，年均复合增长 28.64%，主要系长期借款增长所致。截至 2019 年末，首农食品集团非流动负债 277.04 亿元，较年初下降 11.57%，主要系长期借款减少所致。首农食品集团非流动负债主要由长期借款（占 60.29%）、应付债券（占 16.60%）、长期应付款（占 6.38%）和递延收益（占 10.99%）构成。

截至 2020 年 6 月末，首农食品集团负债总额 1083.86 亿元，较年初增长 10.89%，主要系短期借款和应付债券增加所致。其中，流动负债占 72.97%，非流动负债占 27.03%，负债结构较年初变化不大。

2017—2019 年末，首农食品集团所有者权益逐年增长，年均复合增长 16.70%。截至 2019 年末，首农食品集团所有者权益合计（含少数股东权益）476.26 亿元，较年初增长 18.24%，主要系发行永续债券所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 77.89%，少数股东权益占比为 22.11%。归属于母公司所有者权益 370.94 亿元，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 16.28%、26.84%、34.70%、1.79%和 20.26%。所有者权益结构稳定性偏弱。

截至 2020 年 6 月末，首农食品集团所有者权益合计（含少数股东权益）478.41 亿元，较年初增长 0.45%，所有者权益结构较年初变化不大。

盈利及现金流

2017—2019 年，随着经营规模扩大，首农食品集团营业总收入逐年增长，年均复合增长 11.56%；实现净利润 24.33 亿元、29.83 亿元和 31.85 亿元，年均复合增长 14.42%，主要系营业总收入和投资收益增加所致。

利润总额构成方面，2017—2019 年，首农食品集团投资收益分别为 5.83 亿元、16.55 亿元和 15.09 亿元，年均复合增长 60.81%，主要为权益法核算的长期股权投资收益，占营业利润的比重分别为 24.87%、47.44%和 43.88%。

2017—2019 年，首农食品集团营业外收入分别为 12.60 亿元、13.45 亿元和 12.90 亿元，年均复合增长 1.18%，主要包括拆迁补偿收入和各类政府补助，占利润总额的比重分别为 36.72%、29.40%和 29.63%。首农食品集团投资收益和营业外收入对利润贡献很大。

2020 年 1—6 月，首农食品集团实现营业总收入 690.02 亿元，较上年同期增长 8.69%；实现利润总额 12.28 亿元，较上年同期增长 10.61%。

2017—2019 年，首农食品集团经营活动现金净额分别为 1.13 亿元、10.14 亿元和 15.65 亿元；投资活动现金流量净额分别为 -63.34 亿元、-126.01 亿元和 -49.73 亿元；筹资活动现金流量净额分别为 62.20 亿元、105.25 亿元和 -8.38 亿元。

2020 年 1—6 月，首农食品集团经营活动产生的现金流量净额为 -49.87 亿元；投资活动产生的现金流量净额为 -34.13 亿元；筹资活动产生的现金流量净额为 127.84 亿元，主要系银行借款增加所致。

截至 2020 年 10 月 15 日，根据中国人民银行企业信用报告（中征码：1101050040085334），首农食品集团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，大部分违约贷款的借款主体在违约发生时并未纳入首农食品集团的合并范围，上述贷款现均已正常归还。

3. 担保效果评价

首农食品集团作为北京市国资委下属的唯一一家大型农业集团，在股东背景、业务规模、行业地位、品牌知名度等方面具有很强的竞争优势，其担保对本期债券信用状况具有显著提升作用。

以 2019 年末首农食品集团财务数据测算，本期债券本金（不超过 8.00 亿元）占首农食品集团资产总额的 0.55%，占所有者权益总额的 1.68%，占比很低。2019 年，首农食品集团经营活动现金流入量对本期债券本金（不超过 8.00

亿元)的覆盖倍数为 217.00 倍,覆盖程度很高。

十二、结论

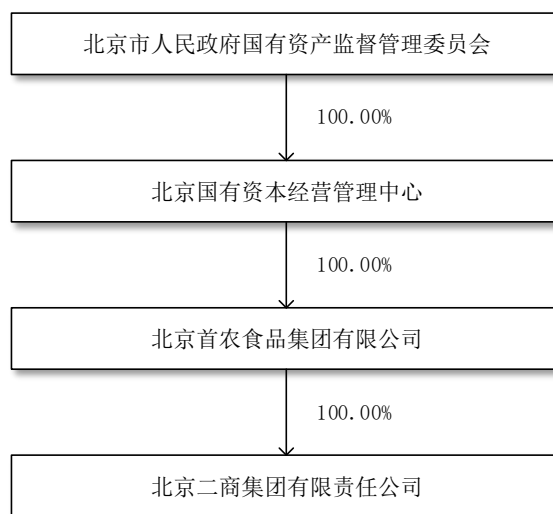
联合资信对公司的评级,反映了公司作为以食品制造及肉类加工、现代物流、现代分销与专业市场为主导产业的大型食品产业集团,股东实力很强,经营规模较大,旗下的多个产品知名度较高,市场地位突出。公司自成立以来承担中央和北京市两级政府重要食品的储备任务,获得了政府的大力支持,战略地位显著。近年来,随着肉类价格上涨、公司经营规模扩大及产业链进一步延伸,公司营业收入持续增长,整体经营情况良好。同时,联合资信也关注到公司所处食品行业竞争激烈、大额预付款项和存货对营运资金存在占用、非经常性损益对利润影响很大、经营性现金流持续净流出以及债务负担较重且债务结构有待改善等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

2017 年 12 月 15 日,北京市国资委宣布对首都农业集团、京粮集团和二商集团实施联合重组,重组后的首农食品集团为公司控股股东,对公司支持力度较大。联合资信对公司的评级展望为稳定。

本期债券由首农食品集团提供全额无条件不可撤销连带责任保证担保。首农食品集团作为北京市国资委下属的唯一农业集团,近年来营业收入和净利润均保持增长,整体经营情况良好,担保能力强,其所提供的担保显著提升了本期债券的信用水平。

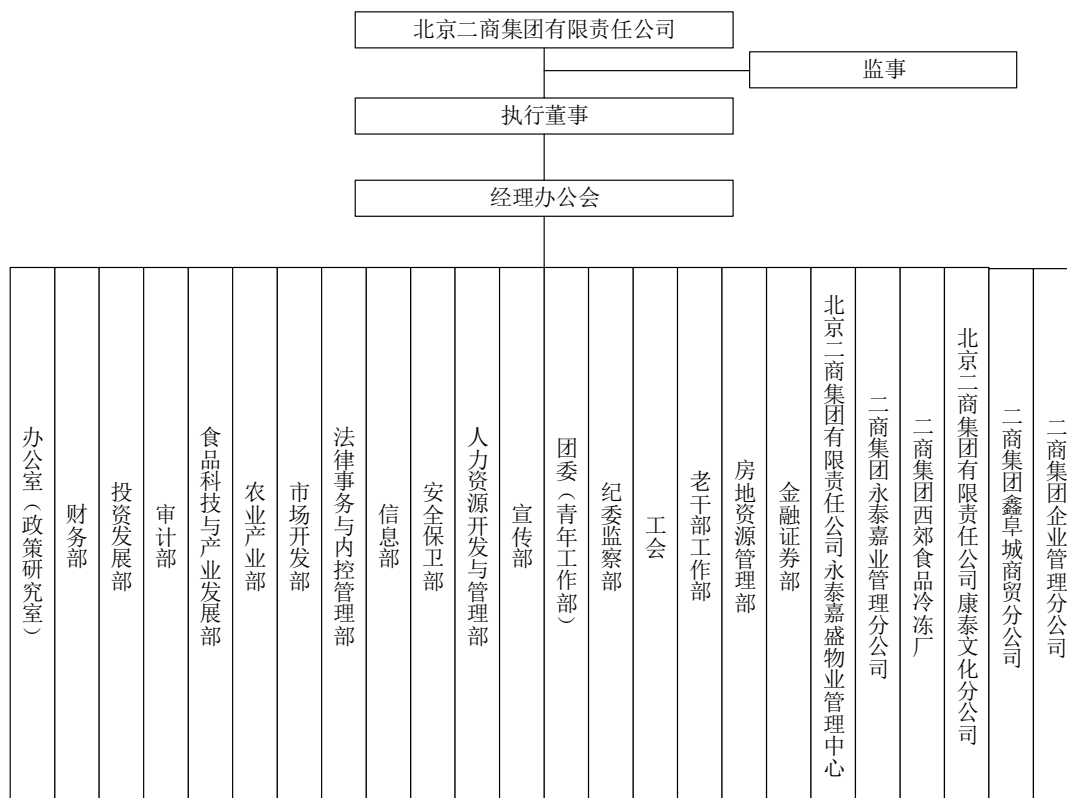
基于对公司主体长期信用状况以及本期债券偿还能力的综合评估,联合资信认为,公司主体偿债风险很低,本期债券到期不能偿还的风险极低。

附件 1-1 截至 2020 年 6 月末北京二商集团有限责任公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2020 年 6 月末北京二商集团有限责任公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2020 年 6 月末北京二商集团有限责任公司主要子公司情况

序号	企业名称	业务性质	实收资本 (万元)	持股比例 (%)	表决权 比例 (%)	取得方式
1	北京二商东方食品集团有限公司	商品批发	21443.00	100.00	100.00	同一控制下企业合并
2	北京二商健力食品科技有限公司	批发销售	10000.00	51.00	51.00	同一控制下企业合并
3	北京二商肉类食品集团有限公司	畜禽屠宰	71511.00	100.00	100.00	投资设立
4	北京月盛斋清真食品有限公司	食品制造	2635.00	52.81	52.81	同一控制下企业合并
5	北京糖业烟酒集团有限公司	糕点、糖果及糖批发	40839.00	100.00	100.00	同一控制下企业合并
6	北京二商京华茶业有限公司	茶业批发	6435.00	100.00	100.00	投资设立
7	北京大红门京深海鲜批发市场有限公司	服务业	4500.00	51.00	51.00	投资设立
8	北京水产有限责任公司	渔业服务业	18763.00	100.00	100.00	同一控制下企业合并
9	北京二商食品股份有限公司	调味品制造	32750.00	62.62	62.62	投资设立
10	北京六必居食品有限公司	其他未列明的农副食品加工	9262.00	100.00	100.00	同一控制下企业合并
11	北京二商金狮龙门食品有限公司	调味品制造	1000.00	100.00	100.00	投资设立
12	北京二商摩奇中红食品有限公司	其他未列明的食品制造	6686.00	52.00	52.00	投资设立
13	北京华鹏食品有限公司	其他未列明的食品制造	638.00	56.00	56.00	投资设立
14	北京二商希杰食品有限责任公司	豆制品制造	12363.00	51.00	51.00	投资设立
15	中国海洋置业有限公司	房地产开发经营	10000.00	100.00	100.00	同一控制下企业合并
16	北京中大经贸发展中心有限公司	旅游饭店	1000.00	100.00	100.00	同一控制下企业合并
17	北京中大富豪宾馆有限公司	物业管理	97.00	100.00	100.00	投资设立
18	北京食品科学研究院	其他科技推广和应用服务业	3097.00	100.00	100.00	同一控制下企业合并
19	中国肉类食品综合研究中心	技术服务	5137.00	100.00	100.00	投资设立
20	北京市食品研究所	其他未列明的食品制造	1610.00	100.00	100.00	同一控制下企业合并
21	北京商贸学校	中等专业教育	11873.00	100.00	100.00	同一控制下企业合并
22	北京融乐物业管理中心	物业管理	408.00	100.00	100.00	同一控制下企业合并
23	北京捷利物业管理中心	物业管理	201.00	100.00	100.00	同一控制下企业合并
24	北京嘉瑞物业管理有限公司	物业管理	301.00	100.00	100.00	投资设立
25	北京市食品公司	肉、禽、蛋及水产品批发	20652.00	100.00	100.00	同一控制下企业合并
26	北京市糕点食品工业公司	糕点、面包制造	3969.00	100.00	100.00	投资设立
27	北京市万佳劳务服务社	其他未列明的服务	10.00	100.00	100.00	投资设立
28	北京合佳兴豆制品有限公司	豆制品制造	351.00	100.00	100.00	投资设立
29	北京市二商怡和阳光物业管理有限公司	物业管理	1000.00	70.00	70.00	投资设立
30	北京市明嘉丽建设物资开发中心	建材批发	200.00	100.00	100.00	投资设立
31	二商健力(北京)生物科技有限公司	家禽养殖	110.00	100.00	100.00	同一控制下企业合并
32	北京二商生物科技有限公司	科学研究和技术服务业	4745.46	51.00	51.00	投资设立

资料来源：公司提供

附件 2-1 北京二商集团有限责任公司主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	22.56	22.72	27.24	40.97
资产总额（亿元）	174.22	194.33	243.25	275.26
所有者权益（亿元）	63.56	65.17	81.96	86.08
短期债务（亿元）	52.79	50.57	57.23	83.98
长期债务（亿元）	1.29	1.34	4.31	4.31
全部债务（亿元）	54.08	51.90	61.54	88.29
营业收入（亿元）	372.57	410.68	528.99	293.35
利润总额（亿元）	4.54	3.18	5.76	4.93
EBITDA（亿元）	10.58	9.38	13.29	/
经营性净现金流（亿元）	-2.01	-2.63	-9.32	-25.39
财务指标				
销售债权周转次数（次）	29.46	33.22	36.37	/
存货周转次数（次）	12.90	11.70	9.94	/
总资产周转次数（次）	2.20	2.23	2.42	/
现金收入比（%）	113.39	110.53	110.23	103.35
营业利润率（%）	6.40	6.15	6.80	6.89
总资本收益率（%）	4.17	3.41	4.97	/
净资产收益率（%）	4.96	2.90	5.00	4.79
长期债务资本化比率（%）	1.99	2.01	4.99	4.76
全部债务资本化比率（%）	45.97	44.33	42.89	50.63
资产负债率（%）	63.52	66.47	66.31	68.73
流动比率（%）	119.21	118.42	127.18	124.65
速动比率（%）	91.81	86.06	85.92	73.32
经营现金流动负债比（%）	-2.01	-2.23	-6.35	-14.58
现金短期债务比（倍）	0.43	0.45	0.48	0.49
EBITDA 利息倍数（倍）	5.85	4.46	4.38	/
全部债务/EBITDA（倍）	5.11	5.53	4.63	/

注：1. 部分合计数与各加总数之和略有差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；2. 公司 2020 年 1-6 月财务报表未经审计，相关指标计算未年化；3. 2017 年、2018 年财务数据取自 2018 年、2019 年审计报告期初数/上期数，2019 年财务数据取自 2019 年审计报告期末数/本期数；4. 公司其他流动负债中的债务部分已纳入相关债务指标核算，2017-2019 年合并口径现金类资产已扣除受限货币资金

附件 2-2 北京二商集团有限责任公司主要财务数据及指标

(公司本部/母公司口径)

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产 (亿元)	2.35	2.92	4.80	7.39
资产总额 (亿元)	80.64	76.49	88.36	95.50
所有者权益 (亿元)	39.18	40.80	53.31	55.59
短期债务 (亿元)	26.85	21.50	17.50	22.70
长期债务 (亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务 (亿元)	26.85	21.50	17.50	22.70
营业收入 (亿元)	15.38	18.49	27.08	11.05
利润总额 (亿元)	1.02	0.16	0.67	1.78
EBITDA (亿元)	/	/	/	/
经营性净现金流 (亿元)	-0.32	-0.22	-0.18	-0.28
财务指标				
销售债权周转次数 (次)	464.27	280.85	192.75	/
存货周转次数 (次)	6.99	8.64	12.71	/
总资产周转次数 (次)	0.22	0.24	0.33	/
现金收入比 (%)	118.80	101.27	119.19	115.23
营业利润率 (%)	7.16	7.02	5.36	5.63
总资本收益率 (%)	/	/	/	/
净资产收益率 (%)	2.58	0.44	1.33	6.40
长期债务资本化比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率 (%)	40.66	34.51	24.71	28.99
资产负债率 (%)	51.41	46.65	39.67	41.79
流动比率 (%)	110.39	111.60	149.02	146.37
速动比率 (%)	105.72	105.89	143.28	141.31
经营现金流动负债比 (%)	-0.77	-0.63	-0.53	-0.72
现金短期债务比 (倍)	0.09	0.14	0.27	0.33
EBITDA 利息倍数 (倍)	/	/	/	/
全部债务/EBITDA (倍)	/	/	/	/

注: 1. 部分合计数与各加总数之和略有差异, 系四舍五入造成, 除特别说明外, 均指人民币; 2. 2020 年 1-6 月财务报表未经审计, 相关指标计算未年化; 3. 2017 年、2018 年财务数据分别取自 2018 年、2019 年审计报告期初数/上期数, 2019 年财务数据取自 2019 年审计报告期末数/本期数

资料来源: 公司财务报告及提供资料, 联合资信整理

附件 2-3 担保方主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 6 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	193.30	180.16	139.68	190.95
资产总额（亿元）	1130.09	1335.25	1453.65	1562.26
所有者权益（亿元）	349.73	401.32	476.26	478.41
短期债务（亿元）	288.02	258.99	284.71	410.86
长期债务（亿元）	126.60	253.86	213.03	227.59
全部债务（亿元）	414.62	512.86	497.74	638.44
营业总收入（亿元）	1143.15	1266.55	1422.64	690.02
利润总额（亿元）	34.32	40.16	43.54	12.28
EBITDA（亿元）	69.76	80.97	84.10	/
经营性净现金流（亿元）	1.13	10.14	15.65	-49.87
财务指标				
销售债权周转次数（次）	26.66	20.92	21.96	/
存货周转次数（次）	4.60	3.63	3.38	/
总资产周转次数（次）	1.31	1.03	1.02	/
现金收入比（%）	108.22	106.40	108.28	106.18
营业利润率（%）	8.82	8.89	9.02	8.57
总资本收益率（%）	4.37	5.22	5.02	/
净资产收益率（%）	6.96	7.43	6.69	1.62
长期债务资本化比率（%）	26.58	38.75	30.91	32.24
全部债务资本化比率（%）	54.24	56.10	51.10	57.16
资产负债率（%）	69.05	69.94	67.24	69.38
流动比率（%）	116.79	124.39	120.02	117.16
速动比率（%）	69.89	68.64	60.44	61.78
经营现金流动负债比（%）	0.18	1.63	2.23	-6.31
EBITDA 利息倍数（倍）	4.88	3.60	3.88	/
全部债务/EBITDA（倍）	5.94	6.33	5.92	/

注：1. 本报告财务数据及指标计算均是合并口径，部分合计数与各加总数之和略有差异，系四舍五入造成，除特别说明外，均指人民币；
 2. 2017 年财务数据为追溯调整后的财务数据，2020 年 1-6 月财务数据未经审计；3. 2017-2019 年现金类资产已扣除受限部分，其他流动负债中的有息债务已计入短期债务及相关债务指标。

附件 3 主要财务指标的计算公式

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-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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 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 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。

附件 4-3 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

联合资信评估股份有限公司关于 北京二商集团有限责任公司 2020 年公开发行永续期公司债券（第一期） 的跟踪评级安排

根据监管部门和联合资信对跟踪评级的有关要求，联合资信将在本次（期）债券存续期内，在每年北京二商集团有限责任公司年报公告后的两个月内进行一次定期跟踪评级，且不晚于每一会计年度结束之日起六个月内进行一次定期跟踪评级，并在本次（期）债券存续期内根据有关情况进行不定期跟踪评级。

北京二商集团有限责任公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求，提供有关财务报告以及其他相关资料。北京二商集团有限责任公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对北京二商集团有限责任公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，北京二商集团有限责任公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注北京二商集团有限责任公司的相关状况，以及包括递延支付利息权在内的可续期债券下设特殊条款，如发现北京二商集团有限责任公司或本次（期）债券相关要素出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整本次（期）债券的信用等级。

如北京二商集团有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致北京二商集团有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信对本次（期）债券的跟踪评级报告将在本公司网站和交易所网站公告，且在交易所网站公告的时间不晚于在本公司网站、其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间；同时，跟踪评级报告将报送北京二商集团有限责任公司、监管部门等。