

信用评级公告

联合〔2023〕4883号

联合资信评估股份有限公司通过对北京首农食品集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持北京首农食品集团有限公司主体长期信用等级为AAA，维持“21首农Y3”“23首农食品Y1”和“23首农食品MTN002”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：

二〇二三年六月二十五日

北京首农食品集团有限公司 2023 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次 级别	评级 展望	上次 级别	评级 展望
北京首农食品集团有限公司	AAA	稳定	AAA	稳定
23 首农食品 MTN002	AAA	稳定	AAA	稳定
23 首农 Y1	AAA	稳定	AAA	稳定
21 首农 Y3	AAA	稳定	AAA	稳定

跟踪评级债项概况：

债券简称	发行 规模	债券 余额	到期兑付日
*23 首农食品 MTN002	10 亿元	10 亿元	2026/06/09
*23 首农 Y1	10 亿元	10 亿元	2026/06/06
*21 首农 Y3	10 亿元	10 亿元	2024/11/29

注：1. 上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券；2. 标注为*的债券为永续债券，所列到期兑付日为首次行权日

评级时间：2023 年 6 月 25 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	V4.0.202208
一般工商企业主体信用评级模型 (打分表)	V4.0.202208

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

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	1
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F3	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		2
		偿债能力		3
		指示评级		
个体调整因素：--				--
个体调整信用等级				aa
外部支持调整因素：公司战略地位显著； 外部支持力度大				+3
评级结果				AAA

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

评级观点

跟踪期内，北京首农食品集团有限公司（以下简称“公司”）作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”）下属唯一的涉农都市型现代农业产业集团，已形成从田间到餐桌的完整产业链布局，战略地位显著，外部支持力度大。2022 年，公司在品牌影响力和良种储备方面有竞争优势，有力保障区域民生。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司现代农牧渔业务易受养殖行业市场波动及疫病风险的影响，存货及其他应收款对营运资金形成占用，期间费用侵蚀利润和利润对非经常性损益存在依赖，债务规模持续增长、管理链条长和经营跨度大带来的管控难度等因素对公司信用水平可能带来的不利影响。

未来，随着公司产业链进一步完善，各板块协同效应逐步释放，公司盈利能力以及竞争力有望进一步增强。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 首农 Y3”“23 首农食品 Y1”和“23 首农食品 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

优势

- 公司战略地位显著，外部支持力度大。**公司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战略地位显著。2022 年，公司获得其他收益与营业外收入合计 27.92 亿元，主要为补贴款和拆迁补偿收益等。
- 产业链完整，品牌知名度高。**公司已形成从田间到餐桌的完整产业链布局，旗下拥有“三元”乳品、“古船”“大红门”“王致和”“六必居”酱菜等众多知名品牌，根据世界品牌实验室发布 2022 年《中国 500 最具价值品牌》，“首农”品牌价值上升至 831.85 亿元，总排名位列 500 强第 77 位，品牌价值较去年增长 15.6%，排名提升 1 个位次；旗下“三元”“古船”“大红门”分别以 423.75 亿元、266.85 亿元以及 132.68 亿元位列 500 强品牌第 187 位、313 位和 400 位。“首农”及子品牌累计品牌价值超 1600 亿元。
- 公司良种储备充足，为后续发展提供保障。**在良种开发方面，公司拥有多个育种知识产权，畜禽良种品类丰富，包括全球领先的樱桃谷鸭、北京黑猪种质资源和北京黑猪

分析师：李敬云 宁立杰

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

自有知识产权等，公司拥有规模大、实力强的供种基地，后续发展能力强。

关注

1. **养殖板块业绩易受市场波动及疫病影响。**养殖行业具有一定周期性，易受上游价格、需求情况和禽畜疫病等因素影响，面临的市场和疫病风险较大。
2. **存货及其他应收款对营运资金形成占用。**截至2022年底，公司存货和其他应收款合计占流动资产的67.30%。存货以保障类住房开发成本为主，其他应收款中的往来款规模大且账龄长，存在一定资金占用及回收风险。
3. **期间费用对利润形成侵蚀，利润对政府补贴、投资收益及拆迁补偿收入依赖程度高。**2020—2022年，公司期间费用率¹分别为6.68%、5.71%和5.98%。公司期间费用规模大，对营业利润有所侵蚀，主营业务盈利能力一般，利润总额对政府补贴、投资收益及拆迁补偿收入依赖程度高。
4. **公司债务规模持续增长。**2020—2022年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长5.94%。截至2023年3月底，公司全部债务712.76亿元，较上年底增长7.72%。如将永续债调入长期债务，公司全部债务增至817.76亿元，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71.76%、63.42%和46.68%。
5. **管理链条长带来管控难度加大。**公司管理链条较长，经营领域跨度大，加大了公司的管控难度。

¹ 期间费用率=费用总额/营业总收入*100%

主要财务数据：

合并口径				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	144.53	188.76	114.04	122.70
资产总额（亿元）	1568.95	1676.33	1613.40	1670.27
所有者权益（亿元）	539.67	581.01	575.44	576.74
短期债务（亿元）	400.83	319.78	395.54	404.77
长期债务（亿元）	188.68	311.59	266.13	307.99
全部债务（亿元）	589.51	631.37	661.67	712.76
营业总收入（亿元）	1570.67	1843.05	1803.50	374.93
利润总额（亿元）	45.77	49.85	47.67	4.78
EBITDA（亿元）	85.74	91.29	96.80	--
经营性净现金流（亿元）	3.47	37.83	2.87	-33.40
营业利润率(%)	7.53	6.77	6.55	6.95
净资产收益率(%)	6.09	6.25	5.47	--
资产负债率(%)	65.60	65.34	64.33	65.47
全部债务资本化比率(%)	52.21	52.08	53.49	55.27
流动比率(%)	109.96	128.23	121.27	126.96
经营现金流动负债比(%)	0.45	5.22	0.40	--
现金短期债务比(倍)	0.36	0.59	0.29	0.30
EBITDA 利息倍数(倍)	3.52	3.59	4.19	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.88	6.92	6.84	--
公司本部（母公司）				
项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
资产总额（亿元）	544.45	595.01	581.55	611.84
所有者权益（亿元）	247.02	284.94	253.69	251.02
全部债务（亿元）	244.81	273.57	302.67	312.40
营业收入（亿元）	0.33	0.09	0.31	0.00
利润总额（亿元）	14.68	13.24	12.69	-1.75
资产负债率(%)	54.63	52.11	56.38	58.97
全部债务资本化比率(%)	49.78	48.98	54.40	55.45
流动比率(%)	97.49	114.04	57.55	51.21
经营现金流动负债比(%)	-28.49	-4.80	10.76	611.84

注：1. 公司及母公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告 2020-2021 年数据使用相应年度财务报表期初数据，2022 年数据使用相应年度财务报表期末数据；4. 公司其他应付款、其他流动负债和长期应付款中的有息债务计入相关指标核算，公司本部其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的计息部分计入相关指标核算

资料来源：公司财务报告和提供资料，联合资信整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
23 首农食品 MTN002	AAA	AAA	稳定	2023/06/02	李敬云 宁立杰	一般工商企业信用评级方法：一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
23 首农 Y1	AAA	AAA	稳定	2023/05/26	李敬云 宁立杰	一般工商企业信用评级方法：一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V4.0.202208）	阅读全文
21 首农 Y3	AAA	AAA	稳定	2022/06/24	蒲雅修 李敬云	一般工商企业信用评级方法：一般工商企业主体信用评级模型（打分表）（V3.1.202204）	阅读全文
21 首农 Y3	AAA	AAA	稳定	2021/11/17	蒲雅修 李敬云	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	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

声 明

一、本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，严禁以任何形式/方式复制、转载、出售、发布或将本报告任何内容存储在数据库或检索系统中。

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信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、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

四、本报告不能取代任何机构或个人的专业判断，联合资信不对任何机构或个人因使用本报告及评级结果而导致的任何损失负责。

五、本报告系联合资信接受北京首农食品集团有限公司（以下简称“该公司”）委托所出具，引用的资料主要由该公司或第三方相关主体提供，联合资信履行了必要的尽职调查义务，但对引用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。联合资信合理采信其他专业机构出具的专业意见，但联合资信不对专业机构出具的专业意见承担任何责任。

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，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。

七、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债券到期兑付日有效；根据跟踪评级的结论，在有效期内评级结果有可能发生变化。联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

八、本报告所列示的主体评级及相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

九、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

北京首农食品集团有限公司 2023 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于北京首农食品集团有限公司（以下简称“公司”或“首农食品集团”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

首农食品集团前身是北京市农工商联合总公司，2009年4月，经北京市国有资产监督管理委员会（以下简称“北京市国资委”）批准，公司吸收原北京华都集团有限责任公司（后更名为北京首农股份有限公司，以下简称“首农股份”）、托管北京市大发畜产公司（以下简称“大发畜产”）²，并更名为北京首都农业集团有限公司（以下简称“首农集团”）。2011年以来，北京市国资委对公司多次增资以及北京市财政局多次拨付预算资金和项目资金，公司按照增加实收资本处理。2017年12月15日，北京市国资委宣布对首农集团、北京粮食集团有限责任公司（以下简称“京粮集团”）、北京二商集团有限责任公司（以下简称“二商集团”）实施联合重组；同时，公司名称变更为现名，2018年5月完成了工商变更。截至2023年3月底，公司注册资本为60.21亿元，实缴资本为66.63亿元³。公司控股股东为北京国有资本运营管理有限公司（原北京国有资本经营管理中心，以下简称“北京国资公司”），持股比例为100%，实际控制人为北京市国资委。控股股东持有的公司股权无质押。

2022年，公司主营业务较上年无变化。截至2023年3月底，公司本部根据经营管理需要设置了党委办公室（董事会办公室）、战略规划部、财务管理部、产业投资部、房地管理部和人力资源部等职能部门（见附件1-2）；截至

2023年3月底，公司拥有在职员工45803人。

截至2023年3月底，公司纳入合并范围的子公司共36家，下属上市公司有2家，分别为北京三元食品股份有限公司（以下简称“三元股份”，股票代码“600429.SH”，公司持股比例为35.28%）和海南京粮控股股份有限公司（以下简称“京粮控股”，股票代码“000505.SZ”，公司通过京粮集团持股39.68%），公司持有上述上市子公司的股权无质押。

截至2022年底，公司合并资产总额1613.40亿元，所有者权益575.44亿元（含少数股东权益155.55亿元）；2022年，公司实现营业总收入1803.50亿元，利润总额47.67亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额1670.27亿元，所有者权益576.74亿元（含少数股东权益146.90亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入374.93亿元，利润总额4.78亿元。

公司注册地址：北京市西城区裕民中路4号；法定代表人：薛刚。

三、债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的存续公司债券见下表，其中“21首农Y3”已在付息日正常付息，募集资金已按指定用途使用；其余两只债券尚未到首次付息日。

表1 截至本报告出具日公司存续债券概况

（单位：亿元、年）

债券名称	发行金额	债券余额	起息日	期限
21首农Y3	10.00	10.00	2021-11-29	3（3+N）
23首农食品MTN002	10.00	10.00	2023-06-07	3（3+N）
23首农Y1	10.00	10.00	2023-06-02	3（3+N）

资料来源：联合资信整理

² 截至2021年9月底，大发畜产已纳入公司合并范围。

³ 实收资本与注册资本不一致系收到北京国资公司资金所致。

四、宏观经济和政策环境分析

2023 年一季度，宏观政策以落实二十大报告、中央经济工作会议及全国“两会”决策部署为主，坚持“稳字当头、稳中求进”的政策总基调，聚焦于继续优化完善房地产调控政策、进一步健全 REITs 市场功能、助力中小微企业稳增长调结构强能力，推动经济运行稳步恢复。

随着各项稳增长政策举措靠前发力，生产生活秩序加快恢复，国民经济企稳回升。经初步核算，一季度国内生产总值 28.50 万亿元，按不变价格计算，同比增长 4.5%，增速较上年四季度回升 1.6 个百分点。从生产端来看，前期受到较大制约的服务业强劲复苏，改善幅度大于工业生产；从需求端来看，固定资产投资实现平稳增长，消费大幅改善，经济内生动力明显加强，内需对经济增长形成有效支撑。信用环境方面，社融规模超预期扩张，信贷结构有所好转，但居民融资需求仍偏弱，同时企业债券融资节奏同比有所放缓。利率方面，资金利率中枢显著抬升，流动性总体偏紧；债券市场融资成本有所上升。

展望未来，宏观政策将进一步推动投资和消费增长，同时积极扩大就业，促进房地产市场稳健发展。而在美欧紧缩货币政策、地缘政治冲突等不确定性因素仍存的背景下，外需放缓叠加基数抬升的影响，中国出口增速或将回落，但消费仍有进一步恢复的空间，投资在政策的支撑下稳定增长态势有望延续，内需将成为驱动中国经济继续修复的主要动力。总体来看，当前积极因素增多，经济增长有望延续回升态势，全年实现 5% 增长目标的基础更加坚实。完整版宏观经济与政策环境分析详见[《宏观经济信用观察季报（2023 年一季度）》](#)。

五、行业分析与区域环境

1. 粮食加工和贸易行业

中国粮食处于长期供需紧平衡状态。近年来，中国粮食产量在品种结构上持续优化，但

不同品种之间供需差异仍较大。随着国家政策推进，粮食产业将加快结构调整，提高粮食加工水平和运输服务，不断提高产业集中度。

中国粮食处于长期供需紧平衡状态，品种间差异较大。2022 年，中国全年粮食产量 68653 万吨，同比增加 368 万吨，增产 0.5%。其中，夏粮产量 14740 万吨，增产 1.0%；早稻产量 2812 万吨，增产 0.4%；秋粮产量 51100 万吨，增产 0.4%；全年谷物产量 63324 万吨，增产 0.1%。其中，稻谷产量 20849 万吨，减产 2.0%；小麦产量 13772 万吨，增产 0.6%；玉米产量 27720 万吨，增产 1.7%；大豆产量 2028 万吨，增产 23.7%，整体呈现较为稳定状态。受国内养殖业持续复苏和局部地区粮食需求放大的影响，中国粮食需求明显增加，粮食市场供需呈现紧平衡格局，有关部门合理安排政策性粮油竞价销售投放，多措并举保障了中国粮食供给的安全稳定。

行业政策方面，中国粮食安全问题的凸显，中国对粮食战略储备日趋重视。《粮食收储供应安全保障工程建设规划(2015-2020 年)》中提出：实施“粮安工程”，是新形势下保障国家粮食安全和增加粮食有效供给守住底线的必然选择，是应对国际粮食市场复杂形势增强中国粮食流通抗风险能力的迫切需要。2021 年以来，中国高度重视粮食领域的立法修规工作，围绕粮食生产、储备、流通、质量以及应急管理等方面出台了一系列制度政策。2022 年 1 月底，国家粮食和物资储备局为进一步规范和加强政府储备粮食仓储管理，印发了《政府储备粮食仓储管理办法》，确保政府储备在仓储环节数量真实、质量良好、储存安全、管理规范。国家粮食和物资储备局印发粮食绿色仓储、粮食品种品质品牌、粮食质量追溯、粮食机械装备、粮食应急保障能力、粮食节约减损健康消费等“六大提升行动”方案，加快构建可持续的国家粮食安全保障体系。根据相关行动方案，到 2025 年，优质粮食供给更加丰富，粮食品质明显提升，粮食品牌体系更加完善，粮油品牌和

营销市场竞争力持续提升。“十四五”时期，优质粮食工程升级版全面启动实施，新增高标准粮仓仓容2000万吨。此外，例如智慧仓储、乡村振兴、种业振兴等政策的不断落地与实施，中国粮食加工及仓储行业将加快结构调整和升级。

中国粮食加工行业发展较快，品种结构得到了一定程度的优化，但从中国粮食加工企业的具体特征来看，企业规模仍偏小，生产方式粗放，市场竞争能力不强；布局较为分散，区域发展不平衡；初加工产能相对过剩，稻谷、小麦加工行业产能利用率只有43%和60%左右；粮食加工产品质量标准体系不健全，技术要求偏低，部分产品缺乏统一标准，食品质量安全水平仍有待提高。

从粮食产销区域看，中国粮食产销区存在市场割裂问题，加之粮食具有季节生产性，国内粮食生产以秋粮为主，存在粮食周期性需求的矛盾，全国粮食省际间流通量约占全国粮食总产量的1/3，粮食内贸成为调节粮食产销区域分布和季节周期性需求矛盾的重要手段。对于粮食贸易企业而言，粮食运输是粮食贸易中的重要环节。在粮食运输方式上，粮食内贸主要以铁路、公路、水路运输为主，粮食外贸主要以航运为主。能够掌握粮食资源、保障粮食运输效率的粮食贸易企业在竞争中占有较大优势。

2. 生猪养殖行业

(1) 行业概况

随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，中国生猪养殖集中度持续提升，但集中度仍比较低，导致其具有较大的周期波动性。

生猪养殖行业下游需求量与人民生活水平息息相关，并具有刚性。猪肉产量稳居各畜产品之首，无论是产量还是产值均占畜禽养殖行业的50%以上，总产值已接近2万亿。

近年来，随着国家政策驱动、环保因素以及非洲猪瘟影响，中国生猪养殖结构不断优化，行业集中度持续提升，但生猪养殖行业集中度

仍比较低。截至2022年底，中国生猪养殖行业CR10虽由上年的12.34%上升至20.4%，但整体仍处于较低水平。目前中国肉猪养殖主体以散养农户为主，产能上下波动随意性强，导致生猪养殖行业具有较大的周期波动性。

(2) 生猪产能及产量分析

本轮猪周期自2018年开始，周期波动剧烈。2018年，生猪养殖景气度低，非洲猪瘟爆发，中国生猪养户加速出栏、减少补栏。2019年以来，中国能繁母猪和生猪存栏见底后，生猪养殖景气度大幅提升。2020年，尽管得益于高景气度、生猪存栏有所增加，但非洲猪瘟叠加能繁母猪实际产能恢复不及预期等因素影响下，生猪出栏量仍处低位。2021年以来，得益于前期高景气度补栏，生猪出栏量同比大幅增加。中国能繁母猪存栏量在2021年7月达到峰值后，开始逐步下降，2022年4月底已接近正常保有量区间。

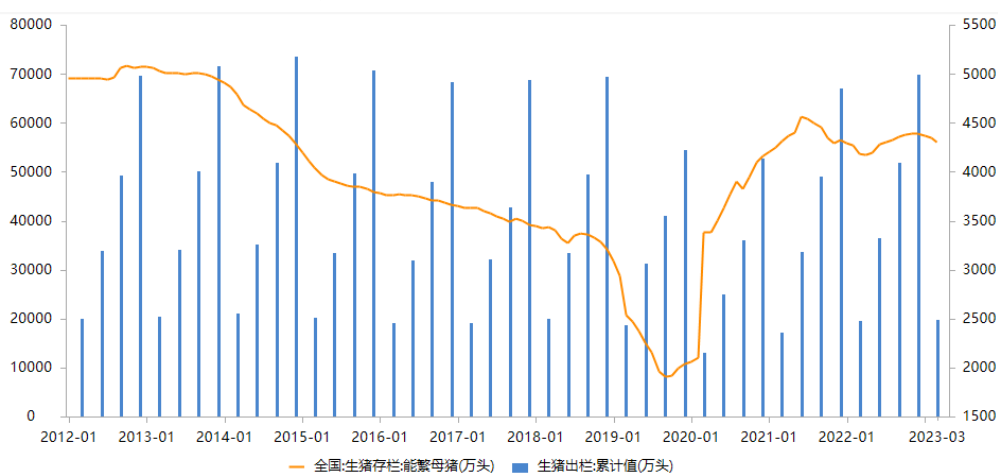
生猪的供需错配形成猪价的周期波动，每轮猪周期持续时间约3~4年，在猪周期运行逻辑中，能繁母猪存栏量是先行指标，后备母猪仔培育为能繁母猪约需4个月，能繁母猪受孕分娩约需114天，仔猪育肥至出栏约需6个月。能繁母猪存栏量决定了未来10~12个月生猪出栏量，从而影响市场生猪供应。

上一轮猪周期为2014—2018年，除基本供需因素外，环保政策影响产能出清，规模化养殖后产肉效率的提升为本轮猪周期的极端情况埋下伏笔。本轮猪周期自2018年开始，受非洲猪瘟疫病及保供措施快速扩张产能影响，本轮猪周期较之前几轮波动更为剧烈。根据农业农村部数据，2018—2022年底，中国能繁母猪存栏量分别为3205万头、2036万头、4161万头、4329万头和4390万头。其中2019年较上年底下降主要系2018年生猪养殖景气度低叠加非洲猪瘟、养户加速出栏减少补栏影响所致。2020年底在行业高景气度带动下存栏数较上年底大幅增长，已超2015—2017年间的平均水平；在高猪价的拉动下，2020年能繁母猪中的三元母猪占比较高，考虑到三元母猪繁殖能力下降

20%~50%，折合后能繁母猪的实际产能恢复低于预期。2021年以来，能繁母猪存栏量持续增加，截至2021年6月底，中国能繁母猪存栏量为4564万头，达到本轮周期峰值；截至2021年7月底，能繁母猪存栏量迎来连续增长21个月后的首次下降。2022年一季度，随着猪价下行，农户养殖意愿减弱，能繁母猪存栏量有所下降，2022年4月底降至全年底部4177万头；随着下半年猪价回升，农户补栏意愿增强，能

繁母猪存栏量有所增长；截至2022年底，中国能繁母猪存栏量同比微增0.70%。以正常年份全国猪肉产量在5500万吨时的生产数据为参照，农业农村部设定全国能繁母猪正常保有量约为4100万头；截至2022年底，能繁母猪存栏量4329万头，约相当于正常保有量的105.59%，2022年全国能繁母猪存栏量略高于产能调控绿色合理区域（3895万头~4305万头）上限。

图1 2012年以来中国能繁母猪存栏（左轴）及生猪出栏（右轴）情况



资料来源：Choice，联合资信整理

出栏生猪方面，根据国家统计局公布数据，2018—2021年，中国生猪出栏头数波动下降，分别为6.94亿头、5.44亿头、5.27亿头、6.71亿头和7.00亿头。其中2019年同比下降21.57%主要系能繁母猪存栏减少叠加非洲猪瘟影响所致；2020年同比下降3.15%主要系非洲猪瘟影响、能繁母猪实际产能恢复不及预期、三元母猪留种以及二次育肥等因素影响所致。2021年生猪出栏量同比大幅增加27.37%，一方面受2020年底行业高景气度影响，能繁母猪存栏充裕；另一方面随着2021以来猪价持续下降，市场上猪养殖户着手出清前期加速补栏形成的低效三元母猪。2022年，生猪出栏量同比增长4.27%，由于前期能繁母猪存栏量处于高位，出栏量继续增加，但增速有所下降。

（3）行业上下游及产品价格情况

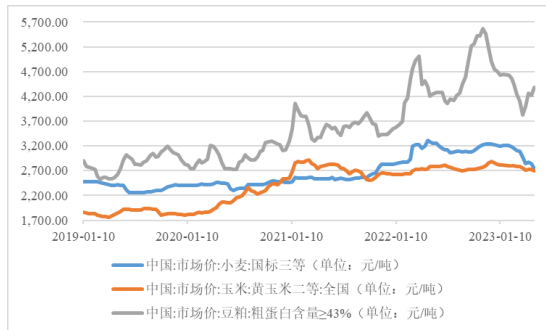
生猪养殖行业的上游为饲料行业，下游为

中国居民的刚性需求，供给基本决定了猪肉价格。2019年以来，持续攀升的粮食及饲料价格对生猪养殖企业产生较大升本控制压力。2018—2020年，中国猪肉价格持续增长，2021年以来，随着能繁母猪产能释放，猪价快速下跌，生猪养殖行业盈利能力大幅下滑。2022年以来，受产能去化、消费等因素影响，猪肉价格出现反弹迹象。2023年以来，猪价有所回落。

生猪养殖行业上游主要为饲料行业，下游主要是居民肉食消费需求。生猪养殖业的上游为农作物生产行业，饲料所需原材料包括玉米、豆粕、小麦、鱼粉等主料，以及氨基酸、维生素、矿物质微量元素等辅料，原材料成本占饲料生产成本的比重约75~80%，养殖业上游受小麦、玉米和豆粕价格的影响较大。玉米、豆粕等原材料价格自2019年以来呈上升态势。2022年以来，受国际局势等因素影响，豆粕价

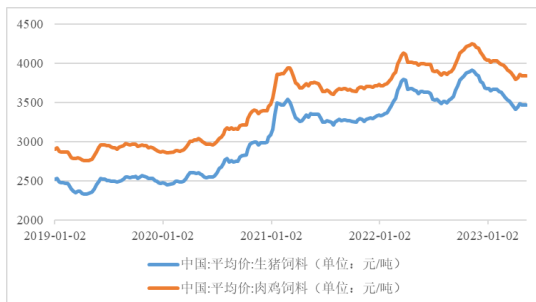
格快速上涨，于3月底达到峰值后一路回落至年中，并再度快速上涨至年底11月初，其后至2023年一季度持续下降；玉米和小麦价格在高位平缓波动。2022年，受原料价格变动影响，饲料价格震荡上行，2023年以来，价格有所下降，整体处于较高水平。

图2 中国小麦、玉米、豆粕及饲料价格情况



资料来源：Wind，联合资信整理

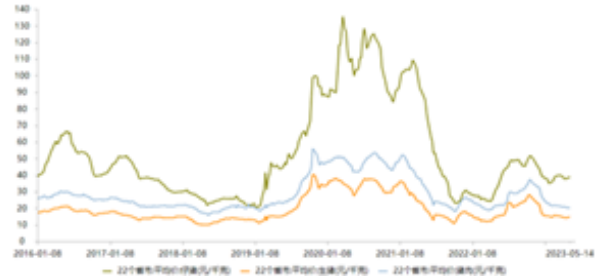
图3 中国生猪饲料和肉鸡饲料价格情况



资料来源：Wind，联合资信整理

根据国家统计局数据，2020—2022年，中国人均猪肉消费量分别为18.2公斤、25.2公斤和26.9公斤，同比分别下降10.34%、增长38.46%和增长6.7%，在猪肉比价较低时存在对猪肉消费的明显偏好。按14亿人口进行计算，全国居民家庭消费猪肉3766万吨，折合生猪4.76亿头，在2022年全国生猪出栏量中所占的比重约为68%。就全国居民家庭猪肉消费量来看，目前全国猪肉供应供大于求。此外，在中国饮食和烹饪体系下，猪肉消费为刚性需求，供给端基本决定了猪肉价格。

图4 2016年以来中国仔猪、生猪及猪肉价格情况
(单位：元/千克)



资料来源：Choice，联合资信整理

自2018年非洲猪瘟疫病爆发以来，中国生猪养殖户加速出栏、减少补栏，生猪产能供给紧张，猪肉价格高位运行。生猪养殖行业景气度提升拉动养殖户补栏热情高涨，2020年11月，能繁母猪存栏量突破4100万头。受生猪存栏增加、种群密度加大，能繁母猪中三元母猪占比较高，非洲猪瘟野毒和疫苗毒扩散速度加快三方面因素影响，中国生猪养殖难度加大、供应紧张，2020年底—2021年初，猪肉平均价格仍保持在高位。进入2021年后，生猪产能开始集中释放，生猪价格快速走低，生猪养殖行业景气度大幅下降，中国22省市生猪平均价格自2021年1月8日36.34元/公斤的高点震荡下跌，6月已跌破行业平均成本线（约16~19元/公斤），于10月8日下探至10.78元/公斤的年内低点。2021年四季度—2022一季度，受冬季猪肉消费增加、节假日消费增加及运输受阻等因素影响，猪价小幅回升，整体仍在低位区间震荡；2022年二、三季度，猪价开始缓慢上涨，其中，三季度猪价维持较低水平平稳运行，四季度受部分养殖户二次育肥、压栏及周期性因素的影响，猪价快速上涨至10月底的年内高点，22个省市仔猪、生猪和猪肉平均价格分别为51.76元/千克、27.46元/千克和37.23元/千克；2022年11月—2023年5月，由于前期猪价回升农户补栏意愿增强、能繁母猪高存栏量增加猪肉供给，压栏及二次育肥肥猪出栏体重偏高，以及节后需求下降等综合因素影响，猪价有所回落。

(4) 行业政策

从政策上看，2021年以来，随着中国生猪养殖产能快速增长，国家出台相关政策，以调

控能繁母猪存栏量、推动生猪产能恢复常态。由于猪肉价格关乎民生，国家政策可以加强国家对规模化猪场的产能监控，提升行业集中度，平缓猪价震荡，减小猪周期波动幅度。

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。

2021年2月，中国发布《中共中央国务院关于全面推进乡村振兴加快农业农村现代化的意见》，即2021年中央一号文件，提出要深入推进农业供给侧结构性改革，平稳发展生猪产业。需要注意的是，随着生猪养殖产能逐步恢复，国家促进养殖产能类政策支持力度将不断减弱，信贷、财税和土地政策可能收紧。

2021年9月23日，农业农村部发布了《生猪产能调控实施方案（暂行）》（以下简称“方案”）。方案指出，方案提出，能繁母猪是生猪生产的基础和市场供应的“总开关”，只要能繁母猪存栏量变动保持在合理区间，仔猪生产就有保障，生猪市场供应和猪肉价格就能保持相对稳定。“十四五”期间，以正常年份全国猪肉产量在5500万吨时的生产数据为参照，设定能繁母猪存栏量调控目标，即能繁母猪正常保有量稳定在4100万头左右，最低保有量不低于3700万头。按照生猪产能调控要求，将能繁母猪存栏量变动划分为绿色、黄色和红色3个区域，采取相应的调控措施。

2022年2月，《中共中央国务院关于做好2022年全面推进乡村振兴重点工作的意见》提出，要稳定生猪生产长效性支持政策，稳定基础产能，防止生产大起大落。

收储和放储方面，2022年上半年由于生猪价格持续下跌，猪粮比价一度跌至4.89:1，触发《完善政府猪肉储备调节机制做好猪肉市场保供稳价工作预案》中规定的过度下跌一级预警，为防止生猪价格过度下跌，提振市场信心，上半年中央共进行了十三批十六次中央冻猪肉

收储通知，累计挂牌收储51.80万吨，但因流拍实际收储量仅为10.14万吨。2022年下半年猪价快速上涨，为稳定生猪行情，国家于9月、10月和11月多批次投放猪肉储备，计划放储量为13.71万吨，已全部成交。

此外，2022年7月和9月，国家发展和改革委员会两次约谈中国畜牧业协会、肉类协会以及多家大型生猪养殖企业和屠宰企业，要求大型养殖企业带头保持正常出栏节奏、顺势出栏适重育肥生猪，不盲目压栏，提醒企业不得囤积居奇、哄抬价格，不得串通涨价；明确表示将适时采取储备调节、供需调节等有效措施，防范生猪价格过快上涨，并会同有关部门加强市场监管，严厉惩处捏造散布涨价信息、哄抬价格等违法违规行为，维护正常市场秩序，促进行业长期健康发展。

（5）未来发展

本轮猪周期于2021年初进入下行通道，生猪养殖企业面临猪价下行和成本上涨双重压力。考虑到能繁母猪存栏量自2021年7月达到峰值后，能繁母猪存栏量高位震荡整理，于2022年12月出现下降，预计猪价仍将低位震荡徘徊至2023年底，此后有望迎来本轮猪周期拐点。叠加种猪及猪苗成本下降，生猪养殖企业亏损幅度收窄或有望实现盈利。本轮周期后，抗风险能力较弱的生猪养殖户将进一步出清，生猪养殖行业集中度有望提升，行业格局将有所优化。

上游原材料与成本方面，在目前全球范围内粮食作物种植成本整体提升的背景下，预计2023年玉米和豆粕等原料价格有一定回落，但下行空间有限。此外，非洲猪瘟疫病等不确定性事件对生猪养殖企业在中间生产过程中的环境保障和疫病防范中的成本控制提出了挑战。

生猪产能和猪肉价格方面，2021年7月底，中国能繁母猪存栏量达到本轮猪周期最高点，之后高位震荡整理；随着猪价下行、能繁母猪产能持续去化，于2022年4月出现低点；随着2022年三、四季度养殖企业盈利改善，农户母猪补栏积极性提高，能繁母猪存栏量于12月底

迎来第二高点后开始下行。由于能繁母猪存栏指标领先于生猪存栏指标约 10~12 个月，预计 2023 年下半年供应节奏加快，全年生猪供应仍较为充足，随着较低猪价清退部分散户，预计于 2023 年底出现供给低点，叠加冬季双节需求增加，猪价届时有望迎来拐点，猪周期出现上行机会。考虑到 2022 年猪价低位运行，种猪与外购猪苗价格同比较低，预计 2023 年出栏生猪综合成本同比下降，生猪养殖企业亏损幅度收窄或有望实现盈利。

行业内企业运营与信用状况方面，在成本高企及猪肉价格低迷的双重背景下，行业内企业盈利能力受到了重大冲击，在猪价低位整理阶段，经营管理、成本控制和资金周转等能力相对较强的头部企业，在抵御猪周期波动影响方面会表现出更强的抗风险能力。

政策方面，2022 年以来，国家密集的收储行动和生猪产能调控方案的出台显示了国家在助推生猪产能常态化方面的激励和深入细化调控监测。同时，对规模化猪场的产能监控和支持政策，有利于行业集中度提升，减小周期波动振幅。

行业发展方面，本轮猪下行周期进程中，生猪养殖企业面临亏损程度加深、盈利能力下降、营运现金流紧张和再融资能力弱化等风险；抗风险能力较弱的中小规模养殖户退出市场可能性加大，而具有成本优势的头部猪企度过周期底部的能力更强，并能在周期低谷储备产能、蓄力新周期的盈利增长；因此，生猪养殖行业集中度有望进一步提升，未来猪周期造成的行业波动纵深可以进一步平滑。此外，生猪养殖企业下游的产品形式呈多元化发展，“调猪向调肉转变”。生猪养殖企业可通过新增屠宰产能以及延伸产业链，或通过兼并、合资、联营等多种方式向食品初加工、深加工纵深发展，并衍生出电商与实体结合、互联网与产业融合、生产者与消费者直接对接等新业态。通过以上方式，有助于生猪养殖企业安全度过猪周期。

3. 区域经济环境

北京作为中国政治文化中心，综合实

力保持在全国前列；保障房项目受到北京市政府高度重视，已被列为北京市城市建设首要任务之一。

北京作为中国政治文化中心，综合实力保持在全国前列。根据《北京市2022年国民经济和社会发展统计公报》，北京市全年实现地区生产总值41610.9亿元，按可比价格计算，同比增长0.7%。其中，第一产业增加值111.5亿元，同比下降1.6%；第二产业增加值6605.1亿元，同比下降11.4%；第三产业增加值34894.3亿元，同比增长3.4%。2022年，北京实现工业增加值5036.4亿元，按不变价格计算，同比下降14.6%，其中规模以上工业增加值同比下降16.7%。

消费方面，2022年，北京市全年居民消费价格总水平同比上涨1.8%。农产品生产者价格同比上涨2.7%。工业生产者出厂价格同比上涨2.3%，工业生产者购进价格同比上涨6.2%

2022年，北京市实现农林牧渔业总产值268.2亿元，按可比价格计算，同比下降2.0%。其中，农业（种植业）产值129.8亿元，增长2.3%；林业产值86.5亿元，增长1.4%。全年粮食作物播种面积7.7万公顷，增长26.0%，粮食总产量45.4万吨，增长20.1%；蔬菜及食用菌产量198.9万吨，增长20.1%；年底生猪存栏量36.8万头，下降37.7%，生猪出栏量32.2万头，增长4.3%。设施农业播种面积48.7万亩、实现产值59.8亿元，分别增长4.3%和3.3%。农业观光园1027个，实现总收入18.4亿元。实际经营的乡村旅游接待单位（农户）7105户，实现总收入13.7亿元。

自2014年习近平总书记考察北京城市建设，发表重要的“226”讲话后，保障房建设被作为实现城市功能定位、城市环境整治、城市民生保障和市场调控机制的重要支撑，已被列为北京市城市建设首要任务之一，并被作为城市公共服务性产品列为市政府重要考核指标，北京市保障房建设进入历史新高峰期。

六、基础素质分析

1. 产权状况

见本报告“二、企业基本情况”章节。

2. 企业规模及竞争力

公司是北京市国资委下属的唯一的涉农都市型现代农业产业集团，在畜禽良种繁殖、养殖、食品加工和仓储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，对区域民生形成有力保障。

公司在畜禽良种方面具有核心竞争力，其良种品系资源丰富，繁育养殖技术先进。公司在奶牛、猪、樱桃谷鸭、北京鸭、肉鸡畜禽良种领域具有国内领先的技术，拥有较大规模、较强综合实力的畜禽良种繁育与生产基地。其中，樱桃谷鸭在中国的市场占有率在 80% 以上，在世界其他地区拥有超过 51% 的市场份额；蛋鸡全国市场份额近 50%。公司拥有国内规模最大、综合实力最强的国家奶牛良种繁育和供种基地；拥有全国最大的现代化、集约化良种荷斯坦奶牛养殖基地；拥有国内规模最大的肉鸡原种育种公司；拥有亚洲最大、最具实力的现代化蛋鸡繁育基地；拥有国内规模最大的北京鸭养殖基地和国内唯一一家将 SPF 技术研究和应用有机结合起来的养猪育种中心。截至 2023 年 3 月底，公司拥有专业化奶牛养殖牧场 29 个、肉牛场 2 个、种公牛场 3 个。牧场遍及河北、河南、山东、吉林、黑龙江、内蒙古、云南等地区，奶牛总存栏数约 9 万头。

品牌建设方面，公司拥有“三元”“古船”“大红门”“王致和”酱菜等在业内有广泛影响力的优秀品牌。根据世界品牌实验室发布 2022 年《中国 500 最具价值品牌》，“首农”品牌价值上升至 831.85 亿元，总排名位列 500 强第 77 位，品牌价值较去年增长 15.6%，排名提升 1 个位次；旗下“三元”“古船”“大红门”分别以 423.75 亿元、266.85 亿元以及 132.68 亿元位列 500 强品牌第 187、313 和 400 位。“首农”及子品牌累计品牌价值超 1600 亿元。

公司担负首都食品应急保障和生活服务保

障职责，是首都人民的“菜篮子、米袋子、奶瓶子、肉案子”，同时长期承担中央、市区级政府商品储备任务，也是北京重要会议和活动的食品供应服务保障机构。

另外，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，均位于北京市内或周边，具有良好的区位优势。截至 2022 年底，首农食品集团拥有北京市土地约 12 万亩，位于北京市内和周边。未来，上述土地资源的综合开发利用将进一步为公司带来收益。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（中征码：1101000000066923），截至 2023 年 5 月 16 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。根据公司提供的说明，不良类贷款主要是因为 2002 年公司前身三元集团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，由于当时征信系统刚刚建立，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，导致公司前身三元集团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。公司 17 笔关注类贷款全部发生在 2007 年及以前，均已如期正常归还。此外，公司相关还款责任信息记录中存在 1.43 亿元的关注类担保和 0.28 亿元的被追偿业务。根据公司提供的说明，1.43 亿元关注类担保的被担保方为河北首农现代农业科技有限公司（以下简称“河北首农”），主要经营牛的养殖与繁育。河北首农目前资产负债率较高，国家开发银行内部系统将此笔贷款列入关注类

贷款，目前该笔贷款按贷款合同约定正常还款及付息；0.28 亿元被迫偿业务发生在上世纪 90 年代，系历史原因造成。

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

截至本报告出具日，联合资信未发现公司被列入全国失信被执行人名单。

七、管理分析

跟踪期内，公司核心管理人员有所变动。公司主要管理制度连续且较完善，但管理层级及下属子公司较多且涉及经营领域较多，存在管理难度。

2022 年，公司原董事尹彦勋和陈方俊辞任，公司聘任苏志民和丁召团为外部董事。2023 年 2 月，公司原董事长、党委书记王国丰离任，薛刚任公司党委书记、董事长。2023 年 3 月，公司免去马建梅党委副书记、董事、总经理职务；2023 年 4 月，袁浩宗任公司党委副书记、董事、总经理。

公司党委书记、董事长薛刚，北京市政协委员，经济师，硕士研究生，中共党员；历任北京市农工商联合总公司双桥农场党委副书记、场长，北京三元集团有限责任公司（以下简称“三元集团”）市委常委、董事、总经理，首农集团党委副书记、董事、总经理，首农食品集团党委副书记、副董事长、总经理等职务。

公司党委副书记、董事、总经理袁浩宗，高级经济师，经济学学士，工商管理硕士学位，中共党员。历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，二商集团市场开发处干部、副部长、副总经理，北京市东方友谊食品配送公司副经理、经理、党委委员、党委副书记，北京市扶贫协作和支援合作工作领导小组青海玉树指挥部党委书记、指挥（正局长级），援青干部领队，青海玉树州市委常委、副州长（规范职务表述）。

跟踪期内，公司各项管理制度未发生较大

变化。公司下属企业众多，管理链条长，涉及经营板块跨度大，存在管理难度。

八、经营分析

1. 经营概况

2022 年，公司营业总收入有所下降，综合毛利率略有上升。

公司作为北京市国资委下属唯一的农业集团，经过多年发展和业务板块融合重组，已形成从田间到餐桌的全产业链布局，业务覆盖食品制造与销售、现代农牧渔业、供应链运营与服务、商贸服务、农副产品生物科技开发、园区开发与运营管理等六大板块。

2022 年，公司实现营业总收入 1803.50 亿元，同比下降 2.15%；营业利润率为 6.55%，同比下降 0.21 个百分点。2022 年，公司利润总额 47.67 亿元，同比下降 4.39%。

从收入构成看，2022 年，食品制造与销售收入略有增长，占营业总收入的 60% 以上，是公司收入最大构成部分；现代农牧渔业和供应链运营与服务收入有所下降，占营业总收入的比重较稳定；商贸服务收入规模和占比降幅较大，主要系石油贸易业务减少所致；农副产品生物科技开发收入有所增长，占比上升，主要系粮油及玉米深加工业务增加所致；园区开发与运营管理收入有所下降，主要系结转项目不同影响所致，收入规模较小。

从毛利率方面看，2022 年，食品制造与销售板块毛利率变化不大；现代农牧渔业毛利率有所下降，主要系生猪养殖行情低迷叠加成本端承压所致；供应链运营与服务毛利率有所下降，主要系宏观环境影响供应链产业所致；商贸服务毛利率有所提升主要系 2022 年毛利率较低的石油贸易减少所致；农副产品生物科技开发毛利率有所下降，主要系粮油及玉米深加工业务增加所致；园区开发与运营管理毛利率大幅提升，主要系结转的开发项目不同所致。综上，2022 年，公司综合毛利率变化不大。

表2 公司营业收入构成和毛利率情况（单位：亿元、%）

项目	2020 年			2021 年			2022 年			2023 年 1—3 月		
	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)	收入 (亿元)	占比 (%)	毛利率 (%)
食品制造与销售	1046.05	66.65	6.58	1133.66	61.55	6.41	1130.07	62.72	6.50	252.65	67.42	7.54
现代农牧渔业	94.50	6.02	23.15	121.43	6.59	12.55	119.20	6.62	5.53	28.37	7.57	2.45
供应链运营与服务	161.61	10.30	4.11	209.98	11.40	3.78	180.48	10.02	3.31	29.80	7.95	3.41
商贸服务	126.01	8.03	6.79	149.05	8.09	5.94	103.49	5.74	7.71	15.20	4.06	9.94
农副产品生物科技开发	104.26	6.64	5.57	132.08	7.17	4.06	179.48	9.96	4.00	38.71	10.33	4.19
园区开发与运营管理	37.05	2.36	29.92	95.56	5.19	21.13	89.12	4.95	29.64	9.99	2.67	33.29
合计	1569.47	100.00	7.83	1841.76	100.00	7.07	1801.83	100.00	7.08	374.72	100.00	7.26

资料来源：公司提供，联合资信整理

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 374.93 亿元，同比增长 2.45%；营业利润率为 6.95%，同比增长 0.20 个百分点；结合其他收益有所增加，公司实现利润总额 4.78 亿元，同比增长 10.01%。

2. 食品制造与销售

公司食品制造与销售板块以肉食加工、乳制品、糖油类产品生产销售及糖酒销售为主，拥有一系列知名品牌。

食品制造与销售板块主要是肉类、乳制品、粮油、糖酒、调味品等食品加工与销售业务，盈利模式主要是食品的生产、加工、收购、存储、经营和销售。该板块是首农食品集团的核心主业板块，拥有六必居、王致和、月盛斋、京华、京糖、龙门等13个中华老字号，古船、大红门、三元、绿宝、古币等19个北京老字号，以及“王致和腐乳酿造”“六必居酱菜制作”和“月盛斋酱烧牛羊肉制作”三项国家级非遗技艺，为北京地区民生提供了有力保障。

肉类食品加工的运营主体为二商肉食集团。二商肉食集团拥有“月盛斋”“大红门”“穆香源”等知名品牌，承担中央及北京市两级政府的肉类储备任务和重大活动的食品供应保障任务，在北京地区食品储备和供应保障方面发挥重要作用。

经营模式方面，二商肉食集团从事肉类制品销售及仓储；销售渠道主要是市场批发、商

超和外埠等。其中市场批发为采购商向公司询价后批发购货；商超为公司商场、超市等销售终端网点铺货，进行零售；外埠为公司向北京市外的各省市采购商批发销售。

生产方面，二商肉食集团现拥有屠宰及深加工企业16家，12条班产3000头生猪屠宰线及班产380吨冷却肉分割生产线，1条班产50吨、1条班产25吨、1条班产15吨的熟肉制品生产线，1条班产5000只屠羊生产线，2条班产300头屠牛生产线；建有16个设施完善的食品安全检测中心，共有各类专业技术人员600余人。公司所属专业冷冻厂现有冷藏量16000吨，库房类型有0-4℃高温库、-18℃的中温库和-23℃低温库，适合储存各种肉类、禽类、水产品、冷饮、蛋奶制品、速冻食品、蔬菜水果等。2022年，二商肉食集团生猪和牛羊肉的屠宰量分别为1049万头与90万头；销量分别为131万吨和13万吨。猪肉、牛羊肉销量分别约占北京市总销量的40%和10%，在北京肉类市场具有较强竞争力。2022年和2023年1—3月，二商肉食集团分别实现营业总收入391.64亿元和83.69亿元。

乳制品加工运营主体为三元股份，其主要业务涉及加工乳制品、冷食冷饮、饮料、食品，并拥有“三元”“极致”“爱力优”“八喜”等国内知名度较高的品牌。三元股份在内蒙古海拉尔市、河北迁安、河北石家庄、天津静海、广西柳州等建立了16大加工中心，并建立了完善产业链，对奶源控制、质量体系、研发技术

和生产水平等进行把控。三元股份主要采用直营、经销商和电子商务相结合的销售模式，销售网络覆盖北京各城区、郊县及全国50多个省市及地区，销售渠道包括经销商、商超、送奶大户和餐饮客户等，以经销商和商超为主。结算方面，经销商通常采取预收账款方式；商超账期不超过3个月。2022年和2023年1—3月，三元股份分别实现营业总收入80.03亿元和21.68亿元。

表3 公司乳制品生产和销售情况

指标名称		2020年	2021年	2022年
固态奶 (奶粉、干酪)	产量(万吨)	3.13	2.52	3.66
	销量(万吨)	3.26	2.90	2.94
	销售均价(元/吨)	28796.99	25890.46	25238.26
	产销率(%)	104.15	115.10	80.33
液态奶 (牛奶、酸奶)	产量(万吨)	50.93	53.55	62.10
	销量(万吨)	53.82	56.53	65.52
	销售均价(元/吨)	7875.37	8447.17	7108.14
	产销率(%)	105.67	105.56	105.51
冰淇淋	产量(万吨)	9.93	9.67	10.10
	销量(万吨)	10.08	9.99	9.41
	销售均价(元/吨)	12029.54	13238.79	15323.28
	产销率(%)	101.51	103.24	93.17

资料来源：公司提供，联合资信整理

粮油贸易的主要经营主体为北京京粮粮油贸易集团有限公司（以下简称“粮贸集团”）及京粮控股。作为首农食品集团粮食贸易经营发展的核心载体和首都粮源供应保障的主体，粮贸集团粮源基地200余个，覆盖黑龙江、河北、山东、安徽、山西、广东等15个省市自治区。粮贸集团主要与国企（央企）、上市公司、粮食领域知名企业及大型深加工、饲料企业合作，开展玉米、小麦、面粉、杂粮，苜蓿草等品种的贸易经营，2022年，粮食购销总量为1797万吨。2022年和2023年1—3月，粮贸集团分别实现营业总收入242.6亿元和62.18亿元。

京粮控股主营业务为油脂油料加工、油脂

油料贸易及食品加工，主要产品有大豆油、菜籽油、葵花籽油、香油、麻酱、薯片、糕点及面包等。京粮控股油脂压榨业务拥有4000吨/日压榨生产线1条，1000吨/日化学精炼生产线1条，400吨/日物理精炼生产线一条，200吨/日分提生产线1条及100吨/日冬化生产线1条，具备加工转基因、非转基因多项油品的能力。油脂油料加工、油脂油料贸易、面包业务主要集中在京津冀区域，休闲食品业务覆盖全国各省、直辖市。京粮控股销售模式以经销为主、直销为辅，同时开拓线上销售渠道。公司客户主要为商超、电商平台、餐饮、院校、酒店、企事业单位、机关食堂、各级商贸公司和批发商等。2022年，京粮控股油脂产量150.30万吨，销量263.02万吨，实现收入118.85亿元；食品加工产量4.59万吨，销量4.68万吨，实现收入9.29亿元。2022年世界品牌实验室“中国500最具价值品牌”总榜单中，京粮控股“古船”品牌位列第313名，品牌价值达到266.85亿元。2022年，京粮控股分别实现营业总收入128.58亿元。

糖酒销售业务的运营主体是北京糖业烟酒集团有限公司（以下简称“糖酒集团”），其主营业务为糖业和酒业，其中糖业以贸易为主。2022年，糖酒集团实现营业总收入72.54亿元，其中糖业收入14.82亿元，酒业收入53.33亿元。2023年1—3月，糖酒集团实现营业总收入20.29亿元。

酒业方面，糖酒集团通过总经销、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、各种洋酒及地方酒。糖酒集团是五粮液集团评定的全国杰出品牌运营商，是剑南春、郎酒、西凤、汾酒、牛栏山、红星、燕京等品牌在北京的重要合作伙伴，同时在北京洋酒终端市场占有率达85%以上。

糖业方面，糖酒集团与广西博宣、上海糖酒、中粮糖业、广西凤糖、玛氏、亿滋、联合利华等上游制糖和大型食品企业合作，是国内知名的糖企之一。糖业经营模式主要是从工业

糖及食用糖生产商批量进货后，将其转售至其他用糖企业（如食品、饮料、医药企业）、商场、超市等，以赚取中间差价和服务费用。

调味品加工的运营主体为北京二商王致和食品有限公司以下简称“王致和食品”、北京六必居食品有限公司（以下简称“六必居公司”）、北京二商希杰食品有限责任公司（以下简称“希杰食品”）等。王致和食品生产“王致和品牌”系列产品，旗下拥有腐乳、料酒、酱类、调料、香油麻酱、豆沙豆馅等不同系列百余种产品。“王致和”品牌是商务部评定的“中华老字号”，已被列入国家级非物质文化遗产名录。2022年和2023年1—3月，王致和食品分别实现营业收入13.76亿元和4.2亿元。六必居公司生产经营酱类、酱腌菜、酱油、食醋、料酒等调味品。旗下“六必居”品牌是我国历史最悠久的中华老字号之一。2022年和2023年1—3月，六必居公司分别实现合并营业收入6.43亿元和1.81亿元。希杰食品前身为北京市豆制食品工业公司，所生产的“白玉”豆腐产品在北京商超覆盖率达到70%以上，农贸市场完成全覆盖。2022年和2023年1—3月，希杰食品分别实现营业收入4.41亿元和1.12亿元。

3. 现代农牧渔业

公司拥有良种开发、畜禽养殖和食品加工的完整产业链，在畜禽良种方面具有品牌优势和生产技术优势。

现代农牧渔业主要指家禽、奶牛、生猪等的繁育养殖和水产捕捞等。公司从种源自主可控入手，加大“卡脖子”关键核心技术攻关，以形成从田间到餐桌的食品安全产业链。公司依托畜禽核心育种场，提高核心种源推广能力，致力于实现种源自主可控。公司拥有北京黑猪种质资源和北京黑猪自有知识产权；“京系列”蛋鸡是集团联合中国农大成功培育的具有自主知识产权的优良蛋鸡品种，是中国目前唯一不受国外控制的高产品种；北京鸭是具有自主知识产权的畜禽品种，樱桃谷鸭是世界养鸭工业

的主导种鸭产品；公司拥有中国规模最大的奶牛良种繁育及供种基地，冻精产品销量居全国第一；拥有国内唯一的SPF种猪安全生产体系。

截至2023年3月底，公司共有畜禽养殖基地119个，包括奶牛、生猪、家禽等畜禽品种。其中，奶牛养殖基地32个，存栏9.8万头；种公牛站2个，优质种公牛存栏250头；肉牛养殖基地5个，分布于河南、内蒙古等地，存栏1万头；生猪养殖基地19个（在京9个、外埠基地10个），生猪存栏42万头（基础母猪4.4万头）；蛋鸡养殖基地23个，祖代存栏23万套、父母代存栏390万套；肉鸡养殖基地15个，祖代存栏0.3万套、父母代存栏110万套；北京鸭养殖基地11个，原种存栏0.8万只、祖代存栏2.1万只，出栏商品鸭820万只。樱桃谷鸭养殖基地12个，其中国内5个、国外7个，祖代存栏17万只。

公司奶牛养殖的运营主体为北京首农畜牧发展有限公司（以下简称“首农畜牧”）。2022年和2023年1—3月，首农畜牧分别实现营业总收入24.34亿元和5.97亿元。首农畜牧拥有专业化奶牛养殖牧场29个、肉牛场2个、种公牛场3个。牧场遍及河北、河南、山东、吉林、黑龙江、内蒙古、云南等地区。拥有“娟姗牛”养殖基地和有机奶生产基地，可生产高乳脂、高蛋白奶源。截至2022年底，首农畜牧奶牛存栏约9万头，成母牛平均单产约11.5吨/头/年，2022年和2023年1—3月总产奶量分别为51.91万吨和13.78万吨。

首农畜牧奶牛中心也从事牛冷冻精液和胚胎组合的生产销售。首农畜牧饲养包括“黑星”“空中之星”和“林肯”等世界名牛后代在内的优秀荷斯坦和其他优秀品种公牛290余头，具有年生产冻精450万剂、胚胎1万枚的能力，开发并生产性控胚胎，雌性准确率达到90%以上。牛冻精的主要产品品牌是“BDCC”牌牛冷冻精液，除满足北京市需要外，销售面积覆盖了中国31个省、市、自治区的2000多个单位，国内市占率达30%以上。

家禽养殖的运营主体为首农股份，其主要

经营家禽养殖，包括鸭业与鸡业，鸭业养殖以祖代、父母代（包括雏鸭和种代）为主。2017年，首农股份完成对全球最大白羽肉鸭育种企业英国樱桃谷鸭公司收购，一举获得全球 70% 的白羽肉鸭市场份额，将前身是“北京鸭”的樱桃谷鸭（世界养鸭工业主导鸭种）带回中国，确保中国肉鸭种源供给绝对安全。2022 年和 2023 年 1—3 月，首农股份分别实现营业收入 24.38 亿元和 6.24 亿元。

种猪育种业务主要由北京中育种猪有限责任公司、北京黑六牧业科技有限公司及北京首农种猪科技有限公司等运营。依托优质种猪资源，开展生猪养殖的运营主体是丰镇市大红门农牧科技有限公司（以下简称“丰镇市大红门”）及赤城县大红门科技牧业有限公司（以下简称“赤城县大红门”），经过 20 多年的发展，已形成了集科研、饲料加工、生猪育种、种猪扩繁、商品猪饲养为一体的完整闭环式生猪产业链，生猪养殖主要类型为商品猪、种猪以及仔猪。2022 年及 2023 年 1—3 月，丰镇市大红门和赤城县大红门合计实现营业总收入 6.06 亿元和 1.49 亿元。

表 4 公司现代农牧渔业主要产品产销量情况

指标名称		2020 年	2021 年	2022 年
牛冻精	产量（万剂）	226.00	215.57	170.93
	销量（万剂）	145.55	168.83	228.41
	均价（元/剂）	41.58	44.75	31.00
商品猪	产量（万头）	15.06	26.57	45.95
	销量（万头）	15.06	26.57	45.95
	均价（元/头）	3509.95	1897.44	1811.16
商品鸭	产量（万对）	286.27	360.73	234.96
	销量（万对）	332.10	359.63	267.37
	均价（元/对）	85.82	94.61	97.86
肉鸡	产量（万吨）	6.21	6.87	6.67
	销量（万吨）	7.15	8.49	8.22
	均价（万元/吨）	1.29	1.25	1.35
樱桃谷鸭	产量（万对）	324.96	334.93	822.42

销量（万对）	312.71	334.93	822.42
均价（元/对）	41.07	23.20	22.77

注：上表销量包含内销部分

资料来源：公司提供，联合资信整理

渔业及加工贸易运营主体包括烟台京远渔业有限公司（以下简称“烟台京远渔业”）、北京市北水嘉伦水产品市场有限责任公司（以下简称“北水嘉伦公司”）、北京北水永兴水产品销售有限公司（以下简称“北水永兴公司”）及北京北水食品工业有限公司（以下简称“北水食品公司”）等。

烟台京远渔业拥有远洋作业渔船 8 艘，分布在大西洋、太平洋、印度洋公海海域，渔船总吨位 9382 吨，年均捕捞量 1~2 万吨，主要鱼货为鱿鱼、金枪鱼、秋刀鱼等。北水嘉伦公司运营北京地区占地面积最大、配套设施最完善的水产品专业市场，是中国远洋渔业协会在北京地区的唯一指定销售远洋深海绿色水产品集散地。北水永兴公司具有货物进出口及代理进出口备案资质，以冷冻南美白虾为主，其中 50% 以上直接进口。北水食品公司作为水产品加工企业，拥有 4000 多平米加工车间，8000 吨冷藏存储能力，年加工能力约 4000 吨。2022 年，4 家企业分别实现营业总收入 3.30 亿元、6.54 亿元、22.35 亿元和 1.81 亿元，合计 34.00 亿元。

4. 供应链运营与服务

公司供应链运营与服务涵盖进出口商品仓储、通关及物流配送，生鲜食品冷链物流，储粮管理等业务，有利于进一步完善公司产业链。

供应链运营与服务是公司安全食品产业链的绿色通道和有力支撑，主要指依托公司现有仓储、铁路货运及港口资源，逐步形成“仓储物流中心+区域配送中心+综合服务中心”的资产地网，涵盖进出口商品仓储、通关及物流配送，生鲜食品冷链物流，储粮管理等业务，以支撑首都食品供应保障。该板块运营主体包括北京首农大厨房供应链管理集团有限公司（以下简称“首农大厨房”）、首农供应链（大连）有限公司（以下简称“首农供应链（大连）”）、

天津港首农食品进出口贸易有限公司（以下简称“天津港首农”）、北京首农粮食储备有限公司（以下简称“首农储备”）和京粮（天津）贸易发展有限公司（以下简称“京粮天津贸易”）等。

首农大厨房作为首农食品集团旗下新型供应链子集团，通过整合共享集团客户、渠道、物流资源，全面对接机关食堂、大型商超、电商渠道等供应链下游B端客户，为客户提供从采购、存储、食品检测、分拣、配送、销售的一揽子食材供应解决方案，实现全品类供应、点对点对接。首农大厨房形成了产品类目完整、在库产品1.5万余个SKU的商品体系，拥有13个物流园区，超低温、低温、常温仓储资源210多万平米，配送车辆2000余辆，服务机关团体、连锁餐饮、军队、医院等B端客户1200余家。

首农供应链（大连）依托保税区和自贸区政策功能优势，专注跨境生鲜食品供应链综合服务，提供自境外产地采购到食材上桌的全流程一站式供应链解决方案，同时运营生鲜商品国际贸易相关业务。公司在大连保税区投建冷链物流园项目，项目位于大连保税区汽车码头北侧，总占地面积约3.3万平方米。2022年，首农供应链（大连）实现营业收入57.05亿元。

天津港首农经营产品涵盖肉类、水产、水果、粮食、酒类、奶制品、坚果及小包装食品等一系列农产品，同时提供集食品进出口、通关报检、货物代理、仓储、物流、分拨、销售、配送、供应链金融等多功能服务。公司自建1座物流仓储园区，位于天津东疆保税港区，占地面积为5.6万平米，总建筑面积1.8万平米。2022年，天津港首农实现营业收入55.15亿元。

首农储备主营业务为储备粮油管理，负责对集团公司储备粮油的全面监管工作，保障首都粮食安全。首农储备自有库点15个，设计仓容63.36万吨。截至2023年3月底，首农储备储备粮库存47.26万吨，贸易经营量共计1.37万吨。2022年，首农储备实现营业收入28.45亿元。

京粮天津贸易位于天津东疆保税港区，现有库房2万平方米，办公楼6038平方米，附属

用房2234平方米，堆场1.37万平方米。京粮天津贸易依托天津港进行仓储物流及大宗商品贸易业务。2022年，天津贸易实现营业总收入11.28亿元。

5. 商贸服务

公司商贸服务业板块以农产品贸易、城市商贸服务、成品油零售为主，为公司盈利提供补充。

商贸服务主要指农产品贸易、城市商贸服务、成品油零售等。

农产品贸易的运营主体为上海首农投资控股有限公司（以下简称“上海首农”），其主要经营大宗农产品贸易，以油脂油料、粮谷、橡胶类产品为主营品种，采用期现结合的经营模式。2022年，上海首农实现油脂销量15.75万吨，销售收入17.13亿元；实现粮谷销量75.15万吨，销售收入18.90亿元；实现橡胶销量11.5万吨，销售收入11.14亿元；实现豆粕销量8.3万吨，销售收入3.20亿元。此外，上海首农还同“一带一路”沿线国家建立贸易往来，进口油脂、亚麻籽、芝麻、绿豆等国外农产品。2022年，上海首农实现营业收入60.62亿元。

城市商贸服务是依托公司食品加工产业，以丰富首都食品供应种类为核心，以集团食品安全体系为保障，主要贸易品包括豆类、油类、海鲜、肉禽、水果、快消品等。其中北京京粮物流有限公司（以下简称“京粮物流”）以不动产经营为基础，所运营的京粮广场不动产经营面积6万余平米，涵盖餐饮、儿童、零售、休闲娱乐、配套服务五大业态，现有商户80余家，目前已发展成为海淀区田村地区重要地标性商业体，2022年实现营业收入13.58亿元。北京首农消费帮扶双创中心有限公司是北京市属帮扶平台，针对北京对口支援的8省90个贫困旗、县，将受援地区帮扶产品引入北京市场，实现“以消代扶”，同时大力开展帮扶产品的大宗团购业务。其所运营的首农双创中心大厦占地面积约1万平方米，入驻企业500余家，展示展销商品4000余种，2022年实现营业收入

2.43亿元。京粮点到网（北京）商贸有限公司运营集B2B、B2C、O2O为一体的综合服务类在线购物平台——点到网。点到网为北京市民提供快捷便利的在线购物服务，同时承接了大量央企以及北京市国企员工工会业务，2022年实现营业收入4.11亿元。龙德置地有限公司和北京龙德商业管理有限公司主要运营北京龙德广场，2022年营业收入4.79亿元。首农酒店管理公司运营了圆山大酒店、香山会议中心、德胜饭店等物业，2022年，实现营业收入3.47亿元。此外，公司拥有西南郊肉类水产品市场、四道口水产市场、大红门京深海鲜市场、京华沅茶叶市场、北京国际茶城、京华茶业大世界等一批专业市场，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，在首都城市食品供应保障中发挥了重要作用。各专业市场经营以摊位出租为主，收取租金。

公司成品油零售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”）。2022年，原运营主体之一北京市燕庆旺泰成品油销售有限公司不再开展低毛利的石油贸易业务，受此影响，2022年，公司商贸服务收入有所下降。截至2022年底，三元石油在营22座加油站，主要分布在北京市海淀、昌平、大兴、丰台、朝阳、通州等城区，2022年营业收入11.58亿元；北京壳牌在北京、承德两地有21座加油站，2022年营业收入7.36亿元。公司主要供应商为中国石化销售股份有限公司北京石油分公司、北京方润石油产品经营有限公司、北京中油随时石油销售有限公司、北京中油房山燕宾油料销售有限公司、中国航油集团北京石油有限公司等。各加油站与下游客户一般通过微信、支付宝、银联卡、现金等方式结算，客户均为散户。

6. 农副产品生物科技开发

农副产品生物科技板块的主要运营主体为北京京粮生物科技集团有限公司（以下简称

“京粮生物”）。京粮生物以玉米精深加工为基础，深度开发以淀粉为原料的生物制品，重点发展生物医药、生物化工、生物科技等高端产业。京粮生物的工厂在当地向农户及贸易商进行收购后，向中国重点食品加工、工业材料生产及制糖企业客户销售。截至2022年底，京粮生物玉米加工产能达350万吨（其中玉米淀粉245万吨，淀粉糖及副产品约105万吨），另有药用辅料加工产能2万吨。2022年，京粮生物采购玉米345万吨，生产玉米淀粉240万吨，销售240万吨。2022年，京粮生物实现营业收入176.11亿元。

7. 园区开发与运营管理

公司在北京拥有较大规模土地资源，可为未来收入形成有力补充；待投资项目规模较大，面临一定资本支出需求，但考虑到公司可从政府获得的土地补偿款和部分保障房的购买款，资本支出压力可控。

园区开发与运营管理业务范围包括各类园区的开发建设、物产经营等。公司在北京拥有库房、办公楼、文化设施等经营性实物资产，各下属企业根据北京城市更新的要求将其改造为文创园区、产业园区、创新工场等。同时，公司在环北京周围拥有大量土地，按照中央和北京市政府保障性住房建设有关要求及规划，从事保障性住房开发建设，政府对征用土地按照一定价款对公司进行补偿。截至2023年3月底，公司在建房地产项目总建筑面积为341.27万平方米，计划总投资合计337.43亿元，已完成投资198.09亿元，尚需投资139.33亿元。公司待投资项目规模较大，未来面临一定资金支出压力和融资需求。但考虑到公司每年可从政府获得的土地补偿款和部分保障房的购买款，公司资本支出压力可控。

除保障类住房建设外，公司在北京核心区和中心城区拥有盛福大厦、京粮大厦、商房大厦、怡和阳光大厦等写字楼，在“回天”地区建成了龙冠大厦、龙冠置业大厦、龙冠商务中心、龙冠和谐大厦的写字楼宇群，并拥有以塞

隆国际、九九工厂、E9区、大磨坊等为代表的文化创意产业园等。截至2022年底，公司怡和阳光大厦、盛福大厦、东枫德必WE园区等9处主要持有物业，建筑面积合计42.80万平方米，可供出租面积合计37.00万平方米，2022年实现租金收入4.66亿元。

8. 经营效率

与同行业其他企业相比公司经营效率表现好。

从经营效率指标看，2022年，公司销售债权周转次数由上年的33.08次提升至30.58次，存货周转次数由上年的3.38次下降至3.12次。总资产周转次数由上年的1.14次下降至1.10次。与同行业其他企业相比公司经营效率表现好。

表 5 同行业 2022 年经营效率情况（单位：次）

公司名称	存货周转率	应收账款周转率	总资产周转率
海南农垦	2.60	14.82	0.30

广东农垦	2.98	20.10	0.61
江苏农垦	1.10	26.33	0.49
安徽农垦	0.67	24.65	0.15
首农食品集团	3.22	32.47	1.11

注：1. 上述同行业公司分别为海南省农垦投资控股集团有限公司、广东省农垦集团公司、江苏省农垦集团有限公司、安徽省农垦集团有限公司；2. Wind与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于比较，本表相关指标统一采用Wind数据

资料来源：Wind

9. 在建项目

考虑到公司未来保障房项目投资规模较大，公司仍存在一定对外筹资需求。

截至2023年3月底，公司重点在建项目（除保障房项目外）预算总额为67.65亿元，已完成投资29.09亿元，未来尚需投资38.56亿元。目前公司主要在建工程主要通过银行借款和自筹等模式筹集资金，随着部分在建工程的完工，公司农牧、物流业务综合实力有望提升。但考虑到公司未来保障房项目投资规模较大，公司仍存在一定对外筹资需求。

表 6 截至 2023 年 3 月底公司主要在建项目情况（单位：亿元）

项目名称	筹资方案		投资进度			
	自筹	贷款	截至 2023 年 3 月底已完成投资	2023 年 4—12 月 剩余投资	2024 年投资	2025 年
北京粮油应急保障中心项目	4.74	15.57	8.24	5.09	3.98	3.00
麦壳天悦酒店及生态办公项目	11.46	12.00	5.91	4.18	4.33	3.29
东郊法国学校项目	6.33	8.45	8.16	2.00	2.00	0.62
厦门龙冠广场项目	9.10	0.00	6.78	0.53	1.79	0.00
合计	31.63	36.02	29.09	11.80	12.10	6.91

资料来源：公司提供

10. 未来发展

公司的战略规划对公司的经营管理具有指导作用。

公司以引领健康生活为主轴，构建以“一体两翼三平台”为核心的开放型产业生态体系，培育开放合作、营销价值和运营能力，构建数字化服务平台智慧协同，从而实现产业融合、联动互促、协同发展，形成“立足北京，依托京津冀，布局全国，走向国际”的发展布局。

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2022年度财务报告，致同会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报告进行了审计，并出具了标准的无保留意见的审计结论。公司提供的2022年1—3月财务数据未经审计。公司执行财政部颁布的最新企业会计准则。

2022年，公司合并范围内二级子公司由41家减少至36家（被吸收合并6家，同一控制下无偿划拨1家）。2023年1—3月，公司合并范围

无变化。截至2023年3月底，公司合并范围内二级子公司共36家。公司合并范围变化小，财务数据可比性较强。

截至2022年底，公司合并资产总额1613.40亿元，所有者权益575.44亿元（含少数股东权益155.55亿元）；2022年，公司实现营业总收入1803.50亿元，利润总额47.67亿元。

截至2023年3月底，公司合并资产总额1670.27亿元，所有者权益576.74亿元（含少数股东权益146.90亿元）；2023年1—3月，公司实现营业总收入374.93亿元，利润总额4.78亿元。

2. 资产质量

截至2022年底，公司资产规模略有下降，资产结构相对均衡。公司存货规模大，有待去化，其他应收款账龄偏长，对营运资金形成一定占用；考虑到公司货币资金较为充足，持有优质股权类资产，且资产受限比例较低，公司整体资产质量好。

截至2022年底，公司合并资产总额1613.40亿元，较上年底下降3.75%。公司资产结构相对均衡。

表7 公司资产主要构成

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）	金额（亿元）	占比（%）
流动资产	854.63	54.47	929.46	55.45	874.70	54.21	928.62	55.60
货币资金	139.65	16.34	185.21	19.93	123.15	14.08	120.59	12.99
应收账款	46.13	5.40	59.47	6.40	53.30	6.09	63.26	6.81
预付款项	67.42	7.89	63.67	6.85	66.80	7.64	57.54	6.20
其他应收款	88.52	10.36	40.84	4.39	54.74	6.26	46.38	4.99
存货	472.53	55.29	539.27	58.02	533.91	61.04	610.84	65.78
非流动资产	714.32	45.53	746.88	44.55	738.69	45.79	741.65	44.40
其他权益工具投资	68.40	9.58	46.78	6.26	40.83	5.53	40.83	5.51
长期股权投资	121.27	16.98	145.77	19.52	154.97	20.98	156.57	21.11
投资性房地产	51.36	7.19	57.02	7.63	76.47	10.35	75.75	10.21
固定资产	196.06	27.45	215.00	28.79	238.64	32.31	235.54	31.76
在建工程	56.13	7.86	61.81	8.28	53.53	7.25	57.34	7.73
资产总额	1568.95	100.00	1676.33	100.00	1613.40	100.00	1670.27	100.00

注：“流动资产”与“非流动资产”的占比，系占资产总额的比重，其他科目的占比系各科目占流动资产或非流动资产的比重
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

（1）流动资产

截至2022年底，流动资产874.70亿元，较上年底下降5.89%，主要系货币资金减少所致。

截至2022年底，公司货币资金123.15亿元，较上年底下降33.51%，主要系子公司偿还借款以及受宏观经济影响经营活动现金流入减少所致。货币资金中有13.41亿元受限资金，受限比例为10.89%，主要为住房基金及公共维修存款、银行承兑汇票保证金、存放中央银行法定准备金等。

截至2022年底，公司应收账款账面价值53.30亿元，较上年底下降10.37%，主要系营

业收入下降所致。应收账款账龄以1年以内（含）为主，累计计提坏账15.10亿元；应收账款前五大欠款方合计金额为9.44亿元，占比为13.79%，集中度一般。

截至2022年底，公司预付款项66.80亿元，较上年底增长4.91%。预付款项账龄以1年以内（含）为主，占比90.24%；预付款项前五大欠款方合计金额为21.47亿元，占比为31.70%，其中第一大欠款方为北京市土地储备中心，公司对其预付款为12.19亿元。

截至2022年底，公司其他应收款54.74亿元，较上年底增长34.04%，主要系HCo Lux S.à r.l.

出表导致其他应收款增加所致。其他应收款中，账龄在1年以内（含）、1至2年、2至3年及3年以上的比例分别为29.92%、12.41%、4.54%、53.13%，账龄较长。其他应收款主要是应收政府机构相关款项及下属子公司与合联营企业的往来款项。其他应收款前五大欠款方合计金额为33.08亿元，占比为45.63%，集中度较高。其他应收款前五大借款方中，HCo Lux S.à r.l.涉及9.73亿元的关联方借款（含利息）。

截至2022年底，公司存货533.91亿元，较上年底下降0.99%，较上年底变化不大。存货主要由开发成本（占46.89%）和库存商品（产成品）（占43.28%）构成，累计计提跌价准备5.09亿元，计提比例为0.94%。存货以保障类住房开发成本为主。

（2）非流动资产

截至2022年底，公司非流动资产738.69亿元，较上年底下降1.10%。

截至2022年底，公司其他权益工具投资40.83亿元，较上年底下降12.72%，主要系减少对PGG Wrightson Limited、北京家乐福商业有限公司和贵州茅台酒股份有限公司的投资所致。

截至2022年底，公司长期股权投资154.97亿元，较上年底增长6.31%，主要系权益法下确认的北京农村商业银行股份有限公司等联营企业的投资收益增加所致。公司长期股权投资余额主要包括对合营企业投资的3.55亿元和对联营企业投资的152.94亿元，其中对北京农村商业银行投资余额为87.49亿元。

截至2022年底，公司投资性房地产76.47亿元，较上年底增长34.11%，主要系公司合计持股50%但并表的北京首农信息产业投资有限公司的土地·元中心项目转入所致。

截至2022年底，公司固定资产238.64亿元，较上年底增长11.00%，主要系房屋及建筑物、机器设备增加所致。固定资产主要由房屋及建筑物、机器设备构成，累计计提折旧137.72亿元；固定资产成新率62.76%，成新率一般。

截至2022年底，公司在建工程53.53亿元，

较上年底下降13.39%，主要系其他小额在建工程竣工所致。

截至2022年底，公司受限资产72.71亿元，占总资产比重为4.51%，受限比例较低。

表 8 截至 2022 年底公司资产受限情况

受限资产名称	账面价值（亿元）	占资产总额的比例（%）	受限原因
货币资金	13.41	0.83	住房基金存款履约保证金等
存货	28.31	1.75	贷款抵押
投资性房地产	0.10	0.01	诉讼冻结及抵押借款
固定资产	3.40	0.21	抵押借款
应收账款	0.77	0.05	应收账款质押
无形资产	26.72	1.66	抵押借款
其他非流动资产	0.01	0.00	银行冻结无法支用
合计	72.71	4.51	--

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至2023年3月底，公司合并资产总额1670.27亿元，较上年底增长3.53%。其中，流动资产占55.60%，非流动资产占44.40%。公司资产结构较上年底变化不大。

3. 资本结构

（1）所有者权益

截至2022年底，公司所有者权益规模基本稳定，其他权益工具、未分配利润和少数股东权益占比较高，权益结构稳定性较弱。

截至2022年底，公司所有者权益575.44亿元，较上年底下降0.96%。其中，归属于母公司所有者权益占比为72.97%，少数股东权益占比为27.03%。在所有者权益中，实收资本、其他权益工具、资本公积和未分配利润分别占11.58%、18.25%、23.32%和19.22%。其他权益工具为银行理财永续债、永续公司债及永续中期票据。公司其他权益工具、未分配利润和少数股东权益占比高，所有者权益结构稳定性较弱。

截至2023年3月底，公司所有者权益576.74亿元，规模和结构均较上年底变化不大。所有者权益结构稳定性仍较弱。

(2) 负债

截至2022年底，公司负债规模有所下降，构成以流动负债为主。公司债务结构相对均衡，债务负担尚可，若将发行的永续债调整至长期

债务，公司债务负担有所加重。

截至2022年底，公司负债总额1037.96亿元，较上年底下降5.24%，主要系非流动负债减少所致。公司负债以流动负债为主。

表9 公司负债主要构成

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年底		2023 年 3 月底	
	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)	金额 (亿元)	占比 (%)
流动负债	777.22	75.51	724.83	66.18	721.26	69.49	731.43	66.89
短期借款	300.30	38.64	274.71	37.90	294.33	40.81	331.31	45.30
应付账款	56.05	7.21	68.20	9.41	58.67	8.14	60.60	8.28
其他应付款	192.87	24.82	177.36	24.47	160.40	22.24	152.86	20.90
一年内到期的非流动负债	55.47	7.14	25.19	3.48	85.72	11.88	59.90	8.19
合同负债	103.07	13.26	125.63	17.33	71.14	9.86	79.97	10.93
非流动负债	252.07	24.49	370.49	33.82	316.70	30.51	362.10	33.11
长期借款	102.61	40.71	242.42	65.43	250.19	79.00	288.26	79.61
递延收益	30.31	12.03	30.92	8.34	31.82	10.05	33.65	9.29
负债总额	1029.28	100.00	1095.32	100.00	1037.96	100.00	1093.53	100.00

注：“流动负债”与“非流动负债”的占比，系占负债总额的比重，其他科目的占比系各科目占流动负债或非流动负债的比重

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2022 年底，公司流动负债 721.26 亿元，较上年底下降 0.49%。

截至 2022 年底，公司短期借款 294.33 亿元，较上年底增长 7.14%。短期借款以信用借款（212.35 亿元）和保证借款（79.73 亿元）为主。

截至 2022 年底，公司应付账款 58.67 亿元，较上年底下降 13.96%，主要系偿还上游供应商款项所致。公司应付账款账龄以 1 年以内（占 75.32%）为主。

截至 2022 年底，公司其他应付款 160.40 亿元，较上年底下降 9.56%，主要系关联方往来款减少所致。其他应付款主要由尚未支付使用的补偿款（72.82 亿元）、押金及保证金（19.63 亿元）和关联方往来款（7.25 亿元）构成。

截至 2022 年底，公司一年内到期的非流动负债 85.72 亿元，较上年底增长 240.27%，主要系 1 年内到期的长期借款转入所致。

截至 2022 年底，公司合同负债 71.14 亿元，较上年底下降 43.37%。公司合同负债主要为预收客户款项（占 96.71%）。

截至 2022 年底，公司非流动负债 316.70 亿

元，较上年底下降 14.52%，主要系 1 年内到期的应付债券转入流动负债所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 79.00%）和递延收益（占 10.05%）构成。

截至 2022 年底，公司长期借款 250.19 亿元，较上年底增长 3.21%；长期借款主要由保证借款（169.27 亿元）和信用借款（93.27 亿元）构成（未扣除一年内到期部分）。从期限分布看，截至 2022 年底，1~2 年内到期的占 21.91%，2~3 年内到期的占 43.60%；3~4 年内到期的占 21.28%，4 年及以上到期的占 13.20%。公司长期借款到期期限较分散。

截至 2022 年底，公司递延收益 31.82 亿元，较上年底增长 2.92%。公司递延收益由政府补助（29.23 亿元）和政策性拆迁补偿款（2.58 亿元）构成。

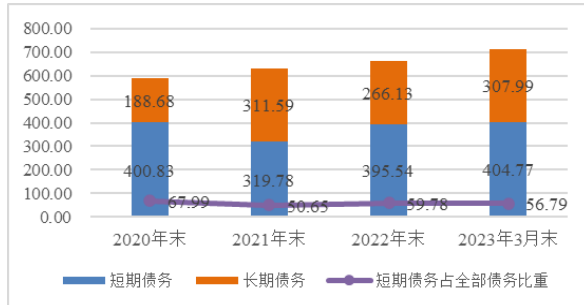
截至 2023 年 3 月底，公司负债总额 1093.53 亿元，较上年底增长 5.35%，负债规模和结构较上年底变化不大。

债务方面，2020—2022 年底，公司全部债务持续增长，年均复合增长 5.94%。从债务指标来看，2020—2022 年底，公司资产负债率微

幅下降并保持65%附近，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率波动上升。公司债务构

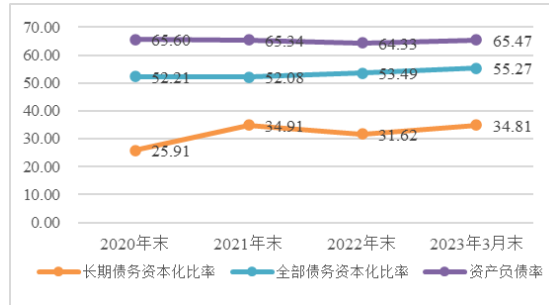
成虽以短期债务为主，但结构有所优化。公司整体债务负担尚可。

图 5 2020 - 2023 年 3 月底公司债务结构



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

图 6 2020 - 2023 年 3 月底公司债务杠杆水平



资料来源：公司财务报告，联合资信整理

截至 2023 年 3 月底，公司全部债务 712.76 亿元，较上年底增长 7.72%，主要系长、短期借款增加所致。债务结构方面，短期债务占 56.79%，长期债务占 43.21%，结构相对均衡，公司短期债务以短期借款为主（331.31 亿元），长期债务以长期借款为主（288.26 亿元）。其中，短期债务 404.77 亿元，较上年底增长 2.33%，较上年底变化不大；长期债务 307.99 亿元，较上年底增长 15.73%，主要系长期借款增加所致。截至 2023 年 3 月底，公司长期借款期限分布中，1~2 年内到期的占 27.24%，2~3 年内到期的占 43.24%，3 年及以上到期的占 29.52%。

从债务指标来看，截至 2023 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 65.47%、55.27% 和 34.81%，较上年底分别提高 1.14 个百分点、1.79 个百分点和 3.19 个百分点。

如将永续债调入长期债务，截至 2023 年 3 月底，公司全部债务增至 817.76 亿元。债务结构方面，短期债务 404.77 亿元（占 49.50%）、长期债务 412.99 亿元（占 50.50%）。从债务指标看，截至 2023 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.76%、63.42% 和 46.68%，较调整前分别上升 6.29 个百分点、8.14 个百分点和 11.87 个百分点。

4. 盈利能力

2022 年，公司营业总收入和利润总额有所下降；期间费用率对利润有所侵蚀。投资收益、其他收益和营业外收入（拆迁补偿收入）对公司盈利能力形成强效支撑。

盈利能力分析详见“八、经营分析-经营概况”部分。

表 10 公司收入和盈利能力指标情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
营业总收入	1570.67	1843.05	1803.50
营业成本	1446.66	1711.56	1674.21
费用总额	104.86	105.29	107.86
其中：销售费用	48.81	40.04	40.66
管理费用	41.91	45.77	47.74
研发费用	1.24	4.01	4.03
财务费用	12.91	15.47	15.43
投资收益	21.15	15.22	15.78
其他收益	7.94	5.75	6.49
公允价值变动收益	-0.68	-0.08	0.84
利润总额	45.77	49.85	47.67
营业利润率（%）	7.53	6.77	6.55
总资本收益率（%）	4.24	4.39	3.94
净资产收益率（%）	6.09	6.25	5.47

资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

从期间费用看，2022 年，公司费用总额为 107.86 亿元，同比增长 2.44%，同比变化不大。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 37.70%、44.26%、3.74% 和 14.30%，以销售费用和管理费用为主。其中，销售费用为 40.66 亿元，同比增长 1.56%；管理费用为 47.74 亿元，同比增

长 4.30%；研发费用为 4.03 亿元，同比增长 0.45%；财务费用为 15.43 亿元，同比下降 0.28%。2022 年，公司期间费用率为 5.98%，同比提高 0.27 个百分点。公司费用规模大，一定程度上侵蚀整体利润，费用控制能力有待提升。

非经常性损益方面，2022 年，公司投资收益同比略有增长，占营业利润的 51.45%，对营业利润影响大；其他收益同比有所增长，主要系受收到的政府补助波动影响，占营业利润的 21.14%，对营业利润有一定影响。营业外收入同比有所增长，主要为拆迁补偿收入，占利润总额的 44.98%，对利润总额影响较大。公司利润水平对非经常性损益的依赖程度大，且依赖程度有所上升。

盈利指标方面，2022 年，公司总资产收益率和净资产收益率同比均有所下降。

与所选同行业公司比较，2022 年，公司营业总收入在同行业中处于较高水平，反映了公司的全产业链优势；净资产收益率和总资产报酬率处于中等水平；受贸易类业务规模较大影响，销售毛利率处于中下水平。

表 11 2022 年同行业公司盈利情况对比

公司简称	营业总收入 (亿元)	销售毛利率 (%)	总资产报酬率 (%)	净资产收益率 (%)
海南农垦	305.21	8.42	1.93	1.60
广东农垦	261.64	13.56	3.21	4.18
江苏农垦	202.47	24.26	9.10	13.43
安徽农垦	57.80	21.71	1.35	1.38
首农	1803.50	7.08	3.83	5.53

注：1. 上述同行业公司分别为海南省农垦投资控股集团有限公司、广东省农垦集团公司、江苏省农垦集团有限公司、安徽省农垦集团有限公司；2. Wind 与联合资信在上述指标计算上存在公式差异，为便于比较，本表相关指标统一采用 Wind 数据
资料来源：Wind

2023 年 1—3 月，公司实现营业总收入 374.93 亿元，同比增长 2.45%；营业利润率为 6.95%，同比增长 0.20 个百分点；结合其他收益有所增加，公司实现利润总额 4.78 亿元，同比增长 10.01%。

5. 现金流分析

2022 年，公司经营活动现金继续呈净流入

状态，但净流入规模大幅收窄，不能满足投资活动所需，公司较依赖外部融资。考虑到在建项目待投资规模较大，公司存在对外融资需求。

表 12 公司现金流情况（单位：亿元）

项目	2020 年	2021 年	2022 年
经营活动现金流入小计	1871.99	2123.47	2023.12
经营活动现金流出小计	1868.52	2085.64	2020.25
经营现金流量净额	3.47	37.83	2.87
投资活动现金流入小计	48.70	39.61	33.53
投资活动现金流出小计	114.36	80.13	65.27
投资活动现金流量净额	-65.66	-40.51	-31.74
筹资活动前现金流量净额	-62.19	-2.68	-28.87
筹资活动现金流入小计	752.31	695.68	715.73
筹资活动现金流出小计	696.41	671.71	729.43
筹资活动现金流量净额	55.89	23.97	-13.70
现金收入比 (%)	108.83	107.58	104.36

资料来源：公司提供，联合资信整理

从经营活动来看，2022 年，公司经营活动现金流入和流出规模均有所下降，经营现金净流入规模大幅收窄，主要系经营性应收项目和存货占用营运资金所致。2022 年，公司现金收入比有所下降，收入实现质量有待提升。

从投资活动来看，2022 年，公司投资活动现金流入有所下降；其中取得投资收益收到的现金为 6.25 亿元，占同期投资收益的 39.61%；投资活动现金流出有所下降。2022 年，公司投资活动现金净流出有所收窄。

2022 年，公司筹资活动前现金流量净额为负。经营活动所产生现金净流入不能满足投资活动所需，公司较依赖外部融资。

从筹资活动来看，2022 年，公司筹资活动现金流转为净流出。

2023 年 1—3 月，公司经营活动现金净流出 33.40 亿元，投资活动现金净流出 3.87 亿元，筹资活动现金净流入 36.29 亿元。

6. 偿债能力

2022 年，公司短期偿债指标表现一般，长期偿债指标表现尚可。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

⁴ 期间费用率 = (财务费用 + 销售费用 + 研发费用 + 管理费用) / 营业总收入

大，融资渠道畅通，且上述偿债指标均为宏观经济承压下的表现，公司整体偿债能力非常强。

表 13 公司偿债能力指标

项目	项目	2020 年	2021 年	2022 年
短期偿债能力	流动比率（%）	109.96	128.23	121.27
	速动比率（%）	49.16	53.83	47.25
	经营现金/流动负债（%）	0.45	5.22	0.40
	经营现金/短期债务（倍）	0.01	0.12	0.01
	现金类资产/短期债务（倍）	0.36	0.59	0.29
长期偿债能力	EBITDA（亿元）	85.74	91.29	96.80
	全部债务/EBITDA（倍）	6.88	6.92	6.84
	经营现金/全部债务（倍）	0.01	0.06	0.00
	EBITDA/利息支出（倍）	3.52	3.59	4.19
	经营现金/利息支出（倍）	0.14	1.49	0.12

注：经营现金指经营活动现金流量净额，下同
资料来源：财务报告，联合资信整理

从短期偿债能力指标看，截至2022年底，公司流动比率与速动比率均较年初有所下降。公司流动资产对流动负债的保障程度尚可。2022年，公司经营现金流动负债比率和经营现金/短期债务同比大幅下降，经营获现能力有待提升。截至2022年底，公司现金短期债务比较年初有所下降，现金类资产对短期债务的保障程度一般。整体看，公司短期偿债能力一般。

从长期偿债能力指标看，2022年，公司EBITDA同比有所增长。2022年，公司EBITDA利息倍数有所提升，全部债务/EBITDA有所下降，EBITDA对利息和全部债务的覆盖程度尚可；经营现金对全部债务和利息支出的保障程度均有所下降。整体看，公司长期债务偿债能力尚可。

截至2022年底，公司对外担保余额合计15.50亿元，占净资产的2.69%。被担保方为北京市华都峪口禽业有限责任公司（担保余额1.37亿元）、京津糖业有限公司（担保余额0.17亿元）、北京市菜篮子鲜活农产品批发市场有限公司（担保余额12.72亿元）、北京市（甘南）双河农场（担保余额1.23亿元）和北京京磁技术公司（担保余额127.00万元）。

截至2022年底，公司共有74起诉讼案件

未取得生效判决，涉案金额4.91亿元。其中，公司为被告或被申请人的案件为26起，涉案金额2.15亿元。

截至2023年3月底，公司（合并口径）获得金融机构授信额度合计2782.89亿元，未使用授信额度2221.19亿元，间接融资渠道畅通；同时，公司下属子公司三元股份和京粮控股为上市公司，公司拥有直接融资渠道。总体看，公司融资渠道畅通。

7. 公司本部财务分析

公司本部为控股平台，资产以其他应收款、其他权益工具投资和长期股权投资为主，货币资金不足以覆盖短期债务，存在较大的集中偿付压力，整体债务负担重。公司本部经营性收入规模小，投资收益为利润主要来源。

截至2022年底，公司本部资产总额581.55亿元，较上年底下降2.26%，较上年底变化不大。其中，流动资产130.15亿元（占22.38%），非流动资产451.40亿元（占77.62%）。从构成看，流动资产主要由货币资金（占8.53%）和其他应收款（合计）（占91.21%）构成；非流动资产主要由其他权益工具投资（占6.20%）和长期股权投资（占87.28%）构成。截至2022年底，公司本部货币资金为11.10亿元。

截至2022年底，公司本部负债总额327.86亿元，较上年底增长5.74%，主要系流动负债中的短期借款和一年内到期的非流动负债增加所致。其中，流动负债226.16亿元（占68.98%），非流动负债101.70亿元（占31.02%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占67.10%）、其他应付款（合计）（占10.33%）和一年内到期的非流动负债（占22.56%）构成；非流动负债主要由长期借款（占49.07%）和长期应付款（合计）（占49.23%）构成。截至2022年底，公司本部资产负债率为56.38%，较上年底提高4.27个百分点。

截至2022年底，公司本部全部债务302.67亿元。其中，短期债务占67.00%、长期债务占33.00%。截至2022年底，公司本部短期债务为

202.78亿元，存在较大的集中偿付压力。截至2022年底，公司本部全部债务资本化比率54.40%，公司本部债务负担重。

截至2022年底，公司本部所有者权益为253.69亿元，较上年底下降10.97%，主要系偿还其他权益工具和资本公积减少所致。在归属公司本部所有者权益中，实收资本为66.63亿元（占26.27%）、资本公积合计89.70亿元（占35.36%）、未分配利润合计-7.01亿元（占-2.76%）、盈余公积合计2.06亿元（占0.81%），权益结构稳定性较强。

2022年，公司本部营业总收入为0.31亿元，利润总额为12.69亿元。同期，公司本部投资收益为23.05亿元，取得投资收益收到的现金为15.99亿元。

现金流方面，2022年，公司本部经营活动现金流净额为24.34亿元，投资活动现金流净额-28.26亿元，筹资活动现金流净额-0.81亿元。此外，公司全资子公司北京首农食品集团财务有限公司能起到一定的资金归集和内外融通作用。

表 14 2022 年（底）公司本部与合并报表财务数据比较

科目	公司本部（亿元）	占合并口径的比例（%）
资产	581.55	36.08
所有者权益	253.69	44.09
全部债务	252.68	45.74
营业总收入	0.31	0.02
利润总额	12.69	26.62

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

十、外部支持

公司在中央及北京市粮油食品储备、价格稳定及军粮供应等方面发挥重要作用，战略地位显著，政府支持力度大。

公司实际控制人为北京市国资委。公司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，是北京市政府确定的粮油供给应急预案的唯一执行主体，在保证首都粮油供应、稳定价格、军粮供应方面发挥重要作用。公司还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、应急救援、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。公司在中央及北京市两级政府粮油及重要食品储备方面战略地位显著。

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。2022年，北京市国资委通过北京国资公司对公司增资2.18亿元。此外，2022年，公司获得其他收益与营业外收入合计27.92亿元，主要来自政府对农牧业的相关补贴、疏解腾退得到的补贴和拆迁相关补偿金。

十一、永续债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司存续期债券“21 首农 Y3”“23 首农食品 Y1”和“23 首农食品 MTN002”合计金额 30.00 亿元。“21 首农 Y3”和“23 首农食品 Y1”依照发行条款在基础期限末有权行使续期选择权，并在公司不行使续期选择权全额兑付时到期；“23 首农食品 MTN002”依照发行条款的约定赎回前长期存续，并在公司依据发行条款的约定赎回时到期。“21 首农 Y3”清偿顺序劣后于公司发行的普通债券和其他债务且优先于股东，“23 首农食品 Y1”和“23 首农食品 MTN002”清偿顺序列于公司普通债务之后，因此，公司将上述债务计入当期权益。

以 2022 年底财务数据为基础，公司经营现金流入、经营现金净额和 EBITDA 对调整后的长期债务（计入永续债存续余额）覆盖程度高，经营现金净额对调整后的长期债务覆盖程度一般。

表 15 公司永续债券偿还能力指标

项目	2022 年
长期债务*（亿元）	286.13
经营现金流入/长期债务（倍）	7.07
经营现金/长期债务（倍）	0.01
长期债务/EBITDA（倍）	2.96

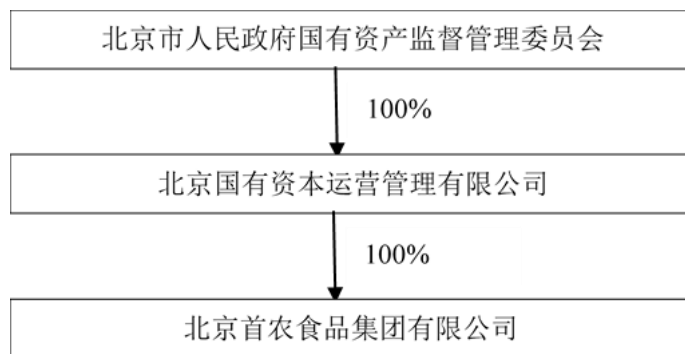
注：1. 上表中的长期债务为将永续债计入后的金额；2. 经营现金、经营现金流入、EBITDA 均采用上年度数据

资料来源：联合资信根据公司年报及公开资料整理

十二、结论

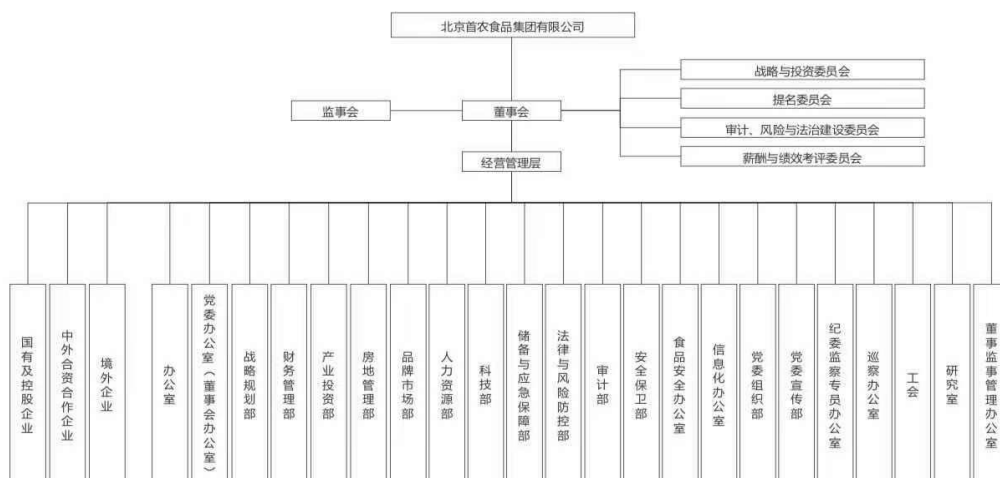
基于对公司经营风险、财务风险、外部支持和债项条款等方面的综合分析评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AAA，维持“21 首农 Y3”“23 首农食品 Y1”和“23 首农食品 MTN002”的信用等级为 AAA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2023 年 3 月底北京首农食品集团有限公司
股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2023 年 3 月底北京首农食品集团有限公司
组织结构图



资料来源：公司提供

附件 1-3 截至 2022 年底北京首农食品集团有限公司
主要子公司情况

子公司名称	注册地	业务性质	持股比例（%）		取得方式
			直接	间接	
北京市西郊农场有限公司	北京	其他农业	100.00	--	投资设立
北京二商肉类食品集团有限公司	北京	零售业	100.00	--	其他
北京糖业烟酒集团有限公司	北京	糕点、糖果及糖批发	100.00	--	其他

资料来源：公司年度报告

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
财务数据				
现金类资产（亿元）	144.53	188.76	114.04	122.70
资产总额（亿元）	1568.95	1676.33	1613.40	1670.27
所有者权益（亿元）	539.67	581.01	575.44	576.74
短期债务（亿元）	400.83	319.78	395.54	404.77
长期债务（亿元）	188.68	311.59	266.13	307.99
全部债务（亿元）	589.51	631.37	661.67	712.76
营业总收入（亿元）	1570.67	1843.05	1803.50	374.93
利润总额（亿元）	45.77	49.85	47.67	4.78
EBITDA（亿元）	85.74	91.29	96.80	--
经营性净现金流（亿元）	3.47	37.83	2.87	-33.40
财务指标				
销售债权周转次数（次）	26.60	33.08	30.58	--
存货周转次数（次）	3.25	3.38	3.12	--
总资产周转次数（次）	1.04	1.14	1.10	--
现金收入比（%）	108.83	107.58	104.36	113.16
营业利润率（%）	7.53	6.77	6.55	6.95
总资本收益率（%）	4.24	4.39	3.94	--
净资产收益率（%）	6.09	6.25	5.47	--
长期债务资本化比率（%）	25.91	34.91	31.62	34.81
全部债务资本化比率（%）	52.21	52.08	53.49	55.27
资产负债率（%）	65.60	65.34	64.33	65.47
流动比率（%）	109.96	128.23	121.27	126.96
速动比率（%）	49.16	53.83	47.25	43.45
经营现金流动负债比（%）	0.45	5.22	0.40	--
现金短期债务比（倍）	0.36	0.59	0.29	0.30
EBITDA 利息倍数（倍）	3.52	3.59	4.19	--
全部债务/EBITDA（倍）	6.88	6.92	6.84	--

注：1. 公司 2023 年一季度财务报表未经审计；2. 本报告中部分合计数与各相加数之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；3. 本报告 2020-2021 年数据使用相应年度财务报表期初数据，2022 年数据使用相应年度财务报表期末数据；4. 公司其他应付款、其他流动负债和长期应付款中的有息债务计入相关指标核算

资料来源：财务报告及公司提供资料，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司口径）

项 目	2020 年	2021 年	2022 年	2023 年 3 月
现金类资产（亿元）	11.01	15.83	11.10	16.33
资产总额（亿元）	544.45	595.01	581.55	611.84
所有者权益（亿元）	247.02	284.94	253.69	251.02
短期债务（亿元）	151.46	123.57	202.78	200.50
长期债务（亿元）	93.35	150.00	99.90	111.90
全部债务（亿元）	244.81	273.57	302.67	312.40
营业收入（亿元）	0.33	0.09	0.31	0.00
利润总额（亿元）	14.68	13.24	12.69	-1.75
EBITDA（亿元）	--	--	--	--
经营性净现金流（亿元）	-49.53	-7.60	24.34	5.11
财务指标				
销售债权周转次数（次）	--	--	--	--
存货周转次数（次）	--	--	--	--
总资产周转次数（次）	--	--	--	--
现金收入比（%）	18.11	120.87	15.33	--
营业利润率（%）	-2.81	19.34	78.61	--
总资本收益率（%）	4.21	4.09	3.92	--
净资产收益率（%）	5.12	4.65	4.98	--
长期债务资本化比率（%）	27.43	34.49	28.25	30.83
全部债务资本化比率（%）	49.78	48.98	54.40	55.45
资产负债率（%）	54.63	52.11	56.38	58.97
流动比率（%）	97.49	114.04	57.55	51.21
速动比率（%）	97.49	114.04	57.55	51.21
经营现金流动负债比（%）	-28.49	-4.80	10.76	--
现金短期债务比（倍）	0.07	0.13	0.05	0.08
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--
全部债务/EBITDA（倍）	--	--	--	--

注：公司本部其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的计息部分计入相关指标核算
 资料来源：财务报告及公司提供资料，联合资信整理

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 = $[(\text{本期} / \text{前 } n \text{ 年})^{1/(n-1)} - 1] \times 100\%$
净资产年复合增长率	
营业总收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业总收入 / (平均应收账款净额 + 平均应收票据 + 平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本 / 平均存货净额
总资产周转次数	营业总收入 / 平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业总收入 × 100%
盈利指标	
总资产收益率	(净利润 + 费用化利息支出) / (所有者权益 + 长期债务 + 短期债务) × 100%
净资产收益率	净利润 / 所有者权益 × 100%
营业利润率	(营业总收入 - 营业成本 - 税金及附加) / 营业总收入 × 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 + 应收款项融资中的应收票据

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 + 其他短期债务

长期债务 = 长期借款 + 应付债券 + 租赁负债 + 其他长期债务

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 + 使用权资产折旧 + 摊销

利息支出 = 资本化利息支出 + 费用化利息支出

附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

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。

各信用等级符号代表了评级对象违约概率的高低和相对排序，信用等级由高到低反映了评级对象违约概率逐步增高，但不排除高信用等级评级对象违约的可能。

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	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，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
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 评级展望设置及含义

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。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

评级展望	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级调升的可能性较大
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，未来信用等级调降的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能调升、调降或维持