

北京三元种业科技股份有限公司

跟踪评级报告

主体信用等级：A⁻ 级

评级时间：2015 年 7 月 29 日



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

跟踪评级概述

编号:【新世纪跟踪[2015]100666】

跟踪对象: 北京三元种业科技股份有限公司

本次跟踪:	主体信用等级	评级展望	评级时间
首次评级:	A级	稳定	2015年7月29日
	A级	稳定	2014年10月14日

主要财务数据及指标

项目	2012年	2013年	2014年	2015年 第一季度
金额单位: 人民币亿元				
总资产	30.14	41.22	54.54	54.51
总负债	19.10	22.90	33.30	33.48
刚性债务	6.54	9.45	17.02	18.07
所有者权益	11.03	18.32	21.24	21.03
营业收入	20.61	14.60	19.53	4.58
净利润	0.35	0.35	2.52	-0.25
经营性现金净流入量	1.76	-1.63	-2.39	-0.15
EBITDA	1.98	2.61	5.49	—
资产负债率[%]	63.39	55.57	61.06	61.42
权益资本与刚性债务比率[%]	168.65	193.84	124.78	116.36
流动比率[%]	77.51	111.75	117.78	102.31
现金比率[%]	22.08	32.68	31.24	28.80
利息保障倍数[倍]	2.10	1.91	3.60	—
净资产收益率[%]	3.22	2.36	12.73	—
经营性现金净流入与负债总额比率[%]	10.14	-7.78	-8.50	—
非筹资性现金净流入与负债总额比率[%]	-7.30	-31.53	-25.30	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.64	4.68	6.55	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.37	0.33	0.42	—

注: 根据三元种业经审计的2012-2014年及未经审计的2015年第一季度财务数据整理、计算。

分析师

张雪宜
Tel: (021) 63501349-924
E-mail: zxy@shxsj.com

陈剑波
Tel: (021) 63501349-890
E-mail: cjb@shxsj.com

上海市汉口路398号华盛大厦14F
Tel: (021) 63501349 63504376
Fax: (021) 63500872
E-mail: mail@shxsj.com
http://www.shxsj.com

跟踪评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(简称“新世纪公司”或“本评级机构”)对北京三元种业科技股份有限公司(简称“三元种业”、“该公司”或“公司”)的跟踪评级反映了跟踪期内三元种业在盈利、品牌、技术和外部支持等方面所保持的优势和所取得的积极变化,同时也反映了公司在行业波动、债务负担、投资、疫情防控和食品安全、关联方资金占用等方面面临的压力和风险。

➤ 主要优势/机遇:

- **2014年盈利能力大幅提升。**2014年,三元种业不断调整客户结构,加大了与伊利、蒙牛和光明等知名企业的合作。盈利较高的外部销售占比不断增加,且2014年鲜奶价格处于高位,公司盈利能力大幅提升。
- **品牌、技术优势。**三元种业拥有的“三元绿荷”、“BDCC”、“中育”等多个品牌保持着较好的市场认可度,且公司拥有国内最大的良种奶牛养殖基地,在保证质量的情况下,跟踪期内,公司鲜奶产量不断增加,收入规模不断增长,在鲜奶行业保持着较强的市场竞争力。
- **外部支持力度仍较大。**跟踪内,三元种业仍能获得股东方北京首都农业集团有限公司一定的资金和融资支持,以及能持续得到政府补助和税收优惠。

➤ 主要劣势/风险:

- **产品价格和原材料价格波动风险。**鲜奶、生猪以及饲料的价格水平直接影响三元种业的经营效益,因此,产品价格和原材料波动需持续关注。
- **刚性债务快速增长。**跟踪期内,三元种业主要通过债务融资来满足在建项目和运营资金需求,刚性债务快速增长。

- **仍存在一定的投资支出压力。**跟踪期内，三元种业对定州现代循环农业科技示范园区西区项目的资金投入较多。且后续仍计划加大对奶牛、生猪等生产性生物资产的投资，公司持续面临一定的投资压力。
- **集团内产业调整及关联资金占用风险。**近年来，首农集团对旗下产业进行了整合和调整。且跟踪期内，公司仍存在一定的关联方资金占用。
- **疫情防控、食品安全风险。**三元种业以畜牧养殖为主，大规模疫病的爆发可能对其经营产生较大影响。且近年来我国对乳品质量安全问题日益重视，公司面临一定食品安全风险。

➤ 未来展望

通过对三元种业主要信用风险要素的分析，新世纪公司维持公司 A+ 主体信用等级，评级展望为稳定。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



声明

本评级机构对北京三元种业科技股份有限公司的跟踪评级作如下声明：

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评估人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评估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。

本信用评级报告的评级结论是本评级机构依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次评级的信用等级有效期至北京农业 2015 年度第一期中小企业集合票据本息的约定偿付日止。

鉴于信用评级的及时性，本评级机构将对评级对象进行跟踪评级。在信用等级有效期限内，评级对象在财务状况、外部经营环境等发生重大变化时应及时向本评级机构提供相关资料，本评级机构将按照相关评级业务规范，进行后续跟踪评级，并保留变更及公告信用等级的权利。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

北京三元种业科技股份有限公司

跟踪信用评级报告

一、跟踪评级原因

按照北京农业 2015 年度第一期中小企业集合票据信用评级的跟踪评级安排，本评级机构根据三元种业提供的经审计的 2014 年财务报表以及未经审计的 2015 年第一季度财务报表及相关经营数据，对三元种业的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析，并结合行业发展趋势等方面因素，进行了定期跟踪评级。

二、宏观经济和政策环境

2014 年我国宏观经济仍面临复杂的国际环境，美国经济在量化宽松政策刺激下继续复苏，但是欧洲经济增长仍整体乏力、复苏前景仍不明朗，日本宽松货币政策对经济的刺激效应明显下降。国际石油价格明显下降，石油输出国的经济增长受挫，国家风险有所上升。金砖国家经济增速多数仍呈现回落态势。其中，俄罗斯因乌克兰问题遭受以美国为代表的西方国家制裁和石油价格下跌双重因素影响下，面临较为严峻的经济增长下降形势。2014 年 10 月以来，美国已经开始有序退出量化宽松货币政策，但仍继续维持低利率货币政策；日本经济不振促使日本继续实施量化宽松和低利率货币政策；欧洲为了促进经济增长，继续缓减主权债务风险和银行业的结构性危机，量化宽松的货币政策继续实施。

2014 年在国际经济整体弱势复苏的过程中，我国进出口差额经历了先降后升、投资增速基本稳定、消费拉动力仍需提升。整体而言，2014 年我国的经济增速出现了回落中趋稳的迹象，但是下行压力仍然较大。同时，以钢铁、水泥、有色金属、煤炭等为代表的产能过剩行业景气度继续回落，产业的结构性风险继续提升，行业内的发债主体等级下调增多。

我国宏观经济正面临潜在增速下降、人口红利消失以及对投资依赖程度较高等问题，自贸区的建立有利于加强我国贸易与海外的对接，有利于进一步融入国际经济和贸易，自贸区的发展有望成为拉动我国经济

增长的重要引擎。

2014 年以来，国家推进的“一带一路”战略对解决我国过剩产能、推进人民币国际化、强化国家安全等方面具有重要意义。未来“一带一路”具体规划的落地与实施将会带动沿线基础设施建设，包括边境口岸设施和中心城市市政基础建设、跨境铁路扩能改造、口岸高速公路等互通互联项目建设，促进区域一体化发展；依托沿线基础设施的互通互联，贸易和生产要素也将得以优化配置，丰富产业链建设，利于相关行业发展。

2014 年 5 月以来，我国首次试点地方政府债券自发自还，并对《预算法》进行了修订、对财政管理体制进行了改革、对地方政府债务实行限额管理。这些法规 and 政策的出台，有利于规范地方政府的举债行为和债务管理，有利于防范和化解地方政府债务风险。预期 2015 年，在财政政策上，我国将在修订后的预算法、财政管理体制下，继续实施积极的财政政策；在货币政策上，将随国际和国内经济增长和宏观政策的变化做适度调整，其中，进一步降低实体经济的融资成本和实施适度宽松的货币政策将是主要的政策取向。预期 2015 年，我国将继续维持相对稳定的经济增长。

从中长期看，随着经济结构调整、产业升级、区域经济结构的优化、城镇化的发展、内需的扩大，我国经济仍将保持稳定的增长。同时，随着“一带一路”战略的实施，我国的基础设施建设和相关行业将会获得一定的增长，行业风险将会逐渐下降。但是，在国际经济、金融形势尚未完全稳定的外部环境下，在国内经济增长驱动力转变及产业结构调整 and 升级的过程中，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险

三、公司所处行业及区域经济环境

1. 鲜奶行业

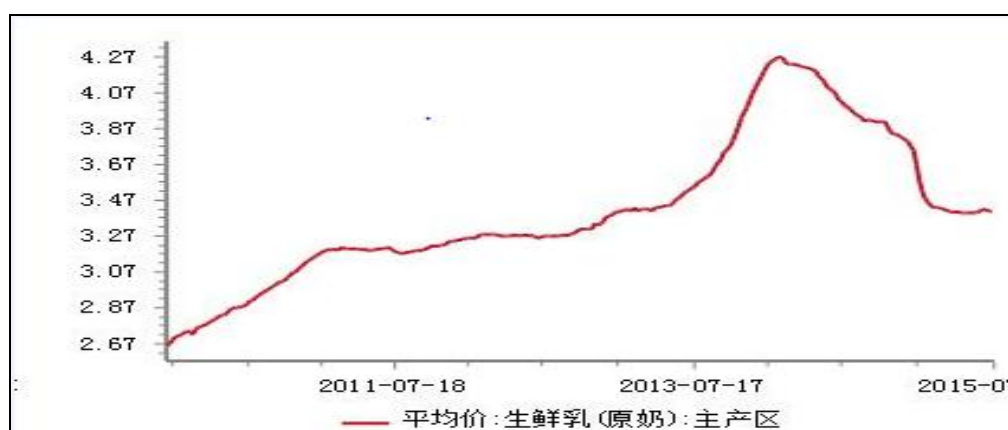
2014 年我国在奶牛产能方面的投资继续增加，牛奶产能持续扩张，且奶牛规模化、机械化生产水平有所提升。当年国家投资改扩建奶牛养殖场 1000 个，支持养殖企业进口良种奶牛 19 万头，优质奶源基地进一步扩大。截至当年末，我国奶牛存栏 1460 万头，同比增长 1.30%，达到历史最高水平；牛奶产量 3725 万吨，同比增长 5.50%，接近 2012 年

的历史最高产量 3744 万吨。存栏 100 头以上的奶牛规模养殖比重达到 45%，同比提高了 3.90 个百分点；规模牛场和小区 100% 实现机械化挤奶。

2014 年我国进口奶粉量继续增加，国内原奶生产量增加，而国内乳制品消费量有所放缓。国际奶源价格与国内原奶价格“倒挂”仍较大，导致国内乳制品企业采购原奶加工生产积极性较低。因此自 2014 年 2 月中旬以来，国内原奶价格已连续 11 个月持续下跌，但整体上，当年生鲜奶平均价格保持在 4.00 元/公斤，处于近年来的高位。

2015 年以来，原奶价格下降速度明显加快，截至 1 月第 3 周，十大主产区牛奶价格下跌至 3.52 元/千克，同比下跌 17.2%。在国内经济形势不乐观的大背景下，预计 2015 年上半年国内原奶价格还将持续下跌。

图表 1. 2011 年以来原奶价格（单位：元/公斤）



资料来源：wind

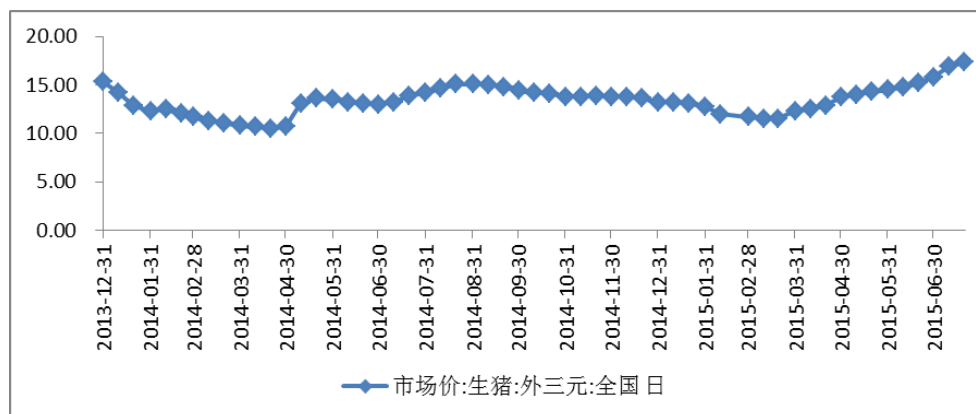
2. 生猪行业

2014 年我国出栏生猪 73510 万头，同比增长 2.70%，年末存栏 46583 万头，同比减少 1.70%，全年肉类总产量为 8540 万吨，同比增长 2.00%，其中猪肉产量为 5671 万吨，同比增长 3.20%。生猪出栏量和猪肉产量的持续增长在保证猪肉供应的同时，也对猪肉价格造成一定下行压力。

因我国生猪存栏量处于高位，而消费却进入相对低迷阶段，生猪价格从 2013 年底的 16 元/公斤持续下跌，2014 年 4 月价格跌至 11 元/公斤的低价；5 月份在淡季出栏减少及收储的刺激下，猪价出现了一定的反弹，但反弹力度有限；6 月猪价继续下跌；7-8 月份，需求低谷生猪出栏减少，猪价有所反弹；9 月后在节日消费刺激下，生猪集中出栏导致

猪价再次回落，跌势持续至 12 月。2015 年第一季度，全国生猪存栏量较上年同期下滑幅度进一步加大，2 月达 10.10%。因此，生猪价格有所回升。

图表 2. 2013 年 12 月以来生猪市场价格（单位：元/公斤）

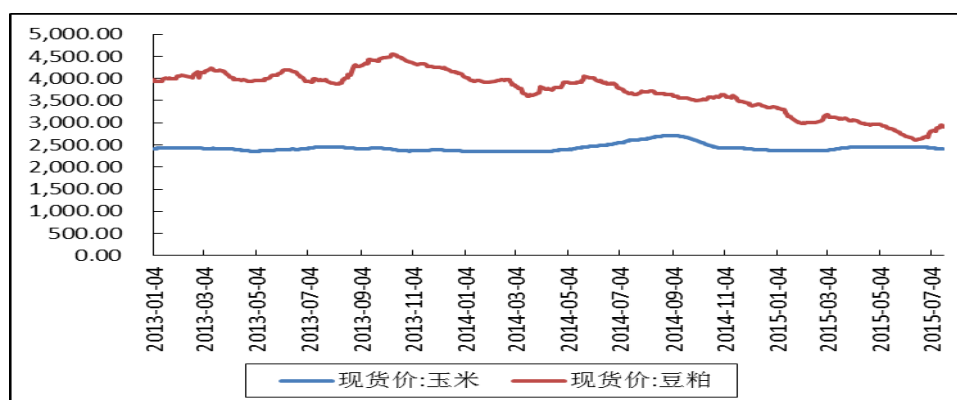


资料来源：wind

3. 原材料价格

玉米和豆粕是奶牛、生猪养殖的主要饲料，2013 年以来，玉米价格较为稳定，2014 年第三季度略有上升。但豆粕价格于 2014 年初起逐渐下滑，且下降幅度较大，于 2015 年 5 月有所回升，但仍处于低位。跟踪期内，原材料价格的下降有利于该公司生产成本的降低。

图表 3. 2013 年 1 月以来玉米和豆粕价格（单位：元/吨）



资料来源：wind

四、公司自身素质

（一）公司产权状况、法人治理结构和管理水平

跟踪期内，该公司产权结构未发生变化，公司实际控制人仍为北京首都农业集团有限公司（以下简称“首农集团”），截至 2015 年 3 月末，首农集团持有公司股权比例为 96.97%。产权结构详见附录二。

2014 年，该公司合并范围新增 1 家子公司天津首农东疆牧业有限责任公司。天津首农东疆牧业有限责任公司主要从事饲料加工与贸易，当年末注册资本为 1 亿元，公司的持股比例为 60%。跟踪期内，公司组织架构、管理制度及高管人员未发生重大变化。公司组织结构状况详见附录三。

跟踪期内，该公司日常经营中向首农集团下属企业销售鲜奶，2014 年关联销售金额为 10.21 亿元，占收入比重为 52.27%。关联交易定价分为协议价格和市场价格两种，属于正常经营。

图表 4. 公司 2013-2014 年主要关联购销交易概况（单位：万元）

	定价原则	2013 年发生额	2014 年发生额
关联销售合计	—	74135.23	102092.51
其中：北京三元食品股份有限公司	协议价	49234.50	67905.58
北京艾莱发喜食品有限公司	市场价	14475.65	16873.33
关联采购合计	—	637.75	—
其中：赤峰首农辛普劳绿田园有限公司	协议价	500.00	—
西郊农场	协议价	130.00	—

资料来源：三元种业

关联资金往来方面，2014 年末，该公司关联方资金往来规模大幅增加，且以公司占用关联方资金为主。当年末，公司占用关联方资金余额为 3.56 亿元，关联方占用公司资金规模为 1.79 亿元。

（二）公司经营状况

跟踪期内，该公司主要从事鲜奶、牛饲料、生猪及牛冻精等销售业务，凭借品牌、技术和渠道优势，公司业务规模保持增长。2014 年，公司营业收入为 19.53 亿元，同比增长 33.80%；2015 年第一季度，公司营业收入为 4.58 亿元，同比增长 1.54%。

从收入结构来看，跟踪期内，该公司主营业务收入主要来源于鲜奶

销售、饲料销售和生猪销售。2014 年鲜奶销售收入占比为 71.76%，同比上升 6.55 个百分点；饲料销售收入占比为 12.75%，同比上升 1.99 个百分点；生猪销售收入占比为 4.51%，同比下降 3.16%，主要系当年猪肉市场需求不畅以及公司屠宰业务停止经营所致。2015 年第一季度，公司收入结构未发生重大变化，其中鲜奶销售收入为 3.48 亿元，占比为 75.98%；饲料销售收入为 0.21 亿元，占比为 4.58%。

1. 奶牛养殖和鲜奶业务

该公司鲜奶业务主要由北京首农畜牧发展有限公司（以下简称“首农畜牧”）¹负责。2014 年首农畜牧下属的河北首农河南分公司正式投产，鲜奶产量大幅增加，同时当年鲜奶销售均价由 4.10 元/公斤上升至 4.62 元/公斤，公司当年鲜奶销售收入大幅增至 13.83 亿元，同比增长 46.34%。

产能方面，截至 2014 年末，该公司拥有奶牛群总存栏 7.57 万头，较 6 月末增加 1.57 万头；可年产鲜奶 3.13 亿公斤，较 6 月末增加 0.33 亿公斤，公司产能继续扩张。

跟踪期内，该公司鲜奶产销量均大幅增加，产销率保持在较好水平。2014 年鲜奶产量为 31234.39 万公斤，同比增长 29.97 %；销量为 30509.28 万公斤，同比增长 29.88%。2015 年第一季度公司鲜奶产量为 9222.45 万公斤，同比增长 30.50%；销量为 8990.38 万公斤，同比增长 30.16%。2014 年和 2015 年第一季度，公司鲜奶产销率分别为 97.67%和 97.48%；

从客户结构来看，跟踪期内，该公司客户结构有所调整，因公司关联销售以协议价为主，低于市场价，在战略投资者的要求下，公司逐步扩大外部客户比重，以提升经营业绩。2014 年，公司鲜奶销售给关联方的比重分别为 52.27%，同比回落 5.47 个百分点。关联销售主要客户为北京三元食品股份有限公司，2014 年销售占比为 43.52%。公司与关联销售价格以协议价为主，其结算账期由 1 个月延长至 2 个月。2014 年，公司外部客户主要为伊利、蒙牛和光明三大知名品牌牛奶销售商，当年收入合计为 3.37 亿元，其中对伊利的销售增幅最大，当年为 288%，公司与外部客户按月结算。

2. 饲料业务

跟踪期内，该公司饲料品种仍以牛饲料为主，2014 年牛饲料收入占

¹ 于 2013 年 11 月成功引入新加坡骏麒投资（Clarindale Investments Pte. Ltd.）（以下简称“骏麒投资”）1.14 亿美元战略投资合伙设立。

比为 82.67%。公司客户仍以养殖场为主，当年养殖场和散户的收入占比分别为 96%和 4%，因原奶价格处于高位，养殖场养殖量上升，拉动饲料购置需求，因此，公司饲料收入有所增加，当年为 2.47 亿元，同比增长 57.32%。但受豆粕等饲料主要成本的价格下滑，当年公司饲料销售价格相应有所下降。

跟踪期内，该公司饲料产销稳定增长。截至 2014 年末，公司饲料产能 32 万吨，同比增长 20%；当年饲料产量为 16.85 万吨，同比增长 262 %；销量为 16.77 万吨，同比增长 260%。当年公司饲料产能利用率和产销率分别为 52.66%和 99.53%。

3. 生猪业务

受首农集团产业调整的影响，该公司于 2014 年停止经营生猪屠宰业务。公司目前生猪业务收入主要为商品猪销售。截至 2014 年末，公司猪群总存栏数 5.75 万头，实现销售收入为 0.87 亿元，同比下降 21.62%，除屠宰业务停止运营外，还因当年生猪行业景气度低迷，生猪销售价格大幅下降所致。

4. 牛冻精业务及其他

该公司种牛繁育及冻精销售业务主要由下属奶牛中心负责，拥有“农业部牛冷冻精液监督检验测试中心”、“乳品质量监督检验测试中心”及博士后科研工作站等的研发平台。且优良的种牛群不断增加，公司在牛冻精生产和技术方面的实力逐步提升。截至 2014 年末，公司拥有公牛数量为 238 万头，同比增加 15 万头，可年产冻精约 26.07 十万剂，冷冻胚胎移植受胎率为 55%，同比增加 5 个百分点。当年公司牛冻精产量为 25.65 十万剂，同比增长 10%；2015 年第一季度公司牛冻精产量为 4.61 十万剂，同比增长 9.2%。

跟踪期内，该公司牛冻精销售模式未发生变化，仍通过政府采购平台，参加由各省、市、自治区组织的牛冻精产品招投标，进行产品销售，货款结算以现款现货为主。截至 2014 年末，公司生产的牛冷冻精液销售覆盖了我国 31 个省、市、自治区的 500 多个单位，国内市场占有率达 25%以上，市场份额基本与上年持平，但为不断满足鲜奶业务规模扩张需要，公司牛冻精自用量不断增加，因此牛冻精对外销量有所下降，2014 年为 29.68 十万剂，同比下降 15.31%，实现销售收入为 0.49 亿元，同比下降 22.44%。

此外，该公司的子公司北京三元集团畜牧兽医总站（以下简称“兽医总站”），主要从事家禽内疫病防治和检测等业务，跟踪期内，上述业务经营上述稳定，但收入规模仍较为有限。2014 年疫苗销售和检测收入分别为 0.10 亿元和 0.04 亿元，同比分别增长 10.78%和 51.50%。

5. 投资情况

跟踪期内，该公司重点建设的项目包括定州现代循环农业科技示范园区西区项目、山东分公司寿光牧场项目和绿荷牛业智能化牛场建设项目。截至 2014 年末，上述项目的总投资为 10.83 亿元，已完成投资额为 7.24 亿元，随定州现代循环农业科技示范园区西区项目的逐步投资完毕，公司后续产能扩建投资压力将有所减轻。

图表 5. 公司目前主要在建或拟建项目情况（单位：亿元）

项目	建设年限	计划总投资	2014 年末累计完成投资	2015 年 3 月末累计完成投资
定州现代循环农业科技示范园区西区项目	2012-2015	7.30	6.29	7.20
山东分公司寿光牧场项目	2012-2015	2.20	0.95	0.97
绿荷牛业智能化牛场建设项目	2014 年动工	1.33	—	—
合计		10.83	7.24	8.17

资料来源：三元种业

与固定资产投资相反，该公司后续生产性生物资产投资规模较大。公司生物资产投资以奶牛、生猪为主，预计在 2015 年底将分别达到 15 万头和 2 万头，新增量约在 8 万头和 1.4 万头左右。公司在生产性生物资产的投资将增加公司的资金压力。

（三）公司财务质量

瑞华会计师事务所对该公司的 2014 年财务报表进行了审计，并出具了无保留意见的审计报告。

截至 2014 年末，该公司经审计的资产总额为 54.54 亿元，所有者权益为 21.24 亿元；全年实现营业收入 19.53 亿元，净利润 2.52 亿元；当年经营性现金流量净额为-2.39 亿元。截至 2015 年 3 月末，公司未经审计的资产总额为 54.51 亿元，所有者权益为 21.03 亿元；第一季度公司实现营业收入 4.58 亿元，净利润-0.25 亿元；当期经营性现金流量净额为-0.15 亿元。

跟踪期内，该公司业务规模继续扩张，负债经营程度不断上升。公司盈利受鲜奶价格影响存在较大波动，2014 年公司鲜奶价格处于近期高点，公司盈利大幅增加，但 2015 年第一季度下滑明显，且公司经营性现金流表现不理想。

（四）公司抗风险能力

1. 品牌优势

该公司拥有的“三元绿荷”、“BDCC”、“中育”等多个品牌均在业内具有较高知名度，公司在鲜奶行业保持着较强的市场竞争力。并为国内知名的伊利、蒙牛和光明提供鲜奶，客户质量不断提升。

2. 技术优势

跟踪期内，该公司养殖的优质种公牛数量较多，繁育技术水平居国内领先，且拥有国内最大的良种奶牛养殖基地，鲜奶产量及质量均处于较好水平。同时公司继续加大研发投入，2014 年研发费用为 1784.19 万元。公司自成立以来共承担奶类科研项目 148 项，其中 23 项科研成果获国家、部、市级奖励。

3. 股东及政府支持

该公司可获得股东和政府一定的资金支持。2014 年末，公司股东给予公司的资金支持余额为 0.22 亿元，2013-2014 年，公司获得政府补助分别为 0.60 亿元和 0.66 亿元。此外，公司大部分借款均有股东提供保证担保，提升了公司的融资能力。

五、公司盈利能力及偿债能力

2014 年，该公司主业盈利主要来源于鲜奶销售，受益于公司鲜奶销售均价的增加，公司综合毛利率大幅增至 34.32%，同比上升 15.66 个百分点。公司饲料业务毛利率稳步上升，主要系当年原材料采购成本下降所致；公司牛冻精业务凭借着技术优势，毛利率仍处于较高水平，但随着当年销量的下降而有所下滑；公司生猪业务因商品猪行业景气度不足而处于亏损状态，且亏损面有所扩大。

图表 6. 2013-2014 年公司各业务毛利率情况 (单位: %)

	2013 年	2014 年
鲜奶业务	20.32	44.90
饲料销售	3.18	9.31
生猪销售	-4.51	-27.59
牛冻精	82.81	73.47

资料来源: 三元种业

从期间费用来看, 2014 年该公司期间费用合计为 4.06 亿元, 同比增长 23.23%, 主要系管理费用大幅增加所致, 因其增幅低于营业收入, 因此当年公司期间费用率下降至 20.77%, 同比下降 1.78 个百分点, 但期间费用控制效果仍有待提高。公司期间费用仍以管理费用和财务费用为主, 其中管理费用为 3.36 亿元, 同比增长 31.15%, 主要系业务规模扩大使得人员费用增加, 以及当年处置生产性生物资产净损失和租赁费用有所增加所致; 财务费用为 0.42 亿元。受益于毛利率增加和期间费用率的下降, 公司主业盈利能力大幅提升, 且公司可持续获得政府补贴, 当年公司实现净利润 2.52 亿元, 同比增长 627.58%。

2015 年第一季度, 鲜奶价格下滑明显, 该公司综合毛利率下降至 20.37%。当期公司亏损 0.25 亿元。

受益于盈利的增加, 该公司所有者权益同比均大幅增长, 2014 年末和 2015 年 3 月末, 分别为 21.24 亿元和 21.03 亿元, 同比增幅分别为 15.97%和 13.92%。但公司所有者权益中少数股东权益占比较高, 资本结构的稳定性需持续关注, 同期末, 少数股权权益占比分别为 39.31%和 40.03%。且公司主要通过债务融资来满足在建项目建设、生产性生物资产购置以及业务规模扩大带来的运营资金需求, 负债经营程度逐渐上升。2014 年末和 2015 年 3 月末公司负债总额分别为 33.30 亿元和 33.48 亿元; 资产负债率分别为 61.06%和 61.42%。

从负债结构看, 2014 年末, 该公司负债主要由刚性债务、其他应付款和应付账款构成。其中其他应付款为 7.70 亿元, 同比增长 18.72%, 主要应付关联方的 3.56 亿元, 以及为拆迁补偿款或者与其他企业的往来款, 且 1 年以上占比为 53.11%; 应付账款为 2.75 亿元, 基本与上年持平, 主要系应付的原材料采购款和建设工程款; 刚性债务合计为 17.02 亿元, 主要包括短期借款和长期借款。当年末, 公司短期借款为 8.44 亿元, 以保证借款为主, 4.70 亿元由首农集团提供担保; 长期借款为 8.58 亿元, 以保证借款为主, 7.11 亿元由首农集团提供担保。当年末公司刚性债务占比为 51.11%, 公司存在较大的刚性债务偿还压力。

2015 年 3 月末，该公司发行了北京农业 2015 年度第一期中小企业集合票据，应付债券增至 1.50 亿元。同时公司正逐步缩小短期借款，增加长期借款，债务结构有所优化。

截至 2015 年 3 月末，该公司未对外提供担保。

随着业务规模的扩大，该公司资产规模保持增长态势。2014 年末，公司资产总额为 54.54 亿元，同比增长 32.32%，公司资产以非流动资产为主。当年末非流动资产为 33.28 亿元，占同期末资产规模的比重为 61.01%。公司非流动资产主要由固定资产、在建工程、生产性生物资产和长期待摊费用构成。其中固定资产为 10.72 亿元，主要系用于奶牛、生猪养殖的建筑物和机器设备，当年同比增长 25.95%，主要系种业绿荷牛业维修改造以及首农畜牧绿荷分公司机器设备等项目完工由在建工程转入所致；在建工程为 7.29 亿元，主要系河北首农-定州园区西区项目等的投建成本；生产性生物资产为 12.09 亿元，同比增长 210.24%，主要系当年购置的奶牛总群和公牛增加所致。当年公司的固定资产周转速度为 2.03 次，利用率较高；长期待摊费用为 1.90 亿元，同比增长 96.03%，主要系牛场租金。

2014 年末该公司流动资产为 21.27 亿元，主要由货币资金、存货、其他应收款和应收账款构成。其中货币资金为 6.53 亿元，无受限资金，现金比率为 31.24%，货币资金对流动负债的保障程度尚可；存货为 5.98 亿元，同比增长 19.35%，以原材料为主，随业务规模的扩大而增加，当年公司存货周转速度为 2.33 次，处于一般水平；其他应收款为 4.05 亿元，主要系与关联方的往来款，账龄在一年以内的比重为 90.17%；应收账款为 3.85 亿元，同比增长 58.83%，主要系业务规模扩张的同时，关联销售账款延长 1 个月所致，公司应收账款周转速度尚可，2014 年为 6.23 次。2015 年 3 月末，公司资产构成未发生重大变化。

2014 年末及 2015 年 3 月末，该公司流动比率分别为 111.75%和 101.78%；同期末速动比率分别为 69.07%和 68.33%。公司存货主要系原材料，从目前公司的销售渠道来看，公司存货后续销售较有保障，因此公司资产流动性高于账面所示，处于尚可水平。

因关联销售账期延长，该公司货款回笼速度有所放缓，2014 年和 2015 年第一季度，公司营业收入现金率分别为 96.55%和 98.76%，处于一般水平。此外，公司拆解给关联方的资金不断增加，存货占用的营运资金也有所上升，公司经营活动产生的现金流量缺口扩大，2014 年经营活动产生的现金流量净额为-2.39 亿元。2015 年第一季度经营活动产生

的现金流量净额为-0.15 亿元。跟踪期为河北首农-定州园区西区项目的集中投建期，且公司扩大了生产性生物资产的养殖规模，公司投资性支出规模仍较大，2014 年和 2015 年第一季度投资活动产生的现金流量净额分别为-4.72 亿元和-1.67 亿元。公司通过不断融资来实现资金平衡，2014 年和 2015 年第一季度公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 7.26 亿元和 0.78 亿元。

截至 2015 年 3 月末，该公司拥有银行授信额度为 22.30 亿元，尚未使用的授信额度为 5.82 亿元。

六、公司过往债务履约情况

根据该公司 2015 年 7 月 15 日的《企业基本信用信息报告》，公司无违约情况发生。截至 2015 年 3 月末公司已发行债券本金余额为 1.50 亿元，利息支付情况正常。

图表 7. 跟踪期内公司债券情况（单位：亿元）

债券名称	发行金额	起息日	兑付日	备注
北京农业 2011 年度第一期中小企业集合票据	0.80	2011.01.20	2014.01.20	已兑付
北京农业 2015 年度第一期中小企业集合票据	1.50	2015.01.23	2018.01.23	—

资料来源：中国货币网

七、结论

跟踪期内，该公司在鲜奶业务方面保持着品牌、技术和渠道优势，且不断开拓外部客户，公司收入规模继续增加，2014 年受益于鲜奶销售均价的上升，公司盈利能力大幅提升，且公司可持续获得政府和股东支持。但公司主要依靠债务融资来满足项目建设、生产性生物资产购置需求，刚性债务快速增长，且与关联方存在一定资金往来，公司经营性现金流表现不理想，公司债务偿还能力一般。

同时，我们仍将持续关注：（1）鲜奶价格的波动以及生猪行业行情变化；（2）股东资金支持以及政府补助的持续性；（3）首农集团后续产业调整情况；（4）疫情、食品安全风险；（5）公司跟踪期内完工后投入使用的项目后续的运营情况等。

附录一：

信用等级符号及定义

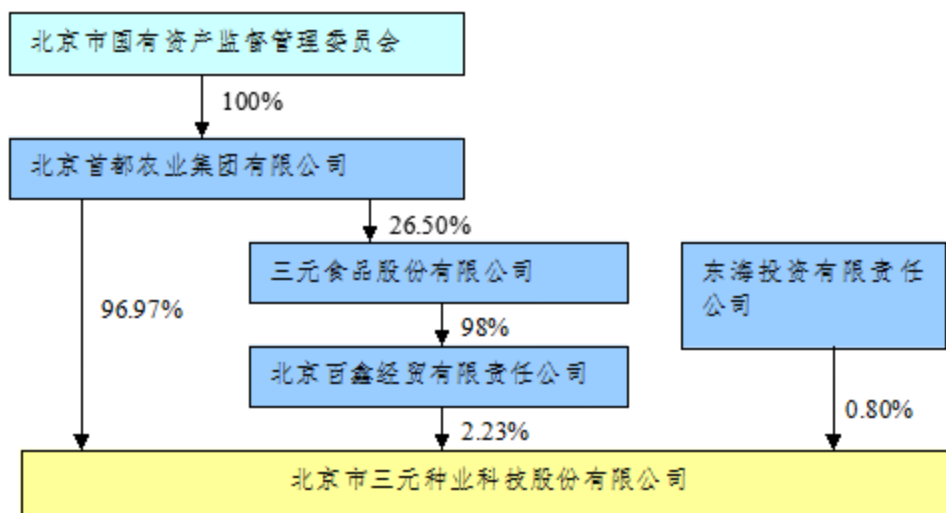
本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等级		含义
投资级	AAA 级	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 级	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 级	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 级	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
投机级	BB 级	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 级	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 级	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 级	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 级	不能偿还债务

注：除 AAA、CCC 及以下等级外，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。

附录二：

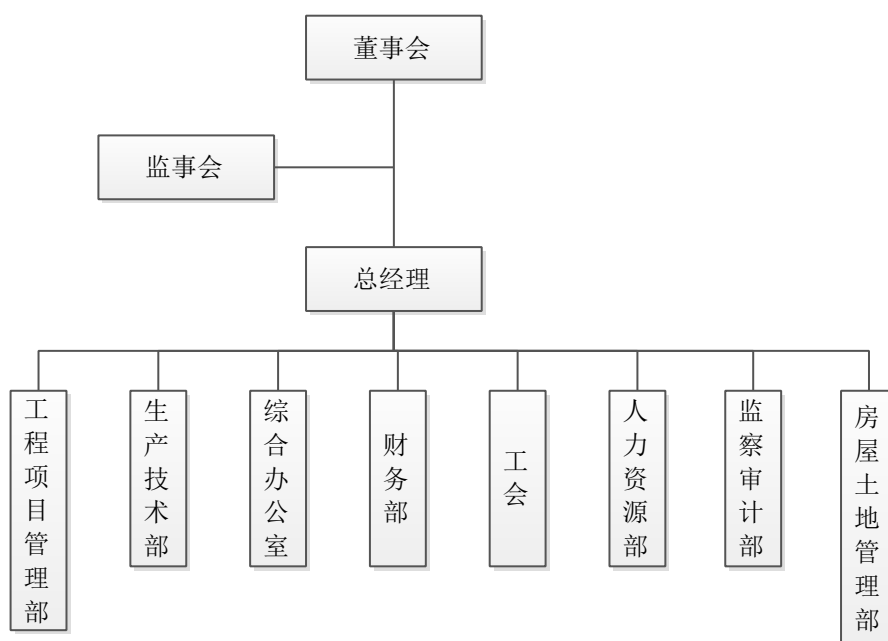
公司与实际控制人关系图



注：根据三元种业提供的资料绘制（截至 2015 年 3 月末）

附录三：

公司组织结构图



注：根据三元种业提供的资料绘制（截至 2015 年 3 月末）

附录四：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 第一季度
资产总额[亿元]	30.14	41.22	54.54	54.51
货币资金[亿元]	3.49	5.33	6.53	5.48
刚性债务[亿元]	6.54	9.45	17.02	18.07
所有者权益 [亿元]	11.03	18.32	21.24	21.03
营业收入[亿元]	20.61	14.60	19.53	4.58
净利润 [亿元]	0.35	0.35	2.52	-0.25
EBITDA[亿元]	1.98	2.61	5.49	—
经营性现金净流量[亿元]	1.76	-1.63	-2.39	-0.15
投资性现金净流量[亿元]	-3.03	-4.99	-4.72	-1.67
资产负债率[%]	63.39	55.57	61.06	61.42
长期资本固定化比率[%]	124.77	92.31	98.89	98.76
权益资本与刚性债务比率[%]	168.65	193.84	124.78	116.36
流动比率[%]	77.51	111.75	101.78	102.31
速动比率[%]	41.96	68.69	69.07	68.33
现金比率[%]	22.08	32.68	31.24	28.80
利息保障倍数[倍]	2.10	1.91	3.60	—
有形净值债务率[%]	199.19	133.82	178.84	181.35
营运资金与非流动负债比率[%]	-107.46	29.06	3.00	3.04
担保比率[%]	—	—	—	—
应收账款周转速度[次]	13.39	7.37	6.23	—
存货周转速度[次]	4.55	2.65	2.33	—
固定资产周转速度[次]	2.28	1.63	2.03	—
总资产周转速度[次]	0.73	0.41	0.41	—
毛利率[%]	10.69	18.66	34.32	20.37
营业利润率[%]	-1.45	-0.36	13.09	-0.81
总资产报酬率[%]	2.22	2.99	6.31	—
净资产收益率[%]	3.22	2.36	12.73	—
净资产收益率*[%]	5.78	3.84	16.33	—
营业收入现金率[%]	93.93	109.70	96.55	98.76
经营性现金净流量与流动负债比率[%]	12.28	-10.18	-12.85	—
经营性现金净流量与负债总额比率[%]	10.14	-7.78	-8.50	—
非筹资性现金净流量与流动负债比率[%]	-8.85	-41.26	-38.23	—
非筹资性现金净流量与负债总额比率[%]	-7.30	-31.53	-25.30	—
EBITDA/利息支出[倍]	6.64	4.68	6.55	—
EBITDA/刚性债务[倍]	0.37	0.33	0.42	—

注：表中数据依据三元种业经审计的 2012~2014 年度及未经审计的 2015 年第一季度财务数据整理、计算。

附录五：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
利息保障倍数(倍)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息支出)
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[[(期初存货余额+期末存货余额)/2]]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[[(期初资产总计+期末资产总计)/2]]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/[[(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2]]×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/[[(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2]]×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流入量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]]×100%
经营性现金净流入量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[[(期初负债总额+期末负债总额)/2]]×100%
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/(报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额)/2]

注1. 上述指标计算以公司合并财务报表数据为准。

注2. 刚性债务=短期借款+应付票据+一年内到期的长期借款+应付短期融资券+长期借款+应付债券+其他具期债务

注3. EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产摊销+其他长期资产摊销