信用评级公告

联合〔2021〕6798 号

联合资信评估股份有限公司通过对浙农控股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，确定维持浙农控股集团有限公司的主体长期信用等级为 AA，维持“19 浙农控 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

浙农控股集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

主体	上次级别	评级展望	上次级别	评级展望
浙农控股集团有限公司	AA	稳定	AA	稳定
19 浙农控 MTN001	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 浙农控 MTN001	5.00 亿元	5.00 亿元	2022/05/09

注：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

评级时间：2021 年 7 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
贸易企业信用评级方法	V3.0.201907
贸易企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

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：

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	4
		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	2
			盈利能力	2
			现金流量	2
		资本结构		4
		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

评级观点

浙农控股集团有限公司（以下简称“公司”）是浙江省供销系统内的重要子公司之一，现已形成了集农资业务、塑化贸易、汽车销售、房地产开发、外贸业务、金融投资等业务为一体的多元化产业格局。跟踪期内，公司保持在浙江省供销社中的领先地位，完成浙江农资集团有限公司（以下简称“浙江农资”）100%股权注入上市公司浙农集团股份有限公司（以下简称“浙农股份”），传统主业塑化、农资和汽车销售保持良好发展态势，带动收入规模快速增长，盈利能力保持良好水平。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到房地产市场波动、公司债务负担较重以及所有者权益中少数股东权益占比高等因素对公司整体信用水平可能带来的不利影响。

公司 EBITDA 和经营活动现金流量净额对未来待偿债券本金峰值的保障能力很强。

未来，随主营业务不断发展，公司整体抗风险能力将进一步巩固。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“19 浙农控 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

优势

1. **公司作为浙江省供销社系统重要子公司之一，跟踪期内维持既有优势且持续获得控股股东在资金方面的支持。**公司承担着浙江省为农服务的职责，拥有农资、塑化、汽车销售等多元化业务。浙江省兴合集团有限责任公司（以下简称“兴合集团”）为公司控股股东，截至 2021 年 3 月底，公司获得兴合集团借款 4.00 亿元。

分析师：邢霖雪　王喜梅
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

2. **公司农资业务区域行业龙头地位稳固，同时承担国家及浙江省的化肥淡季储备任务，持续稳定获得淡储补贴。**2020年，公司承担国家化肥淡储20万吨，承担浙江省化肥淡储12万吨，共获得化肥淡储补贴2230万元（国家级补贴600万元，省级补贴1630万元）。

3. **公司汽车经销商具备区域优势，业务定位为中高端品牌，销售情况良好。**截至2021年3月底，公司拥有汽车4S店31家（包含自有17家，租赁14家），经营设施总面积约25.75万平方米，是浙江省内第二大汽车经销商，2020年合计销售汽车4.30万辆，同比增加0.16万辆。

4. **公司EBITDA和经营活动现金流量净额对未来待偿债券本金峰值的保障能力很强。**2020年，公司经营活动现金流量净额和EBITDA对未来待偿债券本金峰值的保障倍数分别为4.39倍和6.15倍。

关注

1. **公司房地产业务易受到宏观调控及当地房地产市场供应量影响，存在一定去化压力。**公司房地产项目均地处三、四线城市，其销售进程、价格易受宏观调控及当地房地产市场供应量影响。

2. **公司债务负担较重。**跟踪期内，公司债务规模持续增长，截至2021年3月底，公司全部债务资本化比率为61.01%。

3. **公司所有者权益中少数股东权益占比大。**截至2020年底，公司所有者权益合计93.33亿元，含少数股东权益67.67亿元。

4. **公司原董事长因涉嫌违法违纪，接受纪律审查和监察调查，无法正常履职。**公司党委书记、董事长、法定代表人汪路平因涉嫌违纪违法，于2021年4月25日接受纪律审查和监察调查，无法正常履行相应职责。公司董事、总经理李文华同志全权代为履行董事长、法定代表人职责。联合资信将持续关注上述事项进展。

主要财务数据：

合并口径				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	40.48	56.92	74.41	89.11
资产总额(亿元)	228.98	265.74	351.80	406.33
所有者权益(亿元)	52.20	71.25	93.33	99.07
短期债务(亿元)	102.14	90.28	98.37	126.73
长期债务(亿元)	5.29	23.00	29.05	28.29
全部债务(亿元)	107.43	113.28	127.42	155.02
营业收入(亿元)	585.92	659.24	731.09	212.62
利润总额(亿元)	11.78	14.32	23.18	4.95
EBITDA(亿元)	16.46	20.85	30.75	--
经营性净现金流(亿元)	17.10	16.32	21.97	-2.03
营业利润率(%)	4.94	4.93	6.21	5.09
净资产收益率(%)	16.31	14.81	19.35	--
资产负债率(%)	77.21	73.19	73.47	75.62
全部债务资本化比率(%)	67.30	61.39	57.72	61.01
流动比率(%)	104.16	116.51	123.44	120.15
经营现金流动负债比(%)	10.04	9.70	9.71	--
现金短期债务比（倍）	0.56	0.78	0.90	0.84
EBITDA 利息倍数(倍)	5.21	4.67	6.60	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.53	5.43	4.14	--

公司本部（母公司）

项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	35.51	48.12	52.40	48.75
所有者权益（亿元）	8.90	10.85	11.32	11.05
全部债务(亿元)	13.00	27.76	37.15	34.54
营业收入(亿元)	0.23	0.44	0.74	0.16
利润总额(亿元)	1.27	1.97	2.06	-0.27
资产负债率（%）	74.93	77.45	78.40	77.34
全部债务资本化比率(%)	59.35	71.90	76.65	75.76
流动比率（%）	62.16	89.95	92.29	84.50
经营现金流动负债比(%)	9.49	-4.21	11.05	--

注：公司 2021 年 1－3 月财务数据未经审计，相关数据未年化；公司合并口径现金类资产中已扣除受限货币资金，其他应付款和其他流动负债中的有息债务已计入短期债务和全部债务
数据来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

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
19 浙农控 MTN001	AA	AA	稳定	2020-8-25	刘嘉敏 邢霖雪	贸易企业信用评级方法 V3.0.201907） 贸易企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
19 浙农控 MTN001	AA	AA	稳定	2018-12-12	徐璨 邢霖雪	贸易企业主体信用评级方法/评级模型（2018 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过连接可查阅；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浙农控股集团有限公司（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。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

浙农控股集团有限公司 2021 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”）关于浙农控股集团有限公司（以下简称“浙农控股”或“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、主体概况

公司前身为 1999 年 8 月整体改制成立的浙江农资集团有限公司（以下简称“浙江农资集团”）。2015 年 3 月，浙江农资集团股东会通过《浙江农资集团有限公司分立借壳上市方案》，浙江农资集团分立为浙农控股和浙农股份，公司于 2015 年 6 月注册成立，注册资本 3.00 亿元，股东为浙江省兴合集团有限责任公司（以下简称“兴合集团”）、浙江泰安泰投资咨询合伙企业（有限合伙）（以下简称“泰安泰投资”）、浙江兴合创业投资有限公司（以下简称“兴合创业”）及 16 位自然人股东。2016 年 10 月泰安泰投资将股权以 10244.96 万元转让给杭州泰农泰投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“泰农泰投资”），后经多次增资和股权转让，截至 2021 年 3 月底，公司注册资本为 5.50 亿元，兴合集团对公司持股比例为 56.61%，是公司的控股股东，泰农泰投资持股 31.23%，兴合创业及 8 位自然人股东持股比例分别为 2.65%和 9.51%。浙江省供销合作社联合社（以下简称“浙江省供销社”）对兴合集团全资控股，是公司的实际控股人。

公司主要经营范围：农用薄膜、钢材、矿产品、百货、服装、化工产品（不含危险品及易制毒化学品）、针织纺织品、工艺品、塑料制品、土畜产品、文化用品、五金交电、建筑材料、金属材料、仪器仪表、棉花、棉纱、化纤原料及制品的销售，进出口业务，仓储服务，停车服务，房屋租赁，物业管理。以上依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动。

截至2020年底，公司（合并）资产总额为351.80亿元，所有者权益合计为93.33亿元（含少数股东权益67.67亿元）。2020年，公司实现营业总收入731.09亿元，利润总额23.18亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额为406.33亿元，所有者权益合计为99.07亿元（含少数股东权益72.04亿元）。2021年1－3月，公司实现营业总收入212.62亿元，利润总额4.95亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市滨江区泰安路199号浙江农资大厦5楼；法定代表人：汪路平。

三、存续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公开发行存续债券如下表所示。跟踪期内，公司存续中期票据已按照募集资金用途使用完毕，并按期付息。

表 1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
19 浙农控 MTN001	5.00	5.00	2019-05-09	3 年

资料来源：Wind 资讯，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020 年，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。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，

2020 年中国经济逐季复苏，GDP 全年累计增长 2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP 首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021 年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

[1]文中 GDP 增长均为实际增速，下同。
[2]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，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

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，**保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用**。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，

保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

五、行业及区域经济环境

公司业务范围主要涉及农资、国内贸易和汽车销售等业务板块。

1. 农资行业

中国是全球最大的化肥生产国和消费国。2020 年以来，在新冠肺炎疫情爆发的背景下，为保证春耕，国家出台多项保春耕文件，化肥需求稳定，价格呈现先抑后扬的趋势。

农资主要包括化肥、农药、农膜、种子、饲料、农机、农具等几大类商品，是重要的农业生产要素，与“三农”（农业、农村、农民）工作紧密相关，对保障农业生产，增加农民收入，减轻农民负担，维护国家粮食安全都有着特殊重要的意义，因此，国家历来十分重视农资生产、供应工作，并在政策上给予了较大的倾斜。

农资流通行业是典型的资金密集型行业，资金需求量较大。一方面，由于农资流通行业直接服务于“三农”，产品价格受国家管控，行业利润薄，规模化经营是企业实现“低成本、高利润”的重要保证之一，而规模化经营要求必须投入大量的资金；另一方面，由于农资生产的常年性和农资消费的季节性特征，为保证市场稳定供应，流通企业必须实现“淡储旺销”，导致存货占用流动资金量大且周期较长，因此要求企业必须具备雄厚的资金实力。目前农资流通行业市场化程度较高，经营主体多元化，市场竞争较为激烈。考虑中国农资消费集中在县、乡、镇等三四线市场，农资需求分布散、规模小，使得经营规模较大、销售布局广泛、上游资源把控度较高的供销社系统在中国农资流通领域仍占据主导地位。

（1）化肥市场现状

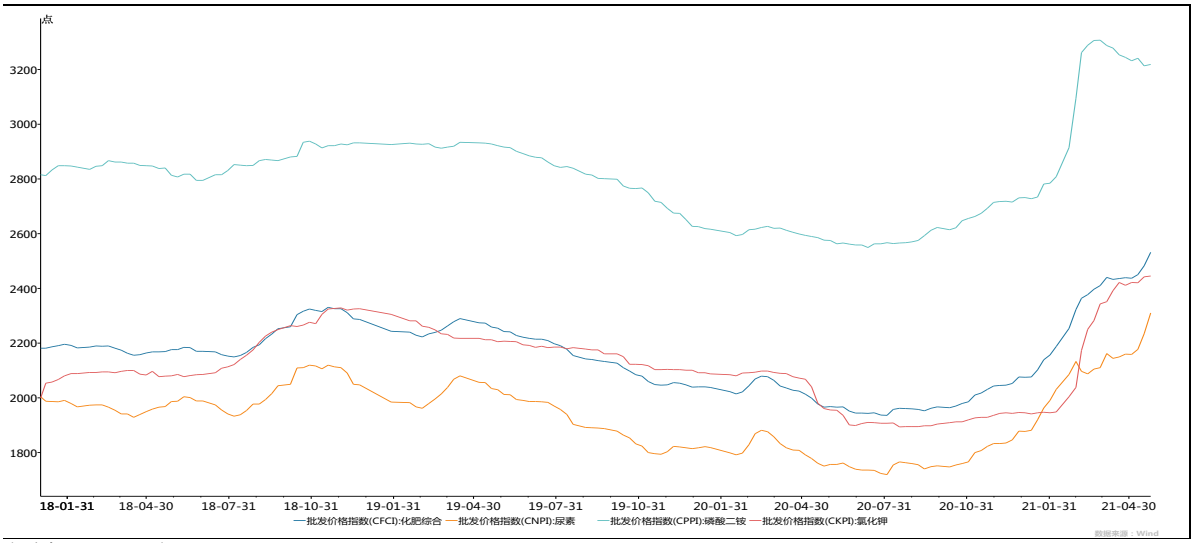
公司所经营的农资产品以化肥为主。化肥是重要的农业生产资料，是粮食稳产增产的重要保障。中国是全球最大的化肥生产国和消费国，化肥产量和消费量约占全球三分之一。

分品种来看，全球磷肥市场保持增长，尤其是 2020 年在世界粮食安全紧迫性上升，粮食价格上升推动种粮积极性提升，对化肥整体需求量上升。2020 年春季，受疫情影响，湖北等疫情集中区域主要磷肥厂家产量普遍下降，供应减少，受保春耕政策影响，需求基本稳定；二季度国内春季市场结束，需求放缓，价格小幅回调；三季度，国内秋季备肥启动，同时印度市场需求扩大，磷肥价格逐步上涨；四季度是 2021 年春季的冬储期，国内市场备肥积极，出口资源紧张，国内、出口价格进一步上涨。受全球疫情及粮食政策影响，粮食价格回升，化肥下游市场反映积极，同时供需矛盾缓解，呈紧平衡状态，价格持续回暖上升。全球氮肥增长已经进入成熟发展阶段，总需求量保持缓慢稳定增长。2019 年 8 月，尿素期货上市，加大市场价格波动，逐步形成新的产品价格形成机制，一季度由于疫情影响，各地交通受限，

尿素发运不畅，尿素工厂库存开始积压，造成尿素价格先升后跌；二季度春耕用肥结束后，农业用肥需求量下滑，加之二季度开工率恢复，尿素价格持续下跌；三季度国内秋季市场启动，国际市场需求扩大提振国内市场行情；三季度尿素市场止跌上涨；四季度限气、装置检修、工业需求扩大等因素影响尿素价格持续上涨。

从批发价格来看，2020 年以来各品种化肥批发价格走势类似，呈先降后升的趋势，磷酸二铵在 2021 年初价格快速增至近年来最高值，为 3307.24 点。

图 1　近年来主要化肥产品（尿素、氯化钾、磷酸二铵、化肥综合）价格指数情况



资料来源：Wind 资讯

（2）行业政策

近年来，面对化肥行业产能过剩，国家取消了一系列优惠政策，逐步减少化肥产品与其他商品相比的“优惠”空间，对解决产能过剩及推进化肥产业转型起了重要作用。此外，国家对于环保监管的力度不断加大，污染较为严重的化肥行业成为监管的重点对象之一，相关政策标准不断出台，执法及惩罚力度趋严。

2019 年 1 月 1 日起，根据《国务院关税税则委员会关于 2019 年进出口暂定税率等调整方案的通知》（税委会〔2018〕65 号），中国化肥行业将全面取消出口关税。零关税将进一步促进国产化肥的出口，对中国相关产业的均衡发展起到有利作用的同时可以推动开放合作，对于中国化肥输出产品、技术、服务和品牌意义重大。2020 年，化肥出口将继续保持零关税，鼓励出口政策仍将持续。

2020 年 2 月，国家发改委、公安部、农业农村部等 16 部门发布《关于新冠肺炎疫情防控下做好 2020 年春耕化肥生产供应工作的通知》等多项重要通知，保证疫情背景下的春耕化肥供应。

2021 年 1 月，《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》发布，部署目标任务，2021 年，农业供给侧结构性改革深入推进，粮食播种面积保持稳定、产量达到 1.3 万亿斤以上，农产品质量和食品安全水平进一步提高，脱贫攻坚成果持续巩固。

2. 汽车销售

受新冠肺炎疫情影响，2020 年一季度的汽车市场处于历史低点，二季度起逐步回暖，商用车恢复速度快于乘用车，景气度快速回升，企业库存水平也相应高于上年同期。随着汽车保有量的逐年增加，汽车后市场逐渐扩大，维修保养等售后服务带来的利润规模逐渐增加。

（1）行业现状

2020 年，国家和地方出台多项政策措施以

稳定和促进汽车消费，企业加快转变营销方式，汽车市场逐步复苏。全年中国汽车产销分别完成 2522.5 万辆和 2531.1 万辆，同比分别下降 2%和 1.9%，降幅较 2019 年分别收窄 5.5 和 6.3 个百分点。

2020年初爆发的新冠肺炎疫情对中国汽车市场影响显著（2月市场基本处于冰点），1～3月单月销量同比降幅均在2位数，后随着疫情有效控制、工厂及门店复工而逐月回升，5月以来单月销量同比增速保持2位数，商用车市场（尤其是货车）表现出强劲回升、乘用车市场增长偏温和；7～9月，中国乘用车和商用车销量较上年同期分别上升7.75%和46.69%，相比1～9月销量增速分别提升20.1和26.6个百分点，三季度回暖主要依赖于宏观经济恢复、市场促销及新车投放力度加大以及去年同期低基数（国六实施的阶段性影响）等因素支撑，10月市场仍维持较快增长。2020年1～10月，中国汽车市场销量仍低于上年同期。

表 3　2020 年以来中国汽车市场产销走势（单位：万辆、%）

	1 月	2 月	3 月	4 月	5 月	6 月	7 月	8 月	9 月	10 月	合计
汽车产量	176.72	28.45	142.21	210.16	218.74	232.50	220.11	211.88	252.42	255.19	1897.90
汽车销量	192.72	30.99	143.02	207.00	219.36	229.97	211.18	218.58	256.52	257.32	1969.90
汽车销量增速	-18.59	-79.08	-43.25	4.52	14.69	11.83	16.77	11.66	12.97	12.65	-4.70
--乘用车	-20.50	-81.66	-48.37	-2.46	7.21	2.07	8.95	6.15	8.16	9.44	-9.89
--商用车	-7.46	-67.06	-22.58	31.59	47.95	63.17	59.36	41.56	40.28	30.06	20.86

资料来源：Wind 资讯

售后服务方面，汽车售后的产业链条较长，主要包括汽车维修保养、汽车保险、汽车租赁、二手车交易等细分领域。按国际惯例，在一个完全成熟的国际化汽车市场里，汽车的销售利润约占整个汽车业利润的 20～30%，零部件供应利润约占 20%。

汽车厂商一般会给新车提供两至三年或者一定里程内的保修，过保之后的维修费用需要车主自行承担；从汽车零部件的使用周期来看，经过 2～4 年的使用期或行驶四万公里左右里程后，许多重要部件开始需要更替。因此，4S 店售后服务的需求会在汽车出售后的第 3 年开始攀升，第 4～9 年内达到高峰。随着中国汽车保有量基数逐年增加，汽车售后服务的市场规模每年能够稳定扩容。

目前，中国的汽车后市场尚处于逐渐成熟的初期阶段，与发达国家相比仍有一段距离；对于国内经销商来讲，新车销售仍是主要利润来源，贡献率可达到 50%左右，其次为零部件及售后服务，贡献率约为 40%，金融、保险和二手车业务比重较低。由于盈利结构的差距以及汽车经销环节的利润率偏低，国内汽车经销商正在逐渐向拥有更高利润率的环节——即汽车产业链的后部转移。

（2）行业政策

国家陆续出台了针对环保治理（国三柴油车淘汰、治超等）、油标升级、新能源补贴退坡及新能源购置税免征等多项政策，公布了汽车合资企业股比放开的时间表，对目前乃至今后的市场竞争格局均有影响。

2020年以来，新冠肺炎疫情的防控给汽车终端销售带来阶段性冲击，2月20日，商务部表示将会同相关部门研究出台进一步稳定汽车消费的政策措施，同时鼓励各地因地制宜出台促进新能源汽车消费、增加传统汽车限购指标等举措，之后多省市相继推出新车购置补贴，且部分限购城市放宽限购政策、增加2020年购车指标，上述政策集中释放对汽车市场形成有力提振；同时，政府出台政策延缓新能源补贴退坡、继续免征购置税、确定新版《双积分政策》，以期稳定新能源市场的良性发展，并为更广泛的能源友好类企业提供参与机会。

新能源汽车和智能汽车始终都是汽车行业的转型升级重心，国家层面出台《智能汽车创

新发展战略》以及《新能源汽车产业发展规划（2021—2035 年）》，对到 2035 年、乃至 2050 年的远期规划提出了产业化目标的大框架。目前，中国在新能源整车制造、配套方面实现了一定规模的量产能力，未来旨在建立完整的新能源产业协同以及汽车智能化产业协同。

3. 国内贸易

中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，2019 年社会消费品零售总额保持增长，但增速小幅下滑；2020 年社会消费品零售总额呈现负增长。

根据国家统计局数据，2019 年，社会消费品零售总额 411649 亿元，比上年名义增长 8.0%（扣除价格因素实际增长 6.0%），增速较上年放缓 1 个百分点，总体保持平稳增长。其中，除汽车以外的消费品零售额 372260 亿元，增长 9.0%。2020 年全年，社会消费品零售总额 391981 亿元，比上年下降 3.9%；全年虽为负增长，但三、四季度已实现正增长。2021 年 1—3 月，社会消费品零售总额 105221 亿元，同比增长 33.9%。其中，城镇消费品零售额 91345 亿元，同比增长 34.6%；乡村消费品零售额 13875 亿元，增长 29.4%，两年平均增长 3.2%。

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，增加就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

4. 区域经济环境

浙江省区域经济不断发展，总体竞争力持续提升，为公司提供良好的外部发展环境。

公司总部位于浙江省，浙江省经济状况与公司发展具有一定的关联性。根据《2020 年浙江省国民经济和社会发展统计公报》，2020 年，浙江省生产总值为 64613 亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.6%。分产业看，第一产业增加值 2169 亿元，增长 1.3%；第二产业增加值 26413 亿元，增长 3.1%；第三产业增加值 36031 亿元，增长 4.1%。三次产业增加值结构为 3.3：40.9：55.8。

2020 年，浙江省全年社会消费品零售总额 26630 亿元，比上年下降 2.6%。按经营地统计，城镇消费品零售额 22336 亿元，下降 2.8%；乡村消费品零售额 4293 亿元，下降 1.8%。按消费类型统计，商品零售额 23843 亿元，下降 1.9%；餐饮收入 2787 亿元，下降 8.4%。

2020 年，浙江省全省居民人均生活消费支出 31295 元，比上年下降 2.3%，扣除价格因素下降 4.5%。按常住地分，城镇居民人均生活消费支出分别为 36197 元，下降 3.5%，农村居民人均生活消费支出 21555 元，增长 1.0%，扣除价格因素分别下降 5.5%和 1.8%。年末每百户居民家庭拥有家用汽车 48.2 辆。

2021 年 6 月 10 日，国务院印发《中共中央国务院关于支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见》，鼓励浙江省到 2025 年在推动高质量发展建设共同富裕示范区，取得明显实质性进展，尤其是在产业发展、收入分配等方面缩小城乡差距。

六、重大事项

跟踪期内，公司完成资产重组实现对浙农股份直接控股。

2019 年，公司收购浙江绍兴华通商贸集团股份有限公司（以下简称“华通集团”）57%股份，和兴合集团共同持有华通集团 70%的股份，实现对华通集团的控制，其中，公司间接控制华通医药股份有限公司（以下简称“华通医药”）26.23%的股权，成为其第一大股东，华通医药实际控制人变更为浙江省供销社。自 2019 年 11 月 1 日起，公司将华通集团纳入合并范围。同日，华通医药通过发行股份（定向

发行 277835875 股）购买资产的方式，向兴合集团、公司、泰安泰投资咨询合伙企业（有限合伙）、兴合创业和汪路平等 16 名自然人（以下简称“公司和汪路平等 16 名自然人”）购买其持有的浙江农资集团有限公司（以下简称“浙江农资”）合计 100%股权。上述资产重组已于 2020 年 11 月 13 日完成交割。

截至 2021 年 3 月底，相关工商变更登记均已完成，华通医药更名为浙农集团股份有限公司（以下简称“浙农股份”），股票及证券代码未变更，注册资本增至 4.88 亿元；公司直接持有浙农股份 20.84%股份，为浙农股份第一大股东，无质押。截至 2020 年底，浙农股份（合并）资产总额为 125.79 亿元，所有者权益合计为 49.85 亿元（含少数股东权益 20.26 亿元）。2020 年，浙农股份实现营业收入 287.47 亿元，利润总额 10.14 亿元。截至 2021 年 3 月底，浙农股份（合并）资产总额为 136.48 亿元，所有者权益合计为 51.43 亿元（含少数股东权益 20.93 亿元）。2021 年 1－3 月，浙农股份实现营业总收入 80.86 亿元，利润总额 2.14 亿元。

公司董事长接受纪律审查和监察调查，无法正常履职。

2021 年 4 月 27 日，公司发布公告称，公司党委书记、董事长、法定代表人汪路平同志因涉嫌违纪违法，于 2021 年 4 月 25 日接受纪律审查和监察调查，无法正常履行相应职责。2021 年 4 月 25 日，浙江省供销社党委主要负责人及相关人员出席公司党委会并宣布浙江省供销社党委决定，由公司党委副书记、董事、总经理李文华同志临时主持公司党委工作，并提议其代为履行董事长、法定代表人职责。当日，公司董事会召开第三届三次会议，决定由公司董事、总经理李文华同志全权代为履行董事长、法定代表人职责，直至完成新的董事长及法定代表人选举任命为止。截至本报告出具日，尚未完成新董事长及法定代表人的选举任命。

七、基础素质分析

1. 产权状况

公司控股股东为兴合集团，实际控制人为浙江省供销社。

截至 2021 年 3 月底，公司股东为兴合集团、泰农泰投资、兴合创业和汪路平等 8 名自然人，分别持股 56.61%、31.23%、2.65%和 9.51%。兴合集团的出资人及实际控制人为浙江省供销社；泰农泰投资系企业为上市需要，承继分立前的泰安泰投资持有的公司股权而来。截至 2021 年 3 月底，泰农泰投资由 13 个合伙人共同出资设立，157 名职工持股，均系公司职工，且与汪路平等 8 位自然人股东不存在重复，未签订一致人协议，且不存在其他直接关联关系。

2. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司在企业规模、股东支持、政府支持、资源获取等方面保持既有优势。公司作为浙江省供销社系统重要企业之一，保持较强的综合竞争力。

公司为浙江省供销社系统重要子公司之一，承担着浙江省为农服务的职责，是拥有农资、塑化、汽车、房地产、外贸等业务板块的大型多元化企业。兴合集团作为公司控股股东，在资金方面给予公司一定支持，截至 2021 年 3 月底，公司获得兴合集团借款 4.00 亿元，具备成本优势。

公司从事农资、汽车销售的经营主体为浙农股份下属子公司，医药生产销售业务的经营主体为浙农股份本部，塑化业务经营主体为浙江明日控股集团股份有限公司（以下简称“明日控股”）、房地产业务经营主体为浙江华都控股集团股份有限公司（以下简称“华都控股”）及浙江浙农实业投资有限公司（以下简称“实业投资”）运营，上述子公司营业收入合计约占公司营业收入的 95%。

公司农业综合服务从经营规模、农资经营量、综合实力等方面来看，在浙江省级农资企

业中均名列前茅，区域行业龙头地位稳固。截至 2020 年底，公司在浙江省内建立了包括 9 个区域分销中心、39 个县级配送中心以及较为完善的分销网络。除自身销售化肥产品外，公司还承担着国家及浙江省的化肥淡季储备任务，由于国家加大对农业的扶持力度，公司每年可获得稳定得补贴收入。2020 年，公司承担国家化肥淡储 20 万吨，承担浙江省化肥淡储 12 万吨，共获得化肥淡储补贴 2230 万元（国家级补贴 600 万元，省级补贴 1630 万元）。

公司汽车商贸服务以中高端品牌经营为主，已在浙江省杭州、宁波、绍兴、台州、金华、丽水、嘉兴及江苏省南京、苏州、宜兴、扬州等地设立品牌公司，取得了宝马、MINI、奥迪、凯迪拉克、别克、北京现代、庆铃、上汽大通等品牌的区域经销权。截至 2021 年 3 月底，公司拥有汽车 4S 店 31 家（包含自有 17 家，租赁 14 家），经营设施总面积约 25.75 万平方米，为浙江省内第二大汽车经销商，2020 年合计销售汽车 4.30 万辆。

医药生产销售业务方面，公司主要经营集中在绍兴及周边地区，其中药品批发和零售的主营业务收入在商务部的统计排名中均名列全国百强，入选浙江省医药商业十强企业。截至 2020 年底，公司在浙江省内拥有门店 100 家，面积 12258 平方米，其中 2020 年新增 4 家门店。

塑化业务方面，跟踪期内，公司保持全国最大塑化分销商之一的既有优势，在华东地区拥有较高的行业地位。塑化商品年销量超 550 万吨，主营 PE、PP、PVC、液体化工、精细化工、塑料薄膜等产品。

房地产业务方面，公司房地产业务布局在三、四线城市，分布于浙江、四川、山东等地。截至 2021 年 3 月底，公司房地产在建项目总投规模为 207.87 亿元，已投 114.14 亿元。

3. 企业信用记录

公司过往债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业信用报告（中征码：3301080000567259），截至 2021 年 7 月 23 日，公司本部无未结清和已结清不良和关注信贷记录。

八、管理分析

跟踪期内，公司在治理结构、管理制度等方面无重大变化，部分主要高管人员发生变更。

跟踪期内，公司部分董事、监事和总经理发生变更，由李文华先生自 2020 年 9 月 16 日起担任公司总经理、董事。本次人员变动系公司管理层正常人事调整。

李文华先生，49 岁，大学学历，无海外居住权。曾担任中国农业银行吴山支行副行长、近江支行行长，浙江农资财务会计部副经理，浙江农资集团投资发展有限公司常务副总经理、总经理，公司总经理助理、副总经理，现任公司总经理、董事，兼任浙江农资集团投资发展有限公司董事长。

表 4 高级管理人员变动情况

变更前	职务	变更后	职务
汪路平	董事长	汪路平	董事长
包中海	总经理、董事	李文华	总经理、董事
袁炳荣	副董事长	袁炳荣	副董事长
朱振东	副董事长	包中海	董事
吴小樟	董事	赵有国	董事
陈观贵	董事	俞晓东	董事
姚瑶	董事	林昌斌	董事
林昌斌	董事	朱振东	董事
叶郁亭	董事	韩新伟	董事
韩新伟	董事	陈锡锋	董事
蒋铭伟	董事	蒋铭伟	董事
李滨炳	监事	曹勇奇	监事
高伟	监事	贾旭宏	监事
陈江	监事	姜道明	监事

资料来源：公司公告

九、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司经营稳健，主营业务收入持续增长，2020 年传统主业塑化、农资及汽车销售贡献收入超过 85%，经营格局稳定，综合毛利率同比提升。

2020 年，公司经营稳健，在新冠肺炎疫情爆发的背景下，主营业务收入仍实现同比增长 10.11%至 721.03 亿元；农资、塑化和汽车销售业务仍为公司主要业务板块，合计收入占比为 86.93%。

分板块来看，2020 年，公司传统的农资业务经营稳健，实现收入 116.63 亿元，同比增长 16.85%；塑化业务实现收入 358.02 亿元，同比增长 14.81%；汽车销售业务实现收入 152.12 亿元，同比增长 8.99%；房地产业务实现收入 36.67 亿元，同比增长 35.31%，主要系华都控股销售项目集中结转所致；外贸业务因国际疫情影响，收入同比下降 20.18%至 9.57 亿元；其他业务包括化工和钢贸业务、金融理财和其他综合服务等，2020 年实现收入 48.02 亿元，同比下降 25.48%，主要系农资相关的化工业务调整至农资业务板块核算所致，同时，新纳入合并范围的医药流通业务计入其他，2020 年医药流通业务实现收入 15.23 亿元。

从盈利水平来看，2020 年，公司综合毛利率为 6.04%，同比提升 1.57 个百分点。2020 年，农资业务毛利率同比减少 1.27 个百分点至 4.45%；塑化业务因聚乙烯和聚丙烯毛利率有所增加，同比提升 1.02 个百分点至 2.47%，仍处于低水平；汽车销售业务因主要品牌车型销售行情良好，毛利率同比略增至 7.90%；房地产业务因当期结转的乐清、济宁和湖州等项目销售毛利较高，带动毛利率同比大幅提升 12.55 个百分点至 32.62%；其他业务中，医药流通业务及金融理财业务毛利率水平相对较高，带动板块毛利率同比提升 6.78 个百分点至 10.52%。

2021 年 1—3 月，公司实现主营业务收入 211.45 亿元，同比增长 84.29%，主要来自塑化业务和汽车销售业务的带动；毛利率为 5.10%，同比增加 1.69 个百分点。

表 5　公司主营业务收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

主营业务	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
农资	84.78	14.57	7.54	99.81	15.24	5.72	116.63	16.18	4.45	33.45	15.82	4.93
塑化	287.00	49.31	1.55	311.92	47.63	1.45	358.02	49.65	2.47	105.27	49.79	2.02
汽车	122.91	21.12	6.26	139.57	21.31	7.63	152.12	21.10	7.90	44.71	21.15	6.67
外贸	11.86	2.04	5.73	11.99	1.83	4.72	9.57	1.33	5.02	2.20	1.04	3.40
房地产	17.86	3.07	26.30	27.10	4.14	20.07	36.67	5.09	32.62	10.89	5.15	30.47
其他	57.60	9.90	4.73	64.44	9.84	3.74	48.02	6.65	10.52	14.92	7.05	4.21
合计	**582.01**	**100.00**	**4.63**	**654.82**	**100.00**	**4.47**	**721.03**	**100.00**	**6.04**	**211.45**	**100.00**	**5.10**

资料来源：公司提供

（1）农资业务

公司从事的化肥销售业务已与全球主要化肥供应商建立了长期合作关系，下游较为分散；化肥价格随行就市，通过“以销定采”的模式经营。跟踪期内，公司经营的主要化肥品种价格先降后涨，整体库存规模不高，经营稳定。

公司农业综合服务主要提供化肥和农药等农业生产物资，化肥业务主要经营尿素、复合肥、钾肥以及进口的各种目前国内市场缺乏的化肥，主要由浙农股份下属子公司惠多利农资有限公司（以下简称“惠多利”）和浙江浙农爱普贸易有限公司（以下简称“浙农爱普”）负责经营。

2020 年，惠多利因涉及同业竞争停止开展化工业务，营业收入同比有所下降，利润同比增长。2020 年，浙农爱普收入和利润均同比实现增长。

表 6　化肥销售业务运营主体财务情况（单位：亿元）

子公司名称	经营范围	年份	资产总额	权益	营业收入	利润总额
惠多利	化肥、农药销售	2019 年	21.10	6.92	68.69	0.35
		2020 年	23.93	6.89	55.97	0.71

子公司名称	经营范围	年份	资产总额	权益	营业收入	利润总额
浙农爱普	化肥、化工产品销售	2019 年	18.54	9.85	43.78	1.19
		2020 年	32.64	11.14	48.66	1.68

资料来源：公司提供

公司基本实现了同一区域内不重复、交叉设点经营，初步形成了全国性省级区域公司的战略布局，不断加强化肥货源基地建设，与中化化肥有限公司、中农集团控股股份有限公司、加拿大钾肥公司、白俄罗斯钾肥公司、以色列化工集团等主要化肥生产和贸易企业建立了长期合作关系。采购方面，公司采取“以销定采”的经营模式，总部设有采购配供部，配合各子公司开展化肥采购和调运管理。此外，为保障农资供应，公司与中海石油化学股份有限公司、浙江巨化股份有限公司、灵谷化工集团有限公司、山西晋丰煤化工有限责任公司、国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司、河南晋开化工投资控股集团有限责任公司、奎屯锦疆化工有限公司等知名化肥生产企业建立了稳固的货源合作关系，同时还积极参与高精尖产品的市场开发和经营，先后与俄罗斯、挪威、德国等国外化肥生产企业建立了紧密联系，并且采用锁定外汇远期以规避汇率风险。

2020 年，公司对尿素和复合肥的采购量同比变动不大，对钾肥的采购量同比有所增加，三类化肥的采购均价均较 2019 年小幅下降。2021 年一季度，随各类化肥价格上升，公司采购均价均呈现不同程度的增加，其中尿素增幅较大，每吨增加约 230 元。

结算方面，公司主要以现款和银行承兑汇票结算为主。2020 年，公司向前五大供应商采购比重约占总采购额的 26%，集中度一般。

表 7　公司化肥主要品种采购情况（单位：百万吨、元/吨）

项目		2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
尿素	采购量	1.55	1.56	0.35
	采购均价	1789.19	1604.51	1884.35
钾肥	采购量	1.43	2.18	0.64
	采购均价	2099.75	1802.69	2009.93
复合肥	采购量	0.74	0.81	0.21
	采购均价	2481.53	2394.90	2528.70

资料来源：公司提供

存储方面，截至 2021 年 3 月底，公司现有仓储设施面积约 28.23 万平方米，可储备化肥约 55.46 万吨。其中，自有仓储设施约 17.71 万平方米以上，可储备化肥约 35.78 万吨。在浙江省内，惠多利拥有 31 家县市级区域配送中心，主要分布在嘉兴、湖州、杭州、绍兴、宁波、台州、温州、金华、衢州等地，仓储、配送设施面积达到了近 20 万平方米，配送半径基本覆盖浙江省主要农资商品使用区域。

销售方面，惠多利主要采取连锁分销的经营模式。公司在目标市场设有区域公司，主要负责在当地发展基层连锁店或特约经销店，并以这些基层连锁店或特约经销店作为销售终端开展销售业务，截至 2020 年底，公司直营的农资零售业务网点 92 个，其中浙江省内有 31 家，剩余主要分布在江苏、江西、安徽、湖南、福建等地区。公司化肥由总部采购后，通过各区域公司分销给当地基层连锁店或特约经销店等终端销售网点，然后再通过这些终端销售网点销售给消费者使用。公司基本通过经销店销售，视不同客户采取赊销、现款等结算方式。公司农资产品销售以现款结算为主。2020 年，公司向前五大客户销售额约占总销售金额的 5%，较为分散。浙农爱普主要采取大宗贸易和连锁分销的经营模式。其中，大宗贸易下游主要为农资产品的生产企业，集中度一般，连锁分销的

下游主要为公司在目标市场设有区域公司，负责在当地发展基层连锁店或特约经销店，并以这些基层连锁店或特约经销店作为销售终端开展销售业务。

2020 年，公司化肥销售量和销售均价变化趋势与采购量和采购均价变动趋势基本吻合。2021 年一季度，公司钾肥的销售均价略低于其采购均价，主要系采购与销售的品种结构存在差异所致。2020 年，尿素、钾肥和复合肥的销售均价降幅略低于采购均价降幅。

表 8　公司化肥主要品种销售情况表（单位：百万吨、元/吨）

项目		2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
尿素	销售量	1.65	1.57	0.32
	销售均价	1815.84	1647.11	1916.38
钾肥	销售量	1.54	1.90	0.52
	销售均价	2192.96	1943.68	2008.63
复合肥	销售量	0.74	0.81	0.17
	销售均价	2700.25	2638.16	2708.99

资料来源：公司提供

（2）塑化业务

塑化行业竞争激烈，价格透明度高，该业务盈利能力偏弱。跟踪期内，公司塑化业务经营稳定，仍为公司收入的主要来源。

公司塑化业务主要运营主体为明日控股，经营模式仍为传统的购销经营，行业地位保持领先。

表 9　明日控股主要财务数据（单位：亿元）

公司简称	经营范围	年份	资产总额	权益	营业收入	利润总额
明日控股	塑料原料、化工原料及制品销售	2019 年	46.92	8.82	339.46	2.22
		2020 年	59.03	10.19	379.33	3.01

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司所处塑化行业竞争激烈且价格透明度高，外部竞争环境无重大变化；塑化业务种类、客户结构、避险措施、结算模式和账期等方面较上年变化不大。

采购方面，2020 年，公司塑化业务的采购品种仍为聚乙烯、聚氯乙烯和聚丙烯，除聚氯乙烯采购量与 2019 年持平外，聚乙烯和聚丙烯采购量均大幅增长，上述产品的采购均价均同比下降，降幅分别为 1.71%、10.68%和 1.71%，聚乙烯采购价下降较显著。2021 年一季度，上述产品采购量均同比大幅增长，同时采购均价呈同比大幅增长趋势，其中，聚氯乙烯采购价同比增长 25.08%，聚乙烯采购价同比增长 23.81%，聚丙烯采购价同比增长 19.52%。2020 年，公司塑化业务采购前五大供应商占总采购金额比重 20.68%，集中度尚可。

表 10　公司塑化业务采购情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
聚乙烯	采购量	161.85	195.48	57.08
	采购均价	7303.48	6523.66	7933.34
聚氯乙稀	采购量	91.69	92.43	26.34
	采购均价	5916.39	5815.02	7061.09
聚丙烯	采购量	154.32	218.02	67.73
	采购均价	7589.15	6888.76	7665.76

资料来源：公司提供

销售方面，公司延续以快销为主，为加快周转速度适度加大临时采购力度的方式，优化库存结构，保证塑化业务的稳步运营。跟踪期内，公司塑化产品的销售量与采购量基本吻合，库存较低，销售均价变动趋势与采购均价变动趋势基本吻合。2020 年，聚乙烯和聚丙烯利润较高，带动塑化业务板块毛利小幅提升。

2020 年，前五大下游客户占总销售规模的 3.53%，集中度很低。

价格波动风险控制方面，公司对部分库存商品采取期货套期保值的方式避险，同时，在和上游供应商签订合同的同时会针对价格波动情况添加相应条款以减少合同价格与实际价格之间的价差；公司下游客户以大型企业为主，公司会根据情况向下游转嫁价格波动风险。

表 11　公司塑化业务主要品种销售情况（单位：万吨、元/吨）

项目		2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
聚乙烯	销售量	158.31	192.81	47.91
	销售均价	7409.20	6726.58	7920.29
聚氯乙稀	销售量	91.21	92.40	22.48
	销售均价	5964.70	5884.12	7138.19
聚丙烯	销售量	153.79	216.47	55.83
	销售均价	7747.13	6995.75	7704.84

资料来源：公司提供

（3）汽车业务

公司汽车零售业务经营稳健，主要销售为宝马系列，汽车销售毛利率较低，公司主要依靠售后服务形成利润增长。2020 年，公司汽车销售收入及售后服务均同比增长。

汽车销售业务主要由浙农股份下属子公司浙江金昌汽车集团有限公司（以下简称“金昌汽车”）和浙江农资集团金诚汽车有限公司（以下简称“金诚汽车”）运营。宝马为公司经营的最主要品牌，通过专注经营宝马品牌，4S 店的经营可以达到降低管理成本、提高经营效率的目的，经过长期合作，公司与厂家形成稳定的合作关系，一定程度提高了经营的便利性。2020 年，金昌汽车和金诚汽车两家经营主体营业收入和利润总额均实现同比增长，经营稳健。

表 12　汽车零售业务经营主体财务情况（单位：亿元）

子公司名称	经营品牌	年份	资产总额	权益	营业收入	利润总额
金昌汽车	宝马、奥迪、北京现代等	2019 年	34.13	13.65	110.81	6.11
		2020 年	35.20	16.77	120.58	7.25
金诚汽车	宝马、凯迪拉克等	2019 年	11.14	1.77	31.93	0.58
		2020 年	11.27	2.12	34.67	0.76

资料来源：公司提供

公司汽车销售的经营模式为取得汽车品牌的区域经销权，建立标准化的 4S 汽车销售服务中心，开展整车、配件销售，提供售后保养、维修等服务。跟踪期内，公司享有宝马、MINI、凯迪拉克、别克、奥迪、上汽大通、北京现代、庆铃等品牌的区域经销权。采购方面，公司主要通过汽车厂家提供的汽车金融服务向上游采购，公司的汽车采购主要以承兑汇票、宝马金融、电汇等方式向厂家支付货款，厂家财务确认收款后安排物流启运。从前五大供应商集中度来看，因公司销售品牌集中，前五大供应商集中度高。

2020 年，公司对宝马系列汽车的采购量和采购均价均较 2019 年小幅增加，主要系新车型销售均价较高所致，现代系列采购情况较 2019 年持平，通用系列采购量和采购均价均较 2019 年小幅增加，但采购规模小。

表 13　汽车业务板块主要品牌采购情况表（单位：万辆、亿元、万元/辆）

项目		2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
宝马系列	采购量	3.34	3.53	0.96
	采购额	102.07	113.09	31.05
	采购均价	30.59	32.08	32.31
现代系列	采购量	0.06	0.05	0.00
	采购额	0.63	0.53	0.03
	采购均价	10.20	10.40	7.87
通用系列	采购量	0.40	0.49	0.14
	采购额	7.78	10.01	2.55
	采购均价	19.43	20.62	18.42

资料来源：公司提供

销售方面，公司对所售汽车的定价和结算模式为各 4S 店通过厂家指导和结合市场化的方式定价，遵循市场化销售方式，消费者主要通过现金和贷款的方式付款。从前五大集中度来看，公司下游主要面对消费者，集中度分散。

2020 年，公司通过销售宝马系列汽车形成销售收入 115.25 亿元，为整个汽车板块销售收入的主要来源，同比增长 8.68%；同期，通用和现代系列销售量分别同比小幅增长和小幅下降，但规模较小。

2019 年以来，宝马系列销售均价保持增长，现代和通用系列销售均价变动不大。公司汽车销售毛利率较低，其盈利点仍主要依靠售后服务方面，公司以低利润率的整车销售为客户基础，以高利润率的汽车售后服务为盈利点，并通过二者的良性互动增加客户粘性，实现稳健且持续的增长，2020 年，汽车板块实现汽车后市场服务 24.39 亿元，同比增长 6.60%。

表 14 汽车业务板块主要品牌销售情况表（单位：万辆、亿元、万元/辆）

项目		2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
宝马系列	销售量	3.36	3.47	1.02
	销售额	106.05	115.25	34.44
	销售均价	31.53	33.17	33.78
现代系列	销售量	0.08	0.05	0.01
	销售额	0.86	0.52	0.10
	销售均价	10.29	10.52	10.09
通用系列	销售量	0.39	0.46	0.13
	销售额	7.74	9.56	2.65
	销售均价	19.80	20.58	21.05

注：表中数据不包含售后维修和保养等售后服务收入
资料来源：公司提供

（4）房地产业务

2020 年，公司房地产新开工面积规模较大，签约销售额同比基本持平，截至 2021 年 3 月底，在建项目已实现部分资金回笼，但考虑到公司房地产项目地点主要集中在三四线城市、购买力及政策变动对其影响较大，存在一定去库存风险。

公司房地产经营主体为华都控股和实业投资。跟踪期内，公司保持以省内外三、四线城市为主要开发对象，涵盖普通住宅和商业地产类项目，以自主开发为主。

表15　近年来房地产业务经营主体财务情况

（单位：亿元）

公司简称	年份	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额
华都控股	2019 年	37.79	9.47	28.79	2.80
	2020 年	71.84	18.02	40.15	9.01
实业投资	2019 年	23.00	3.87	5.32	0.84
	2020 年	30.55	4.73	8.68	0.98

注：华都控股营业收入主要包含钢贸业务收入和房地产业务收入，钢贸业务占比较低；截至2020年底，华都控股权益规模增长主要系利润积累及其下属项目公司小股东增资等所致；2020年，华都控股利润总额同比大幅增长主要系其房地产项目集中交付所致，该部分毛利润占比在98%以上。

资料来源：公司提供

表16　近年来公司房地产开发及销售情况

（单位：万平方米）

指标	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
新开工面积	42.54	110.62	5.11
竣工面积	83.68	75.19	0.00
出售面积	38.54	47.39	13.31
签约销售额（亿元）	37.35	36.35	10.61
签约销售均价（万元/平方米）	0.97	0.77	0.80

注：出售面积包含销售住宅和商业面积，以住宅为主，签约销售额和均价仅计算住宅部分

资料来源：公司提供

受房产调控政策及公司滚动开发控制销售节奏的影响，公司房地产开发呈现一定的波动性。跟踪期内，公司房地产新开工面积同比大幅增至 110.62 万平方米，主要包括济宁国滨府、济宁金色兰庭三期、衢州花源里、松阳南城贰号、龙游国际建材家居城（二期）、龙泉美林悦府和浦江农产品批发市场（二期）等项目。2020 年，公司房地产项目竣工规模为 75.19 万平方米，主要系乐清虹南、衢州华都、湖州天元广场、松阳南城壹号及东阳横店星耀城一期等项目竣工所致；出售面积同比增至 47.39 万平方米，签约销售额同比基本持平；2020 年公司房地产签约均价同比小幅下降至 0.77 万元/平方米，2021 年一季度回升至 0.80 万元/平方米。

截至2021年3月底，公司房地产开发在建项目总投规模为207.87亿元，已投金额为114.14亿元，2021年内尚需投资28.06亿元。截至2021年3月底，公司在建房地产项目可售面积为166.55万平方米，已取得预售证尚未销售的面积为16.79万平方米，已回笼资金97.96亿元，其中，计入预收款项为53.31亿元，确认收入44.67亿元。

截至2021年3月底，公司无未开发的土地储备。

表17　截至2021年3月底主要房地产在建项目（单位：万平方米、亿元）

项目名称	位置	可售面积	取得预售证尚未销售的面积	截至2021年3月底竣工面积	计划完工时间	总投资规模	已回笼金额	截至2021年3月底已投金额	2021年4-12月投资额	预计2022年投资额	预计2023年投资额
济宁金色兰庭	山东济宁	98.40	1.96	137.30	2023 年	65.09	63.35	53.28	3.52	5.50	1.50
济宁国滨府	山东济宁	15.49	1.63	0.00	2023 年	59.10	10.00	14.55	9.50	10.00	10.00
玉环金沙湾	浙江台州	7.04	1.67	0.00	2023 年	11.25	4.59	6.60	2.60	1.50	0.50
衢州花源里	浙江衢州	0.00	0.00	0.00	2023 年	16.68	0.00	7.17	2.15	2.50	2.00
乐清天虹墅（公元1909）	浙江温州	2.15	1.20	0.00	2021 年	11.19	1.47	8.01	1.53	1.60	0.00
星耀城	浙江东阳市横店镇	18.05	4.88	12.61	2024 年	19.19	9.33	11.24	2.79	3.00	2.16
松阳南城贰号	浙江丽水市松阳县	8.96	3.85	0.00	2022 年	11.03	4.73	6.21	1.70	2.27	0.85
龙游国际建材家居城（二期）	浙江衢州市龙游县	2.87	1.45	0.00	2021 年	2.40	0.95	1.23	0.75	0.31	0.11

美林悦府	浙江省丽水市龙泉市	10.88	0.15	0.00	2022 年	9.60	3.54	5.41	2.55	1.14	0.50
浦江农产品批发市场（二期）	浙江金华市浦江县	2.71	0.00	0.00	2022 年	2.34	0.00	0.44	0.97	0.58	0.23
合计	--	**166.55**	**16.79**	**149.91**	--	**207.87**	**97.96**	**114.14**	**28.06**	**28.40**	**17.85**

注：已回笼金额是指预售后收回的资金总额
资料来源：公司提供

（5）其他业务

2020 年，公司其他业务主要由钢贸和化工业务为主，金融理财业务规模小。截至 2020 年底，小贷公司存在多笔涉诉贷款，基本存在增信措施。

公司其他业务为钢贸、化工、金融理财和新纳入合并范围的医药生产销售业务，2020 年分别实现收入 11.26 亿元、17.21 亿元、0.80 亿元和 15.23 亿元。

医药生产销售主营药品批发和药品零售业务，业务范围覆盖浙江省，主要集中在绍兴。2020 年实现收入 15.22 亿元，主要来自药品批发；公司医药生产销售毛利率约为 15.97%。

化工业务经营主体为明日控股和浙农爱普，跟踪期内化工业务规模同比大幅下降，主要系农业化工业务调整至农资业务板块核算所致；钢贸业务经营主体为华都控股，收入规模同比增长；金融理财业务经营主体为浙江农资集团投资发展有限公司（以下简称“投资公司”），收入同比小幅下降，截至 2021 年 3 月底，投资公司管理资产规模近 28.95 亿元，其中类固定收益投资约 9.4 亿元（含短期理财 5.9 亿元）、PE 投资约 2.6 亿元、小额贷款约 10.4 亿元、基金管理约 3.3 亿元、不良资产处置约 3.1 亿元等业务。

公司拥有的小额贷款业务由杭州市西湖区浙农小额贷款有限公司（以下简称“小贷公司”）和浙江浙农网络小额贷款有限公司（以下简称“网络小贷公司”）运营。

截至 2021 年 3 月底，小贷公司除供应链业务和个人消费贷业务以外均有抵押和担保，截至 2020 年底，小贷公司贷款余额 3.40 亿元，其中，个人贷款和垫款 2.51 亿元，企业贷款和垫款 0.89 亿元，风险拨备共 0.11 亿元，逾期贷款余额合计 0.79 亿元，共计提贷款损失准备 1100.39 万元。存在涉诉贷款 38 笔，涉诉金额 0.35 亿元，已累计计提贷款损失准备 0.11 亿元，涉诉贷款基本有房产抵押、股权质押、担保方（借款人的合作方或其实际控制人）担保等增信措施，另外，部分业务会根据授信总额追加收取一定比例保证金，减少风险敞口。小贷公司涉诉金额相对于公司整体利润规模小，风险可控。

网络小贷公司主要面向汽车金融、电子通信、物流运输、商贸流通等行业，其中汽车金融项目已比较成熟，是网络小贷公司的利润来源，下游客户比较分散。截至 2020 年底，网络小贷公司贷款余额 6.81 亿元，其中，个人贷款和垫款 5.27 亿元，企业贷款和垫款 1.54 亿元，风险拨备共 0.07 亿元，逾期贷款余额合计 0.16 亿元，共计提贷款损失准备 664.78 万元。

表18 其他业务经营主体2020年财务情况（单位：亿元）

公司简称	资产总额	权益	营业收入	利润总额
投资公司	33.84	11.84	0.80	0.80
小贷公司	4.53	2.28	0.47	0.20
网络小贷公司	10.12	10.00	0.26	0.11

资料来源：公司提供

2. 经营效率

公司经营效率较高，处于同行业较好水平。

2020 年，公司销售债权周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别同比下降至 46.10 次、6.92 次和 2.37 次，仍保持较好水平。从同行业对比来看，公司处在同行业较好水平。

表19　2020年同行业公司经营效率情况对比

（单位：次）

公司全称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
武汉供销集团有限公司	13.11	2.40	0.22
北京供销社投资管理中心	110.70	18.28	0.47
中国供销集团有限公司	13.87	4.54	1.07
公司	46.10	6.92	2.37

资料来源：联合资信整理

十、财务分析

1．财务概况

公司提供的 2020 年财务报告经中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2021 年 1－3 月财务数据未经审计。

2020 年底，公司纳入合并范围的一级子公司 13 家，较上年底增加 1 家，为新设的浙江农合有限责任公司；2021 年 1－3 月，公司合并范围较 2020 年底新增 1 家子公司，为浙江浙农华贸进出口有限公司。整体看，公司合并范围的变化对财务数据可比性影响小。

截至2020年底，公司（合并）资产总额为351.80亿元，所有者权益合计为93.33亿元（含少数股东权益67.67亿元）。2020年，公司实现营业总收入731.09亿元，利润总额23.18亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额为406.33亿元，所有者权益合计为99.07亿元（含少数股东权益72.04亿元）。2021年1－3月，公司实现营业总收入212.62亿元，利润总额4.95亿元。

2．资产质量

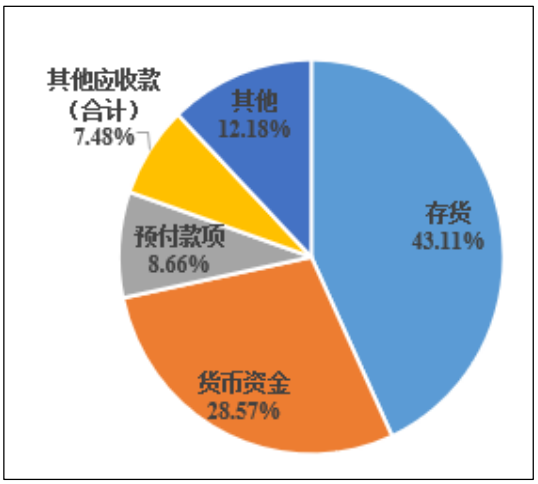
截至 2020 年底，公司资产规模快速增长，仍以流动资产为主。流动资产中，货币资金较为充足，但存货中开发成本规模大；非流动资产中，以成本法计量的可供出售金融资产和固定资产规模较大，整体资产质量尚可。

截至 2020 年底，公司资产总额为 351.80 亿元，较上年底增长 32.38%，主要来自流动资产的增加。截至 2020 年底，公司资产总额中流动资产占 79.41%，非流动资产占 20.59%。公司资产以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产为 279.35 亿元，较上年底增长 42.48%，主要系存货的增加。截至 2020 年底，公司流动资产主要由货币资金 79.80 亿元（占 28.57%）、应收账款 8.89 亿元（占 3.18%）、预付款项 24.19 亿元（占 8.66%）、其他应收款（合计）20.91 亿元（占 7.48%）、存货 120.43 亿元（占 43.11%）等构成。

图 2　截至 2020 年底公司流动资产构成



资料来源：公司审计报告，联合资信整理

截至 2020 年底，公司货币资金为 79.80 亿元，较上年底增长 29.69%，主要系银行存款的增加；货币资金中，银行存款为 60.64 亿元，其他货币资金为 19.15 亿元，剩余为少量库存现金；使用受限的货币资金为 14.08 亿元，受限比例一般。

截至 2020 年底，公司应收票据为 5.16 亿元，较上年底下降 27.67%，主要为银行承兑汇票 4.60 亿元和信用证 0.56 亿元，其中已质押的银行承兑汇票为 3.36 亿元。

截至 2020 年底，公司应收账款账面价值为 8.89 亿元，较上年底下降 15.68%；公司应

收账款按账龄组合计提坏账的账面余额为7.43亿元，账龄在1年以内的占98.77%，账龄短；公司对应收账款累计计提坏账准备0.14亿元，计提比例为1.58%。应收账款期末余额前五名单位合计占11.81%，集中度一般。

表20　截至2020年底公司应收账款前五名情况

（单位：万元）

单位名称	期末余额	款项性质	是否为关联方
客户一	3163.75	货款	否
客户二	2427.15	货款	否
客户三	1888.90	货款	否
客户四	1674.42	货款	否
客户五	1329.72	货款	否
合计	10483.94	--	--

资料来源：公司提供

截至2020年底，公司预付款项为24.19亿元，较上年底增长43.90%，主要是农资和塑化业务年底结合市场行情加大向上游预付规模所致。从账龄来看，账龄在1年以内的预付款项为24.12亿元，占98.17%，整体账龄短；集中度方面，期末预付款项前五名合计8.30亿元，占33.77%，集中度较高，主要为农资和汽车业务的预付货款。

公司其他应收款主要形成于与外部公司合作开发房地产项目，包括外部合作的房地产公司有明确抵押物和担保方式的委托贷款以及对于外部房地产公司按股权比例应配套的项目开发建设资金；此外，还包括部分小贷公司应收款项和应收房地产公司的保证金及押金。截至2020年底，公司其他应收款（合计）为20.91亿元，较上年底增长87.37%，主要系加大外部房地产公司的保证金和押金比例，及小贷业务规模增加所致。公司对其他应收款计提减值准备1.20亿元，综合计提比例为5.44%。集中度方面，公司其他应收款余额前五名合计占28.11%，集中度一般。

表21　截至2020年底公司其他应收款前五名情况

（单位：万元）

欠款方名称	账面余额	款项性质	是否为关联方
客户一	15000.00	保证金	否
客户二	14216.51	往来款	是
客户三	13000.00	保证金	否
客户四	8750.00	往来款	是
客户五	7796.05	往来款	是
合计	58762.56	--	--

资料来源：公司提供

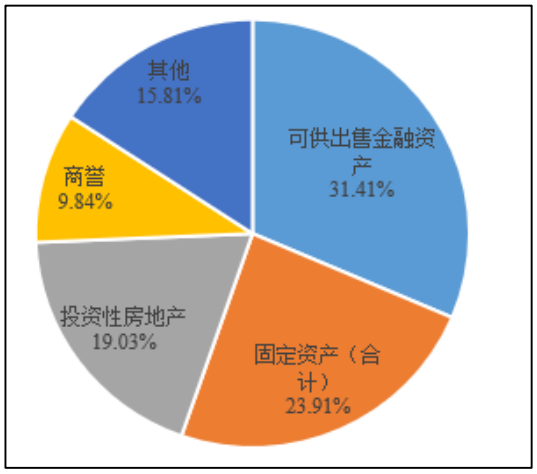
公司主营业务包括农资、塑化、房地产开发业务，存货规模大。截至2020年底，公司存货规模为120.43亿元，较上年底增长56.15%，主要来自房地产业务开发成本的增长；构成上以库存商品46.76亿元和开发成本57.63亿元为主；公司累计计提存货跌价准备0.80亿元，其中对库存商品计提跌价准备0.80亿元。

截至2020年底，公司其他流动资产为16.45亿元，包括银行理财产品13.84亿元。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产为72.44亿元，较上年底增长3.97%，主要由可供出售金融资产（占31.41%）、投资性房地产（占19.03%）、固定资产（合计）（占23.91%）、商誉（占9.84%）等构成。

图3　截至2020年底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

截至 2020 年底，公司可供出售金融资产 22.75 亿元，较上年底变动不大，主要为按成本计量的可供出售权益工具（16.44 亿元）。公司对可供出售金融资产计提减值准备 0.13 亿元，前五大可供出售金融资产规模为 11.06 亿元。2020 年，可供出售金融资产在持有期间取得投资收益为 3.34 亿元、处置可供出售金融资产产生的投资收益为 0.27 亿元。

表 22　截至 2020 年底公司可供出售金融资产前五大情况（单位：亿元）

被投资单位	期末余额
浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有限公司	4.70
杭州炳盛投资管理合伙企业(有限合伙)	1.81
杭州星跃企业管理合伙企业(有限合伙)	1.65
杭州至辰企业管理合伙企业(有限合伙)	1.60
永安基金二期“永富1号”	1.30
合计	**11.06**

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司投资性房地产为 13.79 亿元，较上年底增长 46.17%，主要是江虹路新大楼完工结转，其中，计入投资性房地产 4.49 亿元；公司对投资性房地产累计计提折旧 1.70 亿元。

截至 2020 年底，公司固定资产（合计）为 17.32 亿元，较上年底增长 22.98%，主要系江虹路新大楼完工结转，其中，计入固定资产 3.25 亿元。公司固定资产主要为房屋及建筑物（12.98 亿元）、机器设备（2.02 亿元）和运输工具（1.73 亿元）等。公司对固定资产累计计提减值准备 9.31 万元。

截至 2020 年底，公司在建工程（合计）为 1.22 亿元，较上年底下降 83.81%，主要系江虹路新大楼完工结转所致。

截至 2020 年底，公司无形资产为 4.51 亿元，较上年底下降 2.07%，主要为土地使用权 3.99 亿元。截至 2020 年底，公司商誉为 7.13 亿元，较上年底变动不大，主要为浙农股份商誉 2.79 亿元；公司包含商誉的相关资产组合进行了减值测试，根据测试结果，浙江浙农茂阳农产品配送有限公司相关资产组的商誉需计提减值准备 0.13 亿元，其余商誉期末未发生减值。

截至 2020 年底，除货币资金外，公司投资性房地产、固定资产和无形资产等受限规模合计约 18.44 亿元，受限比例为 5.24%。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额较 2020 年底增长 15.50%至 406.33 亿元，构成仍以流动资产（325.40 亿元）为主。截至 2021 年 3 月底，公司交易性金融资产较 2020 年底大幅增长至 15.76 亿元，主要为理财产品；存货较 2020 年底大幅增长至 150.20 亿元，其中农资和汽车销售等业务对应存货约 39 亿元，塑化业务对应存货约 40 亿元，房地产业务对应存货约 71 亿元；因会计政策变更新增使用权资产 4.45 亿元。其他科目变动不大。

3．所有者权益及负债

（1）所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益规模稳步提升，少数股东权益和未分配利润占比高。

截至 2020 年底，公司所有者权益为 93.33 亿元，较上年底增长 30.98%，主要来利润积累和少数股东权益的增加。截至 2020 年底，公司归属于母公司权益合计中实收资本占 21.44%、资本公积占 7.97%、盈余公积占 7.88%、未分配利润占 60.76%；所有者权益中归属于母公司所有者权益占 27.49%，少数股东权益占 72.51%，维持 2019 年底水平。2020 年，公司向股东分配现金股利 1.59 亿元。

表 23　近年来公司分红情况（单位：万元）

	2018 年	2019 年	2020 年
分红金额	9000.00	14670.00	15868.22

资料来源：公司提供

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益较 2020 年底增长 6.15%至 99.07 亿元，少数股东权益较 2020 年底增至 72.04 亿元。权益构成较 2020 年底变动不大。

（2）负债

跟踪期内，公司有息债务持续增长，构成以短期债务为主，整体债务负担较重。

截至 2020 年底，公司负债总额为 258.47 亿元，较上年底增长 32.89%，主要系流动负债增加所致。从构成来看，流动负债占 87.56%，非流动负债占 12.44%。公司负债仍以流动负债为主。

截至 2020 年底，公司流动负债为 226.32 亿元，较上年底增长 34.49%，主要系预收款项增加所致。截至 2020 年底，公司流动负债主要由短期借款（占 12.69%）、应付票据（占 19.19%）、应付账款（占 13.23%）、预收款项（占 33.59%）、其他应付款（合计）（占 13.72%）等构成。

截至 2020 年底，公司短期借款为 28.72 亿元，较上年底变动不大；主要包括保证借款（12.56 亿元，为合并范围内子公司的互相担保）、信用借款（11.22 亿元）和质押抵押借款（3.00 亿元）等。同期，公司应付票据为 43.42 亿元，较上年底变动不大，包括银行承兑汇票 41.69 亿元和国内信用证 1.73 亿元。

截至 2020 年底，公司应付账款为 29.95 亿元，较上年底增长 39.23%。从账龄来看，1 年以内的应付账款为 28.30 亿元，占 94.51%，整体账龄短。

截至 2020 年底，公司预收款项为 76.02 亿元，较上年底增长 100.73%，主要系济宁、安吉、龙泉等地房地产项目达到预售条件，预收房款增加所致。账龄在 1 年以内的占 82.54%，1～2 年的占 15.97%，整体账龄较短。

截至 2020 年底，公司其他应付款（合计）为 31.04 亿元，较上年底增长 15.71%。其中，其他应付款为 30.27 亿元，主要为暂借款 13.75 亿元（有息部分已纳入有息债务核算）、押金保证金 2.31 亿元和应付暂收款 9.42 亿元等。从集中度上看，其他应付款中期末余额前五名占总额的 21.51%，集中度一般。

表 24　截至 2020 年底公司其他应付款前五名情况

（单位：亿元）

单位名称/款项名称	账面余额	用途
兴合集团	4.00	暂借款
龙泉浙西南商贸物流市场开发有限公司	0.73	暂借款
济宁高新区财政局	0.71	政府扶持资金
钢材市场拆迁补偿款	0.60	拆迁补偿款
绍兴润众资产管理有限公司	0.48	暂借款
合计	**6.51**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债较上年底增长 54.75%至 8.31 亿元；同期，公司其他流动负债为“20 浙农控 SCP001”（5 亿元）。

截至 2020 年底，公司非流动负债为 32.15 亿元，较上年底增长 22.66%，主要系长期借款增加所致。截至 2020 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 69.02%）、应付债券（占 21.32%）和递延所得税负债（占 7.32%）等构成。

截至 2020 年底，公司长期借款为 22.19 亿元，较上年底增长 35.99%，主要系保证借款的增加所致；从构成来看，抵押借款为 2.15 亿元、保证借款为 5.40 亿元、信用借款为 9.65 亿元、抵押质押借款为 3.95 亿元。同期，公司应付债券 6.86 亿元，包括“19 浙农控 MTN001”和“华通转债”。

截至 2020 年底，公司全部债务为 127.42 亿元，较上年底增长 12.48%，其中，短期债务为 98.37 亿元，占 77.20%，长期债务为 29.05 亿元，占 22.80%，债务构成较 2019 年底变动不大。从债务指标来看，公司资产负债率较上年底持平，为 73.47%；全部债务资本化比率和长期债务资本化比率较上年底小幅下降至 57.72%和 23.74%，主要系权益规模增长所致。

截至 2021 年 3 月底，公司负债合计 307.26 亿元，较 2020 年底增长 18.88%。其中，短期借款较 2020 年底增长 43.11%至 41.10 亿元，系一季度加大向上游预付规模所致，应付票据

较 2020 年底增长 31.06%至 56.91 亿元，合同负债为 85.33 亿元，主要为房地产业务的预收款。其它科目及构成较 2020 年底变动不大。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务较 2020 年底增至 155.02 亿元，短期债务为 126.73 亿元，占比增至 81.75%。从债务指标来看，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 75.62%、61.01%和 22.21%。

4. 盈利能力

2020 年，公司收入和利润总额同比大幅增长，以投资收益为主的非经常性损益对公司利润形成有益补充，整体盈利能力良好。

2020 年，公司实现营业收入 731.09 亿元，同比增长 10.90%，营业成本 683.28 亿元，同比增长 9.12%。2020 年，公司营业利润率为 6.21%，同比增加 1.28 个百分点。

2020 年，公司期间费用为 27.58 亿元，同比增长 14.21%，主要由销售费用和管理费用构成，分别为 15.11 亿元和 9.83 亿元。公司财务费用为 2.45 亿元，同比下降 18.87%，主要系疫情期间的防疫贷款利率较低以及塑化业务票据理财利息收入较大所致。2020 年，公司期间费用率为 3.77%，较上年增加 0.11 个百分点。

非经常性损益方面，2020 年，公司实现投资收益 4.96 亿元，主要来自可供出售金融资产在持有期间获得的收益，为 3.34 亿元；发生资产减值损失 1.33 亿元，为坏账损失和存货跌价损失；营业外收入和其他收益合计 1.29 亿元。

2020 年，公司利润总额为 23.18 亿元，同比增长 61.82%，主要为经营性利润。盈利指标方面，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率均同比有所提升，分别为 10.29%和 19.35%，处于同行业企业的上游水平。

表25　2020年公司盈利能力同行业对比情况

（单位：亿元、%）

公司全称	利润总额	总资本收益率	净资产收益率
武汉供销集团有限公司	1.27	2.73	2.70
北京供销社投资管理中心	4.40	6.12	2.80
中国供销集团有限公司	12.96	3.33	2.54
公司	23.18	10.29	19.35

资料来源：联合资信整理

2021 年 1—3 月，公司实现营业收入 212.62 亿元，同比增长 66.08%；实现利润总额 4.95 亿元，同比增长 544.34%；营业利润率为 5.09%，同比增加 1.37 个百分点。2021 年一季度，非经常性损益对利润贡献小。

5. 现金流分析

2020年，公司经营活动现金流量净额规模较大，经营获现能力良好。考虑到公司目前主业规模及各业务版块资金需求，未来将保持一定对外融资需求。

经营活动方面，随着公司营业收入的增长，销售商品、提供劳务收到的现金及经营活动产生现金流入不断增加，2020年分别为819.81亿元和857.33亿元；公司购买商品、接受劳务支付的现金和经营活动现金流出随公司业务规模的扩大随之增加，2020年分别为765.45亿元和835.37亿元；公司收到其他与经营活动有关的现金同比有所增加，为36.09亿元，公司支付其他与经营活动有关的现金同比有所增长，为46.70亿元，主要为保证金、往来款等与经营有关的现金。2020年，公司经营活动现金流量净额同比增长34.62%至21.97亿元。从收入实现质量指标看，2020年公司现金收入比为112.14%，同比增加2.73百分点，公司收入实现质量保持较好水平。

投资活动方面，2020年公司投资活动现金流入同比增长5.37%至28.21亿元，主要系投资收益的增加及收回各项目的投资增加，其中，收回投资收到的现金为23.15亿元，取得投资收益收到的现金为3.48亿元；投资活动现金流出规模同比增长78.38%至37.58亿元，其中，投资支付的现金增长97.17%至33.08亿元；2020年，公司投资活动产生的现金流量净额为-9.36亿

元，同比转为大额净流出。

筹资活动方面，2020 年，公司筹资活动现金流入同比降至 83.72 亿元，筹资流入主要来自取得借款和发行债券；筹资活动现金流出同比下降，主要用于偿还债务；2020 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 5.08 亿元，同比转变为净流入。

2021年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额、投资活动产生的现金流量净额和筹资活动产生的现金流量净额分别为-2.03亿元、-2.35亿元和4.87亿元。

6. 偿债能力

公司长短期偿债指标尚可，考虑到公司经营稳健、经营获现能力好、经营效率较高、货币资金较为充裕、未使用授信额度充足、且持有一定规模理财产品，整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标来看，截至 2020 年底，公司流动比率和速动比率分别为 123.44%和 70.22%，较上年底分别增加 6.93 个和下降 0.46 个百分点。现金类资产是短期债务的 0.90 倍。截至 2021 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 120.15%和 64.29%，均较 2020 年底小幅下降；现金类资产是短期债务的 0.84 倍。

长期偿债能力指标方面，2020 年，公司 EBITDA/利息倍数为 6.60 倍，EBITDA 对利息支出的保障能力强；全部债务/EBITDA 倍数为 4.14 倍。

截至 2021 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2021 年 3 月底，公司获各家银行授信总额为 268.09 亿元，尚未使用授信额度 133.32 亿元，公司间接融资渠道较为通畅，子公司浙农股份为上市公司，具备直接融资渠道。

未决诉讼方面，截至 2020 年底，公司下属子公司浙江金鸿进出口有限公司（以下简称“金鸿公司”）代理上海启然国际贸易有限公司（以下简称“上海启然”）进口的鱼粉系上海启然伪造相关货物，无法出库，造成金鸿公司货款无法收回，金鸿公司已向公安机关报案，当期对上述事项计提坏账 600.00 万元，已累计计提减值 974.69 万元。此外，小贷公司存在涉诉贷款 38 笔，涉诉金额 0.35 亿元，已计提贷款损失准备 0.11 亿元，涉诉贷款基本有抵押或担保。整体规模不大，对公司经营的稳定性影响小。

7. 母公司财务分析

公司本部为融资控股平台，资产以长期股权投资和其他应收款为主，有息债务规模较上年底大幅增长，债务负担重；投资收益为本部利润来源，稳定性较好。

截至2020年底，母公司资产总额52.40亿元，较2019年底增长8.90%，其中，流动资产为21.85亿元，非流动资产为30.55亿元，构成以非流动资产为主。母公司资产主要包括其他应收款15.54亿元（主要为与子公司往来）、长期股权投资22.47亿元、投资性房地产7.04亿元，母公司货币资金4.97亿元（1194.26万元受限）。负债方面，截至2020年底，母公司负债总额41.08亿元，较2019年底增长10.23%，以流动负债为主，主要由短期借款6.40亿元、其他应付款7.49亿元、长期借款12.15亿元等构成。有息债务方面，截至2020年底，本部全部债务37.15亿元，构成以短期债务为主。截至2020年底，公司本部资产负债率为78.40%，较上年底变动不大；全部债务资本化比率为76.65%，较上年底增加4.75个百分点。所有者权益方面，截至2020年底，公司本部权益总额11.32亿元，其中实收资本5.50亿元，盈余公积2.22亿元，未分配利润2.17亿元，权益结构稳定。

盈利能力方面，2020年，母公司实现营业收入0.74亿元，期间费用1.16亿元，利润总额2.06亿元（上年同期1.97亿元），主要来自投资收益的贡献，近三年投资收益规模较大且较为稳定，分别为2.14亿元、2.61亿元和2.41亿元，为公司本部利润形成保障。

现金流方面，2020年，母公司经营活动现金流入量和流出量分别为5.33亿元和2.72亿元，主要为收到和支付其他与经营活动有关的现金，主要为收到的往来款和支付的管理费用等，2020年，母公司经营活动现金流量净额为2.62亿元，同比转为大额净流入。投资活动现金流量净额为-4.58亿元，主要以取得投资收益获得现金和购买理财产品的支出为主。筹资活动产生的现金流量主要由取得借款和偿还债务支付的现金构成，分别为13.03亿元和12.64亿元，筹资活动产生的现金流量净额为3.79亿元。

十一、存续期内债券偿还能力分析

公司 EBITDA 和经营活动现金流量净额对未来待偿债券本金峰值的保障能力很强。

截至本报告出具日，公司存续债券包括“19 浙农控 MTN001”，规模为 5.00 亿元，将于一年内到期，截至 2021 年 3 月底，公司现金类资产（剔除受限部分）是“19 浙农控 MTN001”的 17.82 倍，保障能力很强。

截至本报告出具日，公司未来待偿债券本金峰值为 5.00 亿元，经营活动现金流量净额和 EBITDA 对未来待偿债券本金峰值的保障倍数分别为 4.39 倍和 6.15 倍，保障能力很强。

表 26　公司存续债券保障情况

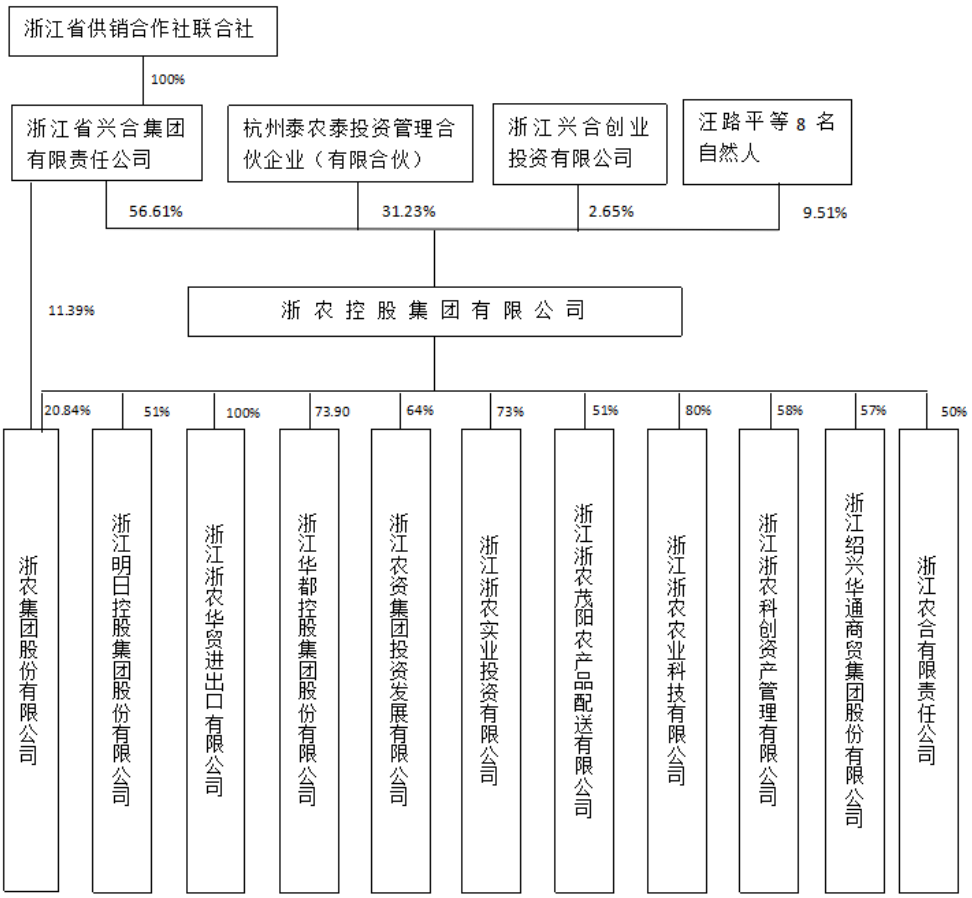
主要指标	指标值
本年度剩余应到期债券金额（亿元）	--
未来待偿债券本金峰值（亿元）	5.00
现金类资产/本年度剩余到期债券金额（倍）	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	171.47
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	4.39
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	6.15

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2.经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用 2020 年数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十二、结论

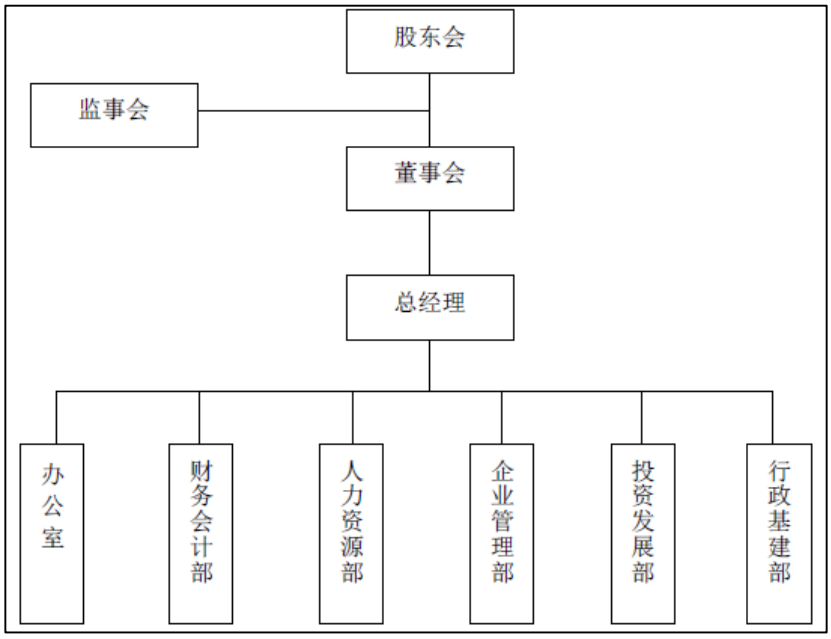
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，“19 浙农控 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件1-1　截至2021年3月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2　截至 2021 年 3 月底公司组织结构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	40.48	56.92	74.41	89.11
资产总额(亿元)	228.98	265.74	351.80	406.33
所有者权益(亿元)	52.20	71.25	93.33	99.07
短期债务(亿元)	102.14	90.28	98.37	126.73
长期债务(亿元)	5.29	23.00	29.05	28.29
全部债务(亿元)	107.43	113.28	127.42	155.02
营业总收入(亿元)	585.92	659.24	731.09	212.62
利润总额(亿元)	11.78	14.32	23.18	4.95
EBITDA(亿元)	16.46	20.85	30.75	--
经营性净现金流(亿元)	17.10	16.32	21.97	-2.03
财务指标				
销售债权周转次数(次)	59.84	47.33	46.10	--
存货周转次数(次)	8.46	8.36	6.92	--
总资产周转次数(次)	2.73	2.67	2.37	--
现金收入比(%)	117.70	109.41	112.14	111.45
营业利润率(%)	4.94	4.93	6.21	5.09
总资本收益率(%)	7.31	8.14	10.29	--
净资产收益率(%)	16.31	14.81	19.35	--
长期债务资本化比率(%)	9.20	24.40	23.74	22.21
全部债务资本化比率(%)	67.30	61.39	57.72	61.01
资产负债率(%)	77.21	73.19	73.47	75.62
流动比率(%)	104.16	116.51	123.44	120.15
速动比率(%)	61.47	70.68	70.22	64.69
经营现金流动负债比(%)	10.04	9.70	9.71	--
现金短期债务比(倍)	0.56	0.78	0.90	0.84
EBITDA 利息倍数(倍)	5.21	4.67	6.60	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.53	5.43	4.14	--

注：公司 2021 年 1-3 月财务数据未经审计；现金类资产中已扣除受限货币资金；其他应付款和其他流动负债中的有息债务已计入短期债务和全部债务

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.69	3.53	5.39	3.14
资产总额(亿元)	35.51	48.12	52.40	48.75
所有者权益(亿元)	8.90	10.85	11.32	11.05
短期债务(亿元)	13.00	12.64	20.01	18.61
长期债务(亿元)	0.00	15.12	17.15	15.93
全部债务(亿元)	13.00	27.76	37.15	34.54
营业收入(亿元)	0.23	0.44	0.74	0.16
利润总额(亿元)	1.27	1.97	2.06	-0.27
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	2.50	-0.92	2.62	-0.06
财务指标				
销售债权周转次数(次)	--	--	--	--
存货周转次数(次)	--	--	14.06	--
总资产周转次数(次)	0.01	0.01	0.01	--
现金收入比(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润率(%)	94.09	93.97	80.78	59.43
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	14.31	18.19	18.17	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	58.22	60.23	59.05
全部债务资本化比率(%)	59.35	71.90	76.65	75.76
资产负债率(%)	74.93	77.45	78.40	77.34
流动比率(%)	62.16	89.95	92.29	84.50
速动比率(%)	62.16	89.95	92.23	84.50
经营现金流动负债比(%)	9.49	-4.21	11.05	--
现金短期债务比(倍)	0.13	0.28	0.27	0.17
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数（倍）	--	--	--	--

注：母公司 2021 年 1-3 月财务数据未经审计，相关数据未年化

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-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
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/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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=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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的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。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的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，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 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。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。