

信用等级公告

联合[2019] 681 号

联合资信评估有限公司通过对浙农控股集团有限公司主体长期信用状况及拟发行的 2019 年度第一期中期票据进行综合分析和评估,确定浙农控股集团有限公司主体长期信用等级为 AA,浙农控股集团有限公司 2019 年度第一期中期票据信用等级为 AA,评级展望为稳定。

特此公告。



浙农控股集团有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果:

主体长期信用等级: AA

本期中期票据信用等级: AA

评级展望: 稳定

本期中期票据发行额度: 基础发行金额 3 亿元,
发行金额上限 5 亿元

本期中期票据期限: 3 年

偿还方式: 每年付息一次, 到期一次性还本付息

发行目的: 偿还到期债务

评级时间: 2018 年 12 月 12 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 9 月
现金类资产(亿元)	15.24	18.89	26.13	34.54
资产总额(亿元)	162.35	179.09	200.56	221.97
所有者权益(亿元)	38.81	39.77	46.20	46.91
短期债务(亿元)	70.73	76.41	87.31	101.11
长期债务(亿元)	5.70	14.75	13.80	6.32
全部债务(亿元)	76.43	91.16	101.11	107.43
营业收入(亿元)	323.84	370.32	497.55	419.01
利润总额(亿元)	7.76	8.46	10.50	4.94
EBITDA(亿元)	9.49	10.99	13.29	--
经营性净现金流(亿元)	10.00	13.67	14.83	13.88
营业利润率(%)	5.88	6.13	5.21	4.26
净资产收益率(%)	14.85	15.53	17.12	--
资产负债率(%)	76.09	77.79	76.97	78.87
全部债务资本化比率(%)	66.32	69.62	68.64	69.61
流动比率(%)	120.48	115.89	108.67	101.17
经营现金流动负债比(%)	8.55	11.07	10.64	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.06	8.29	7.61	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.46	8.62	11.50	--

注: 2018 年 1~9 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; EBITDA 利息倍数指标采用利息净额测算。

分析师

徐 璨 郭察理

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

评级观点

浙农控股集团有限公司(以下简称“公司”)是浙江省供销社系统内的重要子公司之一, 目前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, 联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)对公司的评级反映了其在浙江省供销社中的领先地位。近年来, 公司农资产品销售渠道完善, 塑化贸易和汽车销售业务规模逐年扩大且市场占有率不断提升, 化肥淡储业务持续获得政府补贴, 竞争优势显著。同时, 联合资信也关注到宏观经济波动、贸易行业竞争激烈、房地产市场波动以及公司债务负担重等因素对公司整体信用水平可能带来的不利影响。

公司 EBITDA 和经营活动产生的现金流量净额对本期中期票据保障能力强。基于对公司主体长期信用以及本期中期票据偿还能力的综合评估, 联合资信认为, 公司本期中期票据到期不能偿还的风险低, 安全性高。

优势

1. 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。近年来, 母公司浙江省兴合集团有限责任公司持续为公司提供项目支持资金, 且享受兴合集团给予的利率政策扶持。
2. 农资业务为公司传统业务, 在经营规模、销售网络、股东背景等方面具备显著竞争优势, 是最大的省级化肥经营企业。目前, 公司在 10 个省份设立了区域公司及 3000 多家各类农资连锁店, 并在七大口岸设有办事处, 销售网络完善, 规模优势较为显

著。同时，公司还承担着国家及浙江省的化肥淡季储备任务，近三年累计获得淡储补贴 8391.05 万元。

3. 公司汽车业务定位为销售中高端汽车，主要销售品牌包含宝马、奥迪、凯迪拉克、别克等。2017 年，公司宝马（含 MINI）品牌销量 2.67 万辆，占宝马在中国销量的约 5.23%，在全国 BMW 经销商集团和 MINI 经销商集团中综合表现均排名第一。
4. 公司经营获现能力良好，EBITDA 和经营活动产生的现金流量净额对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 国内贸易竞争激烈，公司塑化产品毛利率低，随着塑化产品经营规模的不断扩大，公司整体毛利率偏低。
2. 公司房地产项目均地处中国三、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，有一定去库存压力。
3. 公司债务规模大，短期债务占比高，存在一定短期偿债压力，整体债务负担重。考虑到公司房地产项目后续资金需求及金融业务多元化投资的开展，未来融资压力将持续存在。
4. 公司少数股东权益占所有者权益比重大，截至 2018 年 9 月底公司所有者权益合计 46.91 亿元，其中少数股东权益 32.20 亿元。

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

浙农控股集团有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

浙农控股集团有限公司（以下简称“浙农控股集团”或“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”），浙江农资集团由国家直接管理，注册资本为 15000 万元，其中浙江省兴合集团公司（后更名为浙江省兴合集团有限责任公司，以下简称“兴合集团”）持股 53.00%；浙江农资集团职工持股会持股 30.77%；郑军等自然人持股 16.23%。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集团和浙江农资集团有限公司（2017 年更名为浙农集团股份有限公司，以下简称“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 8 月，公司进行增资扩股，自然人股东及泰安泰投资以盈余公积 2780.93 万元转增注册资本，兴合集团及兴合创业以现金增资 3219.07 万元，增资扩股后股本变为 3.60 亿元。此外，公司于 2016 年 10 月进行股权转让，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”）；2017 年 1 月泰农泰投资将股权以 2019.39 万元转让给兴合集团；2017 年 6 月，吕亮等自然人将部分或全部股权以 162.66 万元转让给泰农泰投资。后经股东两次增资扩股，截至 2018 年 9 月底，公司注册资本为 5.00 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、兴合创业及 13 位自然人股东持股比例分别为 25.73%、2.65%和 15.01%。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，是公司的实际控制人。

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。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 2017 年底，公司资产（合并）总计 200.56 亿元，所有者权益合计 46.20 亿元（含少数股东权益 32.18 亿元）。2017 年，公司营业收入 497.55 亿元，利润总额 10.50 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司资产（合并）总计 221.97 亿元，所有者权益合计 46.91 亿元（含少数股东权益 32.20 亿元）。2018 年 1~9 月，公司营业收入 419.01 亿元，利润总额 4.94 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；法定代表人：汪路平。

二、本期中期票据概况

公司计划注册中期票据总额度为 8.00 亿元，本期拟发行 2019 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），基础发行规模为 3 亿元，发行金额上限为 5 亿元，发行期限 3 年，用于偿还到期债务。

本期中期票据每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2017年,在世界主要经济体维持复苏态势、中国供给侧结构性改革成效逐步显现的背景下,中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策,协调经济增长与风险防范,同时为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境,2017年中国经济运行总体稳中向好,国内生产总值(GDP)82.8万亿元,同比实际增长6.9%,经济增速实现2011年以来的首次回升。从地区来看,西部地区经济增速引领全国,山西、辽宁等地区有所好转。从三大产业来看,农业生产形势较好,工业生产稳步增长,服务业保持快速增长态势,第三产业对GDP增长的贡献率继续上升,产业结构持续改善。从三大需求来看,固定资产投资增速有所放缓,居民消费维持较快增长态势,进出口大幅改善。全国居民消费价格指数(CPI)有所回落,工业生产者出厂价格指数(PPI)和工业生产者购进价格指数(PPIRM)涨幅较大,制造业采购经理人指数(制造业PMI)和非制造业商务活动指数(非制造业PMI)均保持扩张,就业形势良好。

2018年上半年,中国继续实施积极的财政政策,通过减税降费引导经济结构优化转型,继续发挥地方政府稳增长作用,在防范化解重大风险的同时促进经济的高质量发展。2018年1~6月,中国一般公共预算收入和支出分别为10.4万亿元和11.2万亿元,收入同比增幅(10.6%)高于支出同比增幅(7.8%);财政赤字7261.0亿元,较上年同期(9177.4亿元)有所减少。稳健中性的货币政策在防范系统性金融风险、去杠杆的同时也为经济结构转型升级和高质量发展创造了较好的货币环境,市场利率中枢有所下行。在上述政策背景下,2018年1~6月,中国GDP同比实际增长6.8%,其中西部地区经济增速较快,中部和东部地区经济整体保持稳定增长,东北地区仍面临一定的经济转型压力;

CPI温和上涨,PPI和PPIRM均呈先降后升态势;就业形势稳中向好。

2018年1~6月,三大产业保持较好增长态势,农业生产基本稳定;工业生产增速与上年全年水平持平,但较上年同期有所回落,工业企业利润保持较快增长;服务业保持较快增长,仍是支撑经济增长的主要力量。

制造业投资增速有所加快,但房地产开发投资和基础设施建设投资增速有所放缓,导致固定资产投资增速有所放缓。2018年1~6月,全国固定资产投资(不含农户)29.7万亿元,同比增长6.0%,增速有所放缓。受益于相关部门持续通过减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施,民间投资同比增速(8.4%)仍较快。受上年土地成交价款同比大幅增长的“滞后效应”、抵押补充贷款(PSL)大幅增长推升棚改贷规模等因素影响,房地产投资保持较快增速(9.7%),但2018年以来棚改项目受理偏向谨慎以及房企融资渠道趋紧,导致2018年3月以来房地产开发投资持续回落;由于金融监管加强,城投公司融资受限,加上地方政府融资规模较上年同期明显减少导致地方政府财力有限,基础设施建设投资同比增速(7.3%)明显放缓;受到相关政策引导下的高技术制造业投资和技术改造投资增速较快的拉动,制造业投资同比增速(6.8%)继续加快。

居民消费增速小幅回落,但仍保持较快增速。2018年1~6月,全国社会消费品零售总额18.0万亿元,同比增速(9.4%)出现小幅回落,但仍保持较快增长。具体来看,汽车消费同比增速(2.7%)和建筑及装潢材料消费同比增速(8.1%)明显放缓;化妆品类、家用电器和音响器材类、通讯器材类等升级类消费,以及日用品类、粮油食品、饮料烟酒类等基本生活用品消费保持较快增长;此外,网上零售保持快速增长,全国网上商品和服务零售额同比增速(30.1%)有所回落但仍保持快速增长。中国居民消费持续转型升级,消费结构不断优化,新

兴业态和新商业模式发展较快，消费继续发挥支撑经济增长的重要作用。

进出口增幅有所回落。2018年1~6月，中国货物进出口总值14.1万亿元，同比增幅（7.9%）有所回落，主要受欧盟等部分国家和地区经济复苏势头放缓、中美贸易摩擦加剧等因素影响。出口方面，机电产品和劳动密集型产品出口额在中国出口总值中占比仍较大，服装与衣着附件类出口额出现负增长；进口方面，仍以能源、原材料产品为主，受价格涨幅较大影响，原油、未锻造的铜及铜材进口金额均实现36%以上的高速增长。

2018年下半年，国际主要经济体的货币政策分化、贸易保护主义、地缘政治冲突等因素使得全球经济复苏进程存在较大的不确定性，这将对未来中国经济增长带来挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策，货币政策保持稳健中性、松紧适度，同时深入推进供给侧结构性改革，继续加大对外开放力度，促进经济高质量发展。从三大需求来看，投资或呈稳中趋缓态势，主要由于全球经济复苏放缓态势及贸易摩擦短期内或将使制造业投资增速面临小幅回落的风险，且在房地产行业宏观调控持续影响下，房地产投资增速或将继续放缓。但是，受益于地方政府专项债的逆周期经济调节作用，基础设施建设投资增速有望回升。居民消费（尤其是升级类消费）有望维持较快增长，主要受益于鼓励居民消费、深入挖掘消费潜力以及消费体制机制不断完善，个人所得税新政下半年有望推出，以及部分进口车及日用消费品进口关税的进一步降低。进出口增速或将继续放缓，主要受全球经济复苏步伐的放缓、中美贸易摩擦的加剧等因素的影响。总体来看，2018年下半年中国消费有望维持较快增长，但考虑到固定资产投资稳中趋缓、进出口增速继续回落，经济增速或将继续小幅回落，预测全年经济增速在6.5%~6.7%。

四、行业及区域经济环境

1、农资行业

农资主要包括化肥、农药、农膜、种子、饲料、农机具等几大类商品，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。

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。2017年，中国化肥供给侧结构性改革初见成效，受到供求关系影响和原材料价格上涨推动，化肥产品市场价格出现恢复性增长，全行业实现扭亏为盈。2017年，中国累计生产农用氮磷钾化肥（折纯）6065.22万吨，同比下降2.61%。分品种来看，2017年氮肥总产量3834.88万吨，同比下降4.4%；磷肥、钾肥少量增加，分别实现产量1627.44万吨、599.69万吨。化肥总产量减少主要受尿素与磷酸二铵产量下降影响，当年二者产量分别下降9.2%和3.8%。

根据海关统计，2017年，中国共进口各类矿物肥料及化肥906.88万吨（实物量），同比增加9.78%；出口各种矿物肥料及化肥2518.97万吨，同比减少9.58%。其中，氯化钾进口同比增加10.48%，尿素出口同比减少47.51%。氯化钾进口增加主要因为国内价格高于国外价格，进口获益；尿素出口减少主要因为国际市场产能提高加上国内生产成本较高、国际价格低于国内价格，中国尿素出口竞争力下降。

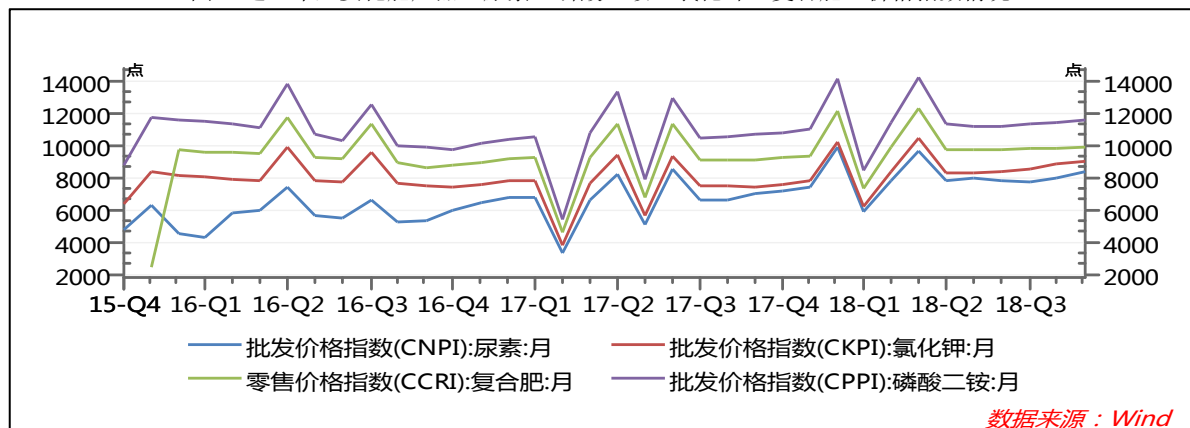
从需求端来看，根据统计局数据，2017年，中国化肥表观消费量稳中有升，同比增长0.7%至5527.1万吨。其中，中国尿素表观消费量同比下降10.69%，磷肥、钾肥同比增加4.31%、4.15%。农用化肥施用量呈现下跌趋势，其中农用氮肥、磷肥、钾肥施用量分别下降2.16%、1.55%、0.84%。

2017年，化肥产品价格上涨明显，除原材

料价格上涨、环保安全检查使得企业开工率下降等因素外，国际市场价格带动、运费及电价上涨等也是化肥产品涨价的原因。根据中国农资流通协会统计，2017年，尿素、磷酸二铵、氯化钾、复合肥批发价格指数分别上涨14.48%、

8.61%、2.52%、4.34%。截至2018年5月底，尿素（小颗粒）、磷酸二铵、氯化钾、硫酸钾复合肥国内市场价分别为6181.30元/吨、2696.00元/吨、2178.00元/吨、7680.00元/吨，均处于近3~5年来的高位。

图1 近三年主要化肥产品（尿素、磷酸二铵、氯化钾、复合肥）价格指数情况



资料来源：Wind 资讯

行业政策方面，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。2016年12月23日，国务院关税税则委员会公布了《关于2017年关税调整方案的通知》（以下简称“《方案》”），自2017年1月1日起实施。《方案》对化肥及相关产品出口关税做了较大幅度调整，取消尿素、磷酸二铵等产品出口暂定关税、降低复合肥出口关税等。当前尿素、磷铵、复合肥企业产能过剩，取消（降低）出口关税减少了企业的出口成本，有助于提高中国肥料产品的国际市场竞争力。2017年5月，财政部、国家税务总局正式公布简并增值税税率的实施细则，明确了从13%降至11%增值税税率的产品范围，化肥产品在本次调整的范围，自2017年7月起，新的增值税税率开始实施，新税率可一定程度上减少化肥生产及流通企业资金占用及生产销售环节的成本，在行业盈利水平欠佳的时期，为市场提供了利好。2018年1月1日，《中华人民共和国环境保护税法》正式实施，对纳税对象、应税污染物、具体税额及计算方法等方面进行诠释；环境保护税的出

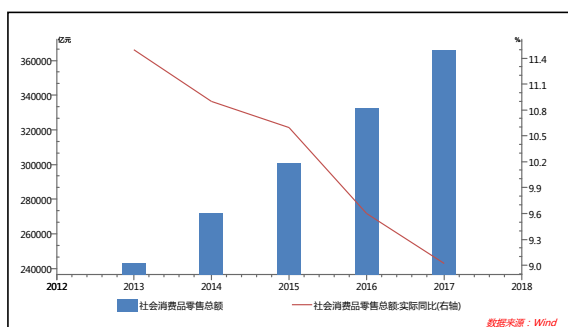
台是中国绿色化进程的重要里程碑，对改善环境质量，减少污染等都将发挥重要的作用。

总体来看，中国化肥行业产能过剩严重，主要品种价格受供需变化影响波动较大，2016年，化肥价格处于低位徘徊，部分化肥企业亏损严重，2017年以来，在原材料价格上涨、环保安全检查拉低开工率、国际市场价格带动等综合作用下，化肥价格呈上升态势；近年来，化肥行业主要优惠政策逐步取消，化肥产品正在向市场化进程迈进，化肥行业转型成为必然。

2、国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的态势，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。根据国家统计局数据，2017年全年社会消费品零售总额366262亿元，比上年增长9.02%。

图2 社会消费品零售总额及增长率情况
(单位：亿元、%)



资料来源：Wind 资讯

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，加强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。

国内经济低迷，导致大宗商品需求下降，产能过剩导致价格波动幅度大，内贸竞争激烈

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长较之前有所放缓。另外，人民生活水平显著提高，居民消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；资源环境约束日趋强化，资金、土地、劳动力等要素成本上升，国内贸易加快转变发展方式的迫切性进一步增强；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈，维护市场秩序的任务更加艰巨；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。

2014年以来，中国经济增速下降且仍处于转型期，第二产业增速将继续下降，煤炭等能源商品的需求持续下降。同时，房地产调控政策也影响了钢铁、建材等商品的需求。需求对过剩产能的消化仍在释放期，大宗产品等商品的需求仍不能有效支撑相关产品贸易的运行，国内贸易增速回落。

在未来几年内，国家主张积极完善生产资料现代流通体系。鼓励直采直供、网上购销；

支持生产资料流通企业向上下游延伸，形成供应链集成服务模式；将逐步完善佣金代理制，规范发展总经销和总代理；支持发展企业间的电子商务；鼓励具备条件的生产资料生产、流通企业发展内外贸结合的经营模式，建立跨国采购和销售网络；支持生产资料批发市场加快改造升级，提升物流配送、流通加工、价格发布、金融服务、信息引导等综合服务功能，形成一批全国性或区域性生产资料交易中心。

从行业参与者来看，随着贸易行业竞争的日益剧烈，贸易行业的发展趋势要求贸易企业由简单中间商向综合服务商转型。贸易企业通过提供物流、仓储、信息等综合服务获得新的生存支点，服务链的延伸成为未来的发展趋势，在新的竞争格局下资金实力雄厚、业务规模大、专业性强、管理水平高的公司在提供综合服务方面更具有优势，而中小贸易企业则由于综合服务能力的欠缺而制约其未来的发展。

3、汽车销售

2017年，中国汽车产销规模已连续9年蝉联全球第一，产销量分别为2994.20万辆和2887.89万辆，同比分别增长3.20%和3.04%，增速较上年大幅回落，重新步入低速增长。

2017年，中国乘用车市场总销量2471.83万辆，同比增长1.40%，增速较上年同期回落13.53个百分点，主要由于之前年度优惠政策“退坡”导致小排量轿车销售回落、小排量SUV增速下滑。分国别看，中国品牌乘用车共销售1084.67万辆，同比增长3.02%，占乘用车销售总量的43.88%，占有率同比提升0.69个百分点；德、日、美、韩、法系乘用车销量分别占乘用车总销量的19.62%、17.01%、12.30%、4.63%和1.84%，与上年相比，韩系和法系品牌销量均有明显下降(2016年两者销量份额分别为7.35%和2.64%)，其他外国品牌均呈增长态势，日系品牌增长最明显。

2017年，中国商用车市场总销量416.06万辆，同比增长13.95%，增速较上年增加8.15个百分点。分车型看，货车累计销售363.34万辆，

同比增长16.91%，增速进一步推升，一方面是环保压力下，电商快递物流、冷链运输等对轻型货车、新能源车的需求增长，另一方面由于国五油品标准、治超新规的执行以及产品配置升级，牵引车、重型货车销量持续攀升；客车累计销售52.72万辆，同比略有下降2.98%，主要源于城市、长途用中型客车以及城市、旅游用轻型客车的销量削减。

新能源汽车方面，尽管新能源推广补贴“退坡”、企业准入提升、监管核查趋严的政策环境对新能源企业的盈利和回款形成一定压力，新能源市场仍维持了高速增长，2017年累计销量达77.70万辆，同比增长53.25%（纯电动汽车和混合动力汽车销量分别增长59.41%和27.55%），增速与上年持平。纯电动车和插电式混合动力车两个细分领域的体量存在明显差距，前者实现销量65.20万辆，后者实现销量12.50万辆；新能源客车累计销售超过8万辆，同比出现下降，其中1~5月销量大幅下滑，6月起市场呈现复苏。

进出口方面，2017年，中国汽车整车进口结束2015年以来连续下降趋势，累计进口124.68万辆整车（同比增长15.77%），进口金额510.30亿美元（同比增长13.54%）；其中，轿车和越野车进口量较快增长，小型客车增速略低。同年，汽车整车累计出口106.38万辆（同比增长31.37%），出口金额140.57亿美元（同比增长23.05%）；其中，轿车出口增速同比大幅提升，载货车出口结束上年的下降态势，呈一定增长，客车出口增速同比有所减缓。目前，平行进口试点工作的推进一定程度上拓展了进口汽车产品的供给范围，丰富了消费者的购车选择；同时，近日出台了进口汽车整车和零部件关税下调的政策（2018年7月1日起执行），进口汽车购买门槛可能随之降低，促进了国内同等价位中高端汽车市场的竞争。

行业政策方面，2017年的市场态势受政策影响较为显著，新出台的多项政策主要集中于新能源汽车、能耗管理领域和汽车经销领域，对新能源汽车领域的生产端、消费端均形成了影响，并有意弱化品牌厂商对售后环节的垄断，

降低经销商的投资门槛和营运开支，放宽市场准入，推动销售、售后分离，以上政策的影响将延续至2018年。同时，中美贸易战项下的关税加征政策对相关整车厂商、品牌经销商以及潜在消费者的影响以及各方对该政策的应对方式仍有待关注。

2018年1~9月，中国汽车产销均完成2049.1万辆，产销量比上年同期分别增长0.9%和1.5%，比前8个月增速分别回落1.9和2个百分点。其中，商用车产销分别完成314.1万辆和323.1万辆，产销量比上年同期分别增长5.2%和6.3%；乘用车产销分别完成1735.1万辆和1726万辆，产销量比上年同期分别增长0.1%和0.6%。2018年前三季度中国汽车产销量保持增长，但增速持续回落，总体表现开始低于年初预期。

总体看，2017年以来，“购买1.6升及以下排量乘用车购置税减半”政策的“退坡”（2015年10月起实施，2017年1月起调整购置税率为7.5%）抑制了小排量车的快速增长，乘用车增速大幅回落，8月后逐步回落；而在国内房地产开发投资增速回升、大宗商品价格回升、物流需求持续的综合作用下，货车市场强势回升，但下半年销量增速已体现回落态势，新能源汽车延续高速增长。汽车经销企业为提升盈利能力，加大投入于汽车后市场。

4、区域经济环境

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。2017年，浙江全省生产总值（GDP）51768亿元，按可比价格计算，比上年增长7.8%，增速高于全国0.9个百分点。分产业看，第一产业增加值2017亿元，增长2.8%；第二产业增加值22472亿元，增长7.0%；第三产业增加值27279亿元，增长8.8%。三大产业比例为3.9:43.4:52.7。人均GDP为92057元，增长10.20%，按当年平均汇率折算，为13634美元。主要经济指标呈现平稳增长态势，增速快于全国。

从国内贸易来看，2017年浙江省社会消费品零售总额24308亿元，比上年增长10.6%。

按经营地统计,城镇消费品零售额 20168 亿元,增长 10.3%;乡村消费品零售额 4140 亿元,增长 12.2%。按消费类型统计,商品零售额 21750 亿元,增长 10.3%;餐饮收入额 2558 亿元,增长 13.8%。网络零售额 13337 亿元,增长 29.4%。农业方面,2017 年浙江省粮食总产量 768.6 万吨,比上年增长 2.2%。房地产方面,2017 年浙江省固定资产投资 31126 亿元,比上年增长 8.6%,固定资产投资价格上涨 5.8%。全年房地产开发投资 8227 亿元,比上年增长 10.1%,其中住宅投资 5646 亿元,增长 17.5%。商品房销售面积 9600 万平方米,增长 11.1%;商品房销售额 12340 亿元,增长 28.5%。

整体来看,浙江省社会消费需求旺盛,固定资产投资规模稳定增长,带动区域经济不断发展,总体竞争力持续提升,为公司提供良好的外部发展环境。

五、基础素质分析

1. 产权状况

公司股东为兴合集团、泰农泰投资、兴合创业和汪路平等 13 名自然人,分别持股 56.61%、25.73%、2.65%和 15.01%。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 2018 年 9 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 13 位自然人股东不存在重复,也未签订一致人协议,且不存在其他直接关联关系。

总体看,公司控股股东为兴合集团,实际控制人为浙江省供销社。

2. 企业规模及核心企业

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。

公司从事农资和汽车业务的经营主体为浙农股份、塑化业务由浙江明日控股集团股份有限公司(以下简称“明日控股”)、房地产业务有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 4 家子公司营业收入合计约占公司营业收入的 95%。

农资业务为公司传统业务,在浙江省级农资企业中,从经营规模、农资经营量、综合实力等方面来看,公司均名列前茅,区域行业龙头地位稳固。公司拥有众多知名农资产品的区域总经销商、总代理权,年销售化肥 290 万吨、农膜 2 万吨、农药销售额 10 亿元,其中在化肥领域,公司销售规模仅次于中国中化集团有限公司和中农集团控股股份有限公司,是最大的省级化肥经营企业。目前,公司在浙江、江西、江苏等 10 个省份设立了区域公司及 3000 多家各类农资连锁店,并在上海、宁波等七大口岸设有办事处,销售网络完善,规模优势较为显著。同时,公司与挪威、美国、加拿大、欧洲等国家主要化肥生产企业和贸易企业建立了长期战略合作关系,形成了面向全球的采购渠道。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支持和补贴,公司每年获得补贴收入等政府支持。2015~2017 年,公司分别承担国家化肥淡储 43 万吨、33 万吨和 5.75 万吨,年承担浙江省化肥淡储 12 万吨;近三年分别获得淡储补贴 3797.30 万元、2826.75 万元和 1767.00 万元。在农药领域,公司在发展自身业务同时,承担了浙江省省级农药应急储备职能,在救灾农药供应上发挥重要的作用。

塑化业务方面,公司目前是全国最大的塑化流通服务企业之一,塑化商品年销量超 300 万吨,主营 PE、PP、PVC、液体化工、精细化工、塑料薄膜等产品,公司已与中石化、中石油、中煤能源、新疆天业、埃克森美孚化工、沙特阿美等国内外大中型石化企业建立了战略合作关系,在华东、华北、华南、西南等主要

市场设立了分销服务网点，下游客户超万家，辐射全国市场。

汽车业务方面，公司汽车业务定位为销售中高端汽车，主要销售品牌包含宝马、奥迪、凯迪拉克、别克等，近年来，公司加快发展汽车业务，通过并购、新建 4S 店等方式扩大销售区域，提升市场占有率。2017 年，公司宝马（含 MINI）品牌销量 2.67 万辆，占宝马在中国销量的约 5.23%，在全国 BMW 经销商集团和 MINI 经销商集团中综合表现均排名第一，下属绍兴宝顺宝马 4S 店连续多年获宝马中国综合业绩排名冠军。截至 2018 年 9 月底，公司拥有汽车 4S 店 26 家。2017 年合计销售汽车 3.37 万辆。

房地产业务方面，公司房地产业务开始于 1993 年，具有多年房地产开发经验，业务布局在三、四线城市，分布于浙江、四川、山东等地，先后开发了龙游华都首府、龙游国际建材家居城、济宁金色兰庭、浙江农副产品批发市场等项目。截至 2018 年 9 月底，公司累计开发房地产建筑面积 632.35 万平方米。

整体看，公司作为浙江省供销系统主要农资服务主体，在化肥、农药等领域具有完善的购销网络与资源优势、塑化业务规模大，宝马品牌汽车销售市场占有率高，整体竞争力较强。

3. 人员素质

公司有董事会成员 11 人、监事会成员 3 人，全部高级管理人员 14 名，包括董事长 1 名，副董事长 2 名，总经理 1 名和其余 10 名董事及监事。

公司董事长汪路平先生，54 岁，大专学历，高级经济师。曾担任浙江省农业生产资料公司农膜部经理，明日控股总经理、董事长，浙江农资集团总经理，2005 年被中国商业企业管理协会评为第五届优秀创业企业家，现任浙农控股集团董事长、浙农股份董事长、中国农业生产资料流通协会副会长、浙江省农业生产资料流通协会会长。

公司总经理包中海先生，54 岁，研究生学

历，经济师，无海外居住权。曾任浙江省土产公司干部，浙江省土产副食品公司干部、人事科副科长，浙江省供销社（兴合集团）人事部副科长、科长，人事处调研员兼副处长，办公室主任，现任浙农控股集团总经理、浙农控股集团董事。

截至 2018 年 9 月底，公司共有职工 6932 人。从专业构成来看，销售人员占 27.94%，管理人员占 41.88%，科技人员占 16.43%，后勤人员占 13.75%；从学历构成来看，大专及以上学历占 64.93%，高中和中专学历占 22.42%，初中及以下占 12.65%；从年龄构看，30 岁以下占 45.61%，30~50 岁占 45.15%，50 岁以上占 9.24%。

总体看，公司高级管理人员行业工作背景丰富，大多具有多年的企业运作、管理实践经验；员工文化素质水平能够满足公司发展要求。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司按照《中华人民共和国公司法》等相关法律法规以及《公司章程》设立了股东会、董事会和监事会，建立了相对完善的法人治理结构。公司的股东会、董事会和监事会均按照《公司章程》独立有效运行。

公司设股东会，股东会由全体股东组成，为公司的权力机构。股东会会议每年至少召开一次，由股东按照出资比例行使表决权。

公司设董事会，由 11 名董事组成，其中董事长 1 名，副董事长 2 名。董事会人员按出资比例推选，其中兴合集团推选 6 人，泰农泰投资推选 3 人，自然人股东推选 2 人。董事会对股东会负责，经出资者授权，董事会可以行使出资者授予的职权，董事长为公司法定代表人。

公司设监事会，监事会由 3 人组成，其中 1 人为职工代表。非职工代表监事由兴合集团选派，职工代表由公司职工民主选举产生。

公司设总经理 1 人，由董事会聘任或解聘。总经理对董事会负责，主持公司的日常经营管理工作；组织实施董事会决议；组织实施公司

年度经营计划和投资方案；制定员工具体奖惩方案；制定公司具体规章等。

总体来看，公司治理结构较为清晰。内部职责分工明晰，组织结构设置能够满足公司经营管理的需要。

2. 管理水平

内部控制方面，目前公司严格按照《公司法》等法律法规的要求，规范经营运作，建立了较为完善的法人治理结构。公司制订完善了《公司章程》，并且制定和完善了包括《内部控制制度》、《重大突发事件应急预案（试行）》、《浙农控股集团有限公司担保及反担保管理办法》、《浙农控股集团有限公司银行间债券市场信息披露事务管理制度》等在内的公司治理规章制度，对财务会计、筹资管理、控股公司管理、担保管理、投资管理和关联交易等管理作出明确规定。公司董事会、监事会职责清晰，有明确的议事规则，并能够得到切实的执行。

财务会计制度方面，公司依照相关法律、法规，结合公司管理模式的特点，设立了两级会计核算。集团本部为一级会计核算机构，各子公司为独立的会计核算机构，负责对子公司本级及下属各分公司、经营部的核算，并每月向集团公司财会部报送会计报表。

投资管理方面，公司的投资管理制度要求任何纳入管理的投资项目，都必须由主办单位组织人员认真作可行性研究。公司对子公司根据注册资本规模分类，实行分类指导和管理，子公司有关投资项目均需报浙农控股集团投资发展部备案，并根据子企业规模实行分级管理，部分项目根据投资总额的不同，除企业经营班子讨论通过外，需报浙农控股集团审核同意，或经由企业董事会审议通过、股东会批准。

资金管理方面，公司依照“资金集中、统一调度”的流动资金管理原则，严格用款审批手续制度。公司实行资金定额管理，对资金支付实行预算内的限额审批的办法；集团公司资金统一筹措、调配。子公司不得对外拆借资金、

不得对外担保，未经集团公司批准子公司之间不得互相借款及相互担保。为防控短期资金流动性风险，集团公司向金融机构办理集团授信额度，实现内部授信额度统一调配，同时充分利用金融市场加强融资能力，降低流动性风险。

对下属子公司管理方面，公司对其控股子公司制定了规范的管理办法，对子公司的重大决策、主要管理者的任免、财务会计制度的制定、财务人员的配备以及劳动薪酬等进行了规范化管理。子公司的所有对外投资、重大资产购置和处置、新行业业务开拓都必须得到集团公司的审批同意，也建立健全了内部审计和财务检查制度，保障了对子公司的管控力度。

总体来看，公司治理结构较为清晰，内部职责分工明晰，组织结构设置能够满足公司经营管理的需要。

七、经营分析

1. 经营现状

公司是集农资、塑化、汽车、外贸、房地产开发为一体的大型多元化企业，2015~2017年，公司主营业务收入快速增长，年均复合增长23.82%，分别为322.46亿元、367.70亿元和494.41亿元。农资、塑化和汽车销售业务突出，是公司主营业务收入的重要来源，近三年合计对主营业务收入贡献均在80%以上，其中塑化业务增速快，占比逐年提升，2017年实现收入240.09亿元，占主营比重为48.56%，为公司第一大收入来源；近三年，公司传统农资业务收入波动下降，占比逐年下滑，2017年实现收入61.40亿元，占主营比重为12.42%；汽车销售业务收入增长迅速，年均复合增长26.34%，2017年实现收入111.23亿元，占主营比重为22.50%，逐渐成为公司第二大收入来源；公司外贸和地产业务发展稳定，2017年分别实现收入18.43亿元和18.08亿元，同比变化不大，分别占主营业务收入的3.73%和3.66%；其他业务由化工、钢贸、金融理财等构成，近三年收入规模呈现持续增长趋势，主要来自化工业务规

模的增长。

从毛利率情况看，近三年，公司主营业务毛利率持续下滑，2017年为5.16%，主要系毛利率较低的塑化业务规模扩大所致。近三年，公司农资业务利用自身相关资源优势，做好行情预判，把握购销节奏，毛利率持续增长；塑化业务毛利率水平较低，且呈波动下降趋势，主要受塑化市场竞争激烈，销售价格较为透明以及聚氯乙烯产品的毛利率下降等综合因素影响；房地产业务毛利率波动增长，去库存情况良好，2017年毛利率同比增加6.49个百分点至25.82%，但其占主营业务收入比重小，对公司整体影响不大。汽车和外贸业务毛利率波动不大，2017年分别为7.30%和3.86%。

2018年1~9月，公司实现主营业务收入416.42亿元，同比增长17.10%，其中除外贸和房地产业务外，其余板块收入同比均呈现不同

程度增长。毛利率方面，公司综合毛利率3.99%，同比减少0.50个百分点，其中农资业务受采购均价增长速度高于销售均价增速，毛利率同比减少1.39个百分点至6.67%；外贸业务毛利率同比增加1.40个百分点，主要为毛利率较高的办公家具等产品占比提升，而毛利率较低的服装纺织类产品销售占比下降所致；汽车销售业务受行情影响毛利率有所下滑；其余板块同比变化不大。

表1 公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

营业收入	2015年			2016年			2017年			2018年1-9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	68.10	21.12	7.46	50.06	13.61	7.93	61.40	12.42	8.52	61.42	14.75	6.67
塑化	132.03	40.95	2.02	166.69	45.33	2.46	240.09	48.56	1.59	210.19	50.48	1.52
汽车	69.68	21.61	7.71	88.93	24.19	8.07	111.23	22.50	7.30	87.78	21.08	5.76
外贸	17.27	5.36	4.14	18.69	5.08	3.68	18.43	3.73	3.86	8.62	2.07	5.01
房地产	15.43	4.78	20.41	17.59	4.78	19.33	18.08	3.66	25.82	10.28	2.47	18.46
其他	19.95	6.19	13.60	25.75	7.00	11.93	45.16	9.14	6.59	38.13	9.16	5.05
合计	322.46	100.00	6.11	367.70	100.00	6.09	494.41	100.00	5.16	416.42	100.00	3.99

资料来源：公司提供

（1）农资业务

农资业务为公司的传统业务，主要由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负责，主要经营化肥、农药、农膜三种产品，其中化肥销售占90%以上。以下分析以化肥产品为主。

表2 农资板块子公司2017年财务情况（单位：亿元）

子公司名称	经营范围	资产总额	权益	营业收入	利润总额
惠多利农资有限公司	化肥、农药销售	20.71	4.99	44.10	0.72
浙江浙农爱普贸易有限公司	化肥、化工产品销售	15.93	7.52	22.04	1.41
浙江农资集团金泰贸易有限公司	农药，兼营化肥等	3.34	1.52	7.21	0.17
浙江石原金牛化	农药加工、分	1.66	1.21	2.34	0.24

子公司名称	经营范围	资产总额	权益	营业收入	利润总额
工有限公司	装、销售				

资料来源：公司提供

注：上述企业为浙农股份子公司；惠多利：以尿素、复合肥销售为主；爱普：以钾肥销售为主；金泰：以农药批发、销售为主；石原：以分装、加工、销售日本为主，各子公司在产品、市场上的侧重存在差异。

公司农资业务的运营模式为“统一采购、区域经销、网络销售”，即公司与上游供应商建立了长期业务合作关系，统一确定战略合作数量，按月制定月度采购计划，争取资源。同时，公司在省内外建立区域公司和配送中心，辐射主要销售区域，最终通过农资连锁网络实

现批零对接。

资料来源：公司提供

表3 公司主要农资产品销售量情况表
(单位: 万吨)

产品种类	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
化肥	282.42	253.85	290.80	273.31
农药	1.11	1.17	1.18	0.85
农膜	1.76	1.74	1.65	0.98

资料来源：公司提供

化肥业务

公司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。公司目前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，不断强化化肥货源基地建设，与中化、中农、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。此外，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支持和补贴，公司每年都获得补贴收入等政府支持。2017 年，公司化肥年销量为 290.80 万吨；化肥淡储储量 17.75 万吨，获得补贴 0.18 亿元。

表4 近三年公司承担化肥淡储任务和获得补贴情况

年份	淡储数量 (万吨)		淡储补贴 (万元)	
	国家	浙江	国家	浙江
2017 年	5.75	12.00	206.70	1560.30
2016 年	33.00	12.00	1289.00	1537.75
2015 年	43.00	12.00	2033.00	1764.30

表5 公司化肥主要品种采购情况 (单位: 万吨、万元、元/吨)

项目		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
尿素	采购量	139.44	114.15	120.93	120.27
	采购额	221828.53	136155.72	183224.58	219808.45
	采购均价	1590.89	1192.74	1515.19	1827.64
钾肥	采购量	88.97	82.70	95.46	86.06
	采购额	182851.17	130208.53	164755.36	171353.14
	采购均价	2055.09	1574.50	1725.92	1991.12
复合肥	采购量	50.79	35.69	53.20	46.66
	采购额	130603.17	76827.48	118222.91	113557.76
	采购均价	2571.49	2152.82	2222.23	2433.51

资料来源：公司提供

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，主要负责公司化肥采购和调运管理。此外，为保障农资供应，公司与中海化学、巨化股份、灵谷化工、晋丰煤化、国投罗钾、河南晋开、奎屯锦疆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，年进口复合肥及钾肥 50 多万吨，公司采用锁定外汇远期以规避汇率风险。2015~2017 年，公司化肥主要品种尿素采购量呈现波动下降趋势、钾肥和复合肥采购量均呈波动增长趋势，其中 2016 年，采购量下降系农业行情低迷所致。2017 年上述产品分别采购 120.93 万吨、95.46 万吨和 53.20 万吨，同比分别增长 5.93%、15.43%和 49.07%；从采购价格看，三种产品采购均价均呈现波动下降态势，其中 2016 年各产品采购均价下降明显主要系受到化肥恢复征收增值税及市场供过于求的影响，农资整体行情较为低迷导致价格下滑所致；2017 年农资行情整体回暖，各产品采购均价回升。2018 年 1~9 月，尿素、钾肥和复合肥采购均价分别回升至 1827.64 元/吨、1991.12 元/吨和 2433.51 元/吨。结算方面，主要以现款和银行承兑汇票结算为主。2017 年，前五大供应商占总采购额比重 30.03%，集中度较高。

存储方面，公司现有仓储设施面积约 30 万平方米，可储备化肥近 70 万吨，其中，自有仓储设施 16 万平方米以上，可储备化肥 30 万吨以上。在浙江省内，惠多利拥有 39 家县市级区域配送中心，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，公司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 2018 年 9 月底，公司以“惠多利”为统一品牌，以连锁经营方式，有 3000 多个农资连锁网点。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

网点销售给农民使用。公司对最终端连锁店或经销店主要以参股形式持有股权，视不同客户采取赊销、现款等结算方式，不存在货款长期被占用的情况。公司的主要化肥品种在浙江地区市场销售占有率达 70%；在江苏、江西，公司的主要化肥品种销售占有率达 20%。化肥销售量、销售规模在全国省级农资企业排名居前。公司农资产品销售以现款结算为主。2017 年，公司前五大销售客户占总销售金额 4.93%，集中度低。近三年，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。2018 年 1~9 月，尿素、钾肥和复合肥的销售均价分别为 1867.31 元/吨、2025.36 元/吨和 2576.62 元/吨，较 2017 年底的增速低于采购均价的增速。

表 6 公司农资业务板块主要品种销售情况表（单位：万吨、万元、元/吨）

项目		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
尿素	销售量	136.55	118.14	120.81	113.63
	销售额	233600.08	151756.71	188260.09	212184.54
	销售均价	1710.79	1284.52	1558.33	1867.31
钾肥	销售量	80.31	82.34	90.87	83.39
	销售额	181484.54	146427.91	168241.87	168895.87
	销售均价	2259.86	1778.39	1851.53	2025.36
复合肥	销售量	52.25	38.71	50.57	44.53
	销售额	153606.87	93585.71	124860.17	114738.73
	销售均价	2939.98	2417.33	2469.21	2576.62

资料来源：公司提供

农药业务

公司农药经营品种 2000 余个，长期合作终端客户 2000 余家，在省内杭州、宁波、宁海、嘉兴乍浦、桐乡、温州、台州、湖州，省外湖北、江西、江苏、湖南、山东济南设有经营机构。与德国拜耳、瑞士先正达、美国陶氏、日本住友、浙江新安化工集团、浙江新农化工等国内外知名农药生产企业建立了业务合作关系。2017 年，公司农药年销量 1.18 万吨，同比变化不大。主要经营的农药品种有杀虫剂、杀菌剂、除草剂等，主要的品牌有：锐劲特、达科宁、杀毒矾、敌敌畏、科佳、福气多、福帅

得、隆施等；同时，公司承担了浙江省省级农药应急储备任务。子公司浙农股份与日本石原产业株式会社合资成立的浙江石原金牛化工有限公司，在杭州下沙经济技术开发区高新科技化工园区建有国家定点农药生产加工基地，自行研究开发生产的品种有乐杀螟、耕丰等多个品种。

农膜业务

公司农膜业务在杭州、嘉兴、金华等地区设立专业销售公司，主要经营各种微地膜、普通膜、防老化膜、长寿无滴膜、三层共挤复合膜以及西瓜、草莓等专用农地膜，自行生产的

“明日”、“星光”牌农地膜得到了市场认可，并获得国家质量免检资格。2017年，公司农膜年销量达1.65万吨，同比有所下降。

（2）塑化业务

公司塑化业务主要运营主体为明日控股，经营模式是传统的购销经营。

表7 明日控股2017主要财务数据（单位：亿元）

子公司名称	经营范围	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	32.67	5.79	258.69	2.01

资料来源：公司提供

公司塑化业务包括塑料原料、化工原料及制品的销售，主要包括聚乙烯（PE）、聚丙烯（PP）和聚氯乙烯（PVC）等塑料原料类，并

有少量甲醇、乙二醇等液体、片碱等固体化工原料产品。公司拥有稳定的上游大型石化企业作为供应商，下游客户资源以工厂为主。公司作为塑化业务的中间商，采用市场化定价机制，采购方式主要为以销订采。目前，公司与中石化、中石油系统，新疆天业、三圆石化、上海赛科、扬子-巴斯夫、埃克森美孚化工、DOW化学等国内外知名石化企业建立了战略合作。业务模式以自营为主，公司通过期货、期权工具对库存商品进行套期保值来规避价格波动风险。在结算模式上，国内购销主要采用现款和银行承兑汇票结算，需预付90%，进口采购和转口销售主要以美元结算，采用信用证方式，通过外汇远期、外汇期权和外汇期权组合来规避汇率风险。账期方面，下游主要客户账期为7天左右，个别客户账期1个月内，基本以国内销售为主，出口及转口外销占比较小。

表8 公司塑化业务采购情况（单位：万吨、万元、元/吨）

项目	2015年	2016年	2017年	2018年1-9月
聚乙烯	采购量	60.71	81.07	104.52
	采购额	490987.00	653629.36	879961.31
	采购均价	8087.95	8062.65	8418.91
聚氯乙烯	采购量	59.39	55.69	77.22
	采购额	269660.68	281018.00	429095.68
	采购均价	4540.71	5046.27	5556.77
聚丙烯	采购量	71.16	99.36	128.32
	采购额	496737.97	660761.07	944386.97
	采购均价	6980.73	6650.19	7359.34

资料来源：公司提供

近三年，公司不断扩大塑化贸易规模，各产品采购量均呈增长态势，2017年，公司聚乙烯、聚氯乙烯和聚丙烯的采购量分别为104.52万吨、77.22万吨和128.32万吨，同比分别增长28.93%、38.66%和29.15%；均价分别为8418.91元/吨、5556.77元/吨和7359.34元/吨，较前两年采购均价均有所上升。在采购方式上，公司90%以上是和上游石化厂等长期合作的供应商采取签订年度框架或总量合同，其余临时

采购采取一单一签合同，作为货源补充。公司塑化业务采购前五大供应商占总采购金额比重30.88%，集中度较高。

销售方面，公司客户以省内实体企业为主，辐射上海、福建、安徽等省市。近年来，面对国内塑化行业持续呈现普遍亏损局面，公司坚持以快销为主，适度加大临时采购力度，加快周转速度，优化库存结构的方式保证塑化业务的稳步运营。近三年，公司塑化主要产品的销

售量和销售均价变动趋势与采购趋势基本吻合。2017 年，前五大下游客户占总销售规模的 4.28%，集中度较低。

表 9 公司塑化业务主要品种销售情况（单位：万吨、万元、元/吨）

项目		2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
聚乙烯	销售量	60.31	78.76	104.29	89.69
	销售额	498396.00	647478.50	890274.84	762828.60
	销售均价	8263.79	8220.97	8536.30	8504.88
聚氯乙烯	销售量	57.61	56.87	76.91	62.66
	销售额	268689.88	295102.72	434175.93	369902.22
	销售均价	4663.75	5189.22	5645.57	5903.28
聚丙烯	销售量	70.61	97.26	127.95	102.33
	销售额	504407.06	654337.98	949199.70	832393.38
	销售均价	7143.36	6727.77	7418.36	8134.32

资料来源：公司提供

整体看，塑化行业竞争激烈，价格透明度高，该业务盈利能力偏弱，公司作为全国最大的塑化分销商之一，在华东地区拥有较高行业地位，近三年规模不断扩大，成为公司营收重要增长点。

（3）汽车

公司汽车经销以浙江省内为主，经营主体为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”）。

表 10 汽车板块 2017 年经营主体主要财务指标
（单位：亿元）

子公司名称	经营品牌	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	32.48	8.79	88.54	3.20
金诚汽车	宝马、凯迪拉克等	9.42	1.18	25.11	0.46

资料来源：公司提供

近三年，公司通过新建和收购 4S 店方式，加快汽车业务板块的拓展，2015~2017 年公司通过收购获得汽车 4S 店的投资规模分别为 4360 万元、28422 万元、19375 万元。目前公司汽车销售的经营模式是：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。公司取得了宝马、MINI、凯迪拉克、别克、韩国现代、北京现代、庆铃等品牌的区域经销权。公司汽车板块的定价、结算模式为所有 4S 店均通过厂家指导结合市场化的方式定价、市场化销售，销售以现金结算方式为主。公司在采购环节主要是利用厂家为经销商提供的汽车金融服务，在销售环节主要是合作银行为消费者提供的汽车按揭。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。截至 2018 年 9 月底，公司拥有 4S 店 26 家，经营设施总面积约 30 万平方米，主要位于浙江省内，其中位于杭州的门店 8 家。4S 店门店中自建及收购 15 家，面积 20 万平方米，其余 11 家系租赁，租赁面积约 10 万平方米，租期通常为 15~20 年。

近三年，公司宝马和通用系列汽车采购额不断增长，受政治因素影响，韩国现代系列汽车采购量持续下降，公司汽车销售不涉及从国外进口整车的情况。

表 11 汽车业务板块主要品牌采购情况表（单位：辆、万元、万元/辆）

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
----	--------	--------	--------	--------------

宝马系列	采购量	16488.00	21721.00	27745.00	21252.00
	采购额	497046.27	645075.08	845071.07	661233.77
	采购均价	30.15	29.70	30.46	31.11
现代系列	采购量	1916.00	1895.00	1353.00	914.00
	采购额	22114.29	20938.87	12982.13	9205.74
	采购均价	11.54	11.05	9.60	10.07
通用系列	采购量	1224.00	2498.00	3593.00	3517.00
	采购额	29312.34	50024.87	70549.84	69405.96
	采购均价	23.95	20.03	19.64	19.73

资料来源：公司提供

公司汽车业务板块销售对象主要面对个人。销售主要以现金结算方式为主，4S 店须待财务确认收到车款后，车辆才做出库，不存在赊销模式。近年来，公司宝马汽车实现销售收入在汽车业务营业收入占比持续提高。2015~2017 年，公司主要品种宝马、现代和通用系列合计销售量分别为 26692 辆、1276 辆和 3574 辆，同比分别增长 20.28%、下降 34.60%和增长 41.21%。公司多家 4S 店在全国同品牌 4S 店中业绩排名前列。

近三年，公司宝马系列销售均价基本稳定，通用和现代系列汽车销售价格持续下滑。

受杭州市汽车摇号政策和萨德事件等因素影响，汽车销售价格难以提升，公司汽车盈利点主要来自于售后服务方面，公司以低利润率的整车销售为客户基础，以高利润率的汽车后服务为盈利增长点，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。2015~2018 年前三季度，汽车售后服务收入占汽车销售收入比例分别为 12.16%、13.07%、13.50%和 14.00%，占比不断提升；汽车售后服务业务中维修车辆分别实现 18.77 万辆、26.46 万辆、32.96 万辆、26.74 万辆。

表 12 汽车业务板块主要品牌销售情况表（单位：单辆、万元、万元/辆）

项目		2015 年度	2016 年度	2017 年度	2018 年 1-9 月
宝马系列	销售量	16447.00	22191.00	26692.00	20561.00
	销售额	537078.38	683634.36	836319.88	644619.86
	销售均价	32.66	30.81	31.33	31.35
现代系列	销售量	1913.00	1951.00	1276.00	842.00
	销售额	23121.85	22689.37	13604.78	8640.85
	销售均价	12.09	11.63	10.66	10.26
通用系列	销售量	1131.00	2531.00	3574.00	3300.00
	销售额	28438.31	52777.75	71672.31	65702.82
	销售均价	25.14	20.85	20.05	19.91

资料来源：公司提供

（4）房地产

公司房地产经营主体为华都控股和实业投资。公司自1993年开始房地产开发业务，以省内外三、四线城市为主，涵盖普通住宅类和商业地产类项目，以自主开发为主。

表 13 房地产业务经营主体 2017 年财务情况

（单位：亿元）

子公司名称	资产总额	权益	营业收入	利润总额
-------	------	----	------	------

华都控股	34.04	8.52	25.51	1.80
实业投资	8.75	2.76	3.21	0.61

资料来源：公司提供

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。

表14 近年来公司房地产开发及销售情况
(单位：万平方米)

指标	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 1-9 月
新开工面积	--	22.20	76.43	73.59
竣工面积	30.62	89.91	20.10	4.21
出售面积	28.81	44.53	33.38	44.07
签约销售额(亿元)	21.07	24.21	33.77	38.88
签约销售均价 (万元/平方米)	0.88	0.89	1.18	1.01

资料来源：公司提供

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。

受房产调控政策影响，公司房地产开发呈现一定的波动性，2017年受地产回暖影响，公司新开工面积大幅增长54.23万平方米至76.43万平方米，主要来自安吉龙山、济宁兰庭和乐清天元广场等；出售面积33.38万平方米，主要来自乐清天元广场、安吉龙山、济宁兰庭项目；2017年和2018年前三季度，公司地产业务在建面积分别为92.15万平方米和161.53万平方米。2017年签约均价为1.18万元/平方米。2018年1~9月，公司新开工面积大幅增长，主要来自当期新拍土地同时开工导致，当期新拍土地有玉环金沙湾、衢州天元府、乐清公园1909等项目；受项目的不同以及政府对备案楼盘的限价，签约销售均价小幅下滑至1.01万元/平方米。截至2018年9月底，公司地产在建面积161.53万平方米。

表15 截至2018年9月底公司在建项目情况(单位：万平方米、亿元)

项目名称	位置	建筑面积	截至 2018 年 9 月底竣工 面积	计划完工 时间	总投资规模	已回笼 金额	截至 2018 年 9 月底已 投金额	预计 2018 年 10-12 月 投资额	预计 2019 年 投资额	预计 2020 年 投资额	预计 2021 年 投资额
龙山庄园	湖州安吉	35.14	16.56	2021 年	24.41	17.71	16.45	1.12	3.70	2.00	1.14
华都云景台	成都市	7.06	0	2019 年 4 月	5.80	5.46	5.54	0.20	0.06	0	0
济宁兰庭	济宁高新区	112.12	78.43	2021 年 11 月	65.09	41.00	44.60	5.23	5.50	5.00	4.76
华都·天元广场项目	温州乐清	23.84	0	2020 年	20.00	13.85	12.61	1.62	4.00	3.00	0.77
中环华府	湖州吴兴	22.30	0	2020 年 1 月	14.35	9.48	8.79	1.20	2.48	1.25	0.63
兰庭公馆	湖州安吉	11.47	7.10	2019 年 4 月	8.45	5.64	6.70	0.45	1.30	0	0
玉环金沙湾	台州市玉环县	18.00	0	2021 年 2 月	11.34	0	3.84	0.40	4.50	2.10	0.50
衢州天元府	衢州市衢化	12.40	0	2021 年 2 月	9.32	0	4.86	0.40	2.39	1.20	0.47
乐清公园1909	温州乐清	10.60	0	2021 年 2 月	11.19	0	2.79	3.40	2.50	2.00	0.50
星耀城	东阳市横店镇	39.84	0	2023 年 3 月	19.19	0	5.04	0.65	4.40	3.80	3.80
南城一号	丽水市松阳县	7.69	0	2020 年 12 月	4.68	0	2.05	0.30	1.23	1.00	0.10
河畔首府	嘉兴市海盐县	8.20	0	2019 年 12 月	4.12	1.84	2.12	1.07	0.83	0.10	0
合计	--	308.66	102.09	--	197.94	94.98	115.39	16.04	32.89	21.45	12.67

资料来源：公司提供

注：已完工面积是指竣工验收的面积，已回笼金额是指预售收回的资金总额，预售不要求房屋已完工，故出现预售回笼在前，完工验收在后的情况；建筑面积是项目可行性开发中规划开发的整体面积。建筑面积为包含多期开发的整体项目建筑面积。

截至2018年9月底，公司在建房地产项目合计规划建筑面积308.66万平方米，已累计竣工面积达102.09万平方米，完成率占规划建筑面积的33.08%；总投资金额197.94亿元，已累计完成投资额115.39亿元，预计2018年剩余月份~2020年还需投资16.04亿元、32.89亿元和21.45亿元。

截至2018年9月底，公司土地储备项目3个，其中①龙游国际建材家居城项目位于龙游县东华街道46省道以南、环城东路以东物流园区内，为商业项目。规划总用地面积约150.8亩，一期已建设完毕，二期占地59.63亩，计划总投资2.02亿元，可售比例为58%，自持比例为42%，土地款已支付。②浦江农副产品批发市场二期项目位于浙江省浦江县毛亚线一号，为商业项目，用地面积2.34万平方米，规划总建筑面积4.32万平方米，其中地上建筑面积约3.49万平方米，地下建筑面积约0.83万平方米，土地款已支付，公司尚无开发规划。③星耀城项目，规划总用地面积151.43亩，一期已动工，占地50.2亩，规划总建筑面积128354.15平方米，其中规划住宅面积9.5万平方米，商业面积3.34万平方米。剩余未开建的二、三期占地101.23亩，土地款已全部支付完毕，目前该项目二、三期尚无开发计划。

总体看，公司房地产业务开发及销售节奏控制较好，签约金额稳中有增，考虑到项目主要集中在三、四线城市，销售易受政策及地方市场影响，面临一定去库存压力。

（5）其他业务

公司其他业务为钢贸、化工和金融理财业务，近三年持续增长，主要来自化工产品的增长。2017年公司钢贸、化工和金融理财业务的收入分别为10.14亿元、28.42亿元和1.17亿元。公司化工贸易业务由明日控股和浙农股份负责，其中明日控股化工贸易以国内贸易为

主，公司上游客户为国内大型化工企业，较为集中，下游为小型工厂，客户较为分散。结算方式主要以现款结算为主，部分客户有赊账，赊销期为五天左右，个别客户以收到增值税专用发票后3天付款。浙农股份下属化工贸易模式为从国内外工厂采购，批发销售给国内工厂，结算方式以现款为主，上下游较为集中。

金融理财业务主要为集团下属一级子公司浙江农资集团投资发展有限公司（以下简称“投资公司”）的主营业务，2015~2017年实现收入2.11亿元、2.01亿元和1.17亿元。投资模式主要为间接投资，以有限合伙人的形式投资于基金，基金投资以先进制造业、医疗、环保、通信、文化传媒为主，退出方式包括IPO、并购股权转让、实控人收购。截至2018年9月底，投资公司管理资产规模近30.50亿元，主要包括短期理财、PE股权投资、小额贷款、基金管理、不良资产处置、互联网金融服务等业务。

公司拥有的小贷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”）经营，截至2018年9月底，小贷公司贷款余额4.59亿元，其中个人贷款和垫款3.92亿元，企业贷款和垫款0.67亿元；风险拨备0.28亿元。截至2018年9月底，小贷公司逾期贷款余额5118.65万元，新增逾期金额1918.30万元，均有抵押或担保，抵押物主要为杭州地区房产，小贷公司共计提贷款损失准备2782.61万元。

2. 经营效率

2015~2017年，公司销售债权周转次数呈波动增长趋势，存货周转次数和总资产周转次数均稳定增长，近三年加权平均值分别为41.89次、6.98次和2.36次，2017年分别为47.03次、8.28次和2.62次。总体看，公司经营效率较高。

3. 子公司筹备上市

浙农集团股份有限公司筹备上市

2015 年，根据浙合兴董决【2015】1 号决议，公司拟将农资板块及汽车板块整体筹备上市，为推进公司部分板块上市的工作，原浙江农资集团分立为浙农控股集团和浙农股份，由浙农控股集团受让兴合集团所持有的浙江农资集团 31% 股权，原浙江农资集团职工持股会变更为泰安泰投资【2016 年，泰安泰投资分立，泰安泰投资将持有的浙农控股集团股权转让给泰安泰投资，目前泰安泰投资为浙农股份股东，泰安泰投资为浙农控股集团股东】。本次股权分立事项已于 2015 年 9 月完成变更。

目前，公司已将农资板块及汽车板块整体置入浙农股份，将原浙江农资其他业务（包含塑化板块、房地产板块、类金融板块等）全部置入浙农控股集团，目前已重构为以浙农控股集团为母公司、以浙农股份为拟上市主体子公司的架构。

截至 2017 年底，浙农股份资产总额 86.11 亿元，所有者权益 27.64 亿元，2017 年实现营业收入 187.40 亿元，净利润 4.70 亿元。截至 2018 年 9 月底，浙农股份注册资本 3.51 亿元，资产总额 95.91 亿元，所有者权益 26.69 亿元；2018 年 1~9 月，浙农股份实现营业收入 162.38 亿元，净利润 2.31 亿元。

目前浙农股份 IPO 上市计划正在推进中，联合资信将持续关注浙农股份上市工作的最新进展。

4. 未来发展

未来三年，公司始终将提升传统主营业务质量作为主业转型升级的重中之重，并在探索现代农资综合服务模式、提升汽车售后服务与边际业务产值、加大塑化等商品期现结合力度、加强房产开发的系列化布局、开发食品进口业务等方面进行了深入挖潜，使各大主业实现不同程度的素质提升。同时，推动子公司成功上市，多途径、多主体拓宽上市渠道，既要争取按照既定方案实现浙农股份 IPO 上市，也要拓展培养新型资产主体，通过新三板等途径上市。

截至 2018 年 9 月底，除地产项目外，公司在建项目 3 项，①杭州江虹路项目：项目位于杭州市滨江区江虹路 752 号地块，约 69 亩，规划总建筑面积约为 15 万平方米，拟建成公司新总部和面向社会创新型企业的众创创新创业平台，项目总投资 7.56 亿元，于 2017 年 8 月开工，2018 年 4 月完成中间结构验收，目前已完成工程竣工，正在进行内外部装修工程，预计 2019 年底投入使用。②杭州城东宝马 4S 店：杭州城东宝马 4S 店项目由子公司金昌汽车负责，该项目规划建设内容包括：总用地面积 4165 平方米，地上主体建筑 4 层，地下 2 层，总建筑面积 12213 平方米，该项目已于 2017 年底完成项目前期工作，预计 2018 年底建成投用。③宜兴宝马 4S 店：总用地面积 8984.5 平方米，总建筑面积 9717 平方米，截至 2018 年 9 月底已投资 0.35 亿元，预计 2018 年底投入运营。

表 16 截至 2018 年 9 月底公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	总投资	自筹	截至 2018 年 9 月底已投资	2018 年 10-12 月拟投资	2019 年拟投资	2020 年拟投资	预计投入运营时间
杭州江虹路项目	75600	75600	53300	6000	15700	600	2019 年底
杭州城东宝马 4S 店	11959	11959	7585	1500	2874	--	2018 年底
宜兴宝马 4S 店	7000	7000	3474	2238	600	688	2018 年底

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2015~2017 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审计结论。公司 2018 年 1~9 月财务数据未经审计。

合并范围方面，2016 年，公司合并范围较 2015 年无变化；2017 年，公司合并范围较 2016 年增加一家浙江浙农茂阳农产品配送有限公司，减少一家浙江金鸿农业开发有限公司；2018 年 1~9 月，公司合并范围较 2017 年底无变化。总体看，近三年合并范围变化对财务数据可比性影响不大。

截至 2017 年底，公司资产（合并）总计 200.56 亿元，所有者权益合计 46.20 亿元（含少数股东权益 32.18 亿元）。2017 年，公司营业收入 497.55 亿元，利润总额 10.50 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司资产（合并）总计 221.97 亿元，所有者权益合计 46.91 亿元（含少数股东权益 32.20 亿元）。2018 年 1~9 月，公司营业收入 419.01 亿元，利润总额 4.94 亿元。

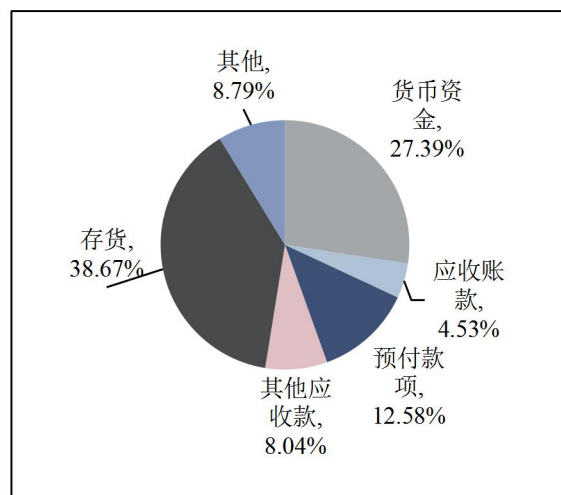
2. 资产质量

2015~2017 年，公司资产稳定增长，年均复合增长率为 11.15%。截至 2017 年底，公司资产总计 200.56 亿元，同比增长 11.99%。资产结构方面，近三年公司资产以流动资产为主，占比呈逐年下降趋势，截至 2017 年底，流动资产和非流动资产占比分别为 75.54% 和 24.46%。

流动资产

2015~2017 年，公司流动资产持续增长，年均复合增长 3.70%。截至 2017 年底，公司流动资产合计 151.51 亿元，同比增长 5.84%；流动资产主要由货币资金、预付账款、其他应收款及存货构成。

图 3 截至 2017 年底公司流动资产构成



资料来源：公司财务报告

2015~2017 年，公司货币资金持续增长，年均复合增长 12.82%。截至 2017 年底，货币资金 41.50 亿元，同比增长 20.34%，其中库存现金和银行存款分别占 0.06% 和 54.04%，其余为其他货币资金（19.05 亿元），主要为银行承兑汇票保证金和因用于担保而使用受限的定期存款等，公司货币资金受限比例较高。

2015~2017 年，公司应收账款波动增长，年均复合增长率为 1.34%。截至 2017 年底，公司应收账款账面价值 6.86 亿元，同比下降 23.05%，主要系公司优化销售政策，减少赊销所致；按账龄组合分析，1 年以内的占 94.15%，公司整体账龄短；应收账款期末余额前五名单位合计占 14.51%，集中度较低。截至 2017 年底，公司共计提坏账准备 1001.40 万元，计提比例 1.44%。

表 17 截至 2017 年底公司应收账款前五名情况

（单位：万元、%）

客户名称	账面余额	用途	占比
客户1	2589.38	货款	3.77
客户2	2320.33	货款	3.38
客户3	1919.74	货款	2.80
客户4	1808.89	货款	2.64
客户5	1323.15	货款	1.93
合计	9961.49	--	14.51

资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司预付账款波动增长，

年均复合变动 21.50%，其中 2016 年底预付账款同比增长 50.80%至 19.48 亿元，主要由于塑化产品采购量增加带动预付货款增长所致。截至 2017 年底，公司预付账款 19.07 亿元，同比下降 2.11%，变化不大；账龄上看，账龄一年以内的占 98.43%，整体账龄短；集中度方面，期末余额前五名单位占 36.14%，集中度一般。

2015~2017 年，公司其他应收款逐年下降，年均复合变动-24.32%。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。截至 2017 年底，公司其他应收款账面价值 12.18 亿元，同比下降 18.76%，主要系公司对外部公司资质加强审核，并逐步收回款项所致。截至 2017 年底，公司对其他应收款计提坏账准备 0.66 亿元，综合计提比例 5.12%，其中对单项金额重大且已多次展期、累积账龄较长的其他应收款合计 3.35 亿元单项计提坏账准备 0.42 亿元；集中度方面，公司其他应收款余额前五名合计占 23.75%，集中度较低。

表 18 截至 2017 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	用途	占比
客户一	9000.00	往来款	7.39
客户二	6000.00	往来款	4.93
客户三	5000.00	往来款	4.11
客户四	4672.00	往来款	3.84
客户五	4250.00	保证金	3.49
合计	28922.00	--	23.75

资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司存货规模波动下降，年均复合下降 1.20%。截至 2017 年底，公司存货规模 58.58 亿元，同比增长 6.79%；构成上以库存商品（占 56.59%）、开发成本（占 18.65%）和开发产品（占 20.56%）为主；公司对库存商品计提跌价准备 0.69 亿元。

2015~2017 年，公司其他流动资产逐年增长，年均复合增长 50.31%。公司其他流动资产主要由金融理财产品、委托贷款等构成。截至 2017 年底，公司其他流动资产 9.63 亿元，同比增长 42.19%，主要为金融理财产品（6.40 亿元）、未抵扣进项税及预交税金（1.06 亿元）及委托贷款（2.10 亿元，包括湖州东吴荣城置业有限公司 0.30 亿元、金华市鸿翔置业有限公司 1.30 亿元和杭州九居实业有限公司 0.50 亿元，均附有抵押物及保证人担保），公司委托贷款同比增加 2.00 亿元。

非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产快速增长，年均复合增长率为 51.18%。截至 2017 年底公司非流动资产为 49.05 亿元，同比增长 36.49%；构成上以可供出售金融资产（占 46.49%）和固定资产（占 18.91%）为主。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产呈逐年增长趋势，年均复合增长 69.53%，主要为权益工具投资。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 22.80 亿元，同比增长 87.41%，其中当期新增可供出售债务工具 2.25 亿元，按成本计量的可供出售权益工具增加 6.47 亿元至 14.53 亿元，其他金融资产增加 1.92 亿元至 6.03 亿元。公司可供出售金融资产投资标的较为分散，截至 2017 年底，投资金额前三位为海宁鸿农企业管理合伙企业（2.70 亿元）、杭州农技投资合伙企业（1.40 亿元）、上海并购股权投资基金合伙企业（1.25 亿元）。公司对可供出售金融资产计提减值准备 0.19 亿元。

2015~2017 年，公司投资性房地产波动增长，年均复合增长率为 111.74%，其中 2016 年底大幅增长至 2.47 亿元，主要为部分房地产存货转入所致。截至 2017 年底，公司投资性房地产 2.26 亿元，全部为房屋及建筑物。

2015~2017 年，公司固定资产逐年增长，年均复合增长率为 25.33%。截至 2017 年底，公司固定资产账面价值 9.27 亿元，同比增长

4.23%，构成上以房屋及建筑物（占 63.37%）、机器设备（占 12.86%）和运输工具（占 21.16%）为主。截至 2017 年底，公司对固定资产累计计提折旧 4.92 亿元。

2015~2017 年，公司在建工程波动增长，截至 2017 年底为 3.82 亿元，同比大幅增加 3.64 亿元，主要是新增对杭州江虹路新大楼项目投资 3.63 亿元所致。

2015~2017 年，公司无形资产稳定增长，年均复合增长率为 16.19%，截至 2017 年底为 3.11 亿元，主要为土地使用权。

2016~2017 年，公司商誉逐年增长，其中 2016 年新增商誉主要为汽车板块合并销售子公司形成；截至 2017 年底，公司商誉为 4.47 亿元，同比增长 69.15%，主要是汽车板块继续收购两家子公司苏州宝华汽车销售服务有限公司和海宁新奥汽车销售服务有限公司形成，商誉对应增加 0.96 亿元和 0.65 亿元，此外收购浙江浙农茂阳农产品配送有限公司增加 0.21 亿元。

2015~2017 年，公司长期待摊费用逐年增长，年均复合增长率为 30.69%，截至 2017 年底为 2.16 亿元，同比增长 49.38%，主要是公司改扩建工程及装修费用增加所致。

2015~2017 年，公司其他非流动资产分别为 0.44 亿元、3.04 亿元和 0.03 亿元，其中 2016 年公司以预付新收购 4S 店的资产购置款为主的其他非流动资产大幅增长，2017 年交易完成后其他非流动资产规模对应下降。

截至 2018 年 9 月底，公司资产总计 221.97 亿元，较 2017 年底增长 10.68%，其中流动资产占 76.45%，资产结构变化不大；流动资产中货币资金较 2017 年底增长 20.89%至 50.18 亿元，预付款项较 2017 年底增长至 27.72 亿元，主要系预付货款增长所致；其余科目较 2017 年底变化不大。

截至 2018 年 9 月底，公司受限资产合计 28.30 亿元，其中房产或土地抵押受限资产 9.25 亿元，货币资金中保证金等形式的受限资金

19.06 亿元，合计占总资产的 12.75%，受限比例较低。

总体看，近三年，公司资产规模稳步提升。公司资产结构中流动资产比重高，符合行业特点；流动资产中货币资金受限比例偏高，存货和预付款项规模较大，对资金形成占用；非流动资产中可供出售金融资产占比高，整体资产质量较好。

3. 所有者权益及负债

所有者权益

2015~2017 年，公司所有者权益持续增长，年均复合增长率为 9.10%，实收资本、未分配利润和少数股东权益均稳定增长，其中实收资本和少数股东权益的增长主要系公司于 2016 年 8 月和 2017 年 10 月对子公司进行增资扩股所致。截至 2017 年底，公司所有者权益合计 46.20 亿元（包括少数股东权益 32.18 亿元），同比增长 16.15%；归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 28.54%、资本公积占 5.17%、未分配利润占 54.87%、其他综合收益占 0.80%、盈余公积占 10.63%。近三年，公司未分配利润稳定增长，截至 2017 年底为 7.69 亿元，同比增长 18.78%；公司利润分配计划主要根据当年未分配利润增量情况酌情安排，2017 年公司进行利润分配 1.08 亿元。

截至 2018 年 9 月底，公司所有者权益合计 46.91 亿元（含少数股东权益 32.20 亿元），较 2017 年底变动不大。其中，公司实收资本增长至 5.00 亿元，系 2018 年 5 月根据股东会决议对股东送股并现金增资所致。

总体看，近三年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，所有者权益稳定性尚可。

负债

2015~2017 年，公司负债总额年均复合增长 11.78%，截至 2017 年底，公司负债合计 154.36 亿元，同比增长 10.80%，主要源于短期借款、预收款项和其他应付款的增长。公司负

债结构以流动负债为主，近三年流动负债占比有所波动，截至 2017 年底，流动负债占负债总额的 90.32%，同比有所增长。

2015~2017 年，公司流动负债持续增长，年均复合增长率为 9.19%，截至 2017 年底，公司流动负债 139.42 亿元，同比增长 12.87%；构成以短期借款（占 25.38%）、应付票据（占 23.05%）、应付账款（占 12.06%）、预收款项（占 13.95%）和其他应付款（占 13.13%）为主。

2015~2017 年，公司短期借款逐年增长，年均复合增长 21.82%，截至 2017 年底，公司短期借款 35.38 亿元，主要为质押借款（占 4.83%）、保证借款（占 44.63%）和信用借款（占 44.91%）。

2015~2017 年，公司应付票据波动增长，截至 2017 年底为 32.14 亿元，同比下降 6.91%，全部为一年内到期的银行承兑汇票。

2015~2017 年，公司应付账款规模较为稳定，年均复合增长率为 2.11%，截至 2017 年底为 16.82 亿元，同比变化不大；集中度方面，公司应付账款金额前五单位合计占 31.38%，集中度一般；从账龄上看，账龄 1 年以内的应付账款账面余额占 97.39%，整体账龄短。

2015~2017 年，公司预收款项规模略有波动，年均复合增长率为 0.84%，截至 2017 年底公司预收款项 19.44 亿元，同比变化不大，以预收房款和货款为主；账龄 1 年以内的占 81.61%，1~2 年的占 14.08%，整体账龄较短。

2015~2017 年，公司其他应付款持续增长，年均复合增长率为 22.16%。截至 2017 年底，公司其他应付款 18.30 亿元，同比增长 47.67%，主要是与其他公司合作开发房地产项目时所形成的往来款规模增加所致；从集中度上看，其他应付款中期末余额前五名占总额的 45.29%，集中度较高。从构成上看，公司其他应付款以母公司兴合集团提供的借款、往来款和房地产开发项目外部股东配套资金为主。近年来，母公司兴合集团持续为公司提供项目支

持资金，且享受兴合集团给予的利率政策扶持。

表 19 截至 2017 年底公司其他应付款前五名情况

（单位：亿元、%）

单位名称	账面余额	用途	占比
客户一	3.77	往来款	20.62
客户二	2.44	往来款	13.31
客户三	0.91	往来款	4.99
客户四	0.65	往来款	3.54
客户五	0.52	往来款	2.83
合计	8.29	--	45.29

资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司一年内到期的非流动负债波动下降。截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债为 6.01 亿元，全部为应付一年内到期的长期借款。

2016~2017 年，公司其他流动负债规模保持稳定，截至 2017 年底为 9.99 亿元，为 2017 年 7 月和 10 月发行的两期额度 5.00 亿元的超短期融资券“17 浙农控 SCP001”和“17 浙农控 SCP002”。

非流动负债方面，2015~2017 年，公司非流动负债波动增长，年均复合增长率为 50.48%，其中 2016 年公司长期借款的大幅增长带动了非流动负债规模的增长。截至 2017 年底，公司非流动负债为 14.95 亿元，同比下降 5.33%。从构成上看，非流动负债以长期借款（占 92.36%）为主。

2015~2017 年，公司长期借款波动增长，分别为 1.70 亿元、14.75 亿元和 13.80 亿元，其中 2016 年底大幅增长系长期的项目贷款增加所致。截至 2017 年底，长期借款构成上主要包括信用借款（6.00 亿元）、抵押借款（3.80 亿元）、保证借款（2.00 亿元）和抵押借款（1.88 亿元）等。

截至 2018 年 9 月底，公司负债合计 175.06 亿元，较 2017 年底增长 13.41%，其中短期借款较 2017 年底增长 32.54%至 46.90 亿元；预收款项由于房地产项目预售状况良好，继续增

长至 33.59 亿元；其他应付款较 2017 年底大幅增长至 29.66 亿元，主要系股东兴合集团对公司的拆借款增加以及下属金融板块向浙金所借款所致；一年内到期的非流动负债 9.45 亿元，较 2017 年底增加 3.44 亿元，为部分长期借款即将于一年内到期转入所致；计入其他流动负债中的超短期融资券“17 浙农控 SCP001”到期兑付；其它科目较 2017 年底变动不大，公司负债仍以流动负债为主（占 95.81%），流动负债占比较 2017 年底继续提升。

2015~2017 年，公司全部有息债务持续增长，年均复合增长率 15.02%。截至 2017 年底，公司全部有息债务为 101.11 亿元，同比增长 10.92%；其中，长期债务 13.80 亿元，同比下降 6.38%；短期债务（含其他应付款和其他流动负债中的有息债务）为 87.31 亿元，同比增长 14.26%。截至 2018 年 9 月底，公司全部有息债务（含其他应付款中的有息债务）107.43 亿元，较 2017 年底增长 6.25%。债务结构方面，近三年，短期债务占比有所波动，截至 2017 年底为 86.35%，公司债务构成以短期债务为主。

2015~2017 年，公司资产负债率略有波动、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率总体呈波动增长趋势。截至 2017 年底，公司资产负债率为 76.97%，同比减少 0.82 个百分点，全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 68.64%和 23.01%，分别同比减少 0.98 个百分点和 4.04 个百分点。截至 2018 年 9 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 78.87%、69.61%和 11.87%。

总体来看，近年来公司负债及有息债务持续增长，整体债务负担重；短期债务占比高，短期偿债压力较大。

4. 盈利能力

2015~2017 年，公司营业收入持续增长，年均复合增长率为 23.95%，2017 年实现营业

收入 497.55 亿元，同比增长 34.36%。近三年，公司营业成本年均增长 24.48%，2017 年公司营业成本 469.40 亿元，同比增长 35.84%。2015~2017 年，公司营业利润率波动下降，分别为 5.88%、6.13%和 5.21%。

2015~2017 年，公司期间费用占营业收入比重波动下降，分别为 4.01%、4.15%和 3.61%。随着公司经营规模的扩大，2017 年，公司期间费用合计 17.95 亿元，同比增长 16.92%，构成上以销售费用（9.24 亿元）和管理费用（7.13 亿元）为主。

2015~2017 年，公司投资收益波动增长，分别为 1.89 亿元、1.25 亿元和 1.99 亿元，其中 2017 年投资收益大幅增长主要系公司加大多元化投资力度，投资业务、期货套保业务等贡献投资收益同比增幅较大所致，投资收益构成上包括权益法核算的长期股权投资收益 0.12 亿元、可供出售金融资产持有期间取得的收益 0.77 亿元和其他投资收益 1.09 亿元。此外，2017 年，公司新增资产处置收益 0.11 亿元、以政府补助为主的其他收益 0.46 亿元和营业外收入 0.54 亿元。2017 年，非经常性收益（投资收益+营业外收入+其他收益）合计 2.99 亿元，对利润形成一定支撑。

2015~2017 年，公司利润总额持续增长，年均复合增长率为 16.38%，2017 年，公司实现利润总额 10.50 亿元，同比增长 24.16%。盈利能力指标方面，2015~2017 年，公司总资本收益率和净资产收益率均持续增长，三年加权均值分别为 5.92%和 16.19%，2017 年分别为 6.15%和 17.12%。

2018 年 1~9 月，公司实现营业收入 419.01 亿元，同比增长 17.15%；实现利润总额 4.94 亿元，同比增长 8.33%；营业利润率为 4.26%，同比变动不大。2018 年 1~9 月，公司投资收益和营业外收入分别为 3.21 亿元和 0.83 亿元，其中投资收益较上年同期显著增长，系以套期保值为目的进行的期货投资收益大幅增长所致，构成上以项目投资分红款、委托贷款收益、

期货投资收益、理财收益等为主；期间费用中，财务费用 2.62 亿元，较 2017 年全年（1.58 亿元）显著增长，系 2017 年公司冲减利息收入的银行理财利息收入规模较大，且 2018 年以来社会融资成本上升所致。

总体看，公司营业收入稳定增长，盈利能力有所波动，期间费用控制较好，非经常性收益对利润总额形成一定支撑，公司整体盈利能力良好。

5. 现金流分析

经营活动方面，2015~2017年，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，2017年分别为562.13亿元和601.49亿元，年均复合增长率分别为24.98%和24.06%；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逐年增长，2017年分别为537.57亿元和586.66亿元，年均复合增长率分别为26.45%和24.12%；公司收到及支付其他与经营活动有关的现金规模逐年增长，2017年分别为36.80亿元和33.35亿元，主要为土地竞拍保证金、外部股东配套资金往来款、收到的补贴、租金收入和管理费用、营业费用等。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额持续增长，分别为10.00亿元、13.67亿元和14.83亿元。从收入实现质量指标看，2015~2017年公司现金收入比略有波动，分别为111.13%、110.08%和112.98%，公司收入实现质量保持较好水平。

投资活动方面，2015~2017年，公司投资活动现金流入波动增长，分别为9.10亿元、8.04亿元和12.37亿元，以收回投资收到的现金为主。2015~2017年，公司对外投资规模较大，投资活动现金流出逐年增加，分别为14.45亿元、21.92亿元和26.59亿元，以公司购买可供出售金融资产等产生的对外投资支付的现金为主。近三年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-5.35亿元、-13.88亿元和-14.23亿

元。公司对外投资规模较大，存在一定对外融资需求。

筹资活动方面，2015~2017年，公司筹资活动现金流入持续增长，年均复合增长率为23.29%，2017年公司筹资活动现金流入91.74亿元，主要构成为取得借款和发行债券收到的现金；同期，筹资活动现金流出持续增长，年均复合增长率为18.77%，2017年公司筹资活动现金流出85.05亿元，主要为偿还债务支付的现金。近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额持续增长，分别为0.06亿元、3.20亿元和6.70亿元。

2018年1~9月，经营活动现金流入量为535.05亿元，以销售商品、提供劳务收到的现金（501.65亿元）为主，经营活动现金流量净额为13.88亿元，保持正向流入水平；现金收入比为119.72%，较2017年有所增加。同期，公司投资活动现金流量净额为2.35亿元，其中投资支付的现金20.11亿元，主要用于类金融板块的项目投资和理财产品投资，收回投资收到的现金23.49亿元，主要来源于类金融板块的项目投资及理财产品到期收回产生的现金回流；筹资活动现金流量净额为-8.96亿元。

总体看，公司经营活动现金净额持续增长，获现能力稳定。考虑到公司在建及拟建房地产项目投资规模较大，以及近年来进行投资业务转型，在金融板块持续进行多样化投资，公司仍存在一定对外融资压力。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，2015~2017年，公司流动比率呈逐年下降趋势，三年加权平均值为113.20%，截至2017年底为108.67%；速动比率近三年波动下降，三年加权平均值为68.60%，截至2017年底为66.65%。截至2018年9月底，公司流动比率和速动比率分别为101.17%和63.83%，较2017年底均有所下降。考虑到公司流动资产中货币资金受限比例偏高，存货和预付款项规模较大，公司短期偿债

能力一般，存在一定短期偿债压力。

长期偿债能力指标方面，2015~2017 年，公司 EBITDA/利息倍数¹为 12.46 倍、8.62 倍和 11.50 倍，EBITDA 对利息支出的保障能力强；全部债务/EBITDA 倍数为 8.06 倍、8.29 倍和 7.61 倍。总体来看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2018 年 9 月底，公司无对外担保。

截至 2018 年 9 月底，公司获各家银行授信总额为 193.41 亿元，其中已使用授信 99.46 亿元，未使用授信额度 93.95 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

未决诉讼方面，截至 2018 年 9 月底，公司下属子公司杭州市西湖区浙农小额贷款有限公司共有涉诉贷款 14 笔，涉诉金额 1407.79 万元。以上涉诉贷款均附有抵押物担保，截至 2018 年 9 月底已计提坏账准备 2782.61 万元。

7. 过往债务履约情况

根据中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1033010813709101A），截至 2018 年 11 月 23 日，公司本部无未结清和已结清不良和关注信贷记录。总体看，公司过往债务履约情况良好。

8. 抗风险能力

公司是浙江省供销社下属重要公司之一，目前已经形成了集农资、塑化、汽车销售、房地产开发等业务为一体的多元化业务格局。公司农资产品网络布局广，渠道优势较为明显，塑化、汽车销售业务规模华东地区市场排名靠前，整体抗风险能力强。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对现有债务的影响

公司本期中期票据基础发行金额 3 亿元，发行金额上限 5 亿元。按上限计算，占 2018 年 9 月底全部债务的 4.65%，占长期债务的

79.15%，对公司长期债务规模影响较大。

截至 2018 年 9 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 78.87%、69.61%和 11.87%。考虑到本期中期票据募集资金将用于偿还到期债务，发行后公司实际债务负担可能低于上述预估值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017 年，公司 EBITDA 对本期中期票据的保障倍数分别为 1.90 倍、2.20 倍和 2.66 倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为本期中期票据的 2.00 倍、2.73 倍和 2.97 倍。总体看，公司 EBITDA 及经营活动产生的现金流量净额对本期中期票据的保障能力强。

综合以上分析，联合资信认为，公司本期中期票据到期不能偿还风险低。

十、结论

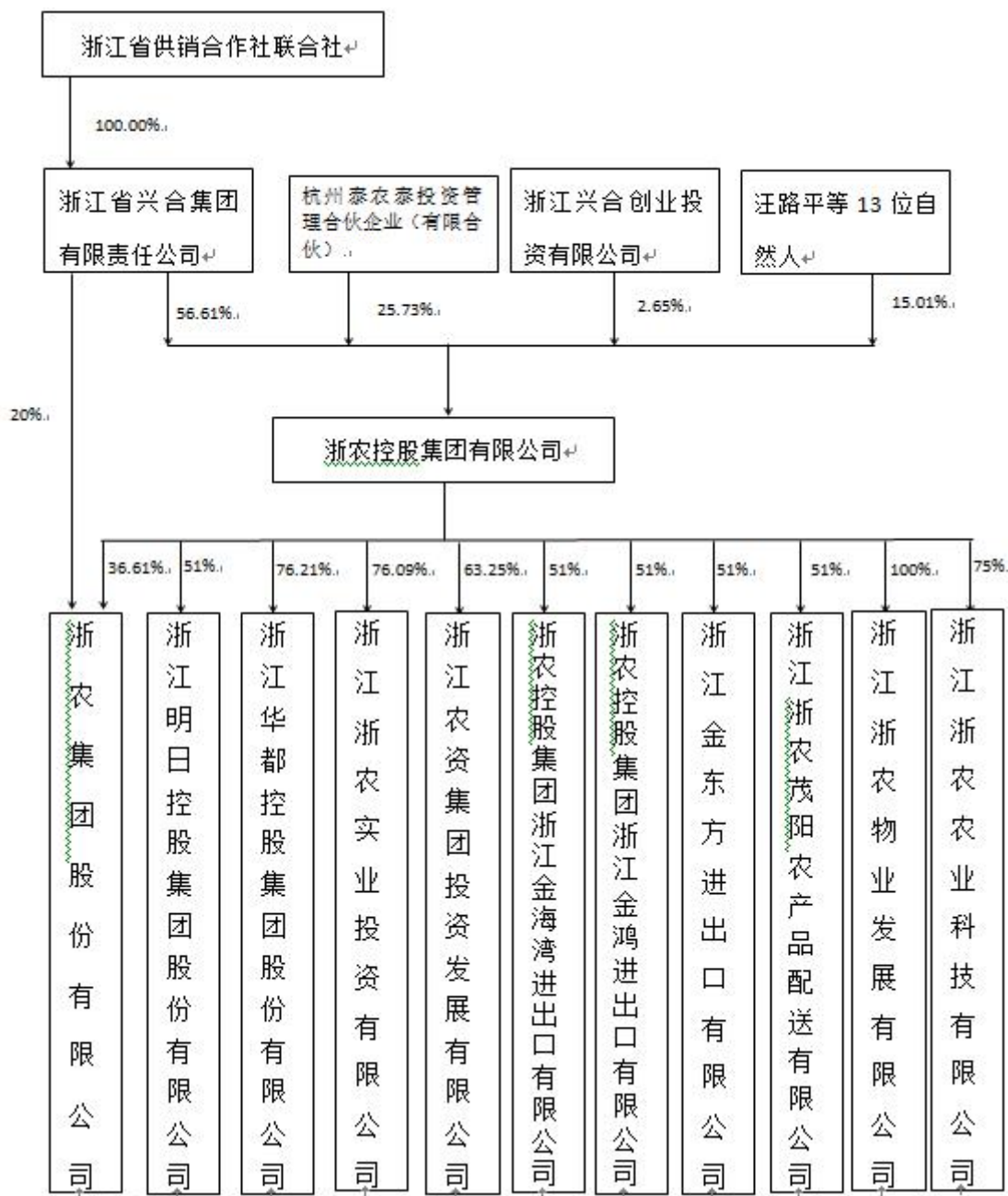
公司是浙江省供销系统内的重要子公司之一，目前形成了集农资业务、塑化贸易、汽车销售、房地产开发、金融投资等业务为一体的多元化产业格局。近三年，公司收入、利润总额不断增长，现金流表现良好。同时，联合资信也关注到宏观经济波动、贸易行业竞争激烈，位于三、四线的房地产业务存在去化风险以及公司债务规模不断攀升，债务负担重等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。

未来，公司计划继续做强做大农资、塑化主业，积极推进汽车 4S 店并购，同时房地产加大力度去库存、适度开展金融投资等多元化业务。公司内贸业务规模优势明显，未来随着各业务板块的稳定增长以及浙农股份 IPO 上市计划的推进，公司在资产、权益、收入规模上有望进一步增长。

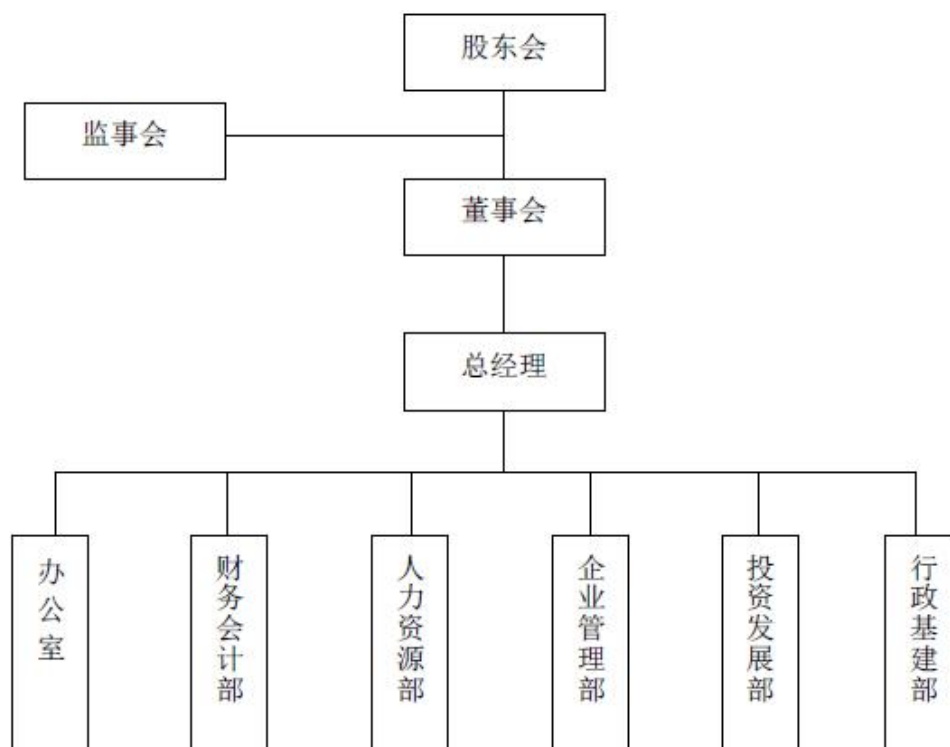
公司 EBITDA 及经营活动现金流量净额对本期中期票据的保障能力强。整体看，公司主体长期信用风险低。

¹EBITDA/利息倍数指标中利息支出采用利息收支净额计算。

附件1-1 截至2018年9月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 9 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	15.24	18.89	26.13	34.54
资产总额(亿元)	162.35	179.09	200.56	221.97
所有者权益(亿元)	38.81	39.77	46.20	46.91
短期债务(亿元)	70.73	76.41	87.31	101.11
长期债务(亿元)	5.70	14.75	13.80	6.32
全部债务(亿元)	76.43	91.16	101.11	107.43
营业收入(亿元)	323.84	370.32	497.55	419.01
利润总额(亿元)	7.76	8.46	10.50	4.94
EBITDA(亿元)	9.49	10.99	13.29	--
经营性净现金流(亿元)	10.00	13.67	14.83	13.88
财务指标				
销售债权周转次数(次)	37.87	36.00	47.03	--
存货周转次数(次)	5.20	6.02	8.28	--
总资产周转次数(次)	2.00	2.17	2.62	--
现金收入比(%)	111.13	110.08	112.98	119.72
营业利润率(%)	5.88	6.13	5.21	4.26
总资本收益率(%)	5.66	5.69	6.15	--
净资产收益率(%)	14.85	15.53	17.12	--
长期债务资本化比率(%)	12.81	27.05	23.01	11.87
全部债务资本化比率(%)	66.32	69.62	68.64	69.61
资产负债率(%)	76.09	77.79	76.97	78.87
流动比率(%)	120.48	115.89	108.67	101.17
速动比率(%)	69.17	71.48	66.65	63.83
经营现金流动负债比(%)	8.55	11.07	10.64	--
EBITDA 利息倍数(倍)	12.46	8.62	11.50	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.06	8.29	7.61	--

注：公司 2018 年 1~9 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；EBITDA 利息倍数指标采用利息净额测算。

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%
经营现金流流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+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 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

附件 4-3 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。

联合资信评估有限公司关于 浙农控股集团有限公司 2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

浙农控股集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

浙农控股集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对浙农控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，浙农控股集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注浙农控股集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现浙农控股集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对浙农控股集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该项进行必要调查，及时对该项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如浙农控股集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对浙农控股集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与浙农控股集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。