信用等级公告

联合〔2019〕2276 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主体长期信用等级为 AA，“19 浙农控 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十九日

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
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

浙农控股集团有限公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

本次主体长期信用等级：AA
上次主体长期信用等级：AA

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
19 浙农控 MTN001	5 亿元	2022/05/09	AA	AA

本次评级展望：稳定
上次评级展望：稳定

跟踪评级时间：2019 年 7 月 29 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	18.89	26.13	40.48	42.49
资产总额(亿元)	179.09	200.56	228.98	239.32
所有者权益(亿元)	39.77	46.20	52.20	52.79
短期债务(亿元)	76.41	87.31	102.14	108.74
长期债务(亿元)	14.75	13.80	5.29	5.73
全部债务(亿元)	91.16	101.11	107.43	114.46
营业收入(亿元)	370.32	497.55	585.92	140.82
利润总额 (亿元)	8.46	10.50	11.78	1.45
EBITDA(亿元)	10.99	13.29	15.62	--
经营性净现金流(亿元)	13.67	14.83	17.10	-4.51
营业利润率(%)	6.13	5.21	4.94	3.84
净资产收益率(%)	15.53	17.12	16.31	--
资产负债率(%)	77.79	76.97	77.21	77.94
全部债务资本化比率(%)	69.62	68.64	67.30	68.44
流动比率(%)	115.89	108.67	104.16	104.41
经营现金流动负债比(%)	11.07	10.64	10.04	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.29	7.61	6.88	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.62	11.50	6.15	--

注：2019 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；EBITDA 利息倍数指标采用利息净额测算

分析师

徐 璨　邢霖雪
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。跟踪期内，公司保持在浙江省供销社中的领先地位，塑化和汽车销售业务作为公司核心板块，收入规模快速增长，农资业务保持既有优势，化肥淡储业务持续获得政府补助，竞争优势显著。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“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。

公司下属子公司浙农集团股份有限公司（以下简称“浙农股份”）正在与浙江华通医药股份有限公司（以下简称“华通医药”，002758.SZ）共同推进浙农股份资产重组事宜，重组之后公司将新增医药流通板块且拥有一家上市子公司，整体竞争力和抗风险能力有望进一步增强。

公司现金类资产充裕，对公司一年内到期的存续债券保障能力强。

综合评估，联合资信确定维持浙农控股集团有限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。浙江省兴合集团有限责任公司（以下简称“兴合集团”）作为公司控股股东，跟踪期内在资金来源和成本上持续给予公司支持。
2. 公司正在与华通医药的控股股东浙江绍兴

华通商贸集团股份有限公司（以下简称“华通集团”）筹划股权转让事项，从而推进浙农股份借壳上市进程。公司将收购华通集团不低于 51%的股权，最终间接拥有华通医药 26.25%的股权。若本次重组顺利完成，公司将拥有一家上市子公司，同时新增医药流通业务，整体竞争力和抗风险能力将得到进一步提升。

3. 农资业务为公司传统业务，在经营规模、农资经营量、销售网络等方面具备显著竞争优势。同时，公司还承担着国家及浙江省的化肥淡季储备任务，2018 年，化肥淡储获得国家和浙江省补贴合计 2126.60 万元。
4. 公司汽车销售业务定位为中高端品牌，主要包括宝马、奥迪、凯迪拉克、别克等。2018 年，公司宝马（含 MINI）实现销量 2.91 万辆，公司多家 4S 店在全国同品牌 4S 店中业绩排名前列。
5. 公司经营获现能力良好，现金类资产对一年内到期的存续债券保障能力强。

关注

1. 国内贸易竞争激烈，跟踪期内，公司塑化产品毛利率走低，同时随着塑化产品经营规模的不断扩大，拉低整体毛利率水平。
2. 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，存在一定去库存风险。
3. 公司整体债务负担重，短期债务占比很高，短期偿债压力较大。考虑到公司房地产项目后续资金需求，存在一定对外融资压力。
4. 公司少数股东权益占比大，权益稳定性较弱。

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，按照联合资信评估有限公司关于浙农控股集团有限公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、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”）。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2019年3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26.30%、2.65%和14.44%。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。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2018年底，公司资产（合并）总计228.98亿元，所有者权益合计52.20亿元（含少数股东权益36.09亿元）。2018年，公司营业收入585.92亿元，利润总额11.78亿元。

截至2019年3月底，公司资产（合并）总计239.32亿元，所有者权益合计52.79亿元（含少数股东权益36.24亿元）。2019年1-3月，公司营业收入140.84亿元，利润总额1.45亿元。

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。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至目前，公司已发行并在存续期的债券情况如下表所示。跟踪期内，公司存续期债券均按照募集资金用途使用完毕，本期债券尚未到付息日。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
19浙农控MTN001	5.00	5.00	2019/05/09	2022/05/09

资料来源：Wind资讯，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季

度运行在 6.4%~7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、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，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸

显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为 16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

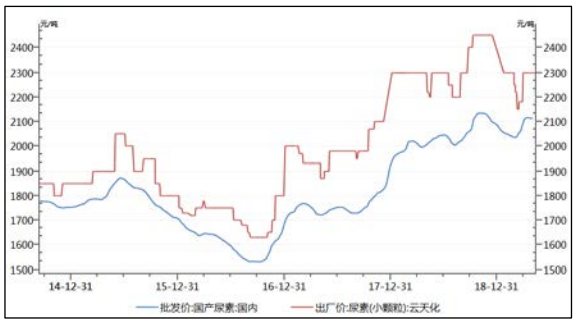
公司业务范围主要涉及农资、国内贸易和汽车销售等业务板块。

1. 农资行业

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。2016-2018 年，中国实行供给侧结构性改革，安全环保监管力度持续加强，落后产能逐步退出，化肥及化工市场回暖。2018 年，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，主要化肥产品市场价格回升，全行业整体效益向好。据国家统计局数据，2018 年中国累计生产农用氮磷钾化肥（折纯）5459.60 万吨，同比下降 5.20%。分品种来看，2018 年 1-11 月，氮肥总产量 3275.38 万吨，同比下降 6.50%；磷肥产量 1271.07 万吨，同比下降 4.60%；钾肥少量增加，同比增长 5.10%至 605.88 万吨。

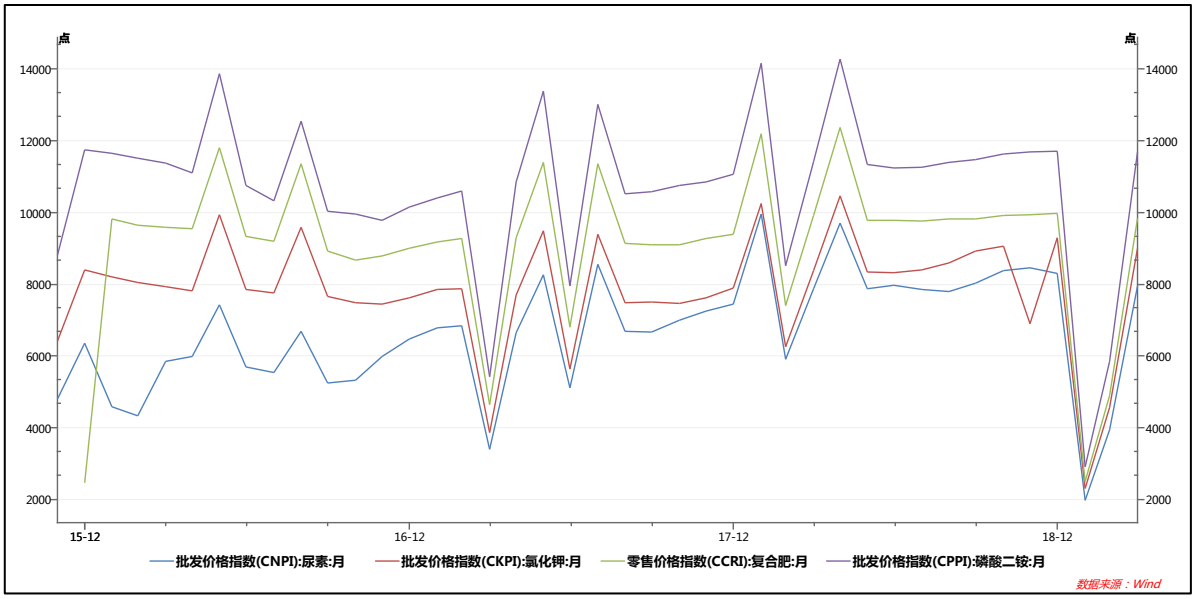
图 1　尿素批发价及主要厂商出厂价情况



资料来源：Wind 资讯

价格方面，2017 年以来，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。2018 年，尿素、磷酸二铵、氯化钾批发价格指数分别同比上涨 6.06%、4.69%、16.90%。截至 2018 年底，尿素、氯化钾、三元复合肥国内批发价分别为 2090.00 元/吨、2549.00 元/吨、2584.00 元/吨，均处于近三年来的高位，其中尿素价格已超过近五年的平均批发价格。

图 2 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

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，并通过调整出口关税鼓励化肥出口，对解决产能过剩及推进化肥产业转型起了重要作用。

环保方面，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，相关政策标准不断释放，执法及惩罚力度趋严。从 2015 年新修订的《环境保护法》开始，传统化肥行业受到的影响日益显著；2016 年 7 月至 2017 年 9 月，中央先后派出四批环保监察组赴全国开展督查，大批化肥生产企业经历了减产、限产，甚至关停，对当期的开工率影响很大。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。

税收方面，2016 年 7 月 1 日起，化肥增值税过渡期政策到期，各品类肥料统一征收 13%的增值税。2017 年 7 月起，化肥行业开始遵照增值税税率的实施细则，明确了从 13%降至 11%增值税率的产品范围。2018 年 5 月 1 日起，农药、化肥等货物的增值税税率从 11%下调为 10%。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。

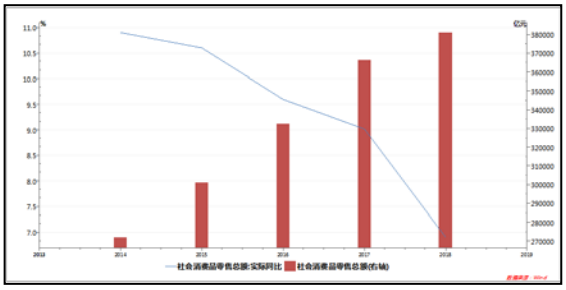
总体来看，近年来，在国家供给侧改革的政策推动下，化肥行业经历着淘汰落后产能、行业集中度提升、产品结构调整的产业升级过程。2018 年供给侧改革初见成效，主要化肥产品价格有所回升，供需结构趋于平衡，化肥行业整体盈利情况有所好转。未来随着国家供给侧改革的深化、安全环保和市场监管力度的加强，化肥市场供求关系将持续改善，行业集中度将进一步提升。

2. 国内贸易

近年来，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，但增速持续下滑。根据国家统计局数据，2018 全年社会消费品零售总额 38.10 万亿元，比上年增长 9.0%。

图 3　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。

全球贸易保护趋势有所增长，在施加关税壁垒影响的同时，国家间的非关税壁垒作用日渐凸显，主要表现为各种强制的安全认证、国际标准要求、产品质量及其管理体系的认证要求、节能要求及日趋严格的环保要求与废旧家电的回收等要求，贸易保护及某些国家、地区实施的反倾销措施引起的贸易摩擦，中美贸易战等，均加重了企业的成本费用负担，并对企业的市场拓展带来了新的挑战。

3. 汽车销售

根据公安部统计数据，截至2018年底，中国的汽车保有量达2.40亿辆，相比上年底增长10.51%；其中，私人汽车保有量为2.07亿辆，相比上年底增长10.89%。近十年来，中国汽车保有量始终保持两位数增长，人均保有量相比国际平均水平仍有差距，但受制于人口密度、交通拥堵、限行政策以及基数规模大等因素，

保有量增速呈现逐年放缓的态势。2018年，中国汽车产销规模已连续10年蝉联全球第一，产销规模分别为2808.06万辆和2780.92万辆。

2018年，受乘用车市场下滑的拖累，中国汽车市场首度出现负增长，实现销量2808.06万辆，同比下降2.76%；中国品牌乘用车销量同比下降7.99%至997.99万辆，占乘用车总销量的42.09%，占有率同比减少1.79个百分点。商用车在上年销量大幅释放的基础上仍实现了稳定增长，主要由于治超新规等政策因素的影响以及物流、地产行业的采购需求仍有所延续，叠加消费者2010-2011年间（销量均位于400万辆以上）购置的车辆面临更新换代，当年销量同比增长5.05%至437.08万辆；其中，客车市场延续下滑态势，货车市场同比增长6.94%，主要源于重型车和轻型车的销量拉动。新能源市场仍维持快速扩张，2018年累计销售125.62万辆，同比增长61.67%；其中，纯电动汽车和混合动力汽车销量分别为98.37万辆和27.09万辆，同比增长50.88%和116.74%。

2019年1-4月，中国汽车销量为835.33万辆，同比下降12.12%，降幅比1-3月扩大0.80个百分点。其中，乘用车销量683.76万辆，同比下降14.65%，降幅较1-3月扩大0.93个百分点，轿车、SUV和MPV销量同比分别下降12.56%、15.77%和24.24%；商用车销量151.58万辆，同比增长1.49%，增速比1-3月下降0.73个百分点，客车和货车销量的同比变动率分别为-2.96%和1.94%。新能源汽车实现销量36.00万辆，同比增长约60%；其中，纯电动汽车和混合动力汽车销量分别为27.76万辆和8.22万辆，同比增长约65%和44%。

经销商库存方面：汽车经销商库存系数自2016年2月起震荡下行，相比往年处于较低水平，2017年以来出现明显增长，下半年则震荡回落，12月降至0.90的低点（略高于2016年12月）；2018年以来，库存系数整体处于近三年的高位，除前4个月稳定在1.59~1.66之间（低于2017年同期），其余月份均高于2017年同期，12月为1.73。从品牌角度分析，合资品牌相对自主品牌具备更优的去库存效率。

综上所述，由于现有市场技术规模大、之前年度优惠政策的实施预支了部分购车需求，以及受制于人口密度大、部分城市交通拥堵的现状，2017年以来汽车市场增速明显放缓，2018年首度出现负向增长，行业整体需求偏弱，且受SUV增速由正转负的影响，自主品牌销售承压。由于产业链的传导，汽车经销商面临库存压力。

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很强的关联性。2018 年，浙江全省生产总值（GDP）56197 亿元，位列全国第四，按可比价格计算，比上年增长 7.1%，增速高于全国 0.5 个百分点。分产业看，第一产业增加值 1967 亿元，增长 1.9%；第二产业增加值 23506 亿元，增长 6.7%；第三产业增加值 30724 亿元，增长 7.8%。三大产业增加值比例为 3.5:41.8:54.7。人均 GDP 为 98643 元，较上年增长 5.7%，按当年平均汇率折算，为 14907 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，2018 年浙江省社会消费品零售总额 25008 亿元，比上年增长 9.0%。按经营地统计，城镇消费品零售额 20684 亿元，增长 8.6%；乡村消费品零售额 4324 亿元，增长 10.6%。按消费类型统计，商品零售额 22292 亿元，增长 8.5%；餐饮收入额 2716 亿元，增长 12.5%。农业方面，2018 年浙江省粮食总产量 599 万吨，比上年增长 3.3%。房地产方面，全年房地产开发投资比上年增长 20.9%，其中住宅增长 26.8%，商品房销售面积 9755 万平方米，增长 1.6%；商品房销售额 14090 亿元，增长 14.2%。

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。

六、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%、26.30%、2.65%和 14.44%。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 2019 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 13 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。

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，在借款利率上较为优惠，截至 2018 年底，公司获得兴合集团借款 5.00 亿元。

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”）、房地产业务由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。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。2018 年，公司承担国家化肥淡储储量 25.75 万吨，获得补贴 2126.6 万元。

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。

汽车业务方面，公司汽车销售业务定位为中高端品牌，主要包括宝马、奥迪、凯迪拉克、别克等。截至 2019 年 3 月底，公司拥有汽车 4S 店 27 家，2018 年合计销售汽车 3.77 万辆。

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 2019 年 3 月底，公司累计开发房地产建筑面积 651.33 万平方米，地产在建面积 169.35 万平方米。

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。

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体系、主要高管人员构成、管理制度等方面无重大变化。

八、重大事项

浙农集团股份有限公司筹备重大资产重组

2019 年 4 月，根据华通医药公告，华通医药的控股股东华通集团正与公司筹划股权转让事项。根据《股份转让框架协议》，公司拟以支付现金方式收购凌渭土等 44 人持有的华通集团不低于 10200.00 万股股权（占华通集团总股本的比例不低于 51%），实现对华通集团的直接控制，并间接控制华通医药（间接控制华通医药 26.25%的股权）。本次股权转让完成后，华通集团实际控制人将由绍兴市柯桥区供销合作社联合社变更为浙江省供销社。

同时，华通医药拟发行股份购买兴合集团、浙农控股、浙江泰安泰投资咨询合伙企业（有限合伙）、浙江兴合创业投资有限公司、汪路平等 16 名自然人合计持有的浙农股份 100%股

权；本次交易后，浙农股份将成为华通医药的全资子公司。此次交易将构成借壳上市。

华通医药为柯桥区供销社下属的医药流通企业，主营业务包括药品批发、药品零售、药品生产、医药物流及医药会展等；本次交易完成后，华通医药将成为浙江省供销社体系内横跨农业生产资料、农用化工原料、乘用车销售及相关生活服务的城乡供应链融合服务商，实际控制人将变更为浙江省供销社。

截至 2018 年底，华通医药资产总额 15.11 亿元，所有者权益 6.38 亿元（包含少数股东权益 0.02 亿元）；2018 年，华通医药实现营业收入 15.23 亿元，利润总额 0.41 亿元。截至 2019 年 3 月底，华通医药资产总额 15.14 亿元，所有者权益 6.45 亿元（包含少数股东权益 0.01 亿元）；2019 年 1-3 月，华通医药实现营业收入 4.14 亿元，利润总额 0.09 亿元。

截至 2019 年 6 月 19 日，华通医药及相关各方正在积极推进本次重大资产重组所涉及的审计、评估等各项工作，并就交易过程中可能出现的问题进行沟通与协商，待相关工作完成后，华通医药将召开董事会审议此次重大资产重组的相关事项，并由华通医药的股东大会审议相关议案。截至目前，交易价格和发行股份数量尚未最终确定。联合资信将持续关注上述资产重组进展。

九、经营分析

1. 经营现状

跟踪期内，公司主营业务仍以农资、塑化和汽车销售三大板块为主。2018 年，公司主营业务收入 582.01 亿元，上述板块收入占比达 85.00%，为公司主营业务收入的主要来源。

分板块来看，2018 年，公司塑化板块实现收入 287.00 亿元，同比增长 19.54%，仍为公司第一大收入来源，占主营业务收入比重为 49.31%；作为公司第二大收入来源的汽车销售业务实现收入 122.91 亿元，占主营业务收入比重 21.12%；公司传统的农资业务实现收入 84.78 亿元，同比增长 38.08%，一方面得益于化肥市场行情向好使得价格提升，另一方面系公司积极拓展销售区域，市场占比进一步上升所致；外贸业务受宏观经济及公司为控制风险主动收缩业务规模的共同影响，2018 年收入同比大幅下滑 35.65%至 11.86 亿元，占主营业务收入比重随之降至 2.04%；房地产板块同比较为稳定，2018 年实现收入 17.86 亿元，占主营业务收入的 3.07%；公司其他业务由化工、钢贸、金融理财等构成，同比增长 27.55%至 57.60 亿元，增长主要来自化工业务规模的增长。

从盈利水平来看，2018 年，公司主营业务毛利率为 4.63%，同比减少 0.53 个百分点，主要来自于农资业务和汽车销售业务毛利率的下降及毛利率低的塑化业务收入占比提升。2018 年，农资业务毛利率同比减少 0.98 个百分点，主要系当期拓展销售区域毛利率相对较低所致；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因素综合影响，塑化板块毛利率维持低水平；汽车销售业务毛利率同比减少 0.69 个百分点，主要系公司为在行业竞争激烈的情况下实现板块整体效益增长，积极促销库存所致；随房地产库存出清完毕及 2018 年下半年市场环境有所好转，房地产板块的毛利率同比小幅提升，但房地产业务占主营业务收入比重小，对公司整体影响不大。

2019 年 1-3 月，公司实现主营业务收入 139.92 亿元，同比增长 19.31%。除房地产业务外，其余板块收入同比均呈现不同程度增长。盈利水平方面，2019 年一季度公司综合毛利率为 3.40%，同比减少 0.57 个百分点，其中农资业务受季节性因素以及行业波动的影响，毛利率同比下滑至 5.03%；外贸业务毛利率同比减少 1.82 个百分点至 4.92%；房地产板块毛利率同比减少 3.95 个百分点至 9.34%；其余板块同比变动不大。

表 2　公司主营业务收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

营业收入	2016 年			2017 年			2018 年			2019 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	50.06	13.61	7.93	61.40	12.42	8.52	84.78	14.57	7.54	19.21	13.73	5.03
塑化	166.69	45.33	2.46	240.09	48.56	1.59	287.00	49.31	1.55	70.67	50.51	1.62
汽车	88.93	24.19	7.68	111.23	22.50	6.95	122.91	21.12	6.26	29.62	21.17	5.73
外贸	18.69	5.08	3.68	18.43	3.73	3.86	11.86	2.04	5.73	2.93	2.09	4.92
房地产	17.59	4.78	19.33	18.08	3.66	25.82	17.86	3.07	26.30	2.14	1.53	9.34
其他	25.75	7.00	11.93	45.16	9.14	6.59	57.60	9.90	4.73	15.35	10.97	3.20
合计	**367.70**	**100.00**	**6.09**	**494.41**	**100.00**	**5.16**	**582.01**	**100.00**	**4.63**	**139.92**	**100.00**	**3.40**

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（以下简称“爱普”）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。跟踪期内，公司农资业务的运营模式未发生重大变化。

表 3　农资板块子公司 2018 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	化肥、农药销售	24.75	5.14	57.65	0.86
爱普	化肥、化工产品销售	22.37	8.15	34.06	1.81

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

表 4　公司主要农资产品销售量情况表

产品种类	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
化肥（单位：百万吨）	2.54	2.91	3.70	0.80
农药（单位：万吨）	1.04	1.05	1.04	0.22
农膜（单位：万吨）	1.74	1.65	1.79	0.50

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。此外，公司还承担着国家及浙江省的化肥淡季储备任务，2018 年，公司获得补贴合计 2126.60 万元。

跟踪期内，公司采购方式及结算方式较上年变化不大。2018 年，公司对于尿素、钾肥和复合肥的采购量分别增长至 1.52 百万吨、1.31 百万吨和 0.66 百万吨，主要来自公司向省外扩张的销量带动，包括广西、四川等地；从采购价格来看，随农资整体行情回暖，三种产品采购均价继续保持较快增长，2018 年分别为 1856.53 元/吨、2029.28 元/吨和 2422.67 元/吨。2019 年 1-3 月，尿素采购均价出现小幅下降，为 1792.69 元/吨，钾肥和复合肥的采购均价继续升至 2198.96 元/吨和 2613.93 元/吨。2018 年，前五大供应商占总采购额比重约 25%，集中度较低。

表 5　公司化肥主要品种采购情况（单位：百万吨、亿元、元/吨）

项目		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
尿素	采购量	1.14	1.21	1.52	0.38
	采购额	13.62	18.32	28.17	6.84
	采购均价	1192.74	1515.19	1856.53	1792.69
钾肥	采购量	0.83	0.95	1.31	0.41
	采购额	13.02	16.48	26.67	9.04
	采购均价	1574.50	1725.92	2029.28	2198.96
复合肥	采购量	0.36	0.53	0.66	0.15
	采购额	7.68	11.82	15.95	4.05

项目		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
	采购均价	2152.82	2222.23	2422.67	2613.93

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司销售方式及结算模式较上年变动不大。2018 年，公司前五大销售客户占总销售金额约 5%，集中度低。2018 年公司化肥销售量和销售均价与采购量和采购均价变动情况基本吻合，但三种化肥的销售均价同比增幅略低于采购均价增幅。2019 年 1-3 月，尿素、钾肥和复合肥的销售均价分别为 1847.58 元/吨、2243.90 元/吨和 2908.98 元/吨。

表 6　公司农资业务板块主要品种销售情况表（单位：百万吨、亿元、元/吨）

项目		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
尿素	销售量	1.18	1.21	1.50	0.30
	销售额	15.18	18.83	28.47	5.48
	销售均价	1284.52	1558.33	1899.07	1847.58
钾肥	销售量	0.82	0.91	1.22	0.32
	销售额	14.64	16.82	25.66	7.29
	销售均价	1778.39	1851.53	2097.45	2243.90
复合肥	销售量	0.39	0.51	0.62	0.10
	销售额	9.36	12.49	16.43	2.80
	销售均价	2417.33	2469.21	2640.00	2908.98

资料来源：公司提供

（2）塑化业务

公司塑化业务主要运营主体为明日控股，经营模式仍为传统的购销经营。

表 7　明日控股 2018 年主要财务数据（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	40.70	7.44	313.11	2.20

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司塑化业务种类、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。

2018 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，跟踪期内公司继续扩大塑化贸易规模，上述产品采购量分别为 123.76 万吨、84.59 万吨和 136.46 万吨，分别同比增长 18.41%、9.54%和 6.34%；聚乙烯采购均价同比小幅下降，聚氯乙烯和聚丙烯采购均价分别实现不同程度增长。受国际原油和国内大宗商品期货震荡，全球经济需求低迷影响，2019 年 1-3 月，上述三个品种的采购均价分别下降至 7626.19 元/吨、5594.37 元/吨和 7737.11 元/吨。公司塑化业务采购前五大供应商占总采购金额比重 33.80%，集中度较高。

表 8　公司塑化业务采购情况（单位：万吨、万元、元/吨）

项目		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
聚乙烯	采购量	81.07	104.52	123.76	35.33
	采购额	653629.36	879961.31	1036788.19	269396.08
	采购均价	8062.65	8418.91	8377.75	7626.19
聚氯乙稀	采购量	55.69	77.22	84.59	24.84

项目		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
	采购额	281018.00	429095.68	493067.04	138974.91
	采购均价	5046.27	5556.77	5828.70	5594.37
聚丙烯	采购量	99.36	128.32	136.46	33.98
	采购额	660761.07	944386.97	1119636.49	262938.42
	采购均价	6650.19	7359.34	8205.15	7737.11

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。2018 年，前五大下游客户占总销售规模的 4.30%，集中度较低。

价格波动风险控制方面，公司对大部分库存商品采取期货套期保值的方式避险；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工厂为主，公司会根据情况向下游转嫁价格波动风险。

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		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
聚乙烯	销售量	78.76	104.29	123.48	34.25
	销售额	647478.50	890274.84	1047903.00	270862.64
	销售均价	8220.97	8536.30	8486.33	7908.22
聚氯乙稀	销售量	56.87	76.91	85.03	21.86
	销售额	295102.72	434175.93	500334.74	123332.28
	销售均价	5189.22	5645.57	5883.88	5642.87
聚丙烯	销售量	97.26	127.95	136.81	34.09
	销售额	654337.98	949199.70	1133998.93	267840.2
	销售均价	6727.77	7418.36	8289.04	7856.92

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。跟踪期内，公司仍为全国最大塑化分销商之一，在华东地区拥有较高的行业地位，塑化板块继续作为公司营收重要增长点，为公司收入增长的来源。

（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 2018 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	34.04	10.34	96.11	3.68
金诚汽车	宝马、凯迪拉克等	10.97	1.39	29.79	0.41

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司保持宝马、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，采购模式、上下游结算方式等方面未发生重大变化。

截至 2019 年 3 月底，公司拥有 4S 店 27 家，经营设施总面积 20 余万平方米，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 14 家，面积 10 余平方米，其余 13 家系租赁，租赁面积约 10 万平方米。

2018 年，公司宝马、现代和通用系列汽车采购量同比实现不同程度增长，分别增至 2.98 万辆、0.15 万辆和 0.48 万辆；公司汽车采购不涉及从国外进口整车的情况，其中宝马主要向宝马（中国）汽车贸易有限公司采购。

表 11　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		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
宝马系列	采购量	2.12	2.77	2.98	0.75
	采购额	62.60	84.51	91.04	20.98
	采购均价	29.53	30.46	30.52	28.01
现代系列	采购量	0.19	0.14	0.15	0.02
	采购额	2.09	1.30	1.47	0.16
	采购均价	11.05	9.60	9.79	10.59
通用系列	采购量	0.25	0.36	0.48	0.10
	采购额	5.00	7.05	9.28	1.91
	采购均价	20.03	19.64	19.19	19.00

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，结算方式仍以现金为主。跟踪期内，公司宝马系列销售额仍为整个汽车板块销售额的主要来源，2018 年销售额为 90.69 亿元，同比增长 8.44%，占汽车板块销售额的 73.79%。2018 年，宝马、现代和通用系列销售量分别为 2.91 万辆、0.14 万辆和 0.46 万辆，同比均实现不同程度的增长。公司多家 4S 店在全国同品牌 4S 店中业绩排名前列。

2018 年以来，公司三个品牌系列销售均价均出现小幅下滑，受杭州市汽车摇号政策等因素影响，汽车销售价格难以提升，公司汽车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。

整体看，公司汽车销售板块收入主要来自于宝马系列的销售，汽车销售的毛利率维持较低水平，利润来源主要依靠汽车售后服务。

表 12　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		2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
宝马系列	销售量	2.22	2.67	2.91	0.75
	销售额	68.36	83.63	90.69	22.09
	销售均价	30.81	31.33	31.14	29.34
现代系列	销售量	0.20	0.13	0.14	0.02
	销售额	2.27	1.36	1.43	0.19
	销售均价	11.63	10.66	10.03	10.03
通用系列	销售量	0.25	0.36	0.46	0.08
	销售额	5.28	7.17	9.00	1.60
	销售均价	20.85	20.05	19.57	19.30

资料来源：公司提供
注：表中数据不包含售后维修和保养等售后服务收入

（4）房地产

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13　房地产业务经营主体2018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	35.31	8.94	26.11	2.03
实业投资	16.77	3.47	3.02	0.69

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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
新开工面积	22.20	76.43	96.04	--
竣工面积	89.91	20.10	26.84	9.12
出售面积	44.53	33.38	39.59	7.81
签约销售额（亿元）	24.21	33.77	28.21	6.08
签约销售均价（万元/平方米）	0.89	1.18	0.89	0.81

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。跟踪期内，公司房地产新开工面积同比大幅增长25.66%至96.04万平方米，主要系当期新拍土地开工所致，新开工土地包括华都济宁、华都乐清天虹墅、华都湖州织里、实业东阳星耀城和实业松阳南城项目等；出售面积39.59万平方米，主要来自华都济宁、华都湖州织里、华都安吉、实业东阳星耀城和实业松阳南城项目；受项目地理位置不同、三四线楼市热度减退和政府限制备案楼盘价的影响，2018年公司房地产签约均价下滑，导致当期签约销售额降至28.21亿元。2018年和2019年一季度，公司地产业务在建面积分别为178.96万平方米和169.85万平方米。2019年一季度，公司签约销售均价继续下滑至0.81万元/平方米。

表15　截至2019年3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2019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2019年3月底已投金额	预计2019年4-12月投资额	预计2020年投资额	预计2021年投资额	预计2022年投资额
成都云景台	四川成都	7.06	0	2019 年	5.80	5.69	5.70	0.10	0	0	0
安吉龙山庄园	浙江安吉	35.14	18.08	2022 年	24.81	18.83	17.79	3.48	2.00	1.14	0.40
安吉兰廷公馆	浙江安吉	11.47	5.34	2020 年	8.45	6.08	6.99	0.86	0.60	0	0
济宁金色兰庭	山东济宁	112.12	93.54	2022 年	65.09	44.44	46.13	5.20	5.00	4.76	4.00
乐清天元广场	浙江温州	23.84	0	2021 年	20.00	15.40	13.73	2.50	3.00	0.77	0
湖州织里项目	浙江湖州	22.30	0	2021 年 4 月	14.35	11.77	10.15	2.32	1.25	0.63	0
玉环金沙湾	浙江台州	18.00	0	2021 年 2 月	11.34	0	4.44	4.00	2.40	0.50	0
衢州天元府	浙江衢州	12.40	0	2021 年 2 月	9.32	0.21	5.06	2.59	1.20	0.47	0
乐清天虹墅（公元1909）	浙江温州	10.60	0	2021 年 2 月	11.19	0	2.90	5.29	2.50	0.50	0

湖畔首府	嘉兴市海盐县	8.20	0	2020 年 12 月	4.09	3.36	2.95	1.02	0.12	0	0
星耀城	浙江东阳市横店镇	39.84	0	2023 年 3 月	17.40	0.33	5.60	2.50	3.10	3.10	3.10
松阳南城壹号	浙江丽水市松阳县	7.69	0	2021 年	4.01	0.64	2.31	1.20	0.35	0.15	0
松州广场	浙江丽水市松阳县	6.79	6.79	2020 年	3.12	5.22	2.94	0.17	0.01	0	0
合计	--	**315.45**	**123.75**	--	**198.97**	**111.97**	**126.69**	**31.23**	**21.53**	**12.02**	**7.50**

资料来源：公司提供

注：已回笼金额是指预售后收回的资金总额；建筑面积是项目可行性发面中规划开发的整体面积、包含多期开发的整体项目建筑面积

截至 2019 年 3 月底，公司在建房地产项目合计规划建筑面积 315.45 万平方米，已累计竣工面积达 123.75 万平方米，完成率占规划建筑面积的 39.23%；总投资金额 198.97 亿元，已累计完成投资额 126.69 亿元，预计 2019 年 4 月-2021 年还需投资 31.23 亿元、21.53 亿元和 12.02 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司土地储备项目 2 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 2.40 亿元，可售比例为 58%，自持比例为 42%，土地款已支付。目前规划方案已完成审批，处于施工图设计阶段，计划 2019 年 8 月开工，10 月对公寓和底商进行预售；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。

总体看，公司房地产业务开发及销售节奏控制较好，跟踪期内，受房地产项目地理位置不同、三四线楼市热度减退和政府限制备案楼盘价的影响，公司房地产签约金额有所下滑，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。

（5）其他业务

公司其他业务为钢贸、化工和金融理财业务，2018 年分别实现收入 10.57 亿元、41.18 亿元和 1.30 亿元，其中化工业务经营主体为明日控股和爱普，同比大幅增长主要系甲醇、橡胶、纯苯和粗苯等业务大幅增长，钢贸和金融理财业务同比变动不大。

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，2018 年实现营业收入 1.30 亿元。截至 2019 年 3 月底，投资公司管理资产规模近 27.18 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 2019 年 3 月底，小贷公司贷款余额 4.09 亿元，其中个人贷款和垫款 3.46 亿元，企业贷款和垫款 0.63 亿元；风险拨备 0.15 亿元。截至 2019 年 3 月底，小贷公司逾期贷款余额 0.76 亿元，新增逾期金额 549.93 万元，均有抵押或担保，抵押物主要为杭州和上海地区房产，小贷公司共计提贷款损失准备 1538.71 万元。

2. 经营效率

2018 年，公司销售债权周转次数同比大幅增至 59.84 次、存货周转次数和总资产周转次数同比微增至 8.46 次和 2.73 次。总体看，公司经营效率较高。

3. 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。

截至 2019 年 3 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大众创新创业平台，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，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，2019 年底前建成投用。③东阳宝马 4S 店：项目所用土地为租赁，主体建筑由公司自行建设，现正进行规划前期工作。

表 16　截至 2019 年 3 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 2019 年 3 月底已投资	2019 年 4-12 月拟投资	2020 年拟投资	2021 年拟投资	预计投入运营时间
杭州江虹路项目	75600.00	75600.00	64850.00	8750.00	1500.00	500.00	2019 年底
杭州城东宝马 4S 店	11959.00	11959.00	8068.00	3891.00	--	--	2019 年底
东阳宝马 4S 店	4593.00	4593.00	--	4593.00	--	--	2020 年底
合计	**92152.00**	**92152.00**	**72918.00**	**17234.00**	**1500.00**	**500.00**	--

资料来源：公司提供

十、财务分析

公司提供的 2018 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 2019 年 1-3 月财务数据未经审计。

2018 年底，公司纳入合并范围的子公司 12 家，较上年底增加一家浙江浙农科创企业管理有限公司；2019 年 1-3 月，公司合并范围较 2018 年底无变化。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2018年底，公司资产（合并）总计228.98亿元，所有者权益合计52.20亿元（含少数股东权益36.09亿元）。2018年，公司营业收入585.92亿元，利润总额11.78亿元。

截至2019年3月底，公司资产（合并）总计239.32亿元，所有者权益合计52.79亿元（含少数股东权益36.24亿元）。2019年1-3月，公司营业收入140.84亿元，利润总额1.45亿元。

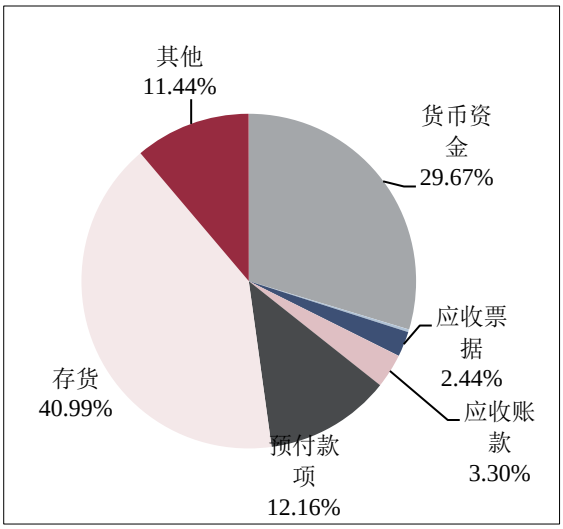
1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总计 228.98 亿元，同比增长 14.17%；其中，流动资产占 77.45%，较上年底小幅增加 1.91 个百分点，流动资产占比小幅提升。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产合计 177.35 亿元，同比增长 17.06%，增长主要来自存货和货币资金的带动；流动资产主要由货币资金、存货、预付款项构成。

图 4　截至 2018 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 2018 年底，公司货币资金为 52.63 亿元，同比增长 26.79%，其中库存现金和银行存款分别占 0.03%和 63.01%，其余为其他货币资金（19.45 亿元），主要为银行承兑汇票保证金和理财产品等，公司使用受限的货币资金为 16.93 亿元，受限比例 32.17%，受限比例较高。公司外币货币资金折算人民币后的余额为 2.31 亿元。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值为 5.86 亿元，同比下降 14.63%，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 97.89%，公司整体账龄短；应收账款期末余额前五名单位合计占 14.89%，集中度一般。截至 2018 年底，公司共计提坏账准备 963.77 万元，计提比例 1.62%。

截至 2018 年底，公司预付款项 21.56 亿元，同比增长 13.09%；账龄上看，账龄一年以内的占 99.36%，整体账龄短；集中度方面，期末余额前五名单位占 38.98%，集中度较高。

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 2018 年底，公司其他应收款账面价值 10.45 亿元，同比下降 14.22%，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 2018 年底，公司对其他应收款计提坏账准备 0.48 亿元，综合计提比例 4.37%，其中对单项金额重大并单独计提坏账准备的 1.08 亿元其他应收款计提坏账准备 0.33 亿元；集中度方面，公司其他应收款余额前五名合计占 19.59%，集中度一般。

表 17　截至 2018 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	6000.00	往来款	5.74
客户二	4672.02	往来款	4.47
客户三	3862.53	往来款	3.70
客户四	3793.48	保证金	3.20
客户五	2584.11	保证金	2.47
合计	**20912.14**	**--**	**19.59**

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司存货规模为 72.69 亿元，同比大幅增长 24.09%，主要来自农资、塑化和汽车板块的库存商品和房地产的开发成本；构成上以库存商品（占 58.21%）和开发成本（占 35.85%）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 0.48 亿元。

非流动资产

截至 2018 年底公司非流动资产为 51.63 亿元，同比保持稳定；构成上以可供出售金融资产（占 44.00%）和固定资产（占 17.68%）为主。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 22.72 亿元，同比变化不大。公司可供出售金融资产投资标的较为分散，截至 2018 年底，公司投资前三名分别为上海并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）（1.25 亿元）、武义鸿祥万合企业管理合伙企业（有限合伙）（2.10 亿元）和杭州润奕投资管理合伙企业（有限合伙）（1.85 亿元）。公司对可供出售金融资产计提减值准备 278.95 万元。

截至 2018 年底，公司在建工程为 5.92 亿元，同比大幅增长 54.86%，主要为对杭州江虹

路项目的投资（5.45 亿元），2018 年新增 1.82 亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总计为 239.32 亿元，较 2018 年底增长 4.52%，资产构成变化不大；流动资产中存货较 2018 年底增长 24.09%至 80.11 亿元，主要来自农资和房地产板块的存货增长；应收账款较 2018 年底增长 30.18%至 7.63 亿元；其余科目较 2018 年底变化不大。

截至 2019 年 3 月底，公司受限资产合计 26.13 亿元，其中固定资产受限 8.53 亿元，货币资金中保证金等形式的受限资金 17.60 亿元，合计占总资产的 10.92%，受限比例较低。

总体看，跟踪期内，公司资产保持增长态势，资产构成以流动资产为主，符合行业特点；流动资产中，存货和预付款项规模较大，对资金形成占用，整体资产质量尚可。

2. 所有者权益及负债

所有者权益

截至 2018 年底，公司所有者权益合计 52.20 亿元（包括少数股东权益 36.09 亿元），同比增长 12.99%，实收资本增加至 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。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 31.05%、资本公积占 3.12%、未分配利润占 55.31%、盈余公积占 10.04%。截至 2018 年底，公司未分配利润 8.91 亿元，同比增长 15.83%，2018 年公司进行利润分配为 0.90 亿元，其中转作股本的普通股利润为 0.18 亿元。

表 18　2016-2018 年公司分红情况

（单位：万元，%）

	2016 年	2017 年	2018 年
分红金额	9000.00	10800.00	9000.00
分红比例	30	30	25

资料来源：公司提供

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计 52.79 亿元（含少数股东权益 36.24 亿元），各科目规模及构成较 2018 年底变动不大。

总体看，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，所有者权益稳定性较弱。

负债

截至 2018 年底，公司负债合计 176.78 亿元，同比增长 14.52%，主要源于短期借款、预收款项、应付账款和其他应付款的增长；构成来看，流动负债占 96.31%，同比有所增长。

截至 2018 年底，公司流动负债为 170.27 亿元，同比增长 22.13%；构成以短期借款（占 22.97%）、应付票据（占 20.62%）、应付账款（占 12.54%）、预收款项（占 18.90%）和其他应付款（占 14.63%）为主。

截至 2018 年底，公司短期借款为 39.11 亿元，主要为保证借款（占 41.52%）和信用借款（占 37.15%），剩余有信用证贴现、承兑汇票贴现和质押借款等。同期，公司应付票据为 35.11 亿元，同比增长 9.23%，全部为一年内到期的银行承兑汇票。

截至 2018 年底，公司应付账款为 21.35 亿元，同比增长 26.92%，主要系农资业务加大采购规模所致；集中度方面，公司应付账款金额前五名单位合计占 42.03%，集中度较高；从账龄上看，账龄 1 年以内的应付账款账面余额占 95.26%，整体账龄短。

截至 2018 年底，公司预收款项为 32.17 亿元，同比增长 65.49%，主要系房地产预收房款（14.32 亿元）及农资、塑化板块预收货款增加所致；账龄在 1 年以内的占 89.46%，整体账龄短。

截至 2018 年底，公司其他应付款为 24.92 亿元，同比增长 36.16%，主要系与母公司借款和往来款增加所致；从集中度上看，其他应付款中期末余额前五名占总额的 49.19%，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 2018 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	5.00	往来款	20.07
客户二	4.41	平台募集款	17.70
客户三	1.35	往来款	5.43
客户四	0.75	保证金	3.01
客户五	0.71	往来款	2.98
合计	**12.22**	--	**49.19**

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司其他流动负债为 5.99 亿元，为 2018 年 12 月发行的额度 5.00 亿元的超短期融资券“18 浙农控 SCP001”和 1.00 亿元的贴现借款。

非流动负债方面，截至 2018 年底，公司非流动负债为 6.52 亿元，同比下降 56.39%，主要系部分长期借款即将到期转入一年内到期的非流动负债科目核算所致。从构成上看，非流动负债以长期借款（占 81.08%）为主。

截至 2018 年底，公司长期借款为 5.29 亿元，主要包括信用借款（0.96 亿元）、抵押借款（1.33 亿元）和保证借款（3.00 亿元）。

截至 2019 年 3 月底，公司负债合计 186.53 亿元，较 2018 年底增长 5.51%，其中短期借款较 2018 年底增长 16.19%至 45.44 亿元，主要用于塑化板块及公司日常经营所需；预收款项由于房地产项目预售状况良好，继续增长至 35.96 亿元；其他应付款较 2018 年底增长 5.40%至 26.26 亿元，主要系向母公司借款增加所致；公司 2019 年 3 月发行额度为 4 亿元的“19 浙农控 SCP001”，相应增加了其他流动负债；其它科目及构成较 2018 年底变动不大。

截至 2018 年底，公司全部有息债务（含其他应付款中的有息债务）为 107.43 亿元，同比增长 6.25%；其中，长期债务 5.29 亿元，同比下降 61.71%，主要系即将到期的长期借款转至一年内到期的非流动负债核算所致；短期债务（含其他应付款和其他流动负债中的有息债务）为 102.14 亿元，同比增长 16.99%。截至 2019 年 3 月底，公司全部有息债务（含其他应付款中的有息债务）114.46 亿元，较 2018 年底增长 6.55%，短期债务增至 108.74 亿元。债务结构方面，跟踪期内，短期债务占比快速增长至 95%以上，占比很高。

2018 年，公司资产负债率为 77.21%，同比增加 0.24 个百分点、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 67.30%和 9.20%，分别同比减少 1.34 个百分点和 13.81 个百分点。截至 2019 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 77.94%、68.44%和 9.79%。

总体来看，跟踪期内公司负债及有息债务持续增长，整体债务负担重；短期债务占比很高，期限结构有待改善。

3. 盈利能力

2018 年，公司实现营业收入 585.92 亿元，同比增长 17.76%，主要来自农资和塑化板块的增长；同期，公司营业成本 555.58 亿元，同比增长 18.36%。2018 年，公司营业利润率为 4.94%，同比减少 0.27 个百分点。

截至 2018 年底，公司期间费用合计 21.59 亿元，同比增长 20.28%，构成主要以销售费用（10.90 亿元）和管理费用（8.10 亿元）为主；2018 年，公司期间费用占营业收入比重为 3.68%。

非经常性损益方面，2018 年，公司实现投资收益 3.49 亿元，主要由持有可供出售金融资产获得的收益 1.46 亿元、处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产产生的投资收益 1.14 亿元和其他投资收益 0.89 亿元构成。此外，2018 年，公司新增资产处置收益 0.55 亿元、以政府补助为主的其他收益 0.64 亿元和营业外收入 0.41 亿元。2018 年，非经常性收益（投资收益+营业外收入+其他收益）合计 4.54 亿元，对利润形成一定补充。

2018 年，公司实现利润总额 11.78 亿元，同比增长 12.14%。盈利能力指标方面，2018 年公司总资本收益率和净资产收益率分别为 6.92%和 16.31%，同比分别增加 0.77 个百分点和减少 0.81 个百分点。

2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 140.84 亿元，同比增长 19.34%；实现利润总额 1.45 亿元，同比增长 3.57%；营业利润率为 3.84%，同比有所下降。2019 年 1-3 月，公司投资收益和营业外收入分别为 1.15 亿元和 0.13 亿元，同比均变动不大，投资收益主要来自塑化业务期货收益、项目投资和理财收益等。同期，公司期间费用 4.93 亿元，各项费用发生额和构成情况同比变动不大。

跟踪期内，公司营业收入稳定增长，盈利能力有所下滑，期间费用控制较好，非经常性收益对利润总额形成一定补充，公司整体盈利能力较好。

4. 现金流分析

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，2018年分别为689.61亿元和728.92亿元；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，2018年分别为653.92亿元和711.82亿元；公司收到及支付其他与经营活动有关的现金规模同比均有不同程度的增长，2018年分别为37.00亿元和38.31亿元，主要为金融理财的往来资金和其他经营活动往来资金等。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额同比增长15.30%至17.10亿元。从收入实现质量指标看，2018年公司现金收入比为117.70%，同比增加4.72个百分点，公司收入实现质量保持较好水平。

投资活动方面，2018年公司投资活动现金流入同比大幅增长176.22%至34.16亿元，主要来自公司金融板块各项目的投资收回投资收到的现金，2018年为30.59亿元；投资活动现金流出规模同比增长23.81%至32.92亿元，主要为投资支付的现金27.62亿元；2018年，公司投资活动产生的现金流量净额为1.24亿元，转变为净流入。

筹资活动方面，2018 年，公司筹资活动现金流入同比变动不大，主要为取得借款收到的现金；同期，筹资活动现金流出同比增长 25.89%至 107.06 亿元，主要用于偿还债务支付的现金；2018 年公司筹资活动产生的现金流量净额为-12.78 亿元，转变为净流出。

2019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-4.51亿元、1.00亿元和10.23亿元。

总体看，跟踪期内，公司经营活动现金流量净额快速增长，获现能力良好，考虑到房地产业务在建项目投资规模较大，公司仍存在一定对外融资压力。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标来看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 104.16%和 61.47%，由于存货的增长导致上述比率同比分别减少 4.51 个百分点和 5.18 个百分点。截至 2019 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 104.41%和 59.79%，较 2018 年底变动不大。考虑到公司流动资产中货币资金受限比例较高，存货和预付款项规模较大，公司资产流动性一般，短期偿债压力较大。

长期偿债能力指标方面，2018 年，公司 EBITDA/利息倍数[1]为 6.15 倍，EBITDA 对利息支出的保障能力强；全部债务/EBITDA 倍数为 6.88 倍。总体来看，公司长期偿债能力尚可。

截至 2019 年 3 月底，公司无对外担保。

截至 2019 年 3 月底，公司获各家银行授信总额为 192.24 亿元，尚未使用授信额度 85.58 亿元，公司间接融资渠道较为通畅。

未决诉讼方面，截至 2019 年 3 月底，公

[1] EBITDA/利息倍数指标中利息支出采用利息收支净额计算。

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 2510.00 万元。以上涉诉贷款均附有抵押物担保，截至 2019 年 3 月底已计提贷款损失准备 1538.71 万元。

6. 母公司财务分析

截至2018年底，公司本部资产总额35.51亿元，同比下降8.79%，其中流动资产16.37亿元，占46.12%，非流动资产19.13亿元，占53.88%，构成以非流动资产为主。公司本部流动资产主要以14.27亿元的其他应收款为主，主要为与子公司往来款，货币资金1.49亿元；非流动资产中，主要由13.33亿元的长期股权投资和5.45亿元在建工程（杭州江虹路项目）为主。负债方面，截至2018年底，公司本部负债总额26.60亿元，同比下降14.15%，主要系偿还超短期融资券所致；其中流动负债26.34亿元，占99.02%。流动负债中，主要由短期借款（7.00亿元）、一年内到期的非流动负债（6.00亿元）和其他流动负债（5.99亿元）和其他应付款（6.94亿元）为主；一年内到期的非流动负债全部为即将到期的长期借款，其他流动负债为“18浙农控SCP001”和贴现借款。公司本部全部债务18.99亿元，全部为短期债务。截至2018年底，公司本部资产负债率为74.93%。所有者权益方面，截至2018年底，公司本部权益总额8.90亿元，其中实收资本5.00亿元，盈余公积1.81亿元，未分配利润1.59亿元，权益结构稳定。

盈利能力方面，2018年，公司本部实现营业收入2298.72万元，期间费用1.07亿元，利润总额1.27亿元，同比增长66.30%，主要来自投资收益的增加，近三年投资收益规模较大且较为稳定，分别为2.08亿元、1.56亿元和2.14亿元，为公司本部利润形成一定保障。

现金流方面，2018年公司本部经营活动现金流入全部为收到其他与经营活动有关的现金（10.17亿元），系公司本部与子公司的往来款；经营活动现金流出主要以支付其他与经营活动有关的现金为主；公司本部经营活动产生的现金流量净额为2.50亿元。投资活动现金流量净额2.21亿元，主要以收到理财收益和购买理财产品的其他与投资活动有关的现金为主，分别为5.24亿元和3.93亿元，另外，随投资收益规模的增长，2018年本部取得投资收益收到的现金2.31亿元。筹资活动产生的现金流量主要由取得借款收到的现金及偿还债务支付的现金为主，分别为14.00亿元和25.00亿元，本部发行超短期融资券使得发行债券收到的现金为4.99亿元，筹资活动现金流量净额为-8.81亿元。

总体看，公司本部资产以长期股权投资和其他应收款为主，有息债务全部为短期债务，短期偿债压力较大，整体债务负担较重，所有者权益结构稳定，投资收益本部利润来源，稳定性较好。

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 2019 年 7 月 5 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。

十一. 存续期内债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司存续债券包括余额合计为 9.00 亿元的两期超短期融资券“18 浙农控 SCP001”和“19 浙农控 SCP001”；余额 5.00 亿元的中期票据“19 浙农控 MTN001”；

共计 14.00 亿元。

2018 年，公司现金类资产 40.48 亿元（剔除受限资金），是一年内到期债券余额的 4.50 倍；公司 EBITDA 为 15.62 亿元，是存续债券余额的 1.12 倍；公司经营活动流量净额为 17.10 亿元，为存续债券余额的 1.22 倍；公司现金类资产对一年内到期的存续债保障程度高，EBITDA 和经营活动现金流量净额对存续债券余额保障程度尚可。

表20 公司存续债券保障情况（单位：倍、亿元）

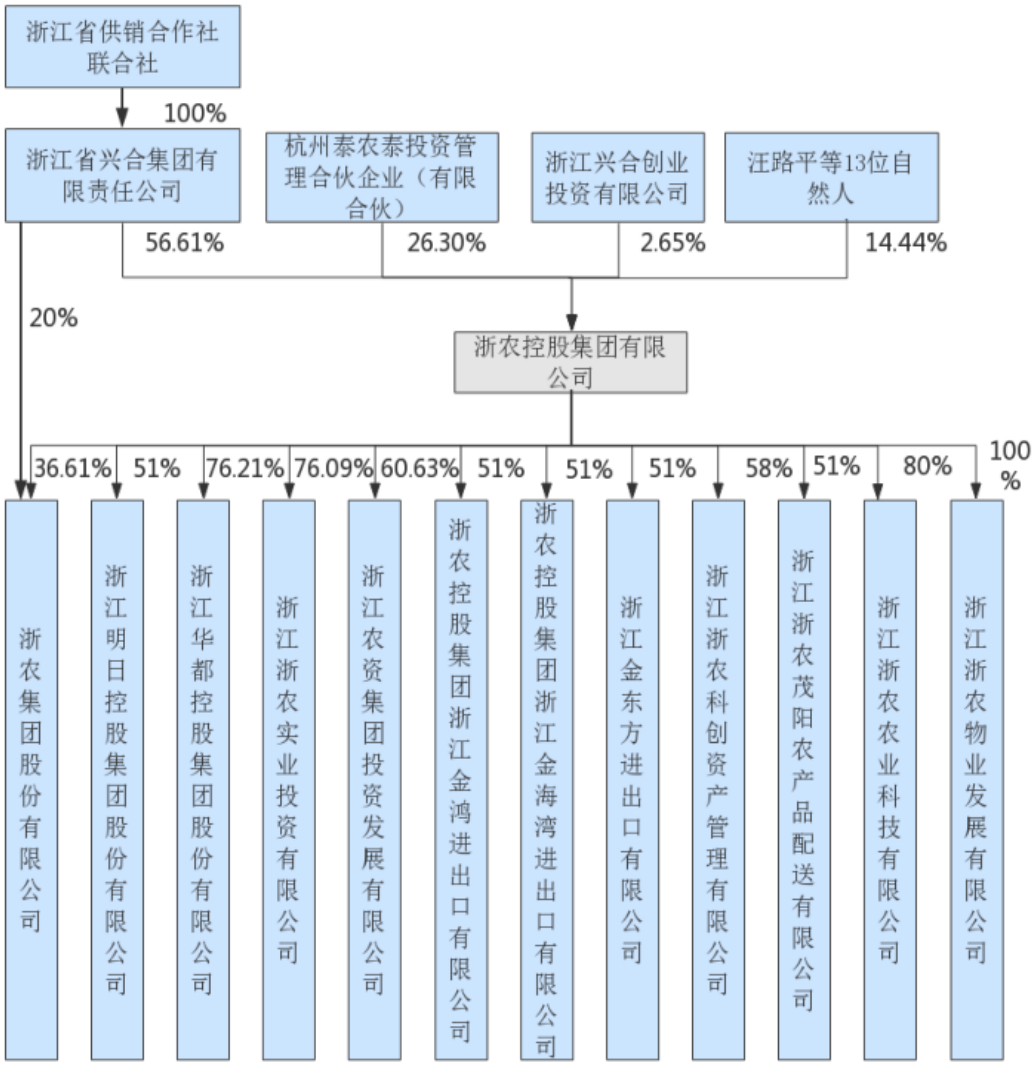
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	9.00
现金类资产/一年内到期债券余额	4.50
经营活动现金流入量/应付债券余额	52.06
经营活动现金流净额/应付债券余额	1.22
EBITDA/应付债券余额	1.12

资料来源：联合资信整理

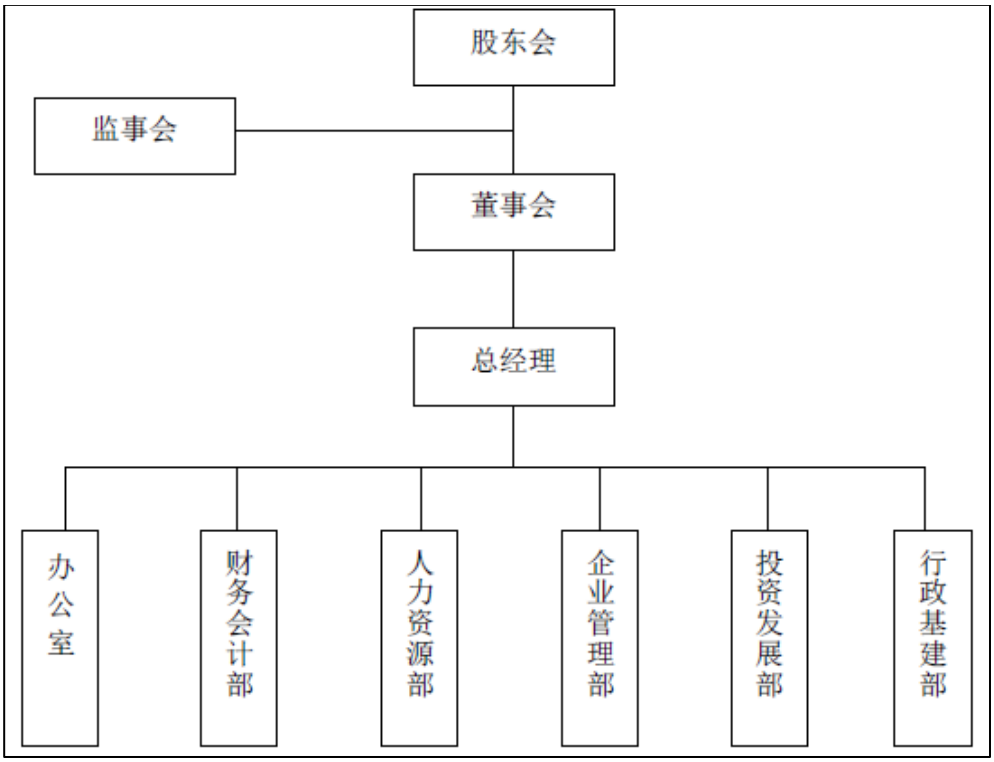
十二. 结论

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2019年3月底公司股权结构图



附件 1-2　截至 2019 年 3 月底公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	18.89	26.13	40.48	42.49
资产总额(亿元)	179.09	200.56	228.98	239.32
所有者权益(亿元)	39.77	46.20	52.20	52.79
短期债务(亿元)	76.41	87.31	102.14	108.74
长期债务(亿元)	14.75	13.80	5.29	5.73
全部债务(亿元)	91.16	101.11	107.43	114.46
营业收入(亿元)	370.32	497.55	585.92	140.82
利润总额(亿元)	8.46	10.50	11.78	1.45
EBITDA(亿元)	10.99	13.29	15.62	--
经营性净现金流(亿元)	13.67	14.83	17.10	-4.51
财务指标				
销售债权周转次数(次)	36.00	47.03	59.84	--
存货周转次数(次)	6.02	8.28	8.46	--
总资产周转次数(次)	2.17	2.62	2.73	--
现金收入比(%)	110.08	112.98	117.70	113.22
营业利润率(%)	6.13	5.21	4.94	3.84
总资本收益率(%)	5.69	6.15	6.92	--
净资产收益率(%)	15.53	17.12	16.31	--
长期债务资本化比率(%)	27.05	23.01	9.20	9.79
全部债务资本化比率(%)	69.62	68.64	67.30	68.44
资产负债率(%)	77.79	76.97	77.21	77.94
流动比率(%)	115.89	108.67	104.16	104.41
速动比率(%)	71.48	66.65	61.47	59.79
经营现金流动负债比(%)	11.07	10.64	10.04	--
EBITDA 利息倍数(倍)	8.62	11.50	6.15	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.29	7.61	6.88	--

注：公司 2019 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；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　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