

# 信用评级公告

联合〔2022〕4063号

联合资信评估股份有限公司通过对浙农集团股份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，确定维持浙农集团股份有限公司的主体长期信用等级为 **AA**，维持“华通转债”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

评级总监：

二〇二二年六月二十七日

# 浙农集团股份有限公司

## 公开发行可转换公司债券 2022 年跟踪评级报告

### 评级结果:

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
浙农集团股份有限公司	AA	稳定	AA	稳定
华通转债	AA	稳定	AA	稳定

### 跟踪评级债项概况:

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
华通转债	2.24 亿元	2.01 亿元	2024-06-14

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:2022 年 6 月 27 日

### 本次评级使用的评级方法、模型:

名称	版本
<a href="#">贸易企业信用评级方法</a>	V3.0.201907
<a href="#">贸易企业主体信用评级模型(打分表)</a>	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	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	3		
			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		3		
		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

浙农集团股份有限公司(以下简称“公司”)是浙江省供销系统内的重要子公司之一,2020 年完成重大资产重组后,公司主营业务由药品批发、药品零售、药品生产销售等扩展至农业综合服务和汽车商贸服务及医药生产销售领域。跟踪期内,公司农业综合服务业务在全国农资流通企业中保持领先地位,汽车商贸服务定位于宝马、凯迪拉克等中高端品牌的系列化经营,整体收入与利润规模持续提升,主业盈利能力良好。同时,联合资信评估股份有限公司(以下简称“联合资信”)也关注到全球范围内疫情反复、贸易环境日趋复杂,以及所有者权益稳定性一般等因素对信用水平可能带来的不利影响。

公司原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”)以其合法拥有的公司股票作为质押资产对“华通转债”进行质押担保。截至 2022 年 3 月 31 日,上述质押的 3390 万股股份市值为“华通转债”待偿本金的 2.57 倍,提高了“华通转债”本息偿付的安全性。

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

### 优势

1. 公司外部发展环境良好。浙江省经济发展水平较高,为公司业务开展提供了较好的外部环境。
2. 公司为浙江省供销系统内的重要子公司之一,区域行业龙头地位稳固,主业盈利能力良好。公司农业综合服务业务在全国农资流通企业中保持领先地位,汽车商贸服务定位于宝马等中高端品牌的系列化经营,跟踪期内收入与利润规模持续提升。
3. 公司原控股股东华通集团以其合法拥有的公司股票作为质押资产对“华通转债”进行质押担

分析师：郭察理 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

保，提高了“华通转债”本息偿付的安全性。截至2022年3月31日，上述质押的3390万股股份市值为“华通转债”待偿本金的2.57倍。

#### 关注

1. **全球范围内疫情反复、国际政治形势复杂化、大宗商品价格波动剧烈综合作用下贸易环境日趋复杂，可能对公司主营业务盈利能力产生影响。**全球相继爆发新型冠状病毒肺炎疫情，流通行业受到物流部分中断、海外需求下降、安全和维护成本上升等因素影响，未来全球经济复苏仍存在较大不确定性，对公司保持稳定竞争力提出了更高要求。
2. **公司所有者权益稳定性一般。**截至2021年底，公司所有者权益为59.11亿元，主要由未分配利润（23.06亿元）和少数股东权益（23.25亿元）构成。

#### 主要财务数据：

合并口径				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
现金类资产(亿元)	24.15	25.98	33.65	46.43
资产总额(亿元)	107.93	125.79	163.13	179.44
所有者权益(亿元)	44.03	49.85	59.11	62.09
短期债务(亿元)	34.12	30.94	41.80	46.92
长期债务(亿元)	1.84	2.46	5.03	4.80
全部债务(亿元)	35.96	33.40	46.83	51.72
营业收入(亿元)	66.50	287.47	351.44	94.70
利润总额(亿元)	2.89	10.14	17.92	3.56
EBITDA(亿元)	3.77	12.64	21.36	--
经营性净现金流(亿元)	2.03	16.31	13.79	13.22
营业利润率(%)	11.11	7.76	9.08	7.45
净资产收益率(%)	5.05	15.66	23.33	--
资产负债率(%)	59.21	60.37	63.77	65.39
全部债务资本化比率(%)	44.96	40.12	44.20	45.44
流动比率(%)	130.98	134.67	130.12	129.00
经营现金流动负债比(%)	3.37	22.79	14.26	--
现金短期债务比(倍)	0.72	0.84	0.81	0.99
EBITDA利息倍数(倍)	13.19	15.31	19.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.53	2.64	2.19	--
公司本部（母公司）				
项目	2019年	2020年	2021年	2022年3月
资产总额（亿元）	11.63	33.29	33.05	--
所有者权益（亿元）	5.62	27.54	29.60	--
全部债务(亿元)	3.81	3.05	2.33	--
营业收入(亿元)	11.93	10.23	9.75	--

利润总额(亿元)	0.30	-0.37	2.91	--
资产负债率(%)	51.67	17.28	10.45	--
全部债务资本化比率(%)	40.43	9.99	7.30	--
流动比率(%)	161.24	150.99	375.03	--
经营现金流动负债比(%)	7.74	33.69	-39.30	--

注：公司 2022 年 1—3 月财务数据未经审计，未披露本部单体财务数据，相关指标未年化；2019 年财务数据为审计机构调整后数据；公司合并口径现金类资产中已扣除受限货币资金  
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
华通转债	AA	AA	稳定	2021-6-24	王喜梅 杨晓丽	<a href="#">联合资信贸易企业信用评级方法（V3.0.201907）</a> <a href="#">联合资信贸易企业主体信用评级模型（打分表）（V3.0.201907）</a>	<a href="#">阅读全文</a>
华通转债	AA-	A+	稳定	2017-9-25	高鹏 孙林林	<a href="#">联合信用评级工商企业信用评级方法（2015年）</a>	<a href="#">阅读全文</a>

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号

## 声 明

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

二、本报告是联合资信基于评级方法和评级程序得出的截至发表之日的独立意见陈述，未受任何机构或个人影响。评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非对评级对象的事实陈述或鉴证意见。联合资信有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

三、本报告所含评级结论和相关分析不构成任何投资或财务建议，并且不应当被视为购买、出售或持有任何金融产品的推荐意见或保证。

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

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

六、除因本次评级事项联合资信与该公司构成评级委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

八、任何机构或个人使用本报告均视为已经充分阅读、理解并同意本声明条款。

分析师：

联合资信评估股份有限公司

# 浙农集团股份有限公司

## 公开发行可转换公司债券 2022 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”）关于浙农集团股份有限公司（以下简称“公司”或“浙农股份”）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

公司前身是浙江华通医药股份有限公司（以下简称“华通医药”）。2015年5月，华通医药在深圳证券交易所中小板首次公开发行1400万股并完成股票上市（股票简称“华通医药”，股票代码：002758.SZ），控股股东为浙江绍兴华通商贸集团股份有限公司（以下简称“华通集团”），实际控制人为绍兴市柯桥区供销合作社联合社（以下简称“柯桥区供销社”）。2020年，公司完成重大资产重组，通过非公开发行股份形式购买控股股东浙农控股集团有限公司等多方持有的浙江农资集团有限公司（以下简称“浙江农资”）100%股权，成为浙江省供销系统内的重要子公司之一。截至2022年3月底，公司股本为50265.32万元，证券简称变更为“浙农股份”，控股股东变更为浙农控股集团有限公司（以下简称“浙农控股”，持股比例为20.24%，无质押），浙江省供销合作社联合社（以下简称“浙江省供销社”）为公司实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围无重大变化。

截至2022年3月底，公司本部设立办公室、财务会计部、人力资源部、企管投资部、农业科技服务中心、审计部、证券部、信息中心等职能部门。

截至2021年底，公司合并资产总额163.13亿元，所有者权益59.11亿元（含少数股东权益

23.25亿元）；2021年，公司实现营业总收入351.44亿元，利润总额17.92亿元。

截至2022年3月底，公司合并资产总额179.44亿元，所有者权益62.09亿元（含少数股东权益24.64亿元）；2022年1—3月，公司实现营业总收入94.70亿元，利润总额3.56亿元。

公司注册地址：浙江省绍兴市柯桥区轻纺城大道1605号；法定代表人：包中海。

### 三、存续债券及募集资金使用情况

公司于2018年6月14日公开发行“2018年浙江华通医药股份有限公司可转换公司债券”（以下简称“华通转债”或“本次债券”），本次债券期限为6年，募集资金总额22400万元。

本次债券已于2018年7月13日在深圳证券交易所上市交易，初始转股价格为11.45元/股。截至2022年3月底，“华通转债”剩余可转债余额为20069.02万元，转股价格为10.03元/股。

募集资金使用方面，本次债券扣除发行费用后，拟16413.55万元用于年产10000吨中药饮片扩建项目，5338.96万元用于技术研发中心项目。截至2021年底，公司累计使用募集资金8392.09万元，尚未使用的募集资金余额13360.42万元，募集资金用途未发生调整。

跟踪期内，本次债券按期付息。

表1 截至报告出具日跟踪评级债券概况

（单位：亿元、年）

债项简称	发行金额	债券余额	起息日	期限
华通转债	2.24	2.01	2018-06-14	6

资料来源：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

2022年一季度，中国经济发展面临的国内外环境复杂性和不确定性加剧，有的甚至超出预期。全球经济复苏放缓，俄乌地缘政治冲突导致全球粮食、能源等大宗商品市场大幅波动，

国内多地疫情大规模复发，市场主体困难明显增加，经济面临的新的下行压力进一步加大。在此背景下，“稳增长、稳预期”成为宏观政策的焦点，政策发力适当靠前，政策合力不断增强，政策效应逐渐显现。

表2 2021年一季度至2022年一季度中国主要经济数据

项目	2021年 一季度	2021年 二季度	2021年 三季度	2021年 四季度	2022年 一季度
GDP 总额 (万亿元)	24.80	28.15	28.99	32.42	27.02
GDP 增速 (%)	18.30(4.95)	7.90(5.47)	4.90(4.85)	4.00(5.19)	4.80
规模以上工业增加值增速 (%)	24.50(6.79)	15.90(6.95)	11.80(6.37)	9.60(6.15)	6.50
固定资产投资增速 (%)	25.60(2.90)	12.60(4.40)	7.30(3.80)	4.90(3.90)	9.30
房地产投资 (%)	25.60(7.60)	15.00(8.20)	8.80(7.20)	4.40(5.69)	0.70
基建投资 (%)	29.70(2.30)	7.80(2.40)	1.50(0.40)	0.40(0.65)	8.50
制造业投资 (%)	29.80(-2.0)	19.20(2.00)	14.80(3.30)	13.50(4.80)	15.60
社会消费品零售 (%)	33.90(4.14)	23.00(4.39)	16.40(3.93)	12.50(3.98)	3.27
出口增速 (%)	48.78	38.51	32.88	29.87	15.80
进口增速 (%)	29.40	36.79	32.52	30.04	9.60
CPI 涨幅 (%)	0.00	0.50	0.60	0.90	1.10
PPI 涨幅 (%)	2.10	5.10	6.70	8.10	8.70
社融存量增速 (%)	12.30	11.00	10.00	10.30	10.60
一般公共预算收入增速 (%)	24.20	21.80	16.30	10.70	8.60
一般公共预算支出增速 (%)	6.20	4.50	2.30	0.30	8.30
城镇调查失业率 (%)	5.30	5.00	4.90	5.10	5.80
全国居民人均可支配收入增速 (%)	13.70(4.53)	12.00(5.14)	9.70(5.05)	8.10(5.06)	5.10

注：1.GDP 数据为当季值，其他数据均为累计同比增速；2.GDP 总额按现价计算，同比增速按不变价计算；3.出口增速、进口增速均以美元计价统计；4.社融存量增速、城镇调查失业率为期末值；5.全国居民人均可支配收入增速为实际同比增速；6.2021 年数据中括号内为两年平均增速

资料来源：联合资信根据国家统计局、中国人民银行和 Wind 数据整理

经初步核算，2022 年一季度，中国国内生产总值 27.02 万亿元，按不变价计算，同比增长 4.80%，较上季度两年平均增速<sup>1</sup>（5.19%）有所回落；环比增长 1.30%，高于上年同期（0.50%）但不及疫情前 2019 年水平（1.70%）。

三大产业中，第三产业受疫情影响较大。2022 年一季度，第一、二产业增加值同比增速分别为 6.00% 和 5.80%，工农业生产总体稳定，但 3 月受多地疫情大规模复发影响，部分企业出现减产停产，对一季度工业生产造成一定的拖累；第三产业增加值同比增速为 4.00%，不

及上年同期两年平均增速（4.57%）及疫情前 2019 年水平（7.20%），接触型服务领域受到较大冲击。

需求端，消费市场受到疫情冲击较大，固定资产投资增速处于相对高位，出口仍保持较高景气度。消费方面，2022 年一季度社会消费品零售总额 10.87 万亿元，同比增长 3.27%，不及上年同期两年平均增速水平（4.14%），主要是 3 月疫情对消费，特别是餐饮等聚集型服务消费，造成了较大冲击。投资方面，2022 年一季度全国固定资产投资（不含农户）10.49 万亿元，同比增长 9.30%，处于相对高位。其中，房地产开发投资继续探底；基建投资明显发力，

<sup>1</sup>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 2021 年两年平均增速为以 2019 年同期为基期计算的几何平均增长率，下同。

体现了“稳增长”政策拉动投资的作用；制造业投资仍处高位，但3月边际回落。外贸方面，出口仍保持较高景气度。2022年一季度中国货物进出口总额1.48万亿美元，同比增长13.00%。其中，出口8209.20亿美元，同比增长15.80%；进口6579.80亿美元，同比增长9.60%；贸易顺差1629.40亿美元。

**CPI同比涨幅总体平稳，PPI同比涨幅逐月回落。**2022年一季度CPI同比增长1.10%，猪肉等食品价格下跌对冲了部分能源价格上涨推动的上行空间。一季度PPI同比增长8.70%，各月同比增速回落幅度有所收敛；PPI环比由降转升，上行动力增强，输入型通胀压力抬升。地缘政治等因素导致国际能源和有色金属价格剧烈波动，带动国内油气开采、燃料加工、有色金属等相关行业价格上行。

**社融总量扩张，财政前置节奏明显。**2022年一季度新增社融规模12.06万亿元，比上年同期多增1.77万亿元；3月末社融规模存量同比增长10.60%，增速较上年末高0.30个百分点。从结构看，财政前置带动政府债券净融资大幅增长，是支撑社融扩张的主要动力，一季度政府债券净融资规模较上年同期多增9238亿元。其他支撑因素包括对实体经济发放的人民币贷款和企业债券净融资较上年同期分别多增4258亿元和4050亿元。

**财政收入运行总体平稳，民生等重点领域支出得到有力保障。**2022年一季度，全国一般公共预算收入6.20万亿元，同比增长8.60%，财政收入运行总体平稳。其中，全国税收收入5.25万亿元，同比增长7.70%，主要是受工业企业利润增长带动，但制造业中小微企业缓税政策延续实施等因素拉低了税收收入增幅。支出方面，2022年一季度全国一般公共预算支出6.36万亿元，同比增长8.30%，为全年预算的23.80%，进度比上年同期加快0.30个百分点。民生等重点领域支出得到了有力保障，科学技术、教育、农林水、社会保障和就业、卫生健康支出同比分别增长22.40%、8.50%、8.40%、

6.80%、6.20%。

**稳就业压力有所加大，居民收入稳定增长。**

2022年一季度，城镇调查失业率均值为5.53%，其中1月、2月就业情况总体稳定，调查失业率分别为5.30%、5.50%，接近上年同期水平，环比小幅上升，符合季节性变化规律；而3月以来局部疫情加重，城镇调查失业率上升至5.80%，较上年同期上升0.50个百分点，稳就业压力有所增大。2022年一季度，全国居民人均可支配收入1.03万元，实际同比增长5.10%，居民收入稳定增长。

## 2. 宏观政策和经济前瞻

**把稳增长放在更加突出的位置，保持经济运行在合理区间，实现就业和物价基本稳定。**

2022年4月，国务院常务会议指出，要把稳增长放在更加突出的位置，统筹稳增长、调结构、推改革，切实稳住宏观经济大盘。保持经济运行在合理区间：部署促进消费的政策举措，助力稳定经济基本盘和保障改善民生；决定进一步加大出口退税等政策支持力度，促进外贸平稳发展；确定加大金融支持实体经济的措施，引导降低市场主体融资成本。实现就业和物价基本稳定：着力通过稳市场主体来保就业；综合施策保物流畅通和产业链供应链稳定，保粮食安全。

**疫情叠加外部局势影响，经济稳增长压力加大。**生产端，停工停产、供应链受阻以及原材料价格上涨对工业生产的拖累还需关注；需求端，投资对经济的拉动作用有望提升，可能主要依靠基建投资的发力；国内疫情的负面影响短期内或将持续，制约消费的进一步复苏；在俄乌局势紧张、美联储货币政策加速紧缩等国际背景下，叠加上年基数攀升的影响，出口对于经济的支撑大概率会逐步回落。有鉴于此，IMF、世界银行等国际机构均降低了对中国经济增长的预测。预计未来经济增长压力仍然较大，实现5.50%增长目标的困难有所加大。



## 五、行业及区域经济环境

公司业务范围主要涉及农资、汽车销售和医药流通等业务板块。

### 1. 农资行业

**中国是全球最大的化肥生产国和消费国。2021 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，化肥原材料及产品价格呈现快速上涨趋势。**

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，全球磷肥市场持续保持增长。2021 年受全球疫情、宽松货币政策和大宗原材料价格上涨等多重因素影响，全球对粮食安全的高度重视，显著支撑并拉动了主要化肥消费市场的需求扩大，全球化肥供需结构明显改善，化肥价格全面上涨。2021 年一季度磷肥短期成本持续上涨，上游原料煤炭价格处于近几年高位，叠加国际油价大幅上涨，化肥生产企业生产成本上升，推动国内磷肥价格上涨；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 2022 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。

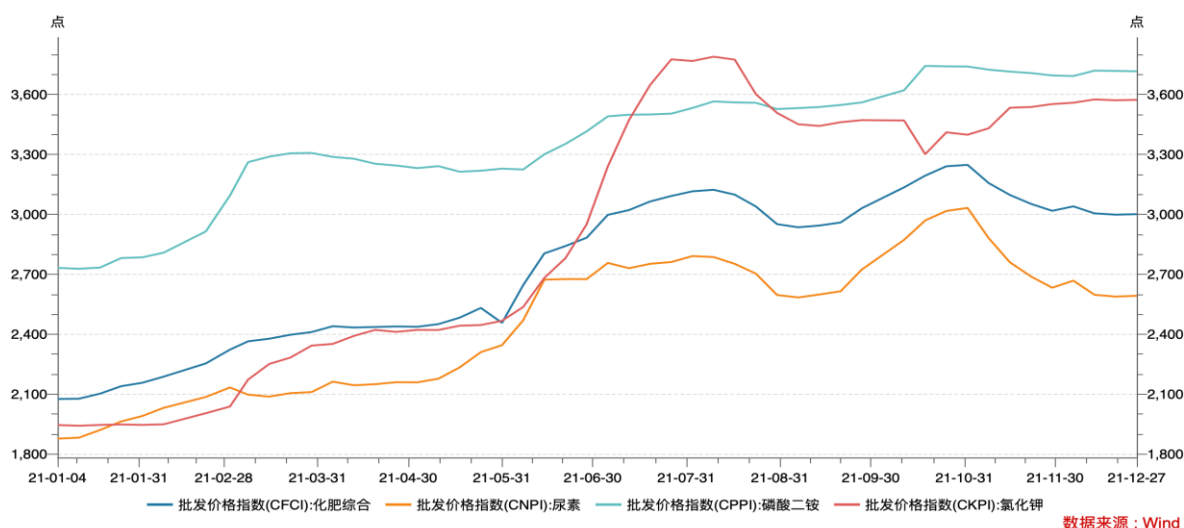
全球氮肥增长已经进入成熟发展阶段，总需求量保持缓慢稳定增长。2021 年一季度氮肥市场库存有明显回升，工厂库存在 2021 年一季度经历了显著抬升后又明显回落，市场库存的增长可能与季节性因素以及 2021 年一季度价格上涨密切相关；2019 年 8 月，尿素期货上市，加大市场价格波动，逐步形成新的产品价格形成机制，一季度很多海外工厂因疫情停工，导致部分订单向国内转移，国际尿素价格每吨增幅超过 100 美元，刺激国内尿素生产企业加大出口力度；二季度国内尿素市场价格继续上涨。虽国内需求阶段性小幅下降，但国际尿素市场上涨及印度连续三个月发布尿素招标，出口分销以及大宗商品的集中拉涨，继续推动尿素价格上涨；三季度国内尿素在需求淡季创下历史价格高点，主要因素一是国内尿素装置检修集中导致阶段性尿素供应下降，二是 7 月份受印标提振，尿素价格延续高位上涨趋势。但进入 8 月份，随着出口热度消退，加之政策面对出口实行收紧政策，国内需求明显下滑，尿素价格呈现回落；四季度受国家政策对煤炭价格的管控，各项措施推动煤炭保供，随后煤炭价格

出现明显下跌，外加尿素需求低迷，尿素价格出现大幅下滑。

从批发价格来看，2021年以来除氯化钾价格波动较大，其他各品种化肥批发价格走势类似，呈波动上涨趋势，磷酸二铵在2021年底价

格快速增至近年来最高值，为3715.69点。氯化钾在5~8月价格增速剧烈，从2421.29点迅速上涨至3775.73点，随后价格在8~12月缓慢下降。

图1 2021年主要化肥产品（尿素、氯化钾、磷酸二铵、化肥综合）批发价格指数情况



## (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。

根据农业农村部印发的《新型农业经营主体和服务主体高质量发展规划（2020-2022年）》，到2022年，家庭农场、农民合作社、农业社会化服务组织等各类新型农业经营主体和服务主体蓬勃发展，通过创新组织方式，提高农业生产薄弱环节和关键领域服务水平。此外，随着近年来国家出台土地流转政策，农业生产规模化和集约化程度不断提高，专业农业服务的重要性也将日益突显，各经销商着力提升服务水平，使服务方式更加多元化、智能化、集成化。通过植保无人机、传感器、物联网等数字化设备，以及区块链技术为现代农业赋能，

为客户提供一体化作物种植解决方案，推动农业生产由传统到全面智能化的转型。

## 2. 汽车销售

从 2021 年全年汽车销量情况来看，一季度由于同期基数较低，汽车市场同比呈现快速增长，二季度增速有所回落，三季度受芯片供给不足影响最大，出现较大幅度下降，四季度明显恢复，好于预期，确保了全年稳中有增的良好发展态势。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

2021 年，尽管受到新冠肺炎疫情、芯片短缺、原材料价格高涨等不利因素影响，中国汽车工业仍保持强大的发展韧性，呈现稳中有增的良好发展态势。根据中国汽车工业协会统计，2021 年全年汽车产销 2608.2 万辆，同比增长 3.4%。

中国汽车行业自 2020 年以来进入复苏周期，尽管短期由于全球芯片供应短缺，汽车产销量

受到压抑，但是大势是短期扰动不改复苏周期。从全年乘用车销量变化情况来看，年初由于基数较低，乘用车市场表现出大幅增长的状态，但是随着芯片供应不足问题逐步显现，叠加同期基数的快速提高，乘用车市场开始出现下滑，且降幅有所扩大。自 2021 年第三季度起芯片供应短缺问题有望环比得到改善，对汽车产销量的环比提升起到了一定的支撑作用。进入四季度，伴随芯片问题的逐步缓解，乘用车市场运行趋稳，降幅逐渐收窄，2021 年全年乘用车销量基本恢复到疫情前水平。从全年商用车走势看，上半年表现明显好于下半年，其中一季度由于同期基数较低，产销呈现大幅增长，二季度开始销量同比下降，下半年下降趋势更为明显，“蓝牌轻卡”政策预期带来的消费观望、房地产开发行业较冷等因素加剧了商用车市场下行的压力，支撑商用车增长的政策红利效用已逐步减弱，商用车市场将进入调整期。2021 年，中国汽车销量为 2627.5 万辆，同比增长 3.8%。

表 3 2021 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	11月	12月
汽车产量	/	/	251.70	227.30	209.60	203.80	185.30	173.40	218.60	234.35	267.30	296.60
汽车销量	250.32	145.48	252.57	225.18	212.77	201.53	186.36	179.88	206.71	233.28	252.16	278.59
--乘用车	204.48	115.59	187.43	170.40	164.60	156.91	155.14	155.20	175.05	200.68	219.20	242.16
--商用车	45.84	29.89	65.14	54.78	48.17	44.62	31.22	24.69	31.66	32.60	32.96	36.44
销量:汽车:当月同比	29.49	364.76	74.93	8.63	-3.06	-12.44	-11.91	-17.85	-19.64	-9.43	-9.07	-1.60

数据来源：Wind

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) 行业竞争

经营竞争方面，国内各大经销商均有自身根植的区域，存在着较强的地域性特征和一定的品牌定位，主要包括以广汇汽车为代表的全线品牌型，国机汽车股份有限公司、中升集团控股有限公司为代表的中高端品牌型，利星行为代表的单一品牌型，物产元通为代表的本地主力型等。2020年，中国汽车经销商行业集中度进一步提高，优势资源逐步向头部企业靠拢。规模较大的经销商集团在人才培养、品牌知名度和地区市场资源整合等方面具备竞争实力。由于在整车及零配件采购时，经销商一般需要全额支付价款，资金占用压力较大，具备规模效益的经销商在市场及信贷环境波动的情况下，能够体现出更强的抗风险能力，行业整合将成为未来的发展趋势。

表4 2020年中国汽车经销商集团前十名企业  
(单位: 亿元、万辆)

排名	集团名称	营业收入	销量(含二手车)
1	广汇汽车服务集团股份有限公司	1572.81	101.87
2	中升集团控股有限公司	1483.48	60.77
3	利星行汽车	951.21	28.04
4	上海永达控股(集团)有限公司	798.36	25.69
5	恒信汽车集团股份有限公司	705.15	33.12
6	上海汽车工业销售有限公司	557.74	39.00
7	浙江物产元通汽车集团有限公司	511.17	29.81
8	大昌行集团有限公司	448.74	15.99
9	国机汽车股份有限公司	441.35	12.89
10	江苏万帮金之星车业投资集团有限公司	441.13	11.51

资料来源: 中国汽车流通协会

### (3) 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。

2022年5月, 国务院召开常务会议提出要进一步部署稳经济一揽子措施, 努力推动经济回归正常轨道确保运行在合理区间, 针对汽车行业, 会议决定, 阶段性减征部分乘用车购置税600亿元, 从而促进汽车消费, 支持汽车产业发展, 财政部、税务总局于5月23日发布《关于减征部分乘用车车辆购置税的公告》, 确定对购置日期在2022年6月1日至2022年12月31日内, 且单车价格(不含增值税)不超过30万元的2.0升及以下排量乘用车, 减半征收车辆购置税。

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. 医药流通

医药流通行业是连接上游医药生产企业和下游医疗机构、零售终端的重要环节。在“两票制”影响下, 纯销和调拨业务两极分化, “全国龙头+地方割据”的行业竞争格局已经形成, 长

期来看，中国医药流通行业集中度将进一步提升。

随着国内经济增长和结构调整，人民生活水平不断提高，人口老龄化的加剧和医药卫生体制改革的深入，为国内医疗及药品需求不断增长带来了稳定支撑。医药流通企业从上游医药生产企业采购药品，然后再批发给下游的医疗机构、零售药店和下游分销商等，通过交易差价及提供增值服务获取利润。

随着“两票制”政策的全面推行，原有的药品流通市场结构和销售渠道发生变化，在政策调整阶段下，大中型药品批发企业借助“两票制”机会调整业务布局，通过内生增长和外延并购，实现规模和效益的整体提升，行业集中度进一步提高，“全国龙头+地方割据”的行业竞争格局已经形成。2020年，前100位药品批发企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的73.7%，同比上升0.4个百分点。其中，4家全国龙头企业主营业务收入占同期全国医药市场总规模的42.6%，同比上升1.6个百分点。

医药流通企业通过规模化、专业化、现代化的物流配送体系，可以大大降低医药流通环节的成本，提高了流通效率，保障了人民的用药需求，有着巨大的社会效益。随着“医疗、医保、医药”三医联动改革的协调推进，在中国社会消费水平提高、人口老龄化加快、全民医保、二孩政策放开、城镇化建设提速以及消费结构升级等因素的驱动下，人民群众对医疗卫生服务和自我保健的需求大幅增加，药品、保健品和健康服务的市场规模将加快增长，整个医药市场将持续扩容。

#### 4. 区域经济环境

跟踪期内，浙江省区域经济不断发展，总体竞争力持续提升，大力推进主要农产品稳产保供，居民可支配收入与消费水平较疫情前实现回升，为公司提供良好的外部发展环境。

公司总部位于浙江省，核心业务集中于浙江省内，浙江省经济状况与公司发展具有关联

性很高。

根据《2021年浙江省国民经济和社会发展统计公报》，2021年全省生产总值为73516亿元，按可比价格计算，比上年增长8.5%。分产业看，第一、二、三产业增加值分别为2209亿元、31189亿元和40118亿元，比上年分别增长2.2%、10.2%和7.6%，人均地区生产总值为113032元（按年平均汇率折算为17520美元），比上年增长7.1%。经最终核实，2021年，全省生产总值为64689亿元，按可比价格计算，比上年增长3.6%，三次产业增加值结构为3.3：40.8：55.9。

农业方面，2021年浙江省实现主要农产品稳产保供，农业现代化效果显现，农民农村共同富裕有效提升。全年粮食播种面积1007千公顷，比上年增长1.3%，总产量621万吨，增长2.5%。

2021年，浙江省全年社会消费品零售总额29211亿元，比上年增长9.7%，两年平均增长3.4%。在限额以上批发零售企业商品零售额中，饮料、烟酒、服装鞋帽针纺织品类、日用品类零售额增速平稳，比上年分别增长20.4%、17.3%、18.3%和20.2%。根据城乡一体化住户调查，全年全体居民人均可支配收入为57541元，比上年名义增长9.8%。2021年，浙江省全省居民人均生活消费支出36668元，比上年增长17.2%，扣除价格因素增长15.5%。2021年末，浙江省每百户居民家庭拥有家用汽车53.3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、基础素质分析

### 1. 产权状况

截至2022年3月底，公司控股股东为浙农

控股（持股比例为 20.24%，无质押），实际控制人为浙江省供销社。

## 2. 企业规模及竞争力

公司于 2020 年完成资产重组后，业务范围扩展至农业综合服务、汽车商贸服务和医药生产销售领域，成为浙江省供销社系统重要成员公司之一，承担着浙江省为农服务的职责，资本实力和综合竞争力得到显著提升，在全国农资流通企业中保持领先地位。

公司于 2020 年完成浙江农资资产注入以来，业务板块由药品批发、药品零售、药品生产销售等业务扩展至农业综合服务和汽车商贸服务领域，同时，作为浙江省供销社系统重要成员公司之一，承担着浙江省为农服务的职责，公司业务领域得到扩展，资本实力显著提升。

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，区域行业龙头地位稳固。截至 2021 年底，公司农资流通服务已连续 12 年位列中国农业生产资料流通协会发布的“年度中国农资流通企业综合竞争力百强”榜单前三名。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的补贴收入。2021 年，公司承担国家化肥淡储 20 万吨（其中江苏 5 万吨为联合承储），承担浙江省化肥淡储 12 万吨，共获得化肥淡储补贴 2357 万元（包括国家级补贴 657 万元，省级补贴 1700 万元）。

公司汽车商贸服务定位于中高端品牌的系列化经营，业务区域主要集中于浙江省和江苏省，已在浙江省的杭州、宁波、绍兴、金华、嘉兴、台州、丽水以及江苏省的南京、苏州、无锡、扬州等地设立了功能完善的品牌 4S 店，取得了宝马、MINI、奥迪、凯迪拉克、别克、庆铃、上汽大通等中高端汽车品牌的区域经销权，是宝马在华战略合作伙伴。截至 2021 年底，公司已建成标准化汽车 4S 店 32 家，2021 年合计销售汽车 4.53 万辆，同比增长 5.29%。

医药生产销售业务方面，公司主要经营范围集中在绍兴及周边地区，跟踪期内保持良好的区域竞争优势，在 2021 年中国药品流通行业零售百强企业中位列第 61 位（较上年提升 4 位）。截至 2021 年底，公司在浙江省内拥有医药零售门店 104 家，面积 12557.56 平方米。

## 3. 企业信用记录

公司本部历史债务履约情况良好。

根据中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91330000716184714D），截至 2022 年 5 月 16 日，公司本部无未结清的不良和关注信贷记录；已结清信贷记录中，包含一笔关注类信贷记录，发生在 2014 年 1 月 16 日，为有追索权的国内卖方保理融资，根据公司提供的文件，为银行系统原因造成。

根据公司过往在公开市场发行债务融资工具的本息偿付记录，未发现公司存在逾期或违约记录，历史履约情况良好。

截至 2022 年 6 月 16 日，联合资信未发现公司曾被列入全国失信被执行人名单。

## 七、管理分析

跟踪期内，公司在法人治理结构、主要高级管理人员和管理体制等方面无重大变化。

2021 年 8 月，公司原董事林上华先生因工作调整不再担任公司董事；2021 年 9 月，公司原监事孙晓鸣先生因工作调整不再担任公司监事；2022 年 2 月，公司原董事李文华先生因工作调整不再担任公司董事；新任董事夏晓峰先生、曹勇奇先生和监事钟尧君先生均已委任到位。除上述事项外，公司无董事、监事和高级管理人员变化。

## 八、经营分析

### 1. 经营现状

公司于 2020 年完成资产重组后新增农业综合服务和汽车商贸服务。跟踪期内，公司经

**营格局稳定，营业收入与盈利水平持续提升。**

2021年，公司实现营业收入351.44亿元，同比增长22.25%；实现利润总额17.92亿元，同比增长76.75%，盈利能力持续提升。

分板块来看，2021年，公司农业综合服务实现营业收入165.57亿元，同比增长41.57%，主要系受国际流动性宽松充裕、大宗商品价格持续攀升等因素影响，主要产品尿素、钾肥、复合肥价格涨幅明显所致。汽车商贸服务业务实现收入169.84亿元，同比增长9.40%，主要系国内经济复苏及汽车促消费政策推动等因素影响下，主要产品宝马、凯迪拉克品牌汽车销售价格出现了一定程度上涨所致。医药生产销售业务实现营业收入16.04亿元，同比增长

4.97%。

从盈利水平来看，2021年，公司毛利率为9.26%，同比提升2.35个百分点。其中，农业综合服务和汽车商贸服务毛利率同比分别增加2.16个百分点和1.44个百分点至6.75%和11.11%。医药生产销售业务毛利率为15.55%，同比变化不大。

2022年1—3月，公司实现营业收入94.70亿元，同比增长17.12%。其中，农业综合服务业务实现收入48.41亿元，同比增长53.93%，保持良好增长态势。综合毛利率为7.65%，同比提升0.90个百分点。当期利润总额为3.56亿元，同比增长66.49%。

表5 公司营业收入及毛利率构成情况（单位：亿元、%）

主营业务	2019年			2020年			2021年			2022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
农业综合服务	--	--	--	116.95	40.68	4.59	165.57	47.11	6.75	48.41	51.12	4.83
汽车商贸服务	--	--	--	155.25	54.00	9.67	169.84	48.33	11.11	42.24	44.60	9.90
医药生产销售	16.43	100.00	15.55	15.28	5.31	15.97	16.04	4.56	15.55	4.04	4.27	17.95
合计	16.43	100.00	15.55	287.47	100.00	6.91	351.44	100.00	9.26	94.70	100.00	7.65

注：尾差系小数末位四舍五入导致

资料来源：公司审计报告和提供资料

**（1）农业综合服务**

跟踪期内，受国际流动性宽松充裕、大宗商品价格持续攀升等因素影响，公司农业综合服务业务主要化肥价格涨幅明显，公司较好地把握了上涨行情，推动收入和利润规模的提升。

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、钾肥以及其他化肥，主要由下属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。2021年，惠多利和浙农爱普营业收入和利润总额均呈同比增长状态，主要系受国际流动性宽松充裕、大宗商品价格持续攀升等因素影响，农业综合服务主营业务产品尿素、钾肥、复合肥等价格涨幅明显所致。其中，浙农爱普利润总额较2020年有所增长，主要系钾肥价格上涨（较年初涨幅近100%），且公司基于

市场行情判断提前锁定货源价格，利润空间提升所致。

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
惠多利农资有限公司	化肥、农药销售	2020年	23.93	6.89	55.97	0.71
		2021年	27.70	7.49	82.29	1.19
浙江浙农爱普贸易有限公司	化肥、原材料销售	2020年	32.64	11.14	48.66	1.68
		2021年	50.23	12.03	71.68	6.15

资料来源：公司提供

采购方面，公司不断强化化肥货源基地建设，与国内外主要化肥生产和贸易企业建立了长期战略合作关系。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，并且采用锁定外汇远期以规避汇率风险。结算方面，公司主要

以现款结算为主。公司在浙江设立合资农药工厂，还在浙、皖、辽等省建立了四家复混肥生产企业，加大高端、环保农资商品的引进和研发，主要经营品种和高端差异化肥保持较快增长。2021年，公司向前五大供应商采购比重约

占总采购额的5.15%，集中度很低。

2021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下降，三类化肥的采购均价均较上年同期大幅增长，且2022年一季度仍延续上涨态势。

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	2022年1—3月
尿素	采购量	1.55	1.56	1.57	0.42
	采购均价	1789.19	1604.51	2230.48	2472.39
钾肥	采购量	1.43	2.18	1.94	0.61
	采购均价	2099.75	1802.69	2450.90	3345.81
复合肥	采购量	0.74	0.81	0.81	0.25
	采购均价	2481.53	2394.90	2951.05	3272.60

资料来源:公司提供

存储方面,截至2021年底,公司现有仓储设施面积约36.3万平方米,可储备化肥约72.6万吨。其中,自有仓储设施约23.2万平方米以上,可储备化肥约46.4万吨。截至2021年底,公司在浙江省内建立了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,销售服务覆盖浙江省主要农资商品使用区域。

公司在多年的经营发展过程中,按照“省级服务平台+区域服务中心+基层服务网点”模式构建起全程化、集成化、一体化的现代农业社会化服务体系。公司下属惠多利主要采取连锁分销的经营模式,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2021年底,公司直营农资零售业务网点为95个,主要集中于浙江、江苏、江西、安徽、湖南、福建等地区,经营零售网点依托公司现代综合服务中心进行农资产品配供,以及开展技术服务、培训服务、飞防服务等相关综合服务。其中,位于浙江省

内的门店33家,浙江省外的门店62家,门店面积合计147532.37平方米。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,主要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。公司主要通过经销店销售,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。

公司下属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,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。

2021年,公司向下游前五大客户销售额约占总销售金额的2.20%,较为分散。

销售方面,2021年,公司主要化肥产品销售均价也呈快速增长趋势,销售量同比变化不大,变化趋势与采购变动趋势基本吻合。

表8 公司化肥主要品种销售情况(单位:百万吨、元/吨)

项目		2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
尿素	销售量	1.65	1.57	1.56	0.40



	销售均价	1815.84	1647.11	2253.10	2490.39
钾肥	销售量	1.54	1.90	1.97	0.45
	销售均价	2192.96	1943.68	2567.84	3612.08
复合肥	销售量	0.74	0.81	0.82	0.20
	销售均价	2700.25	2638.16	3272.22	3456.06

资料来源：公司提供

## (2) 汽车商贸服务

公司汽车商贸服务业务经营稳健，主要销售品牌为宝马系列。2021年，公司汽车销售收入及售后服务均同比增长，经营业绩稳定。

公司汽车商贸服务业务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。公司坚持中高端品牌的系列化经营，享有宝马、MINI、奥迪、凯迪拉克、别克、庆铃、上汽大通等品牌的区域经销权，是宝马在华战略合作伙伴。公司汽车销售环节毛利率低，但以低利润率的整车销售为客户基础，提高毛利率较高的汽车销售售后服务规模，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。2021年，汽车板块实现整车销售收入142.52亿元，同比增长8.92%；汽车后市场服务（维修保养、综合服务）收入27.31亿元，同比增长11.98%。

公司汽车销售业务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”）。2021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9 汽车商贸服务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	2020年	35.20	16.77	120.58	7.25
		2021年	44.71	19.84	133.30	8.83
金诚汽车	宝马、凯迪拉克等	2020年	11.27	2.12	34.67	0.76
		2021年	11.57	2.77	36.54	1.16

资料来源：公司提供

公司汽车商贸服务业务主要集中于浙江省和江苏省。截至2021年底已建成标准化汽车4S店32家（其中浙江省内28家，浙江省外4家；自有门店14家，租赁门店18家），门店面积合计269083.42平方米。

采购方面，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。从采购集中度来看，因公司销售品牌集中，供应商集中度高，2021年前五大供应商采购金额合计占比为48.99%。其中，采购华晨宝马及宝马中国的金额为143.75亿元，占公司总采购金额的44.19%。

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。2021年，公司通过销售宝马系列汽车形成销售收入126.89亿元，同比增长10.10%，为汽车销售板块收入的主要来源；销售均价较上年有所增长。

表10 汽车业务板块主要品牌销售情况(单位：万辆、亿元、万元/辆)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月	
宝马系列	销售量	3.36	3.47	3.73	1.13
	销售额	106.05	115.25	126.89	38.04
	销售均价	31.53	33.17	34.05	33.79

通用系列	销售量	0.39	0.46	0.44	0.10
	销售额	7.74	9.56	9.42	2.20
	销售均价	19.80	20.58	21.36	22.54

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

### (3) 医药生产销售

**公司医药生产销售业务集中在绍兴及周边地区，主营西药、中成药的批发和零售业务，整体经营较为稳定。**

医药生产销售业务集药品批发、药品零售、中药生产销售、医药物流、医疗服务为一体，经营范围主要集中在绍兴及周边地区。医药生产销售业务为公司重组前既有业务，跟踪期内，公司新设浙江华通医药集团有限公司（以下简称“华通医药集团”）整体承接医药业务，并与骨干共同出资设立浙江景岳堂医药销售有限公司负责中药销售业务，基本完成了业务转移调整。从收入构成上看，医药销售收入来源以药品批发和药品零售为主，2021年分别为9.86亿元和4.07亿元，同比均小幅提升。

表 11 公司医药生产销售主营业务情况(单位:亿元)

项目	2019年	2020年	2021年	2022年1—3月
药品批发	11.05	9.72	9.86	2.31
药品零售	3.17	3.49	4.07	1.00
药品生产	2.21	2.01	2.11	0.96
合计	16.43	15.22	16.04	4.27

资料来源：公司提供

公司药品生产业务主要产品为中药材、中药饮片等，业务模式为对中药材采购后进行粗加工，包括切、洗、炒、烘等步骤。截至2021年底，公司共有1条中药配方颗粒生产线（年产能400吨配方颗粒）和多条中药饮片生产线，目前尚未满产。2021年，公司药品生产实现收入2.11亿元，同比小幅提升。

药品零售方面，子公司浙江华通医药连锁有限公司（以下简称“华通连锁”）零售的药品除从公司统一采购外还根据自己经营的需要直接从市场进行采购，主要原因是华通连锁

直接面对终端消费者，具有终端广告效应，部分药品从厂家直接采购可以争取到终端促销价格。公司采购先由采购人员按业务实际库存进行最低库存测算，之后编制采购合同，经采购部门审核后方可采购。收到对方货物后可验收入库，按合同约定转账汇款。

药品零售业务各零售药店均为直营店。2021年，公司新增零售门店4家，完成钱清梅东药店等7家零售门店迁址，截至2021年底，公司共拥有104家连锁直营门店，均分布在浙江省内。公司药品零售业务采用差异化竞争策略，门店主要分布于农村乡镇，既取得了农村市场的先入优势，又一定程度上解决了当地农村大众“买药难、买药贵”的问题。

公司药品批发业务以纯销为主，销售品种以西药和中成药为主。从批发业务销售额来看，2021年实现批发销售收入9.86亿元，同比小幅提升。公司根据对市场需求的预测进行药品采购，各类型药品销售量、销售额变动幅度与采购量、采购额变动幅度基本一致。公司采购和销售端的主要结算方式为现款。

未来，公司计划加大力度拓展毛利率较高的中药生产业务，以中药材基地为切入口，探索与农业综合服务开展协同的中药材全产业链发展模式，包括杭白菊全产业链、中药经典名方、配方颗粒等研发项目。此外，未来随着年产10000吨中药饮片扩建项目和技术研发中心项目的投入运营，医药生产销售业务有望成为新的利润增长点。

## 2. 经营效率

**公司经营效率在同行业企业中处于较好水平。**

2021年，公司存货周转次数、应收账款周转次数和总资产周转次数分别为7.36次、54.57

次和 2.43 次，经营效率较高，在同行业企业中 经营效率处于较好水平。

表12 2021年同行业公司经营效率情况对比（单位：次）

公司全称	存货周转次数	应收账款周转次数	总资产周转次数
安徽省农垦集团有限公司	0.70	30.15	0.13
湖北省供销合作社国有资产经营管理公司	5.48	92.81	0.67
武汉供销集团有限公司	1.50	7.44	0.14
<b>公司</b>	<b>7.36</b>	<b>54.57</b>	<b>2.43</b>

注：为提高可比性，本表数据统一使用 Wind 口径，和联合资信计算公式和结果可能有差异

资料来源：联合资信整理

### 3. 未来发展

公司在建项目主要为医药生产销售业务相关技术升级与产能扩张项目，资金来源以可转债募集资金为主，未来资金支出压力较小。

截至 2022 年 3 月底，公司两个重大在建

项目分别是年产 10000 吨中药饮片项目及研发中心项目，项目计划总投资 38035.56 万元，已投资 10426.95 万元，尚需投资 27608.61 万元。两个项目均为可转债募投项目，未来资金支出压力较小。

表13 截至 2022 年 3 月底公司在建项目情况（单位：万元）

项目名称	建设内容	总投资	资金来源		已投资	尚需投资
			自筹	募集资金		
技术研发中心	(1)建设片剂 GMP 全自动饮片加工车间、直接口服饮片车间、传统发酵车间、饮片小包装车间、煎药中心、膏方煎煮中心、综合仓库及配套辅助建筑等，总建筑面积 81000 平方米，配套绿化、给排水工程、电气工程、污水处理池及消防工程等。 (2)购置引进吸风式风选机、真空气相置换式润药机、旋片式切药机及空调系统等生产设备及辅助检验设备 506 台(套)。	9820.20	4481.24	5338.96	3479.80	6340.40
年产 10000 吨中药饮片扩建项目	提取中试车间、固体制剂中试车间、发酵中试车间、动物试验中心、分析研究中心等建筑面积 30000 平方米，购置多功能提取浓缩机组、高效湿法制粒机、旋片式切药机及空调系统等设备 191 套(台)	28215.36	11801.81	16413.55	6947.15	21268.21
<b>合计</b>	<b>--</b>	<b>38035.56</b>	<b>16283.05</b>	<b>21752.51</b>	<b>10426.95</b>	<b>27608.61</b>

资料来源：公司提供

## 九、财务分析

### 1. 财务概况

公司提供的 2021 年财务报告经立信会计师事务所（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 2022 年 1—3 月财务数据未经审计。

2021 年底和 2022 年一季度，公司合并范围内二级子公司未发生变化。截至 2022 年 3 月底，公司纳入合并范围的二级子公司 2 家，分别为主营农业综合服务和汽车商贸服务的浙江农资和主营药品生产批发零售业务的华通医药集团。公司财务数据可比性强。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 163.13 亿元，所有者权益 59.11 亿元（含少数股东权益 23.25 亿元）；2021 年，公司实现营业总收入 351.44 亿元，利润总额 17.92 亿元。

截至 2022 年 3 月底，公司合并资产总额 179.44 亿元，所有者权益 62.09 亿元（含少数股东权益 24.64 亿元）；2022 年 1—3 月，公司实现营业总收入 94.70 亿元，利润总额 3.56 亿元。

### 2. 资产质量

跟踪期内，随着经营规模扩大，公司流动资产中的存货、预付款项规模提升，其中存货

以农资产品、汽车和药品为主。同时，公司拥有较为充足的货币资金和理财产品，有利于公司资产流动性的提升。整体看，公司资产质量和流动性良好。

截至 2021 年底，公司合并资产总额 163.13

亿元，较上年底增长 29.68%。其中，流动资产占 77.11%，非流动资产占 22.89%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 14 2020 - 2021 年末和 2022 年 3 月底公司主要资产构成情况 (单位: 亿元、%)

科目	2020 年底		2021 年底		2022 年 3 月底	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
<b>流动资产</b>	<b>96.40</b>	<b>76.63</b>	<b>125.79</b>	<b>77.11</b>	<b>142.28</b>	<b>79.30</b>
货币资金	21.00	21.78	34.08	27.09	50.68	35.62
交易性金融资产	11.44	11.86	10.53	8.37	9.38	6.60
应收账款	6.51	6.76	6.37	5.06	8.11	5.70
应收款项融资	1.19	1.24	1.86	1.48	1.24	0.87
预付款项	16.20	16.80	20.94	16.64	22.44	15.77
存货	37.41	38.81	49.23	39.14	47.35	33.28
<b>非流动资产</b>	<b>29.39</b>	<b>23.37</b>	<b>37.34</b>	<b>22.89</b>	<b>37.15</b>	<b>20.70</b>
其他权益工具投资	3.95	13.42	7.15	19.15	6.98	18.78
其他非流动金融资产	1.90	6.48	2.28	6.10	2.27	6.12
固定资产 (合计)	10.23	34.82	10.02	26.84	9.84	26.50
使用权资产	0.00	0.00	3.48	9.32	3.41	9.18
无形资产	3.70	12.57	3.97	10.62	3.95	10.62
商誉	4.25	14.47	4.18	11.20	4.18	11.25
长期待摊费用	2.44	8.30	2.49	6.68	2.43	6.55
<b>资产总额</b>	<b>125.79</b>	<b>100.00</b>	<b>163.13</b>	<b>100.00</b>	<b>179.44</b>	<b>100.00</b>

注：表中流动资产、非流动资产占比为占总资产的比例，细分科目占比分别为占流动资产和非流动资产的比例

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

### (1) 流动资产

截至 2021 年底，公司流动资产为 125.79 亿元，较上年底增长 30.48%，主要源于货币资金和存货的增长。公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、预付款项和存货构成。

截至 2021 年底，公司货币资金为 34.08 亿元，较上年底增长 62.29%，主要系当期销售回款增加所致。公司货币资金主要由银行存款 21.13 亿元和其他货币资金 12.94 亿元构成，剩余为少量库存现金。使用受限的货币资金 12.82 亿元（主要为银行承兑汇票保证金等各类保证金），受限比例一般。

截至 2021 年底，公司交易性金融资产为 10.53 亿元，较上年底下降 7.91%，主要为银行短期理财，流动性较好。

截至 2021 年底，公司应收账款账面价值 6.37 亿元，较上年底下降 2.22%。按账龄来看，1 年内到期的应收账款账面余额占比为 98.20%，整体账龄短。公司应收账款累计计提坏账准备 871.98 万元，其中按单项计提坏账准备的应收账款为 116.76 万元，为可回收性较差的零星客户。欠款方前五名合计占应收账款余额的 10.29%，集中度较低。

截至 2021 年底，公司预付款项账面余额为 20.94 亿元，较上年底增长 29.25%，主要为预付的化肥和汽车采购货款，公司与国际知名化肥企业长期合作，上游话语权强，一般要求公司预付采购款。从账龄来看，账龄在一年以内的预付款项占 99.19%，整体账龄短；集中度方面，预付对象期末余额前五名占比 46.20%，

集中度较高。

表 15 截至 2021 年底公司预付款前五名情况  
(单位: 亿元、%)

单位名称	账面余额	占比
第一名	3.87	18.49
第二名	2.92	13.96
第三名	1.37	6.52
第四名	0.89	4.25
第五名	0.62	2.98
合计	9.67	46.20

资料来源: 公司审计报告

公司主营业务包括化肥、药品流通和汽车销售等, 存货规模较大。截至 2021 年底, 公司存货为 49.23 亿元, 较上年底增长 31.59%, 主要系年末库存商品价格上涨、采购备货增加所致。公司存货账面余额以库存商品 40.79 亿元和在途物资 7.86 亿元为主; 对存货计提跌价准备 0.68 亿元, 基本为对库存商品的减值计提。

## (2) 非流动资产

截至 2021 年底, 公司非流动资产 37.34 亿元, 较上年底增长 27.02%, 主要源于其他权益工具投资的增长, 构成上以固定资产、其他权益工具投资、无形资产、商誉以及执行新租赁准则确认的使用权资产为主。

截至 2021 年底, 公司其他权益工具投资 7.15 亿元, 较上年底增长 81.20%, 主要系新增对北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司(以下简称“颖泰生物”)的投资 2.31 亿元所致。截至 2021 年底, 公司其他权益工具投资主要包括对灵谷化工集团有限公司(评估值 2.75 亿元)和颖泰生物的投资, 剩余投资较为分散。

截至 2021 年底, 公司固定资产(合计) 10.02 亿元, 较上年底下降 2.10%。公司固定资产主要为房屋及建筑物、机器设备和运输工具, 期末账面净值分别为 6.55 亿元、1.25 亿元和 1.82 亿元; 累计计提折旧 6.64 亿元, 计提减值准备 9.31 万元。

截至 2021 年底, 公司使用权资产 3.48 亿元, 主要为执行新租赁准则计入的租赁资产。

截至 2021 年底, 公司商誉为 4.18 亿元, 为公司收购 8 家 4S 店形成的商誉, 较上年底减少 740.04 万元, 系当期海宁新奥 4S 店根据北京中企华资产评估有限责任公司出具的商誉减值测试报告计提减值所致, 其余各项商誉未发生减值。

截至 2021 年底, 公司使用受限的资产合计 15.48 亿元, 占总资产的比例为 9.49%, 受限比例低。

表 16 截至 2021 年底公司受限资产(单位: 亿元)

项目	账面价值	受限原因
货币资金	12.82	各项保证金
应收款项融资	0.73	银行承兑汇票质押开立应付票据
固定资产	1.77	抵押用于银行借款及开立应付票据
投资性房地产	0.17	抵押用于银行借款及开立应付票据
合计	15.48	--

注: 尾差系四舍五入导致

资料来源: 公司审计报告

截至 2022 年 3 月底, 公司合并资产总额 179.44 亿元, 较上年底增长 10.00%。其中, 流动资产占 79.30%, 非流动资产占 20.70%。公司资产仍以流动资产为主, 资产结构较上年底变化不大。

## 3. 资本结构

### (1) 所有者权益

公司所有者权益主要由未分配利润和少数股东权益构成, 合计占所有者权益比重较高, 权益稳定性一般。

截至 2021 年底, 公司所有者权益 59.11 亿元, 较上年底增长 18.56%, 主要源于未分配利润的累积。其中, 归属于母公司所有者权益占比为 60.67%, 少数股东权益占比为 39.33%。在所有者权益中, 股本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 8.26%、8.38%、3.37%和 39.01%。2019—2021 年, 公司持续进行现金分红, 2021 年分红金额为 1.51 亿元(含税)。

表 17 2019 - 2021 年公司分红情况 (含税)

	2019 年	2020 年	2021 年
分红金额(万元)	1681.18	8783.82	15079.99
分红比例 (%)	67.10	25.02	22.90

注: 实际分红金额因可转债转股与年报披露情况有细微差异; 分红比例为实际分红金额占合并报表中归属于上市公司普通股股东的净利润比例

资料来源: 公司提供

截至 2022 年 3 月底, 公司所有者权益合计 62.09 亿元, 较上年底增长 5.05%, 权益构成较上年底变动不大。

## (2) 负债

跟踪期内, 公司负债以流动负债为主, 主要为日常经营涉及的应付账款、应付票据、合同负债和借款。公司有息债务以短期债务为主, 随着业务规模上升带来的营运资金需求上涨, 债务规模与债务负担有所上升, 整体债务负担尚可。

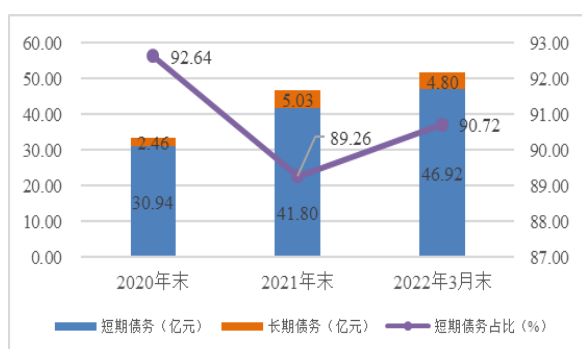
截至 2021 年底, 公司负债总额 104.02 亿元, 较上年底增长 36.97%, 主要系短期借款和合同负债所致。其中, 流动负债占 92.94%, 非流动负债占 7.06%。公司负债以流动负债为主, 负债结构较上年底变化不大。

截至 2021 年底, 公司流动负债 96.67 亿元, 较上年底增长 35.05%。公司流动负债主要由短期借款 (占 19.34%)、应付票据 (占 21.84%)、应付账款 (占 20.18%) 和合同负债 (占 23.52%)。其中, 短期借款为 18.70 亿元, 较上年底增长 68.96%, 主要系主营产品价格上涨、采购备货增加, 引起借款增加所致; 应付票据和应付账款分别为 21.11 亿元和 19.51 亿元, 较上年底分别增长 6.50% 和 27.29%, 主要系业务规模扩张带来的待结算款项增加所致; 合同负债为 22.73 亿元, 较上年底增长 43.02%, 主要系期末预收货款增加所致。

截至 2021 年底, 公司非流动负债 7.35 亿元, 较上年底增长 68.60%, 主要系执行新租赁准则, 新增租赁负债 2.95 亿元所致。此外, 应付债券为 2.08 亿元, 主要为可转换公司债券; 递延收益和递延所得税负债分别为 0.39 亿元和 1.85 亿元, 较上年底变化不大。

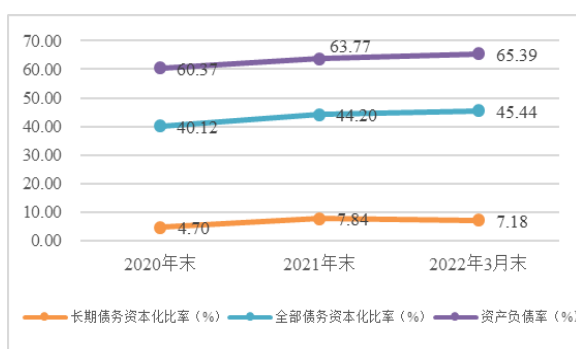
截至 2022 年 3 月底, 公司负债总额 117.34 亿元, 较上年底增长 12.81%。其中, 流动负债占 94.00%, 非流动负债占 6.00%。公司负债仍以流动负债为主, 负债结构较上年底变化不大。

图 2 2020 - 2022 年 3 月末公司债务结构



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

图 3 2020 - 2022 年 3 月末公司财务杠杆水平



资料来源: 公司财务报告, 联合资信整理

有息债务方面, 截至 2021 年底, 公司全部债务 46.83 亿元, 较上年底增长 40.20%。债务结构方面, 短期债务占 89.26%, 长期债务占 10.74%, 以短期债务为主。从债务指标来看,

截至 2021 年底, 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 63.77%、44.20% 和 7.84%, 较上年底分别提高 3.40 个百分点、提高 4.08 个百分点和提高 3.14

个百分点。为满足经营规模扩张带来的营运资金需求，公司债务负担较上年底有所加重。

截至 2022 年 3 月底，公司全部债务 51.72 亿元，较上年底增长 10.45%。债务结构和债务负担指标变化不大。

#### 4. 盈利能力

跟踪期内，公司主营业务板块经营稳健向好，利润总额以经营性利润为主，期间费用控制能力尚可，非经常性损益对利润形成一定补充，整体盈利能力良好。

2021 年，公司实现营业收入 351.44 亿元，同比增长 22.25%；营业成本 318.89 亿元，同比增长 20.49%；营业利润率为 9.08%，同比提高 1.32 个百分点。

2021 年，公司费用总额为 15.67 亿元，同比增长 16.92%；期间费用率为 4.46%，同比下降 0.20 个百分点。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 48.78%、45.88%、0.86% 和 4.48%。公司期间费用控制能力尚可。

非经常性损益方面，2021 年，公司实现投资收益 1.09 亿元，同比增长 12.67%，构成为权益法核算的长期股权投资收益及其他投资收益等；公允价值变动收益 0.47 亿元，较上年（0.08 亿元）大幅增长，主要为其他非流动金融资产的公允价值变动收益；确认其他收益 0.56 亿元。当期，公司计提资产减值损失、信用减值损失合计 0.71 亿元，主要为坏账损失、存货跌价损失。公司非经常性损益中投资收益和其他收益较为稳定，对利润形成一定补充。

2021 年，公司利润总额为 17.92 亿元，同比增长 76.75%，来源以经营性利润为主。盈利能力指标方面，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 14.04% 和 23.33%，同比分别提高 3.67 个百分点和提高 7.67 个百分点。

2022 年 1—3 月，公司实现营业收入 94.70 亿元，同比增长 17.12%；营业利润率为 7.45%，同比增长 0.88 个百分点，同比变化不大；实现

利润总额 3.56 亿元，同比增长 66.49%。

#### 5. 现金流分析

跟踪期内，公司经营活动现金流量规模保持净流入状态，经营获现能力良好；投资活动以购买理财产品为主，筹资活动主要为银行借款流入及偿还借款流出为主，对外融资需求不大。

经营活动方面，随着经营规模的扩大，2021 年，公司经营活动产生的现金流入和流出同比增长，分别为 411.62 亿元和 397.83 亿元，以销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金为主。公司经营活动产生的现金流量净额为 13.79 亿元，同比收窄 15.49%。现金收入比为 116.25%，同比提升 1.85 个百分点，公司收入实现质量保持较好水平。

表 18 2020—2022 年一季度公司现金流情况

(单位：亿元)

项目	2020 年	2021 年	2022 年 1—3 月
经营活动现金流入小计	330.97	411.62	110.46
经营活动现金流出小计	314.66	397.83	97.24
<b>经营活动现金流量净额</b>	<b>16.31</b>	<b>13.79</b>	<b>13.22</b>
投资活动现金流入小计	15.10	17.32	6.54
投资活动现金流出小计	18.93	20.25	6.43
<b>投资活动现金流量净额</b>	<b>-3.84</b>	<b>-2.93</b>	<b>0.11</b>
<b>筹资活动前现金流量净额</b>	<b>12.48</b>	<b>10.86</b>	<b>13.33</b>
筹资活动现金流入小计	23.09	29.83	10.53
筹资活动现金流出小计	30.58	34.01	9.31
<b>筹资活动现金流量净额</b>	<b>-7.49</b>	<b>-4.18</b>	<b>1.22</b>
现金收入比 (%)	114.40	116.25	116.01

注：筹资活动前现金流量净额=经营活动现金流量净额+投资活动现金流量净额

资料来源：公司财务报告，联合资信整理

投资活动方面，2021 年，公司投资活动产生的现金流入和流出分别为 17.32 亿元和 20.25 亿元，主要为收回投资收到的现金和投资支付的现金，系理财产品到期及滚动购买所致。2021 年，公司投资活动产生的现金流量净额为 -2.93 亿元，净流出规模同比收窄。

筹资活动方面，2021 年，公司主要通过银

行借款融资，取得借款收到的现金为27.24亿元，筹资活动现金流入为29.83亿元；偿还债务支付的现金为18.54亿元，筹资活动现金流出为34.01亿元。2021年，公司筹资活动产生的现金流量净流出-4.18亿元，主要系本年经营资金需求较大，银行借款增加所致。

2022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13.22亿元、0.11亿元和1.22亿元。

## 6. 偿债指标

跟踪期内，公司短期偿债指标有所弱化，但仍保持良好水平，长期偿债指标表现良好，间接和直接融资渠道畅通。

从短期偿债指标看，受短期债务规模上升影响，公司短期偿债能力指标较上年底均有所弱化。2021年底，公司流动比率为130.12%，因存货规模大，公司速动比率为79.20%。2021年，公司经营性现金流动负债比率为14.26%。截至2021年底，公司现金类资产（剔除使用受限货币资金）为33.65亿元，为短期债务的0.81倍。

表 19 公司偿债能力指标

项目		2020年	2021年	2022年3月
短期偿债能力	流动比率(%)	134.67	130.12	129.00
	速动比率(%)	82.41	79.20	86.07
	经营现金/流动负债(%)	22.79	14.26	11.98
	经营现金/短期债务(倍)	0.53	0.33	0.28
	现金短期债务比(倍)	0.84	0.81	0.99
长期偿债能力	EBITDA(亿元)	12.64	21.36	--
	全部债务/EBITDA(倍)	2.64	2.19	--
	经营现金/全部债务(倍)	0.49	0.29	--
	EBITDA/利息支出(倍)	15.31	19.76	--
	经营现金/利息支出(倍)	19.76	12.75	--

注：经营现金指经营性净现金流，下同  
资料来源：公司财务报告，联合资信整理

从长期偿债指标看，2021年，随着净利润的增长，公司EBITDA同比增长68.98%至21.36亿元，对利息和债务的保障能力提升。

2021年，公司EBITDA利息倍数为19.76倍，全部债务/EBITDA倍数为降至2.19倍。

截至2022年3月底，公司无对外担保和重大未决诉讼。

截至2022年3月底，公司获各家银行授信总额约为135亿元，尚未使用授信额度约为93亿元，公司间接融资渠道较为通畅，公司在深交所上市，具备直接融资渠道。

## 7. 母公司财务分析

母公司原负责经营医药生产销售业务，随着2022年起相关业务整合至华通医药集团，未来母公司营业收入可能下降，职能定位将进一步聚焦于管理、控股职能。母公司资产以对子公司投资为主；现阶段本部债务负担轻，所有者权益结构稳定，利润来源以投资收益为主。

截至2021年底，母公司资产总额33.05亿元，较上年底下降0.72%。其中，流动资产占15.04%，非流动资产占84.96%，以非流动资产为主。流动资产主要由货币资金（占24.36%）、交易性金融资产（占20.12%）、应收账款（占32.82%）、其他应收款（合计）（占17.52%）构成；非流动资产主要由长期股权投资（占98.57%）构成，为对子公司的投资。截至2021年底，母公司现金类资产合计2.21亿元，其中货币资金为1.21亿元。

截至2021年底，母公司负债总额3.45亿元，较上年底下降39.96%。其中，流动负债占38.38%，非流动负债占61.62%。从构成看，流动负债主要由应付票据（占18.83%）和应付账款（占67.13%）构成；非流动负债主要为应付债券（占97.79%，为“华通转债”）构成。母公司全部债务合计2.33亿元，主要为长期债务。截至2021年底，母公司资产负债率为10.45%，全部债务资本化比率为7.30%，母公司债务负担轻。

截至2021年底，母公司所有者权益为29.60亿元，较上年底增长7.48%。在所有者权益中，



股本为4.88亿元，资本公积为21.05亿元。母公司所有者权益结构稳定。

2021年，母公司营业收入为9.75亿元，利润总额为2.91亿元，母公司投资收益为2.84亿元，为利润的主要来源。

现金流方面，2021年，母公司经营活动现金流净额为-0.52亿元，投资活动现金流净额2.41亿元，筹资活动现金流净额-1.68亿元。

## 十、存续期内债券偿还能力分析

**公司原控股股东华通集团以其合法拥有的公司股票作为质押资产对“华通转债”进行质押担保，提高了“华通转债”本息偿付的安全性。**

公司存续的“华通转债”采用股份质押担保和保证担保方式，出质人华通集团将其合法拥有的公司股票作为质押资产进行质押担保，自然人钱木水、沈剑巢、朱国良为本次发行可转债提供连带责任保证担保。担保范围为本公司经中国证监会核准发行的可转债本金及利息、违约金、损害赔偿金及实现债权的合理费用，担保的受益人为全体债券持有人，以保障本次可转债的本息按照约定如期足额兑付。

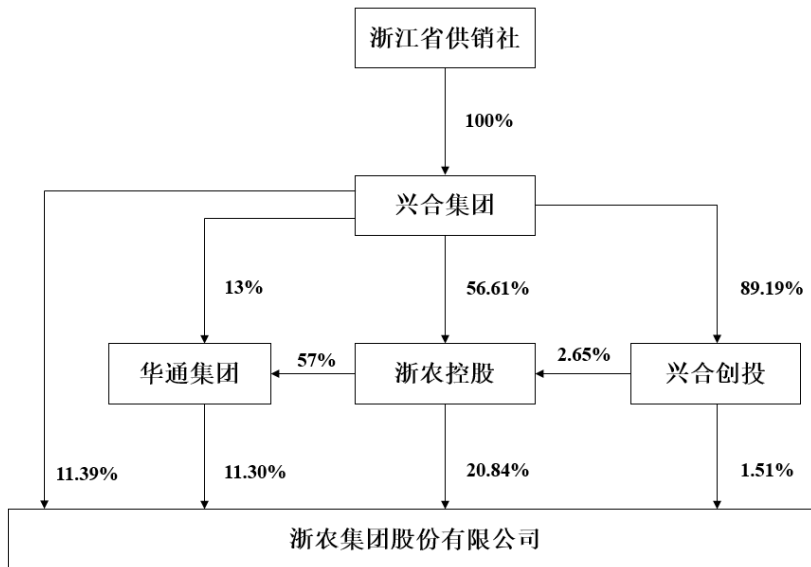
公司原控股股东华通集团以其合法拥有的公司股票作为质押资产对“华通转债”进行质押担保。截至2022年3月31日，上述质押的3390万股股份市值51629.70万元<sup>2</sup>，为“华通转债”待偿本金的2.57倍，提高了“华通转债”本息偿付的安全性。

## 十一、结论

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

<sup>2</sup> 2022年3月31日收盘价15.23元/股

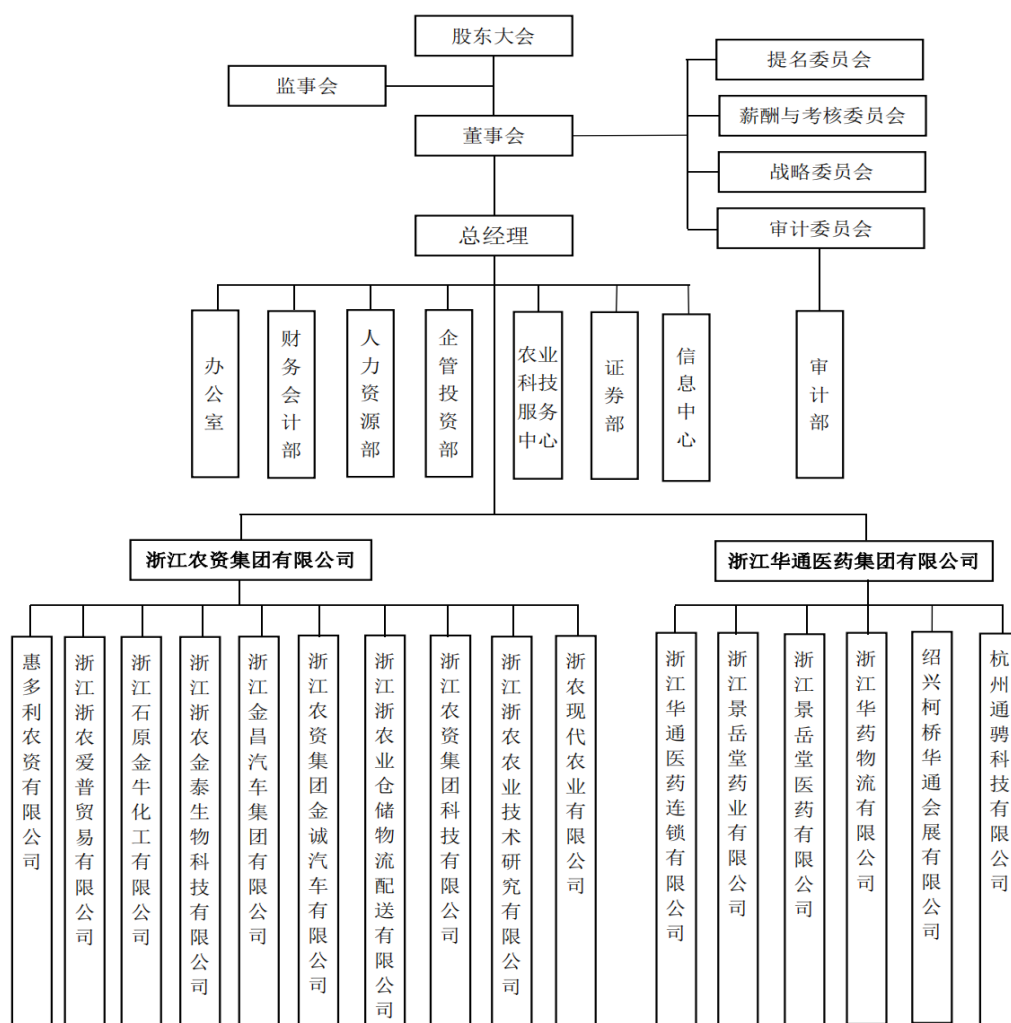
附件1-1 截至2021年底公司股权结构图



注：本图为公司与实际控制人之间的产权及控制关系图；图中兴合集团指浙江省兴合集团有限责任公司，兴合创投指浙江兴合创业投资有限公司，浙农控股指浙农控股集团有限公司，华通集团指浙江绍兴华通商贸集团股份有限公司

资料来源：公司审计报告和提供资料

附件 1-2 截至 2022 年 3 月底公司组织架构图



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	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年 3 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	24.15	25.98	33.65	46.43
资产总额(亿元)	107.93	125.79	163.13	179.44
所有者权益(亿元)	44.03	49.85	59.11	62.09
短期债务(亿元)	34.12	30.94	41.80	46.92
长期债务(亿元)	1.84	2.46	5.03	4.80
全部债务(亿元)	35.96	33.40	46.83	51.72
营业收入(亿元)	66.50	287.47	351.44	94.70
利润总额(亿元)	2.89	10.14	17.92	3.56
EBITDA(亿元)	3.77	12.64	21.36	--
经营性净现金流(亿元)	2.03	16.31	13.79	13.22
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	9.97	32.41	44.11	--
存货周转次数(次)	3.65	7.87	7.36	--
总资产周转次数(次)	1.08	2.46	2.43	--
现金收入比(%)	123.06	114.40	116.25	116.01
营业利润率(%)	11.11	7.76	9.08	7.45
总资本收益率(%)	3.14	10.37	14.04	--
净资产收益率(%)	5.05	15.66	23.33	--
长期债务资本化比率(%)	4.01	4.70	7.84	7.18
全部债务资本化比率(%)	44.96	40.12	44.20	45.44
资产负债率(%)	59.21	60.37	63.77	65.39
流动比率(%)	130.98	134.67	130.12	129.00
速动比率(%)	81.33	82.41	79.20	86.07
经营现金流动负债比(%)	3.37	22.79	14.26	--
现金短期债务比(倍)	0.72	0.84	0.81	0.99
EBITDA 利息倍数(倍)	13.19	15.31	19.76	--
全部债务/EBITDA(倍)	9.53	2.64	2.19	--

注：公司 2022 年 1-3 月财务数据未经审计，相关指标未年化；2019 年财务数据为审计机构调整后数据；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

资料来源：公司财务报告和提供资料，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标 (公司本部/母公司)

项目	2019 年	2020 年	2021 年
<b>财务数据</b>			
现金类资产(亿元)	2.36	2.11	2.21
资产总额(亿元)	11.63	33.29	33.05
所有者权益(亿元)	5.62	27.54	29.60
短期债务(亿元)	1.98	1.10	0.25
长期债务(亿元)	1.84	1.96	2.08
全部债务(亿元)	3.81	3.05	2.33
营业收入(亿元)	11.93	10.23	9.75
利润总额(亿元)	0.30	-0.37	2.91
EBITDA(亿元)	/	/	/
经营性净现金流(亿元)	0.31	1.25	-0.52
<b>财务指标</b>			
销售债权周转次数(次)	4.38	4.14	5.15
存货周转次数(次)	10.35	9.54	16.54
总资产周转次数(次)	1.03	0.46	0.29
现金收入比(%)	111.57	118.25	118.03
营业利润率(%)	5.45	4.46	3.57
总资本收益率(%)	-	-	9.70
净资产收益率(%)	4.57	-1.23	9.93
长期债务资本化比率(%)	24.64	6.64	6.57
全部债务资本化比率(%)	40.43	9.99	7.30
资产负债率(%)	51.67	17.28	10.45
流动比率(%)	161.24	150.99	375.03
速动比率(%)	134.86	124.69	363.08
经营现金流动负债比(%)	7.74	33.69	-39.30
现金短期债务比(倍)	1.19	1.92	8.86
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--

注：公司未披露本部 2022 年一季度财务报表；2019 年财务数据为审计机构调整后数据

资料来源：公司财务报告和提供资料，联合资信整理

### 附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
<b>增长指标</b>	
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) <sup>1/(n-1)</sup> - 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	
<b>经营效率指标</b>	
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+平均应收款项融资)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/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%
<b>盈利指标</b>	
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-税金及附加) / 营业收入×100%
<b>债务结构指标</b>	
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%
<b>长期偿债能力指标</b>	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
<b>短期偿债能力指标</b>	
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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据+应收款项融资中的应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据+其他短期债务

长期债务=长期借款+应付债券+租赁负债+其他长期债务

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+使用权资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

## 附件 4-1 主体长期信用等级设置及含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除 AAA 级、CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

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

具体等级设置和含义如下表。

信用等级	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约概率极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约概率很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约概率较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约概率一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约概率较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约概率很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约概率极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

## 附件 4-2 中长期债券信用等级设置及含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 附件 4-3 评级展望设置及含义

评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。评级展望通常分为正面、负面、稳定、发展中等四种。

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