



CREDIT RATING REPORT

报告名称

中国供销集团有限公司 主体与相关债项2019年度跟踪评级报告

目录

评定等级及主要观点
跟踪债券及募资使用情况
发债主体
偿债环境
财富创造能力
偿债来源
偿债能力



跟踪评级公告

大公报 SD【2019】190 号

大公国际资信评估有限公司通过对中国供销集团有限公司及“14 供销 MTN001”、“16 供销 MTN001”、“16 供销 01”、“18 供销 Y1”的信用状况进行跟踪评级，确定中国供销集团有限公司的主体长期信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定，“14 供销 MTN001”、“16 供销 MTN001”、“16 供销 01”、“18 供销 Y1”的信用等级维持 AAA。

特此通告。

大公国际资信评估有限公司

二〇一九年六月二十一日



评定等级

主体信用			
跟踪评级结果	AAA	评级展望	稳定
上次评级结果	AAA	评级展望	稳定

债项信用					
债券简称	发行额 (亿元)	年限 (年)	跟踪评级结果	上次评级结果	上次评级时间
14 供销 MTN001	10	5	AAA	AAA	2018.05
16 供销 MTN001	10	5	AAA	AAA	2018.05
16 供销 01	10	3	AAA	AAA	2018.05
18 供销 Y1	10	3 (3+N)	AAA	AAA	2018.05

主要财务数据和指标 (单位: 亿元、%)

项目	2019.3	2018	2017	2016
总资产	1,308.74	1,291.68	1,314.31	1,109.43
所有者权益	230.07	236.85	227.87	187.07
总有息债务	786.47	775.37	770.49	613.48
营业收入	300.34	1,270.50	1,228.74	1,281.03
净利润	-1.59	4.26	1.47	10.74
经营性净现金流	22.98	77.79	70.96	80.68
毛利率	3.40	5.69	5.84	4.74
总资产报酬率	0.38	3.20	2.45	4.05
资产负债率	82.42	81.66	82.66	83.14
债务资本比率	77.37	76.60	77.18	76.63
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	1.73	1.62	1.84
经营性净现金流/总负债	2.15	7.27	7.06	8.93

注: 公司提供了 2018 年及 2019 年 1~3 月财务报表, 中审亚太会计师事务所 (特殊普通合伙) 对公司 2018 年财务报表进行了审计, 并出具了标准无保留意见的审计报告。本报告 2017 年数据采用 2018 年审计报告中追溯调整数据; 公司 2019 年 1~3 月财务报表未经审计。

评级小组负责人: 王思明
 评级小组成员: 马映雪 张洁
 电话: 010-51087768
 传真: 010-84583355
 客服: 4008-84-4008
 Email: dagongratings@dagongcredit.com

主要观点

中国供销集团有限公司 (以下简称“供销集团”或“公司”) 主营业务仍为农资、棉花、再生资源和日用消费品四大板块。跟踪期内作为全国“服务三农”龙头企业, 公司经营网点覆盖面很广, 仍具有很强的规模优势, 公司农资、再生资源等业务得到较强的政策及资金支持, 化肥和棉花流通业务仍保持行业领先地位, 再生资源业务保持较快发展, 家电拆解业务具有较强的规模和政策优势。同时, 公司主营业务盈利能力较低, 利润对投资收益和其他收益依赖性较强, 公司资产负债率仍处于较高水平, 短期有息债务占比仍较高, 面临一定的短期偿债压力。

优势与风险关注

主要优势/机遇:

- 作为全国“服务三农”龙头企业, 公司经营网点覆盖面很广, 仍具有很强的规模优势;
- 公司农资、再生资源等业务得到较强的产业政策及资金支持, 稳定的政府补助仍为利润的重要补充;
- 作为国内化肥经销龙头企业及国内最大的棉花贸易商, 公司化肥和棉花流通业务仍保持行业领先地位;
- 公司再生资源业务保持较快发展, 家电拆解业务具有较强的规模和政策优势;
- 2018 年以来, 公司融资渠道多元且通畅, 授信额度规模较大。

主要风险/挑战:

- 2018 年以来, 公司主营业务盈利能力较低, 利润对投资收益和其他收益依赖性较强;
- 2018 年以来, 公司资产负债率仍处于较高水平, 短期有息债务占比仍较高, 面临一定的短期偿债压力。



评级报告声明

为便于报告使用人正确理解和使用大公国际资信评估有限公司（以下简称“大公”）出具的本信用评级报告（以下简称“本报告”），兹声明如下：

一、除因本次评级事项构成的委托关系外，发债主体与大公及其关联公司、控股股东、控股股东控制的其他机构不存在任何影响本次评级客观性、独立性、公正性的官方或非官方交易、服务、利益冲突或其他形式的关联关系。大公评级人员与发债主体之间，除因本次评级事项构成的委托关系外，不存在其他影响评级客观、独立、公正的关联关系。

二、大公及评级分析师履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具本报告遵循了客观、真实、公正的原则。

三、本报告的评级结论是大公依据合理的技术规范和评级程序做出的独立判断，评级意见未因发债主体和其他任何组织机构或个人的不当影响而发生改变。

四、本报告引用的受评对象资料主要由发债主体提供，大公对该部分资料的真实性、准确性、完整性和及时性不作任何明示、暗示的陈述或担保。

五、本报告的分析及结论只能用于相关决策参考，不构成任何买入、持有或卖出等投资建议。大公对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

六、本报告债项信用等级在本报告出具之日至存续债券到期兑付日有效，主体信用等级自本报告出具日起一年内有效，在有效期限内，大公拥有跟踪评级、变更等级和公告等级变化的权利。

七、本报告版权属于大公所有，未经授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；如引用、刊发，须注明出处，且不得歪曲和篡改。

八、本评级报告所依据的评级方法为《大公零售企业信用评级方法》，该方法已在大公官网公开披露。



跟踪评级说明

根据大公承做的供销集团存续债券信用评级的跟踪评级安排，大公对受评对象的经营和财务状况以及履行债务情况进行了信息收集和分析，并结合其外部经营环境变化等因素，得出跟踪评级结论。

本次跟踪评级为定期跟踪。

跟踪债券及募资使用情况

本次跟踪债券概况及募集资金使用情况如下表所示：

表 1 本次跟踪债券概况及募集资金使用情况（单位：亿元）					
债券简称	发行额度	剩余额度	发行期限	募集资金用途	进展情况
14 供销 MTN001	10	10	2014.07.10 ~ 2019.07.10	5 亿元用于补充运营资金，5 亿元用于偿还银行借款	正常使用
16 供销 MTN001	10	10	2016.03.07 ~ 2021.03.07	4 亿元用于补充流动资金，6 亿元用于偿还银行贷款	正常使用
16 供销 01	10	10	2016.08.16 ~ 2019.08.16	用于补充流动资金	正常使用
18 供销 Y1	10	10	2018.08.14 ~ 2021.08.14	偿还到期债券及银行借款	正常使用

数据来源：根据公司提供资料整理

发债主体

供销集团成立于 2010 年 1 月 18 日，是经国务院批准设立、国家工商总局核准注册成立的中华全国供销合作总社（以下简称“供销总社”）直属核心全资企业。2015 年 9 月，公司股东供销总社向公司拨付了 2015 年度中央财政支持供销合作社综合改革专项资金 3.00 亿元；2015 年 10 月 16 日，公司注册资本变更为 46.63 亿元。2016 年 8 月，供销总社向公司拨付 19.00 亿元财政专项资金，并已完成工商登记变更，公司注册资本变更为 65.63 亿元。2017 年 9 月，公司收到供销总社拨付的 25.00 亿元财政专项资金；2017 年 10 月 10 日，公司完成工商登记变更，注册资本增至 90.63 亿元；2018 年 5 月，公司收到供销总社拨付的 25.00 亿元政专项资金，截至 2019 年 3 月末，公司注册资本为 115.63 亿元。供销总社仍是公司唯一出资人和实际控制人。

公司主营业务仍为农资、棉花、再生资源和日用消费品四大板块，农资板块主要由子公司中国农业生产资料集团公司（以下简称“中农集团”）经营；棉花板块主要由子公司中华棉花集团有限公司（以下简称“中棉集团”）、北京全国棉花交易市场集团有限公司（以下简称“棉花交易市场”）和中棉工业有限责任



公司（以下简称“中棉工业”）经营；再生资源板块主要由子公司中国再生资源开发有限公司（以下简称“中再生”）和中再生资源再生开发有限公司（以下简称“中再生资源”）经营；日用消费品板块主要由新合作商贸连锁集团有限公司（以下简称“新合作”）经营。

2015 年 9 月，广州东凌国际投资股份有限公司（证券简称：“东凌国际”，原名广州东凌粮油股份有限公司，证券简称“东凌粮油”）实施完成了向公司子公司中农集团及其他 9 家企业发行股份，购买其合计持有的中农国际钾盐开发有限公司（以下简称“中农国际”）100% 股权（中农集团控股中农国际 41.00% 的股权），交易价格 36.90 亿元，并计划发行股份募集配套资金 12.30 亿元用于中农钾肥有限公司（以下简称“中农钾肥”）的建设及补充铺底流动资金。重组完成后，中农集团成为东凌国际第二大股东。但在前述重大资产重组过程中，存在配套募集资金认购方放弃认购配套募集资金、购入资产项目建设进展缓慢、中农集团等交易方无法完成业绩承诺，以及中农集团与东凌国际第一大股东广州东凌实业投资集团有限公司（以下简称“东凌实业”）在董事会决议中产生意见分歧等问题。根据 2018 年 4 月东凌国际发布的《2017 年业绩承诺实现情况的专项说明暨致歉公告》，中农国际 2017 年度扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润为 24,741,256.55 元，全年净利润未达到业绩承诺；东凌国际已诉请北京高院判决中农集团等十方按照《盈利预测补偿协议》的约定向东凌国际补偿股份，补偿现金人民币 0.25 亿元及承担律师费等费用，并判决中农集团等十方在承担《盈利预测补偿协议》项下的业绩补偿责任、资产减值补偿责任前不得对其持有的东凌国际股票行使表决权、提案权、提名权、提议召开股东大会的权利及其他股东权利；北京高院已受理本案并依法进行了开庭审理，目前本案一审庭审完毕，暂未有判决结果。2018 年 8 月 29 日，东凌国际发布《关于公司涉诉案件法院拟调解的公告》，公告称中农集团向北京高院递交了《关于暂缓推进诉讼程序给予调解时间的申请》，请求调解，本案尚未有具体明确的调解方案，调解事项存在重大不确定性。上述事项对中农集团的利润影响存在一定不确定性。

根据新合作关于解决超市类业务同业竞争问题的承诺，新合作将连锁超市类业务注入供销大集集团股份有限公司（以下简称“供销大集”，股票代码 000564，截至 2019 年 3 月末，新合作仍持有其 5.97% 的股份，为供销大集第三大股东）。2018 年 4 月 15 日，10 家公司已解决同业竞争问题，其余 9 家公司于 2018 年 3 月转让给新合作全资子公司北京新合作连锁超市有限公司，北京新合作连锁超市有限公司并于 2018 年 8 月签订《股权转让协议》转让给北京中合能投资管理合伙企业。截至 2018 年 9 月，新合作已全部完成超市业务的剥离工作。

公司现设办公室、人力资源部、财务部、企管审计部、投资部、纪检监察部



和资本运营部等主要职能部门，职责分工明确，部门机构设置较为合理。但由于公司成立时间较短且扩张较快，对下属企业的整合以及控股企业之间协同效应的发挥还有待加强。

根据公司提供的中国人民银行企业基本信用信息报告，截至 2019 年 4 月 3 日，公司未结清信贷中，存在 14 笔关注类贷款 13.47 亿元，2 笔欠息 0.14 亿元；根据中国农业发展银行（以下简称“农发行”）出具的说明，14 笔关注类贷款和 2 笔欠息全部为政策性粮棉油销售价差亏损中央财政未弥补部分在农发行的挂账处理，与公司自身经营无关，利息将会在中央财政利息下拨后及时归还；截至本报告出具日，公司在公开市场发行的各类债务融资工具均按时偿还到期本息。

偿债环境

2018 年，国内外不稳定因素增多，我国经济运行保持在合理区间；农业长期稳定发展为农资流通市场提供可持续发展的基础，公司农资业务在经营规模、网点分布方面仍具有较大优势；2018 年以来，受国内外环境影响，棉花市场短期出现波动，长期存在一定的不确定性；再生资源利用受到政府持续高度重视，再生资源行业仍具有较大发展空间。

（一）宏观政策环境

我国国民经济运行增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好；预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂严峻，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

2018 年，我国经济增速放缓、外部环境充满挑战，但整体而言经济继续表现良好。我国实现国内生产总值 90.03 万亿元，按可比价格计算，同比增长 6.6%，增速同比下降 0.3 个百分点。2018 年，我国工业增加值首次突破 30 万亿元，全国规模以上工业增加值同比增长 6.2%，增速同比下降 0.4 个百分点；固定资产投资同比增长 63.56 万亿元，同比增长 5.9%，增速同比下降 1.3 个百分点，其中房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.5%，增速同比下降 2.5 个百分点。全社会消费品零售总额同比名义增长 9.0%，增速同比降低 1.2 个百分点，国内消费需求放缓；以人民币计价外贸进出口总值同比增长 9.7%，其中，对美国进出口增长 5.7%，与“一带一路”沿线国家进出口增长 13.3%，高出全国整体增速 3.6 个百分点，已成为我国外贸发展的新动力。2018 年，全国一般公共预算收入同比增长 6.2%，增速同比下降 1.2 个百分点；政府性基金收入同比增长 22.6%，增速同比下降 12.2 个百分点，其中，土地使用权出让收入同比增长 25.0%，增速同比减少 20.2 个百分点，增速大幅放缓。

面对经济下行压力，中央和地方政府综合运用货币政策、产业政策、结构性政策、区域政策等配套措施，以确保经济运行在合理区间。实施积极的财政政策



和稳健的货币政策，适时预调微调，稳定总需求，并实施更大规模的减税降费措施以改善企业经营效力。积极的财政政策加力提效，较大幅度增加地方政府专项债券规模，提高专项债券使用效率，有效防范政府债务风险，更好地发挥专项债券对稳投资、扩内需、补短板的作用；货币政策松紧适度，保持合理的市场流动性，提升服务实体经济的能力，解决好民营企业和小微企业融资难融资贵问题。产业政策方面，提升制造业发展水平，推动其与现代服务业的融合发展，增强制造业技术创新能力，推动产能过剩行业加快出清，降低全社会各类营商成本，加大基础设施投资力度，完善公共服务体系建设。结构性政策方面，坚持以供给侧结构性改革为主线，强化体制机制建设，转变政府职能，深化国资国企、市场准入、财税体制、金融体制等领域改革。区域发展政策方面，统筹西部大开发、中部地区崛起、东北全面振兴、东部率先发展的协调发展战略，促进京津冀、粤港澳大湾区、长三角等地区新的主导产业发展，推进“一带一路”建设，带动贸易发展。预计 2019 年，我国经济面临下行压力，外部环境复杂多变，仍需警惕经济下行风险，关注中美贸易摩擦走向，防范金融风险尤其是债市信用风险。

（二）产业/行业环境

1、农资

农业长期稳定发展为农资流通市场提供可持续发展的基础，供销社系统内企业在经营规模、网点分布方面仍具有较大优势。

我国农资流通行业市场化程度较高，市场竞争较为激烈。农资流通行业现有的竞争主体主要包括供销社，农技部门及个体、私营农资流通企业等。我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，各地不同的气候环境等因素需要农资服务具有本土化特点。供销社系统依托地区供销社的流通网络，在经营规模和网点分布方面仍具有较大优势。

化肥等农资产品是粮食稳产增产的重要保障。2018 年 3 月 28 日，国务院常务会议明确，确定深化增值税改革的措施，进一步减轻市场主体税负。5 月 1 日起，交通运输、建筑、基础电信服务等行业及农产品等货物的增值税税率从 11% 降至 10%，制造业等行业增值税税率从 17% 降至 16%，预计全年可减税 2400 亿元。2018 年 12 月，国务院及海关总署发布《2019 年进出口暂定税率等调整方案》，提出今年 1 月 1 日起，对化肥等商品实行出口零关税。零关税方案将对钾肥、复合肥、磷矿石这三大品种的出口产生较大影响，尤其是国产加工型硫酸钾、硝酸钾等将在国际市场上拥有更大的价格优势。

化肥在促进粮食和农业生产发展中发挥了重要的作用，但化肥过量施用、盲目施用也带来了成本的增加和环境的污染。2015 年 8 月 29 日，全国人大常务委员会通过修订后的《大气污染防治法》，此次修订增加了科学施肥的相关内容。



《大气污染防治法》中规定，农业生产经营者应当改进施肥方式，科学合理施用化肥并按照国家有关规定使用农药，减少氨、挥发性有机物等大气污染物的排放。

《大气污染防治法》中关于科学施肥内容的修订，有助于推动化肥企业产品体系的升级，但也将对其成本控制形成一定压力。另外，2018 年 1 月 1 日实施的环保税也将提高化肥企业生产成本。2018 年 8 月 31 日，全国人大常务委员会通过《土壤污染防治法》，于 2019 年 1 月 1 日起执行。《土壤污染防治法》的出台有利于推进土壤健康、土壤修复类肥料产品的发展。

中国是农业生产大国，农业长期稳定发展使农用化肥施用量保持较高水平，为农资流通企业提供了较好的市场基础。

化肥、农药是粮食稳产增产的重要保障，是我国农业生产的关键物资环节。从农药及化肥市场价格来看，2018 年以来，全国农药及农药械价格保持上升趋势，农药行业经济效益相对稳定，为农药流通行业提供了较为宽松的市场环境；随着下游需求的回暖，化肥价格有所回升。农资流通行业是一个典型的资金密集型行业，资金需求量大。一方面，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”，大规模的“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。

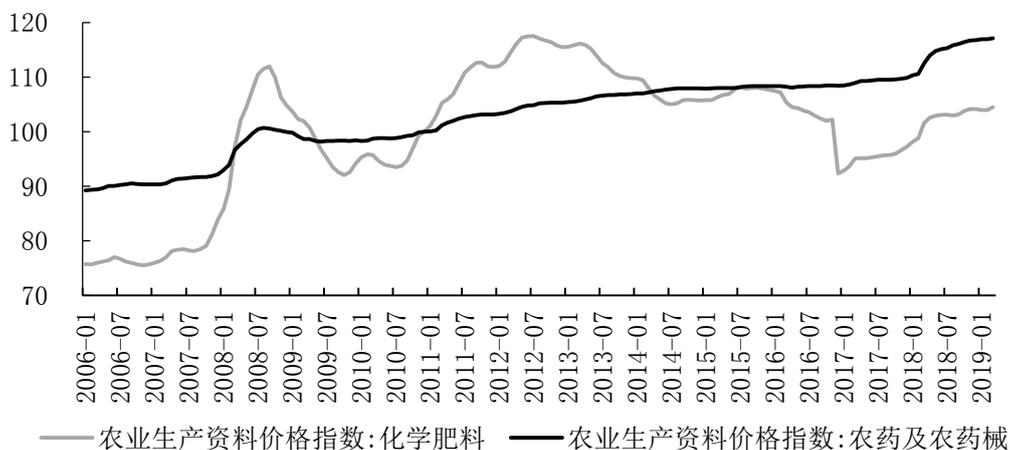


图 1 2006 年 1 月~2019 年 3 月全国农产品生产资料价格指数

数据来源：根据公开资料整理

从农药及化肥市场价格来看，2018 年以来，全国农药及农药械价格保持上升趋势，农药行业经济效益相对稳定，为农药流通行业提供了较为宽松的市场环境；随着下游需求的回暖，化肥价格同样有所回升。

农资流通行业是一个典型的资金密集型行业，资金需求量大。一方面，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”，大规模的“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。

2、棉花

棉花收储政策调整后，对棉花流通行业整体经营模式及竞争格局产生较大的影响；2018 年以来，棉花价格高位波动。

棉花需求与纺织行业发展高度相关。中国是纺织行业大国，是世界主要棉花消费国之一，纺织工业生产规模对棉花需求量已形成稳定支撑。全国西部棉花产地和东部下游纺织工业基地的分散布局为棉花流通行业提供了市场空间。

2014 年 1 月，中共中央、国务院印发了《关于全面深化改革加快推进农业现代化的若干意见》，指出在 2014 年“启动新疆棉花目标价格补贴试点”，确定 2014 年新疆棉花目标价格水平为 19,800 元/吨，标志着棉花临时收储制度退出。2015 年 4 月 7 日，国家发展改革委公布 2015 年新疆棉花目标价格水平为 19,100 元/吨，比 2014 年每吨降低 700 元。2016 年 11 月 14 日，国务院批准了《新疆维吾尔自治区棉花目标价格改革试点工作实施方案》，棉花目标价格为 18,600 元/吨。2017 年 3 月 16 日，国家发展改革委、财政部发布《关于深化棉花目标价格改革的通知》，棉花目标价格水平由“一年一定”转变为“三年一定”，2017~2019 年新疆棉花目标价格为 18,600 元/吨，同时对享受目标价格补贴的棉花数量进行上限管理，超出上限的不予补贴。补贴数量上限为基期（2012~2014 年）全国棉花平均产量的 85%。2019 年 5 月 14 日经新疆维吾尔自治区人民政府同意印发的《2019 年自治区棉花目标价格改革工作要点》指出，自治区将推动建立交易市场，促进产业深度融合，提升国内棉花在国际贸易中的定价话语权。

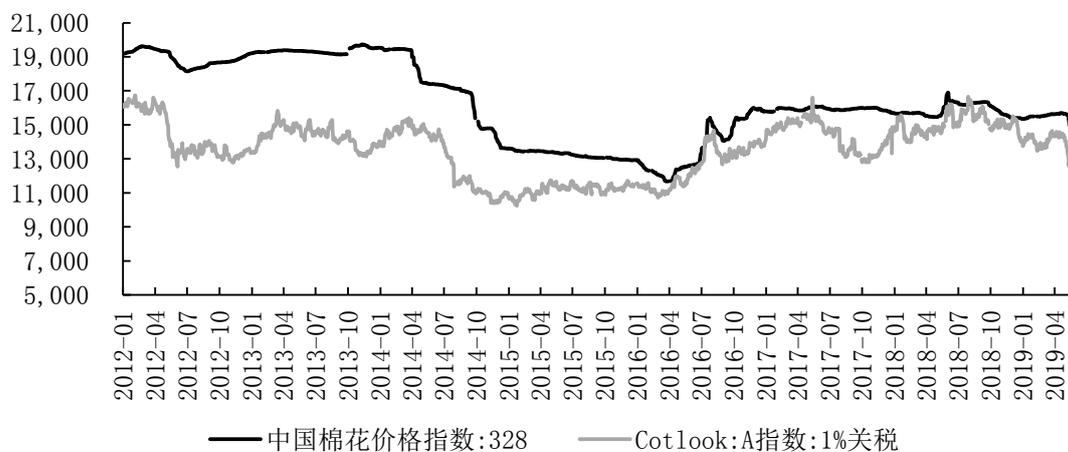


图 2 2012 年 1 月~2019 年 6 月全国国际和国内棉花价格走势情况

数据来源：Wind



2018 年以来，国际市场棉花资源供给严重大于需求，国内市场棉花却依然存在缺口，棉花价格高位波动，2019 年国储棉按计划轮出口数量将降至临界线，国产棉不能满足需求，预计将开启收储政策或增加棉花进口量，棉价或被推高。

2018 年以来，中美贸易摩擦不断，在国际形势充满不确定性的情况下，短期可能会导致国内棉花价格波动，中长期来看存在一定的不确定性。

2018 年 3 月以来，中美贸易摩擦不断。2018 年 4 月 4 日，美国政府发布了加征关税的商品清单，将对我国出口美国的 1,333 项 500 亿美元商品加征 25% 的关税。同日，国务院关税税则委员会公布了对美加征 25% 关税商品清单，大豆、棉花、玉米、小麦、牛肉、汽车、飞机和部分化学品等在列。短期来看，对棉花加征关税直接会影响到产品价格，影响产品竞争力，同时对下游纺织品加征关税，可能会间接影响到棉花市场的需求。长期来看，美棉进口可从其他国家进口替代，故对棉花市场直接影响有限，但如果贸易摩擦继续升级，则受下游纺织品需求减弱的影响，棉花市场存在一定的不确定性。

印度、中国、美国位居世界前三大产棉国，美国是主要的棉花出口国，而中国、印度两国同为产消共存的产棉国家。目前，国储棉资源及 2018 年度新花资源较为充足，在国内纺织消费能力持平甚至继续提高的情况下，中国国产棉及储备棉资源供应无压力，如果美国对我国进口棉花加征关税，市场中仍有澳棉、印度棉、巴西棉、乌棉等其他可选外棉资源进口中国保证纺织生产。一旦我国对美棉进口加征 25% 关税，贸易流转向巴西、印度及澳大利亚，美棉进口量在中国进口棉份额中或将大幅下降。2018 年，中国棉花进口量 157.00 万吨，其中美棉进口量 52.87 万吨，占总进口量的 33.67%，同比减少 9.89 个百分点；澳大利亚进口 42.38 吨，占总进口的 26.99%，同比增加 4.74 个百分点；印度进口 17.19 万吨，同比增长 53.36%，同比增加 1.29 个百分点；巴西进口量 18.55 万吨，占总进口量的 11.82%，同比增加 6.09 个百分点。受中美贸易摩擦的影响，美棉份额有所下降，而巴西的份额从 5.73% 上升至 11.82%。在中国储备棉资源充足、年度棉花产量均衡及进口棉配额政策不调整的前提下，含美棉以内的外棉资源对国内棉花价格影响有限。

2019 年 5 月 9 日，美国政府宣布自 2019 年 5 月 10 日起，对从中国进口的 2,000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10% 提高到 25%，其中包括纺织纱线、织物、针织、产业用制成品及部分家用纺织品和纺织机械产品。

我国是全球最大的纺织品服装生产和出口国。据海关统计，2018 年，我国纺织品服装累计出口总额 2,767.31 亿美元，其中纺织品累计出口额 1,190.98 亿美元，服装累计出口额 1,576.33 亿美元。2019 年一季度，我国纺织品服装累计出口总额 757.64 亿美元，同比减少 3.86%。其中纺织品出口额 366.72 亿美元，



同比增加 0.91%；服装出口额 390.92 亿美元，同比减少 8.63%。如果贸易战继续升级，对我国纺织服装出口有直接的影响。我国纺织品服装出口国主要有欧盟、美国、日本、越南等，其中美国是我国纺织品及服装出口最大的国家，2018 年占我国纺织服装出口总额的 17.20%。美国已经颁布的 2,000 亿美元征税清单中涉及棉花、针织钩织物、帽类、皮制品等，名单中涉及产品 2018 年出口美国的金额合计 90.00 亿美元，占我国出口美国纺织品服装的 21.20%，占我国纺织品服装出口总额的 3.30%。因此美国对我国 2,000 亿美元出口商品加税 25%，对国内纺织产业的影响不大，对棉花需求的影响大约为 10 万吨左右。对于即将公布的 3,000 亿美元征税清单将覆盖所有出口美国的纺织品和服装，总额达到 476 亿美元，占中国纺织品服装出口总额的 17.00%，对棉花的需求影响约在 100 万吨左右，占我国棉花消费量的 11.70%左右。因此，如果对 3,000 亿美元出口商品加税，纺织下游需求将会走弱。

其次，中美贸易战以来，随着贸易摩擦升级，人民币汇率呈贬值态势，从出口角度来讲，人民币贬值利于纺织品服装出口。2018 年，我国纺织品服装出口国占比前三的国家中，欧盟与日本的占比超过 1/4，美国对我国加征关税，在一定程度上我国纺织品在美国市场中的竞争力减弱，但并未完全退出美国市场，中长期来看对我国的纺织服装出口影响有限，中国棉花需求端具有一定不确定性。

3、再生资源

再生资源利用受到政府持续高度重视，随着政府在资金、政策等方面支持力度加强，再生资源行业仍具有较大发展空间。

再生资源是指在社会生产和生活消费过程中产生的，已经失去原有全部或部分使用价值，经过回收、加工处理，能够使其重新获得使用价值的各种废弃物。随着我国经济的发展，居民物质水平的改善，人们更新替换需求增加，从而产生大量的废旧物质，而对于废旧物资的再利用是循环经济的发展重点，因而成为国家支持的重点。

根据《中国再生资源回收行业发展报告(2018)》显示，截至 2017 年底，我国废钢铁、废有色金属、废塑料、废轮胎、废纸、废弃电器电子产品、报废机动车、废旧纺织品、废玻璃、废电池十大类别的再生资源回收总量为 2.82 亿吨，同比增长 11%。其中，废电池、废玻璃、废旧纺织品回收量增幅较为明显，分别增长 46.7%、24.4%和 29.6%；废塑料和报废机动车回收量出现下滑，分别同比减少 9.9%和 7.7%。

2017 年，我国资源再生利用持续受到政府持续高度重视，工业和信息化部、商务部、科技部联合发布了《关于加快推进再生资源产业发展的指导意见》（以下简称“意见”），旨在加快推动再生资源产业绿色化、循环化、协同化、高值



化、专业化、集群化发展，推动再生资源产业发展成为绿色环保产业的重要支柱和新的经济增长点。意见提出，到 2020 年，基本建成管理制度健全、技术装备先进、产业贡献突出、抵御风险能力强、健康有序发展的再生资源产业体系，再生资源回收利用量达到 3.5 亿吨。建立较为完善的标准规范，产业发展关键核心技术取得新的突破，培育一批具有市场竞争力的示范企业，再生资源产业进一步壮大。同时发挥财政资金对产业发展的引导作用，加大工业转型升级、节能减排等专项财政资金支持力度。落实资源综合利用税收优惠政策，加快再生产品、再制造等绿色产品的推广应用。发展绿色信贷，支持符合条件的再生资源企业，通过上市、发行企业债券、票据等多渠道筹措资金，破解企业融资难题。2018 年，商务部印发的《再生资源回收体系建设中长期规划（2015~2020 年）》提到，只有将废弃商品有效、及时回收，提高再生资源回收率和利用水平，才能形成“资源—产品—废弃产品—再生资源”的循环发展模式，实现资源的循环利用，达到缓解资源紧张局面、减少污染、保护生态环境的目的。2018 年 4 月，中华全国供销合作总社出台《关于加快推进再生资源行业转型升级的指导意见》提出，到 2020 年，发展规范化的城乡回收站点 10 万个、建设设施先进的再生资源综合分拣中心 1500 个、回收利用基地(园区)120 个、培育 10 家年收入超过 50 亿的大型环境服务型龙头企业。加快形成“村级回收+乡镇转运+县域分拣加工+再生资源基地综合利用”，功能完善、技术先进、高效利用、生态环保、覆盖城乡的供销合作社再生资源回收利用体系，在我国再生资源回收利用行业占有重要地位，在加强生态文明建设、实施乡村振兴中发挥重要作用。

相比传统产业，再生资源产业具有原生资源依赖程度低和减少环境污染两大明显优势，未来成长空间巨大。

4、日用消费品及其他

2018 年以来，全国消费品零售总额持续增长，乡村消费保持较快增长，仍具有较大发展空间；网上零售额增长迅速，具有较大发展潜力。

根据国家统计局发布数据，截至 2018 年末，全国实现社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.00%。其中城镇消费品零售额 32.56 万亿元，同比增长 8.79%；乡村消费品零售额 5.53 万亿元，同比增长 10.12%。网上零售仍然保持较快发展。2018 年，全国实物商品网上零售额为 9.01 万亿元，同比增长 25.40%，占社会消费品零售总额的比重为 18.40%，同比上升 3.40 个百分点。2019 年 1~4 月，全国社会消费品零售总额 12.84 万亿元，同比增长 8.00%。其中城镇消费品零售额 10.97 万亿元，同比增长 7.90%，乡村消费品零售额 1.87 万亿元，增长 8.90%。同期全国实物商品网上零售额为 3.04 万亿元，同比增长 22.20%；占社会消费品零售总额的比重为 18.60%。



2018 年以来，全国消费品零售总额持续增加，乡村消费保持较快增长；网上商品和服务零售额同比增长迅速。

财富创造能力

2018 年，公司营业收入回升，毛利润继续保持增长；其中农资业务板块仍是公司收入及利润的最主要来源。

公司业务仍以农资、棉花、再生资源和日用消费品四大板块为主。2018 年，公司实现营业收入 1,270.50 亿元，同比增长 3.40%，毛利润为 72.24 亿元，同比增长 0.67%，农资业务板块仍是公司收入和毛利润的最主要来源。

表 2 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司营业收入及毛利润情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年 1~3 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	300.34	100.00	1,270.50	100.00	1,228.74	100.00	1,281.03	100.00
主营业务收入	300.34	100.00	1,260.06	99.18	1,218.85	99.19	1,269.24	99.08
农资	137.44	45.76	603.83	47.53	600.06	48.84	597.56	46.65
棉花	61.90	20.61	221.93	17.47	234.61	19.09	225.63	17.61
再生资源	43.17	14.37	231.20	18.20	229.89	18.71	265.74	20.74
日用消费品	14.60	4.86	86.84	6.84	90.20	7.34	86.91	6.78
其他	43.66	14.39	119.02	9.15	64.10	5.22	93.41	7.29
其他业务收入	-	-	10.44	0.82	9.89	0.81	11.79	0.92
毛利润	10.21	100.00	72.24	100.00	71.76	100.00	60.71	100.00
主营业务毛利润	10.21	100.00	64.46	89.63	63.96	89.13	-	-
农资	6.37	62.39	31.27	43.29	29.52	41.13	23.87	39.33
棉花	1.73	16.94	10.52	14.56	8.48	11.82	5.77	9.51
再生资源	0.38	3.72	12.83	17.76	10.95	15.26	10.01	16.48
日用消费品	0.37	3.62	9.10	12.60	10.26	14.30	8.84	14.56
其他	1.36	13.32	7.78	1.02	4.75	6.61	3.54	5.82
其他业务毛利润	-	-	7.78	10.77	7.80	10.87	-	-
毛利率	3.40		5.69		5.84		4.74	
主营业务毛利率	3.40		5.28		5.25		-	
农资	4.63		5.18		4.92		4.00	
棉花	2.80		4.74		3.62		2.56	
再生资源	0.88		5.55		4.76		3.77	
日用消费品	2.53		10.48		11.38		10.17	
其他	3.15		2.94		7.40		3.79	
其他业务毛利率	-		74.49		78.89		73.60	

数据来源：根据公司提供资料整理

分板块来看，2018 年，农资业务收入为 603.83 亿元，同比增加 3.77 亿元，毛利润为 31.27 亿元，同比增加 3.23 亿元，主要由于 2018 年以来，随着下游需



求的回暖，化肥价格有所回升；棉花业务收入为 221.93 亿元，同比减少 12.68 亿元，主要是棉花经营量下降所致，毛利润为 10.52 亿元，同比增加 2.04 亿元，主要是棉花销售价格有所上升以及采购价格略有下降所致；再生资源业务收入为 231.20 亿元，同比略有增加，毛利润为 12.83 亿元，同比增加 1.88 亿元；日用消费品业务收入和毛利润分别为 86.84 亿元和 10.48 亿元，同比分别减少 3.36 亿元和 1.16 亿元，主要是新合作剥离超市业务所致；其他业务为中国供销农产品批发市场控股有限公司（以下简称“中国农批”）、中国供销石油有限公司和中国供销粮油有限公司（以下简称“供销粮油”）等经营的业务，其他业务收入为 119.02 亿元，同比增加 54.92 亿元，主要是公司于 2017 年底收购供销粮油，2018 年开始合并全年收入所致；毛利润为 7.78 亿元，同比增加 3.03 亿元。

从毛利率来看，2018 年，公司毛利率为 5.69%，同比减少 0.15 个百分点；其中除日用消费品业务毛利率略有下降，农资业务、棉花业务、再生资源业务毛利率均保持增长，其他业务毛利率下降幅度较大，主要是供销粮油为政策性收储，毛利率较低所致。

2019 年 1~3 月，公司营业收入 300.34 亿元，同比增长 16.39%；毛利润 10.21 亿元，同比下降 21.16%，除棉花和其他板块毛利润有所增长外，其余业务板块毛利润均有所下降，其中日用消费品板块毛利润同比减少 2.16 亿元，主要是新合作剥离超市业务所致；毛利率为 3.40%，同比减少 1.62 个百分点，各板块毛利率均有所下降，其中日用消费品板块毛利率同比减少 9.18 个百分点，主要是新合作剥离超市业务所致。

预计未来 1~2 年，国家持续对农业生产资料等涉农产品及再生资源等行业的支持将有利于公司保持营业收入规模的稳定。

（一）农资

2018 年，公司农资业务收入及毛利润有所增长；作为国内化肥经销龙头企业，公司化肥销售量保持市场领先地位，2018 年，受化肥价格上升的影响，化肥业务收入有所增长，但毛利润略有下降。

公司农资业务主要由全资子公司中农集团承担。

表 3 2018 年及 2019 年 1~3 月中农集团主要财务指标（单位：亿元、%）

年份	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	利润总额	经营性净现金流
2019 年 1~3 月	466.89	82.42	137.44	0.51	2.30
2018 年	428.12	81.66	603.83	5.63	2.89

数据来源：根据公司提供资料整理

中农集团主要从事化肥、农药、农膜等农业生产资料的国内贸易、进出口贸易业务及部分化肥品种的生产，在全国 20 多个省（区、市）建有农资配送中心



和农资连锁经营店，与国内外主要厂商有贸易业务和合作关系。

2018 年，公司农资业务收入及毛利润均有所增长，化肥业务仍是农资收入和利润的最主要来源。同期，化肥板块收入为 467.87 亿元，同比增长 3.00%，毛利润为 16.11 亿元，同比下降 2.00%，主要由于化肥销售价格上升的同时，采购价格也有所上升；受环保趋严影响，部分中小企业被迫停产，中农集团优势显现，农药板块收入、毛利润和毛利率均持续上升；农膜板块收入、毛利润和毛利率继续下降。此外，公司还经营聚乙烯和聚氯乙烯等工业包装原料等业务，各业务规模相对较小，单个业务对农资业务板块的收入及利润贡献较低，但合计毛利润占比为 15.00%以上；其他业务收入同比下降 4.95%，毛利率同比下降 0.17 个百分点。2019 年 1~3 月，公司农资板块收入和毛利润同比分别增长 13.77%和 2.08%，公司化肥和农药的营业收入同比均有所增加；公司农资板块毛利率同比下降 0.53 个百分点，主要由于营业收入占比较大的化肥板块毛利率有所下降；但其他业务毛利率同比增加 7.12 个百分点，主要是毛利率较低的贸易业务减少，毛利较高的资产运营业务占比增加所致。

表 4 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司农资业务收入、毛利润构成及毛利率情况(单位: 亿元、%)

项目	2019 年 1~3 月		2018 年		2017 年		2016 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	137.44	100.00	603.83	100.00	600.06	100.00	597.56	100.00
化肥	109.45	79.64	467.87	76.89	454.24	75.70	421.66	70.56
农药	15.44	11.24	50.92	8.43	48.78	8.13	44.45	7.44
农膜	5.49	4.00	30.46	5.04	40.74	6.79	41.02	6.86
其他	7.04	5.13	54.58	9.63	56.30	9.38	90.43	15.14
毛利润	6.37	100.00	31.27	100.00	29.52	100.00	23.87	100.00
化肥	2.76	43.34	16.11	50.83	16.44	55.70	10.84	45.43
农药	2.36	36.97	10.22	32.69	7.72	26.16	6.11	25.61
农膜	0.01	0.23	0.27	0.85	0.44	1.49	0.47	1.99
其他	1.24	19.46	4.67	15.63	4.92	16.65	6.44	26.98
毛利率	4.63		5.18		4.92		4.00	
化肥	2.52		3.44		3.62		2.57	
农药	15.25		20.07		15.83		13.75	
农膜	0.26		0.88		1.08		1.16	
其他	17.60		8.56		8.73		7.12	

数据来源：根据公司提供资料整理

公司是国内化肥经销龙头企业，拥有覆盖全国的市场和销售网络。由于公司经营历史长，熟悉区域特点，产品品种多样，可满足农户不同特点的需要，在分销、零售领域享有较高的认知度和影响力。此外，作为农资流通领域的龙头企业，公司连续多年参与国家化肥淡季储备、化肥救灾储备以及农药救灾储备工作。承



担国家政策性储备任务使得公司具有较强的政治影响力与市场影响力,亦可帮助公司深入理解国家相关行业政策,扩大经营规模,并获得相应的贴息支持。

表 5 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司国产化肥销售量 (单位: 万吨)

类别	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
氮肥	229.62	1,091.65	1,195.09	1,223.00
磷肥	80.78	475.58	34.64	51.00
钾肥	138.14	508.77	611.64	337.00
复合肥	104.39	450.07	501.70	423.00
其他	12.89	76.60	531.21	682.00
合计	565.83	2,062.67	2,877.28	2,715.00

数据来源: 根据公司提供资料整理

公司化肥业务以国产化肥贸易为主、进出口化肥业务为辅,化肥生产业务规模相对较小。作为全国最大的化肥流通企业,公司化肥贸易量保持市场领先地位。2018 年,公司国产化肥销售量为 2,062.67 万吨,同比下降 28.31%,一方面受国家宏观政策化肥施用零增长、供给侧改革和绿色环保等因素影响,另一方面受农产品价格和国内用肥结构调整,导致市场需求下降所致。2019 年 1~3 月,公司国产化肥销量达到 565.83 万吨,同比上升 15.54%,主要是下游需求回暖所致,其中磷肥销量大幅增加 69.00 万吨,其他类化肥同比变化均不大。

表 6 2016~2019 年及 2019 年 1~3 月公司化肥进出口情况 (单位: 万吨)

类别	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年	
进口	氮肥	0.13	6.72	1.34	0.10
	磷肥	-	9.56	-	-
	钾肥	109.09	243.80	231.89	192.00
	复合肥	11.25	31.74	28.06	26.00
	其他	1.38	0.36	2.51	8.00
	合计	121.85	292.19	263.80	226.00
出口	氮肥	32.20	132.82	128.06	165.00
	其他	4.65	27.80	39.65	15.00
	合计	36.85	160.62	167.71	180.00

数据来源: 根据公司提供资料整理

进出口方面,公司是国内最大的化肥进出口经营主体之一,拥有国务院赋予的化肥进出口代理经营权,主要通过和产地国主要厂商签订独家代理协议的方式,与供应商建立起稳定长期的合作关系。2018 年,公司化肥进口量同比增长 10.76%,出口量同比下降 4.23%。2019 年 1~3 月,公司化肥进口量同比增加 7.83%,出口量同比大幅增加超过 28.00 万吨,主要是一方面受 2019 年起对化肥等商品实行的出口零关税的影响,另一方面是 2018 年四季度出口行情较好,部分合同延



续至 2019 年所致。

2018 年以来，中农集团不断加大研发力度，丰富产品系列，优化产品结构。化肥板块贴牌加工和引入的差异化产品达百余种，覆盖了有机肥、有机无机肥、水溶肥、中微量元素肥等各种新型肥料。农药板块完成了 7 个创制性产品的分子结构开发并申请了 7 项化合物保护专利，完成 56 个固体制剂项目和 61 个液体制剂项目的配方筛选。此外，中农集团开始推动电商业务的整合工作，“农惠网”成交数据已陆续导入到“供销 e 家”电商平台，同时在农村消费金融领域探索“农资电商+金融服务”的运营模式，并通过“社农贷”项目向社员提供农资消费贷款实现订单式农资。

中农集团农药流通业务的经营主体为中农立华，中农立华于 2017 年 11 月 16 日在上海交易所上市，股票代码 603970。自设立以来，中农立华通过从国内外知名企业和科研机构引进高端专业人才，组建农药应用研发中心、植物保护技术中心和数据分析中心，不断提升综合服务能力，拓展销售及渠道，进一步巩固了其作为国内专业农药流通领军企业的行业地位。

子公司中农集团与东凌国际第一大股东就重大资产重组的配套募集资金认购、资产项目建设进展缓慢、中农集团等交易方无法完成业绩承诺等相关事项存在较大意见分歧，对中农集团利润的影响存在一定不确定性。

2015 年 9 月，东凌国际实施完成了向中农集团及其他 9 家企业发行股份，购买其合计持有的中农国际 100.00% 股权，并计划发行股份募集配套资金 12.30 亿元用于中农钾肥的建设及补充铺底流动资金。重组完成后，中农集团成为东凌国际第二大股东。中农钾肥计划在老挝开展钾盐项目建设，将 10 万吨/年验证项目扩产至 100 万吨/年，分两期完成，总建设工期 29 个月，其中一期南区 50 万吨/年产能扩建项目计划于 2015 年 1 月开工建设，2016 年 12 月建成达产，二期北区 50 万吨/年产能新建项目计划于 2015 年 7 月开工建设，2017 年 5 月建成达产。截至 2019 年 3 月末，该项目原 10 万吨/年验证项目已达产，且中农集团以自有资金改造为 22 万吨生产线，2018 年产量 22.10 万吨。东泰矿区南区 50 万吨/年钾肥扩建工程以及东泰矿区北区 50 万吨/年钾肥新建工程暂未开始实施。

在前述重大资产重组过程中，存在配套募集资金认购方放弃认购配套募集资金、购入资产项目建设进展缓慢、中农集团等交易方无法完成业绩承诺，以及中农集团与东凌国际第一大股东东凌实业在董事会决议中产生意见分歧等问题。根据业绩承诺，中农集团等交易方在《盈利预测补偿协议》中做出了未来三年的业绩承诺：中农国际 2015 年度、2016 年度及 2017 年度实现的净利润数额(扣除非经常性损益后归属于母公司所有者的净利润)分别不低于人民币 1,150 万元、1,900 万元、45,150 万元。2015 年及 2016 年度，中农国际分别实现净利润



1,224.74 万元及 3,815.21 万元，达到业绩承诺数额；根据 2018 年 4 月，东凌国际发布的《2017 年业绩承诺实现情况的专项说明暨致歉公告》，中农国际 2017 年度扣除非经常性损益后的归属于母公司所有者的净利润为 24,741,256.55 元，全年净利润未达到业绩承诺；东凌国际已诉请北京高院判决中农集团等十方按照《盈利预测补偿协议》的约定向东凌国际补偿股份，补偿现金人民币 0.25 亿元及承担律师费等费用，并判决中农集团等十方在承担《盈利预测补偿协议》项下的业绩补偿责任、资产减值补偿责任前不得对其持有的东凌国际股票行使表决权、提案权、提名权、提议召开股东大会的权利及其他股东权利；随后中农集团又诉请北京高院撤销东凌国际相关董事会决议，2018 年中国农业生产资料集团公司又向北京市高级人民法院递交了《关于暂缓推进诉讼程序给予调解时间的申请》，北京市高级人民法院询问广州东凌国际投资股份有限公司就中国农业生产资料集团公司等十方在公司非公开发行股份购买中农国际钾盐开发有限公司 100.00% 股权的重大资产重组中的纠纷事项是否有意愿进行调解，截至 2018 年末，调解相关具体方案仍未确定。上述事项对公司子公司中农集团的利润影响存在一定不确定性。

（二）棉花

作为国内最大的棉花贸易商，公司棉花经营量保持市场领先地位；2018 年，公司棉花业务收入、毛利润均有所上升。

公司棉花业务板块主要包括棉花贸易和棉花机械生产及销售业务。棉花贸易主要由子公司中棉集团和棉花交易市场经营，棉机业务主要由中棉工业经营。棉花贸易是公司棉花业务板块的主要收入和毛利润来源。

表 7 2018 年及 2019 年 1~3 月棉花板块经营主体主要财务指标（单位：亿元、%）

经营主体	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	利润总额	毛利润
2019 年 1~3 月					
中棉集团	113.99	83.00	57.25	0.02	1.21
棉花交易市场	21.79	66.00	4.46	0.21	0.49
中棉工业	6.64	119.00	0.20	-0.13	0.04
2018 年					
中棉集团	135.70	68.00	180.90	2.18	6.84
棉花交易市场	30.49	76.00	38.77	0.76	3.06
中棉工业	5.79	121.00	2.26	-0.87	0.62

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年，受棉花市场波动的影响，公司棉花业务收入略有减少，毛利润有所增加。同期，棉花贸易业务收入同比减少 13.06 亿元，主要由于棉花销量有所下降；毛利润同比增加 1.97 亿元，主要是棉花销售价格上升及采购价格略有下降所致；棉花机械业务收入和毛利润同比分别增加 0.39 亿元和 0.07 亿元。



表8 2016~2018年及2019年1~3月公司棉花业务收入、毛利润构成及毛利率情况(单位:亿元、%)

项目	2019年1~3月		2018年		2017年		2016年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
营业收入	61.90	100.00	221.93	100.00	234.61	100.00	225.63	100.00
棉花贸易	61.70	99.68	219.67	98.98	232.73	99.20	222.33	98.53
棉花机械	0.20	0.32	2.26	1.02	1.87	0.80	3.31	1.47
毛利润	1.73	100.00	10.52	100.00	8.48	100.00	5.77	100.00
棉花贸易	1.69	97.51	9.91	94.19	7.94	93.67	5.22	90.36
棉花机械	0.04	2.49	0.61	5.81	0.54	6.33	0.56	9.64
毛利率	2.80		4.74		3.62		2.56	
棉花贸易	2.74		4.51		3.41		2.35	
棉花机械	21.92		27.05		28.68		16.83	

数据来源:根据公司提供资料整理

2018年,棉花业务毛利率有所上升,主要是占比较高的棉花贸易业务毛利率增长所致。公司是国内最大的棉花贸易商,在境内外主要棉花产销区设有35家经营机构,采取自建、收购和联合经营、合作等方式控制轧花厂57家,并与各地轧花厂和新疆建设兵团开展合作,控制的棉花资源量在34万吨(折合皮棉)以上。公司一方面依托供销社系统的销售网点建立覆盖范围更广的购销网络,另一方面与全国多家大型棉纺企业实现了战略合作,拥有稳定的销售平台。此外,公司还可利用自身仓储能力为客户提供仓储物流服务,廊坊公司、南通公司、山东物流、南宫宏泰、河南物流等单位库容量35万多吨,已成为华北、京津、江苏等地区最重要的棉花储运基地之一。2018年,公司棉花经营量为111.56万吨,同比减少4.90万吨,主要由于本年合并抵消较多所致;2019年1~3月,公司棉花经营量为34.16万吨,同比增加20.19万吨。总体来看,公司棉花经营量保持全国首位。

从棉花采购和销售均价来看,2018年,公司棉花采购均价略有下降,销售均价有所提升,主要是棉花市场波动所致。2019年1~3月,公司棉花采购均价同比变化不大,销售均价有所下降。

表9 2016~2018年及2019年1~3月公司国内棉花采购和销售均价(单位:亿元、%)

项目	2019年1~3月	2018年	2017年	2016年
采购均价	15,630.00	15,735.00	15,749.00	14,852.00
销售均价	15,877.00	16,095.00	15,883.00	15,023.00

数据来源:根据公司提供资料整理

2018年以来,公司持续提高国际资源的掌控能力,面对国内棉花采购价格的下降,确保进口棉经营的稳定,成为公司棉花业务总体经营的有力支撑。同时利用物流优势,扩大仓储业务。南通、廊坊、山东、南宫、河南各物流园主动对



接区域纺织客户，扩大棉花销售、质押、保税仓储、交易市场及郑州商品交易所的仓单、棉副产品仓储等业务规模。

（三）再生资源

公司再生资源业务保持较快发展，家电拆解业务具有较强规模和政策优势。

公司再生资源业务主要由子公司中再生和中再生资源运营，主要从事废钢、废纸、废有色、废塑料、废家电、废旧电子产品等再生资源的回收与加工业务。再生资源行业的资源性、环保性和公益性决定了拆解物销售价格经常低于收购成本，因此公司再生资源业务盈利主要依赖于政府补贴。从 2014 年开始，废家电拆解补贴由国家财政补贴改为基金补贴，政策常态化，因此，公司财务核算上将废家电拆解补贴收入从营业外收入调入营业收入。由于中再生及中再生资源固定资产及土地资产均以初始价格计量，未再进行评估增值，但负债持续增长，故资产负债率较高。

表 10 2018 年及 2019 年 1~3 月再生资源板块经营主体主要财务指标（单位：亿元、%）

经营主体	期末总资产	期末资产负债率	营业收入	利润总额	毛利润
2019 年 1~3 月					
中再生	172.02	94.00	24.67	-0.80	0.32
中再生资源	65.02	96.00	18.50	-0.46	0.06
2018 年					
中再生	161.50	97.00	160.17	0.41	11.97
中再生资源	63.44	96.00	71.03	-0.12	0.86

数据来源：根据公司提供资料整理

公司是我国最大的专业性再生资源回收加工企业。截至 2018 年末，拥有回收网点 5,000 多个及各类再生资源分拣加工中心 70 多家，已建成 10 个废家电拆解厂，年拆解能力达 5,019 万台；在钢铁领域，公司 18 家企业通过《工信部废钢铁加工准入条件》，核定加工总产能 540 多万吨，废钢资源年利用量达到 400 万吨；常州再生资源产业示范基地（一期）项目已建成投产，目前已经具备了聚丙烯（PP）改性塑料年加工废料 12 万吨、年加工废旧聚酯瓶能力达 8 万吨、年生产再生纤维 2.5 万吨、年处理废旧通用塑料 2.5 万吨、年产管材、汽车、家电等各类专用料 1 万吨、年加工利用废钢铁 55 万吨的能力。

2018 年，公司废钢回收量同比减少 60.67 万吨，废纸回收量同比减少 105.33 万吨，一方面受环保政策趋严的影响，另一方面税务机关从税收政策方面加强对再生资源回收企业的风险控制，对整个行业内企业进行购销发票管控，使规模企业的发展经营受到一定影响；其他业务主要为电解铜贸易、植物油酸等低值化工产品贸易、废玻璃等废弃物资贸易，其他业务回收量回升至 400.23 万吨，但较前几年相比业务量大幅下降，主要是由于中再生、中再生资源按照供销总社及公司



聚焦主业要求，大幅减少了原有的电解铜、化工产品及废弃物资贸易所致。公司销售客户主要是回收网络附近的钢铁企业、造纸企业及其他利用废料为原料的利废生产企业。

表 11 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司再生资源回收量情况（单位：万吨）

项目	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
废钢	117.65	707.58	768.25	624.62
废纸	3.17	121.55	226.88	393.35
废有色	0.15	2.15	3.27	4.18
废塑料	2.09	20.89	33.60	17.05
其他	142.06	400.23	216.29	1,220.40
合计	265.12	1,252.40	1,248.29	2,259.60

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2019 年 3 月末，常州再生资源产业示范基地（一期）项目已建成投产，二期项目也处在筹备阶段。目前已经具备了年产聚丙烯（PP）改性塑料年加工废料 12 万吨、年加工废旧聚酯瓶能力达 8 万吨、年生产再生纤维 2.5 万吨、年处理废旧通用塑料 2.5 万吨、年产管材、汽车、家电等各类专用料 1 万吨、年加工利用废钢铁 55 万吨的能力。该项目全部建成投产后，可形成年回收处理废旧物资 150 多万吨、提供工业原料及再生制品 100 多万吨、产值超过 100 多亿的循环经济产业园区，将使公司废旧家电拆解、产业废弃物回收和改性塑料业务规模显著扩大。

此外，中再生加快发展家电拆解业务，通过回收废弃电器电子产品进行拆解、分拣和部分深加工，并出售其中可用二次资源。2015 年 4 月，中再生通过协议受让中再生资源环境股份有限公司（以下简称“中再资环”，原名“陕西秦岭水泥（集团）股份有限公司”，股票代码 600217）资产重组事项获得中国证监会核准，同时将下属 8 家废弃电子产品处理业务子公司注入上市公司，截至 2019 年 3 月末，中再生持有其 25.48% 股份。根据环境保护部废弃电器电子产品处理管理信息系统显示，全国纳入国家废弃电器电子产品处理基金补贴企业名单的企业共计 109 家，上述 8 家子公司均拥有国家废弃电器电子产品处理资格，列入国家财政部、环境保护部、发展改革委、工业和信息化部共同公布的废弃电器电子产品处理基金补贴企业名单。通过处理废弃电器电子产品获取相应基金补贴已成为公司再生资源板块的重要收入来源。从区域分布来看，8 家子公司能够覆盖东北、华北、华中、华东、华南等地，公司通过合理化的网络布局，降低了物流成本，提高了协同效应。综合来看，中再生家电拆解业务具有较强的规模和政策优势。



（四）日用消费品及其他

根据新合作关于解决超市类业务同业竞争问题的承诺，新合作将连锁超市类业务注入供销大集，资产交割完成后，公司日用消费品业务将会缩减；公司将推进电商平台业务体系建设及农产品批发市场全国性网络布局。

公司日用消费品板块的经营主体为新合作，目前主要业务向大宗商品贸易、地下人防项目及邻里中心三大板块转移。

根据新合作关于解决超市类业务同业竞争问题的承诺，新合作将连锁超市类业务注入供销大集。2015 年 8 月，西安民生发布《发行股份购买资产及募集配套资金暨关联交易预案（修订稿）》，鉴于新合作连锁超市类业务在规范运作、盈利水平等方面，暂时无法达到注入西安民生的条件，为避免重组后出现与西安民生的同业竞争情况，新合作承诺分类解决连锁超市类业务的两业竞争问题，按照“明确时间、成熟一家、注入一家”的原则处理，并与大集控股签订托管协议，就新合作控制存在同业竞争的 19 家子公司签订了托管协议。2018 年 4 月 15 日，10 家公司已解决同业竞争问题，其余 9 家公司于 2018 年 3 月转让给新合作全资子公司北京新合作连锁超市有限公司，北京新合作连锁超市有限公司并于 2018 年 8 月签订《股权转让协议》转让给北京中合国能投资管理合伙企业。截至 2018 年 9 月新合作已全部完成超市业务的剥离工作，短期内或将对公司收入产生一定影响。

新合作公司将业务重点转移至大宗商品贸易、地下人防项目及邻里中心三大板块。大宗商品贸易方面，新合作将积极提高市场占有率和品牌影响力，开展大宗商品联合采购、国内外名优产品代理、大宗农产品、电子产品以及进出口商品贸易等业务；地下人防方面，将抓住推进国家军民融合发展的重大机遇，未来三年，利用国家对人防商业在政策、税收、结建费用、施工建设等方面的支持，大力推进人防商业项目；邻里中心方面，将积极参与供销社综合改革，开展相关“惠农”业务，以一二三产业融合发展为导向，在农产品基地建设、农产品加工、冷链物流、农产品零售终端网点建设等方面寻求发展机会。

目前公司重点推进“供销 e 家”电商平台业务体系建设和以中国农批为载体的农产品市场全国性网络布局，且财政资金主要通过上述主体进行投资。电商业务方面，中国供销电子商务有限公司（以下简称“电商公司”）于 2017 年 3 月成立“供销 e 家”，以推动农产品上行为主线，提升网站流量和品牌知名度，不断改善全国平台的用户体验；作为惠农工程项目投资的重要实施主体，电商公司加紧推动投资项目落地，2016 年投资了 224 个项目，总投资额 14.05 亿元；2017 年投资了 189 个项目，总投资额 14.56 亿元，2018 年投资了 44 个项目，总投资额 13.17 亿元。农产品批发业务方面，农批公司加强战略合作，成功引入中央企



业贫困地区产业投资基金和现代种业发展基金两家战略投资者，积极推进项目由三四线城市向省会等一二线城市转移，加快农产品市场全国性网络布局，并加强农批市场的冷链及检测系统建设。

偿债来源

公司盈利能力有所提升，其对投资收益依赖性仍较强，政府补助仍是公司利润的重要补充，经营性净现金流持续净流入，对负债和利息保障较好，债务融资渠道多元，公司资产规模有所波动，存货及预付款项占比较大，但受限资产规模较小。

（一）盈利

2018 年，公司营业收入有所回升，营业利润大幅增加，其对投资收益依赖性仍较强；农资、再生资源等业务持续得到较强的产业政策及资金支持，政府补助仍是公司利润的重要补充。

2018 年，公司营业收入为 1,270.50 亿元，同比增加 3.40%，毛利率为 5.69%，同比减少 0.15 个百分点。

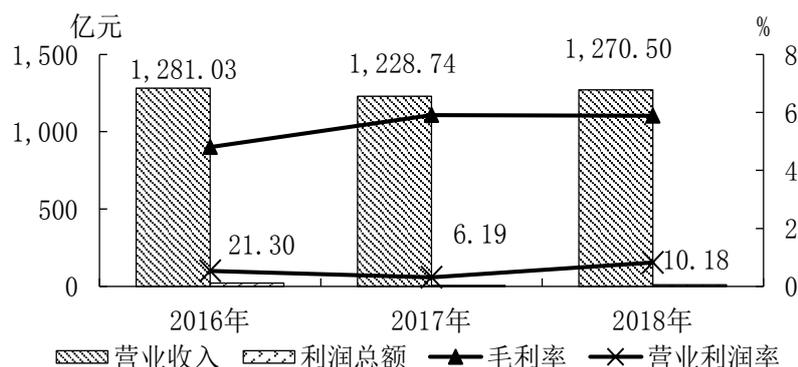


图3 2016~2018 年公司收入和盈利情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年，公司期间费用¹为 79.23 亿元，同比增长 7.17%，其中销售费用为 24.61 亿元，同比下降 8.57%，主要由于职工薪酬、运输费和折旧摊销费等均有所减少；管理费用为 26.03 亿元，同比增长 9.42%，主要是职工薪酬增加所致；研发费用为 1.33 亿元，同比增长 49.05%，主要是研发人员经费和物料消耗增加所致；财务费用为 27.26 亿元，同比增长 17.40%，主要是公司发行多期债券，费用化利息增加所致；期间费用率为 6.24%，整体仍处于较低水平，费用控制能力较好。

2018 年，公司资产减值损失为 6.17 亿元，同比下降 34.02%，其中存货跌价

¹ 期间费用包括销售费用、管理费用、财务费用和研发费用。



损失为 1.57 亿元，同比减少 5.32 亿元，坏账损失 3.55 亿元，同比增加 1.82 亿元；投资收益为 7.56 亿元，同比下降 3.98%，其中新合作剥离超市业务以及子公司处置联营合营企业产生的投资收益 5.49 亿元；其他收益为 18.08 亿元，同比增加 7.79 亿元，主要是国家政策性粮油保管补贴同比增加 2.94 亿元、新网工程项目补助同比增加 1.63 亿元、土地出让金返还同比增加 1.33 亿元以及地方奖励及补贴同比增加 0.81 亿元所致；受其他收益大幅增加影响，公司营业利润为 10.45 亿元，同比增加 6.60 亿元；营业外收支净额为-0.27 亿元，同比大幅减少-2.61 亿元，主要是计入营业外收入的政府补助同比减少 2.02 亿元所致。同期，公司利润总额和净利润分别为 10.18 亿元和 4.26 亿元，同比分别增加 3.99 亿元和 1.20 亿元；总资产报酬率和净资产收益率分别为 3.20%和 1.80%，同比分别增加 0.75 和 1.15 个百分点，公司盈利能力有所提高。

2019 年 1~3 月，公司营业收入为 300.34 亿元，同比增长 16.39%，主要是农资和棉花板块收入同比增加所致；毛利率为 3.54%，同比下降 1.48 个百分点；期间费用为 15.37 亿元，同比减少 2.93 亿元，其中销售费用为 4.24 亿元，同比减少 2.15 亿元；期间费用率为 5.12%，同比减少 1.97 个百分点。同期，公司资产减值损失为-0.46 亿元，主要是旗下新合作公司将部分已计提跌价准备的存货已于本期销售，转回转销了部分资产减值损失所致；投资收益为 0.60 亿元，同比增加 0.39 亿元；其他收益为 3.02 亿元，同比增加 0.77 亿元；营业利润为-1.38 亿元，亏损同比减少 1.12 亿元；利润总额和净利润仍亏损，分别是-1.17 亿元和-1.59 亿元，亏损同比减少 0.25 亿元和 0.98 亿元，公司的各项政府补助一般在下半年根据业务经营实际情况发放，一季度亏损存在一定季节性因素。

总体来看，公司营业收入有所回升，营业利润大幅增加，其对投资收益依赖性仍较强；农资、再生资源等业务持续得到较强的产业政策及资金支持，政府补助等营业外收入仍是公司利润的重要补充。

（二）自由现金流

2018 年，公司经营性净现金流保持净流入，且净流入规模有所增加，对于负债具有一定的保障能力；投资性净现金流持续净流出，净流出规模增加；公司在建项目仍有一定投资需求。

2018 年，公司经营性净现金流为 77.79 亿元，净流入同比增加 6.83 亿元，投资性净现金流为-46.62 亿元，保持净流出，净流出规模同比增加 6.57 亿元，主要是公司按照财政部要求，将财政专项资金陆续拨付给各个项目以支持农村电商建设所致，资金持续净流出。

2019 年 1~3 月，经营性净现金流为 22.98 亿元，同比由净流出转为净流入，主要是一季度市场行情较好，收入大幅增加所致。投资性净现金流为-1.02 亿元，



净流出规模同比大幅减少 19.10 亿元，主要是财政专项资金投资同比减少所致。

表 12 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月公司现金流对债务覆盖情况（单位：亿元、%、倍）

项目	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
经营性净现金流	22.98	77.79	70.96	80.68
投资性净现金流	-1.02	-46.62	-40.05	-44.00
经营性净现金流/流动负债	2.15	7.27	9.10	11.04
经营性净现金流利息保障倍数	3.75	2.50	2.73	2.74

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2018 年末，公司主要在建项目包括中国供销微山农商物流园等，计划总投资为 23.13 亿元，累计完成投资 7.72 亿元，未来仍需投资额为 15.41 亿元，主要拟建项目包括孝感平战结合人防工程等，计划总投资为 17.15 亿元，未来仍有一定的投资需求。

综合来看，公司经营性净现金流有所增加，对负债和利息的保障程度有所提升。投资性净现金流由于财政专项拨付进行项目投资，均处于净流出状态，在建项目未来仍有一定的投资需求。

（三）债务收入

2018 年以来，公司筹资性现金流持续净流出；公司融资渠道以银行借款为主，并在债券市场发行过多期债券，此外，公司拥有两家上市子公司，总体来看，融资渠道多元。

2018 年以来，公司筹资性净现金流为-36.43 亿元，持续净流出，净流出规模同比增加 34.75 亿元，主要是偿还债务支付的现金增加所致。2019 年 1~3 月，筹资性净现金流为-6.13 亿元，仍为净流出状态，净流出规模同比减少 3.13 亿元，主要是偿还的债务相对较少所致。

公司融资渠道多元，主要以银行贷款和发行债券为主，公司已在债券市场上发行了多种不同期限的债券，同时公司与多家银行保持良好的合作关系，银行授信稳定，截至 2019 年 3 月末，公司共获得银行授信总额为 1,943.76 亿元，已使用 521.65 亿元，剩余未使用 1,422.11 亿元，剩余授信额度较大。公司拥有两家上市公司，中再资环和中农立华，具备直接股权融资渠道。

表 13 2016~2018 年及 2019 年 1~3 月债务融资情况分析（单位：亿元）

财务指标	2019 年 1~3 月	2018 年	2017 年	2016 年
筹资性现金流入	143.57	740.27	611.57	578.07
借款所收到的现金	141.68	694.44	540.88	515.91
筹资性现金流出	149.70	776.70	613.26	616.85
偿还债务所支付的现金	131.69	728.30	573.53	572.19

数据来源：根据公司提供资料整理



综合来看，公司受到期需偿还债务较多的影响，筹资性净现金流持续流出；公司的融资渠道较为丰富，为公司持续开展项目提供了资金保障。

（四）外部支持

公司作为全国“服务三农”的企业龙头，能够获得国家和供销总社在政策和资金上的大力支持，政府补助稳定。

作为全国“服务三农”的企业龙头，公司在发展过程得到了国家和供销总社在政策和资金上的大力支持。公司持续得到了“新农村现代流通服务网络工程专项资金”、“中央财政促进服务业发展专项资金”、“农村物流服务体系发展专项资金”、“化肥淡季商业储备补贴”等相关政策支持，为公司持续稳定发展提供了基础。

公司农资、再生资源等业务继续得到政府产业政策及资金支持，2018 年，公司共获得政府补助 19.48 亿元，主要包括再生资源业务获得政府补助 9.00 亿元，其他主要构成项目获得政府补助 6.13 亿元，农资业务获得的政府补助 2.69 亿元；此外，财政部向公司拨付财政基金 25.00 亿元，全部计入实收资本，增加了公司的净资产规模。

（五）可变现资产

2018 年以来，公司资产规模有所波动，资产构成仍以流动资产为主，存货周转效率有所波动，应收账款周转效率有所提升。

2018 年以来，公司资产规模有所波动，仍以流动资产为主。2019 年 3 月末，公司总资产为 1,308.74 亿元，较 2018 年末增长 1.32%；流动资产为 951.38 亿元，占总资产比重为 72.69%。

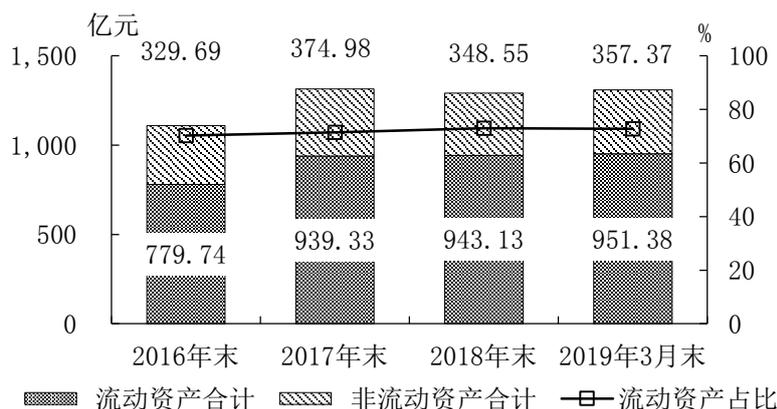


图 4 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司资产结构

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动资产主要由存货、预付款项、货币资金、其他应收款和应收票据及应收账款等构成。2018 年末，公司存货为 321.96 亿元，同比下降 15.75%，主要



是开发成本、开发产品以及储备粮油下降所致，其中开发成本和开发产品同比分别减少 23.42 亿元和 41.62 亿元，主要是公司剥离旗下中合置业有限公司（以下简称“中合置业”），自 2018 年 11 月起将不再纳入公司合并报表范围所致，共计提跌价准备 1.67 亿元，其中当期计提跌价准备 1.57 亿元，主要是计提的化肥、棉花、回收废旧物资等库存商品的跌价准备，转销转回 4.39 亿元；存货中化肥、棉花、回收废旧物资等库存商品账面价值为 224.87 亿元，储备粮油为 44.69 亿元和开发成本为 28.64 亿元；预付款项为 169.80 亿元，同比下降 3.14%，主要是对 3 年以上预付款项计提坏账准备 2.31 亿元所致，前五名预付款项金额为 6.95 亿元，占预付款项比重为 4.03%，集中度较低；货币资金为 168.66 亿元，同比增加 6.13%，主要是银行存款增加所致，其中受限的货币资金为 15.03 亿元，占货币资金比重 8.91%。

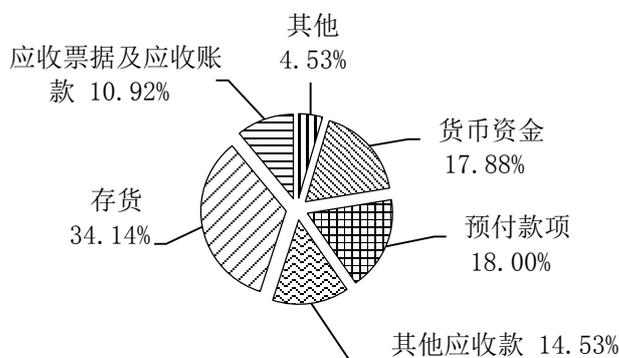


图 5 截至 2018 年末公司流动资产构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

2018 年末，公司其他应收款主要为棉花、化肥、再生资源等业务保证金、押金、应收代垫及暂付款等，其他应收款为 136.21 亿元，同比大幅增加 85.01%，主要是合并范围变化、新增对棉商的账龄一年以内其他应收款 29.64 亿元以及新增政策性粮棉油销售价差亏损挂账款 10.00 亿元所致，其中按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账龄在一年以内的账面余额占比为 67.95%，1~2 年的余额占比为 19.48%，账龄有所延长，已计提坏账准备 5.76 亿元，期末其他应收账款前五名合计余额为 13.39 亿元，占比为 9.44%，集中度有所上升但仍较低；应收票据及应收账款为 103.03 亿元，同比下降 13.23%，其中应收票据 7.93 亿元，同比增长 5.95%，应收账款 95.10 亿元，同比下降 14.52%，已计提坏账准备 3.96 亿元，其中按账龄分析法计提坏账准备的应收账款账龄在一年以内的账面余额占比为 78.16%，期末应收账款前五名合计余额为 29.19 亿元，主要为废旧家电拆解基金补贴 26.37 亿元，前五名应收账款占比为 29.47%，集中度有所上升。



表 14 截至 2018 年末公司其他应收款期末余额前五名情况（单位：亿元、%）

单位名称	是否关联方	余额	占其他应收款余额比例	款项性质	账龄
财政部	否	10.00	7.05	政策性粮油价差亏损款	1 年以内
江苏悦达南方控股有限公司	否	2.24	1.58	往来款	1 年以内
中国储备棉管理总公司	否	0.50	0.35	往来款	1 年以内
绥化经济技术开发区管理委员会	否	0.39	0.27	往来款	1 年以内
洛阳市五洲燃气有限公司	否	0.26	0.19	往来款	1 年以内
合计	-	13.39	9.44	-	-

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2019 年 3 月末，公司存货 319.78 亿元，较 2018 年末下降 0.68%；预付款项为 155.02 亿元，较 2018 年末下降 8.70%；货币资金为 183.30 亿元，较 2018 年末增长 8.68%；其他应收款为 150.11 亿元，较 2018 年末增长 9.57%；应收票据及应收账款为 106.51 亿元，较 2018 年末增长 3.38%。

公司的非流动资产是由固定资产、长期股权投资、在建工程、可供出售金融资产、无形资产和投资性房地产等构成。2018 年末，公司固定资产为 101.41 亿元，同比增长 2.58%，变化不大；长期股权投资为 63.06 亿元，同比增长 17.23%，主要是根据财政部要求，按照财政部要求将财政资金需以股权形式拨付支持供销社农村电子商务惠农工程、土地流转及后续农业社会化服务工程、农产品市场体系建设工程等项目；在建工程为 60.04 亿元，同比减少 0.80 亿元，在建项目主要包括中农集团盐田设施项目、中农集团建筑项目和中国供销延安农产品物流园等；可供出售金融资产为 48.94 亿元，同比大幅下降 35.66%，主要是由于新合作为减少同业竞争剥离超市业务，相应的超市子公司持有的可供出售金融资产减少所致；无形资产为 30.02 亿元，同比下降 7.47%，主要是土地使用权略有减少所致；投资性房地产为 18.75 亿元，同比下降 12.83%，主要是按公允价值计量的房屋、建筑物公允价值略有下降所致。2019 年 3 月末，公司长期股权投资为 78.47 亿元，较 2018 年末增长 24.43%，主要是公司财政资金的对外投资增加所致；非流动资产其他各主要科目较 2018 年末均变动不大。

2018 年，存货周转天数为 105.77 天，同比增加 4.62 天，周转效率有所下降；应收账款周转天数为 29.24 天，周转效率略有提升。2019 年 1~3 月，存货周转天数和应收账款周转天数分别为 99.54 天和 57.00 天。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司用于抵押的房产、土地和用于质押的长期股权投资以及作为保证金的货币资金等受限资产合计为 42.13 亿元，融资金额为 13.24 亿元，公司受限资产占总资产的比重为 3.26%，占净资产比重为 17.79%，



受限资产规模较小。截至 2019 年 3 月末，公司受限资产¹为 28.02 亿元，受限资产占总资产比重为 2.14%，占净资产比重为 12.18%。

总体看，公司盈利能力有所提升，其对投资收益依赖性仍较强，政府补助是公司利润的重要补充，经营性净现金流持续净流入，对负债和利息保障较好，债务融资渠道多元，公司资产规模有所波动，存货及预付款项占比较大，但受限资产规模较小，资产流动性较强。

2018 年以来，公司盈利能力有所提升，净利润规模有所增长，但对投资收益和政府补助的依赖性仍较强；经营性净现金流持续净流入，且规模有所扩大，对利息和流动负债的覆盖程度不断增强；公司融资方式主要为银行贷款和发行债券，融资渠道畅通，银行授信稳定；可变现资产方面，公司资产规模有所波动，仍以流动资产为主，存货周转效率有所波动，应收账款周转效率有所提升，但受限资产规模较小，资产流动性较强。

偿债能力

2018 年以来，公司负债总额有所波动，仍以流动负债为主，资产负债率处于较高水平，有息债务规模较大，短期有息债务占比较高，存在一定的短期偿付压力。

2018 年以来，公司负债总额有所波动，仍以流动负债为主。2019 年 3 月末，公司总负债为 1,078.68 亿元，较 2018 年末增长 2.26%，其中流动负债 852.09 亿元，占比 78.99%。

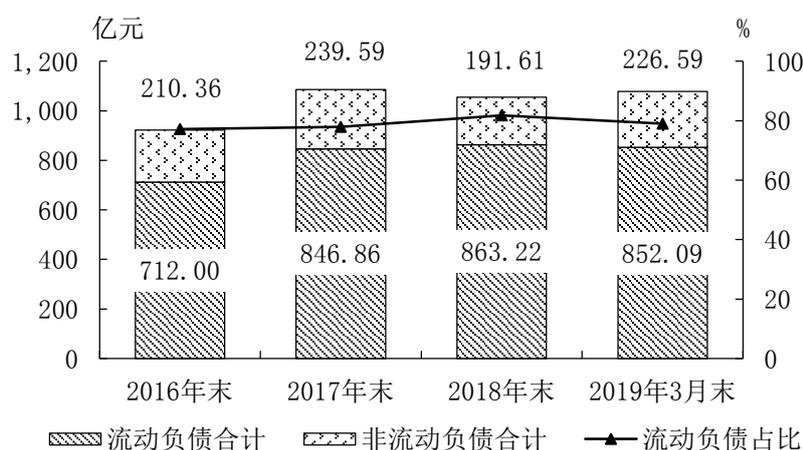


图 6 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司负债结构

数据来源：根据公司提供资料整理

公司流动负债主要由短期借款、应付票据及应付账款、其他应付款和预收账款等构成。2018 年末，公司短期借款为 438.31 亿元，以信用借款为主，同比增

¹ 公司未提供 2019 年 3 月末受限货币资金数据，此处未包含受限的货币资金。



长 1.59%，变化不大；应付票据及应付账款为 172.67 亿元，同比下降 13.23%，其中应付票据 123.58 亿元，主要是应付上游生产厂商或批发企业的银行承兑汇票，同比增长 14.04%，主要是信用证结算同比增加 14.64 亿元所致；应付账款 49.09 亿元，主要是应付供应商货款，同比下降 32.83%，主要是年底偿还部分账款和部分应付账款改为信用证结算两方面所致，其中账龄 1 年以内的应付账款占比 81.90%，1~2 年占比 13.49%；其他应付款为 99.18 亿元，同比增长 2.83%；预收账款为 90.08 亿元，同比下降 9.91%，主要是公司报表合并范围变化所致。2019 年 3 月末，公司应付票据及应付账款为 197.45 亿元，较 2018 年末增长 14.35%，其中应付账款 77.51 亿元，较 2018 年末增长 57.89%，主要是一季度报表未经审计，部分抵消不充分所致，其余各主要流动负债科目较 2018 年末变化不大。

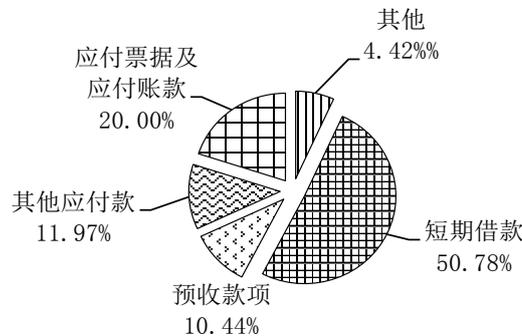


图 7 截至 2018 年末公司流动负债构成情况

数据来源：根据公司提供资料整理

公司非流动负债主要由长期借款、应付债券、长期应付款和递延收益构成。2018 年末，公司长期借款为 126.47 亿元，同比下降 5.29%，其中信用借款和质押借款分别为 99.38 亿元和 18.17 亿元；应付债券为 24.08 亿元，同比下降 51.33%，主要是于 2019 年到期的 10.00 亿元的债券“14 供销 MTN001”以及 20.00 亿元的债券“16 供销 01”转入一年内到期的非流动负债所致；长期应付款为 20.42 亿元，同比下降 20.42%，主要是中农集团长期融资租赁款以及土地出让金返还减少所致；递延收益为 15.22 亿元，同比下降 28.24%，主要是项目政府补助及地方政府扶持基金减少所致。

2019 年 3 月末，公司长期借款为 137.94 亿元，较 2018 年末增长 9.07%；应付债券为 42.09 亿元，较 2018 年末增长 74.81%，主要是公司于 2019 年 3 月发行 20.00 亿元“19 供销 MTN001”所致；长期应付款为 27.54 亿元，同比增长 34.88%，主要是中再生新增一笔中国光大银行的融资租赁款所致；递延收益为 13.17 亿元，较 2018 年末下降 13.53%。



公司总有息债务规模不断增加，短期有息债务规模有所波动，但占比仍较高，公司面临一定的短期偿债压力。

2018 年以来，公司有息债务规模不断增加，有息债务规模占总负债比重有所波动，2019 年 3 月末，公司总有息债务为 786.47 亿元，较 2018 年末增加 11.10 亿元，其中短期有息债务为 579.87 亿元，较 2018 年末下降 25.51 亿元，但占比仍较高。

表 15 2016~2018 年末及 2019 年 3 月末公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2019 年 3 月末	2018 年末	2017 年末	2016 年末
短期有息债务	579.87	605.38	564.71	437.58
长期有息债务	206.60	169.99	205.78	175.90
总有息债务	786.47	775.37	770.49	613.48
短期有息债务占比	73.73	78.08	73.29	71.33
总有息债务在总负债中占比	72.91	73.51	70.92	66.51

数据来源：根据公司提供资料整理

从有息债务期限结构来看，2019 年 3 月末，公司有息债务主要集中在 1 年以内到期，短期有息债务规模较大，面临一定的短期偿债压力。

表 16 截至 2019 年 3 月末公司有息负债期限结构（单位：亿元、%）

项目	≤1 年	(1, 2]年	(2, 3]年	(3, 4]年	>5 年	合计
金额	579.87	115.71	39.96	22.47	28.46	786.47
占比	73.73	14.71	5.08	2.86	3.62	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

从一年内到期的期限结构看，到期债务分布较为平均。

表 17 截至 2019 年 3 月末公司未来一年有息债券期限结构（单位：亿元、%）

项目	短期借款	应付票据	一年内到期的非流动负债	其他流动负债（付息项）	小计	占比
2019 年二季度	128.05	26.39	0.58	-	160.29	27.64
2019 年三季度	119.88	31.18	0.62	15.00	172.21	29.70
2019 年四季度	109.86	33.58	0.45	-	147.96	25.52
2020 年一季度	67.07	28.79	0.35	-	99.41	17.14
合计	424.86	119.94	2.01	15.00	579.87	100.00

数据来源：根据公司提供资料整理

截至 2019 年 3 月末，公司无对外担保事项及涉诉金额超过净资产 5.00% 的未决诉讼。

2018 年以来，公司所有者权益有所波动；少数股东权益占所有者权益比重不断下降，但占比仍较高，对公司净资产稳定性产生一定的影响。

2018 年末，公司所有者权益为 236.85 亿元，同比增长 3.64%；实收资本为



115.63 亿元，同比增加 25.00 亿元，主要为财政部向公司拨付财政基金 25.00 亿元；未分配利润为 22.78 亿元，同比下降 10.18%，主要是公司支付普通股股利 2.45 亿元所致，同比增加 1.62 亿元；少数股东权益为 91.41 亿元，同比下降 11.34%，主要是合并范围变化所致，占所有者权益的比重为 38.58%，占比有所下降，但仍较高。

2019 年 3 月末，公司所有者权益为 230.07 亿元，较 2018 年末下降 2.87%，主要是少数股东权益减少所致；实收资本仍为 115.63 亿元；未分配利润 23.23 亿元，较 2018 年末增长 1.97%；少数股东权益为 83.57 亿元，较 2018 年末下降 8.58%，占所有者权益比重为 36.32%，占比仍较高。

公司盈利能力有所提升，经营性净现金流持续净流入，对负债和利息的保障较好，流动性偿债来源结构稳定，资产变现能力较好，但资产负债率仍处于较高水平，公司整体偿债能力极强。

2018 年，受利润水平大幅提升影响，公司 EBITDA 对利息的保障程度同比有所提升，为 1.73 倍，盈利对利息的覆盖程度有所提高；经营性现金流利息保障倍数为 2.50 倍，经营性现金流对利息形成有效覆盖。

公司流动性来源结构稳定，主要包括货币资金、未使用的银行授信以及经营性净现金流。2018 年末，公司货币资金规模较大，经营性现金流持续净流入，银行授信稳定，流动比率和速动比率分别为 1.09 倍和 0.72 倍，流动性来源对流动性消耗的覆盖倍数为 2.09 倍，流动性偿债能力较强。

公司可变现资产主要为存货、预付款项以及货币资金，变现能力较好，受限资产规模较小，资产流动性较强；同时，公司债务规模有所波动。2018 年末，公司资产负债率为 81.66%，同比下降 0.36 个百分点，但仍处于较高水平；可变现资产比总负债为 0.70 倍，清偿性还本付息能力较强。

总体而言，盈利能力不断提升，对利息的覆盖程度有所提高，流动性偿债来源结构稳定，资产变现能力较好，公司整体偿债能力极强。

公司本部偿债能力

2018 年，公司本部盈利能力有所减弱，受投资收益影响较大，有息债务规模较大。

从公司本部来看，2018 年末，公司本部总资产为 254.98 亿元，同比增长 23.22%，其中非流动资产 129.07 亿元，同比增长 33.16%，占总资产比重 50.62%。同期，流动资产构成以其他应收款和货币资金为主，其他应收款为 90.34 亿元，主要是关联方往来款，同比增长 34.35%，主要是新增政策性粮油价差亏损款 10.00 亿元和对中再生和新合作等子公司借款增加所致，前五名欠款单位合计 45.34 亿元，占其他应收款比重为 50.53%，货币资金为 23.90 亿元，同比下降



19.10%，主要是对子公司借款增加所致，无受限货币资金；非流动资产构成主要是长期股权投资，长期股权投资为 124.39 亿元，同比增长 39.59%，主要是对中国供销电子商务股份有限公司和中国供销惠农服务有限公司分别追加投资 31.85 亿元和 7.66 亿元所致。同期，公司本部总负债为 138.69 亿元，同比增长 20.19%，其中流动负债 82.96 亿元，同比增长 49.19%，占总负债比重为 59.82%。2018 年末，流动负债构成以短期借款、一年内到期的非流动负债和交易性金融负债为主，其中短期借款 43.15 亿元，同比增长 5.33%，新增一年内到期的非流动负债 22.50 亿元，主要为一年内到期的应付债券 20.00 亿元，交易性金融负债 15.00 亿元，同比增长 50.00%，主要是新发行 15.00 亿元超短期融资券及偿还 10.00 亿元短期融资券所致；非流动负债构成为长期借款和应付债券，其中长期借款 34.78 亿元，同比增加 21.35 亿元，应付债券 20.95 亿元，同比下降 54.81%，主要是一年内到期的应付债券转入一年内到期的非流动负债所致；公司本部有息债务¹为 126.38 亿元，同比增长 14.11%，占总负债比重 91.12%，占比很高；所有者权益为 116.29 亿元，同比增长 27.03%，主要是本年收到财政专项资金 25.00 亿元，计入实收资本所致；公司本部资产负债率为 54.39%，同比减少 1.37 个百分点。

2018 年，公司本部营业收入为 3.71 亿元，同比大幅减少 8.66 亿元，其中贸易收入大幅减少 8.97 亿元，主要由于 2017 年开始公司本部停止贸易业务转为管理职能，2017 年仍有部分留存业务订单获得的收入，2018 年基本无贸易业务；财务费用为 5.05 亿元，其中利息费用为 5.52 亿元，同比增加 1.52 亿元；投资收益为 4.20 亿元，大幅增加 2.53 亿元，主要是对子公司的长期股权投资收益增加所致；受投资收益增加的影响，公司本部净利润为 2.20 亿元，大幅增加 1.50 亿元；经营性净现金流为 4.10 亿元，保持净流入，同比增长 4.53%，投资性净现金流为 -54.23 亿元，净流出规模同比大幅增加 30.07 亿元，主要是对子公司追加投资所致，筹资性净现金流为 44.46 亿元，同比增长 30.22%，主要是本年取得借款和发行债券增加所致。

2018 年，公司本部盈利能力有所减弱，受损益影响较大，有息债务规模较大。

结论

综合来看，公司的抗风险能力极强。公司的主营业务仍为农资、棉花、再生资源 and 日用消费品四大板块，其中农资业务板块是公司收入的主要来源，且利润较为稳定。作为全国“服务三农”龙头企业，公司经营网点覆盖面很广，仍具有

¹ 有息债务（扣除农发行挂账款）=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+长期借款+应付债券



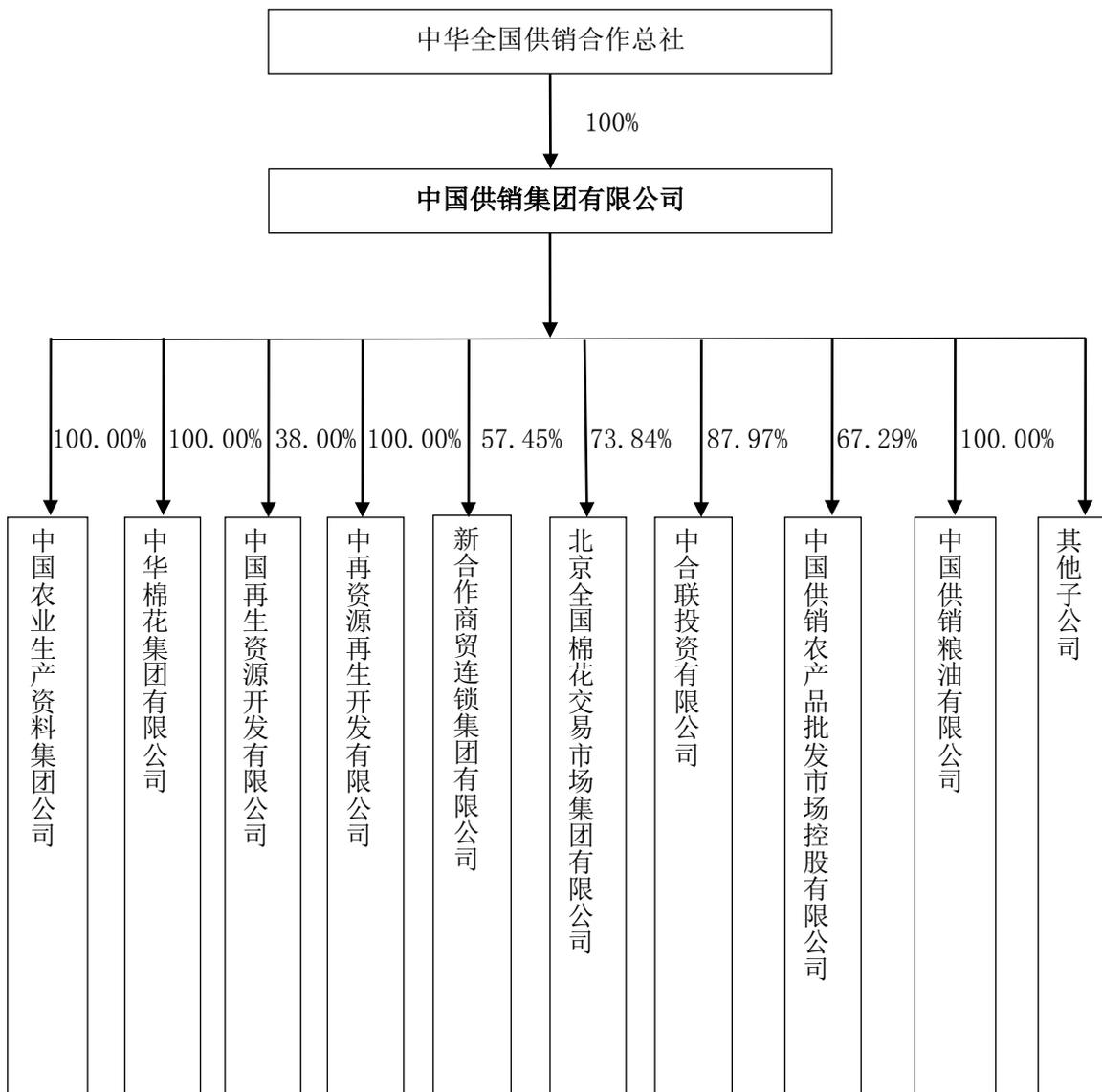
很强的规模优势，公司农资、再生资源等业务得到较强的产业政策及资金支持，稳定的政府补助仍为利润的重要补充，作为国内化肥经销龙头企业及国内最大的棉花贸易商，公司化肥和棉花流通业务仍保持行业领先地位，公司再生资源业务保持较快发展，家电拆解业务具有较强的规模和政策优势。同时，公司主营业务盈利能力较低，利润对投资收益依赖性较强，公司资产负债率仍处于较高水平，短期有息债务占比仍较高，面临一定的短期偿债压力；公司本部盈利受投资收益影响较大，有息债务规模较大。

综合分析，大公对公司“14 供销 MTN001”、“16 供销 MTN001”、“16 供销 01”、“18 供销 Y1”信用等级维持 AAA，主体信用等级维持 AAA，评级展望维持稳定。



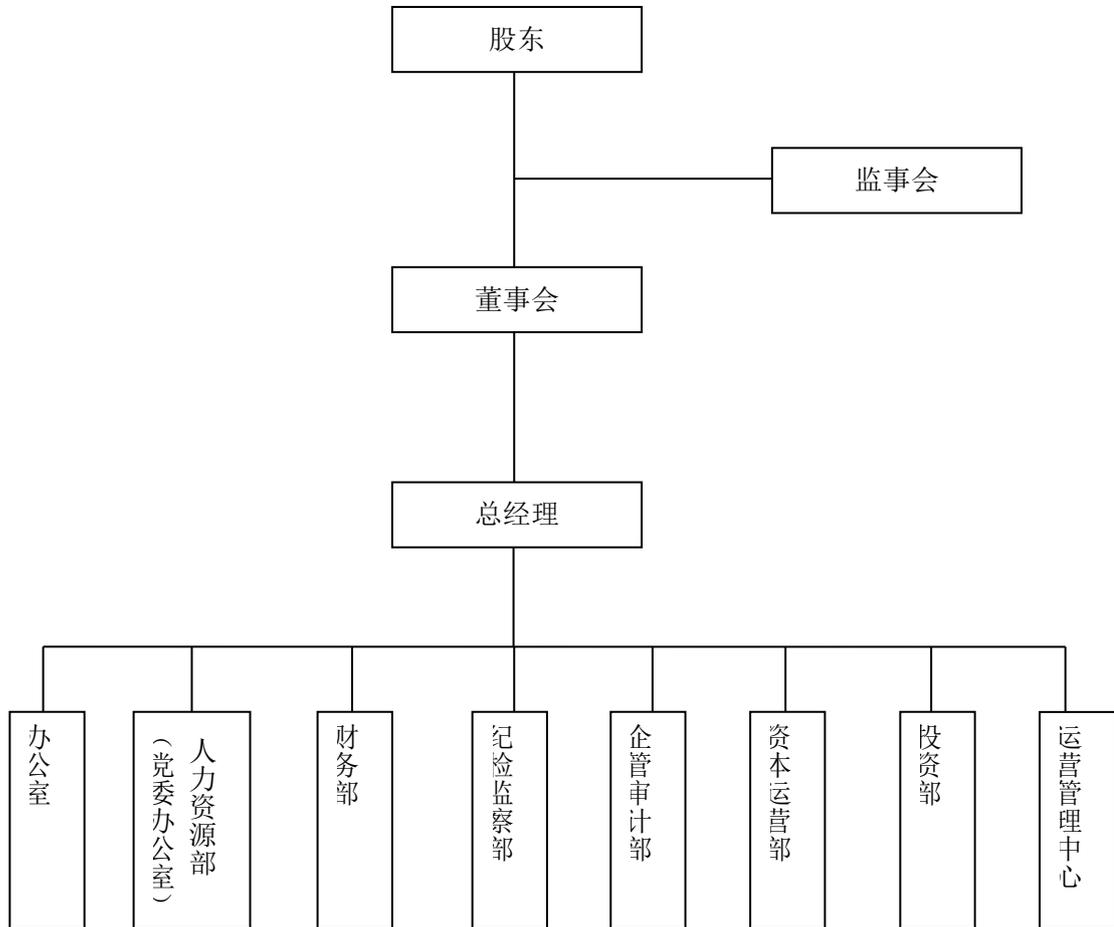
附件 1 公司治理

1-1 截至 2019 年 3 月末中国供销集团有限公司股权结构图





1-2 截至 2019 年 3 月末中国供销集团有限公司组织结构图





附件 2 经营指标

2-1 截至 2019 年 3 月末中国供销集团有限公司在建及拟建工程情况

(单位: 万元)

序号	在建项目	计划总投资	已投资	计划投资额		计划投运年份
				2019	2020	
1	中国供销·国际畜禽冷链物流园	5.16	1.28	3.24	0.64	2020
2	中国供销微山农商物流园	10.00	3.80	0.15	1.80	2021.12
3	张家界市平战结合人防工程项目二期	3.27	0.55	0.55	-	2019.10
4	临澧县平战结合人防工程	2.50	0.80	1.70	-	2019.10
5	南通中农农产品仓储物流中心项目一期工程	2.20	1.29	0.91	-	2019.07
合计		23.13	7.72	8.72	2.44	-

数据来源: 根据公司提供资料整理

(单位: 万元)

序号	拟建项目	计划总投资	计划投资额		计划投运年份
			2019	2020	
1	新疆棉花产业化合作项目	4.05	4.05	-	2019.12
2	隆回平战结合人防工程	3.60	1.60	2.00	2020.10
3	孝感平战结合人防工程	6.20	3.00	3.20	2020.10
4	中合粮油洮南粮食物流产业园项目	3.30	1.50	1.80	2020.12
合计		17.15	10.15	7.00	-

数据来源: 根据公司提供资料整理



附件 3 主要财务指标

3-1 中国供销集团有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2019 年 1~3 月 (未经审计)	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年
资产类				
货币资金	1,833,037	1,686,634	1,589,215	1,297,289
应收账款	-	951,001	1,112,589	955,127
其他应收款	1,501,066	1,369,955	737,597	642,466
预付款项	1,550,249	1,697,997	1,753,020	1,968,069
存货	3,197,785	3,219,591	3,821,700	2,679,731
流动资产合计	9,513,783	9,431,332	9,393,316	7,797,377
可供出售金融资产	488,059	489,439	760,727	723,284
长期股权投资	784,718	630,645	537,973	455,057
投资性房地产	187,578	187,510	215,102	183,874
在建工程	608,827	600,410	608,361	539,277
长期待摊费用	30,025	27,937	48,406	48,096
递延所得税资产	30,573	28,330	43,264	32,508
其他非流动资产	55,707	56,828	52,151	17,104
非流动资产合计	3,573,663	3,485,474	3,749,809	3,296,907
总资产	13,087,446	12,916,806	13,143,125	11,094,284
占资产总额比 (%)				
货币资金	14.01	13.06	12.09	11.69
应收账款	-	7.36	8.47	8.61
其他应收款	11.47	10.61	5.61	5.79
预付款项	11.85	13.15	13.34	17.74
存货	24.43	24.93	29.08	24.15
流动资产合计	72.69	73.02	71.47	70.28
长期股权投资	6.00	4.88	4.09	4.10
其他非流动资产	0.43	0.44	0.40	0.15
非流动资产合计	27.31	26.98	28.53	29.72
负债类				
短期借款	4,248,582	4,383,120	4,314,687	3,166,836
应付账款	775,103	490,929	730,865	790,134
预收款项	892,621	900,844	999,992	867,364
其他应付款	969,551	1,033,270	1,000,933	961,284
应付利息	-	26,966	22,918	16,457
应交税费	37,235	89,665	39,143	60,844
一年内到期的非流动负债	200,726	273,840	148,703	127,986
流动负债合计	8,520,913	8,632,219	8,468,562	7,120,016



3-2 中国供销集团有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2019年1~3月 (未经审计)	2018年	2017年 (追溯调整)	2016年
负债类				
长期借款	1,379,391	1,264,651	1,335,288	1,158,605
应付债券	420,872	240,754	494,822	494,755
专项应付款	-	-	28,879	43,995
非流动负债合计	2,265,881	1,916,055	2,395,910	2,103,556
负债合计	10,786,795	10,548,275	10,864,472	9,223,573
占负债总额比 (%)				
短期借款	39.39	41.55	39.71	34.33
应付账款	7.19	4.65	6.73	8.57
预收款项	8.28	8.54	9.20	9.40
其他应付款	8.99	9.80	9.21	10.42
应付利息	-	0.26	0.21	0.18
应交税费	0.35	0.85	0.36	0.66
一年内到期的非流动负债	1.86	2.60	1.37	1.39
流动负债合计	78.99	81.84	77.95	77.19
长期借款	12.79	11.99	12.29	12.56
应付债券	3.90	2.28	4.55	5.36
专项应付款	-	-	0.27	0.48
非流动负债合计	21.01	18.16	22.05	22.81
权益类				
实收资本	1,156,260	1,156,260	906,260	656,260
资本公积	49,545	44,058	49,545	1,930
盈余公积	4,667	4,667	4,667	4,179
未分配利润	232,263	227,780	253,603	278,222
归属于母公司所有者权益	1,464,991	1,454,410	1,247,620	974,726
少数股东权益	835,660	914,122	1,031,033	895,985
所有者权益合计	2,300,651	2,368,532	2,278,653	1,870,712
损益类				
营业收入	3,003,386	12,705,040	12,287,422	12,810,333
营业成本	2,901,237	11,982,727	11,569,805	12,203,272
营业税金及附加	7,740	52,426	47,723	32,886
销售费用	42,409	246,091	269,168	242,167
管理费用	49,984	260,342	229,018	218,182
财务费用	61,293	272,560	232,162	212,403
资产减值损失	-4,613	61,706	93,528	124,161
投资收益/损失	6,030	75,648	78,785	271,926



3-3 中国供销集团有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2019年1~3月 (未经审计)	2018年	2017年 (追溯调整)	2016年
损益类				
营业利润	-13,836	104,486	38,522	68,925
营业外收支净额	2,169	-2,734	23,338	144,079
利润总额	-11,667	101,752	61,860	213,005
所得税	4,246	59,132	47,131	105,566
净利润	-15,913	42,620	14,729	107,438
归属于母公司所有者的净利润	-11,503	12,875	-5,310	52,842
占营业收入比 (%)				
营业成本	96.60	94.31	94.16	95.26
营业税金及附加	0.26	0.41	0.39	0.26
销售费用	1.41	1.94	2.19	1.89
管理费用	1.66	2.05	1.86	1.70
财务费用	2.04	2.15	1.89	1.66
资产减值损失	-0.15	0.49	0.76	0.97
投资收益/损失	0.20	0.60	0.64	2.12
营业利润	-0.46	0.82	0.31	0.54
营业外收支净额	0.07	-0.02	0.19	1.12
利润总额	-0.39	0.80	0.50	1.66
所得税	0.14	0.47	0.38	0.82
净利润	-0.53	0.34	0.12	0.84
归属于母公司所有者的净利润	-0.38	0.10	-0.04	0.41
现金流量表				
经营活动产生的现金流量净额	229,845	777,901	709,559	806,759
投资活动产生的现金流量净额	-10,234	-466,184	-400,494	-440,039
筹资活动产生的现金流量净额	-61,335	-364,348	-16,871	-387,789



3-4 中国供销集团有限公司主要财务指标

(单位: 万元)

项目	2019 年 1~3 月 (未经审计)	2018 年	2017 年 (追溯调整)	2016 年
主要财务指标				
EBIT	49,626	412,868	321,638	449,710
EBITDA	-	539,763	421,819	541,957
总有息债务	7,864,689	7,753,710	7,704,900	6,134,816
毛利率 (%)	3.40	5.69	5.84	4.74
营业利润率 (%)	-0.46	0.82	0.31	0.54
总资产报酬率 (%)	0.38	3.20	2.45	4.05
净资产收益率 (%)	-0.69	1.80	0.65	5.74
资产负债率 (%)	82.42	81.66	82.66	83.14
债务资本比率 (%)	77.37	76.60	77.18	76.63
长期资产适合率 (%)	127.78	122.93	124.66	120.55
流动比率 (倍)	1.12	1.09	1.11	1.10
速动比率 (倍)	0.74	0.72	0.66	0.72
保守速动比率 (倍)	0.22	0.20	0.20	0.19
存货周转天数 (天)	99.54	105.77	101.15	77.59
应收账款周转天数 (天)	14.25	29.24	30.29	27.41
经营性净现金流/流动负债 (%)	2.68	9.10	9.10	11.04
经营性净现金流/总负债 (%)	2.15	7.27	7.06	8.93
经营性净现金流利息保障倍数 (倍)	3.75	2.50	2.73	2.74
EBIT 利息保障倍数 (倍)	0.81	1.33	1.24	1.53
EBITDA 利息保障倍数 (倍)	-	1.73	1.62	1.84
现金比率 (%)	21.51	19.54	18.77	18.22
现金回笼率 (%)	123.79	121.27	117.71	116.25
担保比率 (%)	0.00	0.00	0.00	0.00



3-5 中国供销集团有限公司（本部）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2019年1~3月 (未经审计)	2018年	2017年 (追溯调整)	2016年
资产类				
货币资金	366,738	238,977	295,405	156,483
其他应收款	1,046,555	903,391	672,392	581,715
预付款项	6,684	6,650	19,272	163,780
流动资产合计	1,530,089	1,259,130	1,100,079	993,038
持有至到期资产	11,151	17,444	50,023	66,763
长期股权投资	1,243,941	1,243,941	891,134	700,809
非流动资产合计	1,284,263	1,290,656	969,260	801,186
总资产	2,814,351	2,549,786	2,069,339	1,794,224
占资产总额比 (%)				
货币资金	13.03	9.37	14.28	8.72
其他应收款	37.19	35.43	31.89	32.42
预付款项	0.24	0.26	0.93	9.13
流动资产合计	54.37	49.38	53.16	55.35
持有至到期资产	0.40	0.68	2.42	3.72
长期股权投资	44.20	48.79	43.06	39.06
非流动资产合计	45.63	50.62	46.84	44.65
负债类				
短期借款	487,204	431,507	409,671	306,984
预收款项	4,990	4,990	6,217	82,205
其他应付款	16,638	16,048	37,575	77,274
一年内到期的非流动负债	0	225,000	0	0
流动负债合计	660,186	829,621	556,067	608,788
长期借款	380,827	347,827	134,320	53,046
应付债券	610,380	209,453	463,545	463,508
非流动负债合计	991,207	557,280	597,865	516,617
负债合计	1,651,393	1,386,901	1,153,932	1,125,405
占负债总额比 (%)				
短期借款	29.50	31.11	35.50	27.28
预收款项	0.30	0.36	0.54	7.30
其他应付款	1.01	1.16	3.08	6.87
一年内到期的非流动负债	0.00	25.08	0.00	0.00
流动负债合计	39.98	59.82	48.19	54.09
长期借款	23.06	25.08	11.64	4.71
应付债券	36.96	15.10	40.17	41.19
非流动负债合计	60.02	40.18	51.81	45.91



3-6 中国供销集团有限公司（本部）主要财务指标

（单位：万元）

项目	2019年1~3月 (未经审计)	2018年	2017年 (追溯调整)	2016年
权益类				
实收资本	1,156,260	1,156,260	906,260	656,260
资本公积	1,930	1,930	1,930	1,930
盈余公积	4,667	4,667	4,667	4,179
未分配利润	101	27	2,550	6,450
所有者权益合计	1,162,959	1,162,885	915,407	668,819
损益类				
营业收入	10,326	37,072	123,634	341,879
营业成本	15,058	2,315	91,256	309,552
销售费用	830	4,445	3,423	3,468
管理费用	199	839	1,032	945
财务费用	13,960	50,519	37,990	34,337
投资收益/损失	4,796	41,977	16,662	14,031
营业利润	74	21,959	4,817	5,010
利润总额	74	21,957	4,815	4,987
净利润	74	21,957	4,878	4,785
占营业收入比 (%)				
营业成本	145.83	6.34	73.81	90.54
销售费用	8.04	11.99	2.77	1.01
管理费用	1.93	2.26	0.83	0.28
财务费用	135.19	136.28	30.73	10.04
投资收益/损失	46.45	113.23	13.48	4.10
营业利润	0.72	59.23	3.90	1.47
利润总额	0.72	59.23	3.89	1.46
净利润	0.72	59.23	3.95	1.40
现金流量表				
经营活动产生的现金流量净额	6,988	40,966	39,191	108,315
投资活动产生的现金流量净额	-129,442	-542,315	-241,636	-87,203
筹资活动产生的现金流量净额	250,309	444,581	341,405	56,386



附件 4 各项指标的计算公式

1. 毛利率 (%) = $(1 - \text{营业成本} / \text{营业收入}) \times 100\%$
2. EBIT = 利润总额 + 计入财务费用的利息支出
3. EBITDA = EBIT + 折旧 + 摊销 (无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销)
4. EBITDA 利润率 (%) = $\text{EBITDA} / \text{营业收入} \times 100\%$
5. 总资产报酬率 (%) = $\text{EBIT} / \text{年末资产总额} \times 100\%$
6. 净资产收益率 (%) = $\text{净利润} / \text{年末净资产} \times 100\%$
7. 现金回笼率 (%) = $\text{销售商品及提供劳务收到的现金} / \text{营业收入} \times 100\%$
8. 资产负债率 (%) = $\text{负债总额} / \text{资产总额} \times 100\%$
9. 债务资本比率 (%) = $\text{总有息债务} / (\text{总有息债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
10. 总有息债务 = 短期有息债务 + 长期有息债务
11. 短期有息债务 = 短期借款 + 应付票据 + 其他流动负债 (应付短期债券) + 一年内到期的非流动负债 + 其他应付款 (付息项)
12. 长期有息债务 = 长期借款 + 应付债券 + 长期应付款 (付息项)
13. 担保比率 (%) = $\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
14. 经营性净现金流/流动负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初流动负债} + \text{期末流动负债}) / 2] \times 100\%$
15. 经营性净现金流/总负债 (%) = $\text{经营性现金流量净额} / [(\text{期初负债总额} + \text{期末负债总额}) / 2] \times 100\%$
16. 存货周转天数¹ = $360 / (\text{营业成本} / \text{年初末平均存货})$
17. 应收账款周转天数² = $360 / (\text{营业收入} / \text{年初末平均应收账款})$
18. 流动比率 = $\text{流动资产} / \text{流动负债}$
19. 速动比率 = $(\text{流动资产} - \text{存货}) / \text{流动负债}$
20. 保守速动比率 = $(\text{货币资金} + \text{应收票据} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债}$
21. 现金比率 (%) = $(\text{货币资金} + \text{交易性金融资产}) / \text{流动负债} \times 100\%$
22. 扣非净利润 = $\text{净利润} - \text{公允价值变动收益} - \text{投资收益} - \text{汇兑收益} - \text{资产处置收益} - \text{其他收益} - (\text{营业外收入} - \text{营业外支出})$

¹ 一季度取 90 天。

² 一季度取 90 天。



23. 可变现资产= $\min(\sum \text{资产科目} \times \text{变现系数}, \text{非受限资产})$
24. EBIT 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBIT} / \text{利息支出} = \text{EBIT} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
25. EBITDA 利息保障倍数 (倍) = $\text{EBITDA} / \text{利息支出} = \text{EBITDA} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
26. 经营性净现金流利息保障倍数 (倍) = $\text{经营性现金流量净额} / \text{利息支出} = \text{经营性现金流量净额} / (\text{计入财务费用的利息支出} + \text{资本化利息})$
27. 流动性来源 = 期初现金及现金等价物余额+未使用授信额度+外部支持产生的现金流净额+经营活动产生的现金流量净额
28. 流动性损耗 = 购买固定资产、无形资产和其他长期资产的支出+到期债务本金和利息+股利+或有负债 (确定的支出项) +其他确定的收购支出



附件 5 主体及中长期债券信用等级符号和定义

信用等级		定义
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，有较高违约风险。
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。
展望	正面	存在有利因素，一般情况下，未来信用等级上调的可能性较大。
	稳定	信用状况稳定，一般情况下，未来信用等级调整的可能性不大。
	负面	存在不利因素，一般情况下，未来信用等级下调的可能性较大。

注：大公中长期债券及主体信用等级符号和定义相同；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。