

湖北省供销合作社国有资产经营管理公司

2022 年度跟踪评级报告

项目负责人：赵珊迪 shdzhao@ccxi.com.cn

项目组成员：武心远 xywu01@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2022 年 6 月 27 日

声 明

■ 本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与发行人不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与发行人之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

■ 本次评级依据发行人提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由发行人负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于发行人提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

■ 本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

■ 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行人和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。

■ 本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

■ 中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

■ 本次信用评级结果自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。债券存续期内，中诚信国际将定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字 [2022]跟踪 1295 号

湖北省供销合作社国有资产经营管理公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；

维持“17 鄂供销债/17 鄂供销”的信用等级为 **AA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二二年六月二十七日

评级观点：中诚信国际维持湖北省供销合作社国有资产经营管理公司（以下简称“湖北供销”或“公司”）的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“17鄂供销债/17鄂供销”的债项信用等级为 **AA**。中诚信国际肯定了跟踪期内公司持续获得股东和政府的大力支持、棉花购销贸易的发展拉动收入快速增长以及农资业务在巩固省内龙头地位的同时积极拓展省外市场等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到公司短期债务上升、债权投资逾期规模较大以及主营业务盈利较弱对公司经营及信用状况造成的影响。

概况数据

湖北供销（合并口径）	2019	2020	2021
总资产（亿元）	204.04	202.05	215.50
所有者权益合计（亿元）	48.76	53.89	53.94
总负债（亿元）	155.28	148.16	161.57
总债务（亿元）	120.90	112.90	127.57
营业总收入（亿元）	83.71	100.56	139.01
净利润（亿元）	1.26	1.68	0.67
EBIT（亿元）	7.17	7.61	5.00
EBITDA（亿元）	8.02	8.71	6.23
经营活动净现金流（亿元）	0.26	1.41	-11.14
营业毛利率(%)	10.47	12.21	3.57
总资产收益率(%)	3.68	3.75	2.39
资产负债率(%)	76.10	73.33	74.97
总资本化比率(%)	71.26	67.69	70.28
总债务/EBITDA(X)	15.08	12.96	20.47
EBITDA 利息倍数(X)	1.52	1.80	1.61

注：中诚信国际根据 2019 年~2021 年审计报告整理。

正面

■ **公司持续获得股东和政府的大力支持。**作为湖北省供销合作社的优质资产运营主体，公司可以获得股东在经营、财务方面的大力支持；2021 年以来，在农资流通领域公司继续享受政府的优惠政策及相关补贴，收到政府补助金额持续增加。

■ **跟踪期内，公司大力拓展棉花购销贸易，拉动收入规模快速增长。**2021 年，公司大力拓展棉花购销贸易，全年棉花业务实现收入 78.36 亿元，同比增长 111.90%，带动整体业务规模增至 139.01 亿元。

同行业比较

2021 年部分供销企业主要指标对比表

公司名称	主要业务收入占比	资产总额（亿元）	资产负债率(%)	营业总收入（亿元）	净利润（亿元）
湖北供销	棉花（56.37%）、农资（36.57%）	215.50	74.97	139.01	0.67
北京供销	再生资源（60.76%）、农资（25.42%）、日化（7.46%）、粮油食品（5.38%）	297.58	58.30	132.14	3.77

注：“北京供销”为“北京供销社投资管理中心”简称。

资料来源：中诚信国际整理。

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	上次评级时间	发行金额（亿元）	债券余额（亿元）	存续期	特殊条款
17鄂供销债/17鄂供销	AA	AA	2021/06/28	5.10	3.06	2017/08/23~2024/08/23	“17鄂供销债/17鄂供销”在债券存续期的第 3、4、5、6、7 年末逐年偿还债券发行总额的 20%

■ **农资业务在巩固湖北省内龙头地位的同时积极拓展省外市场。**公司是湖北省农资流通领域龙头企业，化肥销量在省内市场份额很高；跟踪期内公司大力拓展省外业务，在多个区域新增化肥产品代理权，省外农资业务收入同比有所增长。

关注

■ **短期债务规模上升，债务结构有待优化。**2021 年末，公司短期债务规模同比增长 13.18%，占总债务的比重有所上升，公司债务结构有待改善。

■ **公司债权投资逾期规模较大，后续清收工作进展有待关注。**截至 2021 年末，公司前五大客户债权投资余额 12.25 亿元，均已逾期。公司主要债务人为当代系、恒大系等关联企业。中诚信国际将对后续清收工作进展及公司资产减值损失计提情况保持关注。

■ **公司主营业务盈利能力有待提升。**跟踪期内公司营业毛利率下降，叠加宏观经济下行和疫情复发等因素，盈利能力有待提升。

评级展望

中诚信国际认为，湖北省供销合作社国有资产经营管理公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级上调因素。**公司资本实力显著增强，盈利大幅增长且具有可持续性，或资产质量显著提升。

■ **可能触发评级下调因素。**公司资产质量大幅下降，债权投资出现大额减值，盈利水平和获现能力持续大幅弱化，债务规模持续快速增长，流动性压力骤增等。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“17鄂供销债/17鄂供销”募集资金为5.10亿元，发行期限为7年。其中3.30亿元用于十堰供销华西国际农商城项目，1.80亿元拟用于补充公司流动资金。截至2021年末，本期债券募集资金已按规定的用途使用完毕。

宏观经济和政策环境

宏观经济:2022年一季度GDP同比增长4.8%，总体上扭转了去年二至四季度当季同比增速不断回落的局面，但低于去年同期两年复合增速，且增速企稳主要源于政策性因素的支撑。随着稳增长政策持续发力及政策效果显现，我们维持后续各季度同比增速“稳中有进”的判断，但疫情多地爆发或会加剧需求收缩及预期转弱，实现全年5.5%的预期增长目标仍有较大压力。

从一季度经济运行来看，产需常态化趋势受疫情扰动影响较大，实体融资需求偏弱背景下金融数据总量强但结构弱，多因素影响下价格水平基本保持稳定。从生产端来看，第二产业及工业增加值保持在常态增长水平，但疫情影响下月度数据逐月放缓；第三产业当季同比增速仍低于第二产业，服务业生产指数3月同比增速再度转负。从需求端来看，政策性因素支撑较强的需求修复较好，表现为基建和高技术制造业投资延续高增长；政策性因素支撑较弱的需求相对疲软，表现为房地产投资持续回落，社零额增速延续放缓，替代效应弱化出口增速有所回调。从金融数据来看，社融规模增量同比高增，但剔除政府债券净融资之后社融增速仅与去年末持平。从价格水平来看，受食品价格低位运行影响，CPI总体保持平稳运行，大宗商品价格走高输入型

通胀压力有所上升，但市场需求偏弱背景下PPI同比延续回落。

宏观风险:2022年经济运行面临的风险与挑战有增无减。首先，疫情扩散点多、面广、频发，区域经济活动受限带来的负面影响或在二季度进一步显现。其次，内生增长动能不足经济下行压力加大，政策稳增长的压力也随之上升。第三，债务压力依然是经济运行的长期风险，重点区域重点领域的风险不容小觑；房地产市场依然处在探底过程中，不仅对投资增速修复带来较大拖累，并有可能将压力向地方财政、城投企业以及金融机构等其他领域传导。与此同时，尾部企业的信用风险释放依然值得关注。第四，全球大宗商品价格高位波动，输入型通胀压力有所加大，加之中美利差时隔12年后再次出现倒挂，或会对我国货币总量持续宽松及政策利率继续调降形成一定掣肘。第五，海外经济活动正常化进程加快，或对我国出口增速持续带来回落压力；俄乌冲突加剧地缘政治不稳定性，或将在能源、金融以及供应链等领域对我国经济产生一定外溢性影响。

宏观政策:2022年政府工作报告提出的5.5%增速目标是“高基数上的中高速增长”，因此“政策发力应适当靠前，及时动用储备政策工具”，我们认为，稳增长将是全年宏观调控的重心。其中，货币政策宽松取向仍将延续，4月全面降准之后总量宽松依然有操作空间，但在实体融资需求较弱及流动性充裕背景下，货币政策的结构性功能或更加凸显，后续央行或优先通过增加支农支小再贷款额度、扩大普惠小微贷款支持工具规模、配合地方政府因城施策稳定房地产市场等结构性措施引导“宽信用”。财政政策的发力空间依然存在，与传统财政扩张不同，今年将主要实施以减税退税为重点的组合式税费政策，并通过动用特定国有金融机构和专营机构利润等非常规方式解决财政资金来源问题，以避免加大长期风险积累，加之专项债投资绩效约束压力并未放松，总体上看，当前财政政策或仍在力图避免过度刺激和无效刺激，主要通过提前发力、精准发力叠加扩大转移支付的方式支撑经济尽快

企稳，并为后续调整预留政策空间。

宏观展望：疫情再次扰动中国宏观经济运行，实现全年经济增长目标压力有所加大，延续我们此前判断，政策性因素将持续支撑经济运行企稳，2022年GDP增速或将呈现“稳中有进”走势。

中诚信国际认为，2022年中国经济面临的风险与挑战进一步加大，实现目标增长任务需要宏观政策更加稳健有效，需要微观政策进一步激发市场主体活力。从中长期看，亿万人民追求美好生活的愿望强烈，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济运行长期向好的基本面未改。

近期关注

我国农资流通行业具有“大行业、小企业”格局，集中度较低；规模化经营及“淡储旺销”对进入农资行业具有较高的资金要求

我国的农资行业主要包括化肥、种子（种苗）、农药、农机具、农膜五大领域。农资流通指的农资产品从厂家到农业终端用户（农民、种植合作社等）之间的流通渠道，化肥经销商、复合肥厂、农药制剂公司、农机流通商等都属于典型的农资流通企业。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，流通企业必须实行“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，势必要求企业必须具备雄厚的资金实力。因此，进入本行业具有较高的资金壁垒。

目前我国农资流通领域市场化程度较高，市场竞争较为激烈。目前近万家各类农资流通企业中，除中国农业生产资料集团公司和中化化肥控股有限公司（以下简称“中化化肥”）两家中央大型企业外，尚无一家企业市场占有率超过5%，前5名企

业的市场占有率合计不超过10%。总体来说，行业集中度较低，整体呈现“大行业、小企业”的格局。而供销社系统所属农资集团在我国农资流通行业仍占主导地位。

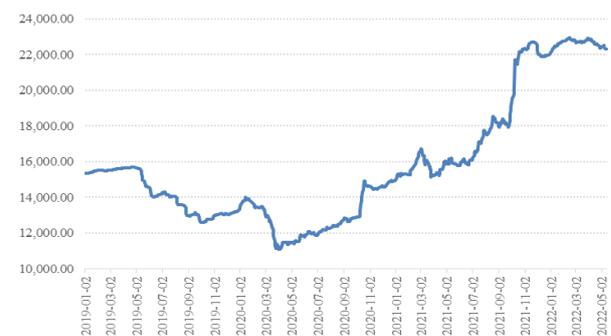
2017年2月，国务院通过《农药管理条例（修订草案）》（以下简称“草案”），草案围绕保障农产品质量安全将进行严格的过程管理，并在对制售假冒伪劣农药等违法行为通过提高罚款额度的同时，明确生产经营者对农药安全和有效性负责。中诚信国际认为，加大对违法行为的处罚力度，长期来看将有利于农资行业的规范发展。

2021年，受棉花种植面积下降、大宗商品价格上涨潮和政策变化等因素共同影响，棉花价格大幅上升

2021年，国内棉花播种面积同比下降、单产同比提升，总体产量同比小幅下降。根据国家统计局数据，2021年全国棉花产量为573.1万吨，同比下降3.0%；全国棉花种植面积为3,028.1千公顷（4542.2万亩），同比下降4.4%；全国棉花单位面积产量为1,892.6公斤/公顷（126.2公斤/亩），同比增长1.5%。

2021年，中央储备棉安排轮出63.8万吨，100%成交。由于新棉采收期棉价快速上涨，为了稳定市场、保障供应，2021年10月8日~11月31日进行了2021年第二批中央储备棉投放，共计投放91.2万吨，成交57.2万吨；2021年共计投放储备棉152.8万吨，较上年增长206.1%；成交118.8万吨，成交率78%。

图1：棉花价格走势（以328棉为代表）



资料来源：wind 资讯，中诚信国际整理

2021年，棉花现货价格大幅上涨。分阶段来看，2021年1~4月上旬，1月中旬因新疆棉事件国内棉花市场承压，现货价格偏弱运行，后随着春季纺织旺季来临，下游纺织行业订单情况持续好转，棉纱提价明显；2021年4月中旬~8月，4月中旬新疆新棉播种期经历了大范围降雪低温天气，引发市场对于新季棉花产量的担忧，同时东南亚各国爆发新冠疫情，部分海外订单流向国内，叠加内销市场持续好转，下游纺企利润情况普遍较好，棉纱报价持续坚挺；2021年8~10月中旬，8月下旬新棉陆续上市，抢收氛围上涨带动棉花价格上升，9月下旬“双控”政策升级，多地纺企、织厂及印染厂开工受限，部分织造企业停产，拖慢棉纱销售进度，同时受海运费高昂和物流受阻的影响，外销订单出货较慢，受内外因素影响，棉纱库存有所累积，价格有明显回落；2021年10月下旬~12月底，因保供稳价政策升级，叠加国储棉抛售延期至11月底，市场供应压力增大，棉花价格开始松动下跌，后随着储备棉轮出的结束，国内棉价止跌反弹，迎来翘尾行情。

中诚信国际认为，2021年，棉花产量同比小幅下降，国储棉投放量同比增加。同时，受棉花种植面积下降、大宗商品价格上涨潮和储备棉轮出等因素共同影响，棉花期现货价格大幅上涨。

随着我国工业化、城镇化进程加速，废旧商品数量快速增长，发展再生资源产业有利于解决我国经济发展的资源约束问题

再生资源主要是指在社会生产、流通和生活过程中产生的，已经失去原有使用价值，具有经济及回收再生利用技术可行性，经过回收加工及处理，能够重新获得使用价值的各种废旧物品。随着我国工业化、城镇化进程加速和人民生活水平的不断提高，产品更新换代周期缩短，废旧商品数量增长加快。

国家“十三五”规划纲要明确提出“大力发展循环经济，健全再生资源回收利用网络，加强生活垃圾分类回收与再生资源回收的衔接”；同时国务

院于2016年11月印发的《关于印发“十三五”国家战略性新兴产业发展规划的通知》提出“提高废弃电器电子产品、报废汽车拆解利用技术装备水平，促进废有色金属、废塑料加工利用集聚化规模化发展”、“落实土地、财税等相关优惠政策。完善再生资源回收利用基础设施，支持现有再生资源回收集散地升级改造”，把回收行业列入了战略性新兴产业中绿色低碳技术综合创新示范工程的重要组成部分，体现出再生资源回收在国民经济中的战略地位和重要作用。

从再生资源的类别来看，主要包括废钢、废有色金属及废纸等种类。废钢是最为常见的一种再生资源，其自然损耗率极低，可以实现不断的循环利用。此外，与矿石相比，利用废钢炼制钢铁可以节能60%、节水40%，同时降低炼钢工业三废排放约85%。由于废钢比铁矿石在成本、节能、产出等方面拥有优势，加之我国铁矿石资源匮乏、对外依存度高，废钢是一种低碳环保的重要战略资源，预计从长期来看废钢需求将保持增长。

废有色金属是另一种重要的再生资源，和钢铁一样其自然损耗率极低，可以实现循环利用。废旧有色金属资源主要包括铜、铝、铅、锌等四种金属，其中铜和铝占据绝大部分。与原生矿石相比，利用废旧有色金属资源再生产品，可以显著节能减排。此外，再生资源的回收领域还逐步向非金属扩展，最主要的非金属再生资源包括废旧塑料、废旧橡胶、废纸等。与采用天然资源生产相比，非金属再生资源可以节约大量资源同时减少废物排放。

中诚信国际认为，随着我国工业化、城镇化进程加速和人民生活水平不断提高，产品更新换代周期缩短，废旧商品数量增长加快，发展再生资源产业有利于解决我国经济发展的资源约束问题，再生资源回收利用产业拥有较为广阔的发展空间。

跟踪期内，公司控股股东和实际控制人未发生变更，治理结构未发生重大变化

股权结构方面，公司实际控制人、控股股东及

相关持股比例未发生变化。截至 2021 年末，公司控股股东及实际控制人湖北省供销合作总社持有公司 100% 股权。

内部治理方面，公司已基本形成权责分明、有效制衡、协调运作的法人治理结构，跟踪期内未发生重大变化，内部控制依然有效运行。同时，2021 年末，公司一名董事因个人原因离职。中诚信国际认为，相关人事变动对公司治理结构、日常经营活动及控股权均不构成实质影响。

跟踪期内公司传统化肥品种销量有所下降，但磷肥、氯化铵、碳铵等产品增速较快，对经营业绩形成一定补充；公司在省外农资业务收入保持增长态势

公司下属子公司湖北省农业生产资料控股集团有限公司（以下简称“农资集团”）是湖北省农业生产资料领域龙头企业，化肥销量占湖北省化肥销售市场份额的 80% 以上，在省内发挥着农资供应、平衡市场供求、稳定市场价格和支农救灾等方面的职能。跟踪期内，农资集团在巩固省内农资份额的同时大力拓展省外业务，新开拓山东、黑龙江、吉林、辽宁、广东、广西等外埠市场。2021 年，农资集团化肥产品销量达 279.03 万吨，同比下降 3.37%，主要由于受国内外市场环境变化及出口限制政策影响，传统化肥产品供货缺口增大，钾肥、氮肥和复合肥销量均出现下降。但得益于农资集团加快工业贸易板块发展，磷肥及氯化铵、碳铵等其他化肥产品销售量和销售额迅速提升，叠加当年国内外化肥价格普遍上涨因素的影响，2021 年，农资集团化肥产品整体销售额同比增长 10.39% 至 49.50 亿元。

销售网络方面，截至 2021 年末，农资集团共计拥有区域配送中心 14 家、农资专业合作社 260 个、庄稼医院 317 家、三农服务中心 230 家和经营网点 1,010 处。公司销售区域以湖北省内为主，2021 年末，氮肥等、复合肥和钾肥三种主要化肥产品在省内销售量达 146.69 万吨，占公司该三种产品全国总销量的 82.64%。2021 年农资集团新获得云天化复合肥、陕西渭河尿素、国安钾肥等产品在湖北省内

的代理权。在省内持续拓展销售代理权的同时，农资集团亦积极在省外市场争取新的代理区域，跟踪期内，新增国安钾肥在山西、河南等省份部分市场的代理权。2021 年公司在省外农资业务收入保持增长态势。

表 1：近年来公司主要化肥产品销售情况
(单位：万吨、亿元)

		2019	2020	2021
氮肥	销售量	74.13	107.03	73.49
	销售额	12.77	15.81	15.59
复合肥	销售量	42.60	68.26	56.63
	销售额	8.69	13.35	12.62
钾肥	销售量	52.95	79.76	47.39
	销售额	10.63	13.15	10.94
磷肥	销售量	0.50	17.24	42.10
	销售额	0.02	0.60	5.89
其他肥料	销售量	9.10	16.48	59.42
	销售额	1.29	1.93	4.47
合计	销售量	179.28	288.77	279.03
	销售额	33.39	44.84	49.50

注：2019-2021 年主要化肥品种销售额含连锁配送销售；其他肥料主要包括氯化铵、碳铵等产品。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

上游供应商方面，农资集团与青海盐湖工业股份有限公司、湖北潜江金华润化肥有限公司、华强化工集团股份有限公司等省内外大型化肥生产企业保持稳固的合作关系。2021 年末，农资业务前五大供应商采购额合计占农资总采购金额的比重为 29.89%，较 2020 年末有所上升；下游客户方面，2021 年对前五大客户的销售集中度保持上升趋势，前五大客户销售额占农资销售总额的比重上升至 20.70%。

表 2：2021 年农资业务前五大供应商及客户情况(亿元、%)

供应商名称	采购额	占比
湖北三宁化工股份有限公司	4.57	8.95
青海盐湖工业股份有限公司	3.95	7.72
华强化工集团股份有限公司复合肥二分公司	2.64	5.17
青海中吉信化肥销售有限公司	2.26	4.41
湖北潜江金华润化肥有限公司	1.86	3.64
合计	15.28	29.89
客户名称	销售额	占比
湖北三宁农资贸易有限公司	3.61	7.43
湖北农之源农资有限公司	2.13	4.37
华强化工集团(当阳)农资贸易有限公司	1.56	3.20

湖北供销合作电子商务有限公司	1.52	3.13
湖北佳玛驰生态农业有限公司	1.25	2.57
合计	10.07	20.70

注：尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

此外，农资集团作为省级化肥商业储备承储保供重点企业，在湖北省多个州、市、县建立了化肥代储点，具备一定的储备能力。2021年公司承担的省级化肥储备任务量仍为40万吨，收到湖北省财政厅1,652.4万元的化肥储备补贴。

中诚信国际关注到，受全球疫情、俄乌冲突等因素影响，全球化肥供应链紧张局势加剧，亦会给国内化肥市场带来原料供应紧张、价格大幅波动等风险。中诚信国际将对国内外化肥市场供需及价格变化保持持续关注。

跟踪期内公司大力拓展棉花购销贸易，棉花业务收入大幅增长；但中诚信国际将持续关注棉花价格波动及公司期货盈亏对棉花业务盈利的影响

公司棉花业务包括棉花的加工和流通，主要由下属子公司湖北银丰棉花股份有限公司（以下简称“银丰棉花”）运营。银丰棉花是全国大型棉花贸易商之一，已构建了稳定的棉花收购渠道和销售网络。2021年，棉花行业整体需求恢复性增长，棉花价格大幅上升，公司在巩固棉花收购业务的同时，大力拓展棉花购销贸易业务，经营规模较2020年大幅上升。截至2021年末，公司共销售皮棉43.47万吨，销量同比增长60.11%，全年棉花业务实现收入78.36亿元，同比增长111.90%。其中皮棉销售收入同比增长113.79%至71.45亿元，占公司棉花业务收入的比重保持在90%以上。受需求增长影响，化纤产品的销量和价格均有所上升，当年营业收入同比增长64.89%至1.55亿元。

表3：近年来银丰棉花主要产品销售情况（万吨、元/吨）

产品	2019		2020		2021	
	销售量	销售均价	销售量	销售均价	销售量	销售均价
皮棉	22.35	13,087	27.15	12,309	43.47	16,436

¹ 政策调整后，新疆和内地的棉花补贴政策不同，在新疆地区按收购价格与目标价（2017/2018棉花年度为每吨18,600元）的差额直接向

化纤	1,995	7,415	1.76	5,381	2.43	6,383
合计	24.35	--	28.91	--	45.90	--

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

上下游集中度方面，2021年，公司棉花业务前五大供应商采购额合计占采购总额的比例为21.55%，同比下降2.02个百分点；前五大客户销售额合计占当期销售额的25.15%，同比增加8.47个百分点，集中度有所上升。总体来看，公司上下游客户集中度一般。

表4：2021年棉花业务上下游前五大客户情况（亿元、%）

供应商	采购额	占比
上海市纺织原料有限公司	7.33	8.79
新疆生产建设兵团第一师棉麻有限责任公司	4.42	5.31
湖北省仙桃银丰棉花有限公司及其关联公司	2.21	2.65
新疆棉花交易市场有限责任公司	2.03	2.44
巴州国欣棉业有限公司	1.97	2.36
合计	17.97	21.55
客户	销售额	占比
中华棉花集团有限公司及其子公司	4.96	6.33
上海钜库能源有限公司	4.71	6.01
武汉裕大华纺织服装集团有限公司及其子公司	4.21	5.38
重庆西南纺织原料市场有限公司	3.26	4.16
中纺棉国际贸易有限公司及其子公司	2.56	3.27
合计	19.71	25.15

注：尾数差异系四舍五入所致。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

采购方面，公司采用自主收购和合作采购相结合的模式。为增强对上游货源的掌控能力，公司逐步提高自主收购货源的比重，并进一步推进向土地流转和棉花种植领域延伸，截至2021年末公司棉花种植面积已增至约5.58万亩，同比增加1.08万亩。2021年，公司自主收购、合作收购、自有基地供货的籽棉分别为8.00万吨、32.88万吨和1.67万吨，其中合作收购量较2020年大幅增加。自国家取消棉花收储并调整棉农补贴方式¹以来，新疆已成为国内最主要的棉花种植区域，公司采购的籽棉主要来自新疆地区，但2021年以来，国内棉花加工贸易企业对新疆货源的竞争愈发激烈，叠加棉花价格大

农民提供补贴，在内地按照每吨上限2,000元的标准直接向农民提供补贴。

幅上涨因素的影响，一定程度上增加了公司在新疆的采购和渠道建设成本，公司也正寻求在湖北等省份开展土地流转和棉花种植。

此外，为对冲棉花价格波动对公司棉花业务盈利造成的风险，银丰棉花开展套期保值业务。2021年卖出套期保值覆盖率和买入套期保值覆盖率分别为52.24%和29.44%，当年棉花期货业务亏损0.53亿元，但在现货端实现盈利1.61亿元，通过“期现结合”的模式对冲了价格风险。**中诚信国际关注到**，在当前俄乌局势紧张影响全球棉花产业链、国内疫情多点复发、宏观经济下行压力较大、行业政策调整及供需格局频繁变动的影响下，棉花期现货市场价格波动频繁，或将对棉花业务整体盈利造成一定影响。

公司债权投资对象主要为民营企业，逾期金额较大，但都设置了增信措施，现阶段公司重点推进清收工作，中诚信将对逾期债务后续清收相关事项的进展保持关注

公司类金融业务主要包括典当、小贷和债权投资等。2021年以来，鉴于市场违约风险增加，公司典当、小贷和债权投资规模均明显缩减。2021年末，公司典当管理及利息收入2.46亿元，同比下降58.09%。小贷业务方面，2021年末，公司发放贷款余额1,326.60万元，其中逾期金额120.93万元，总共计提贷款损失准备166.16万元。公司债权投资业务的经营主体是湖北合作投资集团有限公司（简称“投资集团”）。2019年以来投资集团持续缩减债权投资规模，截至2021年末，债权资产余额下降至19.63亿元，其中对关联和供销社系统内企业的有息债权余额4.98亿元；前五大债权投资客户主要为当代系、恒大系关联民营企业，合计债权余额12.25亿元，占整体债权资产余额的62.40%，目前均处于逾期状态，但都已设置了土地、房产及上市企业、资产管理公司股权抵质押等增信措施。现阶段投资集团重点推进逾期债务的清收工作，从坏账计提来看，截至报告出具日，按照五级分类标准累计计提

的资产减值准备为2.44亿元。**中诚信国际关注到**，公司债权投资逾期规模较大，资金回收期限可能较长，中诚信国际将对后续清收工作进展及债权投资关联方恒大、当代集团等的整体债务解决方案持续关注。

表5：2021年末投资集团债权投资前五大明细（亿元）

单位	企业性质	金额	增信措施
湖北恒大童世界旅游开发有限公司	民企	4.00	土地、房产抵押；股权质押；相关单位、个人连带责任担保；证照监管
武汉当代科技投资有限公司	民企	2.65	上市公司股权质押；相关个人连带责任担保
武汉当代科技投资有限公司	民企	2.60	上市公司股权质押；相关个人连带责任担保
湖北嘉翔旅游开发有限公司	民企	1.85	土地、房产抵押；股权质押；相关单位、个人连带责任担保；证照监管
湖北瑞腾旅游开发有限公司	民企	1.15	土地、房产抵押；股权质押；相关单位、个人连带责任担保；证照监管
合计	--	12.25	--

注：湖北嘉翔旅游开发有限公司和湖北瑞腾旅游开发有限公司均系投资集团与湖北恒大童世界旅游开发有限公司共同出资设立，各持股50%。资料来源：公司提供，中诚信国际整理

华中工业园建设稳步推进；商品贸易和电商业务保持增长态势；未来公司将重点推进粮油及废塑料、废家电等回收加工业务发展，再生资源新业务领域拓展及农贸市场建设可能给公司带来一定的资本支出压力

公司再生资源回收业务主要由湖北省再生资源集团有限公司（简称“再生资源集团”）运营，主要包括废钢铁、废有色金属、废线路板等的回收与加工。再生资源集团在湖北省内重点布局华中工业园等再生资源园区，华中工业园位于汉川经济开发区，建筑面积为3.31万平方米，计划总投资6.00亿元，截至2021年末已投资3.00亿元。华中工业园主要开展废钢和废线路板的回收加工业务，2021年新增年产能30万吨的废钢加工生产线一套，目前废钢设备采购合同已全部签订，合同总价894万元，2022年将完成设备的采购及安装；同时，再生资源集团加快发展废旧家电、废塑料等回收业务，年内在华中工业园新增产能30万台/年的冰箱和洗

衣机拆解线各 1 条、15 万台/年的空调拆解线 1 条、2 万吨/年的小家电拆解线 2 条以及产能 10 万台/年的综合拆解线 1 条。受经营规模和税收政策等因素制约，公司再生资源回收业务的盈利能力仍较弱，后续公司计划向 PPT 塑料回收、危废处置、绿色环保工地等新兴业务领域拓展，已获得开展部分业务的相关资质。中诚信国际将对新业务拓展对再生资源集团未来收入、利润的影响保持关注。

公司商品贸易业务的经营主体为湖北供销粮油集团有限公司（以下简称“粮油集团”），涉及销售品种主要为烟花爆竹、进口食品、生鲜农产品和粮油等。2021 年，粮油集团商品贸易业务收入较 2020 年有所增长，增幅部分主要来自烟花爆竹业务。当年新增农贸市场业务，运营主体为粮油集团下属控股子公司湖北供销合合鲜供应链管理有限公司（以下简称“合合鲜”），截至 2021 年末，在武汉市中心城区已拥有 32 家自主经营的生鲜农贸市场，营业收入达 0.63 亿元。现阶段合合鲜加快推进农贸市场商超模式的升级改造，并打造“供销优选”自营店，发展城区团购售配业务；粮油业务方面，由于正处于发展初期，收入规模仍较小，但根据湖北省供销合作总社“大粮商”的定位目标，粮油集团未来将向以粮油业务为主的方向转型发展。中诚信国际将对公司后续粮油业务经营情况保持关注。电商业务方面，2021 年末公司电商贸易服务收入 6.46 亿元，较上年同期增长 32.11%，发展势头良好。

公司主要在建项目集中于再生资源和农贸市场业务领域，符合自身供销类企业的主业定位。截至 2021 年末，公司主要在建项目计划总投资 3.30 亿元，已完成投资 2.10 亿元，2022 年预计仍将投资 1.19 亿元。总体来看，公司未来仍面临一定的资本支出压力，中诚信国际将对公司在建项目后续投资支出及项目投产后产生的收益情况保持关注。

表 6：截至 2021 年末公司主要在建项目（亿元）

项目	总投资	已投资	2022 年计划投资	其中：自有资金
中和公寓楼装修及配套设施工程	0.05	0.05	--	0.05
生鲜农贸市场	1.12	0.75	0.36	--

合投本部南国中心办公楼及装修工程	1.00	1.00	--	1.00
华中再生资源回收网络及废旧家电拆解综合服务平台建设项目	1.13	0.30	0.83	0.46
合计	3.30	2.10	1.19	1.51

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

财务分析

以下分析基于经大信会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年~2021 年财务报告。公司财务报表均按照新会计准则编制，中诚信国际所分析数据采用公司各期财报期末数据。为计算有息债务，中诚信国际将各期末“长期应付款”中的信托借款及“租赁负债”纳入长期债务计算范围。

公司（除子公司湖北省棉花股份有限公司已于 2019 年 1 月 1 日起执行以外）于 2021 年 1 月 1 日起执行新金融工具准则、新收入准则和新租赁准则，对会计政策相关内容进行调整。公司合并口径 2021 年期初分别新增使用权资产和租赁负债 4.99 亿元和 4.47 亿元；新增其他权益工具投资 2.39 亿元；新增债权投资 34.59 亿元。

公司经营业务亏损，投资收益和资产处置收益成为公司利润的重要来源，但整体来看，公司利润水平仍有待提升，中诚信国际将对后续经营性业务利润水平的提升情况保持关注

2021 年，受公司扩大棉花种植规模及大力拓展棉花购销贸易等因素影响，棉花板块收入大幅增加，带动公司整体营业收入增长 38.24% 至 139.01 亿元。毛利率方面，主要受收购成本上升影响，棉花业务毛利率下降至 1.49%，当期毛利率相对较低的棉花业务规模迅速扩大，导致公司整体毛利率水平下降 8.64 个百分点至 3.57%。

表 7：近年来公司主要板块收入及毛利率构成(亿元、%)

收入	2019	2020	2021
棉花及棉纱、化纤等	32.03	36.72	79.92

农资	30.20	41.10 ²	32.44
商品贸易	4.64	4.28	7.04
典当管理费、利息等收入 ³	5.86	5.87	--
再生资源	1.59	1.87	3.94
电子商务贸易服务收入	5.82	4.89	6.46
其他业务	3.58	5.83	9.21
营业总收入	83.71	100.56	139.01
毛利率	2019	2020	2021
棉花及棉纱、化纤等	1.19	2.87	1.49
农资	1.72	1.90	1.89
商品贸易	21.12	22.48	13.66
典当管理费、利息等收入	88.05	88.05	--
再生资源	3.14	1.59	1.47
电子商务贸易服务收入	10.48	5.73	5.69
其他业务	29.89	68.61	19.33
营业毛利率	10.47	12.21	3.57

注：其他业务主要包括仓储及租赁服务，食物、饮料、烟酒销售等，2020年其他业务收入还包括银丰实业集团因拆迁产生的投房处置收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2021年，受公司加强费用管控力度的影响，当期销售费用有所下降；此外，公司当期利息费用减少，导致财务费用同比下降，公司期间费用合计同比下降6.74%至8.86亿元。当年受收入增长的影响，期间费用率下降至6.37%。

利润方面，跟踪期内受棉花购销贸易大幅增加以及公司将典当管理费和利息收入由主营业务收入调整为投资收益的影响，公司主营业务毛利率水平大幅下降，叠加宏观经济下行和疫情复发等因素多重影响，公司经营性业务利润出现亏损。2021年，公司实现投资收益3.13亿元，同比增长92.02%，增幅部分主要来自典当业务的利息收入；此外，公司因房屋、土地拆迁获得资产处置收益2.49亿元，对利润总额形成重要支撑。当期末公司计提债权投资信用减值损失和存货跌价准备等合计1.57亿元，对利润形成一定的侵蚀；2021年，公司收到政府财政补助、补偿款减少，营业外损益亏损0.05亿元；此外，新金融准则下公司当期处置交易性金融资产产生的公允价值变动对利润造成一定影响。最终，2021年公司实现利润总额1.14亿元，同比下降58.84%。

² 2020年农资业务收入包含了农用物资6.28亿元，统计口径同2021年不同。2021年农资业务收入不包含农用物资且经过新准则下收入净额法的调整。

受利润总额减少及费用化利息规模下降影响，2021年公司EBITDA下降至6.23亿元，EBITDA利润率和总资产收益率均呈下降态势，公司整体盈利能力有所弱化。

表8：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2019	2020	2021
销售费用	2.48	2.03	1.84
管理费用	3.03	3.10	3.18
财务费用	4.71	4.37	3.84
期间费用合计	10.22	9.50	8.86
期间费用率(%)	12.21	9.45	6.37
经营性业务利润	-1.24	3.02	-3.38
资产减值损失	0.73	2.09	1.57
公允价值变动收益	1.51	0.14	0.52
投资收益	2.36	1.63	3.13
资产处置收益	0.19	-0.01	2.49
营业外损益	-0.17	0.19	-0.05
利润总额	1.91	2.77	1.14
EBITDA	8.02	8.71	6.23
EBITDA 利润率(%)	9.58	8.67	4.48
总资产收益率(%)	3.68	3.75	2.39

注：资产减值损失以正值列示。

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司总资产和总负债均有所增长，债务规模扩大，杠杆水平上升

截至2021年末，公司总资产同比增长6.67%至215.50亿元，流动资产和非流动资产规模相当。流动资产主要由货币资金、预付款项、其他应收款和存货等构成。货币资金同比增长49.45%至35.15亿元，主要系公司银行借款增加所致，其中，受限货币资金9.05亿元，主要为银行承兑汇票保证金。预付款项17.91亿元，同比增长24.81%，主要系采购棉花、化肥等支付的货款。其他应收款主要是公司同参股项目公司间的拆借款及经营性往来款，当年下降21.05%至12.83亿元，账龄主要在1年以内（含1年）及1至2年间，年末公司共计提坏账准备1.35亿元。当期末，公司存货规模大幅增长至32.92亿元，主要系当年化肥、棉花产品价格上涨及部分住宅被重分类为开发产品所致，公司计提存货跌价准备0.17亿元。此外，由于实行新金融工具准

³ 2021年，公司将典当管理费、利息收入由主营业务收入调整为投资收益。

则，公司将其他流动资产中的债权投资部分调入非流动资产中的债权投资科目，导致其他流动资产大幅减少。公司非流动资产主要由债权投资、投资性房地产、固定资产和无形资产等构成。2021年，投资集团债权投资规模进一步收缩，同时推进逾期款项的清收工作，当期末债权投资余额 17.87 亿元，同比下降 48.32%⁴；公司投资性房地产有所下降而固定资产规模上升，主要系当期部分投资性房地产转换为自用房地产所致。中诚信国际将对公司债权投资、往来款的回收情况对公司资产质量与流动性造成的影响保持持续关注。

表 9：近年来公司主要资产情况（亿元）

	2019	2020	2021
货币资金	26.53	23.52	35.15
预付款项	10.83	14.35	17.91
其他应收款	16.05	16.25	12.83
存货	15.92	15.98	32.92
流动资产	122.09	108.96	107.00
债权投资	--	--	17.87
投资性房地产	37.98	46.17	42.22
固定资产	11.65	11.42	16.38
无形资产	11.77	11.18	15.54
非流动资产	81.95	93.09	108.51
总资产	204.04	202.05	215.50

注：上表中无形资产科目包含使用权资产

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

2021 年末，公司总负债上升 9.05% 至 161.57 亿元，以有息债务为主，截至 2021 年末有息债务占总负债的比重为 78.96%，主要由短期借款、长期借款和应付债券等构成。公司应付票据较上年末大幅增长，主要系子公司农资集团使用商业承兑汇票结算增多所致；长期借款亦大幅增至 9.99 亿元，主要系棉花、农批市场业务拓展扩大了借款规模所致；当期末，公司长期应付款大幅减少，主要系投资集团偿还信托借款所致。债务结构方面，随着公司偿还部分长期债务以及化肥、棉花等业务扩张加大资金需求，短期债务占比进一步提升到 82.13%，债务结构有待优化。

截至 2021 年末，公司所有者权益较上年基本

持平。财务杠杆方面，由于债务规模上升，公司资产负债率和总资本化比率分别升至 74.97% 和 70.28%，杠杆水平较高。

表 10：近年来公司主要负债及权益情况（亿元、%）

	2019	2020	2021
短期借款	73.36	82.70	89.10
应付票据	4.92	4.75	15.04
长期借款	6.43	3.61	9.99
应付债券	24.27	7.42	9.05
长期应付款	14.83	13.72	0.67
总负债	155.28	148.16	161.57
短期债务	80.39	92.57	104.77
长期债务	40.51	20.33	22.79
总债务	120.90	112.90	127.57
资本公积	7.34	12.21	11.94
其他综合收益	8.28	8.31	8.06
未分配利润	15.72	17.42	19.74
少数股东权益	12.10	10.63	8.88
所有者权益合计	48.76	53.89	53.94
资产负债率	76.10	73.33	74.97
总资本化比率	71.26	67.69	70.28

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司经营活动净现金流大幅净流出，EBITDA 相关偿债指标弱化，货币资金对短期债务覆盖程度有所提升，但仍处于较弱水平

2021 年，农资、棉花板块囤货增加导致公司经营活动净现金流大幅净流出 11.14 亿元；受公司持续压缩债权投资规模以及将债权投资利息收入调入投资收益的影响，公司投资活动净现金流同比有所增长；当期公司债务净增加额上升，导致筹资活动现金流呈净流入态势。

偿债指标方面，2021 年公司经营活动现金流呈净流出状态，无法覆盖债务本息；同时，由于当期公司债务规模上升，盈利水平下降，EBITDA 对债务本息的保障能力弱化；公司货币资金对短期债务的覆盖程度同比有所上升，但仍处于较低水平，公司面临着一定的短期偿债压力。

表 11：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X）

	2019	2020	2021
经营活动净现金流	0.26	1.41	-11.14

年 1 月 1 日公司债权投资余额调整为 34.59 亿元。

⁴ 公司因执行新金融工具准则、新收入准则和新租赁准则对 2021 年 1 月 1 日合并及母公司资产负债表科目进行调整，会计政策变更后 2021

投资活动净现金流	-1.40	8.30	9.84
筹资活动净现金流	4.44	-15.18	9.65
经营活动净现金流/总债务	0.002	0.013	-0.09
经营活动净现金流/利息支出	0.05	0.29	-2.88
总债务/EBITDA	15.08	12.96	20.47
EBITDA 利息保障倍数	1.52	1.80	1.61
货币资金/短期债务	0.33	0.25	0.34

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

公司拥有直接融资渠道；受限资产规模较低；但需关注公司为参股企业担保所面临的代偿风险

银行授信方面，截至 2021 年末公司共获得银行授信额度 183.39 亿元，其中尚未使用授信额度为 94.10 亿元，具备一定的备用流动性。此外，公司下属子公司银丰棉花为新三板上市公司，具有直接融资渠道。

受限资产方面，截至 2021 年末，公司受限资产合计 11.72 亿元，占总资产的 5.44%，主要包括受限货币资金 9.05 亿元，系保证金；用于抵押的投资性房地产账面价值 1.86 亿元；其余受限资产为应收账款、固定资产等，受限原因均为抵质押借款。

表 12：截至 2021 年末公司受限资产情况（亿元）

项目	账面价值	受限原因
货币资金	9.05	保证金
应收票据	0.02	质押借款
应收账款	0.44	质押借款
应收款项融资	0.03	质押借款
固定资产	0.27	抵押借款
无形资产	0.05	抵押借款
投资性房地产	1.86	抵押借款
合计	11.72	--

资料来源：公司提供

截至 2021 年末，公司不涉及重大法律诉讼；当期末，公司控股子公司湖北银丰实业集团有限责任公司对外担保金额为 2.33 亿元，系为联营企业十堰供销华西国际农商城有限公司提供的连带责任保证担保，该联营企业旗下的农批市场项目仍处于培育期，中诚信国际将关注农批市场的运营状况对公司担保代偿与资金回收的影响。

过往债务履约情况：根据公司提供的征信报告及相关资料，截至 2022 年 5 月 18 日，公司不存在未结清不良信贷信息、已结清不良信贷信息、欠息

信息。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司在公开市场无信用违约记录。

外部支持

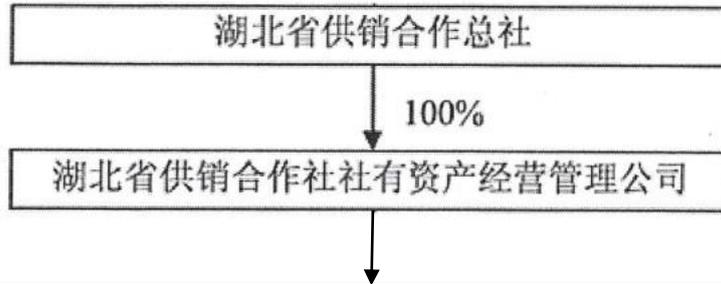
作为湖北省级供销平台企业，公司在湖北省供销合作总社承担着重要职能；此外公司在涉农领域拥有特殊地位，能够获得股东及政府的大力支持

公司作为经湖北省人民政府批准设立的供销社社有资产运营平台，在湖北省供销合作总社中承担项目建设、资产运营、战略性投融资等重要职能，在经营和财务方面获得了股东的大力支持。近年来，农资流通及再生资源行业受到国家政策层面的高度关注，有关部门在农业的可持续发展、农资流通体系改革和化肥价格改革等方面出台了多项支持政策。公司作为供销系统内企业，在乡村振兴、推进农业农村现代化建设中承担着保供、稳价等公益职能，在涉农领域拥有特殊地位，可获得政府较大的政策支持。此外，公司可获得化肥储备贴息、新网工程专项资金和新农村现代流通服务网络工程专项资金等补贴，2021 年公司合计收到政府补贴约 1.36 亿元，较 2020 年有所增加。

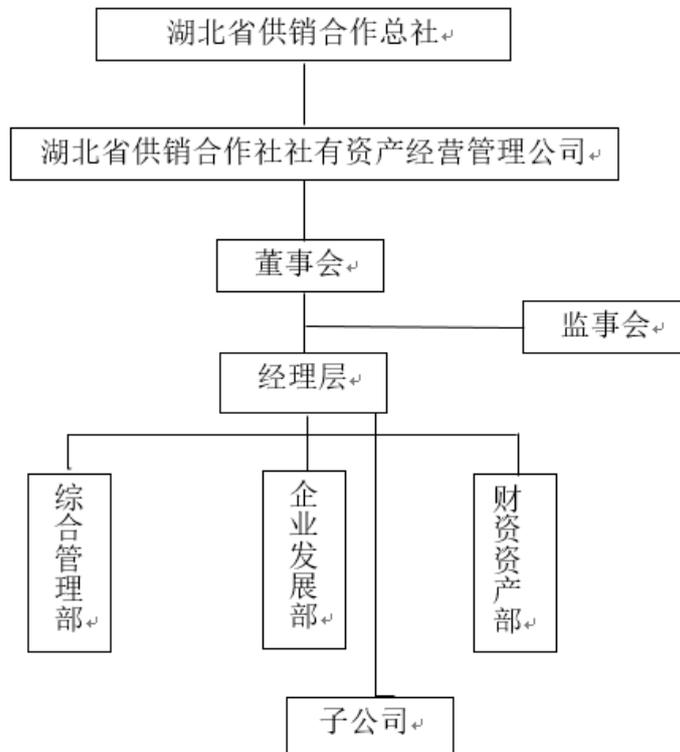
评级结论

综上所述，中诚信国际维持湖北省供销合作社社有资产经营管理公司的主体信用等级为 **AA**，评级展望为稳定；维持“17 鄂供销债/17 鄂供销”的债项信用等级为 **AA**。

附一：湖北省供销合作社社有资产管理公司股权结构图及组织结构图（截至 2021 年末）



子公司名称	持股比例（直接+间接、%）
湖北银丰实业集团有限责任公司	100.00
湖北供销粮油集团有限公司	100.00
湖北合作投资集团有限公司	100.00
湖北省农业生产资料控股集团有限公司	55.00
湖北省农业生产资料控股集团有限公司	55.00
武汉城市圈合作农产品交易市场股份有限公司	95.46
湖北供销民生广场有限公司	100.00
湖北省茶业集团股份有限公司	65.08
湖北省供销小额贷款股份有限公司	50.00
湖北供销康养文旅产业集团有限公司	100.00



资料来源：公司提供

附二：湖北省供销合作社社有资产经营管理公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2019	2020	2021
货币资金	265,344.73	235,225.78	351,461.18
应收账款净额	13,872.47	15,719.00	15,204.63
其他应收款	160,487.36	162,477.01	128,345.77
存货净额	159,215.03	159,808.77	329,213.73
长期投资	161,614.05	159,573.77	271,285.86
固定资产	116,455.52	114,178.02	163,761.49
在建工程	8,660.67	12,023.00	28,304.82
无形资产	117,681.37	111,796.20	155,453.11
总资产	2,040,355.96	2,020,479.66	2,155,045.89
其他应付款	87,161.67	92,578.46	85,773.98
短期债务	803,919.70	925,727.30	1,047,719.44
长期债务	405,072.77	203,281.32	227,940.42
总债务	1,208,992.47	1,129,008.62	1,275,659.87
净债务	943,647.74	893,782.84	924,198.69
总负债	1,552,750.37	1,481,564.19	1,615,659.41
费用化利息支出	52,574.17	48,417.99	38,635.74
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	487,605.59	538,915.47	539,386.48
营业总收入	837,051.66	1,005,625.00	1,390,129.22
经营性业务利润	-12,433.14	30,192.37	-33,797.86
投资收益	23,634.72	16,305.61	31,261.37
净利润	12,572.40	16,825.56	6,688.66
EBIT	71,676.64	76,075.62	49,994.77
EBITDA	80,158.41	87,137.86	62,305.61
经营活动产生现金净流量	2,615.18	14,135.56	-111,447.66
投资活动产生现金净流量	-13,995.82	83,008.04	98,392.91
筹资活动产生现金净流量	44,381.48	-151,771.12	96,547.89
资本支出	21,815.48	28,871.13	13,329.36
财务指标	2019	2020	2021
营业毛利率(%)	10.47	12.21	3.57
期间费用率(%)	12.21	9.45	6.37
EBITDA 利润率(%)	9.58	8.67	4.48
总资产收益率(%)	3.68	3.75	2.39
净资产收益率(%)	2.59	3.28	1.24
流动比率(X)	1.21	0.95	0.84
速动比率(X)	1.05	0.81	0.58
存货周转率(X)	4.44	5.53	5.48
应收账款周转率(X)	62.68	67.97	89.91
资产负债率(%)	76.10	73.33	74.97
总资本化比率(%)	71.26	67.69	70.28
短期债务/总债务(%)	66.50	81.99	82.13
经营活动净现金流/总债务(X)	0.002	0.013	-0.09
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.003	0.02	-0.11
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.05	0.29	-2.88
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-4.96	-3.04	-11.77
总债务/EBITDA(X)	15.08	12.96	20.47
EBITDA/短期债务(X)	0.10	0.09	0.06
EBITDA 利息保障倍数(X)	1.52	1.80	1.61
EBIT 利息保障倍数(X)	1.36	1.57	1.29

注：1、中诚信国际根据2019年~2021年审计报告整理；2、为计算有息债务，中诚信国际分析时将各期末长期应付款中的信托借款及租赁负债纳入长期债务核算；3、将合同资产和合同负债分别计入存货和预收账款，将研发费用计入管理费用，将使用权资产计入无形资产。

附三：基本财务指标的计算公式

	指标	计算公式
资本结构	现金及其等价物（货币等价物）	=货币资金（现金）+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产/交易性金融资产+应收票据
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	短期债务	=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债/交易性金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项
	长期债务	=长期借款+应付债券+租赁负债+其他债务调整项
	总债务	=长期债务+短期债务
	净债务	=总债务-货币资金
	资产负债率	=负债总额/资产总额
	总资本化比率	=总债务/（总债务+所有者权益合计）
经营效率	存货周转率	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/应收账款平均净额
	现金周转天数	=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/（营业成本+期末存货净额-期初存货净额）
盈利能力	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	期间费用率	=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本-利息支出-手续费及佣金支出-退保金-赔付支出净额-提取保险合同准备金净额-保单红利支出-分保费用-税金及附加-期间费用+其他收益
	EBIT（息税前盈余）	=利润总额+费用化利息支出
	EBITDA（息税折旧摊销前盈余）	=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT 利润率	=EBIT/当年营业总收入
现金流	EBITDA 利润率	=EBITDA/当年营业总收入
	资本支出	=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金
	经调整的经营活动净现金流（CFO-股利）	=经营活动净现金流（CFO）-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
偿债能力	留存现金流	=经营活动净现金流-（存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加）-（分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出）
	流动比率	=流动资产/流动负债
	速动比率	=（流动资产-存货）/流动负债
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA 利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT 利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“利息支出、手续费及佣金支出、退保金、赔付支出净额、提取保险合同准备金净额、保单红利支出、分保费用”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》（财会[2018]15号），对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级符号及定义

主体等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	受评对象偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	受评对象偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	受评对象偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

中长期债券等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	基本不能保证偿还债券。
C	不能偿还债券。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。