

# 信用等级公告

联合[2018] 2621 号

联合资信评估有限公司通过对浙江省兴合集团有限责任公司主体长期信用状况及拟发行的浙江省兴合集团有限责任公司2018年度第二期中期票据进行综合分析和评估，确定浙江省兴合集团有限责任公司主体长期信用等级为AA<sup>+</sup>，浙江省兴合集团有限责任公司2018年度第二期中期票据信用等级为AA<sup>+</sup>，评级展望为稳定。

特此公告。

联合资信评估有限公司  
二零一八年九月二十日



# 浙江省兴合集团有限责任公司

## 2018 年度第二期中期票据信用评级报告

### 评级结果：

主体长期信用等级：AA<sup>+</sup>  
 评级展望：稳定  
 本期中期票据信用等级：AA<sup>+</sup>  
 本期中期票据发行额度：4 亿元  
 本期中期票据期限：3 年  
 偿还方式：每年付息一次，到期一次还本  
 发行目的：偿还债务融资工具  
 评级时间：2018 年 9 月 20 日

### 财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
现金类资产(亿元)	43.64	49.17	65.51	62.20
资产总额(亿元)	382.78	410.98	457.12	477.91
所有者权益(亿元)	109.20	109.78	120.18	120.90
短期债务(亿元)	151.65	168.31	183.11	182.33
长期债务(亿元)	37.29	31.41	26.58	44.02
全部债务(亿元)	188.94	199.72	209.69	226.35
营业收入(亿元)	628.34	696.53	848.50	430.53
利润总额(亿元)	14.99	14.03	17.85	3.63
EBITDA(亿元)	23.72	24.47	29.34	--
经营性净现金流(亿元)	16.86	26.76	23.03	17.12
营业利润率(%)	6.22	6.59	6.11	4.52
净资产收益率(%)	9.94	8.73	10.84	--
资产负债率(%)	71.47	73.29	73.71	74.70
全部债务资本化比率(%)	63.37	64.53	63.57	65.18
流动比率(%)	131.54	118.47	113.44	116.85
全部债务/EBITDA(倍)	7.96	8.49	7.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.23	1.68	2.08	--
经营现金流动负债比(%)	7.22	9.97	7.52	--

注：2018 年上半年财务数据未经审计；现金类资产已剔除使用受限货币资金；其他非流动负债和长期应付款中的有息债务计入长期债务；其他应付款和其他流动负债中的有息债务计入短期债务。

### 分析师

徐 璨 邢霖雪 郭察理 刘嘉敏

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696 传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号  
 中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

### 评级观点

浙江省兴合集团有限责任公司（以下简称“公司”或“兴合集团”）是浙江省供销社下属的大型贸易集团企业，目前已形成了以农资产品、塑化产品、汽车等内贸产业为主，进出口贸易与房地产共同发展的多元化产业格局。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对其的评级反映了公司在品牌优势、工贸一体化、政府支持、行业地位、经营规模以及渠道建设等方面具备的显著优势。同时，联合资信也关注到宏观经济波动、房地产受调控影响大、商贸流通业务毛利率低以及公司债务负担偏重等因素给公司经营及偿债能力带来的不利影响。

作为全国供销社系统龙头企业，公司业务板块定位明确，近年来在贸易行业景气度波动，大宗商品需求不振的背景下，公司经营规模及盈利水平较为稳定，整体抗风险能力强。未来，随着公司农资板块上市的进一步推进、外贸业务工贸一体化产业链日趋完善以及物流仓储配送网络的逐步形成，公司整体综合实力有望进一步加强。联合资信对公司的评级展望为稳定。

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

### 优势

1. 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. 公司具有多年的贸易从业经验，是浙江省供销社所属的大型贸易集团企业，经营规模与经济效益均居全国供销社系统首位，

在行业地位、品牌信誉及营销网络等方面保持较强的竞争优势；公司拟将农资板块及汽车板块经营主体浙农集团股份有限公司整体上市，上市后有望拓宽公司融资渠道。

3. 公司高档服装电子商务软件产业基地、浙江海宁年吞吐能力 50 万吨物流基地等部分在建项目围绕工贸流通展开，建成后有望进一步完善公司产业链。
4. 公司 EBITDA 和经营活动现金流量净额对本期中期票据保障能力强。

#### 关注

1. 国内贸易竞争激烈，公司塑化产品毛利率低，随着塑化产品经营规模的不断扩大，公司整体毛利率偏低。
2. 公司房地产项目均地处中国三、四线城市，其销售进程、价格易受宏观调控及当地房地产市场供应量影响，有一定去库存压力。
3. 公司有息债务规模持续增长，且短期债务占比高，债务负担较重；货币资金受限规模较大，短期偿债压力较大。
4. 近年来，随着业务规模的不断扩大，公司期间费用增长较快，对利润形成一定影响。

## 声 明

一、本报告引用的资料主要由浙江省兴合集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

三、联合资信与评级人员履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

# 浙江省兴合集团有限责任公司

## 2018 年度第二期中期票据信用评级报告

### 一、主体概况

浙江省兴合集团有限责任公司（以下简称“公司”或“兴合集团”）原名为“浙江省兴合（集团）总公司”，是根据浙江省人民政府浙政发[1992]239号《关于省供销社增挂“浙江省兴合（集团）总公司”牌子的批复》文件批准，由浙江省供销合作社联合社（以下简称“浙江省供销社”）全额出资成立并实行一社两体运作。1997年，经浙江省工商局同意，公司改名为“浙江省兴合集团公司”，注册资本2.47亿元。2014年9月公司改名为“浙江省兴合集团有限责任公司”，注册资本10.00亿元。截至2018年6月底，公司注册资本为10.00亿元。公司出资人与实际控制人均为浙江省供销社。

公司经营范围为：国际国内贸易，投资实业，建设市场，融通资金，房地产业，资产经营，科技开发，仓储运输，电子商务，信息广告，旅游服务，咨询服务等。

截至2018年6月底，公司本部设有综合部、财务部、经济发展部与企管审计部4个职能部门；公司拥有19家一级控股和相对控股子公司，控股、参股的二级、三级子公司280余家。

截至2017年底，公司合并资产总额为457.12亿元，所有者权益合计为120.18亿元（其中少数股东权益80.77亿元）。2017年，公司实现营业收入848.50亿元，利润总额17.85亿元。

截至2018年6月底，公司（合并）资产总额为477.91亿元，所有者权益合计为120.90亿元（其中少数股东权益80.58亿元）。2018年1~6月，公司实现营业收入430.53亿元，利润总额3.63亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市延安路312号；法定代表人：邵峰。

### 二、本期中期票据概况

公司于2016年注册中期票据额度18亿元，并于2018年3月发行6亿元“18浙兴合MTN001”；本期计划发行2018年度第二期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度4亿元，期限3年，偿还方式为按年付息，到期一次还本，募集资金用于偿还债务融资工具。

本期中期票据无担保。

### 三、宏观经济和政策环境

2017年，世界主要经济体仍维持复苏态势，为中国经济稳中向好发展提供了良好的国际环境，加上供给侧结构性改革成效逐步显现，2017年中国经济运行总体稳中向好、好于预期。2017年，中国国内生产总值（GDP）82.8万亿元，同比实际增长6.9%，经济增速自2011年以来首次回升。具体来看，西部地区经济增速引领全国，山西、辽宁等地区有所好转；产业结构持续改善；固定资产投资增速有所放缓，居民消费平稳较快增长，进出口大幅改善；全国居民消费价格指数（CPI）有所回落，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅较大；制造业采购经理人指数（制造业PMI）和非制造业商务活动指数（非制造业PMI）均小幅上升；就业形势良好。

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017年，全国一般公共预算收入和支出分别为17.3万亿元和20.3万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较2016年有所上升，财政赤字（3.1万亿元）较2016年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；

进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

三大产业保持平稳增长，产业结构继续改善。2017 年，中国农业生产形势较好；在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级以及世界主要经济体持续复苏带动外需明显回升的背景下，中国工业结构得到进一步优化，工业生产保持较快增速，工业企业利润快速增长；服务业保持较快增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）较 2016 年小幅上升，仍是拉动经济增长的重要力量。

固定资产投资增速有所放缓。2017 年，全国固定资产投资（不含农户）63.2 万亿元，同比增长 7.2%（实际增长 1.3%），增速较 2016 年下降 0.9 个百分点。其中，民间投资（38.2 万亿元）同比增长 6.0%，较 2016 年增幅显著，主要是由于 2017 年以来有关部门发布多项政策措施，通过放宽行业准入、简化行政许可与提高审批服务水平、拓宽民间资本投融资渠道、鼓励民间资本参与基建与公用事业 PPP 项目等多种方式激发民间投资活力，推动了民间投资的增长。具体来看，由于 2017 年以来国家进一步加强对房地产行业的宏观调控，房地产开发投资增速（7.0%）呈趋缓态势；基于基础设施建设投资存在逆周期的特点以及在经济去杠杆、加强地方政府性债务风险管控背景下地方政府加大基础设施投资推高 GDP 的能力受到约束的影响，基础设施建设投资增速（14.9%）小幅下降；制造业投资增速（4.8%）小幅上升，且进一步向高新技术、技术改造等产业转型升级

领域倾斜。

居民消费维持较快增长态势。2017 年，全国社会消费品零售总额 36.6 万亿元，同比增长 10.2%，较 2016 年小幅回落 0.2 个百分点。2017 年，全国居民人均可支配收入 25974 元，同比名义增长 9.0%，扣除价格因素实际增长 7.3%，居民收入的持续较快增长是带动居民部门扩大消费从而拉动经济增长的重要保证。具体来看，生活日常类消费，如粮油烟酒、日用品类、服装鞋帽消费仍保持较快增长；升级类消费品，如通信器材类、文化办公用品类、家用电器和音响器材类消费均保持较高增速；网络销售继续保持高增长态势。

进出口大幅改善。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，加上国内经济运行稳中向好、大宗商品价格持续反弹等因素共同带动了进出口的增长。2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.8 万亿元，同比增加 14.2%，增速较 2016 年大幅增长。具体来看，出口总值（15.3 万亿元）和进口总值（12.5 万亿元）同比分别增长 10.8%和 18.7%，较 2016 年均大幅上涨。贸易顺差 2.9 万亿元，较 2016 年有所减少。从贸易方式来看，2017 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（56.3%）较 2016 年提高 1.3 个百分点，占比仍然最高。从国别来看，2017 年，中国对美国、欧盟和东盟进出口分别增长 15.2%、15.5%和 16.6%，增速较 2016 年大幅提升；随着“一带一路”战略的深入推进，中国对哈萨克斯坦、俄罗斯、波兰等部分一带一路沿线国家进出口保持快速增长。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

展望 2018 年，全球经济有望维持复苏态势，这将对中国的进出口贸易继续构成利好，但主要经济体流动性趋紧以及潜在的贸易保护主义风险将会使中国经济增长与结构性改革面临挑战。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给

侧结构性改革，深化国资国企、金融体制等基础性关键领域改革，坚决打好重大风险防范化解、精准脱贫、污染防治三大攻坚战，促进经济高质量发展，2018年经济运行有望维持向好态势。具体来看，固定资产投资将呈现缓中趋稳态势。其中，基于当前经济稳中向好加上政府性债务风险管控的加强，2018年地方政府大力推动基础设施建设的动力和能力都将有所减弱，基础设施建设投资增速或将小幅回落；在高端领域制造业投资的拉动下，制造业投资仍将保持较快增长；当前房地产市场的持续调控、房企融资受限等因素对房地产投资的负面影响仍将持续，房地产投资增速或将有所回落。在国家强调消费对经济发展的基础性作用以及居民收入持续增长的背景下，居民消费将保持平稳较快增长；对外贸易有望保持较好增长态势，调结构、扩大进口或将成为外贸发展的重点内容，全球经济复苏不确定性、贸易保护主义以及2017年进出口额基数较高等因素或导致2018年中国进出口增速将有所放缓。此外，物价水平或将出现小幅上升，失业率总体将保持稳定，预计全年经济增速在6.5%左右。

#### 四、行业及区域经济环境

##### 1. 贸易行业

###### (1) 国际贸易

近年来，新兴经济体和发展中国家出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对内外贸形势构成一定负面因素。2017年，世界经济温和复苏，“一带一路”政策稳步推进，国际大宗商品价格同比增长，国内整体经济稳中向好，上述因素共同推动中国进出口贸易总额持续增长，当期中国实现进出口贸易总额4.10万亿美元，同比增长11.37%，扭转连续两年下降的局势，其中实现出口总额2.26万亿美元，同比增长7.91%，实现进口总额1.84万亿美元，同比增长15.94%。分地区来看，2017年，中国主要贸易

伙伴经济复苏好于预期，国际市场需求回暖，中国对欧盟、美国和东盟进出口分别增长15.5%、15.2%和16.6%，三者合计占中国进出口总值的41.8%；同期，中国对“一带一路”沿线国家进出口增势较好，对俄罗斯、波兰和哈萨克斯坦等国进出口分别增长23.9%、23.4%和40.7%，均高于总体增幅。大宗商品价格方面，2017年国际市场大宗商品价格上涨带动中国进口价格指数上升至109.4%，价格对进口增长的贡献率为52.6%；同期进口原材料价格上涨影响传导至出口制成品，2017年中国出口价格指数为103.9%，价格对出口增长的贡献率为37.3%。同时，中国外贸出口先导指数在2017年6月结束连续8个月的上升首次出现下滑，截至2017年12月底中国外贸出口先导指数为41.10%，较上月回落0.70个百分点，进入2018年以来，中国外贸出口先导指数逐月下滑至2018年4月底的41.00，表明2018年中国出口仍面临一定压力。

2018年上半年，中美在贸易领域的摩擦明显升级。2018年3月22日，美国宣布将对中国进口的商品进行大规模征收关税，并于2018年3月9日正式发布关税法令，分别对进口钢铁和铝征收25%和10%的关税；6月15日，美国政府发布加征关税的商品清单，对中国出口美国的1333项500亿美元的商品加征25%的关税，并于7月6日起对第一批清单上818个类别、价值340亿美元的中国商品加征25%的进口关税，于8月23日起对第二批清单上价值160亿美元中国进口商品加征25%关税。针对美国采取的上述加征关税措施，中国商务部陆续出台了一系列促进外贸发展的政策措施，积极应对中美贸易摩擦；2018年3月23日，商务部发布了针对美国进口钢铁和铝产品关税减让产品清单，拟对自美国进口部分产品加征关税，以平衡因美国对进口钢铁和铝产品加征关税造成的损失；2018年4月4日，经国务院批准，国务院关税税则委员会决定对原产于美国

的 7 类 128 项进口商品中止关税减让义务，在现行适用关税税率基础上加征关税。

2018 年上半年，中国对外贸易总体延续了 2017 年以来的增长态势，进出口总额为 2.21 万亿美元，增长 16.0%，其中出口总额 1.17 万亿美元，同比增长 12.8%；进口总额 1.04 万亿美元，同比增长 19.9%；贸易顺差为 1396.5 亿美元，同比收窄 27.5%。

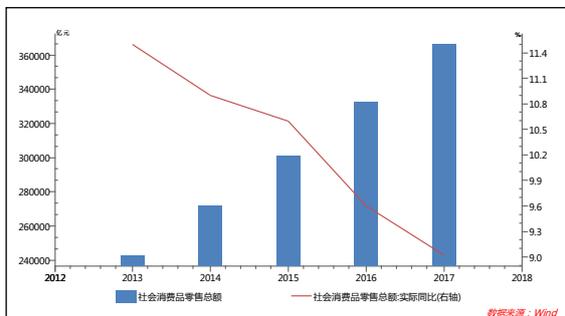
整体看，近几年中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。但值得注意的是，受世界经济政策环境不确定性加大、国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境仍不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，国际贸易摩擦升级，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

## (2) 国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的态势，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。根据国家统计局数据，2017 全年社会消费品零售总额 366262 亿元，比上年增长 9.02%；2018 年 1~6 月，社会消费品零售总额 180018 亿元，同比增长 9.40%。

图 1 社会消费品零售总额及增长率情况

(单位：亿元、%)



资料来源：Wind 资讯

具体来看，2017 年，中国基建投资额维持了 13.86% 的增速，同比呈现小幅下降态势；固定资产投资额增速虽有所放缓，仍保持较大规

模；房地产开发投资规模增速较上年基本持平，下游投资规模的稳定发展对大宗商品生产资料的需求提供一定支撑，加之主要大宗商品延续了 2016 年供给侧结构改革以及居民消费意愿的回升，均一定程度上拉动内贸市场的发展。从生产资料市场运行情况来看，2017 年全年生产资料销售总额达到 67.3 万亿元，可比价同比增长 5.3%，较上年同期收窄 2 个百分点。受供需关系影响与成本增加推动，生产资料市场价格呈现波动上扬态势，从全年走势来看，大宗商品价格总指数、钢铁类指数、矿产类指数和有色类指数受阶段性供需错配影响均呈现不同程度 V 字形走势，说明国内大宗商品仍面临较大的价格波动风险。

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

## (3) 行业关注

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

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

2014 年以来，中国经济增速下降且仍处于转型期，第二产业增速将继续下降，煤炭等能

源商品的需求持续下降。同时，房地产调控政策也影响了钢铁、建材等商品的需求。需求对过剩产能的消化仍在释放期，大宗产品等商品的需求仍不能有效支撑相关产品贸易的运行，国内贸易增速回落。

### 贸易保护趋势增长，国家间非关税壁垒日益凸显

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

### 外部贸易环境日趋复杂

中国加入世贸组织意味着在新的贸易规则下开展竞争与博弈，不平衡的贸易格局导致中国与西方发达国家的贸易摩擦居高不下。金融危机以来各国贸易限制措施显著增多，主要是提高关税、设置非关税壁垒、滥用反倾销措施等，中国是主要受害者。

多年来，中国连续成为全球反倾销调查的重点对象，涉案损失每年高达 300 亿至 400 亿美元，出口欧盟、美国、日本的产品也屡屡成为召回或通报目标。贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体，也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家，其中既有针对中国传统优势产业的，也有针对高新技术产业的。

### 人民币汇率风险不断加大

2015 年下半年，央行调整人民币汇率中间价报价机制，致使美元兑人民币汇率上升至 6.32 元/美元，人民币出现大幅贬值。从基本面的角度来看，市场普遍预期短期内中美利差收窄、中期内中国通胀率显著高于美国以及长期中国投资回报率快速下降，美元兑人民币汇率延续贬值趋势，2016 年，美元兑人民币汇率由 2016 年初的 6.50 元/美元升至 2016 年底的 6.94 元/

美元。2017 年以来外汇监管力度趋于放松，美元兑人民币汇率止跌回升，呈双向波动趋势，2017 年底汇率收于 6.53 元/美元，回归至 2015 年底汇率水平。2018 年上半年，人民币汇率在篮子汇率走势和外汇市场供求两个因素的决定下呈现双向波动的态势；其中 2018 年 1 月，受暂停逆周期因子等因素的影响，人民币汇率持续走弱；2018 年 2~5 月，人民币汇率走势平稳，市场预期稳定，人民币兑美元汇率在 6.25 元/美元至 6.45 元/美元区间震荡；2018 年 6~8 月，受美国升级贸易制裁措施、美元指数走强等外部环境变化影响，人民币汇率快速贬值，截至 2018 年 7 月 17 日为 6.6821 元/美元。

图 2 美元兑人民币汇率走势图（单位：元/美元）



资料来源：Wind 资讯

总体看，在美联储停止 QE 以及美元加息预期、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、利率市场化等诸多背景下，人民币汇率波动明显，贸易企业面临一定的汇兑损失风险。从长期来看，随着汇率政策的不断市场化以及鼓励进口的政策不断改进，中国贸易平衡状况将日益改善；同时，在中国政府的政策鼓励下产业及产品结构调整与升级不断加快，中国贸易企业国际竞争力将进一步增强。但短期内，外围经济的不景气以及中国经济增速放缓、人民币兑美元汇率波幅扩大，以及日趋复杂的国际外贸环境将会对中国外贸进出口行业产生不利影响。

### （4）行业政策

近年来，国务院发布《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》、《关于促进外贸回稳向好的若干意见》等政策，提出了加强财税金

融支持、巩固外贸传统竞争优势、培育外贸竞争新优势、着力优化外贸结构、进一步改善外贸环境等方面具体措施。

2017年5月，“一带一路”国际合作高峰论坛在北京召开，中国政府与巴基斯坦、越南、柬埔寨、埃塞俄比亚等30个国家政府签署经贸合作协议，在扩大产业投资、实现贸易畅通、深化经贸合作方面签订了十六大项具体的合作成果，包括自贸协定文件、经济合作框架协议、互助协定等，从宏观层面上对贸易行业带来了新的发展机遇。中国正在积极推进的自由贸易园区战略和“一带一路”建设，有望成为中国外贸新常态的方向和长期驱动因素。此外，2017年以来，商务部会同各部门、各地方继续狠抓国务院出台的一系列促进外贸发展政策的落实，切实为企业减负助力，完善营商环境，政策效应进一步显现。

#### （5）行业发展

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

对外贸易方面，其发展与世界经济环境和国民经济的发展密切相关。目前，全球经济恢复尚存在不确定性，中国经济增速略有放缓，贸易保护主义抬头等因素对对外贸易的未来发展在一定程度上起到了制约作用。

从行业参与者来看，随着贸易行业竞争的日益剧烈，贸易行业的发展趋势要求贸易企业由简单中间商向综合服务商转型。贸易企业通过提供物流、仓储、信息等综合服务获得新的生存支点，服务链的延伸成为未来的发展趋势，

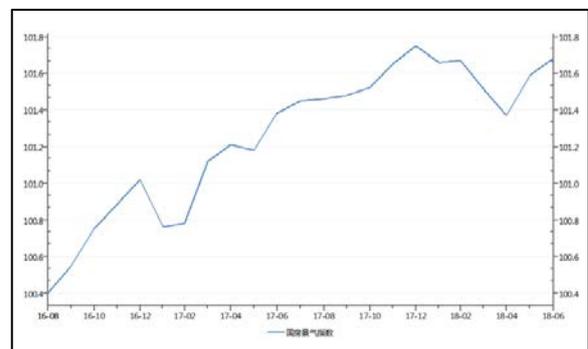
在新的竞争格局下资金实力雄厚、业务规模大、专业性强、管理水平高的公司在提供综合服务方面更具有优势，而中小贸易企业则由于综合服务能力的欠缺而制约其未来的发展。

## 2. 房地产行业

### （1）房地产行业概况

2016年下半年，房价不断攀升，投资性购房需求旺盛，同时开发商不断加大对一二线城市土地的投资力度，资本大量涌入房地产市场，“十一”期间，21个城市均出台了不同程度的房地产调控政策，调控城市短期价格已出现环比回落，调控效果初步显现，但随着各地政策时效性逐渐降低，房价上涨的压力并未持续减弱。2017年以来，调控政策进一步升级，因城施策的调控思路导致不同城市房价变动出现分化，行业景气度上升速度有所放缓。2018年，随着各地保障性住房供给增加，“限购、限售”等限制性政策进一步趋紧，行业景气度波动较大，各地区市场分化进一步凸显。

图3 2016年下半年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind资讯

2017年，房地产开发投资规模仍呈较快增长，增速较上年基本持平，全年房地产开发投资10.98万亿元，同比增长7.00%；其中住宅投资7.51万亿元，同比增长9.40%，增速较上年上升3.00个百分点。全国房屋新开工面积17.87亿平方米，同比增长7.00%，其中住宅新开工面积12.81亿平方米，同比增长10.50%。全国房屋施工面积78.15亿平方米，同比增长3.00%，增速较上年有所回落；其中住宅施工面积为53.64亿

平方米，同比增长2.90%，增幅较上年上升1.00个百分点。进入2018年以来，全国房地产开发投资规模仍保持较快增长，截至2018年6月，房地产开发投资金额为5.55万亿元，同比增长9.70%；其中住宅投资3.90万亿元，同比增长13.60%。从施工情况来看，2018年上半年，全国房屋新开工面积9.58亿平方米，同比增长11.80%；其中住宅新开工面积7.06亿平方米，同比增长15.00%。全国房屋施工面积70.96亿平方米，同比增长2.50%；其中住宅施工面积为48.79亿平方米，同比增长3.20%。总体看，2017年全国房地产开发投资仍保持较快增长，但企业实际开工意愿明显减弱，施工进度有所减缓。随着2017年去库存的逐步推进，商品房待售面积逐步减少，进入2018年以来，企业开工意愿有所增强，新开工面积增速小幅回升。

房地产销售方面，2017年在房地产严控政策的影响下，销售同比增速呈现持续下降的态势。2017年全年商品房销售面积为16.94亿平方米，同比增长7.70%，增速较上年下降14.80个百分点；共实现销售额13.37万亿元，同比增长13.70%，增速较上年下降21.20个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2017年百城住宅平均价格累计上涨7.15%，较2016年增速下降11.57个百分点，价格增速明显回落。进入2018年以来，房地产销售增速进一步放缓，2018年上半年商品房销售面积为7.71亿平方米，同比增长3.30%，较去年同期增速下降12.80个百分点；共实现销售金额为6.69万亿元，同比增长13.20%，较去年同期下降8.30个百分点。整体看，2017年以来，在“回归居住属性”、“限购、限贷、限售、限价”政策的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势；进入2018年以来，随着各地调控政策的持续推进，销售增速继续放缓。

## (2) 土地供给与信贷环境

2016年，在全国去库存政策的指导下，地方政府继续减少土地推出量，全国300个城市共

推出各类用地10.32亿平方米，同比下降9.0%，整体处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比下滑，共成交8.59亿平方米，同比下降3%。虽然成交量下滑，土地价格却快速攀升，各类土地成交出让金2.90万亿元，同比增长31%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米，同比上涨40%，平均溢价率为43.13%，较2015年提高26.91个百分点，热点一二线城市地王频出。2017年，全国300城市土地供应小幅回升，热点城市增供稳定市场预期，拉动成交量及出让金上涨，楼面均价涨幅较去年有所收窄，平均溢价率同比下降。2017年，全国300个城市共推出各类用地11.19亿平方米，同比增长8%；土地成交量9.50亿平方米，同比增长8%；土地成交出让金4.06万亿元，同比增长38%。2017年全国300城市各类用地成交楼面均价为2374元/平方米，同比增长26%，增速有所放缓；平均溢价率为29%，较2016年下降14.13个百分点。2018年上半年，全国300个城市共推出各类用地5.98亿平方米，同比增长30%；土地成交量5.02亿平方米，同比增长27%。价格方面，2018年上半年全国300城市土地成交出让金1.96万亿元，同比增长28%；成交楼面均价为2172元/平方米，同比下降1%；平均溢价率为20%，同比下降16个百分点。进入2018年以来，全国300城市土地供应量和成交量均快速增长，但成交楼面均价和溢价率均呈下降趋势。

分城市来看，2017年，一线城市土地供应持续放量，成交量及出让金随之上涨，但受调控影响均价及溢价率同比有所下滑；二线城市调控深化，土地供求降至低位，土地市场总体趋稳；三四线城市内部热度分化，部分城市承接经济发达城市群核心外溢需求，拉动整体土地供求升温。进入2018年以来，各类城市溢价率水平均呈现不同程度的下滑，一线城市的供地节奏有所放缓，成交方面量涨价跌；二线城市的土地供应同比止跌回升，在“分类调控、因城施策”精神的指导下，结合市场特点制定

的土拍政策持续完善；三四线城市面对热点城市的需求外溢，加快土地供应，出让金规模大幅上涨。总体看，随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度，未来回补库存意愿或将减弱。

地价高企伴随限购、限贷政策，为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住房和城乡建设部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》（以下简称“《通知》”），要求合理安排住宅用地供应，对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模，去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示，各地要建立购地资金审查制度，确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的，取消土地竞买资格，并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。

从房地产开发资金来源来看，2017年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金主要由国内贷款、利用外资（包括对外借款、外商直接投资、外商其他投资等）、自筹资金（以股权融资为主）和其他资金（以销售回款和债券融资为主）构成。2017年，房地产开发资金共计156052.62亿元。其中，国内贷款25241.76亿元，占比为16.18%；利用外资168.19亿元，占比为0.11%；其他资金79770.46亿元，占比为51.12%；自筹资金50872.22亿元，占比为32.60%。

2017年，随着金融去杠杆力度的推进，证监会、保监会、银监会等部门密集发布三十余份政策文件，房地产融资收紧。北京“317新政”的出台，标志房地产调控加码。2017年，其他

资金增速降至8.60%，比2016年下降23.30个百分点。随着房企主要融资渠道收窄，海外融资为房企融资打开了一扇窗。2017年，利用外资增速明显提升，2017年，利用外资同比增速为19.80%，较2016年同期上升72.40个百分点。

进入2018年以来，房地产企业融资环境继续收紧，融资难度和融资成本均有所提升。2018年5月，国家发改委和财政部联合发布《关于完善市场约束机制 严格防范外债风险和地方债务风险的通知》，其中针对引导规范房地产企业境外发债资金投向问题提出，房地产企业境外发债主要用于偿还到期债务，避免产生债务违约，限制房地产企业外债资金投资境内外房地产项目、补充运营资金，并要求企业提交资金用途承诺。

2018年6月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

### 3. 区域经济环境

公司总部位于浙江省。浙江省经济状况与公司发展具有一定的关联性。2017年，浙江全省生产总值（GDP）51768亿元，按可比价格计算，比上年增长7.8%，增速高于全国0.9个百分点。分产业看，第一产业增加值2017亿元，增长2.8%；第二产业增加值22472亿元，增长7.0%；第三产业增加值27279亿元，增长8.8%。三大产业比例为3.9:43.4:52.7。人均GDP为92057元，增长10.20%，按当年平均汇率折算，为13634美元。主要经济指标呈现平稳增长态势，增速快于全国。

从对外贸易来看，2017年浙江省全年货物

进出口总额 25604 亿元，比上年增长 15.30%，位居全国第四位。其中，出口 19446 亿元，增长 10.10%，出口占全国的 12.7%，出口规模居全国第 3 位；进口 6158 亿元，增长 35.60%。其中，民营企业出口 14920.70 亿元，增长 11.80%，占出口总额的 76.7%，比上年提高 1.2 个百分点；外商投资企业增长 3.4%，占比 17.7%，较去年下降 1.1 个百分点；国有企业出口 1053.3 亿元，增长 9.2%，占比 5.5%，与去年基本持平。分产品看，机电产品增长 12.3%，占全省出口比重为 43.3%，较去年上升 0.9 个百分点。高新技术产品出口增长 13.7%，占全省出口比重为 6.5%，较去年上升 0.2 个百分点；八大类轻工产品出口增长 6.9%，占全省出口比重为 16.7%，较去年下降 0.5 个百分点。纺织服装产品出口增长 4.0%，占全省出口比重 22.7%，较去年下降 1.3 个百分点。市场采购贸易方式出口 1909.7 亿元，增长 2.0%，占全省出口比重 9.8%，较去年下降 0.8 个百分点；对一带一路沿线国家出口增长 9.2%，拉动全省出口 3.0 个百分点，其中老挝（384.8%）、蒙古（116.3%）、白俄罗斯（96.7%）增长最快。

整体来看，浙江省区域经济不断发展，总体竞争力持续提升，将为公司提供良好的外部发展环境。

## 五、重大事项

2015 年，根据浙合兴董决【2015】1 号决议，公司拟将农资板块及汽车板块整体筹备上市，为推进公司部分板块上市的工作，公司子公司原浙江农资集团有限公司（以下简称“原浙江农资”）分立为浙农控股集团有限公司（以下简称“浙农控股集团”）和浙江农资集团有限公司（2017 年更名为浙农集团股份有限公司，以下简称“浙农股份”），由浙农控股集团受让兴合集团所持有的原浙江农资 31% 股权，原浙江农资职工持股会变更为浙江泰安泰投资咨询合伙企业（有限合伙）。本次股权分立事项已于

2015 年 9 月完成变更。

股权分立前，公司直接持有原浙江农资 51% 股权，浙江农资集团有限公司员工持股会、浙江兴合创业投资有限公司（以下简称“兴合创投”）和自然人分别持有浙农控股集团 28.46%、2.65% 和 17.89% 股权。分立完成后，公司直接持有浙农控股集团 56.6094% 股权，杭州泰农泰投资管理合伙企业（有限合伙）、兴合创投和自然人分别持有浙农控股集团 23.0367%、2.6512% 和 17.7027% 股权；公司直接持有浙农股份 20% 股权，通过浙农控股集团持有浙农股份 36.6094% 股权，兴合创投、杭州泰农泰投资管理合伙企业（有限合伙）和自然人分别持有浙农股份 2.6512%、22.8488% 和 17.8906% 股权。公司已将农资板块及汽车板块整体置入浙农股份，将原浙江农资其他业务（包含塑化板块、房地产板块、类金融板块等）全部置入浙农控股集团，目前已重构为以浙农控股集团为母公司、以浙农股份为拟上市主体子公司的架构。

截至 2018 年 6 月底，浙农控股集团注册资本 5.00 亿元，资产总额 218.99 亿元，权益总额 46.54 亿元，2018 年 1~6 月实现收入 267.24 亿元，利润总额 3.20 亿元。截至 2018 年 6 月底，浙农股份资产总额 89.27 亿元，权益总额 26.74 亿元，2018 年 1~6 月实现收入 133.92 亿元，利润总额 1.50 亿元。

目前浙农股份正在筹划 IPO 上市，联合资信将持续关注公司部分主业板块上市工作的最新进展。

## 六、基础素质分析

### 1. 产权状况

公司出资人为浙江省供销社，持有公司 100% 股份，为公司的实际控制人。

### 2. 企业规模及核心企业

公司 1992 年由浙江省供销社出资设立，负

责运营浙江省供销社本级资产，是一家以内外贸为主，工贸一体运营、商品经营和资本运营相结合的大型商贸流通企业。公司下属经营经济实体 400 多家，产业布局涉及塑化、农资、汽车、茶叶、钢材、再生资源、房地产等多个行业。根据供销社系统内部排名显示，公司经营规模与经济效益均居全国供销社系统首位。

公司从事商贸流通以及进出口业务的公司主要有浙农控股集团、浙江新大集团有限公

司（以下简称“新大集团”）、浙江特产集团有限公司（以下简称“特产集团”）、浙江福士达集团有限公司（以下简称“福士达集团”）、浙江省再生资源集团有限公司（以下简称“再生资源公司”）和中国茶叶拍卖交易服务有限公司（以下简称“中茶拍公司”），6 家子公司营业收入合计占比超过公司营业收入的 99%，主要财务数据如下表所示。

表1 主要子公司财务数据情况（单位：万元）

公司	截至 2018 年 6 月底 持股比例	2017 年				2018 年 6 月			
		总资产	权益	营业收入	利润总额	总资产	权益	营业收入	利润总额
中茶拍公司	90.00%	63312.86	34973.92	154074.24	3286.71	66076.96	35166.35	77973.77	1750.00
浙农控股集团	56.61%	2005586.95	461957.08	4975523.57	105045.01	2189933.85	465394.04	2672441.37	32029.41
新大集团	51.00%	1190274.7	363959.34	1120160.85	44926.05	1206121.20	361972.09	386925.15	828.53
特产集团	51.00%	515561.39	109176.68	1554906.49	17318.92	545316.29	103853.68	757989.85	1791.08
福士达集团	51.00%	462915.5	90076.84	579320.7	3199.02	395083.12	87902.20	350715.00	-2733.36
再生资源公司	63.07%	48948.41	20053.39	34655.88	1130.51	41960.23	18296.10	17268.41	-1606.23

资料来源：公司提供

浙农控股集团（截至 2018 年 6 月底，公司持股比例 56.61%）前身是成立于 1952 年的浙江省农资公司，目前已形成以农资产业为依托，塑化、汽车、房地产与金融投资产业综合发展的经营格局。截至 2018 年 6 月底，浙农控股集团农资板块销售网络拓展到 10 余个省市自治区，拥有经营网点 3000 余家；汽车销售方面已取得宝马、迷你、凯迪拉克等多个知名品牌的区域销售权，建成标准化 4S 汽车销售服务中心 26 家，二手车中心 2 家，维修中心 1 家；塑化产业方面与众多国内外知名石化企业建立战略合作关系，是华东地区大型塑料原料经营企业之一。目前，公司化肥销售量在中国仅次于中化与中农两家特大型农资流通企业，在全国省级农资企业排名首位。

新大集团（截至 2018 年 6 月底，公司持股比例 51%）是 2002 年由浙江畜产进出口公司通过企业改制设立。自改制以来，逐渐成为以工贸结合，进出口贸易为主，国内贸易及金融投资多元化经营的综合企业。新大集团出口商品

主营服装、针纺织品，食品、鞋制品、五金机电、成套设备等，出口产品覆盖 100 多个国家和地区。进口商品以化工、裘皮原料为主，2017 年进出口规模为 6.05 亿美元，位列浙江省级外贸公司前三甲。

特产集团（截至 2018 年 6 月底，公司持股比例 51%）的前身是成立于 1959 年的浙江省特产公司，经营范围涉及棉花、化纤、PVC、钢材、煤炭、铬锰镍铜矿石、外贸及房地产开发业务。特产集团曾获“全国供销社系统农业产业化龙头企业”称号，2012 年、2015 年和 2018 年获浙江工商行政管理局“AAA 级守合同重信用单位”称号。

福士达集团（截至 2018 年 6 月底，公司持股比例 51%）前身为成立于 1981 年的中国土产畜产浙江茶叶进出口公司，是中国最大的茶叶经营企业和全球最大的绿茶出口企业。目前公司已建设茶叶基地 20 万亩，11 个加工工厂，茶叶出口量连续 18 年排名全国第一，销售网络遍布全球六十多个国家和地区。

再生资源公司（截至 2018 年 6 月底，公司持股比例 63.07%）成立于 1987 年，业务范围包括商品贸易、改性塑料、城市矿产、农村业务等，具有国家定点报废汽车回收拆解经营资质、国家定点废弃电器电子产品处理资质、浙江省资源综合利用企业资质、外贸进出口（含废金属、废纸、废塑料）资质，是中国再生资源回收利用协会副会长单位、浙江省再生资源回收利用协会会长单位，2011~2014 年位列中国再生资源百强企业。

中茶拍公司（截至 2018 年 6 月底，公司持股比例 90%）成立于 2012 年 11 月，注册资本 1.5 亿元。公司成立以来，先后组织多茶类、跨地区、不同竞价形式的现场拍卖会，并设立了浙江东海商品交易中心、浙江兴合小贷、兴合金融、浙江锦宏商贸等公司，业务涉及茶叶拍卖、交易中心、金融服务、商贸等四大板块。

总体来看，公司作为浙江省供销社的大型商贸流通企业，经营规模较大，主要经营领域具有明显的资源优势与渠道优势，竞争能力较强。

### 3. 竞争优势

#### 品牌优势

上世纪 80 年代，公司已注册了“骆驼”、“狮峰”等商标。2008 年金融危机后，公司品牌意识逐步加强，相继出台了《关于加强品牌建设的若干意见》、《品牌建设奖励资金申报办法》等，2011 年将品牌建设纳入发展战略和总体规划。近年来，公司进一步加大品牌培育力度，不断完善外贸产业链条，向研发设计、品牌、分拨等产业链高端延伸。截至 2018 年 6 月底，公司各级企业拥有自主品牌 32 个，其中浙江省著名商标 9 个，浙江省知名商号 3 个，其中 2012 年“惠多利”品牌获得了中国驰名商标称号，成为中国农资流通行业获此殊荣的首家企业。

#### 工贸一体化

公司除进行传统贸易外，自 2000 年开始积

极尝试工贸一体化，拓展产业链，并自 2005 年开始形成了一定规模。目前公司已经形成了集原材料采购、加工、纺纱、印染、成本生产、国际贸易为一体的集团型服装、床上用品企业。公司为 NITORI、ZARA、HM、CK、J.CREW、GERRY WEBER、AVIA、MICHAEL KORS 等国际品牌提供贴牌生产服务，且与日本 NITORI、JONES APPAREL GROUP INC、美国 AVIA 公司等公司形成了良好的合作关系。

公司大力拓展工贸结合的外贸优势，主要投资设备包括全自动电脑横机、纺纱生产线、羽毛羽绒水洗成套设备，其中德国进口的全自动电脑横机，极大提高了产品的设计、研发能力。截至 2018 年 6 月底，公司服装产能如下表。

表2 截至2018年6月底公司主要自有工厂汇总情况

公司名称	主要产品	产能	生产机械
浙江华兴羽绒制品有限公司	床上用品	829 万件/套	羽毛羽绒水洗成套设备、梳棉机、缝纫机
桐庐富春江织造集团有限公司	针织服装	373 万件	全自动电脑横机
浙江春风集团有限公司	纱线、服装	400 万件	纺纱生产线、全自动电脑横机
浙江明升服装有限公司	压胶服、滑雪服、冲锋衣，羽绒服，棉服，滑雪裤，钓鱼马甲等	270 万件	缝纫机、充绒机、自动模板机、锁钉机、压胶机、绣花机等
浙江华大制茶有限公司	眉茶、珠茶、花茶	53643 吨	金属检测机、冷风机、压茶机、打散机、炒茶机、茶叶包装机、色谱仪
浙江临安九诚茶业有限公司	乌龙茶、袋泡茶、眉茶	11468 吨	制茶流水线、真空包装机、袋泡茶机、封口机、匀堆机、茶叶包装线

资料来源：公司提供

#### 政策及财政支持

公司是浙江省供销社所属独资公司，在多年的经营发展过程中，能获得政府的政策及资金支持。近几年，浙江省为支持省内贸易企业发展，印发一系列政策文件，包括《浙江省供销社合作社财政扶持资金管理暂行办法》（浙财字[2009]132号），《浙江省再生资源回收利用体系建设专项资金使用管理暂行办法》（浙财企字

[2007]74号),《浙江省省级棉花风险基金使用储备管理暂行办法》(浙财二字[2004]36号),《浙江省省级重要商品应急储备管理办法》(浙财企[2016]98号)等,一定程度上促进了公司商贸流通业务的发展,各项补贴政策与专项资金连续性较强。2014~2017年,公司补贴收入有所波动,三年分别为1.39亿元、1.62亿元和0.46亿元,2017年补贴收入下降主要是由于农资化肥储备量减少、再生废旧物资货源少同时处置两家再生资源子公司、原料价格上升综合因素导致规模下降所致。

表3 公司近三年补贴收入明细(单位:万元)

补贴主体	2015年	2016年	2017年	说明
农资集团	3694	2827	1767	化肥淡储补贴(如仓储费和资金利息)
特产集团	662	566	566	浙江省财政厅储备棉补贴,财政厅年度省级棉花储备利息和保管费用,专款专用,工作完成后进行清算,多退少补
再生资源	5737	6010	2233	国家环保部,废弃电器电子产品拆解补贴
再生资源	1746	6754	0	固镇县财政局,再生资源专项扶持资金
<b>总计</b>	<b>13854</b>	<b>16157</b>	<b>4566</b>	--

资料来源:公司提供

#### 4. 人员素质

截至2018年6月底,公司高级管理人员共2人,包括总裁1人、副总裁1人。

公司董事长邵峰先生,1962年7月出生,浙江宁波人,中共党员,1981年8月参加工作,华东师范大学社会学专业毕业,研究生学历,管理学博士。先后任浙江省农村发展研究中心联络室主任、省农办综合调研处处长、人事秘书处处长、省委省人民政府农业和农村领导小组办公室副主任,十、十一届省政协委员、省政协农业和农村工作委员会副主任等职务;于2016年3月任省供销社党委书记、理事会主任、浙江省兴合集团有限责任公司董事长。

公司总裁施建强先生,1965年9月生,在

职研究生学历,高级会计师,曾担任浙江省供销社财务处副科长、科长,浙江省茶叶进出口有限公司财务部经理、公司总经理助理兼财务部经理、公司副总经理、浙江省供销社(省兴合集团公司)财务部副部长、部长,财务处处长、浙江省茶叶进出口有限公司党委副书记、董事长、总经理、浙江省茶叶集团有限公司党委书记、董事长,浙江福士达集团有限公司党委书记、董事长,省兴合集团有限责任公司副总裁,现任省供销社党委委员、公司总裁。

公司副总裁赵有国先生,1971年9月出生,高级会计师,党校研究生。曾担任浙江省供销社财务处科员、副科长科长、副处长;省兴合集团有限责任公司财务部部长,现任公司副总裁兼财务部部长。

截至2018年6月底,公司共有职工15669人。从学历构成来看,大学本科及以上占20.29%,大专学历占17.77%,高中及以下占61.94%;从年龄结构看,35岁以下占60.63%,35~45岁占24.07%,45岁及以上占15.30%。

总体看,公司董事长政府工作背景丰富,高级管理人员大多具有多年的企业运作经验,管理与实践经验丰富;员工年龄结构合理,整体文化素质能够满足公司发展要求。

## 七、管理分析

### 1. 治理结构

公司为集体所有制企业,浙江省供销社是公司实际控制人。公司按照《公司法》和公司章程不断完善公司法人治理结构。公司不设股东会,由浙江省供销社行使股东会权力。董事会是公司的最高权力机构和决策机构,并行使股东会的部分职权。公司董事会由11位董事组成(包括2名职工代表),董事由浙江省供销社委派,职工代表按照《公司法》程序产生。其中包括董事长1名,为公司的法定代表人,副董事长5名,均由浙江省供销社指派。公司实行董事会领导下的总裁负责制,总裁负责公司

的日常经营和管理工作。

公司监事会由 5 名监事组成（包括 2 名职工代表），监事由浙江省供销社委派，职工代表按照《公司法》程序产生。公司设监事会主席 1 名，由监事会选举产生。

总体看，公司治理结构较为完善。公司股东浙江省供销社对公司董事会及监事会控制力强。

## 2. 管理体制

在管控体系方面，公司总部立足战略及投资控股复合型管理的基本定位，主要发挥战略规划、搭建投融资平台、资产管理、资源协同和风险控制作用，集中精力思考和处理影响集团长远发展的重大问题。各一级子公司作为经营业务主体，在接受公司总部战略管控的前提下，享有在授权范围内开展业务活动所需要的一切经营管理权。

经营者管理方面，公司对企业经营者实行任期目标责任考核，依据经营标的、业绩分配、风险相配套的指标体系，每年考核一次，并据此由公司进行年薪兑现。

在投融资管理方面，公司制订了《浙江省兴合集团投资管理办法》、《浙江省兴合集团房地产投资管理办法》与《浙江省兴合集团金融投资管理办法》，明确直属各单位在进行对外投资之前需要进行可行性研究，在集团公司进行担保或者互保需提交公司董事会审议核准，不需要集团担保或者集团内企业互保投资事项通过子公司董事会审议即可，在金融投资方面公司管理较为严格，任何金融投资均需报集团审批；融资方面公司总部为集团成员子公司搭建融资平台，确定融资规模。在此框架下，子公司在资金使用管理方面享有较大自主权。

在资金管理方面，公司现行的资金使用实行资金定额管理，进行资金总量控制；对资金支付实行预算内的限额审批的办法；集团公司资金的统一筹措、调配以及短期投资，由集团财务部运作。

在人事管理方面，公司对下属各个子公司进行分级管理，一级子公司负责人均由浙江省供销社进行委派；下属二、三级子公司由一级子公司推荐，并报公司本部审核通过后任命。在子公司的董事会监事会构成方面，公司按照持股比例委派相同比例的董事及监事，其余董事监事由职工代表担任。

总体看，公司人事管理较为严格，子公司经营管理权包括资金管理自主权较大，公司在资金集中管理方面制度有待加强。

## 八、经营分析

### 1. 经营概况

公司是浙江省大型商贸流通企业之一，主营业务可划分为三个板块：商贸流通板块，房地产板块和其他业务，其中商贸流通是公司营业收入和利润的主要来源，房地产和其他业务板块的收入相对较小。2015~2017 年，受内贸业务和房地产收入持续增长的影响，公司主营业务收入规模持续上升，三年分别为 623.65 亿元、690.37 亿元和 840.17 亿元。

收入构成方面，商贸流通业务一直为公司主营业务收入的主要来源，近三年占公司主营业务收入比重均在 90%以上，其中内贸占比均在 70%以上。分板块来看，近三年内贸业务收入实现持续增长，分别为 462.32 亿元、529.58 亿元和 686.70 亿元；外贸业务受国际经济环境景气度低位运行影响，收入持续下降，2017 年为 87.86 亿元；近年来，在房地产行业需求回暖，同时加大房地产项目库存去化力度综合带动下，房地产板块为公司收入形成良好支撑，2017 年实现 48.14 亿元；公司其他业务主要包括子公司浙农控股集团开展的钢材业务、类金融业务及租赁、物流等服务业务，2017 年实现收入 17.47 亿元，同比增长 48.18%，对主营业务贡献小。

从毛利率来看，2015~2017 年，内贸业务毛利率有所波动，其中 2017 年下降主要系毛利

率较低的塑化贸易收入规模和占比提升所致；外贸出口业务毛利率波动上升，2016年人民币整体呈贬值态势，出口毛利率同比增加1.53个百分点至6.52%，2017年下半年受人民币升值且公司出口主要集中于下半年综合因素，出口毛利率同比减少0.49个百分点至6.03%；房地产业务由于公司不同楼盘毛利率不同以及各楼盘销售情况不同，盈利水平有所波动，三年分别为23.50%、19.91%和24.20%。总体看，主要受内贸业务毛利率波动的影响，公司近三年

毛利率略有波动，2017年综合毛利率为6.01%，毛利率较低，符合流通行业特点。

2018年1~6月，公司实现营业收入430.53亿元，同比增长11.46%，其中内贸业务实现收入362.20亿元，同比有所增长；外贸出口实现收入41.10亿元，同比略有下降；房地产实现收入11.67亿元。从毛利率来看，内贸业务毛利率受产品结构影响下滑至3.27%；房地产业务毛利率15.34%；当期公司综合毛利率4.83%，同比增加0.19个百分点。

表4 公司主营业务收入构成情况(单位:亿元、%)

业务板块	2015年			2016年			2017年			2018年1-6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
内贸	462.32	74.13	4.84	529.58	76.71	4.93	686.70	81.73	4.42	362.20	84.13	3.27
外贸出口	115.83	18.57	4.99	106.25	15.39	6.52	87.86	10.46	6.03	41.10	9.55	5.11
房地产	32.99	5.29	23.50	42.75	6.19	19.91	48.14	5.73	24.20	11.67	2.71	15.34
其他	12.51	2.01	33.33	11.79	1.71	32.03	17.47	2.08	18.21	15.56	3.61	32.39
合计	623.65	100.00	6.43	690.37	100.00	6.56	840.17	100.00	6.01	430.53	100.00	4.83

资料来源:公司提供

注:2018年1~6月,公司主营业务收入口径采用营业收入。

### (1) 内贸业务

公司内贸业务经营品种主要包括塑化产品、农资产品、汽车、钢材、废旧物资和棉花等,其中塑化产品、农资产品以及汽车为公司经营主要品种,三者收入合计占比超过70%,2017年为80.84%。从贸易品种来看,2015~2017年,塑化产品收入逐年提升,年均复合增长31.98%;汽车年均复合增长26.34%;农资产品波动下降,2017年为57.74亿元,同比增长22.98%,主要系农资行情整体回暖,产品采

购均价回升所致;近三年废旧物资呈现持续下降趋势主要是废旧物品受政策限制,利废企业使用废旧物资的成本增加导致部分利废企业关停以及处置两家子公司所致;其余品种收入均呈现不同程度增长,受此影响,公司全年完成内贸收入686.70亿元,同比增长29.67%。

2018年1~6月,公司内贸业务收入362.20亿元,同比增长17.19%,达到2017年全年的52.75%,除废旧物资外,其余产品均呈现不同程度增长,塑化、钢材和汽车涨幅比例较大。

表5 公司国内贸易业务按商品分类情况(单位:亿元、%)

商品类别	2015年		2016年		2017年		2018年1-6月	
	贸易额	占比	贸易额	占比	贸易额	占比	贸易额	占比
塑化	221.68	47.95	270.03	50.99	386.16	56.23	202.13	55.81
农资	65.91	14.26	46.95	8.87	57.74	8.41	38.67	10.68
汽车	69.68	15.07	88.93	16.79	111.23	16.20	54.63	15.08
废旧物资	17.51	3.79	15.29	2.89	4.45	0.65	1.74	0.48
钢材	42.37	9.16	47.18	8.91	59.25	8.63	21.43	5.92
棉花	15.67	3.39	16.87	3.19	18.59	2.71	10.45	2.89

其他	29.51	6.38	44.33	8.37	49.28	7.18	33.15	9.15
<b>合计</b>	<b>462.32</b>	<b>100.00</b>	<b>529.58</b>	<b>100.00</b>	<b>686.70</b>	<b>100.00</b>	<b>362.20</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

### 塑化板块

公司塑化板块主要由浙农控股集团与特产集团经营，经营品种包括聚乙烯（PE）、聚氯乙烯（PVC）、聚丙烯（PP）等塑料原料产品以及甲醇、二甘酸等液体化工产品。近三年，塑化板块收入规模快速增长，2017年，公司塑化产品实现收入386.16亿元，同比增长43.01%，占内贸收入比重提升至56.23%。2018年1~6月，实现收入202.13亿元，同比增长20.64%。

目前，公司与中石化、中石油系统，新疆天业、内蒙伊利等大型企业建立了战略合作关系，并在华东地区建立分销网络体系，销售网络涵盖浙江、江苏、安徽、江西、广西、上海等地区，拥有稳定货源和销售渠道，是华东地区塑化贸易规模最大的公司。合同签订方面，公司一般在年初与供应商签订全年框架协议，约定全年贸易总量，月度按照市场行情执行并定价，根据市场行情的不同，公司与供应商计价方式略有差异，市场行情走低的情况下，公司以二次定价为主，以此规避价格波动风险；市场行情上涨时，以买断式定价为主，公司根据库存量进行套期保值，以此锁定价格风险。公司主要通过第三方仓库及物流公司进行仓储及配送，合作企业主要为央企或地方国企。

目前公司塑化产品以自营业务为主，下游客户较为分散，主要销售对象为工业用户，一般下游客户以全款支付，公司根据下游客户资信情况会给予适当赊销，赊销账期一般在1个月以内。除贸易业务外，公司还进行薄膜、包装材料等产品生产加工，目前拥有农用薄膜产品产能2.5万吨，包装用膜产品产能1.2万吨，软包装用膜产品产能6000吨，主要销售对象有温岭市新联农资连锁有限公司，沈阳八塑料包装有限公司，不二家杭州食品有限公司。在结算模式上，国内购销主要采用现款和银行承兑汇票结算，需预付90%，进口采购和转口销售

主要以美元结算，采用信用证方式，通过外汇远期、外汇期权和外汇期权组合来规避汇率风险。账期方面，下游主要客户账期为7天左右，个别客户账期1个月内，基本以国内销售为主，出口及转口外销占比较小。

### 农资板块

农资板块由浙江农资集团及下属子公司惠多利农资有限公司（以下简称“惠多利”）和浙江浙农爱普贸易有限公司负责，主要经营化肥、农药、农膜三种产品，其中化肥销售占90%以上。以下分析以化肥产品为主。

表6 农资板块子公司2017年财务情况（单位：亿元）

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

资料来源：公司提供

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

目前公司主要经营国产尿素、国产复合肥、国产钾肥以及进口的各种目前国内市场缺乏的化肥，已取得三十多个化肥品牌的总经销、总代理资格，与中化、中农、国投罗钾、宁化、江苏灵谷、中海化学等主要化肥生产和贸易企业建立了长期合作关系。农药农膜方面公司也与国内外众多知名农药生产企业建立了厂区业务合作关系，长期合作终端客户2000余家，经营农药品种2000多个。

结算方面，行情上涨时，公司与上游一般采用预付的方式，行情下跌时，部分厂家采用先发货后付款的方式；公司一般采用二次定价及背靠背合同来规避价格风险。

销售方面，公司已在浙江、江苏、江西等 10 余个省市自治区建立省级区域公司，截至 2018 年 6 月底，拥有经营网点 3000 家，区域配送中心 100 余个，仓储设施面积共约 30 万平方米。由于下游客户 90% 为零售商，公司与下游客户主要以现款现货的结算方式，少量客户根据资信情况给予一定程度赊销，故农资板块现金流较稳定。

2016 年，公司农资业务收入同比明显下降 28.75% 至 46.95 亿元，系前三季度化肥市场供过于求，行情低迷，需求方持续观望，整体销售节奏缓慢；同时，化肥销售单价受恢复征收增值税的税率<sup>1</sup>因素影响同比下降 11.50% 所致。2017 年，农资行情整体回暖，产品销售均价回升，收入同比增长 22.98% 至 57.74 亿元。

#### 汽车板块

公司汽车板块主要由浙江农资集团及下属子公司经营，目前已取得宝马、迷你、凯迪拉克、奥迪等多个知名品牌的区域经销权。

公司自 2007 年介入汽车 4S 店经营以来，坚持定位高端品牌汽车经销，通过自建及并购汽车 4S 店的方式逐步扩大经营规模，于 2017 年开拓销售领域，将 4S 店拓展至江苏省，经营品牌从宝马扩展至奥迪、凯迪拉克等。截至 2018 年 6 月底，公司拥有 4S 店 26 家，经营设施总面积约 30 万平方米，主要位于浙江省内，其中位于杭州的门店 8 家。4S 店门店中自建及收购 14 家，面积 14 万平方米，其余 12 家系租赁，租赁面积约 10 万平方米，租期通常为 15~20 年。

公司主要供应商为宝马（中国）汽车贸易有限公司（以下简称“中国宝马”）和华晨宝马汽车有限公司（以下简称“华晨宝马”），以进口车型为主，通常双方在年初签订框架协议，约定年度销售计划，月度根据实际情况执行采购，结算主要通过现款现货或通过车牌质押给宝马金融进行融资的模式进行，每年根据公

司销售计划的完成情况，供应商对公司进行返利。

近年来随着汽车销售市场竞争激烈加剧，公司汽车销售利润空间被逐步挤压，汽车板块利润主要来自售后服务板块。2017 年，公司共销售汽车 3.37 万辆，同比增长 21.60%，其中宝马系品牌销售量 2.67 万辆，销售额占汽车板块总销售额的 75.19%。2017 年，公司汽车板块收入 111.23 亿元，同比增长 25.08%，主要系公司陆续收购宝马 4S 店的收入贡献带动所致，其中汽车销售收入和售后服务收入分别占 86.21% 和 13.79%。2018 年 1~6 月，公司汽车板块实现收入 54.63 亿元，同比增长 9.85%。

#### 钢材贸易

公司钢材贸易主要由特产集团和再生资源公司运营。2017 年，钢材大宗商品市场回暖，价格回升，公司钢材销售平均价格 2940.32 元/吨，同比增长 58.12%。受益于钢材价格增长带动，公司钢材贸易实现收入 59.25 亿元，同比增长 25.58%。由于钢材价格大涨后部分下游客户进行产品结构调整，且公司钢材贸易资金量不能覆盖全部下游客户的需求量，公司钢材业务业务量有所收缩，2018 年 1~6 月，钢材贸易实现收入 21.43 亿元，同比下降 25.04%。

公司目前钢材贸易主要由特产集团下的浙江特产金属材料有限公司（以下简称“特产金属公司”）以及浙江特产华龙贸易有限公司（以下简称“华龙贸易”）运营，其中特产金属公司客户以央企重点工程为主，主要通过投标来获取重点工程采购权，之后根据项目工程对钢材品种及价格的要求进行采购，上游主要为钢厂及上海钢铁网。2017 年公司下游客户主要有中建三局集团有限公司、中建三局第三建设工程有限责任公司、江阴瑞和金属制品有限公司、江阴西城钢铁有限公司、浙江中大集团国际贸易有限公司等大型企业。结算方面，一般由特产金属公司向上游预付全款，公司与下游客户结算有一定账期，通常为 3~6 个月，采销期间存在一定垫款期，该类业务为公司自营业务，

<sup>1</sup>财税【2015】90 号，《关于对化肥恢复征收增值税政策的通知》。

钢材价格随行就市，一般在采购价的基础上加价，对于少部分库存通过研判行情，筛选优质客户和项目来控制风险，价格风险不大。

华龙贸易下游客户主要为省内和江苏地区的中型钢厂，公司一般采用以销定购的模式，与上下游钢厂签订背靠背合同，结算方面由华龙贸易预收下游客户合同货款的 15% 作为保证金，公司预付合同的全部或部分货款给上游钢厂，钢厂交货后，由公司安排运输到库，公司通知下游客户带款提货。2017 年，公司钢材贸易自营及代理业务比重分别为 48.32% 和 51.68%。

#### 其他产品

棉花是特产集团的传统经营商品，目前公司已先后在新疆、山东、河北、江苏等棉花主产省投资建设了一批棉花货源基地，同时在浙江省内以及周边铺设销售网点以及配送网络，公司棉花贸易经营占浙江省棉花需求总量的 35%。公司棉花贸易上游较分散，主要为供应地当地兵团和中储棉公司，目前公司自营业务占比 60%，一般向上游预付 20% 保证金，货到付尾款，公司依据市场行情判断价格，赚取价差。其余为代理业务，目前公司代理形式主要为两种：①下游客户向公司预付 20~30% 的定金，由公司向上游采购，公司收取代理费 200 元/吨；②公司为上游棉花厂代理，公司先付上游 70% 款项，待销售后付尾款。除此以外，公司还承担浙江省棉花储备任务，收取浙江省财政厅年度省级棉花储备利息和保管费用。2017 年，公司棉花销售收入为 18.59 亿元，同比增长 10.20%。

废旧物资主要由再生资源公司运营，业务涉及废钢、废铜、废铝、废镍、废纸、废塑料、废旧家电、报废汽车等二十多个品种，各类再生资源分拣货场 6 个。受国家对利废企业出台优惠税政<sup>2</sup>的持续影响，传统再生资源行业景气度低迷，再生能源公司分别于 2016 年 10 月和

2017 年 8 月处置下属子公司蚌埠市天源再生资源有限公司和浙江兴合环保有限公司股权，不再将其纳入合并范围（实现投资收益合计 3593.46 万元），再生资源业务规模持续缩减。2017 年该业务实现收入 4.45 亿元，同比大幅下降 70.87%；2018 年 1~6 月，实现收入 1.74 亿元，规模持续缩减。

总体看，公司内贸发展迅速，汽车、农资等传统业务板块具有一定的区域品牌优势与规模优势，塑化产品收入规模快速增长，但毛利率偏低，具有一定价格波动风险。

#### (2) 外贸出口

外贸出口是公司收入重要组成部分，主要由新大集团、浙农控股集团与福士达集团运营。2015~2017 年，公司外贸出口规模持续下降，其中 2016 年，公司外贸出口规模全年实现收入 106.25 亿元，同比下降 8.27%，但受人民币贬值的影响，公司外贸业务整体毛利率有所上升，为 6.52%。2017 年，受人民币汇率波动升值影响，公司外贸出口规模有所收缩，全年实现收入 87.86 亿元，同比下降 17.31%，毛利率同比略有下降，为 6.03%。2018 年 1~6 月，外贸出口规模 41.10 亿元，同比下降 19.59%，占 2017 年全年 46.78%，毛利率持续下滑。

从出口商品类别看，公司服装类商品与纺织织品为传统经营产品，近三年两者出口额保持稳定，2017 年以上两项实现出口额合计 45.43 亿元，出口额占比在外贸出口整体收入呈现持续增长态势，近三年分别为 41.26%、43.14% 和 51.70%。2017 年，公司化工产品外贸收入下降明显，系子公司特产集团统计口径调整，将塑化贸易收入（以对中国香港为主，当期收入 10.43 亿元）转计入塑化内贸收入所致。2017 年，公司其他产品出口额 20.50 亿元，同比下降 23.54%，系受当期人民币汇率双向波动下整体的升值态势影响，其他产品收入规模下降所致。

公司服装板块主要由新大集团负责运营，新大集团自二十世纪开始实施工贸结合的战

<sup>2</sup>财税【2015】78 号，关于《资源综合利用产品和劳务增值税优惠目录》的通知。

略，目前已形成了服装及床上用品集原材料采购、加工、纺纱、印染、生产、国际贸易为一体的产业链，截至 2018 年 6 月底，公司服装产能超过 900 万件，床上用品 829 万套，子公司浙江华兴羽绒制品有限公司、浙江春风集团有限公司、桐庐富春江织造集团有限公司分别承担公司纺织服装、羽绒制品及针织服装的生产及出口任务。近年来，在国内生产要素成本不断上升的背景下，新大集团实施走出去的发展战略，由其控股的新大三源在缅甸及柬埔寨开设了 3 家工厂，产能分别为 260 万件、120 万件和 200 万件，投资规模分别为 280 万美元、100 万美元和 300 万美元，由东南亚地区工厂承担公司中低端服装产品的生产，并出口到欧洲、加拿大、日本等地，目前 3 家工厂已经全部投产。

公司纺织服装类产品主要采用以销定产的模式，目前新大集团与世界一百多个国家和地区建立了贸易往来。在原材料采购方面，纺织服装少量由客户指定工厂采购，其余由客户提供款式、成分及品类，由公司自行采购面料；近年来，公司逐步引入营销设计团队，自主设计产品，由客户进行挑选。羽绒及羊绒采购方面，主要通过向收购点及原材料基地采购。东南亚地区生产目前主要由国内供料，国外制作，由公司承担运输成本，一般来讲公司原材料成本占总成本的 60~70%。在生产方面，目前 60~70% 的订单由公司通过直营工厂进行生产，其余部分由外协加工进行简单加工，再交由公

司进一步加工。公司目前已与 NITORI、JONES APPAREL GROUP INC、美国 AVIA 公司等公司形成了良好的合作关系，并为 NITORI、ZARA、HM、CK、J.CREW 等多个国际品牌提供贴牌生产服务。

外贸出口业务结算方面，公司通常采取 L/C、D/P、T/T 三种形式进行结算。对于客户资质，公司对客户逾期记录、中信保给予的信用额度变动、市场发展状况进行常年综合审查，确定各客户的信用等级。为降低收汇风险，公司全部业务均投出口信用保险，目前享有国家给予的 50% 保险费率补贴。

茶叶贸易主要由福士达集团下属的浙江省茶叶集团有限公司负责运营。公司目前已建立各类茶叶基地 20 多万亩，分布在浙江主要产区及福建、湖北、云南、安徽、贵州等地，带动茶农 2 万多户；外贸茶品包括绿茶（主要销往西非、北非、南亚西亚地区、欧盟地区的阿拉伯裔群体）、红茶（主要销往俄罗斯、欧盟、美国等）、蒸青、乌龙茶（主要销往日本）及袋泡茶、速溶茶（主要销往日本、欧盟、美国等）。公司拥有“骆驼”、“狮峰”、“天香”等十余个自有商标，“骆驼”、“狮峰”是国际绿茶市场上的知名品牌，已在全世界三十多个国家和地区注册。“骆驼”牌是全行业唯一的“商务部重点培育和发展的出口名牌”，连续五届“浙江省著名商标”。近三年，公司茶叶外贸收入分别为 3.98 亿元、3.52 亿元和 3.53 亿元。

表 7 公司出口业务按商品分类情况（单位：亿元、%）

出口商品	2015 年		2016 年		2017 年		2018 年 1-6 月	
	出口额	占比	出口额	占比	出口额	占比	出口额	占比
服装	39.13	33.79	37.00	34.82	37.10	42.22	11.85	28.83
纺丝织品	8.65	7.47	8.84	8.32	8.33	9.48	3.55	8.65
化肥农药	7.31	6.31	4.44	4.18	4.74	5.40	1.84	4.47
五金制品	6.06	5.23	6.81	6.41	6.49	7.39	3.14	7.65
畜产品	1.65	1.42	1.61	1.52	1.59	1.81	0.52	1.27
茶叶	3.98	3.44	3.52	3.31	3.53	4.02	2.72	6.63
箱包鞋帽	2.65	2.29	2.05	1.93	2.13	2.43	0.63	1.54

化工	19.20	16.58	15.17	14.28	3.45	3.93	9.21	22.40
其他	27.20	23.48	26.81	25.23	20.50	23.32	7.63	18.57
<b>合计</b>	<b>115.83</b>	<b>100.00</b>	<b>106.25</b>	<b>100.00</b>	<b>87.86</b>	<b>100.00</b>	<b>41.10</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

从出口地区来看，公司出口地区较为分散，美国、日本和中国香港仍为主要出口地区，2017年上述三个市场合计占比为41.81%。2017年，公司对中国香港的出口额及占比均大幅下降，原因是当期特产集团部分塑化贸易业务收入

(10.43亿元)因统计口径调整计入内贸业务中，该业务主要为对中国香港出口；对美国和日本出口额均略有增长，欧洲各国、东南亚及其他市场地区需求保持相对稳定。

表8 公司主要出口市场分布情况(单位:亿元、%)

出口市场	2015年		2016年		2017年		2018年1-6月	
	出口额	占比	出口额	占比	出口额	占比	出口额	占比
美国	20.40	17.62	15.65	14.73	15.90	18.09	5.78	14.06
日本	12.02	10.38	10.20	9.60	11.22	12.77	3.48	8.47
意大利	3.06	2.64	3.41	3.21	2.61	2.97	0.78	1.90
德国	5.04	4.35	5.88	5.53	5.68	6.47	1.59	3.87
法国	3.79	3.28	3.96	3.73	4.08	4.65	1.20	2.93
中国香港	37.60	32.46	29.60	27.86	14.69	16.72	12.76	31.05
西班牙	1.73	1.49	2.20	2.07	2.44	2.78	1.35	3.28
英国	1.72	1.48	2.55	2.40	2.54	2.89	1.03	2.51
东南亚及其他	30.46	26.30	32.80	30.88	28.68	32.65	13.12	31.93
<b>合计</b>	<b>115.83</b>	<b>100.00</b>	<b>106.25</b>	<b>100.00</b>	<b>87.86</b>	<b>100.00</b>	<b>41.10</b>	<b>100.00</b>

资料来源：公司提供

### (3) 房地产板块

房地产板块是公司重要利润贡献板块之一，主要业务集中在浙农控股下属子公司浙江华都控股集团有限公司(截至2018年6月底，资产总额33.18亿元，所有者权益8.35亿元；2017年实现营业收入25.51亿元，净利润1.44亿元)以及新大集团下属子公司浙江三友发展集团有限公司、浙江春风集团有限公司；项目主要分布浙江、山东、安徽和四川。2015~2017年，公司房地产板块实现收入分别为32.99亿元、42.75亿元和48.14亿元，主要系房地产市场回暖以及公司加大去库存力度，成果明显。

公司房地产项目位于中国三、四线城市，土地价格普遍较低，公司主要采取市场化招拍挂方式在各业务城市拿地，拿地价格随市场行情波动。2017年，公司拿地支出46.38亿元，

整体房地产投入规模不大，坚持滚动开发理念，整体风险可控，2015~2017年新增土地储备位于济宁、安吉、衢州、潍坊等三四线城市。2015~2017年，公司开发节奏有所波动，公司房屋竣工面积波动下降，2016年为133.25万平方米，同比大幅增长92.14%，国内房地产市场整体回暖，公司加快开工节奏并加大促销力度，同期实现房屋销售面积93.61万平方米，同比增长44.97%，实现签约销售额67.05亿元，同比增长61.96%。2017年，公司房地产业务发展规模放缓，竣工面积、签约销售面积和签约销售额同比均呈现下降；房屋销售单价方面，由于项目主要位于三四线城市，整体销售单价水平不高，平均销售单价随当期销售区域和项目的不同有所波动，近三年呈现增长态势。

2018年1~6月，公司房屋竣工面积8.04

万平方米，同比大幅下降，同期公司房屋销售面积 39.97 万平方米，签约销售额 38.69 亿元，同比增长 98.80%，主要是三四线城市房价补涨较快，公司进一步加大库存项目去化力度，销售面积大幅增加综合因素所致，公司当期平均销售单价为 0.97 万元/平方米。

表 9 房地产业务发展情况  
(单位: 万平方米、万元/平方米、亿元)

项目	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1-6 月
房屋竣工面积	69.35	133.25	60.22	8.04
签约销售面积	64.57	93.61	88.70	39.97
新增土地储备	8.57	28.12	24.12	22.55

平均销售单价	0.64	0.72	0.74	0.97
签约销售额	41.40	67.05	65.43	38.69

资料来源: 公司提供

注: 以上新增土地储备面积为土地面积。

截至 2018 年 6 月底, 公司在建及拟建房地产项目合计规划建筑面积 584.25 万平方米, 总投资额 269.86 亿元, 已投资 197.47 亿元。公司预计 2018 年剩余季度~2021 年房地产项目分别计划投资 26.10 亿元、26.92 亿元、15.28 亿元和 3.62 亿元(部分项目未来投资根据销售进度和市场情况来定的, 暂时无法确定投资计划), 公司仍有较大资金需求。

表 10 截至 2018 年 6 月底公司在建及拟建房地产项目情况 (单位: 万平方米、亿元、元/平方米)

项目	城市	持股比例	总投资金额	总建筑面积	已投资金额	未来投资计划				取得预售证 尚未售面积	已销售 面积	销售均 价
						2018 年 7-12 月	2019 年	2020 年	2021 年			
成都云景台	四川成都	90%	5.27	7.06	4.39	0.52	0.36	--	--	0.27	4.62	10585
安吉龙山庄园	浙江安吉	60%	25.58	35.14	15.87	3.00	3.70	2.00	1.00	0.38	21.07	12103
安吉兰廷公馆	浙江安吉	60%	6.70	11.47	5.80	0.90	--	--	--	0.55	7.65	8666
龙游华都首府	浙江龙游	70%	8.99	14.52	8.99	--	--	--	--	--	12.72	7706
济宁金色兰庭	山东济宁	65%	44.20	112.12	40.69	2.89	0.30	0.30	0.02	1.63	69.65	6194
乐清虹桥项目	浙江温州	100%	20.00	23.84	12.00	2.00	4.00	2.00	--	0.47	7.53	18369
湖州织里项目	浙江湖州 织里镇	55%	14.20	22.30	7.51	1.98	3.49	1.22	--	5.90	11.74	7871
龙游国际建材家居城(一期)	衢州市龙 游县	51%	3.02	11.09	3.02	--	--	--	--	1.03	4.80	5318
浦江县农副产品批发交易市场一期	金华市浦 江县	80%	2.57	7.41	2.57	--	--	--	--	0.14	2.08	9852
松州广场	浙江丽水 市松阳县	100%	3.28	6.79	2.74	0.54	--	--	--	1.26	3.69	11855
河畔首府	嘉兴市海 盐县	65%	4.09	8.20	2.30	0.89	0.90	--	--	0.65	3.25	9500
春风·玫瑰园	四川南充	68%	12.00	41.24	11.91	0.09	--	--	--	5.06	34.18	4775
春风湖畔居	四川南充	68%	4.50	10.13	2.10	0.30	0.50	1.00	0.60	--	--	--
春风·紫金港	四川南充	60%	16.00	39.81	12.50	1.80	1.20	0.50	--	9.32	27.48	5196
新大·鱼凫公园城	四川叙永	35%	7.00	21.36	4.65	0.72	1.63	--	--	3.74	10.20	3909
西湖春天	湖南邵阳	65%	14.00	59.67	6.00	1.80	1.80	2.00	2.00	5.61	7.95	3682
三友·翡翠城	山东潍坊	75%	11.00	34.99	10.23	0.35	0.42	--	--	1.22	28.83	4663
虞河公馆	山东潍坊	100%	1.85	5.19	1.12	0.73	--	--	--	0.40	3.81	6845
新友上书房	山东临朐	85%	5.50	16.22	2.70	2.00	0.80	--	--	3.24	4.55	5876
新大·香格里拉	四川泸州	42%	11.00	29.00	10.96	0.03	0.01	--	--	0.10	22.56	4638
新宏·蓝庭	浙江衢州	100%	10.00	12.23	4.07	1.53	2.40	2	--	0.15	2.99	14314
新大·西塘里	浙江嘉善	100%	4.81	7.40	2.25	1.10	0.80	0.60	--	--	--	--

新大·蓝庭	浙江嘉兴	60%	8.50	10.23	6.49	0.91	0.60	0.50	--	--	4.71	13475
龙山豪庭	浙江诸暨	60%	10.80	15.84	10.76	0.02	0.01	0.01	--	5.25	6.94	6702
中都华庭	浙江嘉善	40%	15.00	21.00	5.85	2.00	4.00	3.15	--	--	3.94	11000
<b>合计</b>	--	--	<b>269.86</b>	<b>584.25</b>	<b>197.47</b>	<b>26.10</b>	<b>26.92</b>	<b>15.28</b>	<b>3.62</b>	<b>46.37</b>	<b>306.94</b>	<b>--</b>

资料来源：公司提供

注：总投资金额为项目合计需投资金额，包括公司及合作方需投资的部分，公司实际按持股比例承担对应投资金额；以上部分项目持股比例不足 50%，但公司具有实际控制权，仍纳入合并范围；部分项目未来投资根据销售进度和市场情况确定，暂时无法确定投资计划。

在土地储备方面，公司主要采取市场化招拍挂以及协议拿地的方式拿地，且主要选取三四线城市为拿地目标，整体来看土地价格偏低。2017 年公司新增土地储备 24.12 万平方米，新增区域位于浙江嘉兴、湖州和山东，拿地成本分别为 4000 元/平方米、3900 元/平方米和 1100 元/平方米。2018 年 1~6 月，公司新增土地储备 22.55 万平方米，位于浙江玉环、衢州等地，拿地成本分别为 2927 元/平方米和 5557 元/平方米。截至 2018 年 6 月底，公司在衢州、安吉龙山等地拥有未开发土地面积共计 35.21 万平方米。

表 11 截至 2018 年 6 月底公司土地储备情况

(单位: 万平方米)

项目	未开发土地面积
安吉龙山	6.33
浦江农副产品批发市场二期	2.34
衢州龙游国际建材家居城(二期)	3.98
台州玉环项目	5.67
衢州新华都	4.29
东阳明都	10.10
丽水松阳项目	2.50
<b>合计</b>	<b>35.21</b>

资料来源：公司提供

#### (4) 其他板块

公司其他业务包括浙农控股旗下钢材内贸业务，其他服务业务（包含租赁、餐饮、物流及代理）以及类金融业务（小贷、担保和融资租赁），整体收入规模较小，其中小贷业务由下属三家公司杭州市西湖区浙农小额贷款有限公司、浙江兴合小额贷款有限公司、杭州市桐庐县富汇小额贷款股份有限公司经营，注册资本

分别为 2 亿元、2 亿元、4 亿元。截至 2018 年 6 月底，小贷公司贷款余额 12.48 亿元【计入其他非流动资产、应收账款和其他应收款科目】，其中个人贷款和垫款 9.18 亿元，企业贷款和垫款 3.30 亿元，客户较为分散，无关联方；风险拨备 1.28 亿元。逾期贷款余额 1.48 亿元，新增逾期金额 4098.65 万元，均有抵押并追加担保，小贷公司共计提贷款损失准备 4433.45 万元。担保业务经营主体为浙江茗发担保有限公司（注册资本 10500 万元），截至 2018 年 6 月底，为非关联方客户在银行的借款 6.10 亿元提供担保，主要为下游客户车贷提供的担保，共在银行存入担保保证金 0.25 亿元，车贷客户基数大，集中度较低，整体风险较低。

#### 2. 经营效率

近三年，公司销售债权周转次数波动下降，2017 年为 20.77 次，存货周转次数和总资产周转次数持续上升，三年平均值分别为 5.48 次和 1.83 次，2017 年分别为 6.19 次和 1.95 次。总体来看，公司经营效率高，符合贸易型企业特点。

#### 3. 未来发展

“十三五”公司经济发展总的要求是：全面推进固本、调优、拓新和控险工作，加大发展模式创新、经济增长点培育和企业改革力度，提升为农服务综合实力。重点要抓好以下几项工作：（一）以提高经济运行质量为中心，着力实现效益增长；（二）以模式创新为关键，推进贸易主业转型升级；（三）适应房地产市场新特点，继续保持房地产业务稳定持续发展；（四）审慎开展金融和投资业务，深化产融结合成效；（五）参与乡村振兴战略实践，抓好为农服务

产业发展；（六）抓好项目的建设和管理，培育发展后劲；（七）深化体制机制改革，激发各层面的积极性；（八）强化企业内控和风险防范，确保规范安全运营；（九）加强企业党建和人才队伍建设，进一步提升能力素质。未来公司投资将以工贸流通等实业为主，不断优化公司业务结构，完善公司的物流、仓储配送网络，并计划培育一到两家上市公司，目前公司正按计划推进浙江农资集团上市。

除房地产外，公司在建项目 6 项，预计总投资额 20.34 亿元，截至 2018 年 6 月底已投资 13.46 亿元，2018 年剩余月份~2020 年分别计划投资 4.50 亿元、1.76 亿元和 0.34 亿元。

其中，兴合商务广场项目位于杭州市西湖区文一西路与学院路交汇处西北侧，原为杭州师范大学用地。项目总建筑面积约 3.66 万平方米，其中地上建筑面积约 2.56 万平方米，地下建筑面积约 1.1 万平方米。南楼总建筑面积 10662 平方米，西楼 3796 平方米，东楼 3800 平方米，北楼 7331 平方米；共配有机动车位 292 个，其中机械停车位 171 个（位于地下一层）；出让面积 16.38 亩，建筑密度 50%，容积率 2.34（规划要求不大于 2.44），建筑限制高度 36 米，绿地率 25%。该工程于 2016 年 6 月 18 日正式开工，截至目前，广场项目较好完成了

栈桥施工、土方开挖、支撑梁施工、防水工程和整个地下室施工，正在进行南楼一层顶板浇筑，以及老楼内部的拆除和结构加固 90% 左右工程量等。2018 年下半年，广场项目建设将开始装饰装修及室外工程施工，8 月上旬已完成主体中间结构验收，计划 12 月上旬完成幕墙和室内装饰工程，2019 年春节前后基本落实竣工验收，公司计划该项目以自持为主。

浙农科创园：该项目为浙农控股集团自用办公楼，位于杭州市滨江区滨兴路与江虹路交叉口处，占地面积 45814 平方米，约 68.8 亩。总建筑面积 149848.1 平方米，其中地上建筑面积 117115.8 平方米，地下建筑面积 32732.3 平方米。本项目计划总投资额约 7.56 亿元，其中自筹资金 7.56 亿元，截至 2018 年 6 月底，项目主体结构已全部封顶。预计在 2019 年 9 月底前完成项目整体竣工验收。

公司在建项目未来投资规模尚可，但综合考虑公司房地产业务投资计划以及公司目前现金资产情况，公司未来存在一定资金压力。公司在建项目中高档服装电子商务软件产业基地、浙江海宁年吞吐能力 50 万吨物流基地等部分项目围绕工贸流通展开，建成后有望进一步完善公司产业链。

表 12 公司未来投资情况（单位：万元）

项目名称	总投资	资金筹措方案		截至 2018 年 6 月底已投资额	2018 年 7-12 月	2019 年	2020 年
		贷款	自筹				
高档服装电子商务软件产业基地	35000	--	35000	15284	11959	4840	--
浙江海宁年吞吐能力 50 万吨物流基地	15575	8000	7575	15475	100	--	--
创新园区（特种茶基地）	5000	2500	2500	4854	146	--	--
兴合商务广场	60000	--	60000	41435	7783	8000	2782
浙农科创园	75600	--	75600	50700	21300	3000	600
杭州城东宝马 4S 店	12253	--	12253	6823	3703	1727	--
<b>合计</b>	<b>203428</b>	<b>10500</b>	<b>192928</b>	<b>134571</b>	<b>44991</b>	<b>17567</b>	<b>3382</b>

资料来源：公司提供

## 九、财务分析

### 1. 财务质量及财务概况

公司提供的 2015~2017 年财务报表均已经

中汇会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2018 年 1~6 月财务数据未经审计。

从合并范围看，2015年，公司因直接设立或投资等方式增加一级子公司1家；2016年，公司未新增加一级子公司，减少一级子公司2家。2017年，公司减少一级子公司1家。截至2018年6月底，公司合并范围较2017年底无变化。总体看，公司合并范围变化不大，财务数据可比性较强。

截至2017年底，公司合并资产总额为457.12亿元，所有者权益合计为120.18亿元（其中少数股东权益80.77亿元）。2017年，公司实现营业收入848.50亿元，利润总额17.85亿元。

截至2018年6月底，公司（合并）资产总额为477.91亿元，所有者权益合计为120.90亿元（其中少数股东权益80.58亿元）。2018年1~6月，公司实现营业收入430.53亿元，利润总额3.63亿元。

## 2. 资产质量

2015~2017年，公司资产总额逐年增长，截至2017年底，公司资产总额为457.12亿元，同比增长11.25%，其中流动资产占76.05%，非流动资产占23.95%，资产结构变化不大，符合公司所属行业特点。

### 流动资产

2015~2017年，公司流动资产年均复合增长6.38%。流动资产构成基本维持稳定。截至2017年底，公司流动资产为347.64亿元，同比增长9.42%，主要由货币资金（占22.45%）、应收账款（占10.50%）、其他应收款（占10.60%）和存货（占38.70%）构成。

2015~2017年，公司货币资金年均复合增长9.33%。截至2017年底，公司货币资金为78.03亿元，同比增长10.09%，主要由银行存款（占56.57%）和其他货币资金（占43.30%）构成。其他货币资金中主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金和定期存款等，其中受限资金为22.89亿元，占货币资金总额的29.33%，受限比例较高。

2015~2017年，公司应收账款年均复合增

长16.10%，截至2017年底，公司应收账款账面价值36.50亿元，同比增长6.25%。按账龄组合计提坏账准备的应收账款共36.47亿元，账龄在1年以内的占93.40%，账龄短，流动性好。公司对应收账款共计提坏账准备0.84亿元，计提比例为2.23%。集中度方面，截至2017年底应收账款余额前五单位合计占应收账款余额的14.70%，集中度尚可。

表13 截至2017年底公司应收账款前五名

（单位：亿元、%）

客户名称	余额	占比
中建三局集团有限公司	2.52	6.76
中建三局第三建设工程有限公司	1.01	2.71
沈阳市启迪商贸有限公司	0.96	2.57
ACE DELIGHT INVESTMENTS LIMITE	0.58	1.56
NITORI CO. LTD.	0.41	1.10
<b>合计</b>	<b>5.48</b>	<b>14.70</b>

资料来源：公司提供

公司预付款项主要为预付货款，2015~2017年，公司预付款项波动增长，三年分别为26.09亿元、36.68亿元和34.50亿元。受塑化、汽车和农资等板块业务规模提升及产品价格回暖增加采购影响，截至2016年底，公司预付款项同比增长40.60%。截至2017年底，公司预付款项同比下降5.94%。从账龄来看，一年以内的预付账款为31.85亿元，占92.03%，账龄短。公司预付款项主要是业务尚未完成所产生的预付货款，欠款方余额前五名合计8.65亿元，占预付款项总额的24.87%，集中度一般。

表14 截至2017年底公司预付款项前五名

（单位：亿元、%）

客户名称	余额	占比
宝马（中国）汽车贸易有限公司	2.31	6.65
华晨宝马汽车有限公司	1.99	5.71
铜陵市旋力特钢钢材销售有限公司	1.62	4.67
国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司	1.62	4.67
新疆中泰化学（集团）股份有限公司	1.11	3.18
<b>合计</b>	<b>8.65</b>	<b>24.87</b>

资料来源：公司提供

2015~2017年，公司其他应收款波动下降，

三年分别为 39.23 亿元、31.31 亿元和 36.84 亿元。公司其他应收款主要是与外部公司合作开发房地产项目时形成，包括公司为外部房地产公司提供的有明确抵押物和担保方式的委托贷款以及公司对外部房地产公司按股权比例应配套的项目开发建设资金、保证金、投资性预付款等。截至 2017 年底，公司其他应收款同比增长 17.63%。按账龄组合计提的其他应收款（占 90.13%）中，账龄在 1 年以内的占 74.19%，1~3 年的占 18.35%，账龄较短。公司累计计提坏账准备 1.57 亿元，计提比例为 4.08%。集中度方面，截至 2017 年底其他应收款余额前五名单位合计占其他应收款余额的 15.03%，集中度尚可。

表 15 截至 2017 年底公司其他应收账款前五名  
(单位: 亿元、%)

客户名称	余额	占比
海宁万城房地产有限公司	1.71	4.45
绍兴绿邦房地产开发有限公司	1.34	3.49
杭州中澳亚盛羊毛衫有限公司	0.84	2.19
池州市亿达房地产开发有限公司	0.98	2.55
杭州九居实业有限公司	0.90	2.34
合计	5.77	15.03

资料来源：公司提供

2015~2017 年，公司存货波动幅度较大，三年分别为 134.07 亿元、121.78 亿元和 134.53 亿元。截至 2017 年底，公司存货同比增长 10.47%，主要系公司贸易及房地产业务规模的扩大所致。从构成来看，存货主要包括库存商品（占 39.71%）、开发成本（占 35.13%）和开发产品（占 16.85%）。其中，公司对原材料、库存商品和开发产品共计提跌价准备 0.92 亿元。

2015~2017 年，公司其他流动资产以年均 54.48% 的速度快速增长。截至 2017 年底，公司其他流动资产 16.68 亿元，同比增长 34.82%，主要源于当期新增对非关联方湖州东吴荣城置业有限公司、金华市鸿翔置业有限公司、杭州九居实业有限公司提供的委托贷款（2.10 亿元）、预缴税款（1.46 亿元）和待抵扣进项税（1.37

亿元）的增长。

### 非流动资产

2015~2017 年，公司非流动资产年均复合增长 20.36%。截至 2017 年底，公司非流动资产为 109.48 亿元，同比增长 17.48%，构成上以可供出售金融资产（占 36.40%）、固定资产（占 26.69%）和其他非流动资产（占 9.67%）为主。

2015~2017 年，公司可供出售金融资产以年均 39.22% 的速度快速增长，主要系公司增加权益类资产的投资力度所致。截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 39.85 亿元，同比增长 58.30%，主要是为新增投资基金产品，其中以公允价值计量的可供出售金融资产 5.95 亿元，以成本计量的可供出售金融资产 25.62 亿元。公司被投资单位较为分散，主要被投资单位包括：海宁鸿农业管理合伙企业（有限合伙）2.70 亿元、杭州农技投资合伙企业（有限合伙）1.40 亿元、上海并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）1.25 亿元、杭州鸿农开源投资管理合伙企业（有限合伙）1.00 亿元和杭州翼博投资管理合伙企业（有限合伙）1.00 亿元等。

2015~2017 年，公司固定资产年均复合增长 10.60%。截至 2017 年底，公司固定资产账面原值 43.96 亿元，同比基本稳定。其中，房屋及建筑物占 70.40%、机器设备占 13.54%。公司累计计提折旧合计 14.74 亿元，未对固定资产计提减值准备，截至 2017 年底，固定资产净额为 29.22 亿元。

2015~2017 年，公司无形资产维持稳定。截至 2017 年底，公司无形资产 10.81 亿元，其中土地使用权 10.67 亿元，累计摊销 1.49 亿元。

2015~2017 年，公司商誉快速增长，三年分别为 0.11 亿元、2.71 亿元和 4.54 亿元。截至 2016 年底，公司溢价收购浙江省内多家汽车 4S 店使得商誉同比大幅增长；截至 2017 年底，公司商誉同比增加 1.83 亿元，主要形成于汽车板块收购 4S 店经营主体苏州宝华汽车销售服务有限公司、海宁新奥汽车销售服务有限公司以及农资板块收购浙江浙农茂阳农产品配送有限

公司。

2015~2017年，公司其他非流动资产波动增长，三年分别为7.95亿元、10.96亿元和10.59亿元。截至2017年底，公司其他非流动资产主要由子公司发放小贷贷款8.59亿元和预付租赁设备款1.04亿元构成。

截至2018年6月底，公司资产总额477.91亿元，较2017年底增长4.55%；构成仍以流动资产为主，资产构成变动不大。流动资产中，公司货币资金93.68亿元，较上年底增长20.05%，主要系长期股权投资形成的收益增加及收入规模增加使得货币资金相应增长所致。公司使用受限的货币资金39.12亿元，占货币资金总额的41.76%，受限比例较高；存货规模较2017年底小幅增长至137.08亿元；其他应收款较上年底增长24.13%至45.72亿元，主要系内部往来款尚未全部抵消所致；其他流动资产较上年底大幅下降53.70%至7.72亿元，主要系半年报未经审计，不含进项抵扣税。非流动资产中，可供出售金融资产44.21亿元，较2017年底增长10.95%；在建工程较2017年底增长19.44%至7.09亿元，主要系公司按照投资计划逐步跟进各在建项目的投资所致；其他科目较2017年底变化不大。

表16 2018年6月底公司可供出售金融资产前五名  
(单位：亿元)

被投资单位	余额
杭州丰奕资产管理合伙企业(有限合伙)	4.25
万向信托-惠利1号事务管理类集合资金信托计划	2.35
杭州君奕投资管理合伙企业(有限合伙)	1.29
上海并购股权投资基金合伙企业(有限合伙)	1.25
财通证券股份有限公司	1.91
<b>合计</b>	<b>11.05</b>

资料来源：公司提供

截至2018年6月底，公司用于抵押的资产账面价值34.07亿元，主要来自固定资产和在建工程，占资产总额的7.13%。

总体看，公司资产以流动资产为主，资产构成稳定。流动资产中，货币资金受限比例高，

以房地产开发成本级开发产品为主的存货、应收账款和预付款项比重较大，对资金占用较大；非流动资产中，可供出售金融资产和固定资产占比较大。整体看，公司资产结构一般，资产质量良好。

### 3. 负债及所有者权益

#### 所有者权益

所有者权益方面，2015~2017年公司所有者权益快速增长，分别为109.20亿元、109.78亿元和120.18亿元。截至2017年底，公司所有者权益同比增长9.47%，主要来自未分配利润的累积和少数股东权益的增长，其中少数股东权益80.77亿元，同比增长10.28%；归属于母公司的权益39.41亿元中，股本占25.38%、未分配利润占59.21%。

截至2018年6月底，公司所有者权益合计为120.90亿元(包含少数股东权益80.58亿元)，其中资本公积增长至3.90亿元，系浙农控股集团现金增资溢价所致，资本公积里包含其他综合收益所致；其他科目未发生明显变动。

总体看，公司少数股东权益及未分配利润占比高，所有者权益稳定性偏弱。

#### 负债

负债方面，2015~2017年，公司负债年均复合增长10.98%。截至2017年底，公司负债总额为336.94亿元，同比增长11.87%，其中流动负债占90.95%，非流动负债占9.05%。

2015~2017年，公司流动负债年均复合增长14.55%。截至2017年底，公司流动负债为306.46亿元，同比增长14.24%。主要由短期借款(占32.70%)、应付票据(占17.37%)、应付账款(占14.90%)、预收款项(占12.73%)和其他应付款(占11.98%)构成。

2015~2017年，公司短期借款年均复合增长15.71%。截至2017年底，公司短期借款为100.20亿元，同比增长22.14%，主要由保证借款(占56.97%)、信用借款(占22.50%)、商业票据融资(占6.72%)和抵押借款(占9.61%)

构成。

2015~2017年，公司应付票据呈波动增长趋势，年均复合增长5.92%；截至2017年底，公司应付票据53.23亿元，同比变化不大，主要为银行承兑汇票（占97.73%）。

2015~2017年，公司应付账款年均复合增长13.47%。截至2017年底，应付账款45.68亿元，同比增长21.94%，主要是业务规模扩大所致。从账龄来看，一年以内的应付账款占94.72%，整体账龄短。近三年，公司预收款项以年均16.49%的速度增长。截至2017年底，公司预收款项39.00亿元，同比增长19.60%，主要来自预收售房款的增长，一年以内的预收款项占86.92%，账龄短。

2015~2017年，公司其他应付款快速增长，年均复合变动27.96%。截至2017年底，公司其他应付款36.72亿元，同比增长42.67%，主要系浙农控股集团下属浙江农资集团投资发展有限公司对外借款增加4.55亿元以及用于房地产合作开发的外部股东配套投资资金规模扩大所致；构成上主要由公司房地产开发相关的暂借款（占57.43%）和应付暂收款（占14.35%）构成。

表17 截至2017年底公司其他应付款前五名  
(单位: 亿元、%)

客户名称	余额	款项性质
浙江宏扬贸易有限公司	2.11	暂借款
杭州富阳华都山水房地产开发有限公司	0.91	暂借款
浙江特产百瑞实业投资有限公司	0.64	暂借款
浙江百家乐房地产开发有限公司	0.62	暂借款
临安鑫安房地产开发有限公司	0.59	暂借款
<b>合计</b>	<b>4.87</b>	<b>--</b>

资料来源: 公司提供

2015~2017年，公司一年内到期的非流动负债分别为16.85亿元、18.51亿元和13.95亿元。截至2017年底，公司一年内到期的非流动负债，除了长期借款转入6.95亿元外，还包括一年内到期的“13浙兴合MTN001”（4.00亿元）和子公司浙农股份发行的3.00亿元定向债

券。截至2017年底，公司其他流动负债9.99亿元，为子公司浙农控股集团发行的两期超短期融资券“17浙农控SCP001”和“17浙农控SCP002”，发行金额合计10.00亿元。

2015~2017年，公司非流动负债持续下降，年均复合下降12.74%。截至2017年底，公司非流动负债为30.49亿元，同比下降7.47%。主要由长期借款（占62.57%）和其他非流动负债（占27.81%）构成。

2015~2017年，公司长期借款波动增长，三年分别为18.29亿元、26.16亿元和19.08亿元。截至2017年底，公司长期借款同比下降27.07%，系抵押借款大幅下降所致，主要由抵押借款（占50.37%）和信用借款（占31.44%）构成。截至2017年底，公司其他非流动负债为8.48亿元，同比增长72.41%，主要包括“17浙兴合MTN001”（6.00亿元，期限3年）和新增长安国际和万向信托贷款1.50亿元。

截至2018年6月底，公司负债总额合计357.00亿元，其中流动负债占88.45%，非流动负债占11.55%。流动负债中，应付票据较上年底增长8.00%至57.48亿元，主要是业务规模增长所致；预收款项为62.92亿元，较2017年底增长61.31%，主要是房产销售预收款增加；其他应付款较2017年底增长12.61%至41.36亿元；非流动负债中，长期应付款较上年底增加2.44亿元至3.23亿元，主要为新增的融资租赁款；其他非流动负债为18.41亿元，较2017年底增长117.19%，主要是由于公司发行6亿元“18浙兴合MTN001”所致。其余科目较2017年底变化不大。

表18 截至2018年6月底其他应付款前五名情况  
(单位: 亿元、%)

单位名称	金额	是否为关联方
客户1	5.35	非关联方
客户2	0.92	关联方
客户3	0.43	关联方
浙江宏扬贸易有限公司	0.81	关联方
客户4	0.42	关联方
<b>合计</b>	<b>7.93</b>	<b>--</b>

资料来源: 公司提供

2015~2017年,公司全部债务年均复合增长5.35%。截至2017年底,公司全部债务为209.69亿元,同比小幅增长,其中短期债务占87.33%,长期债务占12.67%。债务指标方面,2015~2017年,公司资产负债率逐年增长,2017年底为73.71%;全部债务资本化比率波动中略有上升,2017年底为63.57%;长期债务资本化比率逐年下降,2017年底为18.11%。总体看,公司负债水平偏高,债务负担较重。

截至2018年6月底,公司有息债务总额为226.35亿元,其中短期债务为182.33亿元,占比80.55%,短期债务比重有所提升,长期债务为44.02亿元。随着有息债务的增长,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进一步提升至74.70%、65.18%和26.69%,公司债务负担进一步提升。

总体看,随着各业务板块规模持续扩张,公司有息债务持续增长,且短期债务占比高,债务负担较重,债务期限结构有待改善。

#### 4. 盈利能力

2015~2017年,公司贸易规模逐年扩大,营业收入年均复合增长16.21%。2017年,受以内贸为主的主营业务收入大幅增长带动,公司营业收入同比增长21.82%至848.50亿元。2015~2017年,公司营业成本年均复合增长16.41%,与营业收入增速基本一致;2017年公司营业成本为792.95亿元,同比增长22.56%。

2015~2017年,公司营业利润率在波动中有所下降,三年分别为6.22%、6.59%和6.11%。近三年,公司期间费用占营业收入比重分别为4.84%、5.01%和4.51%,对利润有一定影响。其中,2017年销售费用、管理费用和财务费用分别为16.50亿元、15.36亿元和6.41亿元,同比分别增长15.46%、5.91%和4.66%。公司销售费用及管理费用增长主要系贸易规模扩大所致;财务费用近三年复合增长10.88%,主要系融资规模扩张引起的利息支出增加所致。

2015~2017年,公司利润总额呈波动增长

趋势,近三年分别为14.99亿元、14.03亿元和17.85亿元,其中投资收益、营业外收入(含其它收益)和资产处置收益对利润总额贡献程度较高,近三年,上述三项合计占利润总额比例分别为56.30%、45.99%和35.17%;其他业务利润和营业外收入分别为1.33亿元和1.32亿元,为获得的各类补助和奖励金,以上三项非经营性损益合计6.27亿元,对利润总额形成一定补充。2017年公司实现利润总额17.85亿元,同比增长27.21%。

从盈利指标看,2015~2017年,公司总资产收益率波动增长,2017年为6.07%,同比增加0.75个百分点;净资产收益率波动增长,2017年为10.84%,同比增加2.11个百分点。公司整体盈利能力有所提升。

2018年1~6月,公司实现营业收入430.53亿元,同比增长11.46%。公司营业利润率为4.52%,同比变化不大;期间费用占营业收入为4.23%,较2017年小幅下降。2018年1~6月,公司利润总额为3.63亿元,较去年同期增长58.52%;其中,资产减值损失1.05亿元,主要是台州集配中心市场经营初期给商户的补贴款以及应收款按账龄计提的减值;公司实现投资收益3.02亿元,主要来自子公司华都股份参股房地产项目确认投资收益9300万元,期货、理财收益和投资分红收益1.08亿元以及处置可供出售金融资产3980万元。公司投资收益稳定性一般。公司营业外收入0.64亿元,公司尚未实现其他收益,上述合计占利润总额比重为100.83%。

总体看,随着主要贸易产品价格的增长,公司贸易业务回暖,收入规模逐年增长,但主业盈利能力仍较弱,期间费用对利润形成一定侵蚀,公司盈利能力对非经营性损益具有一定依赖性。

#### 5. 现金流分析

经营活动方面,2015~2017年,随着公司营业收入的增长,销售商品、提供劳务收到的

现金及经营活动产生现金流入不断增加，2017年分别为936.04亿元和1010.22亿元，年均复合增长率分别为16.26%和15.09%；公司购买商品、接受劳务支付的现金和经营活动现金流出随公司业务规模的扩大逐年增长，2017年分别为885.64亿元和987.19亿元，年均复合增长率分别为16.68%和15.05%；公司收到及支付其他与经营活动有关的现金规模呈波动增长趋势，2017年分别为63.02亿元和69.23亿元，主要为收到的补贴、租金收入和支付的管理费用、营业费用等。2015~2017年，公司经营活动产生的现金流量净额持续增长，三年分别为16.86亿元、26.76亿元和23.03亿元。从收入实现质量指标看，2015~2017年公司现金收入比分别为110.22%、107.71%和110.32%，公司收入实现质量及经营获现能力较好。

投资活动方面，2015~2017年，公司投资活动现金流入波动下降，分别为55.01亿元、33.42亿元和38.93亿元。公司投资活动流入规模较大，以出售金融资产和股权投资本金产生的现金流入为主，2015年公司收到其他与投资有关的现金为10.50亿元，主要为国债逆回购和收回的保证金；2015~2017年公司投资活动现金流出逐年增加，分别为59.77亿元、48.28亿元和51.30亿元，主要是购买理财产品和股权投资所支付的现金。近三年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-4.76亿元、-14.85亿元和-12.38亿元。

2015~2017年，公司筹资活动前现金流量净额分别为12.10亿元、11.91亿元和10.66亿元。

筹资活动方面，2015~2017年，公司筹资活动现金流入持续增长，分别为165.40亿元、169.14亿元和192.83亿元，主要构成为取得借款收到的现金；筹资活动现金流出持续增长，2015~2017年分别为168.72亿元、182.58亿元和198.37亿元，主要为偿还债务支付的现金持续增长所致；近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额有所波动，分别为-3.33亿元、-13.45

亿元和-5.54亿元。

2018年1~6月，公司经营活动现金流量净额为17.12亿元，持续为正；现金收入比为121.29%。同期，公司投资活动现金流量净额为0.65亿元；公司筹资活动现金流量净额为-0.96亿元。

总体看，公司经营活动现金净额保持较大规模，获现能力维持较高水平，投资和筹资活动现金净流出规模有不同程度的收缩，考虑到公司房地产项目投资规模较大，融资需求持续存在。

## 6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年，公司流动比率和速动比率均呈逐年下降趋势，2017年底分别为113.44%和69.54%；截至2018年6月底，两项指标均有所回升，分别增至116.85%和73.43%。2015~2017年，公司经营现金流动负债比分别为7.22%、9.97%和7.52%。整体看，公司短期债务规模大，考虑到货币资金受限规模较大，已开发成本和开发产品为主的存货占比较高，公司短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标看，2015~2017年，公司全部债务/EBITDA近三年分别为7.96倍、8.49倍和7.15倍。公司EBITDA利息倍数分别为3.23倍、1.68倍和2.08倍。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至2018年6月底，公司子公司浙江茗发担保有限公司为非关联方客户在银行的借款6.10亿元提供担保，共在银行存入担保保证金0.25亿元，主要为公司为下游客户车贷提供的担保，车贷客户基数大，集中度较低，整体风险较低，联合资信将持续关注相关担保风险。

截至2018年6月底，公司及子公司（合并口径）银行授信总额度313.50亿元，尚未使用的额度为138.48亿元。整体看，公司间接融资渠道较为畅通。

### 7. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行征信中心开具的企业信用报告（机构信用代码为：G10330103009258805），截至2018年8月31日，公司无未结清不良信贷记录；已结清贷款中存在7笔关注类不良信贷记录，均为2005年以前历史记录，主要系银行内部分类所致，均已正常赎回；对外担保中存在关注类担保余额6200.00万元，由于公司经营利润亏损和负债水平较高所致，为2011年形成，公司还款情况正常。整体看，公司过往债务履约情况良好。

### 8. 抗风险能力

公司是浙江省供销社全资直属的大型企业集团，核心业务的主要产品在浙江及周边市场已具备了显著的品牌优势、规模优势与渠道优势及政府支持，整体竞争实力强，抗风险能力较强。

## 十、本期中期票据偿债能力分析

### 1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期拟发行中期票据额度为4亿元，占2018年6月底公司全部债务和长期债务的1.77%和9.09%，对公司现有债务有一定影响。

截至2018年6月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别74.70%、65.18%和26.69%。考虑到募集资金用于偿还债务融资工具，本期中期票据发行后对公司债务负担水平影响不大。

### 2. 本期中期票据偿还能力分析

2015~2017年，公司经营活动现金流入量

持续增长，分别为762.72亿元、827.45亿元和1010.22亿元，分别为本期中期票据发行额度的190.68倍、206.86倍和252.55倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为16.86亿元、26.76亿元和23.03亿元，分别为本期中期票据发行额度的4.22倍、6.69倍和5.76倍。公司经营活动现金流量净额对本期中期票据覆盖程度强。

2015~2017年，公司EBITDA分别为23.72亿元、24.47亿元和29.34亿元，分别为本期中期票据的5.93倍、6.12倍和7.33倍，对本期中期票据覆盖能力强。

总体来看，公司经营活动现金流量净额及EBITDA对本期中期票据保障能力强。

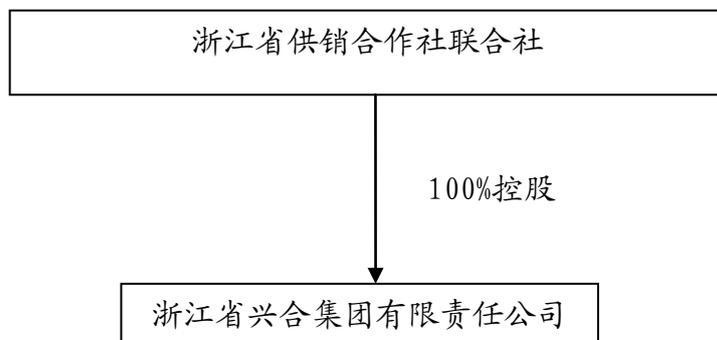
## 十一、 结论

公司是浙江省供销社全资直属的大型企业集团，核心业务内贸主要产品在浙江及周边市场已具备了显著的品牌优势、规模优势与渠道优势，整体竞争实力强。

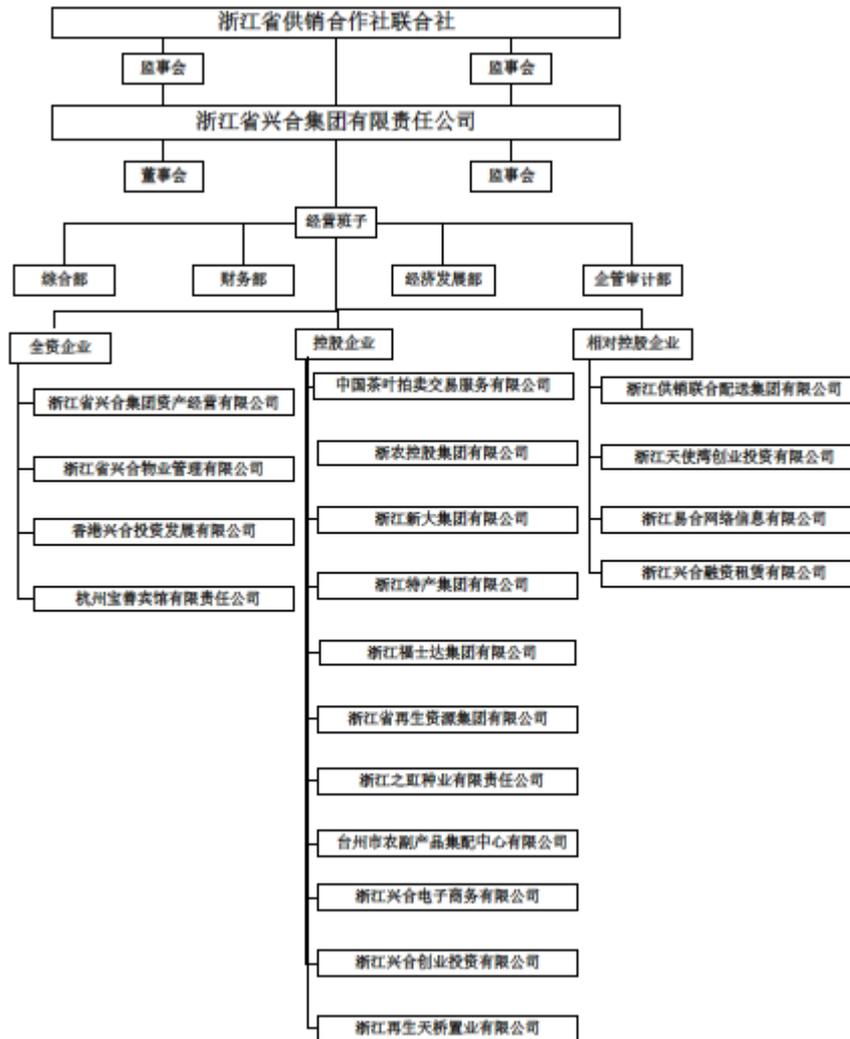
公司资产质量良好、主业盈利能力较弱、债务负担较重、经营获现能力较好。考虑到主要贸易产品在浙江及周边突出的市场地位，随着公司农资板块上市的进一步推进、外贸业务工贸一体化产业链日趋完善以及物流仓储配送网络的逐步形成，公司收入和利润水平有望继续提高。综合来看，公司主体信用风险很低。

公司EBITDA和经营活动现金流量净额对本期拟发行中期票据覆盖程度强，间接融资渠道较为畅通。综合看，本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 截至 2018 年 6 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2018 年 6 月底公司组织结构图



## 附件 2 主要财务数据及指标

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 6 月
<b>财务数据</b>				
现金类资产(亿元)	43.64	49.17	65.51	62.20
资产总额(亿元)	382.78	410.98	457.12	477.91
所有者权益(亿元)	109.20	109.78	120.18	120.90
短期债务(亿元)	151.65	168.31	183.11	182.33
长期债务(亿元)	37.29	31.41	26.58	44.02
全部债务(亿元)	188.94	199.72	209.69	226.35
营业收入(亿元)	628.34	696.53	848.50	430.53
利润总额(亿元)	14.99	14.03	17.85	3.63
EBITDA(亿元)	23.72	24.47	29.34	--
经营性净现金流(亿元)	16.86	26.76	23.03	17.12
<b>财务指标</b>				
销售债权周转次数(次)	21.62	19.41	20.77	--
存货周转次数(次)	4.50	5.06	6.19	--
总资产周转次数(次)	1.68	1.75	1.95	--
现金收入比(%)	110.22	107.71	110.32	121.29
营业利润率(%)	6.22	6.59	6.11	4.52
总资本收益率(%)	5.50	5.46	6.07	--
净资产收益率(%)	9.94	8.73	10.84	--
长期债务资本化比率(%)	25.46	22.25	18.11	26.69
全部债务资本化比率(%)	63.37	64.53	63.57	65.18
资产负债率(%)	71.47	73.29	73.71	74.70
流动比率(%)	131.54	118.47	113.44	116.85
速动比率(%)	74.13	73.07	69.54	73.43
经营现金流动负债比(%)	7.22	9.97	7.52	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.23	1.68	2.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.96	8.49	7.15	--

注：2018 年上半年财务数据未经审计；现金类资产已剔除使用受限货币资金；长期应付款和其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务；其他应付款和其他流动负债中有息债务已计入短期债务。

### 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)
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-营业税金及附加)/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%

注: 现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据  
 短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据  
 长期债务=长期借款+应付债券  
 全部债务=短期债务+长期债务  
 EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销  
 利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出  
 企业执行新会计准则后, 所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

### 附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

### 附件 4-2 评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

### 附件 4-3 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

## 联合资信评估有限公司关于 浙江省兴合集团有限责任公司 2018 年度第二期中期票据的跟踪评级安排

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

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

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

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

如浙江省兴合集团有限责任公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对浙江省兴合集团有限责任公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与浙江省兴合集团有限责任公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。