

信用等级公告

联合[2017] 170 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及其拟发行的 2017 年度第一期中期票据的信用状况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⁺

浙江省兴合集团有限责任公司
2017 年度第一期中期票据的信用等级为
AA⁺

特此公告。

联合资信评估有限公司
二零一七年一月二十三日



地址: 北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话: (010) 85679696
传真: (010) 85679228
邮编: 100022
网址: www.lhratings.com

浙江省兴合集团有限责任公司

2017 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA⁺

评级展望：稳定

本期中期票据信用等级：AA⁺

本期中期票据发行额度：12 亿元

本期中期票据期限：5 年

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

发行目的：偿还集团本部银行借款，补充子公司流动资金，归还子公司到期债券

评级时间：2017 年 1 月 23 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 9 月
现金类资产(亿元)	52.16	67.41	43.64	80.71
资产总额(亿元)	320.92	364.60	382.78	420.57
所有者权益(亿元)	90.85	101.09	109.20	107.83
短期债务(亿元)	130.16	141.52	151.65	156.09
长期债务(亿元)	29.05	39.43	37.29	33.95
全部债务(亿元)	159.21	180.94	188.94	190.04
营业收入(亿元)	596.45	554.50	628.34	478.17
利润总额(亿元)	15.76	14.89	14.99	3.37
EBITDA(亿元)	21.87	20.62	23.72	--
经营性净现金流(亿元)	0.66	14.37	16.86	17.30
营业利润率(%)	5.82	6.57	6.22	5.34
净资产收益率(%)	12.97	10.89	9.94	--
资产负债率(%)	71.69	72.27	71.47	74.36
全部债务资本化比率(%)	63.67	64.16	63.37	63.80
流动比率(%)	130.97	134.43	131.54	126.13
经营现金流流动负债比(%)	0.33	6.54	7.22	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.28	8.77	7.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.13	4.90	3.23	--

注：公司 2016 年三季度财务报表未经审计；其他非流动负债中的有息债务计入长期债务；其他应付款中暂借款计入短期债务。

分析师

刘嘉敏 郭察理

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、贸易行业竞争激烈、商贸流通业务毛利率低以及公司债务负担偏重等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。

作为全国供销社系统龙头企业，公司业务板块定位明确，近年来在贸易行业整体低迷，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，整体抗风险能力较强。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。

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，在行业地位、品牌信誉及营销网络等方面具有较强的竞争优势。
3. 公司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 对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 公司整体债务负担较重，债务期限结构有待进一步改善，货币资金受限规模较大，存在短期偿债压力。
2. 近年来，随着业务规模的不断发展，公司期间费用增长较快，对利润形成一定影响。
3. 公司房地产项目主要分布在三、四线城市，存在一定去化压力，且未来投资规模较大，公司存在一定融资压力。

信用评级报告声明

一、除因本次评级事项联合资信评估有限公司（联合资信）与浙江省兴合集团有限责任公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与浙江省兴合集团有限责任公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、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。

三、本信用评级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，未因浙江省兴合集团有限责任公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

五、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由浙江省兴合集团有限责任公司提供，联合资信不保证引用资料的真实性及完整性。

六、浙江省兴合集团有限责任公司 2017 年度第一期中期票据信用等级自本期中期票据发行之日起至到期兑付日有效；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

2017 年度第一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“兴合集团”或“公司”）原名为浙江省兴合（集团）总公司，系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的大型区域性商贸流通企业。1997 年，经浙江省工商局同意，公司更名为“浙江省兴合集团公司”，注册资本 2.47 亿元。2002 年，经浙江省人民政府批准（浙江省政府省长办公会议纪要[2001] 9 号），浙江省供销社与兴合集团公司实行社企分开，公司成为独立的企业法人。2011 年 9 月，浙江省供销社为公司增资，注册资本增加至 10 亿元。2014 年 9 月，公司更名为“浙江省兴合集团有限责任公司”。截至 2016 年 9 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。

公司主要经营范围：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 2016 年 9 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；拥有 20 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 150 余家。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 382.78 亿元，所有者权益合计为 109.20 亿元（其中少数股东权益 73.74 亿元）。2015 年，公司实现营业收入 628.34 亿元，利润总额 14.99 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额为 420.57 亿元，所有者权益合计为 107.83 亿元（其中少数股东权益 71.91 亿元）。2016 年 1~

9 月，公司实现营业收入 478.17 亿元，利润总额 3.37 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

公司拟于 2017 年新注册中期票据额度 18 亿元，并计划发行 2017 年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度 12 亿元，期限 5 年，偿还方式为按年付息，到期一次还本，募集资金将用于偿还集团本部银行借款，补充子公司流动资金，归还子公司到期债券。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，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）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共预算收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共预算支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万

亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于 2.3% 的预算赤字率。2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP，资金流动性保持宽松状态。

在国内外需求疲软，传统产业调整带来经济下行压力的背景下，2016 年前三季度，我国坚定不移推进供给侧结构性改革，适度扩大总需求，加快培育新动能，通过积极的财政政策和稳健灵活的货币政策稳定经济增长。积极的财政政策不断加力增效，财政减税效应逐步显现，财政支出力度继续加大，对经济的平稳增长起到了重要的支撑作用。货币市场流动性保持合理充裕，随着经济运行的逐步企稳，在保证合理适度流动性的基础上进行预调微调，维持货币供需总量平衡。在上述政策背景下，2016 年前三季度，我国经济运行状况整体平稳，国内生产总值（GDP）一、二、三季度均保持同比实际增长 6.7%，经济增速保持在 2009 年以来的较低水平，但经济结构有所优化。

三大产业保持稳定增长，工业生产和企业效益呈现平稳向好态势。2016 年前三季度，我国农业生产基本稳定，工业运行平稳，服务业保持较快发展；第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 累计同比贡献率较上年同期均有所提高，产业结构继续改善；工业发电量、用电量同比有所回升，显示工业继续回暖；企业利润状况持续改善，国有企业和集体企业利润增速明显低于其他类型企业，国企改革势在必行。

固定资产投资增速缓中趋稳，制造业投资和民间投资增长乏力状况有所缓解。2016 年前三季度，我国固定资产投资完成额同比增长 8.2%，增速较上半年回落 0.8 个百分点，较 1-8 月回升 0.1 个百分点；制造业固定资产投资完成额和民间固定资产投资完成额累计同比分别增长 3.1%、2.5%，较去年同期分别下降 5.2、

7.9 个百分点，但较今年 1-8 月有所回升，民间投资的回升主要受益于简政放权、优惠财税政策、PPP 加速落地等政府支持力度的不断加大；由于财政收支压力以及地方债发行规模的下降，基础设施建设投资支撑力有所下降；随着房地产市场调控政策的推行，今年以来明显回升的房地产投资增速三季度有所放缓。

消费稳中有升，对经济增长支撑作用明显。2016 年前三季度，我国社会消费品零售总额同比增长 10.4%，保持稳健增长，对 GDP 增长的贡献率达到 71%，是 2009 年以来的较高水平。受益于房地产行业销售的增长，家具、建筑及装潢材料消费增速较快；汽车消费比较强劲，新能源汽车销售增幅明显，发展潜力较大；网络消费持续增长，进一步促进消费转型升级。2016 年前三季度，我国居民人均可支配收入同比实际增长 6.3%，失业率保持稳定，居民收入的稳步增长以及就业形势的良好是当前消费旺盛的重要原因。

进出口状况有所改善，但外需疲软导致外贸下行压力仍存。2016 年前三季度，我国进出口总值 17.53 万亿元人民币，较上年同期下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口下降 1.6%，但对部分一带一路国家出口有所增长，机电产品、传统劳动密集型产品依旧是主力；进口下降 2.3%，铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口量保持增长。今年第三季度我国进出口、出口和进口值实现同步正增长，均好于一、二季度，外贸形势有所改善。在人民币贬值和“一带一路”不断推进的背景下，2016 年前三季度我国对外直接投资增速较快。

在 2016 年前三季度经济运行总体平稳的态势下，我国将继续实行积极的财政政策和稳健适度的货币政策，受财政收支压力的影响，将更多采取简政放权、激发市场主体活力等措施鼓励基础设施建设和民间投资。国企改革和供给侧结构性改革政策的陆续出台和实施，将进一步激发改革活力保证经济稳步增长。总体来看，国企改革加速等经济发展的利好因

素偏中长期，政策效应的显现需要一定时间，而短期内财政政策实施空间有限，投资、外贸存在不同程度的压力，预计四季度 GDP 将保持稳定增长。

四、行业及区域经济环境

1. 国际贸易

2013 年以来，世界经济不平衡性复苏特征明显。美国、日本、欧元区等主要发达经济体都呈现出复苏迹象，经济增长动力逐步增强，对中国外贸形势改善构成一定支撑。相比之下，新兴经济体和发展中国家则出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对内外贸形式构成一定负面因素。

海关统计数据显示，2013 年中国进出口总值达到 4.16 万亿美元，扣除汇率因素同比增长 7.6%，比 2012 年增速提高 1.4 个百分点；其中出口 2.21 万亿美元，同比增长 7.9%；进口 1.95 万亿美元，同比增长 7.3%；贸易顺差 2597.5 亿美元，同比扩大 12.8%。2014 年，中国进出口总值达到 4.30 万亿美元，扣除汇率因素同比增长 3.46%，增速较 2013 年回落 4.14 个百分点，其中出口 2.34 万亿美元，同比增长 6.05%；进口 1.96 万亿美元，同比增长 0.53%；贸易顺差 3824.58 亿美元，同比扩大 47.24%。总体看，2014 年对外贸易增速出现回落。2015 年全国进出口总值 3.96 万亿美元，同比下降 8%。其中，出口 2.28 万亿美元，同比下降 2.8%；进口 1.68 万亿美元，同比下降 14.1%。总体看，2014 年对外贸易增速出现回落，2015 年进出口规模出现整体下降，外贸下行压力加大。

2016 年 1~9 月，中国进出口总额 175318 亿元，同比下降 1.9%，降幅比上半年收窄 1.7 个百分点；其中，出口 100585 亿元，下降 1.6%，收窄 1.1 个百分点；进口 74733 亿元，下降 2.3%，收窄 2.4 个百分点。进出口相抵，顺差 25852 亿元。9 月份，进出口总额 21679 亿元，同比

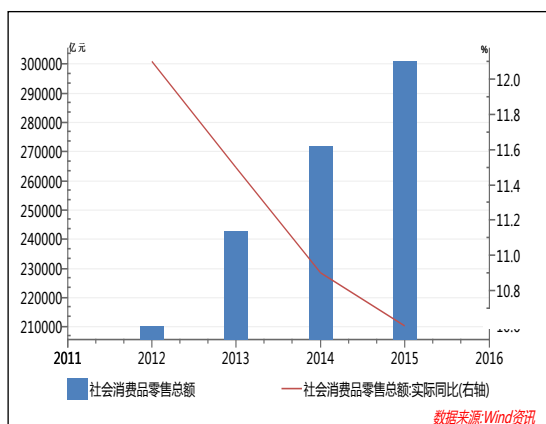
下降 2.4%；其中，出口 12231 亿元，下降 5.6%；进口 9448 亿元，增长 2.2%。贸易结构优化。前三季度，一般贸易进出口占进出口总额的比重为 56%，比上年同期提高 1.1 个百分点；机电产品出口占出口总额的 57%，为出口主力；民营企业出口增长 2.3%，占出口总额的 46.5%，继续保持出口份额首位。对一带一路部分沿线国家出口增长，前三季度对巴基斯坦、俄罗斯、波兰、孟加拉国和印度出口分别增长 14.9%、14%、11.7%、9.6%和 7.8%。部分大宗商品进口量保持增长，前三季度进口铁矿石 7.63 亿吨，增长 9.1%；原油 2.84 亿吨，增长 14%；煤 1.8 亿吨，增长 15.2%；铜 379 万吨，增长 11.8%。

2013~2015 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，保证了中国外贸较快发展，同时也关注到受国际需求放缓和国内成本上升等因素制约，中国未来的贸易环境将不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，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

根据国家统计局数据，2013 年全年中国社会消费品零售总额 234380 亿元，比上年增长 13.1%，扣除价格因素，实际增长 11.5%，增速同比下降 0.6 个百分点。2014 年国内生产总值 636463 亿元，同比增长 7.4%；同期，2014 年全年社会消费品零售总额 262394 亿元，同比增长 12.0%，扣除价格因素，实际增长 10.9%，增速均出现同比下滑。2015 年中国社会消费品零售总额 300931 亿元，同比名义增长 10.7%（扣除价格因素实际增长 10.6%）。其中，限额以上单位消费品零售额 142558 亿元，增长 7.8%。2016 年 1~9 月，社会消费品零售总额 238482 亿元，同比名义增长 10.4%（扣除价格因素实际增长 9.8%），增速比上半年加快 0.1 个百分点。

图 1 社会消费品零售总额及增长率情况



资料来源：Wind 资讯

整体看，中国消费市场起点较低，经济发展将会有力促进中国庞大内需的释放，但经济增速放缓，大宗商品及零售商品交易规模增长趋缓，行业发展也会促使竞争更为激烈，对于行业内公司的资金、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

国内贸易环境竞争激烈，产能过剩导致价格波动幅度大

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长有所趋缓。另外，居民生活水平显著提高，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；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；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。

近年来，生产资料市场价格持续下跌、工业企业和流通企业效益出现普遍下滑，出现这种现象的一个重要原因是行业产能过剩问题突出，钢材、建材等多个行业产能出现全面过剩，对市场的平稳健康运行形成明显冲击。

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。

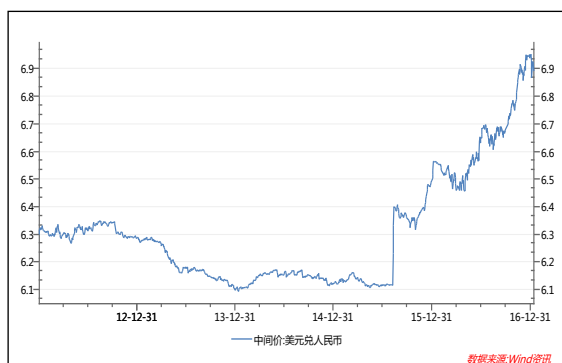
自 1995 年以来，中国连续成为全球反倾销调查的重点，涉案损失每年高达 300 亿至 400 亿美元，出口欧盟、美国、日本的产品也屡屡成为召回或通报目标。贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体，也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家，其中既有针对中国传统优势产业的，也有针对高新技术产业的。未来贸易保护主义抬头的态势仍可能继续蔓延。

人民币汇率风险不断加大

贸易的持续稳定发展是实现国民经济的内外均衡和经济增长的重要保证，汇率变化是影响国家或地区进出口贸易发展的重要因素之一。在贸易顺差持续高位运行，人民币升值压力不断加大的背景下，中国人民银行于 2010 年 6 月 19 日宣布允许人民币汇率更具弹性，人民币汇率每日正负 0.5% 的浮动区间将维持不变，意味中国逐步开始允许人民币升值。政策实施后，人民币汇率进入升值通道。一方面，人民币对美元的升值造成以美元为结算单位商品的出口减少，尤其给中国大部分依靠价格优势而缺乏科技含量的低附加值外贸企业的经营带来了很大的负面影响；另一方面，从产品下单做货到出货，再到最终结汇，整个周期通常有几个月的时间，汇率的波动造成企业无法准确预测最终销售利润，经营风险加大。

为推进汇率改革，促进对外贸易进一步趋于平衡，中国人民银行宣布，自 2012 年 4 月 16 日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由 0.5% 扩大至 1%，人民币汇率波幅再增一倍，这意味着外贸企业需要更多地对人民币外汇交易进行风险管理，并采取相应的对冲，与此同时，这也可能鼓励更多的企业在外贸中使用人民币作为结算货币，来降低相应的风险。

图 2 美元兑人民币汇率走势图



资料来源: Wind 资讯

2016 年人民币有效汇率走势可以分为四个阶段: 第一季度汇率持续下跌, 系 2015 年人民币正式加入 SDR 之后, 有效汇率持续走低态势的延续, 名义有效汇率和实际有效汇率呈现大幅贬值。2016 年 1 月, 索罗斯公开宣称自己做空亚洲货币, 引导市场一致性预期, 使离岸市场上看空人民币的氛围达到了高峰, 离岸在岸点差突破历史记录, 人民币汇率大幅贬值。2016 年第二季度, 美元升值趋势有所放缓, 国内流动性相对收紧, 人民币有效汇率保持震荡, 呈小幅下跌态势。2016 年 6 月美联储加息预期以及英国意外脱欧事件导致全球金融市场震荡, 人民币有效汇率和实际汇率出现阶段性下跌过程。2016 年第四季度, 中国经济数据超过预期, 经济缓慢回暖, 但是特朗普政府刺激美国经济的政策、美国经济的复苏以及 12 月的加息政策使得美元指数进入强势上升区间, 给人民币带来了一定程度的贬值压力。总体而言, 美元兑人民币汇率收盘价呈现贬值的趋势, 市场对人民币的贬值预期持续存在。

4. 行业政策

2016 年 5 月, 国务院印发《关于促进外贸回稳向好的若干意见》, 从 5 个方面提出了 14 条政策措施, 包括①鼓励金融机构对有订单、有效益的外贸企业贷款, 扩大出口信用保险保单融资, 进一步降低短期出口信用保险费率; ②巩固外贸传统竞争优势, 进一步完善加工贸易政策, 综合运用财政、土地、金融政策, 支

持加工贸易向中西部地区转移; ③培育外贸竞争新优势, 支持企业建立国际营销网络体系, 建设一批境外展示中心、分拨中心、批发市场和零售网点等; ④着力优化外贸结构, 开展并扩大跨境电子商务、市场采购贸易方式和外贸综合服务企业试点; ⑤进一步改善外贸环境。降低出口平均查验率, 加强分类指导, 2016 年年底将国际贸易“单一窗口”建设从沿海地区推广到有条件的中西部地区。多措并举, 促进外贸创新发展, 努力实现外贸回稳向好。

2016 年 11 月 7 日, 商务部等 13 部门联合印发《关于开展加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动的意见》, 切实贯彻落实中央关于推进供给侧结构性改革的一项重要工作。专项行动包括强化创新驱动、深化流通改革、调整供给结构和优化消费环境等 4 个方面 13 项工作任务, 具体包括加快流通信息化、网络化和智能化进程, 推动流通由经营商品和服务向经营生活方式转变, 支持流通与相关产业跨界融合等多项政策措施; 改革流通管理体制、放宽和取消多项经营限制、改进税费政策等多项政策措施; 调整供给结构, 包括优化区域布局、协调城乡发展和加强信息引导等多项政策措施; 整顿消费市场秩序、完善标准体系、推进信用建设和倡导绿色消费等多项政策措施等内容。

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，对外贸易的未来发展在一定程度上起到了制约作用。

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。

6. 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。

2015年，浙江省经济发展稳健，初步核算，全年地区生产总值（GDP）42886亿元，比上年增长8%。其中，第一产业增加值1833亿元，第二产业增加值19707亿元，第三产业增加值21347亿元，分别增长1.5%、5.4%和11.3%，第三产业对GDP的增长贡献率为65.7%。三次产业增加值结构由上年的4.4:47.7:47.9调整为4.3:45.9:49.8，三产比重提高1.9个百分点。从主要经济指标看浙江省增速平稳，稳中有升，波幅较小。

从进出口贸易来看，2015年，浙江省货物进出口总额21566亿元（3474亿美元），比2014下降1.1%。其中，出口17174亿元，增长2.3%；进口4392亿元，下降12.5%。民营企业出口12579亿元，增长7.1%，占全省出口总值的73.2%，拉动全省出口增长5.0个百分点。机电产品出口7236亿元，增长4.7%；高新技术产品出口1047亿元，增长10%。全省跨境电子商务出口270亿元，增长34.7%。全年服务贸易进出口额442亿美元，比上年增长16%，其中，出口285亿美元，增长16.5%；进口158亿美

元，增长15.3%。

从国内贸易来看，2015年浙江省全年社会消费品零售总额19785亿元，比上年增长10.9%，扣除价格因素增长11%。按经营地分，城镇消费品零售额16523亿元，增长10.6%；乡村消费品零售额3262亿元，增长12.4%。按消费类型统计，商品零售额17797亿元，增长11.1%；餐饮收入额1988亿元，增长9.8%。全省网络零售额7611亿元，比上年增长49.9%，其中，省内居民网络消费4012亿元，增长39.6%。

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和强大的经济支持。

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（以下简称“浙江农资集团”），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51%股权，杭州泰安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28.46%、2.65%和17.89%股权；公司直接持有浙江农资集团20%股权，通过浙农控股集团持有浙江农资集团31%股权，兴合创投、杭州泰安泰投资管理合伙企业（有限合伙）和自然人分别持有

浙江农资集团 2.65%、28.46%和 17.89%股权。公司已将农资板块及汽车板块整体置入浙江农资集团，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、以浙江农资集团为拟上市主体子公司的架构。

截至 2016 年 9 月底，浙农控股集团注册资本 3.60 亿元，资产总额 176.90 亿元，权益总额 37.68 亿元，2016 年 1~9 月实现收入 252.48 亿元，利润总额 3.41 亿元。截至 2016 年 9 月底，浙江农资集团注册资本 3.51 亿元，资产总额 70.28 亿元，权益总额 21.52 亿元，2016 年 1~9 月实现收入 132.58 亿元，利润总额 2.05 亿元。

目前浙江农资集团上市工作仍在前期筹备阶段，后续进展仍具一定不确定性。联合资信将持续关注公司部分主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 300 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。公司居 2015 年中国企业联合会、中国企业家协会发布的中国 500 强企业排名第 174 位，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	2015 年				2016 年 9 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	41350	27273	64155	1006	54166	33597	67226	655
浙农控股集团	1623491	388139	3238372	77552	1768973	376766	2524813	34132
新大集团	1081424	351581	1052259	52151	1104398	339909	617460	4271
特产集团	390722	96315	1301322	12568	461598	94025	1047888	1760
福士达集团	388519	78309	531721	10944	439045	78500	429618	120
再生资源公司	90965	18479	84515	-4788	98870	14521	77311	-3455

资料来源：公司提供

浙农控股集团（公司持股比例 51%）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特色。截至 2015 年底，农资板块销售网络拓展到 13 个省市自治区，拥有经营网点 3058 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 23 家，二手车中心 2 家，维修中心 2 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（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，逐渐形成以工贸结合，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，2015 年进出口规模为 7.47 亿美元，位列浙江省级外贸公司前三甲。

特产集团（公司持股比例 53%）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，2015 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（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（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，2013-2014 年位列中国再生资源百强企业。

中茶拍公司（公司持股比例 85%）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 2016 年 9 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 2016 年 9 月底，公司服装产能如下表。

表2截至2016年9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	床上寝具	415万件/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	315万件	全自动电脑横机
浙江春风集团有限公司	纱线、服装	210吨、780万件	纺纱生产线、全自动电脑横机
黄山通源服装有限公司	服装	27万件	各型号缝纫机
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	74万件	缝纫机、充绒机、自动模板机、锁钉机、压胶机、绣花机等

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。2013~2015年，公司补贴收入有所波动，三年分别为1.81亿元、1.83亿元和1.39亿元，2015年补贴收入下降主要是由于农资化肥储备量减少以及再生废旧物资货源少、原料价格上升带来的规模下降所致。

表3公司近三年补贴收入明细（单位：万元）

补贴主体	2013年	2014年	2015年	说明
农资集团	4996	4160	3694	化肥淡储补贴
特产集团	825	796	662	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	5540	8170	5737	国家环保部，废弃电器电子产品拆解补贴
再生资源	4694	3151	1746	固镇县财政局，再生资源专项扶持资金
总计	18068	18291	13854	--

资料来源：公司提供

4. 人员素质

截至2016年9月底，公司高级管理人员目前共3人，包括总裁1人、副总裁2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。

公司总裁何忠民先生，1956年出生，大学学历，高级经济师，曾任浙江省供销社办公室主任、投资发展部部长，兴合集团副总裁。现任兴合集团总裁。

截至2016年9月底，公司共有职工17367人。从学历构成来看，大学本科及以上占15.82%，大专学历占16.68%，高中及以下占67.50%；从年龄结构看，35岁以下占56.56%，35~45岁占26.64%，45岁及以上占16.8%。

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 4 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深远发展的重大问题。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职目标责任考核，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管理享有较大自主权。

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，由集团财会部运作。

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。2013~2015 年，受内贸业务收入波动及外贸业务持续增长的影响，公司收入规模波动上升，三年分别为 592.94 亿元、550.36 亿元和 623.65 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波动较大，分别为 470.32 亿元、416.93 亿元和 462.32 亿元，其中 2014 年大幅下降主要是由于 2014 年钢贸行业走弱，为控制风险公司收缩钢材贸易规模，以及杭州实行限牌致使汽车销量减少等因素共同导致；外贸出口业务逐年上升，年均复合增长 17.25%；近年来，公司加

大房地产项目库存去化力度，带动板块收入逐年提升，年均复合增长 16.76%，但考虑到房地产业务收入占比较小，对公司整体收入影响有限；公司其他业务主要系子公司食品、奶粉等进口业务、类金融业务及租赁、物流等服务业务，近年来受市场行情影响，其他业务收入有所波动，三年分别为 14.17 亿元、7.39 亿元和 12.51 亿元，对收入的贡献程度很小。

从毛利率来看，2013~2015 年，内贸业务毛利率有所波动，其中 2014 年较 2013 年增长 1.85 个百分点至 6.54%，主要是由于大力拓展毛利水平较高的业务规模增长所致，2015 年，受宏观经济下行、大宗商品价格持续探底及劳动力成本上升的综合影响，内贸业务毛利率出现下滑，为 4.84%；外贸出口业务受外需持续疲软，中国传统优势弱化以及要素成本上升的

综合影响，毛利率逐年下降，2015 年为 4.99%；房地产业务毛利率有所波动，三年分别为 26.22%、28.24%和 23.50%，主要是由于结转项目盈利水平有所差异所致，整体毛利率仍较高。总体看，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，2015 年综合毛利率为 6.43%，毛利率较低，符合流通行业特点。

2016 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 477.72 亿元，为 2015 年全年收入的 76.60%。从毛利率来看，内贸业务毛利率进一步下滑至 4.33%；外贸出口业务受汇率和出口结构改变等影响，毛利率较 2015 年全年小幅提升 0.32 个百分点；房地产业务毛利率快速下降至 15.29%，主要是由于结转项目土地成本上升所致，当期公司综合毛利率较 2015 年全年略有下滑，为 5.69%。

表 4 公司主营业务收入构成情况（单位：亿元，%）

营业收入	2013 年			2014 年			2015 年			2016 年 1~9 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	470.32	79.32	4.69	416.93	75.76	6.54	462.32	74.13	4.84	368.64	77.17	4.33
外贸出口	84.25	14.21	6.45	102.20	18.57	5.54	115.83	18.57	4.99	76.59	16.03	5.31
房地产	24.20	4.08	26.22	23.84	4.33	28.24	32.99	5.29	23.50	19.61	4.11	15.29
其他	14.17	2.39	25.15	7.39	1.34	36.09	12.51	2.01	33.33	12.88	2.70	32.25
合计	592.94	100.00	6.31	550.36	100.00	7.69	623.65	100.00	6.43	477.72	100.00	5.69

资料来源：公司提供

（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，且三者收入合计占比逐年提升，2015 年为 77.28%。从贸易品种来看，2013~2015 年，塑化产品收入逐年提升，年均复合增长 19.39%；废旧物资年均复合增长 52.35%；除塑化产品及废旧物资以外，其他内贸产品收入均呈现不同程度下降，其中农资产品、汽车以及钢材 2014 年较 2013 年分别同比快速下降

14.93%、7.33%和 27.82%，主要系农资产品行情走低、汽车板块受杭州地区限牌政策影响销量下降，钢贸行情走弱所致；2015 年，受塑化产品、废旧物资产品以及钢材收入增长的带动，公司全年完成内贸收入 462.32 亿元，同比增长 10.89%。

2016 年 1~9 月，公司内贸业务收入 368.64 亿元，同比增长 6.45%，其中，受市场行情影响，塑化产品同比大幅增长 17.90%，钢材和汽车分别同比增长 5.62%和 23.36%，其余产品均呈现不同程度下滑。

表 5 公司国内贸易业务按商品分类情况（单位：万元、%）

商品类别	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~9 月	
	贸易额	占比	贸易额	占比	贸易额	占比	贸易额	占比
塑化	1555244	33.07	1665497	39.95	2216751	47.95	1824084	49.48
农资	765929	16.29	651617	15.63	659050	14.26	373746	10.14
汽车	743722	15.81	689225	16.53	696751	15.07	616938	16.74
废旧物资	75458	1.60	144089	3.46	175140	3.79	93592	2.54
钢材	528881	11.25	381767	9.16	423681	9.16	341732	9.27
棉花	165537	3.52	162101	3.89	156681	3.39	105078	2.85
其他	868445	18.46	475005	11.39	295126	6.38	331231	8.99
合计	4703216	100.00	4169302	100.00	4623180	100.00	3686400	100.00

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，2015 年，公司塑化产品实现收入 221.68 亿元，同比增长 33.10%，占内贸收入比重大幅提升至 47.95%。

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。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，公司与供应商结价方式略有差异，市场行情走低的情况下，公司主要以二次定价为主，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，合作企业主要为中字头或国字头企业。

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。

农资板块

农资板块由浙江农资集团及下属子公司经营，主要经营化肥、农药、农膜等，其中化肥销量占整体农资板块 90%以上。

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，公司以“惠多利”为统一品牌，已在浙江、江苏、江西等 13 个省市自治区建立省级区域公司，截至 2016 年 9 月底，拥有经营网点 5000 家左右（其中加盟店 3145 家，特约经销店 1000 多家），区域配送中心 137 个，经销店面面积共 15 万平方米，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。

2015年公司农资业务营业收入65.91亿元，同比基本持平，2016年1~9月，公司农资板块收入为37.37亿元，同比下降34.8%，主要是由于2016年以来化肥价格持续走低，同时化肥销售恢复增值税征收，共同导致收入规模出现下滑。除销往国内，公司化肥农药产品亦向马来西亚、印度尼西亚、越南、日本和拉美等地区出口。

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，截至2016年9月底，公司拥有汽车4S店22家，经营设施总面积近31万平方米，全部位于浙江省内，其中位于杭州门店为6家。公司汽车4S门店以自建以及租赁为主，截至2016年9月底，自建门店10家，其余12家系租赁所得，租赁面积10.56万平方米，租期通常为15-20年，租金上涨可能性较小。

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将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。2015年，公司共计销售汽车2.10万辆，销售额61.30亿元，同比小幅增长，其中宝马系品牌销售1.60万辆，销售额53.70亿元，占总销售额的90%左右；

2015年售后服务实现收入8.40亿元，同比小幅增长。2016年1~9月，公司共计销售汽车1.90万辆，汽车板块实现收入61.70亿元，同比增长23.36%，主要系由于2016年新收购3家宝马4S店，带动公司收入规模增长所致。目前，公司拟将汽车板块及农资板块整体上市，具体参见重大事项分析。

钢材贸易

钢材贸易主要由特产集团运营，主要经营钢坯、钢材等钢材原料。2015年特产公司钢材贸易实现收入42.37亿元，同比增长10.98%，主要是由于公司加强风控，缩短回款周期，加快业务周转，导致销售增长所致。

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。2015年公司下游客户主要有中国建筑、中铁、中核、中交等大型央企。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，该类业务为公司自营业务，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，结算方面由华龙公司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。2015年，公司钢材贸易自营及代理业务比重分别为59.79%、40.21%。

其他产品

棉花是特产集团的传统经营商品，目前公

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。2015 年国家对于棉花以直补政策替代收储政策，原来由于没有资格而通过特产公司进行销售的小型工厂可直接获得补贴，对公司的经营形成冲击，同时受当期新棉产量、质量下降影响，公司棉花贸易出现下滑，同比下降 3.34%。2016 年 1~9 月，受棉花交储政策改变、棉纺企业市场需求萎缩和价格的下跌的持续影响，公司棉花销售收入为 10.51 亿元，同比下降 12.84%。

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，2015 年回收再生资源数量近 81.6 万吨，回收报废汽车 4968 辆；回收废旧家电 79 万台。

2013 年，由于公司将 12 亿元废旧物资收入归入其他业务板块，故当年废旧物资收入规模较小，将该部分收入纳入统计后，2014 年废旧物资收入同比下降 26.28%，主要是由于公司加强对废旧物资行业的风险控制，陆续关闭了几家子公司，废旧物资规模下降所致；2015 年以来，公司努力争取省外对废旧物资的地方政策，获得地方税返还 25% 的优惠政策，废旧物资实现收入 17.41 亿元，同比增长 21.54%。2016 年以来，地方税返还比例由 25% 增至 48%，废旧物资业务规模有望进一步增长。

总体看，公司内贸主要经营商品销售渠道稳定，具有一定的品牌优势与规模优势，综合竞争实力较强。

（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、浙农控股与福士达集团运营。2013~2015 年，公司外贸出口规模逐年增长，年均复合增长 17.25%。但受中国传统优势弱化、要素成本上升等因素的影响，公司外贸业务整体毛利率有所下降，三年分别为 6.45%、5.54% 和 4.99%。2016 年 1~9 月，公司外贸出口实现收入 76.59 亿元，占 2015 年全年的 66.12%。

从出口商品类别看，公司服装类商品与纺丝织品为传统经营产品，近三年两者出口额有所波动，2015 年实现出口额合计 47.79 亿元，占出口总额的 41.26%，比重逐年降低，仍为公司出口商品主要构成部分；化肥农药、五金制品及化工产品出口额增长较快，近三年年均复合增长率分别为 36.11%、119.80% 和 29.08%，在出口总额中的比重逐年增加；公司畜产品、茶叶和箱包鞋帽出口额出现下滑；其他类产品包含电子产品、塑料制品、文体用品、食品饮料等，产品种类较杂，近三年出口额持续增长。2016 年 1~9 月，公司出口商品结构继续调整，传统服装、纺丝织品产品占比均出现下滑，五金制品的占比提升明显，主要是由于改进了机电产品的出口结构，市场认可度提升所致。

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 2015 年底，公司服装产能超过 1879 万件，床上用品 550 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 4.58 亿元、4.47 亿元、3.98 亿元。

表 6 公司出口业务按商品分类情况（单位：万元、%）

出口商品类别	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~9 月	
	出口额	占比	出口额	占比	出口额	占比	出口额	占比
服装	351758.54	41.75	402457.43	39.38	391332.76	33.79	251014.33	32.77
纺丝织品	71308.73	8.46	84230.79	8.24	86525.75	7.47	19143.31	2.50
化肥农药	39438.54	4.68	58690.33	5.74	73064.34	6.31	24741.23	3.23
五金制品	12534.74	1.49	60297.05	5.90	60556.22	5.23	51835.66	6.77
畜产品	28343.97	3.36	23605.00	2.31	16481.00	1.42	8027.00	1.05
茶叶	45771.71	5.43	44667.00	4.37	39809.00	3.44	25564.00	3.34
箱包鞋帽	27566.48	3.27	27683.97	2.71	26536.96	2.29	15876.63	2.07
化工	115243.65	13.68	109523.58	10.72	192000.95	16.58	133065.15	17.37
其他	150515.39	17.87	210840.26	20.63	271986.34	23.48	236653.84	30.90
合计	842481.74	100.00	1021996.42	100.00	1158293.31	100.00	765921.15	100.00

资料来源：公司提供

从出口地区来看，公司出口市场份额较为分散，2013~2015 年，美国地区出口额稳步提升，年均复合增长 17.96%、日本地区出口额略

有波动，美国、日本始终为公司出口的主要市场。香港地区受市场需求的刺激，近三年出口额以 74.47% 的年均复合增速快速增长，已成为

公司第一大出口区域，2015 年上述三个市场分别占比 17.62%、10.38%和 2.46%，三者合计占比 60.46%；近年来，东南亚新兴市场亦为公司出口市场的重要组成部分，近三年出口额较为

稳定，占总出口额的比重均在 25%以上。欧洲各国出口额逐年小幅下滑，近三年出口额合计占比分别为 18.88%、15.23%和 13.24%。

表 7 公司主要出口市场分布情况（单位：万元、%）

出口市场类别	2013 年		2014 年		2015 年		2016 年 1~9 月	
	出口额	占比	出口额	占比	出口额	占比	出口额	占比
美国	146630.07	17.40	187702.29	18.37	204042.29	17.62	115213.67	15.04
日本	120214.39	14.27	117760.16	11.52	120193.31	10.38	67615.27	8.83
意大利	29797.51	3.54	37649.06	3.68	30613.89	2.64	22403.49	2.93
德国	46385.48	5.51	49220.27	4.82	50401.19	4.35	36343.83	4.75
法国	40104.24	4.76	37772.59	3.70	37938.11	3.28	27731.80	3.62
香港	123520.11	14.66	260143.59	25.45	376003.90	32.46	264653.09	34.55
西班牙	21349.46	2.53	15877.80	1.55	17288.51	1.49	10703.31	1.40
英国	21360.20	2.54	15274.30	1.49	17188.18	1.48	14426.05	1.88
东南亚及其他	293120.28	34.79	300497.37	29.40	304623.94	26.30	206830.64	27.00
合计	842481.74	100.00	1021996.42	100.00	1158293.31	100.00	765921.15	100.00

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，主要业务集中在农资集团下属子公司浙江华都控股集团有限公司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、山东和四川。2013~2015 年，公司房地产板块实现收入分别为 24.20 亿元、23.84 亿元和 32.99 亿元。

公司房地产项目均位于中国三、四线城市，土地价格普遍较低，2014 年以来，公司坚持稳健的发展思路，围绕现有开发区域，审慎把握拿地节奏，新增土地储备不多。2013~2015 年，随着储备项目的逐步开发，公司房屋竣工面积逐年增长，2015 年为 69.35 万平方米，同比增长 14.06%。2014 年，受房地产行业调控影响，公司销售面积及实际销售额有所回落，同比分别下降 21.59%和 28.18%。2015 年，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，当期实现房屋销售面积 64.57 万平方米，同比增长 59.16%，实现签约销售额 41.40 亿元，同比增长 56.94%。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，近三年，公司加大对库存项目处理

力度，平均销售单价呈逐年下降趋势。

2016 年 1~9 月，公司房屋竣工面积 79.63 万平方米，系 2015 年全年的 114.82%，同期公司房屋销售面积 62.09 万平方米，签约销售额 39.23 亿元，分别为 2015 年全年的 96.16%和 94.76%，主要是公司进一步加大库存项目去化力度，销售面积大幅增加所致，公司当期平均销售单价为 0.63 万元/平方米。

表 8 房地产业务发展情况

（单位：万平方米；万元/平方米；亿元）

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-9 月
房屋竣工面积	32.12	60.8	69.35	79.63
房屋销售面积	51.74	40.57	64.57	62.09
新增土地储备	23.37	3.33	8.57	6.47
平均销售单价	0.71	0.65	0.64	0.63
实际销售额	36.73	26.38	41.4	39.23

资料来源：公司提供

截至 2016 年 9 月底，公司在建及拟建房地产项目合计规划建筑面积 511.30 万平方米，总投资额 268.09 亿元，已投资 179.91 亿元。公司预计 2017~2019 年房地产项目分别计划投资 26.90 亿元、20.35 亿元、14.05 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），公司仍有一定规模的资

金需求。

表 9 截至 2016 年 9 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	总建筑面积	总投资	已投资金额（至 2016 年 9 月底）	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
					2016 年 10-12 月	2017 年	2018 年	2019 年			
成都云景台	四川成都	7.06	5.80	3.55	0.33	1.00	0.92	--	0	0.00	0.00
安吉龙山庄园	浙江安吉	35.00	22.80	11.62	0.40	3.00	3.00	2.00	1.17	7.91	7446.00
安吉兰廷公馆	浙江安吉	11.40	8.20	5.46	0.06	1.20	1.20	0.28	1.09	2.79	6200.00
台州金色兰庭	浙江台州	13.41	12.06	10.96	1.00	0.10	0.00	0.00	0.18	10.32	10351.00
龙游华府首府	浙江龙游	14.50	9.28	7.20	0.60	1.00	0.48	--	1.57	11.12	7656.00
成都美林湾	四川成都	47.80	22.30	22.27	0.03	--	--	--	0.12	41.08	6266.00
济宁金色兰庭	山东济宁	112.00	65.10	37.89	0.78	5.00	5.00	5.00	3.33	45.62	5476.00
乐清虹桥项目	浙江温州	23.84	22.00	5.89	1.52	4.00	3.00	3.00	0	0.00	0.00
浦江县农副产品批发交易市场一期	金华市浦江县	7.34	2.57	2.37	0.15	0.05	--	--	1.92	0.86	18389.00
龙游国际建材家居城（一期）	衢州市龙游县	11.09	3.02	2.78	0.20	0.04	--	--	3.48	2.95	8177.00
松州广场	丽水市松阳县	7.30	3.92	1.82	0.74	0.84	0.52	--	0	2.92	9839.00
三友·翡翠城	山东潍坊	24.00	11.00	8.21	0.11	1.70	0.72	0.26	3.91	16.13	3997.00
三友·文鼎苑	山东临朐	3.00	1.10	1.05	0.05	0.00	0.00	0.00	0.53	2.20	5348.00
三友·鼎盛园	山东临朐	5.60	2.00	1.90	0.00	0.10	0.00	0.00	0.92	3.70	4638.00
三友·香格里拉	四川泸州	27.00	8.89	8.36	0.24	0.20	0.08	0.01	1.53	15.56	4461.00
三友·玫瑰园	山东临朐	12.66	5.00	4.29	0.20	0.51	0.00	0.00	3	9.05	5157.00
春风·玫瑰园	四川南充	42.00	12.00	10.88	0.22	0.90	0.00	0.00	4.2	31.05	4639.00
春风·紫金港	四川南充	39.80	16.00	9.34	0.50	2.50	2.00	1.50	3.65	15.12	4874.00
新宏·香榭丽舍	浙江衢州	18.20	11.00	9.59	0.28	0.70	0.43	0.00	1.37	12.22	8731.00
龙山豪庭	浙江诸暨	16.00	8.20	7.80	0.01	0.39	0.00	0.00	9.57	2.45	6481.00
春风·江南府	浙江杭州	11.30	4.85	3.98	0.20	0.67	0.00	0.00	0.27	6.57	5973.00
中都华庭	浙江嘉善	21.00	11.00	2.70	0.00	3.00	3.00	2.00	0	0.30	--
合计	--	511.30	268.09	179.91	7.62	26.90	20.35	14.05	41.81	239.92	--

资料来源：公司提供

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。2016 年 1~9 月，公司新增土地储备 6.47 万平方米。截至 2016 年 9 月底，公司在济宁、按金以及龙山拥有未开发土地面积 42.81 万平方米，可供未来 1-2 年开发。

表 10 公司土地储备情况（单位：万平方米）

项目	未开发土地面积
安吉兰廷公馆	3.33
济宁金色兰庭	8.07
安吉龙山	20
浦江农副产品批发市场二期	4.32

龙游国际建材家居城（二期）	3.33
三友·翡翠城三期	3.76
合计	42.81

资料来源：公司提供

（4）其他板块

公司其他板块包括浙农控股旗下部分进口业务，类金融板块业务以及其他服务业务（包含租赁、餐饮、物流及代理）。其中浙农控股进口业务为 2 亿元左右，商品主要为食品、奶粉、牛肉等。类金融业务包含小贷业务、担保业务及融资租赁业务，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。2015 年小贷业务实现收入 11517 万元，利润总额 6651 万元；2016 年 1~9 月，实现营业收入 0.91 亿元，利润总额 0.75 亿元。截至 2016 年 9 月底，小贷公司贷款余额 11.09 亿元，其中个人贷款和垫款 6.76 亿元，企业贷款和垫款 4.33 亿元；风险拨备 1.45 亿元；小贷公司共放贷 21.85 亿元。截至 2016 年 9 月底，小贷公司逾期贷款余额 10375 万元，均有抵押或担保，小贷公司共计提贷款损失准备 1707.9 万元。担保业务经营主体为浙江茗发担保有限公司，截至 2016 年 9 月底，为非关联方客户在银行的借款 6.99 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 0.22 亿元，车贷客户基数大，集中度较低，整体风险较低。其余业务主要系各子公司物流、租赁等服务业务，收入较零散。

2. 经营效率

近三年，公司销售债权周转次数小幅下降，三年平均值为 22.34 次，2015 年为 21.62 次，存货周转次数和总资产周转次数波动下降，三年平均值分别为 4.53 次和 1.70 次，2015 年分别为 4.50 次和 1.68 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”期间，集团将全面推进固本、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。以下几项工作将为公司主要把握事项：①把握业务重点，强化商贸主业市场地位竞争优势；②稳健发展房地产业务，多措并举推动去化；③抓好重点项目建设运营，争取良好成效；④结合“互联网+”创新发展模式；⑤审慎开展金融业务和资本经营，努力提高经济效益；⑥抓好新业务新产业的孵化和培育。

未来公司投资将继续以工贸流通等实业为主，不断优化公司业务结构，进一步完善公司的物流、仓储配送网络，并计划培育一到两家上市公司。目前公司在建项目总投资共计 44.10 亿元，具体明细见下表。

浙农创业园位于滨江区长河街道江虹路 752 号，离滨江区政府约 2.5 公里，除浙农控股总部办公外，将建成浙农控股的创业中心及电商园区等，并与滨江区政府合作引入相关企业入驻，提高园区的使用效率和效益。项目规划建筑面积 106778 平方米，其中地上建筑面积 92828 平方米、地下建筑面积 13950 平方米，当前建有 A、B、C、D、E 座五幢建筑。截至 2016 年 9 月底，A 座已建成使用并取得房产证，其余为在建工程，均已结项开始外立面装修；B、C 两幢办公楼地下建一层地下车库，规划机动车位 330 个，地面规划约 170 个停车位，合计规划约 500 个停车位。

中国白茶城项目，由浙江安吉福士达茶业发展有限公司负责开发，福士达公司出资 8700 万，持股 87%，项目位于安吉县开发区万亩社区，由 22 幢新建各类商铺、茶叶展销展示中心、商务综合用房（含酒店）构成，并配套办公管理用房及停车场、道路、绿化等工程，占地 116 亩，总建筑面积 16 万平方米，其中地上 124360 平方米，建筑高度以 2—3 层的商铺为主，缀以 1 幢 15 层的小高层及 5 层的配套管理办公用房。项目计划总投资额 80000 万元，截至 2016 年 6 月完成竣工验收，截至 2016 年 12 月底，已销售面积为 39000 平方米、销售额 25300 万元。

台州市农副产品集配中心项目被列为省、市、区三级政府重点建设项目和省服务业重大项目。项目建有蔬菜、果品、副食品、茶叶等批发市场，配套建设检验检测、电子商务、加工配送、酒店、餐饮、娱乐、公寓、商务办公等设施。项目用地面积 97173 平方米，总建筑面积 184904 平方米，地上建筑面积 155904 平方米，其中营业面积 86421.96 平方米。项目建成后将成为台州市规模最大、档次最高、综合

性最强、辐射能力最广的一级农副产品批发市场、物流配送基地和农产品市场信息采集发布中心。

兴合商务广场系公司总部新建的办公楼，地块位于文一路北面，在学院路和规划一号路交叉口，出让面积 16.38 亩，总建筑面积约 36200 m²，其中地上建筑面积约 25600 平方米，地下建筑面积约 11050 平方米。工程投资总额约为 6 亿元，主要对现状保留的一幢围合式学生宿舍楼（地上七层，南北楼地下一层自行车库兼

人防功能）进行改造，集商务办公、商务展示、生活服务用房、地下停车泊位等于一体。总建设工期约 820 天，预计在 2018 年底完成建设。

总体看，除房地产外，公司 2016 年 10-12 月及 2017 年分别预计投资 1.68 亿元和 7.09 亿元，未来将根据公司自身发展需求确定相应的投资计划。公司将主要从自有现金类资产、银行贷款和直接融资三个方面完成资金筹集，综合考虑公司目前现金资产情况以及房地产项目未来投资规划，公司未来仍有一定筹资压力。

表 11 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 2016 年 9 月底已投资	2016 年 10-12 月	2017 年
		贷款	自筹			
杭州城东宝马 4S 店	11959	0.00	11959	400	300	4039
浙农科创园	60000	0.00	60000	30100	5700	20300
高档服装电子商务基地	35000	0.00	35000	10040	1785	8500
中国白茶城	80000	40000	40000	78934	0.00	1066
创新园区（特种茶基地）	5000	2500	2500	983	3454	563
茶叶国内贸易营销网络建设	4000	2000	2000	2312	475	1000
福士达五常大楼建设	18000	9000	9000	11792	125	2800
祥园路办公大楼	25000	12500	12500	7218	148	15000
年吞吐能力 50 万吨物流基地项目	15000	7000	8000	13602	898	500
台州市农副产品集配中心	89000	68000	21000	51398	1800	10000
浙江供销商贸城	38000	18000	20000	34700	700	2600
兴合商务广场	60000	0.00	60000	35728	1400	8000
合计	440959	159000	281959	277207	16785	74368

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 2013~2015 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 2016 年 1~9 月财务数据未经审计。

从合并范围看，2013 年公司无合并范围的变化；2014 年公司因直接设立或投资等方式增加子公司 2 家；2015 年公司因直接设立或投资等方式增加子公司 2 家，未减少子公司。总体

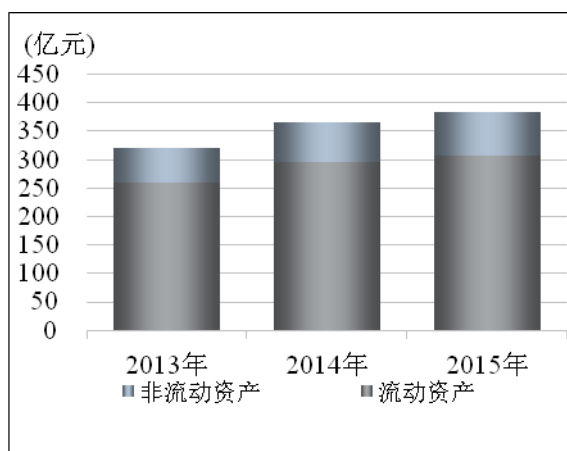
看，公司合并范围变化不大，财务数据可比性较强。

截至 2015 年底，公司合并资产总额为 382.78 亿元，所有者权益合计为 109.20 亿元，其中少数股东权益 73.74 亿元。2015 年公司实现营业收入 628.34 亿元，利润总额 14.99 亿元。

截至 2016 年 9 月底，公司合并资产总额为 420.57 亿元，所有者权益合计为 107.83 亿元，其中少数股东权益 71.91 亿元。2016 年 1~9 月，公司实现营业收入 478.17 亿元，利润总额 3.37 亿元。

2. 资产质量

图 3 近三年公司资产构成情况

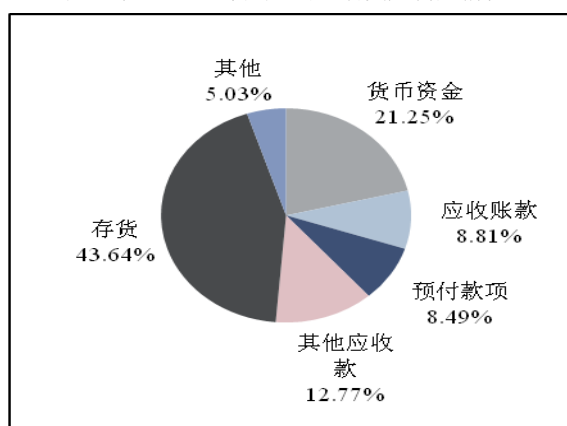


资料来源：公司审计报告

2013~2015 年，公司资产总额有所增长，年均复合增长 9.21%。截至 2015 年底，公司资产总额 382.78 亿元，其中流动资产占 80.26%，非流动资产占 19.74%，公司资产以流动资产为主，资产构成变化不大，符合公司所属行业特点。

2013~2015 年，公司流动资产年均复合增长 8.69%。流动资产构成基本维持稳定。截至 2015 年底，公司流动资产合计 307.21 亿元，主要由货币资金（占 21.25%）、应收账款（占 8.81%）、预付账款（占 8.49%）、其他应收款（占 12.77%）和存货（占 43.64%）构成。

图 4 截至 2015 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2015 年底，公司货币资金 65.28 亿元，同比增长 5.02%，其中银行存款占 51.88%、其

他货币资金占 48.01%，其余为库存现金。其他货币资金主要为定期存款、银行借款保证金、银行承兑汇票保证金等。截至 2015 年底，公司货币资金中受限资金 29.76 亿元，占当期货币资金账面值的 45.59%，受限比例高。

2013~2015 年，公司应收账款年均复合增长率为 14.28%，增速高于营业收入年均复合增长率（2.64%），主要系钢材板块对下游新增高速公路、发电厂等优质客户授信增加所致；截至 2015 年底，公司应收账款余额为 27.08 亿元，其中一年以内应收款占 94.03%，整体账龄短；前五名欠款单位合计欠款占 7.34%，集中度很低。2015 年底公司对应收账款提取 0.67 亿元坏账准备，综合计提比例 2.40%。

2013~2015 年，公司预付款项年均复合减少 11.78%，主要系公司钢材方面结算方式由预付货款逐渐向货到付款转变所致。截至 2015 年底，公司预付款项为 26.09 亿元，其中账龄在 1 年以内的预付款占 87.86%，1~2 年的占 7.38%，2 年以上的占 4.76%，整体账龄短；预付款项金额前五名为中国宝马、华晨宝马、鸡西北方制钢有限公司、上汽通用汽车销售有限公司和国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司合计占 19.13%，集中度一般。

2013~2015 年，公司其他应收款有所波动，截至 2015 年底为 39.23 亿元，同比降低 8.22%。其他应收款主要为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（近三年分别为 11.80 亿元、14.06 亿元和 13.60 亿元）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。从账龄上看，1 年以内的其他应收款占 86.40%，1~3 年的占 11.55%，3 年以上的占 2.05%；2015 年底公司对其他应收款计提 1.03 亿元坏账准备，计提比例为 2.63%。

2013~2015 年，随着公司房地产项目的不断投资建设和贸易业务增长，公司存货年均复合增长 8.86%；截至 2015 年底，公司存货为 134.07 亿元，主要由库存商品（占 32.66%）、

开发成本（占 51.92%）和开发产品（占 8.65%）构成。截至 2015 年底，公司累计计提存货跌价准备 0.89 亿元，其中对库存商品计提跌价准备 0.60 亿元，对开发产品计提跌价准备 0.23 亿元，计提比例 1.34%。

2013~2015 年，公司非流动资产年均复合增长 11.43%，主要来自可供出售金融资产的增长。截至 2015 年底，非流动资产为 75.57 亿元，主要由可供出售金融资产（占 27.21%）、固定资产（占 31.61%）、在建工程（占 8.86%）、无形资产（占 13.49%）和其他非流动资产（占 10.52%）构成。

2013~2015 年，公司可供出售金融资产逐年快速增长，分别为 0.96 亿元、15.80 亿元和 20.56 亿元，其中 2015 年同比增长 30.16%，主要系公司增加权益类资产的投资力度所致，截至 2015 年底，以公允价值计量的可供出售金融资产占比 21.70%，以成本计量的可供出售金融资产占比 78.30%。近三年，公司长期股权投资分别为 12.75 亿元、2.31 亿元和 2.26 亿元，年均复合下降 57.88%。其中 2014 年底公司的可供出售金融资产和长期股权发生大幅变动，主要系会计政策调整，将 11.32 亿元的长期股权投资调整为可供出售金融资产所致。公司所投资企业间关联性不强，整体投资风险较低。

2013~2015 年，公司固定资产波动中有所下降，年均复合下降 3.59%；截至 2015 年底，公司固定资产 23.89 亿元，主要由房屋建筑（占 70.70%）、机器设备（占 14.25%）和运输工具（占 6.97%）构成；累计折旧 12.32 亿元，2015 年公司未发现固定资产存在明显减值迹象，未对固定资产计提减值准备。

2013~2015 年，公司在建工程快速增长，年均复合增长 32.37%，主要系浙江供销商贸城等项目本期投入较多所致；截至 2015 年底，公司在建工程为 6.69 亿元，截至 2015 年底公司主要在建项目包括浙江供销商贸城、惠多利储备库等。

2013~2015 年，公司无形资产快速增长，

年均复合增长率为 37.48%，主要源于土地使用权的增长；截至 2015 年底，公司无形资产 10.20 亿元，同比增长 6.37%，主要为土地使用权（9.69 亿元），累计摊销 0.92 亿元。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产余额为 7.95 亿元，以公司子公司桐庐富汇小额贷款股份有限公司发放的贷款和垫款（账面价值 6.66 亿元，计提贷款减值比例为 2.70%）为主。

截至 2016 年 9 月底，公司资产总额 420.57 亿元，较 2015 年底增长 9.87%；公司资产仍以流动资产为主（占 79.71%），资产构成变动不大。流动资产中，货币资金增长至 70.15 亿元，其中受限货币资金为 16.70 亿元；受贸易规模稳步扩张带动，公司应收账款及存货规模扩张，其他应收款较 2015 年底增长 12.90%至 44.29 亿元，主要为内部关联方往来款未全部抵销所致；非流动资产中，在建工程较 2015 年底增加 71.71%至 11.49 亿元，主要系对安吉中国白茶城、台州市农副产品集配中心（一期）项目、高档服装电子商务基地、福士达五常大楼等项目的投资增加所致；商誉较 2015 年底增加 1.67 亿元至 1.78 亿元，主要为三级子公司金诚汽车收购台州宝马 4S 店和金昌汽车收购绍兴宝晨 4S 店支付的溢价（分别为 1.22 亿元和 0.47 亿元）；其他科目较 2015 年底变化不大。

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，以房地产开发成本为主的存货和其他应收款比重较大，一定程度占用资金；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，公司资产质量一般。

3. 负债及所有者权益

所有者权益

所有者权益方面，2013~2015 年公司所有者权益稳步增长，三年分别为 90.85 亿元、101.09 亿元和 109.20 亿元，年均复合增长 9.64%，主要来自未分配利润的累积和少数股东权益的增加。截至 2015 年底，公司所有者权益

主要由实收资本（占 9.16%）、未分配利润（占 17.73%）和少数股东权益（占 67.53%）构成。归属于母公司所有者权益中，股本占 28.20%、资本公积占 8.97%、盈余公积占 6.29%、未分配利润占 54.59%。截至 2015 年底，公司少数股东权益 73.74 亿元，同比增长 7.18%；资本公积为 3.18 亿元，同比下降 8.22%，主要因公司处置子公司浙江农资集团有限公司 31% 的股权，处置价款与处置长期股权投资相对应享有子公司净资产的差额计入资本公积所致。

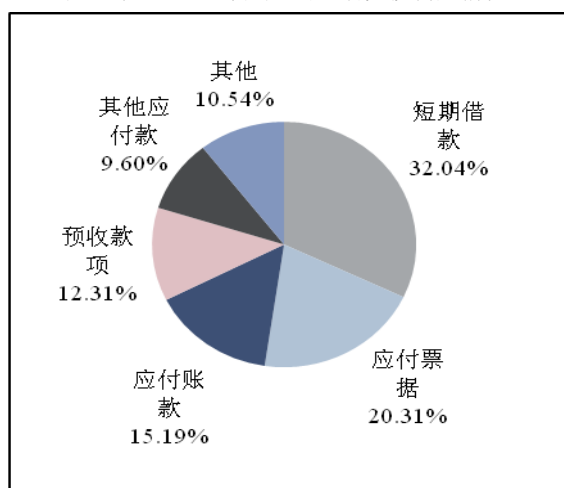
截至 2016 年 9 月底，公司所有者权益合计为 107.83 亿元（包含少数股东权益 71.91 亿元），主要由实收资本（占 9.27%）、未分配利润（占 18.36%）和少数股东权益（占 66.69%）构成，所有者权益结构未发生明显变动。

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，2013~2015 年，公司负债合计年均复合增长 9.05%。公司近三年加大长期借款规模，负债结构有所调整；截至 2015 年底，公司负债总额为 273.58 亿元，其中流动负债占比 85.37%，非流动负债占比 14.63%，公司负债仍以流动负债为主。

图 5 截至 2015 年底公司流动负债构成情况



资料来源：公司审计报告

2013 年~2015 年，公司流动负债年均复合增长率为 8.45%。截至 2015 年底，公司流动负

债合计 233.54 亿元，主要由短期借款（占 32.04%）、应付票据（占 20.31%）、应付账款（占 15.19%）预收款项（占 12.31%）和其他应付款（占 9.60%）构成。

2013~2015 年，公司短期借款年均复合增长 1.99%；截至 2015 年底，公司短期借款为 74.84 亿元，构成上以抵押借款（占 13.93%）、保证借款（占 56.60%）和信用借款（21.30%）为主；其中外币借款约合人民币 2.15 亿元，存在一定的汇率波动风险。

2013~2015 年，公司应付票据呈波动增长趋势，年均复合增长率为 4.70%；截至 2015 年底，公司应付票据为 47.44 亿元，同比下降 2.99%，主要为银行承兑汇票减少 3.34 亿元所致；截至 2015 年底，应付票据以银行承兑汇票为主（占 93.76%），其余为商业承兑汇票（占 6.24%）。

2013~2015 年，公司应付账款快速增长，年均复合增长 23.62%，高于营业成本年均复合增长率，主要系公司塑化等板块与上游供应商的信用结算比例增加所致；截至 2015 年底，公司应付账款为 35.47 亿元，其中 1 年以内的应付账款占 95.91%，整体账龄较短；金额较大的前五名合计占比 17.87%，集中度一般。公司预收账款波动中有所增长，年均复合增长率为 3.81%，截至 2015 年底预收款项为 28.74 亿元，同比增长 11.05%，主要系预收售房款增长所致，从账龄结构上看以 1 年内的预收款项为主（占 92.48%）。

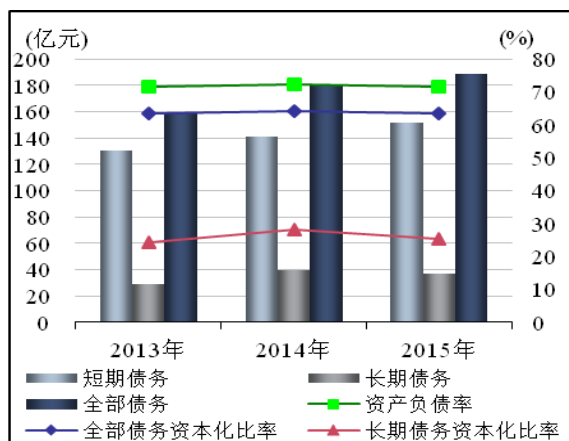
2013~2015 年，公司其他应付款不断下降，年均复合减少 10.80%，主要系公司的押金保证金大幅减少所致，截至 2015 年底，公司其他应付款为 22.43 亿元，主要系公司部分房地产项目其他股东投入的配套开发资金；其中金额较大前五名合计占比 12.61%，集中度较低。

2013~2015 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 1.00 亿元、5.84 亿元和 16.85 亿元，其中 2015 年的同比大幅增长主要系转入一年内到期的中期票据“13 浙农资 MTN1”（发行

总额 6.00 亿元)和“13 浙农资 MTN002”(发行总额 2.00 亿元)所致。截至 2015 年底,一年内到期的非流动负债构成中还包含一年内到期的长期借款 8.86 亿元。

2013~2015 年,公司非流动负债波动中有所增长,年均复合增长率为 12.72%,增速高于同期负债总额增速(9.05%)。截至 2015 年底,公司非流动负债合计 40.03 亿元,同比下降 8.41%,主要系其他非流动负债规模减小所致;公司长期借款为 18.29 亿元,同比增长 4.98%,主要为保证、抵押借款;公司其他非流动负债为 19.64 亿元,主要包括 6 亿元“12 浙兴合 MTN1”、4 亿元“13 浙兴合 MTN001”、子公司浙江农资集团有限公司发行的 4 亿元 2014 年第一期中期票据和子公司浙江新大集团有限公司 5 亿元银行间非金融企业债务融资工具。

图 6 2013~2015 年公司债务构成情况



资料来源:公司审计报告

2013~2015 年,公司全部债务年均复合增长 8.94%,截至 2015 年底为 188.94 亿元,同比增长 4.42%;其中短期债务占 80.26%,长期债务占 19.74%,以短期债务为主。

债务指标方面,2013~2015 年,公司资产负债率和全部债务资本化比率均波动中略有下降,2015 年底分别为 71.47%和 63.37%,同比分别下降 0.80 个百分点和 0.79 个百分点;长期债务资本化比率波动中略有上升,2015 年底为 25.46%,同比下降 2.6 个百分点。总体看公司负债水平偏高,债务负担较重。

截至 2016 年 9 月底,公司负债总额为 312.74 亿元,较 2015 年底增长 14.31%,其中流动负债占 84.99%,非流动负债占 15.01%。流动负债中,应付票据增加 29.63%至 61.50 亿元,主要系结算方式以应付票据为主的塑化业务板块规模扩大所致;预收款项大幅增长至 49.61 亿元,主要系企业为控制风险,对下游中小型贸易商和工厂要求的预付款比例增加所致;一年内到期的非流动负债同比减少 53.65%至 7.81 亿元,主要系面值 6.00 亿元的中期票据“13 浙农资 MTN1”到期兑付所致;其他流动负债增加 10.03 亿元,主要系子公司浙农控股当年发行 10 亿元的超短期融资券“16 浙农控 SCP001”的所致。非流动负债中,长期借款较 2015 年底大幅增长 85.56%至 33.95 亿元,主要系房地产开发贷款的增长;其他非流动负债大幅减少 44.54%至 10.89 亿元,主要系面值 6.00 亿元的“12 浙兴合 MTN1”和面值 4.00 亿元的“14 浙农资 MTN001”即将于一年内到期转入流动负债所致,其他科目变化不大。

表 12 2016 年 9 月底存续债券明细列表

(单位:亿元)

项目名称	期末余额	发行日期	到期日
13 浙农资 MTN002	2	2013/11/8	2016/11/4
14 浙农资 MTN001	4	2014/5/9	2017/5/9
16 浙农控 SCP001	10	2016/7/27	2017/4/23
14 浙新大 PPN001	2	2014/12/2	2017/12/4
15 浙新大 PPN001	3	2015/9/29	2018/9/29
合计	21	-	-

资料来源:公司提供

截至 2016 年 9 月底,公司债务总额为 190.04 亿元,其中短期债务为 156.09 亿元,长期债务为 33.95 亿元,债务结构基本不变;资产负债率、全部债务资本化比率及长期债务资本化比率分别为 74.36%、63.80%、23.94%,除资产负债率比率略有上升以外,其他比率较 2015 年底基本持平。

总体看,公司近年来负债规模平稳增长,债务结构略有改善,整体债务负担较重。

4. 盈利能力

2013~2015年,公司贸易规模有所波动,营业收入年均复合增长2.64%。2015年公司实现营业收入628.34亿元,同比增长13.32%。2013~2015年公司营业成本年均复合增长率为2.48%,与营业收入增速基本一致;2015年公司营业成本为585.13亿元,同比增长13.67%。

2013~2015年,公司营业利润率变动不大,2015年为6.22%,同比下降0.35个百分点。近三年公司期间费用占营业收入比重分别为4.15%、4.74%、4.84%,其占比逐年提升;其中2015年销售费用、管理费用和财务费用分别为12.57亿元、12.64亿元和5.21亿元,同比分别增长8.88%、17.88%和30.38%。公司近三年财务费用年复合增长23.13%,主要系借款规模扩张引起的利息支出增加所致。

2013~2015年,公司利润总额有所波动,近三年分别为15.76亿元、14.89亿元和14.99亿元,其中投资收益和营业外收入对利润总额贡献程度较高。2015年,公司的投资收益为5.83亿元,同比增长113.15%,构成上以长期股权投资收益(占12.35%)、交易性金融资产收益(占53.32%)和可供出售金融资产收益(占13.38%,主要为减持海翔药业、蓝科高新股票所致)为主;公司营业外收入为2.61亿元,以政府补助为主(占73.18%)。2015年公司投资收益和营业外收入共8.44亿元,为利润总额的56.30%,对利润总额的贡献较高。

从盈利指标看,2013~2015年,公司总资产收益率波动下降至5.50%,同比增加0.67个百分点;净资产收益率持续下降至9.94%,同比降低0.95个百分点,主要由于净利润小幅下降而所有者权益稳定上升所致。

2016年1~9月,公司实现营业收入478.17亿元,占2015年的76.10%。公司的营业利润率为5.34%,较2015年底降低0.88个百分点;期间费用占营业收入为5.08%,较2015年底上升0.24个百分点。2016年1~9月,公司利润总额为3.37亿元,较去年同期小幅增加0.45%;

其中公司投资收益为1.84亿元,主要为金融资产收益;营业外收入较去年同期增加0.66亿元至1.73亿元,主要拆迁补偿和去年提前确认的化肥财政补贴收入。

总体看,近年来公司调整业务结构和贸易结构,营业收入有所增长,但期间费用占比逐年提升,对利润形成一定影响;非经营性损益波动对公司盈利能力具有一定影响,公司整体盈利能力相对稳定。

5. 现金流

经营活动方面,2013~2015年,随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波动增加,2015年分别为692.56亿元和762.72亿元,年均复合增长率分别为4.71%和4.73%;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营业成本及预付款项的增加波动增长,2015年分别为650.57亿元和745.86亿元,年均复合增长率分别为2.90%和3.62%;公司收到及支付其他与经营活动有关的现金规模较大且波动中有所下降,2015年分别为57.95亿元、67.55亿元,主要为收到的补贴、租金收入和管理费用、营业费用等。2013~2015年,公司积极控制成本和应付款项,经营活动产生的现金流量净额持续增长,三年分别为0.66亿元、14.37亿元和16.86亿元。从收入实现质量指标看,2013~2015年公司现金收入比分别为105.90%、106.78%和110.22%,公司收入实现质量较好。

投资活动方面,2013~2015年,公司投资活动现金流入快速增长,分别为29.73亿元、33.52亿元和55.01亿元。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;2013~2015年公司投资活动现金流出逐年增加,分别为38.74亿元、48.60亿元和59.77亿元,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-9.01亿元、-15.08亿元和-4.76亿元。

2013~2015年，公司筹资活动前现金流量净额分别为-8.36亿元、-0.71亿元和12.10亿元，对外部资金的依赖自2014年开始缓解。

筹资活动方面，2013~2015年，公司筹资活动现金流入持续增长，分别为153.14亿元、164.78亿元和165.40亿元，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，2013~2015年分别为157.96亿元、159.38亿元和168.72亿元，主要为偿还债务支付的现金持续增长所致；三年间公司筹资活动产生的现金流量净额有所波动，分别为-4.82亿元、5.40亿元和-3.33亿元。

2016年1~9月，经营活动现金流量净额为17.30亿元，其中收到和支付其他与经营活动有关的现金分别为111.73亿元和122.93亿元，较2015年全年分别增长92.79%和81.98%，主要系往来款及合并抵消不充分所致，经营活动现金流量净额为17.30亿元，持续为正；现金收入比为113.56%。同期，公司投资活动现金流量净额为-8.37亿元；公司筹资活动现金流量净额为-1.24亿元。

总体看，公司经营活动现金净额保持较大规模，获现能力稳定，考虑到公司房地产项目投资规模较大，公司仍存在一定对外融资压力。

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波动增长趋势，2015年底分别为131.54%和74.13%；受存货规模增长影响，截至2016年9月底，两项指标分别下降至126.13%与74.22%。2013~2015年公司经营现金流动负债比分别为0.33%、6.54%和7.22%，主要由经营活动现金流量净额的变动所致。整体看，公司短期债务规模较大，货币资金受限规模较大，存在一定短期偿债压力。

从长期偿债能力指标看，2013~2015年，公司全部债务/EBITDA在近三年分别为7.28

倍、8.77倍和7.96倍。公司EBITDA利息倍数分别为7.13倍、4.90倍和3.23倍。整体看，公司EBITDA对全部债务本息的保护能力一般。

截至2016年9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6.99亿元提供担保，共在银行存入担保保证金0.22亿元，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2016年9月底，公司及子公司（合并口径）银行授信总额度312.34亿元，尚未使用的额度为148.12亿元。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2016年12月5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，主要系银行内部分类所致，均已按期正常赎回。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。公司收入规模增长，主业盈利能力比较稳定，综合看，公司抗风险能力较强。

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12亿元，占2016年9月底公司全部债务的6.31%，对公司现有债务影响较小。

截至2016年9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

74.36%、63.80%和 23.94%。以 2016 年 9 月底财务数据为基础，预计本期中期票据发行后，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将分别升至 75.07%、65.20%和 29.88%。考虑到公司本次募集资金部分用于偿还集团本部银行借款，归还子公司到期债券，公司实际债务指标将低于上述模拟值。

总的来看，本期中期票据的发行对公司债务水平影响较小。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2013~2015年，公司经营活动现金流入量持续增长，分别为695.36亿元、657.16亿元和762.72亿元，分别为本期中期票据发行额度的57.95倍、54.76倍和63.56倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为0.66亿元、14.37亿元和16.86亿元，2015年经营活动现金流量净额为本期中期票据发行额度的1.41倍。公司经营活动产生的现金流入量对本期中期票据覆盖程度较强。

2013~2015年，公司EBITDA分别为21.87亿元、20.62亿元和23.72亿元，分别为本期中期票据的1.82倍、1.72倍和1.98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入量及EBITDA对本期中期票据保障能力强。

十一、 结论

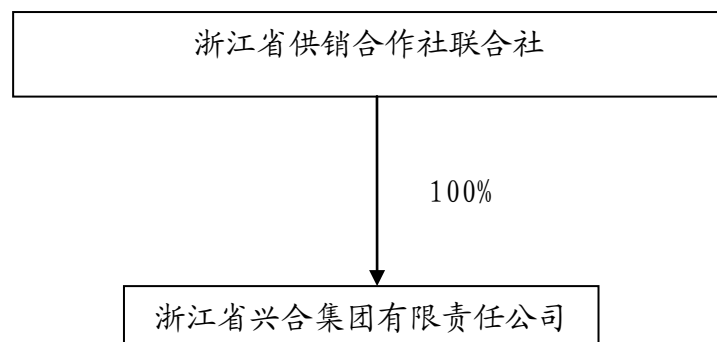
公司是浙江省供销社全资直属的大型企业集团，核心业务内贸主要产品在浙江及周边市场已具备了显著的品牌优势、规模优势与渠道优势，整体竞争实力强。

公司资产质量一般、整体盈利能力较弱、债务负担较重、经营活动产生的现金净流量波动幅度较大、短期偿债能力适宜、对全部债务的保护能力一般。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

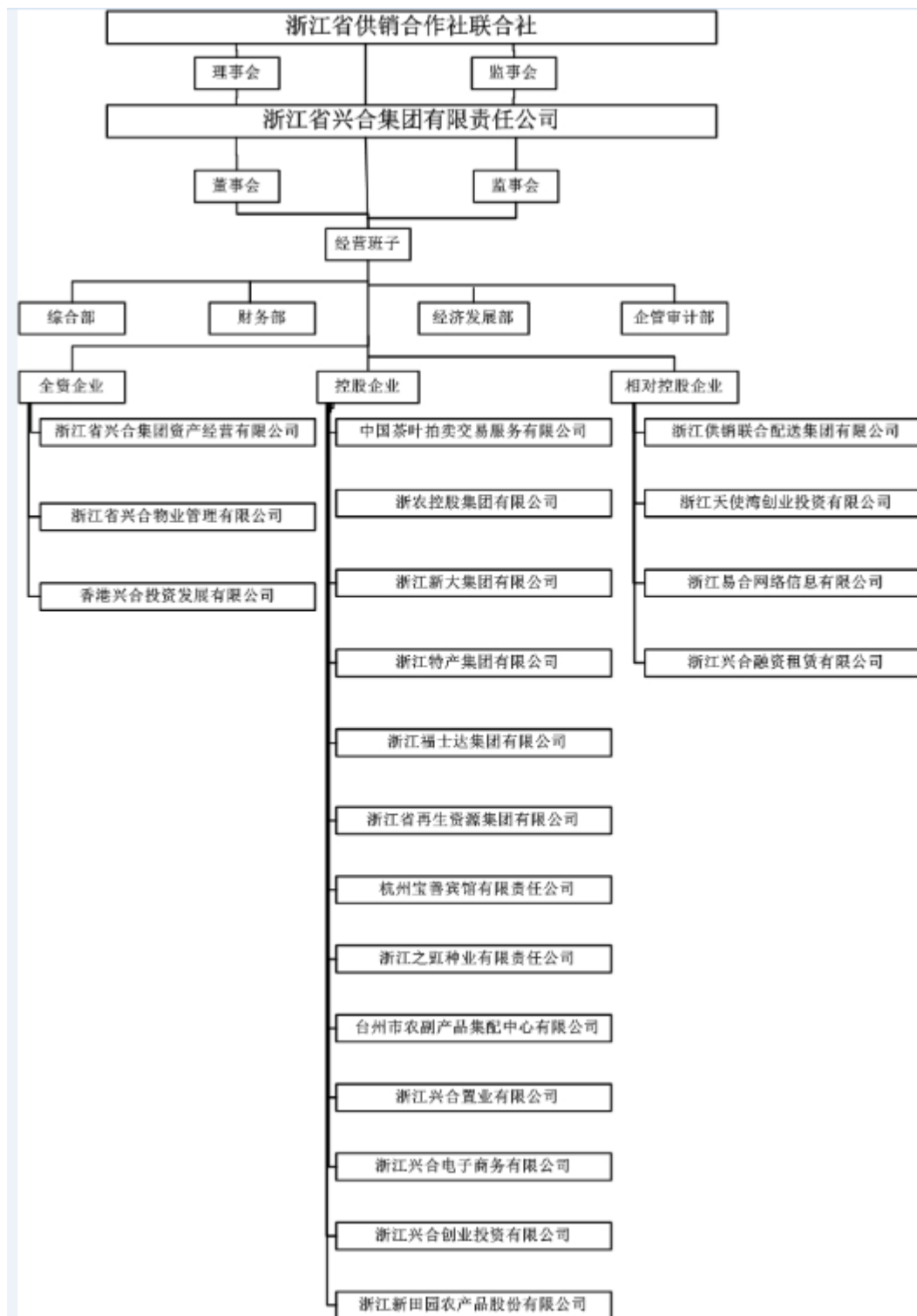
市的进一步推进、外贸业务工贸一体化产业链日趋完善以及物流仓储配送网络的逐步形成，公司收入和利润水平有望继续提高。综合来看，公司主体信用风险很低。

公司经营活动现金流流入量大，EBITDA对本期拟发行中期票据覆盖程度好；公司间接融资渠道畅通。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 2016 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2016 年 9 月底公司组织结构图



附件 2 主要财务数据及指标

项目	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	52.16	67.41	43.64	80.71
资产总额(亿元)	320.92	364.60	382.78	420.57
所有者权益(亿元)	90.85	101.09	109.20	107.83
短期债务(亿元)	130.16	141.52	151.65	156.09
长期债务(亿元)	29.05	39.43	37.29	33.95
全部债务(亿元)	159.21	180.94	188.94	190.04
营业收入(亿元)	596.45	554.50	628.34	478.17
利润总额(亿元)	15.76	14.89	14.99	3.37
EBITDA(亿元)	21.87	20.62	23.72	--
经营性净现金流(亿元)	0.66	14.37	16.86	17.30
财务指标				
销售债权周转次数(次)	26.48	22.04	21.62	--
存货周转次数(次)	5.56	4.31	4.50	--
总资产周转次数(次)	1.93	1.62	1.68	--
现金收入比(%)	105.90	106.78	110.22	113.56
营业利润率(%)	5.82	6.57	6.22	5.34
总资本收益率(%)	5.94	4.83	5.50	--
净资产收益率(%)	12.97	10.89	9.94	--
长期债务资本化比率(%)	24.23	28.06	25.46	23.94
全部债务资本化比率(%)	63.67	64.16	63.37	63.80
资产负债率(%)	71.69	72.27	71.47	74.36
流动比率(%)	130.97	134.43	131.54	126.13
速动比率(%)	74.00	77.11	74.13	74.22
经营现金流动负债比(%)	0.33	6.54	7.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.13	4.90	3.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.28	8.77	7.96	--

注：1. 公司 2016 年三季度财务数据未经审计。

2. 其他非流动负债中的有息债务计入长期债务；其他应付款中暂借款计入短期债务。

附件 3 主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/ (平均应收账款净额+平均应收票据)
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+费用化利息支出)/(所有者权益+长期债务+短期债务)×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加)/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/ (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务/ (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/EBITDA	全部债务/EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	(流动资产合计-存货)/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%
本期中期票据偿债能力	
EBITDA/本期发债额度	EBITDA/本期发债额度
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量/本期中期票据到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期中期票据到期偿还额

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 2017 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据有关要求，联合资信评估有限公司（联合资信）将在本期中期票据存续期内每年进行一次定期跟踪评级，并根据情况开展不定期跟踪评级。

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，提供相关资料。浙江省兴合集团有限责任公司如发生重大变化，或发生可能对信用等级产生较大影响的重大事件，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及相关信息，如发现浙江省兴合集团有限责任公司出现重大变化，或发现其存在或出现可能对信用等级产生较大影响的重大事件时，联合资信将落实有关情况并及时评估其对信用等级产生的影响，据以确认或调整信用等级。

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信用等级变化情况做出判断，联合资信有权终止信用等级。

在跟踪评级过程中，如信用等级发生变化调整时，联合资信将在本公司网站予以公布，同时出具跟踪评级报告报送浙江省兴合集团有限责任公司、主管部门、交易机构等。

