信用等级公告

联合〔2019〕2290 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及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持浙江省兴合集团有限责任公司主体长期信用等级为 AA^+，“17 浙兴合 MTN001”“18 浙兴合 MTN001”“18 浙兴合 MTN002”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司

二〇一九年七月二十九日

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
http://www.lhratings.com

浙江省兴合集团有限责任公司跟踪评级报告

跟踪评级结果

跟踪评级结果：AA+
上次评级结果：AA+

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
17 浙兴合 MTN001	6 亿元	2020/05/04	AA+	AA+
18 浙兴合 MTN001	6 亿元	2021/03/28	AA+	AA+
18 浙兴合 MTN002	4 亿元	2021/10/26	AA+	AA+

评级展望：稳定
评级展望：稳定

评级时间：2019 年 7 月 29 日

财务数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	49.17	65.51	75.12	64.14
资产总额(亿元)	410.9	457.12	486.76	471.24
所有者权益(亿元)	109.7	120.18	125.75	126.10
短期债务(亿元)	168.3	183.11	183.07	180.63
长期债务(亿元)	31.41	26.58	26.96	27.05
全部债务(亿元)	199.7	209.69	210.03	207.69
营业收入(亿元)	696.5	848.50	949.98	215.15
利润总额（亿元）	14.03	17.85	18.93	0.52
EBITDA(亿元)	24.47	29.34	31.54	--
经营性净现金流(亿元)	26.76	23.03	30.29	-1.44
营业利润率(%)	6.59	6.11	5.48	3.70
净资产收益率(%)	8.73	10.84	10.43	--
资产负债率(%)	73.29	73.71	74.17	73.24
全部债务资本化比率(%)	64.53	63.57	62.55	62.22
流动比率(%)	118.4	113.44	114.01	116.00
全部债务/EBITDA(倍)	8.49	7.15	6.66	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.68	2.08	1.83	--
经营现金流动负债比（%）	9.97	7.52	9.15	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；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

评级观点

浙江省兴合集团有限责任公司（以下简称“公司”）是浙江省供销社所属的大型贸易集团企业，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。跟踪期内，公司以商贸流通为主的营业收入规模持续扩大，利润规模不断增长，经营获现能力良好；子公司浙农集团股份有限公司（以下简称“浙农股份”）正筹备借壳上市，融资渠道有望拓宽。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到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。

公司经营活动现金净流量和EBITDA对存续期内债券保障能力强。

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，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。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA+，“17 浙兴合 MTN001”“18 浙兴合 MTN001”“18 浙兴合 MTN002”信用等级为 AA+，评级展望为稳定。

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；子公司浙农股份目前计划借壳上市，上市后有望拓宽公司融资渠道。

分析师：徐 璨　邢霖雪
邮箱：lianhe@lhratings.com
电话：010-85679696
传真：010-85679228
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）
网址：www.lhratings.com

3. 跟踪期内，公司浙江海宁年吞吐能力 50 万吨物流基地已于 2018 年 9 月投入使用，提升了公司物流能力和贸易业务竞争实力；高档服装电子商务软件产业基地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. 公司经营性现金净流量和EBITDA对存续期内债券的保障能力强。

关注

1. 全球经济复苏存在不确定性，外贸环境日趋复杂，综合作用下中国进出口增速或将放缓，进而对公司外贸业务造成不利影响。国内贸易竞争激烈，公司塑化产品毛利率较低，跟踪期内，随着塑化产品经营规模的不断扩大，一定程度上影响公司整体毛利率水平。
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，短期偿债压力大。

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、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，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跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估有限公司关于浙江省兴合集团有限责任公司的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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2019年3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2019年3月底，公司本部设有综合部、党群工作部、财务部、投资发展部、企管审计部、监事会办公室和信息技术部7个职能部门；公司拥有17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310余家。

截至2018年底，公司合并资产总额为486.76亿元，所有者权益合计为125.75亿元（其中少数股东权益83.36亿元）。2018年，公司实现营业收入949.98亿元，利润总额18.93亿元。

截至2019年3月底，公司（合并）资产总额为471.24亿元，所有者权益合计为126.10亿元（其中少数股东权益84.83亿元）。2019年1-3月，公司实现营业收入215.15亿元，利润总额0.52亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市延安路312号；法定代表人：邵峰。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续债券包含“17浙兴合MTN001”“18浙兴合MTN001”和“18浙兴合MTN002”，发行金额合计16亿元，上述债券募集资金已按原定计划使用完毕，除“18浙兴合MTN002”尚未到付息日外，其余债券均按时付息。

表1　公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
17浙兴合MTN001	6.00	6.00	2017/05/04	2020/05/04
18浙兴合MTN001	6.00	6.00	2018/03/28	2021/03/28
18浙兴合MTN002	4.00	4.00	2018/10/26	2021/10/26

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%-7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和

上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018 年，中国一般公共预算收入和支出分别为 18.3 万亿元和 22.1 万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字 3.8 万亿元，较 2017 年同期（3.1 万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范 PPP 模式发展，PPP 项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018 年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2 增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，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（81.4%）较 2017 年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018 年，中国农业生产形势较为稳定；工业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对 GDP 增长的贡献率（59.7%）较 2017 年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018 年，全国固定资产投资（不含农户）63.6 万亿元，同比增长 5.9%，增速较 2017 年下降 1.3 个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4 万亿元）同比增长 8.7%，增速较 2017 年（6.0%）有所增加，主要受益于 2018 年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与 PPP 项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资 12.0 万亿元，同比增长 9.5%，增速较 2017 年（7.0%）加快 2.5 个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5 万亿元，同比增长 3.8%，增速较 2017 年大幅下降 15.2 个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018 年，全国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，同比增长 9.0%，增速较 2017 年回落 1.2 个百分点，扣除价格因素实际增长 6.9%。2018 年，全国居民人均可支配收入 28228 元，同比名义增长 8.7%，扣除价格因素实际增长 6.5%，增幅较 2017 年回落 0.82 个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类，粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消费中中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018 年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018 年，中国货物贸易进出口总值 30.5 万亿元，同比增加 9.7%，增速较 2017 年下降 4.5 个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为

16.4 万亿元和 14.1 万亿元，同比增速分别为 7.1%和 12.9%，较 2017 年均有所下降。贸易顺差 2.3 万亿元，较 2017 年有所减少。从贸易方式来看，2018 年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较 2017 年提高 1.4 个百分点。从国别来看，2018 年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长 7.9%、5.7%和 11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口 8.37 万亿元，同比增长 13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。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，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019 年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019 年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值（GDP）21.3 万亿元，同比实际增长 6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM 企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动 GDP 增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望 2019 年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019 年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及 2019 年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济增速或将有所回落，预计 2019 年中国 GDP 增速在 6.3%左右。

五、行业及区域经济环境

1. 贸易行业

（1）进出口贸易

近年来，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求有所回暖。但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，对国际贸易形势基本面构成一定负面影响。2017 年以来，一系列稳增长调结构政策措施继续发挥作用，国内外贸发展的内生动力更趋强劲，延续稳定向好走势。随着世界经济温和复苏，“一带一路”政策稳步推进，2018 年上半年，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，2018 年下半年开始，随着贸易摩擦逐步升级，全球经济复苏有所放缓，大宗商品等国内经济数据逐步走弱。海关统计数据显示，2018 年全年中国外贸进出口总值 30.51 万亿元人民币，同比增长 9.7%。其中，出口 16.42 万亿元，增长 7.1%；进口 14.09 万亿元，增长 12.9%；贸易顺差 2.33 万亿元，收窄 18.3%。

2017 年 6 月，中国外贸出口先导指数结束连续 8 个月的上升首次出现下滑，截至 2017 年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%。总体看，中国外贸发展仍然存在一些困难。

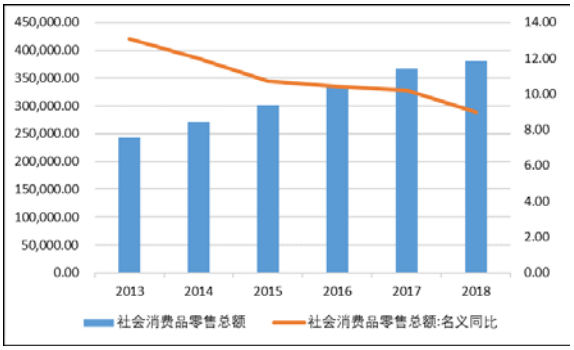
近几年，中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。2018 年，中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，国际贸易形势随之进一步恶化。受到国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。此外，人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

（2）国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的势态，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，2018 年中国社会消费品零售总额 38.10 万亿元，名义口径同比增长 8.98%。2019 年 1-3 月，中国社会消费品零售总额 97790 亿元，同比增长 8.3%，增速较上年同期回落 1.5 个百分点。

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

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、促进消费和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

受宏观经济影响，国内商品市场震荡回落

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。进入 2018 年，根据中国物流与采购联合会发布的数据，前三季度国内商品市场强势运行，其中文华商品指数一度达到 2014 年以来新高，大宗期货成为国内表现最好的一类资产。然而 2018 年四季度，随着国内经济数据的全面走弱，强势运行的商品期货也开始了一轮快速下跌。2018 年 12 月，大宗商品供应指数连续两个月回落，收至 98.9%，较上月回落 0.7 个百分点；销售指数止跌反弹至

97.0%，较上月微幅回升 0.2 个百分点，呈现出供应增速继续回落，终端需求低迷，库存增速减缓，商品价格降幅扩大等特点。

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。

外部贸易环境日趋复杂

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。中国加入世贸组织以来，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。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。受全球贸易摩擦加剧等因素影响，世贸组织预计，2019 年全球贸易量增速将由 2018 年的 3.9%回落至 3.7%，连续两年下滑。

中美贸易摩擦

2018 年以来，中美在贸易领域的摩擦逐步升级。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；9 月 17 日，美国政府宣布将于 9 月 24 日起对约 2000 亿美元的中国产品加征关税，税率为 10%，并将在 2019 年 1 月 1 日起上升至 25%。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 4 月 2 日，为平衡因美国对进口钢铁和铝产品加征关税给中国利益造成的损失，中国对自美进口的 128 项产品加征 15%或 25%的关税；8 月 3 日，中国国务院关税税则委员会决定对原产于美国的 5207 个税目约 600 亿美元商品，加征 25%、20%、10%、5%不等的关税。经历多轮磋商，2018 年 12 月，中美双方暂时同意就防止贸易战升级达成一致。2019 年 5 月 10 日，美国正式将对 2000 亿美元中国进口商品关税征收率从 10%提高到 25%。国务院关税税则委员会随即决定自 2019 年 6 月 1 日起，对已实施加征关税的 600 亿美元清单美国商品中的部分，提高加征关税税率，分别实施 25%、20%或 10%加征关税，对之前加征 5%关税的税目商品，仍继续加征 5%关税。2019 年 6 月 29 日，在大阪举行的中美元首会晤中，国家主席习近平和美国总统特朗普同意，中美双方在平等和相互尊重的基础上重启经贸磋商。美方表示不再对中国出口产品加征新的关税。

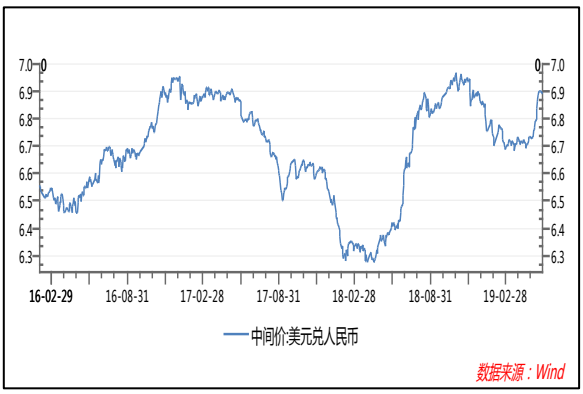
2018 年中国对美进出口合计 4.18 万亿元，同比增长 5.7%，延续了增长态势。

人民币汇率风险不断加大

2016 年以来，从基本面来看，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的快速下降，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年初的 6.5032 元/美元跌至年底的 6.9370 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 6.5342 元/美元，回归至 2015 年底汇率水平。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。2018 年下半年，受贸易摩擦暂时缓和，市场情绪乐观影响，人民币短暂升值，2019 年 2 月底达到低点 6.6901 元/美元附近，随后 2019 年 3 月起人民币汇率启动新一轮贬值，截至 2019 年 5 月 27 日中间价为 6.8924 元/美元，逼近红线水平。

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，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。在当前中国经济下行压力加大背景下，考虑到对美贸易为中国创造大量就业机会，中国对美国在关键技术进口以及融资上仍存在一定的依赖，若外需扩张受到冲击，将对中国贸易形势及国内经济产生复杂影响。

（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。2018 年底，中国已与 130 多个国家和国际组织签署了共建“一带一路”合作协议。同时，中国在自由贸易区建设方面持续发力，已与 25 个国家和地区达成了 17 个自贸协定，自贸伙伴遍及欧洲、亚洲、大洋洲、南美洲和非洲。政府积极培育外贸新业态新模式，目前跨境电商综合试验区总数达到 35 个，市场采购贸易方式试点达到 14 个，外贸综合服务企业发展政策不断完善。

2018 年以来，中国多次降低进口关税，关税总水平由 2017 年的 9.8%降至 7.5%，平均降幅达 23%，为企业减负从而保持外贸稳定增长。

目前，中国在积极应对外贸环境严峻挑战的同时，逐步推进自由贸易园区战略和“一带一路”建设，未来有望成为中国外贸新常态的方向和长期驱动因素。此外，随着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，政策效应待进一步显现。

（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。

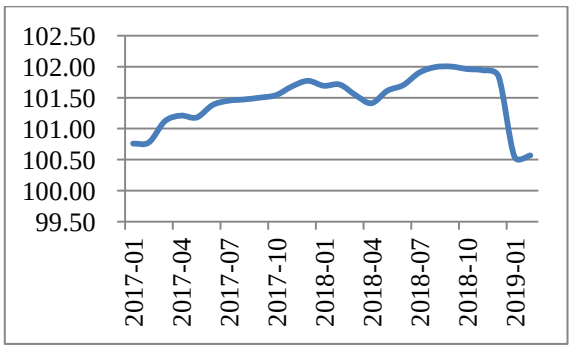
从行业参与者来看，随着贸易行业竞争的日益剧烈，贸易行业的发展趋势要求贸易企业由简单中间商向综合服务商转型。贸易企业通过提供物流、仓储、信息等综合服务获得新的生存支点，服务链的延伸成为未来的发展趋势，在新的竞争格局下资金实力雄厚、业务规模大、专业性强、管理水平高的公司在提供综合服务方面更具有优势，而中小贸易企业则由于综合服务能力的欠缺而制约其未来的发展。

2. 房地产行业

（1）房地产开发行业

延续 2017 年以来房地产市场的严控形势，2018 年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图 3　2017 年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind 资讯

房地产投资开发方面，2018 年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资 12.03 万亿元，同比增长 9.50%，增速较上年增加 2.50 个百分点；其中住宅投资 8.52 万亿元，同比增长 13.40%，增速较上年增加 4.00 个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积 20.93 亿平方米，同比增长 17.20%，其中住宅新开工面积 15.34 亿平方米，同比增长 19.70%。全国房屋施工面积 82.23 亿平方米，同比增长 5.20%；其中住宅施工面积为 57.00 亿平方米，同比增长 6.30%。总体看，2018 年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018 年全年商品房销售面积为 17.17 亿平方米，同比增长 1.30%，增速较上年下降 6.40 个百分点；共实现销售额 15.00 万亿元，同比增长 12.20%，增速较上年下降 1.50 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，2018 年百城住宅平均价格累计上涨 5.09%，较 2017 年增速下降 2.06 个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018 年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

（2）土地市场与信贷环境

2018 年，全国各地区加大土地供应力度，但随着房地产市场政策趋近，房企拿地普遍持谨慎态度。2018 年，全国 300 个城市共推出用地 12.84 亿平方米，同比增长 20%，其中住宅用地共推出 5.05 亿平方米，同比增长 26.00%；土地成交量 10.55 亿平方米，同比增长 14.00%，其中住宅用地成交 3.89 亿平方米，同比增长 10.00%。进入 2018 年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较 2017 年明显增加。价格方面，2018 年，全国 300 个城市土地出让金总额为 41773 亿元，同比增长 2.00%；300 个城市成交楼面均价为 2159 元/平方米，同比下跌 11.00%；平均溢价率为 13.00%，较 2017 年同期下降 16 个百分点。总体看，进入 2018 年以来，全国 300 城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显

增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看，2018 年 1-9 月，房地产开发企业开发资金 12.19 万亿元，同比增长 7.80%，增速较 2017 年同期下降 0.20 个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的 33.31%和 33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长 11.40 和 16.30 个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的 14.80%、0.04%和 14.38%。

2018 年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入 2018 年 10 月以来，金融市场上货币政策出现松动。11 月 15 日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在 7 月 31 日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

（3）政策环境

2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。

此后，2018 年 5 月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出 3-5 年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应 50%以上。2018 年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等 11 个城市利用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于 85%的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为 40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名 5 市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为 1 年。

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。

2018 年 7 月 31 日，中共中央政治局会议提出，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了 2018 年下半年稳中求进的总基调。但同样在 2018 年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7 月太原宣布取消二手房限售，12 月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住房销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在 2018 年 12 月 13 日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

总体看，2018 年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

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。2018 年，浙江全省生产总值（GDP）56197 亿元，位列全国第四，按可比价格计算，比上年增长 7.1%，增速高于全国 0.5 个百分点。分产业看，第一产业增加值 1967 亿元，增长 1.9%；第二产业增加值 23506 亿元，增长 6.7%；第三产业增加值 30724 亿元，增长 7.8%。三大产业增加值比例为 3.5:41.8:54.7。人均 GDP 为 98643 元，较上年增长 5.7%，按当年平均汇率折算，为 14907 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，2018 年浙江省全年货物进出口总额 28519 亿元，比上年增长 11.4%。其中，出口 21182 亿元，增长 9.0%，出口占全国的 12.9%，出口份额较上年提高 0.2 个百分点；进口 7337 亿元，增长 19.0%。其中，民营经济出口 16530 亿元，增长 10.6%，占出口总额的 78.0%，比上年提高 1.1 个百分点；全年服务贸易进出口额 3815 亿元，较上年增长 83.5%，位列全国第四，服装贸易进出口额中，出口 1069 亿元，进口 2745 亿元，分别同比增长 72.2%和 88.3%。2018 年经备案核准的境外企业和机构共 737 家，较上年增加 210 家，境外直接投资备案额 1262 亿元，同比增长近 1 倍。另外，高新技术产品出口 1408 亿元，增长 11.5%。从出口国家来看，2018 年对美国和欧盟的进出口分别增长 9.3%和 10.1%；对“一带一路”沿线国家合计进出口 8967 亿元，增长 12.3%，其中出口额 6822 亿元；2018 年，中国（浙江）自有贸易试验区扩权，新增注册企业 7413 家，新增油品企业 1998 家，大宗商品电子交易额 1487 亿元。

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。

六、基础素质分析

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，是一家以内外贸易为主，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 150 多家，产业布局涉及农资、茶叶、钢材、煤炭、塑化、汽车、矿产、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。根据中国企业联合会、中国企业家协会发布的排名，2017 年公司位列中国服务业企业 500 强第 76 位，浙江省服务业百强第

5 位。

公司从事商贸流通以及进出口业务的子公司主要有浙农控股集团有限公司（以下简称“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”），上述 6 家子公司营业收入合计约占公司营业收入的 99%，主要财务数据如下表所示。2019 年一季度，公司部分子公司处于亏损状态，系一季度为外贸行业生产、销售的传统淡季，且外贸业务受汇率波动影响大所致。再生资源处置部分子公司和收缩业务规模后盈利规模下降，2019 年一季度利润总额-448.00 万元，未来再生资源公司将业务重心转移至为农服务方面，参与古村落改造、农房代建、田园综合体建设等业务。

表2　主要子公司财务数据情况（单位：万元）

公司	截至 2019 年 3 月底持股比例	2018 年				2019 年 3 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%	67065.81	36662.63	172483.87	3951.43	75476.47	37277.01	35220.25	570.83
浙农控股	56.61%	2289795.48	521954.44	5859157.07	117801.88	239319.20	527891.21	1408361.07	14474.83
新大集团	51.00%	1270670.00	365954.00	1131520.00	45506.00	1125069	370203.00	171272.00	-2165.00
特产集团	51.00%	511023.96	113851.65	1582374.52	18761.27	498492.36	112643.95	273545.53	-1178.71
福士达集团	51.00%	465220.00	77604.00	684794.00	4516.00	352732.00	70883.00	253323.00	-2541.00
再生资源公司	63.07%	34162.00	17162.00	46006.00	527.00	36720.00	16713.00	7716.00	-448.00

资料来源：公司提供

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。

七、重大事项

浙农集团股份有限公司筹备重大资产重组

2019 年 4 月，根据浙江华通医药股份有限公司（以下简称“华通医药”，002758.SZ）公告，华通医药的控股股东浙江绍兴华通商贸集团股份有限公司（以下简称“华通集团”）正与公司子公司浙农控股集团有限公司（以下简称“浙农控股”）筹划股权转让事项。根据《股份转让框架协议》，浙农控股拟以支付现金方式收购凌渭土等 44 人持有的华通集团不低于 10200.00 万股股权（占华通集团总股本的比例不低于 51%），实现对华通集团的直接控制，并间接控制华通医药（间接控制华通医药 26.25%的股权）。本次股权转让完成后，华通集团实际控制人将由绍兴市柯桥区供销合作社联合社变更为浙江省供销社。

同时，华通医药拟发行股份购买兴合集团、浙农控股、浙江泰安泰投资咨询合伙企业（有限合伙）、浙江兴合创业投资有限公司、汪路平等 16 名自然人合计持有的浙农控股子公司浙农集团股份有限公司（以下简称“浙农股份”）100%股权；本次交易后，浙农股份将成为华通医药的全资子公司。此次交易将构成借壳上市。

华通医药为柯桥区供销社下属的医药流通企业，主营业务包括药品批发、药品零售、药品生产、医药物流及医药会展等；本次交易完成后，华通医药将成为浙江省供销社体系内横跨农业生产资料、农用化工原料、乘用车销售及相关生活服务的城乡供应链融合服务商，实际控制人将变更为浙江省供销社。

截至 2018 年底，华通医药资产总额 15.11 亿元，所有者权益（包含少数股东权益 0.02 亿元）6.38 亿元；2018 年，华通医药实现营业收入 15.23 亿元，利润总额 0.41 亿元。截至 2019 年 3 月底，华通医药资产总额 15.14 亿元，所有者权益（包含少数股东权益 0.01 亿元）6.45 亿元；2019 年 1-3 月，华通医药实现营业收入 4.14 亿元，利润总额 0.09 亿元。

截至 2019 年 6 月 19 日，华通医药及相关各方正在积极推进本次重大资产重组所涉及的审计、评估等各项工作，并就交易过程中可能出现的问题进行沟通与协商，待相关工作完成后，华通医药将召开董事会审议此次重大资产重组的相关事项，并由华通医药的股东大会审议相关议案。截至目前，交易价格和发行股份数量尚未最终确定。联合资信将持续关注上述资产重组进展。

八、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度和高级管理人员等方面无重大变化。

九、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。跟踪期内，商贸流通业务仍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对公司的收入影响较小。2018年商贸流通业务收入占公司主营业务收入比重为93.06%，其中内贸和外贸分别占公司主营业务收入的83.77%和9.29%。分板块看，内贸业务收入实现持续增长，2018年为788.95亿元，同比增长14.89%，主要受塑化和农业业务带动所致；外贸业务受国际贸易形势紧张影响持续下降，2018年实现收入87.45亿元；近年来，公司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，2018年实现48.16亿元；公司其他业务主要包括子公司浙农控股开展的钢材业务、类金融业务及租赁、物流等服务业务，2018年实现收入17.28亿元，同比保持稳定。

毛利率方面，跟踪期内，公司内贸业务毛利率持续下滑，2018年为3.81%，主要系毛利率较低的塑化贸易和农资产品收入规模和占比提升所致；外贸出口业务受外部贸易环境波动以及人民币波动较大影响，毛利率持续下滑，2018年为5.82%；房地产业务毛利率为23.97%，同比变化不大。受商贸流通业务毛利率下滑的影响，2018年公司综合毛利率为5.24%，毛利率较低，符合流通行业特点。

2019年1-3月，公司实现营业收入214.97亿元，同比增长12.06%，主要来自内贸业务的增长；内贸业务实现收入190.44亿元，同比增长24.27%；外贸、房地产分别实现收入16.89亿元和2.90亿元，同比小幅下降。从毛利率来看，内贸业务毛利率受产品结构影响持续下降至2.64%；外贸业务受人民币贬值影响毛利率同比大幅回升至6.57%；房地产业务毛利率为11.95%，同比小幅下滑；当期公司综合毛利率为3.71%，同比减少1.21个百分点。

表3　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2016 年			2017 年			2018 年			2019 年 1-3 月		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
内贸	529.58	76.71	4.93	686.70	81.73	4.42	788.95	83.77	3.81	190.44	88.59	2.64
外贸出口	106.25	15.39	6.52	87.86	10.46	6.03	87.45	9.29	5.82	16.89	7.86	6.57
房地产	42.75	6.19	19.91	48.14	5.73	24.20	48.16	5.11	23.97	2.90	1.35	11.95
其他	11.79	1.71	32.03	17.47	2.08	18.21	17.28	1.83	15.59	4.73	2.20	31.19
合计	**690.37**	**100.00**	**6.56**	**840.17**	**100.00**	**6.01**	**941.83**	**100.00**	**5.24**	**214.97**	**100.00**	**3.71**

资料来源：公司提供

（1）内贸业务

公司主要销售收入与利润均来自于内贸业务。跟踪期内公司内贸主要商品包括：塑化产品、汽车、农资产品、钢材、棉花等，其中塑化产品、汽车与农资产品合计占比超过 80%。2018 年，除废旧物资和钢材外，公司主要内贸商品贸易额均呈现不同程度增长；废旧物资受政策限制以及处置两家子公司影响，2018 年下半年开始，公司逐步退出经营该贸易品种；钢材贸易规模实现 49.69 亿元，同比有所收缩。

2019 年 1-3 月，公司内贸业务收入 190.44 亿元，占 2018 年全年内贸收入的 24.14%，同比增长 24.27%，除废旧物资和钢材业务规模持续下降外，其余产品均呈现不同程度增长，塑化和汽车涨幅较大。

表 4　公司国内贸易业务按商品分类情况（单位：亿元、%）

商品类别	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-3 月	
	贸易额	占比	贸易额	占比	贸易额	占比	贸易额	占比
塑化	270.03	50.99	386.16	56.23	446.10	56.54	107.19	56.29
农资	46.95	8.87	57.74	8.41	82.36	10.44	18.30	9.61
汽车	88.93	16.79	111.23	16.20	122.91	15.58	29.80	15.65
废旧物资	15.29	2.89	4.45	0.65	1.53	0.19	--	--
钢材	47.18	8.91	59.25	8.63	49.69	6.30	5.18	2.72
棉花	16.87	3.19	18.59	2.71	21.61	2.74	4.61	2.42
其他	44.33	8.37	49.28	7.18	64.75	8.21	25.36	13.32
合计	**529.58**	**100.00**	**686.70**	**100.00**	**788.95**	**100.00**	**190.44**	**100.00**

资料来源：公司提供

塑化板块

跟踪期内，公司塑化板块的主要经营实体仍为浙农控股与浙江特产集团有限公司（以下简称“特产集团”），所涉及的产品仍主要包括聚乙烯（PE）、聚氯乙烯（PVC）、聚丙烯（PP）等塑料原料，甲醇、二甘酸等液体化工产品以及薄膜、包装材料等，销售网络涵盖浙江、江苏、安徽、江西、广西、上海等地区。2018 年，公司塑化产品贸易实现收入 446.10 亿元，同比增长 15.52%，主要系公司积极开拓上游大型 PP、PE 生产厂商使得货源供给充足，产品种类更加完善，带动下游销售渠道迅速发展所致；2019 年 1-3 月，实现收入 107.19 亿元，同比增长 20.98%。

目前公司塑化产品以自营业务为主，小部分为转口业务。上游采购方面，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。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，合作企业主要为大型国有企业。由于上游供应商多为大型企业，供应商议价能力较强，并且塑化市场竞争激烈，销售价格透明，使得公司塑化业务整体毛利率水平较低。跟踪期内，公司在合同签订，销售模式和与上下游结算方面无重大变化。

农资板块

农资板块的经营实体为浙农控股及下属子公司，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，其中化肥销售占农资板块的比重在 90%左右。上游采购方面，公司与中化、中农、国投罗钾、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，已取得三十多

个化肥品牌的区域总经销、总代理资格。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。2018 年，化肥前五大供应商占比 25%左右，集中度一般。

截至 2019 年 3 月底，拥有经营网点 3000 家，县市级区域配送中心 40 个左右，农资经营设施面积共约 40 万平方米。受农资行情整体回暖，主要产品种类（尿素、钾肥等）价格均有所回升，2018 年化肥下游前 5 大客户占比 5%左右，集中度较低。2018 年，公司农资业务收入 82.36 亿元，同比增长 42.64%。2019 年 1-3 月，收入同比继续增长 24.49%至 18.30 亿元。

汽车板块

公司汽车板块仍主要由浙农控股下属两家子公司运营，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。截至截至 2019 年 3 月底，公司拥有 4S 店 27 家，经营设施总面积约 20 余万平方米，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 14 家，面积 10 余万平方米，其余 13 家系租赁，租赁面积约 10 万平方米。

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”），包含进口、国产车型，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，结算主要通过宝马金融、现款、承兑汇票等方式进行，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。

2018 年，公司共销售汽车 3.77 万辆，同比增长 11.78%，其中宝马系品牌销售量 2.91 万辆，销售额占汽车板块总销售额的 73.76%；2018 年售后服务实现收入 17.27 亿元，同比增长 12.59%；公司汽车板块收入 122.91 亿元，同比增长 10.50%。2019 年 1-3 月，公司共计销售汽车 0.92 万辆，汽车板块实现收入 29.80 亿元，同比增长 5.97%。

钢材贸易

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，2018 年，公司钢材贸易自营及代理业务比重分别为 67.98%和 32.02%，下游客户主要有中建三局、江阴瑞和金属制品有限公司、江阴西城钢铁有限公司、杭州市地铁集团有限责任公司等大型企业。跟踪期内，公司在钢材贸易结算方面无重大变化。2018 年，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，实现收入 49.69 亿元，同比下降 16.14%。

其他产品

公司废旧物资贸易仍主要由再生资源公司运营。受国家对利废企业出台优惠税政[1]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（实现投资收益规模合计 3593.46 万元），再生资源业务规模持续缩减。2019 年已不再经营该贸易品种。

公司棉花贸易经营实体为特产集团。公司先后在新疆、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、配送网络，公司棉花贸易经营约占浙江省棉花需求总量的 35%。受棉花价格增长影响，2018 年棉花贸易实现收入 21.61 亿元，同比增长 16.25%%；2019 年一季度，公司棉花销售收入为 4.61 亿元，同比变化不大。

跟踪期内，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，塑化产品收入规模大，价格透明度

[1]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。

高，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、福士达集团、浙农股份运营。2018年外贸出口规模 87.45 亿元，同比保持稳定，毛利率持续下滑至 5.82%。2019 年 1-3 月，公司外贸出口实现收入 16.89 亿元，同比下降 26.72%；毛利率同比增加 4.72 个百分点至 6.57%，主要系受汇率波动影响。

从出口商品类别看，服装类商品与纺丝织品为公司传统外贸产品，2018年以上两项实现出口额合计43.94亿元，收入规模保持稳定，在外贸出口整体收入规模中占50.24%。化工产品出口额11.39亿元，同比大幅增长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塑化出口收入计入该板块所致（2017年计入内贸板块）。2018年，除上述业务外公司其他产品出口额32.13亿元，同比小幅下降17.57%，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。2019年1-3月，公司实现出口额16.89亿元，同比有所下降。

业务结算方面，公司对外贸出口通常采取 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。汇率风险控制方面，公司主要采用远期结售汇、无本金交割远期外汇交易（NDF）以及在订立合同时采用更有利的汇率规避条款等方式。

表 5　公司出口业务按商品分类情况（单位：亿元、%）

出口商品	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-3 月	
	出口额	占比	出口额	占比	出口额	占比	出口额	占比
服装	37.00	34.82	37.10	42.22	32.63	37.31	5.47	32.35
纺丝织品	8.84	8.32	8.33	9.48	11.31	12.93	2.50	14.81
化肥农药	4.44	4.18	4.74	5.40	4.34	4.96	0.73	4.32
五金制品	6.81	6.41	6.49	7.39	7.76	8.88	2.16	12.81
畜产品	1.61	1.52	1.59	1.81	1.03	1.18	0.09	0.53
茶叶	3.52	3.31	3.53	4.02	3.32	3.79	0.56	3.30
箱包鞋帽	2.05	1.93	2.13	2.43	1.01	1.16	0.17	0.98
化工	15.17	14.28	3.45	3.93	11.39	13.03	2.90	17.16
其他	26.81	25.23	20.50	23.32	14.67	16.77	2.32	13.73
合计	**106.25**	**100.00**	**87.86**	**100.00**	**87.45**	**100.00**	**16.89**	**100.00**

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，2018年上述三个市场合计占比为 46.14%。2018 年，公司对各地区需求保持相对稳定。

表 6　公司主要出口市场分布情况（单位：亿元、%）

出口市场	20156 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-3 月	
	出口额	占比	出口额	占比	出口额	占比	出口额	占比
美国	15.65	14.73	15.90	18.09	15.38	17.58	2.18	12.89
日本	10.20	9.60	11.22	12.77	9.85	11.27	1.98	11.74
意大利	3.41	3.21	2.61	2.97	2.91	3.33	0.31	1.81

德国	5.88	5.53	5.68	6.47	4.56	5.22	0.70	4.15
法国	3.96	3.73	4.08	4.65	3.33	3.81	0.54	3.22
中国香港	29.60	27.86	14.69	16.72	15.12	17.29	0.61	3.59
西班牙	2.20	2.07	2.44	2.78	2.80	3.21	1.18	6.99
英国	2.55	2.40	2.54	2.89	2.49	2.85	0.62	3.68
东南亚及其他	32.80	30.88	28.68	32.65	30.99	35.44	8.77	51.93
合计	**106.25**	**100.00**	**87.86**	**100.00**	**87.45**	**100.00**	**16.89**	**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，经营主体主要为浙农股份下属子公司浙江华都控股集团有限公司（截至 2018 年底，资产总额 35.3 亿元，所有者权益 8.94 亿元；2018 年实现营业收入 26.11 亿元，净利润 1.36 亿元）和新大集团。2018 年，公司房地产板块实现销售收入 48.16 亿元，同比保持稳定。

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。2018年，公司拿地支出46.38亿元，拿地规模35.92万平方米。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。

公司房地产项目分布在浙江、山东、四川、安徽等地，大部分位于中国三、四线城市。2018 年公司签约销售价格 0.63 万元/平方米，同比呈现下滑，签约销售项目主要由安吉龙山庄园、济宁金色兰庭、湖州织里、新大兰庭等。

表 7　房地产业务发展情况

（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）

项目	2016 年	2017年	2018 年	2019 年 1-3 月
房屋竣工面积	133.25	60.22	26.28	9.12
新开工面积	55.09	133.97	164.06	0.00
签约销售面积	93.61	88.70	102.31	13.44
新增土地储备	28.12	24.12	35.92	0.00
平均销售单价	0.72	0.74	0.63	0.72
签约销售额	67.05	65.43	64.89	9.68

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 2019 年 3 月底，公司在建及拟建房地产项目合计规划建筑面积 598.52 万平方米，总投资额 319.63 亿元，已投资 218.38 亿元。公司预计 2019 年剩余季度-2022 年房地产项目分别计划投资 44.29 亿元、31.22 亿元、15.19 亿元和 9.05 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），公司仍有较大资金需求。

表 8　截至 2019 年 3 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
						2019 年 4-12 月	2020 年	2021 年	2022 年			
成都云景台	四川成都	90%	5.80	7.06	5.70	0.10	0	0	0	0.19	4.70	11200
安吉龙山庄园	浙江安吉	60%	24.81	35.14	17.79	3.48	2	1.14	0.4	1.56	22.14	7513
安吉兰廷公馆	浙江安吉	60%	8.45	11.47	6.99	0.86	0.6	0	0	0.31	8.18	8464
济宁金色兰庭	山东济宁	65%	65.09	112.12	46.13	5.2	5	4.76	4	1.33	74.47	7894
乐清天元广场	浙江温州	100%	20.00	23.84	13.73	2.5	3	0.77	0	1.79	8.32	17819
湖州织里项目	浙江湖州	55%	14.35	22.3	10.15	2.32	1.25	0.63	0	2.30	12.65	7500
玉环金沙湾	浙江台州	100%	11.34	18	4.44	4	2.40	0.50	0	0	0	-

衢州天元府	浙江衢州	100%	9.32	12.4	5.06	2.59	1.2	0.47	0	2.05	0.44	11700
乐清天虹墅（公元 1909）	浙江温州	100%	11.19	10.6	2.9	5.29	2.5	0.5	0	0	0	-
松州广场	浙江丽水市松阳县	100%	3.12	6.79	2.94	0.17	0.01	0	0	1.01	3.94	12072
湖畔首府	嘉兴市海盐县	65%	4.09	8.2	2.95	1.02	0.12	0	0	1.68	4.01	9426
星耀城	浙江东阳市横店镇	85%	17.40	39.84	5.6	2.5	3.1	3.1	3.1	3.5	0.73	8200
松阳南城壹号	浙江丽水市松阳县	100%	4.01	7.69	2.31	1.2	0.35	0.15	0	2.44	1.36	9350
春风湖畔居	四川南充	68%	4.50	10.13	2.81	0.69	0.8	0.2	0	2.81	1.34	7145
春风•紫金港	四川南充	60%	16.00	39.81	13.1	1.53	1.1	0.27	0	8.86	27.94	5131
新大 •鱼凫公园城	四川叙永	35%	7.00	21.36	5.83	0.87	0.3	0	0	6.04	14.84	3998
西湖春天	湖南邵阳	65%	15.00	59.67	8.31	0.69	1.5	1.5	1.5	36.82	14.18	4365
三友•翡翠城	山东潍坊	75%	12.00	34.99	11.22	0.37	0.26	0.15	0	0.96	29.09	4821
虞河公馆	山东潍坊	100%	1.85	5.19	1.12	0.33	0.4	0	0	0.4	3.38	7801
新友上书房	山东临朐	85%	5.50	16.22	3.92	1.19	0.39	0	0	2.77	10.84	5680
新大 •香格里拉	四川泸州	42%	11.00	29	10.72	0.28	0	0	0	0.7	25.80	4114
新宏 • 蓝庭	浙江衢州	100%	10.00	12.23	4.7	2.2	2.8	0.3	0	1.25	4.27	13173
新大 • 西塘里	浙江嘉善	100%	4.81	7.4	3.49	0.92	0.4	0	0	0.3	1.9	12907
龙山豪庭	浙江诸暨	60%	11.00	15.84	10.76	0.1	0.14	0	0	5.07	7.12	6810
新大 • 蓝庭	浙江嘉兴	60%	9.00	10.23	7.68	0.47	0.6	0.2	0.05	0.12	7.18	14088
中都华庭	浙江嘉善	40%	13.00	21	8.03	3.42	1	0.55		8.56	7.3	12600
合计	--	--	**319.63**	**598.52**	**218.38**	**44.29**	**31.22**	**15.19**	**9.05**	**92.82**	**296.12**	**213771**

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

土地储备方面，截至 2019 年 3 月底，公司拥有未开发土地储备 21.98 万平方米。

表 9　公司未开发土地情况（单位：万平方米）

项目	未开发土地面积
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
山东临朐翰林府	15.66
合计	**21.98**

资料来源：公司提供

总体看，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。

（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2019年3

月底，小贷公司贷款余额12.07亿元【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9.29亿元，企业贷款和垫款2.78亿元，客户较为分散，无关联方；风险拨备0.88亿元。截至2019年3月底，逾期贷款余额1.28亿元，2019年新增逾期金额549.93万元，均有抵押并追加担保，小贷公司共计提贷款损失准备3805.38万元。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2019年3月底，为非关联方客户在银行的借款7.07亿元提供担保，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0.39亿元，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、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 21.17、6.15 次和 1.94 次，2018 年分别为 22.12 次、6.55 次和 2.01 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

2019 年工作重点是，突出“防风险、调结构、促转型、增动能”的工作主线，进一步树立底线思维，着力推进改革转型、结构升级、管理提升、队伍建设、为农服务，促进公司经济可持续发展。着重抓好七方面工作：（一）顺势而为、拓市创效，提升主要业务板块发展质量。（二）抓好项目开发、建设，进一步增强发展后劲。（三）推进攻坚化险，确保经济平稳运行。（四）坚持向改革要动力，优化发展的体制机制。（五）深化为农服务工作，融入农合联发展。（六）加强安全生产经营工作，提升安全管理水平。（七）加强企业党的领导，抓好基层党建和人才队伍建设。

除房地产外，公司在建项目 5 项，预计总投资额 18.72 亿元，截至 2019 年 3 月底已投资 13.71 亿元，2019 年剩余月份~2021 年分别计划投资 3.45 亿元、0.78 亿元和 0.22 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 2019 年 5 月底，主体结构包括室内土建、安装已基本完成，空调、太阳能、立体停车等系统设备已安装完成，电梯工程安装完成 50%，室外市政工程完成土方回填，管道敷设完成 70%，绿化工程完成 20%。下阶段工程建设主要为室外市政及绿化工程，已于 6 月下旬完成项目预验收，目前正在进行室外工程，预计 9 月完成项目综合验收。。

浙农科创园：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，共计 4 栋楼。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 2019 年 3 月底，4 号楼改造工程已完成开始装修，1 号楼公共部位装修已完成，2 号楼 1、2、3 层公共部位装修完成 90%，3 号楼装修单位已进场开始施工，预计在 2019 年下半年建成投用。

其余在建项目为汽车贸易板块自建宝马 4S 专卖店，建成后可实现销售区域的进一步拓展和市场占有率的进一步提升。在建的高档服装电子商务软件产业基地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。

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。

表 10　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 2019 年 3 月底已投资额	2019 年 4-12 月	2020 年	2021 年
		贷款	自筹				
高档服装电子商务软件产业基地	35000.00	--	35000.00	19446.00	9554.00	5000.00	1000.00
兴合商务广场	60000.00	--	60000.00	44770.00	7688.00	1300.00	700.00
浙农科创园	75600.00	--	75600.00	64850.00	8750.00	1500.00	500.00
杭州城东宝马 4S 店	11959.45	--	11959.45	8068.33	3891.12	--	--
东阳宝马 4S 店	4593.00	--	4593.00	--	4593.00	--	--
合计	**187152.45**	**--**	**187152.45**	**137134.33**	**34476.12**	**7800.00**	**2200.00**

资料来源：公司提供

十、财务分析

公司提供的2018年财务报表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2019年1-3月财务数据未经审计。

从合并范围看，截至2018年底，公司减少一级子公司3家，新增1家，为浙江兴合联合投资管理有限公司；截至2019年3月底，公司纳入合并范围一级子公司17家，较2018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2018年底，公司合并资产总额为486.76亿元，所有者权益合计为125.75亿元（其中少数股东权益83.36亿元）。2018年，公司实现营业收入949.98亿元，利润总额18.93亿元。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 471.24 亿元，所有者权益合计为 126.10 亿元（其中少数股东权益 84.83 亿元）。2019 年 1-3 月，公司实现营业收入 215.15 亿元，利润总额 0.52 亿元。

1. 资产质量

截至 2018 年底，公司资产总额为 486.76 亿元，同比增长 6.48%，其中流动资产占 77.54%，非流动资产占 22.46%，资产结构变化不大，符合公司所属行业特点。

流动资产

截至 2018 年底，公司流动资产为 377.45 亿元，同比增长 8.58%，主要由货币资金（占 24.91%）、应收账款（占 9.99%）、预付款项（占 10.06%）、其他应收款（占 11.49%）和存货（占 36.71%）构成。

截至 2018 年底，公司货币资金为 94.02 亿元，同比增长 20.49%，主要由银行存款（占 64.49%）和其他货币资金（占 35.41%）构成。其他货币资金中主要为银行承兑汇票保证金、信用证保证金和存出投资款等，其中受限资金为 26.87 亿元，占货币资金总额的 28.58%，受限比例较高。

截至 2018 年底，公司应收账款账面价值 37.71 亿元，同比增长 3.32%。其中按账龄组合法计提坏账准备的应收账款共 37.97 亿元，账龄在 1 年以内的占 93.83%，账龄短，流动性好。公司对应收账款共计提坏账准备 1.04 亿元，计提比例为 2.69%。集中度方面，截至 2018 年底应收账款余额前五名单位合计占应收账款余额的 11.43%，集中度尚可。

表 11　截至 2018 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	1.53	4.06
ACE DELIGHT INVESTMENTS	0.97	2.57
VICUNIA AG GRINDELWALD	0.60	1.59
沈阳市启迪商贸有限公司	0.86	2.28
中建三局第三建设工程有限公司	0.35	0.93
合计	**4.31**	**11.43**

资料来源：公司提供

公司预付款项主要为预付货款，截至 2018 年底为 37.98 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 2018 年底，公司预付款项同比增长 10.10%。从账龄来看，一年以内的预付账款为 35.86 亿元，占 94.08%，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 9.98 亿元，占预付款项总额的 26.16%，集中度一般。

表 12　截至 2018 年底公司预付款项前五名

（单位：亿元、%）

客户名称	余额	占比
供应商 1	3.04	7.97
供应商 2	2.08	5.45
铜陵市旋力特钢钢材销售有限公司	1.76	4.61
浙江广茂建设有限公司	1.66	4.35
嘉兴鑫远建设工程有限公司	1.44	3.78
合计	**9.98**	**26.16**

资料来源：公司审计报告

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 2018 年底，公司其他应收款 43.38 亿元，同比增长 17.76%。按组合法计提坏账准备的其他应收款为 34.61 亿元，其中按账龄组合计提的其他应收款（占 37.44%）中，账龄在 1 年以内的占 81.18%，1-3 年的占 13.00%，账龄较短；按其他组合计提坏账准备的其他应收款为 30.26 亿元（占 87.42%）主要为按关联方组合计提（17.05 亿元）和对备用金、保证金和押金组合计提（5.15 亿元）。公司累计计提坏账准备 0.99 亿元，计提比例为 2.24%。集中度方面，截至 2018 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 28.51%，集中度一般。

表 13　截至 2018 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
湖州新宏房地产开发有限公司	6.31	14.47
临朐翰林府项目定金	2.03	4.66
浙江青年乘用车集团有限公司	1.76	4.04
出口退税款	1.31	3.00
绍兴绿邦房地产开发有限公司	1.02	2.34
合计	**12.43**	**28.51**

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司房地产业务板块出清完毕，使得存货增长放缓，同比增长 3.00%至 138.57 亿元。从构成来看，存货主要包括库存商品（占 46.43%）、开发成本（占 38.28%）和开发产品（占 6.71%）。其中，公司对原材料、在产品、库存商品和开发成本共计提跌价准备 1.32 亿元。

截至 2018 年底，公司其他流动资产 15.72 亿元，主要包括银行理财产品 10.31 亿元、待抵扣进项税 3.06 亿元和预缴税款 2.26 亿元。

非流动资产

截至 2018 年底，公司非流动资产为 109.31 亿元，同比基本稳定，构成上以可供出售金融资产（占 36.38%）、固定资产（占 23.57%）和其他非流动资产（占 9.98%）为主。

截至 2018 年底，公司可供出售金融资产 39.77 亿元，同比基本稳定，其中以公允价值计量的可供出售金融资产 3.44 亿元，以成本计量的可供出售金融资产 30.73 亿元。公司以成本计量的被投资单位较为分散，主要客户详见下表。

表 14　截至 2018 年底公司可供出售金融资产前五名

（单位：亿元）

客户名称	余额	计量方式
武义鸿祥万合企业管理合伙企业（有限合伙）	2.10	成本
杭州润奕投资管理合伙企业（有限合伙）	1.85	成本
上海并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）	1.25	成本

财通证券经纪有限责任公司	1.24	公允价值
杭州泓农开源投资管理合伙企业（有限合伙）	1.00	成本
合计	**7.45**	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司固定资产期末余额 25.76，同比下降 11.84%。其中，房屋及建筑物占 77.76%、机器设备占 10.28%。公司累计计提折旧合计 15.56 亿元，未对固定资产计提减值准备。

截至 2018 年底，公司在建工程 9.10 亿元，同比增长 53.20%，主要来自江虹路新大楼项目和兴合商务广场的增长。

截至 2018 年底，无形资产同比下降 8.40%至 9.90 亿元，主要系转出土地使用权 1.06 亿元所致；公司无形资产主要包括土地使用权 9.74 亿元，对无形资产计提累计摊销 1.55 亿元。

截至 2018 年底，公司商誉 4.49 亿元，商誉较大的为苏州宝华汽车销售服务有限公司 0.96 亿元和台州宝诚汽车销售服务有限公司 0.80 亿元。

截至 2018 年底，公司其他非流动资产 10.91 亿元，主要由子公司发放小贷贷款 8.29 亿元和预付租赁设备款 1.42 亿元构成。

截至 2019 年 3 月底，公司资产总额 471.24 亿元，较 2018 年底下降 3.19%；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 86.58 亿元，较上年底下降 7.91%，其中使用受限的货币资金 30.13 亿元，占货币资金总额的 34.80%，受限比例较高；存货规模较 2018 年底增长 6.65%至 147.79 亿元；其他应收款较上年底下降 11.61%至 38.34 亿元，主要系与地产项目相关的款项下降所致；其他流动资产较上年底下降 29.49%至 11.09 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，其他非流动资产较 2018 年底下降 43.39%至 6.17 亿元，主要系小贷公司发放的贷款季报计入此科目所以自；其他科目较 2018 年底变化不大。

截至 2019 年 3 月底，公司受限资产 44.11 亿元，主要来自货币资金、在建工程、固定资产的抵押，占资产总额的 9.36%。

跟踪期内，公司资产规模有所增长并以流动资产为主，结构稳定。流动资产中，货币资金受限比例高，以房地产开发成本为主的存货、应收账款和预付款项比重较大，对资金占用程度较高；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。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

所有者权益方面，截至 2018 年底，公司所有者权益同比增长 4.63%至 125.75 亿元，主要来自利润的累积和少数股东权益的增长，分别为 26.19 亿元和 83.36 亿元；公司所有者权益中归属于母公司的权益占 33.70%（42.38 亿元），股本占 7.95%、未分配利润占 20.83%。

截至 2019 年 3 月底，公司所有者权益合计为 126.10 亿元（包含少数股东权益 84.83 亿元），其中资本公积增长至 4.26 亿元，系季报未审计，资本公积里包含其他综合收益所致；其他科目较上年底变动不大。

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；对重要子公司持股比例偏低，归属于母公司利润欠佳。

负债

截至 2018 年底，公司负债总额为 361.01 亿元，同比增长 7.14%，其中流动负债占 91.70%，非流动负债占 8.30%。

截至 2018 年底，公司流动负债为 331.06 亿元，同比增长 8.03%，主要由短期借款（占 28.96%）、应付票据（占 17.76%）、应付账款（占 13.10%）、预收款项（占 15.96%）和其他应付款（占 15.47%）构成。

截至 2018 年底，公司短期借款 95.86 亿元，同比下降 4.33%，主要来自信用借款和保证借款的下降，构成主要由保证借款（占 51.84%）、信用借款（占 18.13%）和抵押借款（占 12.21%）

构成。

截至 2018 年底，公司应付票据 58.79 亿元，同比增长 10.45%，主要为银行承兑汇票（占 94.41%）。

截至 2018 年底，公司应付账款 43.36 亿元，同比下降 5.08%。从账龄来看，一年以内的应付账款占 93.16%，整体账龄短，账龄超过一年的应付账款因为尚未到结算期。截至 2018 年底，公司预收款项 52.84 亿元，同比增长 35.48%，主要来自预收售房款的增长，一年以内的预收款项占 88.27%，1-2 年的占 10.52%，整体账龄较短。

截至 2018 年底，公司其他应付款 51.21 亿元，同比增长 39.45%，主要系浙农控股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 62.36%）和其他（占 23.26%，主要为押金、保证金和往来款）构成。

表 15　截至 2018 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	是否为关联方
浙江金融资产交易中心有限公司	4.41	往来款	否
杭州北部软件园发展有限公司	2.24	暂收款	否
浙江正扬建设集团有限公司	2.11	往来款	是
杭州富阳山水置业有限公司	1.35	往来款	是
杭州润奕投资管理合伙企业（有限合伙）	0.75	保证金	否
合计	**4.87**	--	--

资料来源：公司提供

截至 2018 年底，公司一年内到期的非流动负债 14.05 亿元，主要包括长期借款转入 12.05 亿元，长安国际信托贷款 1.00 亿元和万向信托贷款 1.00 亿元。截至 2018 年底，公司其他流动负债 5.06 亿元，主要为子公司浙农控股集团发行的超短期融资券“18 浙农控 SCP001”，发行金额为 5.00 亿元；剩余为政府预拨补贴 720.00 万元。

截至 2018 年底，公司非流动负债为 29.95 亿元，同比小幅下降 1.74%。主要由长期借款（占 33.19%）和其他非流动负债（占 54.98%）构成。

截至 2018 年底，公司长期借款 9.94 亿元，同比下降 47.89%，主要来自信用借款和售后回租融资租赁费的下降。长期借款主要由抵押借款（占 42.83%）和保证借款（占 42.98%）构成。截至 2018 年底，公司长期应付款同比增长 102.50%至 2.00 亿元，主要系 2018 年新增应付远东租赁融资款 1.02 亿元所致。截至 2018 年底，公司其他非流动负债为 16.47 亿元，同比增长 94.27%，主要系新增“18 浙兴合 MTN001”（6 亿元）和“18 浙兴合 MTN002”（4 亿元）所致，其他非流动负债还包括“17 浙兴合 MTN001”（6.00 亿元）。

截至 2019 年 3 月底，公司负债总额合计 345.14 亿元，较 2018 年底下降 4.40%，主要来自应付账款、其他应付款和一年内到期的非流动负债的下降；公司负债中流动负债占 91.48%，非流动负债占 8.52%。流动负债中，应付账款较上年底下降 14.67%至 37.00 亿元；预收款项较上年底增长 20.85%，系预收住房款增加所致；其他应付款较上年底下降 19.47%至 41.24 亿元；一年内到期的非流动负债较上年底下降 36.26%。其余科目较 2018 年底变化不大。

截至 2018 年底，公司全部债务为 210.03 亿元，同比基本稳定，其中短期债务占 87.16%，长期债务占 12.84%。债务指标方面，截至 2018 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 74.17%、62.55%和 17.66%。

截至2019年3月底，公司有息债务总额为207.69亿元，较上年底下降1.12%，其中短期债务为180.63亿元，占比86.97%，较2018年底减少0.19个百分点，长期债务为27.05亿元。随着有息债务的下降，公司资产负债率、全部债务

资本化比率均有不同程度的小幅下降，分别为73.24%、62.22%，长期债务资本化比率为17.66%，维持上年底水平，公司债务负担基本维持上年水平。

跟踪期内，公司有息债务持续增长，债务负担较重，且短期偿债压力大，债务期限结构有待改善。

3. 盈利能力

2018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11.96%至949.98亿元；同期，公司营业成本为895.09亿元，同比增长12.88%；2018年，公司营业利润率为5.48%，同比减少0.63个百分点。

2018年，公司期间费用占营业收入比重为4.13%，同比有所下降，对利润有一定影响。2018年公司期间费用为39.26亿元，其中销售费用占44.52%，管理费用占38.69%，财务费用占15.69%，剩余为研发费用。2018年，公司资产减值损失1.08亿元，构成主要为存货跌价损失和可供出售金融资产减值损失，2018年分别为0.82亿元和0.16亿元。

非经常性损益方面，2018年，公司实现投资收益4.52亿元，主要为出售和持有期间可供出售金融资产产生的收益及长期股权投资产生的收益；同期，公司其他收益和营业外收入合计为3.24亿元，主要为各项补助和奖励金。同时，公司实现利润总额18.93亿元，非经常性损益占利润总额的40.99%，对利润总额形成一定补充。

从盈利指标看，2018年，公司总资本收益率6.65%，同比增加0.58个百分点；净资产收益率10.43%，同比保持稳定。公司整体盈利能力基本维持稳定。

2019年1-3月，公司实现营业收入215.15亿元，同比增长12.16%；公司营业利润率为3.70%，同比减少0.99个百分点；期间费用为9.00亿元，占营业收入的4.18%，较2018年底变动不大。2019年1-3月，公司实现利润总额0.52亿元，同比下降68.86%；同期，公司非经常性损益为1.65亿元（投资收益1.17亿元），对利润形成支撑。

跟踪期间，公司营业收入持续增长，期间费用对利润有一定影响，投资收益、其他业务利润和营业外收入对利润贡献较大且较为稳定，公司整体盈利能力较强。

4. 现金流及保障

经营活动方面，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，2018年分别为1109.85亿元和1174.21亿元，同比分别增长18.57%和16.23%；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，2018年分别为1044.27亿元和1143.92亿元，同比分别增长17.91%和15.88%；2018年，公司收到及支付其他与经营活动有关的现金分别为53.21亿元和63.29亿元，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。2018年，公司经营活动产生的现金流量净额30.29亿元。从收入实现质量指标看，2018年公司现金收入比116.83%，公司收入实现质量及经营获现能力较好。

投资活动方面，2018年，公司投资活动现金流入53.66亿元，同比增长37.84%，以出售金融资产和股权投资本金产生的现金流入为主；2018年公司投资活动现金流出51.61亿元，主要是购买理财产品和股权投资所支付的现金。2018年，公司收到和支付其他与投资活动有关的现金分别为6.56亿元和5.61亿元，主要是理财产品；公司投资活动产生的现金流量净额为2.05亿元。

筹资活动方面，2018年，公司筹资活动现金流入193.21亿元，主要由取得借款收到的现金构成；筹资活动现金流出215.40亿元，主要为偿还债务支付的现金；公司筹资活动产生的现金流量净额-22.19亿元，公司对外融资需求较大。

2019 年 1-3 月，公司经营活动现金流量净额为-1.44 亿元；投资活动现金流量净额为-0.25 亿元；公司筹资活动现金流量净额为 1.45 亿元。现金收入比为 115.79%，收入实现质量良好。

跟踪期内，公司经营活动现金流量净额保持较大规模，获现能力维持良好水平，投资活动随投资收益增加转变为净流入，筹资活动现金净流出规模较大且波动显著，考虑到公司房地产项目投资规模较大，公司对外融资压力持续存在。

5. 偿债能力

短期偿债能力指标看，截至 2018 年底，公司流动比率和速动比率分别为 114.01%和 72.16%，分别同比增加 0.57 个百分点和 2.62 个百分点；截至 2019 年 3 月底，流动比率小幅回升至 116.00%，速动比率小幅下降至 69.19%。2018 年，公司经营现金流动负债比为 9.15%。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，以开发成本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，2018 年，公司 EBITDA 为 31.54 亿元，同比增长 7.50%；全部债务/EBITDA 为 6.66 倍，EBITDA 利息倍数为 1.83 倍。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2019 年 3 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 7.07 亿元提供担保，共在银行存入担保保证金 0.39 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2019年3月底，公司及子公司（合并口径）银行授信总额度322.11亿元，尚未使用的额度为139.75亿元。整体看，公司间接融资渠道较为畅通。

6. 母公司财务分析

截至 2018 年底，公司本部资产总额 51.77 亿元，同比增长 20.57%，其中流动资产占 42.83%，非流动资产占 57.17%。公司流动资产主要由货币资金（4.68 亿元）和其他应收款（16.78 亿元）构成，其他应收款主要为应收关联方款项；非流动资产主要由长期股权投资（20.57 亿元）构成，主要为对子公司的投资。截至 2018 年底，公司所有者权益合计 30.62 亿元，主要为实收资本（10.00 亿元）和未分配利润（14.79 亿元）。公司负债总额 21.15 亿元，非流动负债占 75.78%，主要由其他应付款和其他非流动负债构成，分别为 3.56 亿元和 16.00 亿元。公司本部有息债务 17.00 亿元，为短期借款 1.00 亿元和计入其他非流动负债的 16.00 亿元中期票据，分别为“17 浙兴合 MTN001”、“18 浙兴合 MTN001”和“18 浙兴合 MTN002”。公司本部资产负债率为 40.85%，全部债务资本化比率为 35.70%，债务负担适宜。

盈利能力方面，2018 年公司本部实现营业收入 0.03 亿元，期间费用 0.92 亿元，投资收益 1.79 亿元，2018 年公司本部实现利润总额 0.82 亿元。

现金流方面，2018 年，公司本部经营活动产生的现金流量净额为-5.31 亿元，投资活动产生的现金流量净额为 1.26 亿元，筹资活动产生的现金流量净额为 5.96 亿元。

总体看，资产以非流动资产为主，整体债务负担适宜，有息债务以长期债务为主；本部经营收入规模很小，盈利能力弱，以投资收益为主的非经常性损益为本部利润的主要来源。

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（自助查询版）（机构信用代码为：G10330103009258805），截至 2019 年 7 月 26 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。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，整体竞争实力强。跟踪期内，公司营业收入增长，盈利能力保持稳定。基于对公司自身经营和财务特点以及未来公司战略的综合判断，公司整体抗风险能力强。

十一、存续债券偿还能力分析

截至本报告出具日，公司存续期内债券包括“17浙兴合MTN001”“18浙兴合MTN001”“18浙兴合MTN002”，以上存续债券余额合计16.00亿元，其中2017年5月发行的“17浙兴合MTN001”（期限3年，余额6.00亿元）将于一年内到期。

以2018年底财务数据为基础，公司剔除受限后现金类资产75.12亿元，是一年内到期债券余额的12.52倍；2018年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为公司存续债券的73.39倍、1.89倍和1.97倍；总体看，公司现金类资产对一年内待偿还债券的保障能力强，经营活动现金净流量和EBITDA对公司存续期内债券的保障能力强。

表 16　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

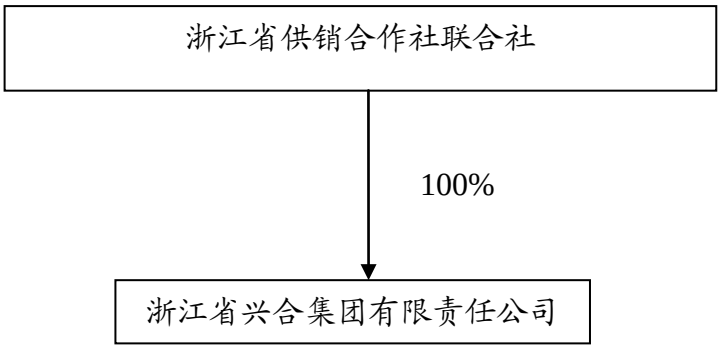
项 目	2018 年
一年内到期债券余额	6.00
现金类资产/一年内到期债券余额	12.52
经营活动现金流入量/应付债券余额	73.39
经营活动现金流净额/应付债券余额	1.89
EBITDA/应付债券余额	1.97

资料来源：联合资信整理

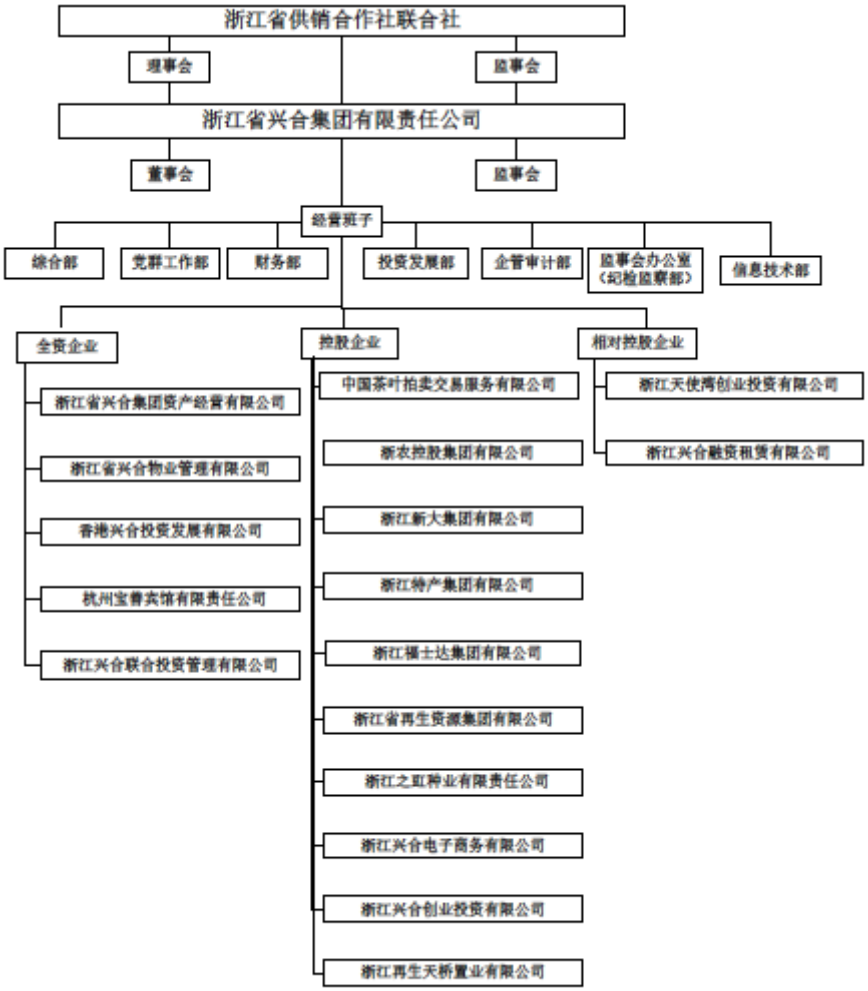
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，“17 浙兴合 MTN001”“18 浙兴合 MTN001”“18 浙兴合 MTN002”信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　公司股权结构图



附件 1-2　公司组织结构图



附件 2　主要财务数据及指标

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	49.17	65.51	75.12	64.14
资产总额(亿元)	410.98	457.12	486.76	471.24
所有者权益(亿元)	109.78	120.18	125.75	126.10
短期债务(亿元)	168.31	183.11	183.07	180.63
长期债务(亿元)	31.41	26.58	26.96	27.05
全部债务(亿元)	199.72	209.69	210.03	207.69
营业收入(亿元)	696.53	848.50	949.98	215.15
利润总额(亿元)	14.03	17.85	18.93	0.52
EBITDA(亿元)	24.47	29.34	31.54	--
经营性净现金流(亿元)	26.76	23.03	30.29	-1.44
财务指标				
销售债权周转次数(次)	19.41	20.77	22.12	--
存货周转次数(次)	5.06	6.19	6.55	--
总资产周转次数(次)	1.75	1.95	2.01	--
现金收入比(%)	107.71	110.32	116.83	115.79
营业利润率(%)	6.59	6.11	5.48	3.70
总资本收益率(%)	5.46	6.07	6.65	--
净资产收益率(%)	8.73	10.84	10.43	--
长期债务资本化比率(%)	22.25	18.11	17.66	17.66
全部债务资本化比率(%)	64.53	63.57	62.55	62.22
资产负债率(%)	73.29	73.71	74.17	73.24
流动比率(%)	118.47	113.44	114.01	116.00
速动比率(%)	73.07	69.54	72.16	69.19
经营现金流动负债比(%)	9.97	7.52	9.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.68	2.08	1.83	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.49	7.15	6.66	--

注：2019 年一季度财务数据未经审计；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
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%

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　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。

附件 4-3　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。联合资信评级展望设置及含义如下：

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