

信用等级公告

联合[2018] 473 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 2018 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

2018 年度第一期中期票据的信用等级为

AA⁺

特此公告。



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

2018 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：6 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：每年付息一次，到期一次还本

发行目的：补充流动资金、偿还子公司债务融资工具

评级时间：2018 年 3 月 19 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
现金类资产(亿元)	33.48	43.64	49.17	65.93
资产总额(亿元)	364.60	382.78	410.98	444.76
所有者权益(亿元)	101.09	109.20	109.78	110.12
短期债务(亿元)	141.52	151.65	168.31	191.81
长期债务(亿元)	39.43	37.29	31.41	29.96
全部债务(亿元)	180.94	188.94	199.72	221.76
营业收入(亿元)	554.50	628.34	696.53	600.56
利润总额(亿元)	14.89	14.99	14.03	4.89
EBITDA(亿元)	20.62	23.72	24.47	--
经营性净现金流(亿元)	14.37	16.86	26.76	12.36
营业利润率(%)	6.57	6.22	6.59	4.80
净资产收益率(%)	10.89	9.94	8.73	--
资产负债率(%)	72.27	71.47	73.29	75.24
全部债务资本化比率(%)	64.16	63.37	64.53	66.82
流动比率(%)	134.43	131.54	118.47	117.80
全部债务/EBITDA(倍)	8.77	7.96	8.16	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.90	3.23	1.68	--
经营现金流动负债比(%)	6.54	7.22	9.97	--

注：公司 2017 年前三季度财务报表未经审计；现金类资产已剔除使用受限货币资金；其他非流动负债和长期应付款中的有息债务计入长期债务；其他应付款和其他流动负债中的有息债务计入短期债务。

分析师

徐 璨 刘嘉敏

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

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

网址：www.lhratings.com

评级观点

浙江省兴合集团有限责任公司（以下简称“公司”或“兴合集团”）是浙江省供销社下属的大型贸易集团企业，目前已形成了以农资产品、塑化产品、汽车等内贸产业为主，进出口贸易与房地产共同发展的多元化产业格局。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对其的评级反映了公司在品牌优势、工贸一体化、政府支持、行业地位、经营规模以及渠道建设等方面具备的显著优势。同时，联合资信也关注到宏观经济波动、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，是浙江省供销社所属的大型贸易集团企业，主要经营农资产品、大宗商品、塑化产品等，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。

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 和经营活动现金流量净额对本期中期票据保障能力强。

关注

1. 公司有息债务规模持续上升，整体债务负担较重，债务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扩大，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，随着未来投资规模增加，公司存在一定的去化和融资压力。

声 明

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

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

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

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

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

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

浙江省兴合集团有限责任公司

2018 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

公司原名为“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2017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2017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；公司拥有19家一级控股和相对控股子公司，控股、参股的二级、三级子公司280余家。

截至2016年底，公司（合并）资产总额为410.98亿元，所有者权益合计为109.78亿元（其中少数股东权益73.24亿元）。2016年，公司实现营业收入696.53亿元，利润总额14.03亿元。

截至2017年9月底，公司（合并）资产总额为444.76亿元，所有者权益合计为110.12亿元（其中少数股东权益73.16亿元）。2017年1~9月，公司实现营业收入600.56亿元，利润总额4.89亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市延安路312号；法定代表人：邵峰。

二、本期中期票据概况

公司于2017年注册中期票据额度18亿元，并已于2017年5月发行6亿元“17浙兴合MTN001”；本期计划发行2018年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度6亿元，期限3年，偿还方式为按年付息，到期一次还本，募集资金中2亿元用于补充流动资金，4亿元用于偿还子公司浙农控股集团有限公司的债务融资工具。

本期中期票据无担保。

三、宏观经济和政策环境

2016年，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国实施积极的财政政策，实际财政赤字率3.8%，为2003年以来的最高值；稳健的货币政策更趋灵活适度，央行下调人民币存款准备金率0.5个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。上述政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016年，中国GDP实际增速为6.7%，经济增速稳中趋缓。具体来看，农业生产形势基本稳定，工业生产企稳向好，服务业保持快速增长，支柱地位进一步巩固，三大产业结构继续改善；固定资产投资增速略有放缓，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）实现2.0%的温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数（PMI）四季度稳步回升至51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在52%以上，非制造业保持

较快扩张态势；就业形势总体稳定。

2017 年 1~9 月，中国继续实施积极的财政政策，加大向公共服务、扶贫、环保等领域的财政支出力度，持续通过减税降费减轻企业负担，规范地方政府发债行为的同时进一步推动地方政府与社会资本合作。通过实施稳健中性的货币政策维持资金面紧平衡，促进经济积极稳妥降杠杆。在上述政策背景下，2017 年前三季度，中国国内生产总值（GDP）增速分别为 6.9%、6.9%、6.8%，经济保持中高速增长；贵州、西藏、重庆等西部地区维持高速增长，山西、辽宁等产能过剩聚集区经济形势持续好转；CPI 稳中有升，PPI 和 PPIRM 保持平稳增长；就业水平相对稳定。

2017 年 1~9 月，中国三大产业保持稳定增长。农业生产形势较好；工业生产有所加快，工业结构进一步优化，工业企业利润保持快速增长；服务业持续快速增长，第三产业对 GDP 增长的贡献率（58.8%）继续提升，产业结构持续改善。

固定资产投资增速有所放缓，高技术制造业投资增速加快。2017 年 1~9 月，中国固定资产投资（不含农户）45.8 万亿元，同比增长 7.5%（实际增速 2.2%），增速较 1~6 月（8.6%）和上年同期（8.2%）均有所放缓。具体来看，房地产调控政策加码的持续效应导致房地产开发投资增速（8.1%）继续放缓，但较上年同期仍有所加快，主要是政策发挥作用的滞后性以及房地产投资项目的周期性所致；基础建设投资增速（15.9%）较 1~6 月和上年同期均有所回落，呈现一定的逆周期特点；受工业去产能持续作用影响，制造业投资（4.2%）继续回落，但高端装备制造业投资保持较高增速，促进了工业结构的优化。此外，民间投资增速（6.0%）较 1~6 月有所放缓，民间投资信心仍略显不足，但受到政府简政放权、减税降费、放宽民间投融资渠道、拓展 PPP 模式适用范围等鼓励措施的影响，民间投资增速较上年同期明显回升。

居民消费平稳增长，日常生活与升级类消

费增长较快。2017 年 1~9 月，中国社会消费品零售总额 26.3 万亿元，同比增长 10.4%，增速与 1~6 月和上年同期均持平。具体来看，受商品房销售保持较快增长的拉动，与居住有关的行业消费仍然保持较高增速；生活用品类和教育、医疗、文化娱乐等升级类消费快速增长；网络销售继续保持高速增长态势，实物商品网上零售额占社会消费品零售总额的比重不断提高。1~9 月，全国居民人均可支配收入 19342 元，同比增长 9.1%（实际增速 7.5%），仍保持较快增速，居民收入的持续较快增长是居民消费持续增长的重要利好因素。

进出口增速有所回落，对部分一带一路沿线国家出口保持快速增长。在世界主要经济体持续复苏带动下，外部需求有所回暖，加之国内经济形势稳中有进、大宗商品价格持续反弹，共同带动了进出口的增长。2017 年 1~9 月，中国货物贸易进出口总值 20.3 万亿元，同比增加 16.6%，但增速较 1~6 月（19.6%）有所回落，外贸进出口基数的抬高或是造成增速回落的重要原因。出口方面，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，部分高附加值机电产品和装备制造产品如汽车、船舶和医疗仪器出口增幅均在 10% 以上；进口方面，铁矿砂、原油和天然气等大宗商品进口量价齐升。

展望未来，全球经济维持复苏将为中国经济增长提供良好的外部环境，但随着美联储缩表计划的开启和年内第三次加息的落地，国际流动性拐点迹象显现，将从多方面对中国经济产生影响。在此背景下，中国将继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，深入推进供给侧结构性改革，促进经济转型升级，增强经济的内生发展动力。具体来看，在经济进入新常态的背景下，投资整体或呈现缓中趋稳态势，但出于加快新旧动能转换及推动经济转型升级的需要，高新技术产业与高端装备制造业的投资有望实现高速增长；随着居民收入的持续增长，未来居民在房地产、汽车和耐用消费品领域的消费潜力将继续释放，消费结构转型

升级背景下信息消费、升级类消费等领域将保持快速增长；受主要经济体复苏形势仍存在不确定性、贸易保护主义和逆全球化等不利因素影响，短期内中国进出口增速或继续放缓。总体来看，由于固定资产投资增速以及进出口增速存在放缓的压力，中国经济增速短期内或将继续放缓，预计 2017 年全年经济增速将在 6.8% 左右，实现平稳较快增长；物价运行仍将基本保持平稳，失业率总体保持稳定。

四、行业及区域经济环境

1. 贸易行业

(1) 进出口贸易

近年来，新兴经济体和发展中国家出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对内外贸形势构成一定负面因素。海关统计数据显示，2016 年全国货物进出口总值 24.33 万亿元人民币，比 2015 年下降 0.9%。其中，出口 13.84 万亿元，下降 2%；进口 10.49 万亿元，增长 0.6%；贸易顺差 3.35 万亿元，收窄 9.1%。2017 年前三季度，中国货物贸易进出口总值 20.29 万亿元人民币，比去年同期增长 16.6%。其中，出口 11.16 万亿元，增长 12.4%，进口 9.13 万亿元，增长 22.3%；贸易顺差 2.03 万亿元，收窄 17.7%。

近几年中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。但值得注意的是，受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。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。

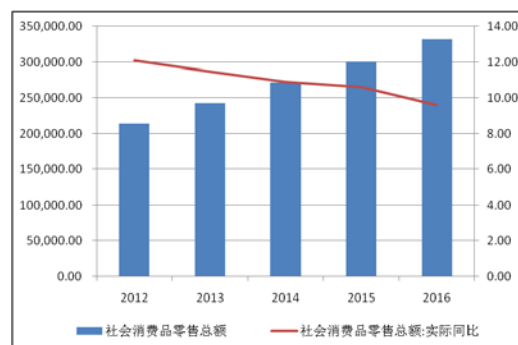
(2) 国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的态势，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。

根据国家统计局数据，2016 年，社会消费品零售总额 332316 亿元，比上年增长 10.4%，扣除价格因素实际增长 9.6%。其中，限额以上单位消费品零售额 154286 亿元，增长 8.1%。2017 年前三季度，社会消费品零售总额 263178 亿元，同比增长 10.4%。其中，限额以上单位消费品零售额 117751 亿元，增长 8.5%。

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，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

(3) 行业关注

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

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。

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。

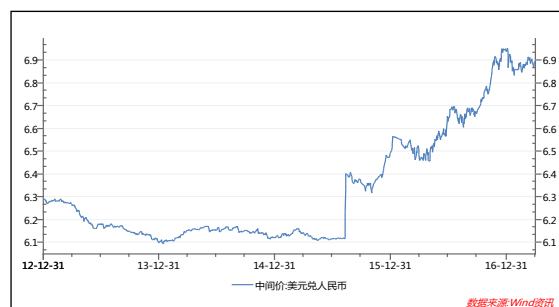
贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体，也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家，其中既有针对中国传统优势产业的，也有针对高新技术产业的。未来贸易保护主义抬头的态势仍可能继续蔓延。

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，意味着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

2015 年 8 月 11 日，央行调整人民币汇率中间价报价机制，致使美元兑人民币汇率上升至 6.3232 元/美元，人民币出现大幅贬值。截至 2015 年底，美元兑人民币汇率中间价报 6.4936 元/美元。2016 年以来，美元兑人民币汇率波动较大，美元兑人民币汇率由 2016 年底的 6.9370 元/美元下降至 2017 年 9 月底的 6.6532 元/美元，短期内人民币波动中呈升值趋势。

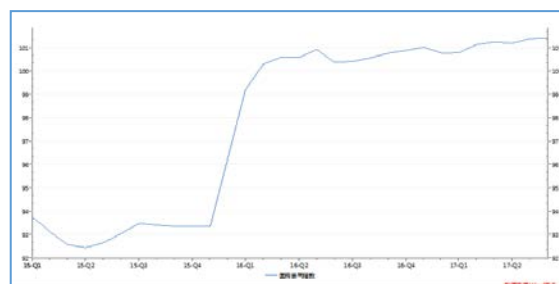
总体看，在美联储停止 QE 以及美元加息预期、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、利率市场化等诸多背景下，人民币汇率波动明显，贸易企业面临一定的汇兑损失风险。

2. 房地产行业

(1) 房地产行业概况

2015 年末以来，在房地产和货币宽松政策有效刺激购房需求的背景下，房地产市场持续升温，2016 年 9 月底开始，各地政府密集出台楼市调控政策，中央经济工作会议和两会多次强调“因城施策”、“住房回归居住属性”，房地产市场景气度进入调整期，各地房地产市场呈分化状态。

图 3 2015 年以来国房景气指数



资料来源：Wind 资讯

2016年, 房地产开发投资增速大幅增长, 全年房地产开发投资10.26万亿元, 同比增长6.90%; 其中住宅投资6.46万亿元, 同比增长6.40%。全国房屋新开工面积16.69亿平方米, 同比增长8.38%, 其中住宅新开工面积11.59亿平方米, 同比增长8.32%。2017年1~9月, 全国房地产开发投资8.06万亿元, 同比增长8.10%; 其中住宅投资5.51万亿元, 同比增长10.40%。全国房屋施工面积73.81亿平方米, 同比增长3.10%; 新开工面积13.10亿平方米, 同比增长6.80%, 其中住宅9.41亿平方米, 同比增长11.10%; 竣工面积5.77亿平方米, 同比增长1.00%。从增速上看, 房地产开发投资在2017年一季度迎来小高峰后增速持续回落, 一线城市尤为明显。而新开工和施工面积增速相较2016年同期也有显著回落。

房地产销售方面, 2016年销售增速呈现先升后降的态势。2016年上半年, 在利好政策的刺激下, 全国房地产销售规模快速增长, 2016年10月以来, 受“因城施策、分类调控”基调政策影响, 销售增速有所回落。2016年全年商品房销售面积为15.73亿平方米, 同比增长22.41%, 共实现销售额11.76万亿元, 同比增长34.80%。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, 2016年百城住宅价格累计上涨18.71%, 较2015年全年扩大14.56个百分点, 创近年新高。四季度多城市调控政策密集出台, 市场运行环境趋紧, 10~12月百城均价环比涨幅分别收窄1.18个、0.13个和0.21个百分点。

2017年1~9月, 全国商品房销售面积为11.60亿平方米, 同比增长10.30%, 其中住宅销售面积10.01亿平方米, 同比增长10.30%; 商品房销售额9.19万亿元, 同比增长14.60%, 其中住宅销售额7.64万亿元, 同比增长11.40%。价格方面, 2017年1~9月, 国家统计局70个大中城市新建商品住宅价格指数当月同比增速逐月下降, 2017年6月为5.70%。整体看, 2017年以来, 在“回归居住属性”、“限购、限贷、限

售、限价”政策的影响下, 商品房销售面积、销售额和销售价格呈规模增长、增速放缓的态势。房地产市场整体处于温和降温阶段。

(2) 土地供给与信贷环境

2016年, 在全国去库存政策的指导下, 地方政府继续减少土地推出量, 全国300个城市共推出各类用地18.2亿平方米, 同比下降11.0%, 降幅较2015年收窄7.8个百分点, 整体仍处于较低水平。2016年全国300个城市各类土地成交量同比持续下滑, 共成交15.0亿平方米, 同比下降5.7%。虽然成交量下滑, 土地价格却快速攀升, 各类土地成交出让金2.9万亿元, 同比增长30.3%。2016年全国300个城市各类用地成交楼面均价为1904元/平方米, 同比上涨38.7%, 平均溢价率为43.13%, 较2015年提高26.91个百分点, 热点一二线城市地王频出。2017年以来, 土地市场热度不减, 2017年8月, 全国300个城市共推出2348宗土地, 环比增长2%; 土地面积0.93亿平方米, 环比增长3%, 同比增长16%, 其中住宅类用地(含住宅用地及包含住宅用地的综合性用地)0.32亿平方米, 同比增长16%。从成交价格来看, 2017年8月, 全国300个城市土地平均溢价率为29%, 较去年同期下降29个百分点, 其中住宅用地平均溢价率为34%, 较去年同期下降43个百分点。

地价高企伴随限购、限贷政策, 为房地产企业后续开发的利润开发空间带来挑战。住建部和国土资源部在2017年4月发布了《关于加强近期住房及用地供应管理和调控有关工作通知》(以下简称“《通知》”), 要求合理安排住宅用地供应, 对住房供求矛盾突出、房价上涨压力大的城市要合理增加住宅用地特别是普通商品住房用地供应规模, 去库存任务重的城市要减少以至暂停住宅用地供应。《通知》还表示, 各地要建立购地资金审查制度, 确保房地产开发企业使用合规自有资金购地。经国土资源部门和有关金融部门审查资金来源不符合要求的, 取消土地竞买资格, 并在一定时间内禁止参加土地招拍挂。要结合本地实际和出让土地的具

体情况，灵活确定竞价方式，包括“限房价、竞地价”、“限地价、竞房价”、超过溢价率一定比例后现房销售或竞自持面积等，坚决防止出现区域性总价、土地或楼面单价新高等情况，严防高价地扰乱市场预期。未来一段时间内，在政策引导下，一线及重点二线城市2017年住宅土地供应量有望稳步增加，为前期审慎拿地企业提供一定空间；但同时多元化的土拍政策，也对房地产企业的项目前期策划、后期运营和资金运作能力提出了更高的要求。收并购、特色小镇等非市场化拿地手段以及联合体拿地方式逐渐成为房地产拿地竞争力的重要体现，也使得房地产企业面临更多的法律、财务和运营风险。

从房地产开发资金来源来看，2016年房地产开发企业（单位）实际拨入用于房地产开发的货币资金中国内贷款、定金及预收金和个人按揭贷款快速增长，分别占房地产开发资金来源的14.92%、29.09%和16.92%，其中国内贷款占比有所下降，定金预收金和个人按揭贷款占比有所上升。近年来，房地产贷款规模持续上升，保障房信贷支持力度加大：2016年，全国主要金融机构（含外资）房地产贷款余额为26.68万亿元，同比增长27.00%，增速进一步上涨；全年新增房地产贷款5.67万亿元，较上年增加2.07万亿元，新增规模进一步扩大。保障房信贷方面，截至2016年底，全国保障性住房开发贷款余额为2.52万亿元，同比增长38.30%，增速有所回落。

进入2017年，房地产开发贷款增速下降，证券投资基金业协会、证监会、保监会、交易所对房地产企业融资政策收紧，一二线城市限购、限贷也将限制个人按揭贷款的增加，房地产企业资金链或遭压制。2017年1~9月，房地产开发企业开发资金来源中国内贷款、定金及预收款和个人按揭贷款占比分别为16.80%、30.60%和15.68%，各类开发资金来源占比较2016年基本保持稳定，国内贷款和定金及预收款的占比略有提升，在限购限贷政策的影响

下，个人按揭贷款的占比略有所下降。截至2017年10月，个人按揭贷款1.96亿元，同比下降0.99%。

总体看，2016年一线城市及部分热点二线城市房地产销售量价齐升，房地产市场繁荣的热潮传导至三四线城市，一定程度上减轻了三四线城市的库存压力，但部分三四线城市库存压力仍较大。2016年9月末后，随着房地产调控政策的不断升级，热点城市销售情况出现增幅回落，三四线城市对地产市场销售形成支撑。随着三四线城市库存压力减轻，后续市场热度或有所下降，在严格调控的政策背景下，短期内房地产行业呈降温态势。龙头企业逐渐建立起更大的市场优势，同时具有特色和区域竞争优势的中型房地产企业也会获得一定的生存空间。未来一段时间宏观调控将逐步回归市场化，长效机制逐步取代短期调控手段。中国城镇化进程的发展使房地产市场仍存增长空间，但中长期需求仍面临结构性调整。

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。

2016年，浙江省经济发展稳健，初步核算，全年地区生产总值（GDP）46485亿元，比上年增长7.5%。其中，第一产业增加值1966亿元，第二产业增加值20518亿元，第三产业增加值24001亿元，分别增长2.7%、5.8%和9.4%，第三产业对GDP的增长贡献率为62.9%。三次产业增加值结构由上年的4.3：45.9：49.8调整为4.2：44.2：51.6，第三产业比重提高1.8个百分点。人均GDP为83538元（按年平均汇率折算为12577美元），增长6.7%。2017年1~9月，浙江省生产总值（GDP）36958亿元，按可比价格计算，同比增长8.1%，比去年同期快0.6个百分点，高于全国（6.9%）1.2个百分点。分产业看，第一产业增加值1248亿元，增长1.9%；第二产业增加值16663亿元，增长7.3%；第三产业增加值19047亿元，增

长 9.3%。三次产业占生产总值的比重分别为 3.4%、45.1%和 51.5%。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，2016 年，浙江省货物进出口总额 22202 亿元，比上年增长 3.1%。其中，出口 17666 亿元，增长 3.0%，出口占全国的 12.8%，份额比上年提高 0.6 个百分点；进口 4536 亿元，增长 3.7%。民营企业出口 13380 亿元，增长 6.5%，占出口总额的 75.7%，比上年提高 2.5 个百分点。对“一带一路”沿线主要国家合计出口 1506 亿元，增长 18.6%。2017 年 1~9 月，进出口 18756 亿元，增长 15.9%。其中，进口 4473 亿元，增长 38.1%，增速比上年上半年回落 3.2 个百分点；出口 14284 亿元，增长 10.3%，增速比上年上半年回落 3.6 个百分点，低于全国（12.4%），占全国的份额为 12.8%。

整体来看，浙江省区域经济不断发展，总体竞争力持续提升，地方财政稳步增长，进出口贸易持续增长，增速回稳，公司拥有良好的外部发展环境和经济支持。

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 56.6094% 股权，杭州泰农泰投资管理合伙企业（有限合伙）、兴合创投和自然人分别持有浙农控股集团 23.0367%、2.6512%和 17.7027% 股权；公司直接持有浙江农资集团 20% 股权，通过浙农控股集团持有浙江农资集团 36.6094% 股权，兴合创投、杭州泰农泰投资管理合伙企业（有限合伙）和自然人分别持有浙江农资集团 2.6512%、22.8488%和 17.8906% 股权。公司已将农资板块及汽车板块整体置入浙江农资集团，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 2017 年 9 月底，浙农控股集团注册资本 3.60 亿元，资产总额 200.65 亿元，权益总额 40.34 亿元，2017 年 1~9 月实现收入 357.68 亿元，利润总额 4.51 亿元。截至 2017 年 9 月底，浙江农资集团注册资本 3.51 亿元，资产总额 81.89 亿元，权益总额 24.44 亿元，2017 年 1~9 月实现收入 172.54 亿元，利润总额 2.64 亿元。

目前浙江农资集团正在筹划 IPO 上市，联合资信将持续关注公司部分主业板块上市工作的最新进展。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司出资人为浙江省供销社，持有公司 100% 股份，为公司的实际控制人。

2. 企业规模及核心企业

公司 1992 年由浙江省供销社出资设立，负责运营浙江省供销社本级资产，是一家以内外贸易为主，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 400 多家，产业布局涉及塑化、农资、汽车、茶叶、钢材、再生资源、房地产等多个行业。根据供销社系统内部排名显示，公司经

营规模与经济效益均居全国供销社系统首位。

公司从事商贸流通以及进出口业务的子公司主要有浙农控股集团、浙江新大集团有限公司（以下简称“新大集团”）、浙江特产集团有限公司（以下简称“特产集团”）、浙江福士达集团有限公司（以下简称“福士达集团”）、浙

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

表1 主要子公司财务数据情况（单位：万元）

公司	截至 2017 年 9 月底 持股比 例 (%)	2016 年				2017 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	90.00	54024.16	34546.22	126023.3	2255.92	57997.51	35840.50	98074.39	1602.78
浙农控股集团	56.61	1790851.31	397733.59	3703248.53	84601.29	2006543.13	403416.48	3576847.98	45140.02
新大集团	51.00	1080128.80	351335.72	1010053.84	50217.74	1122066.95	343573.41	698618.55	4856.41
特产集团	51.00	479605.87	103761.84	1405032.07	15149.22	521309.04	97126.78	1151703.10	935.48
福士达集团	51.00	354484.87	71039.16	562325.89	7058.46	354124.38	69185.68	434282.37	233.20
再生资源公司	63.07	64501.65	16710.86	139218.84	600.23	44548.88	16829.23	27642.95	2586.54

资料来源：公司提供

浙农控股集团（公司持股比例 56.61%）前身是成立于 1952 年的浙江省农资公司，目前已形成以农资产业为依托，塑化、汽车、房地产与金融投资产业综合发展的经营特色。截至 2017 年 9 月底，农资板块销售网络拓展到 10 余个省市自治区，拥有经营网点 3000 余家；汽车销售方面已取得宝马、迷你、凯迪拉克等多个知名品牌的区域销售权，建成标准化 4S 汽车销售服务中心 25 家，二手车中心 2 家，维修中心 1 家；塑化产业方面与众多国内外知名石化企业建立战略合作关系，是华东地区大型塑料原料经营企业之一。目前，公司化肥销售量在中国仅次于中化与中农两家特大型农资流通企业，在全国省级农资企业排名首位。

新大集团（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，2016 年进出口规模为

6.32 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 51%）的前身是成立于 1959 年的浙江省特产公司，经营范围涉及棉花、化纤、PVC、钢材、煤炭、铬锰镍铜矿石、外贸及房地产开发业务。特产集团曾获“全国供销社系统农业产业化龙头企业”称号，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，2011~2014 年位列中国再生资源百强企业。

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

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

3. 竞争优势

品牌优势

上世纪 80 年代，公司已注册了“骆驼”、“狮峰”等商标。2008 年金融危机后，公司品牌意识逐步加强，相继出台了《关于加强品牌建设的若干意见》、《品牌建设奖励资金申报办法》等，2011 年将品牌建设纳入发展战略和总体规划。近年来，公司进一步加大品牌培育力度，不断完善外贸产业链条，向研发设计、品牌、分拨等产业链高端延伸。截至 2017 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、床上寝具企业。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 2017 年 9 月底，公司服装产能如下表。

表2 截至2017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	559万件 万/套	羽毛羽绒水洗成套设备、梳棉机、缝绉机
桐庐富春江织造集团有限公司	针织服装	250万件	全自动电脑横机
浙江春风集团有限公司	纱线、服装	263吨、 360万件	纺纱生产线、 全自动电脑横机
浙江明升服装有限公司	压胶服、滑雪服、冲锋衣，羽绒服，棉服，滑雪裤，钓鱼马甲等	270万件	缝绉机、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《浙江省供销社财政扶持资金管理暂行办法》（浙财字[2009]132 号），《浙江省再生资源回收利用体系建设专项资金使用管理暂行办法》（浙财企字[2007]74 号），《浙江省省级棉花风险基金使用储备管理暂行办法》（浙财二字[2004]36 号），《浙江省省级重要商品应急储备管理办法》（浙财企[2016]98 号）等，一定程度上促进了公司商贸流通业务的发展，各项补贴政策与专项资金连续性较强。2014~2016 年，公司补贴收入有所波动，三年分别为 1.83 亿元、1.39 亿元和 1.62 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	2014 年	2015 年	2016 年	说明
农资集团	4160	3694	2827	化肥淡储补贴（如仓储费和资金利息）
特产集团	796	662	566	浙江省财政厅储备棉补贴，财政厅年度省级棉花储备利息和保管费用，专款专用，工作完成后进行清算，多退少补
再生资源	8170	5737	6010	国家环保部，废弃电器电子产品拆解补贴
再生资源	3151	1746	6754	再生资源专项扶持资金
总计	18291	13854	16157	--

资料来源：公司提供

4. 人员素质

截至 2017 年 9 月底，公司高级管理人员目前共 2 人，包括总裁 1 人、副总裁 1 人。

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

公司总裁施建强先生，1965 年 9 月生，在职研究生学历，高级会计师，曾担任浙江省供销社财务处副科长、科长，浙江省茶叶进出口有限公司财务部经理、公司总经理助理兼财务部经理、公司副总经理、浙江省供销社（省兴合集团公司）财务部副部长、部长，财务处处长、浙江省茶叶进出口有限公司党委副书记、董事长、总经理、浙江省茶叶集团有限公司党委书记、董事长，浙江福士达集团有限公司党委书记、董事长，省兴合集团有限责任公司副总裁，现任省供销社党委委员、公司总裁。

公司副总裁赵有国先生，1971 年 9 月出生，高级会计师，党校研究生。曾担任浙江省供销社

社财务处科员、副科长科长、副处长；省兴合集团有限责任公司财务部部长，现任公司副总裁兼财务部部长。

截至 2017 年 9 月底，公司共有职工 15652 人。从学历构成来看，大学本科及以上占 20.22%，大专学历占 17.77%，高中及以下占 62.01%；从年龄结构看，35 岁以下占 60.63%，35~45 岁占 24.07%，45 岁及以上占 15.30%。

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

七、管理分析

1. 治理结构

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

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

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

2. 管理体制

在管控体系方面，公司总部立足战略及投资控股复合型管理的基本定位，主要发挥战略规划、搭建投融资平台、资产管理、资源协同

和风险控制作用，集中精力思考和处理影响集团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，由集团财务部运作。

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

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

八、经营分析

1. 经营概况

公司是浙江省大型商贸流通企业之一，主营业务可划分为三个板块：商贸流通板块，房地产板块和其他业务，其中商贸流通是公司营业收入和利润的主要来源，房地产和其他业务板块的收入相对较小。2014~2016年，受内贸业务和房地产收入持续增长的影响，公司主营业务收入规模持续上升，三年分别为550.36亿元、623.65亿元和690.37亿元。

收入构成方面，商贸流通业务一直为公司主营业务收入的主要来源，近三年占公司主营业务收入比重均在90%以上，其中内贸占比均在70%以上。分板块来看，近三年内贸业务收入实现持续增长，分别为416.93亿元、462.32亿元和529.58亿元；2016年外贸业务受国际经济环境持续不景气影响，同比略有下降；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，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7.39亿元、12.51亿元和11.79亿元，对收入的贡献程度很小。

从毛利率来看，2014~2016年，内贸业务毛利率有所波动，其中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%，2016年同比保持稳定；外贸出口业务波动上升，2015年受外需持续疲软以及要素成本上升的综合影响，毛利率下降至4.99%，2016年人民币整体呈贬值态势，出口毛利率同比增加1.53个百分点至6.52%；房地产业务由于公司不同楼盘毛利率不同以及各楼盘销售情况不同，导致盈利水平持续下滑，三年分别为28.24%、23.50%和19.91%。总体看，主要受内贸业务毛利率波动的影响，公司近三年毛利率

略有波动，2016 年综合毛利率为 6.56%，毛利率较低，符合流通行业特点。

2017 年 1~9 月，公司实现主营业务收入 600.03 亿元，同比增长 25.60%，其中内贸业务实现收入 485.67 亿元，同比增长 31.75%，房地

产实现收入 23.35 亿元，同比增长 19.07%。从毛利率来看，内贸业务毛利率受产品结构影响下滑至 3.44%；房地产业务毛利率同比增加 2.14 个百分点；当期公司综合毛利率同比略有下滑。

表 4 公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

营业收入	2014 年			2015 年			2016 年			2017 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	416.93	75.76	6.54	462.32	74.13	4.84	529.58	76.71	4.93	485.67	80.94	3.44
外贸出口	102.20	18.57	5.54	115.83	18.57	4.99	106.25	15.39	6.52	74.50	12.42	5.69
房地产	23.84	4.33	28.24	32.99	5.29	23.50	42.75	6.19	19.91	23.35	3.89	17.43
其他	7.39	1.34	36.09	12.51	2.01	33.33	11.79	1.71	32.03	16.50	2.75	31.33
合计	550.36	100.00	7.69	623.65	100.00	6.43	690.37	100.00	6.56	600.03	100.00	5.03

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，三者收入合计占比超过 70%，2016 年为 76.65%。从贸易品种来看，2014~2016 年，塑化产品收入逐年提升，年均复合增长 27.33%；汽车年均复合增长 13.59%；农资产品和废旧物资 2016 年较 2015 年同比分别下

降 28.75%和 12.72%，主要系农资产品行情走低、废旧物品受政策限制所致；2016 年，除农资产品和废旧物品外，其余品种收入均呈增长态势，受此影响，公司全年完成内贸收入 529.58 亿元，同比增长 14.55%。

2017 年 1~9 月，公司内贸业务收入 485.67 亿元，同比增长 31.75%，达到 2016 年全年的 91.71%，除废旧物资外，其余产品均呈现不同程度增长，塑化、钢材和汽车涨幅比例较大。

表 5 公司国内贸易业务按商品分类情况（单位：万元、%）

商品类别	2014 年		2015 年		2016 年		2017 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	1665497	39.95	2216751	47.95	2700299	50.99	2689699	55.38
农资	651617	15.63	659050	14.26	469542	8.87	437780	9.01
汽车	689225	16.53	696751	15.07	889290	16.79	778722	16.03
废旧物资	144089	3.46	175140	3.79	152855	2.89	25694	0.53
钢材	381767	9.16	423681	9.16	471822	8.91	456287	9.39
棉花	162101	3.89	156681	3.39	168685	3.19	130210	2.68
其他	475005	11.39	295126	6.38	443261	8.37	338339	6.97
合计	4169302	100.00	4623180	100.00	5295753	100.00	4856731	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

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，2016 年，公司塑化产

品实现收入 270.03 亿元，同比增长 21.81%，占内贸收入比重大幅提升至 50.99%。2017 年 1~9 月，实现收入 268.97 亿元，同比大幅增长 47.45%。

目前，公司与中石化、中石油系统，新疆天业、内蒙伊利等大型企业建立了战略合作关系，并在华东地区建立分销网络体系，销售网络涵盖浙江、江苏、安徽、江西、广西、上海等地区，拥有稳定货源和销售渠道，是华东地区塑化贸易规模最大的公司。合同签订方面，公司一般在年初与供应商签订全年框架协议，约定全年贸易总量，月度按照市场行情执行并定价，根据市场行情的不同，公司与供应商计价方式略有差异，市场行情走低的情况下，公司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，公司已在浙江、江苏、江西等 10 余个省市自治区建立省级区域公司，截至 2017 年 9 月底，拥有经营网点 3000 家，区域配送中心 100 余个，仓储设施面积共约 30 万平方米。由于下游客户 90%为零售商，公司与下游客户主要以现款现货的结算方式，少量客户根据资信情况给予一定程度赊销，故农资板块现金流较稳定。

2016 年，公司农资业务收入同比明显下降 28.75%至 46.95 亿元，系前三季度化肥市场供过于求，行情低迷，需求方持续观望，整体销售节奏缓慢；同时，化肥销售单价受恢复征收增值税的税率¹因素影响同比下降 11.50%所致。2017 年 1~9 月，受化肥市场回暖以及价格飙升，收入同比增长 17.13%至 43.78 亿元。

汽车板块

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

公司自 2007 年介入汽车 4S 店经营以来，坚持定位高端品牌汽车经销，通过自建及并购汽车 4S 店的方式逐步扩大经营规模，于 2017 年开拓销售领域，将 4S 店拓展至江苏省，经营品种从宝马扩展至奥迪、凯迪拉克等。截至 2017 年 9 月底，公司拥有汽车 4S 店 25 家，经营设施总面积近约 30 万平方米，其中。公司汽车 4S 门店以自建以及租赁为主，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 2017 年 9 月底，自建门店 15 家，其

¹财税【2015】90 号，《关于对化肥恢复征收增值税政策的通知》。

余 10 家系租赁所得，租赁面积约 10 万平方米，租期通常为 15~20 年。

公司主要供应商为宝马（中国）汽车贸易有限公司（以下简称“中国宝马”）和华晨宝马汽车有限公司（以下简称“华晨宝马”），以进口车型为主，通常双方在年初签订框架协议，约定年度销售计划，月度根据实际情况执行采购，结算主要通过现款现货或通过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。2016 年共销售车辆数量 2.80 万辆，同比增长 30.00%，其中宝马系品牌销售 2.22 万辆，销售额 68.36 亿元，占总销售额的 75%左右；2016 年售后服务实现收入 8.40 亿元，同比小幅增长。2017 年 1~9 月，公司共计销售汽车 2.30 万辆，汽车板块实现收入 78.87 亿元，同比增长 27.83%，主要系公司收购多家 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。2016 年，公司钢材贸易实现收入 47.18 亿元，同比增长 11.36%，因通过加强风控，缩短回款周期，加快业务周转，拉动了钢销售的稳定增长。

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。2016 年公司下游客户主要有中建三局、江阴瑞和金属制品有限公司、浙江物产国际贸易有限公司、江阴市琅乐金属制品有

限公司等大型企业。结算方面，一般由特产金属公司向上游预付全款，公司与下游客户结算有一定账期，通常为 3~6 个月，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。2016 年，公司钢材贸易自营及代理业务比重分别为 37.82%、62.18%。2017 年 1~9 月，受钢材市场回暖，钢材需求回暖等影响，公司钢材贸易同比大幅增长。

其他产品

棉花是特产集团的传统经营商品，目前公司已先后在新疆、山东、河北、江苏等棉花主产省投资建设了一批棉花货源基地，同时在浙江省内以及周边铺设销售网点以及配送网络，公司棉花贸易经营占浙江省棉花需求总量的 35%。公司棉花贸易上游较分散，主要为供应地当地兵团和中储棉公司，目前公司自营业务占比 60%，一般向上游预付 20%保证金，货到付尾款，公司依据市场行情判断价格，赚取价差。其余为代理业务，目前公司代理形式主要为两种：①下游客户向公司预付 20~30%的定金，由公司向上游采购，公司收取代理费 200 元/吨；②公司为上游棉花厂代理，公司先付上游 70%款项，待销售后付尾款。除此以外，公司还承担浙江省棉花储备任务，收取浙江省财政厅年度省级棉花储备利息和保管费用。2015 年国家对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%。2017 年 1~9 月，受棉纺企业市场需求增加和价格的上涨的影响，公司棉花销售收入为 13.02 亿元，同比增长 23.92%。

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，2016 年该业务实现收入 15.29 亿元。由于国内经济增长乏力，废料需求不旺且价格震荡下跌，同时国家对利废企业新出税政（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），导致传统再生资源业务规模进一步缩减。2017 年 1~9 月收入为 2.57 亿元，同比下降 72.55%，回收再生资源数量近 35.37 万吨，回收报废汽车 752 辆；回收废旧家电 51.8 万台。

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、浙农控股集团与福士达集团运营。2014~2016 年，公司外贸出口规模有所波动，其中 2015 年出口规模同比增长 13.34%至 115.83 亿元，但受要素成本上升、中国传统优势弱化等因素的影响，毛利率有所下降；2016 年，公司外贸出口规模有所收缩，全年实现收入 106.25 亿元，同比下降 8.27%，但受人民币贬值的影响，公司外贸业务整体毛利率有所上升，为 6.52%。2017 年 1~9 月，公司外贸出口实现收入 74.50 亿元，同比小幅下降，占 2016 年全年的 70.12%。

从出口商品类别看，公司服装类商品与纺织制品为传统经营产品，近三年两者出口额有所波动，2016 年实现出口额合计 45.84 亿元，占出口总额的 43.14%，比重小幅增长，仍为公司出口商品主要构成部分；化工产品规模波动增长，2016 年实现出口额 16.17 亿元，占比 14.28%，为公司第二大出口品；其余产品种类

较杂，占比小幅波动，但整体变动不大；2017 年 1~9 月，化工产品占比有所下降，公司整体出口商品结构变动不大。

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 2017 年 9 月底，公司服装产能超过 800 万件，床上用品 559 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。

茶叶贸易主要由富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、4.47 亿元、3.98 亿元和 3.52 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	2014 年		2015 年		2016 年		2017 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	402457.43	39.38	391332.76	33.79	369968.69	34.82	257772.07	34.60
纺织织品	84230.79	8.24	86525.75	7.47	88442.00	8.32	64692.00	8.68
化肥农药	58690.33	5.74	73064.34	6.31	44444.12	4.18	31208.26	4.19
五金制品	60297.05	5.90	60556.22	5.23	68056.88	6.41	50265.21	6.75
畜产品	23605.00	2.31	16481.00	1.42	16126.00	1.52	10415.00	1.40
茶叶	44667.00	4.37	39809.00	3.44	35198.00	3.31	24462.00	3.28
箱包鞋帽	27683.97	2.71	26536.96	2.29	20479.37	1.93	14406.63	1.93
化工	109523.58	10.72	192000.95	16.58	151672.45	14.28	86695.88	11.64
其他	210840.26	20.63	271986.34	23.48	268080.38	25.23	205085.93	27.53
合计	1021996.42	100.00	1158293.31	100.00	1062467.90	100.00	745003.98	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，2014~2016 年，美国、日本、意大利占比呈现下降趋势。香港地区受市场需求的刺激，近三年出口额以波动增长，已成为公司第一大

出口区域；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，市场需求有所提升，占总出口额的比重波动增长，出口商品主要为茶叶、汽车配件、尿素和服装纺织品类等。

表 7 公司主要出口市场分布情况（单位：万元、%）

出口市场类别	2014 年		2015 年		2016 年		2017 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	187702.29	18.37	204042.29	17.62	156517.56	14.73	120645.07	16.19
日本	117760.16	11.52	120193.31	10.38	101950.86	9.60	71419.21	9.59
意大利	37649.06	3.68	30613.89	2.64	34102.62	3.21	27842.15	3.74
德国	49220.27	4.82	50401.19	4.35	58789.33	5.53	37472.95	5.03
法国	37772.59	3.70	37938.11	3.28	39582.74	3.73	29980.83	4.02
香港	260143.59	25.45	376003.90	32.46	296006.70	27.86	183795.27	24.67

西班牙	15877.80	1.55	17288.51	1.49	21956.90	2.07	13305.05	1.79
英国	15274.30	1.49	17188.18	1.48	25518.75	2.40	18720.81	2.51
东南亚及其他	300497.37	29.40	304623.94	26.30	328042.45	30.88	241822.65	32.46
合计	1021996.42	100.00	1158293.31	100.00	1062467.90	100.00	745003.98	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（截至 2016 年底，资产总额 35.02 亿元，所有者权益 8.80 亿元；2016 年实现营业收入 21.54 亿元，净利润 0.70 亿元）以及新大集团下属子公司浙江三友发展集团有限公司、浙江春风集团有限公司；项目主要分布浙江、山东、安徽和四川。2014~2016 年，公司房地产板块实现收入分别为 23.84 亿元、32.99 亿元和 42.75 亿元，其中 2016 年同比增长 29.58%，主要系房地产市场回暖以及公司加大去库存力度，成果明显。

公司房地产项目位于中国三、四线城市，土地价格普遍较低，2014~2016 年新增土地储备位于济宁、安吉、衢州、潍坊等三四线城市。2014~2016 年，随着储备项目的逐步开发，公司房屋竣工面积逐年增长，2016 年为 133.25 万平方米，同比大幅增长 92.14%。2015 年以来，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，2016 年实现房屋销售面积 93.61 万平方米，同比增长 44.97%，实现签约销售额 67.05 亿元，同比增长 61.96%。房屋销售单价方面，由于项目主要位于三四线城市，整体销售单价水平不高，平均销售单价随当面

销售区域和项目的不同有所波动。

2017 年 1~9 月，公司房屋竣工面积 45.58 万平方米，同比大幅下降 42.76%，同期公司房屋销售面积 65.93 万平方米，同比增长 6.18%，签约销售额 42.25 亿元，同比增长 14.70%，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 0.64 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	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1-9 月
房屋竣工面积	60.80	69.35	133.25	45.58
签约销售面积	40.57	64.57	93.61	65.93
新增土地储备	3.33	8.57	28.12	25.36
平均销售单价	0.65	0.64	0.76	0.64
签约销售额	26.38	41.40	67.05	42.25

资料来源：公司提供

截至 2017 年 9 月底，公司在建及拟建房地产项目合计规划建筑面积 519.92 万平方米，总投资额 288.98 亿元，已投资 188.09 亿元。公司预计 2017 年剩余季度~2020 年房地产项目分别计划投资 13.82 亿元、37.73 亿元、23.25 亿元和 13.21 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 9 截至 2017 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	持股比例	总投资金额	总建筑面积	已投资金额（至 2017 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
						2017 年 10-12 月	2018 年	2019 年	2020 年			
成都云景台	四川成都	90%	5.80	7.06	4.70	0.26	0.60	0.24	--	0.34	4.48	10840
安吉龙山庄园	浙江安吉	60%	24.41	35.00	13.33	1.57	3.00	3.00	2.00	1.80	14.93	7815
安吉兰廷公馆	浙江安吉	60%	8.44	11.40	5.79	0.25	1.20	0.94	0.26	0.10	3.79	6331
龙游华都首府	浙江龙游	70%	8.99	14.50	8.64	0.04	0.20	0.11	--	0.06	12.66	7823
济宁金色兰庭	山东济宁	65%	65.10	112.00	37.89	3.65	5.00	5.00	5.00	3.33	55.12	5644

乐清虹桥项目	浙江温州	100%	22.00	23.84	9.14	1.08	4.92	3.86	3.00	0.31	4.18	17656
湖州织里项目	浙江湖州织里镇	55%	14.35	22.30	6.22	0.15	5.00	2.50	0.48	--	--	--
龙游国际建材家居城(一期)	衢州市龙游县	75%	3.02	11.09	2.84	0.03	0.15	--	--	2.06	3.91	7438
浦江县农副产品批发交易市场一期	金华市浦江县	80%	2.57	7.41	2.45	0.01	0.11	--	--	0.43	1.80	10394
松州广场	浙江丽水市松阳县	100%	3.28	7.37	2.43	0.21	0.64	--	--	0.54	3.47	12524
河畔首府	嘉兴市海盐县	65%	4.12	8.20	1.91	0.05	1.23	0.83	0.10	--	--	--
春风·玫瑰园	四川南充	68%	12.00	42.00	11.57	0.20	0.23	--	--	35.95	32.62	4784
春风·紫金港	四川南充	60%	16.00	39.60	10.72	1.58	2.00	1.60	0.10	24.01	21.63	4918
新大·鱼兔公园城	四川叙永	35%	7.00	21.36	3.37	0.50	2.50	0.63	--	9.47	6.19	3924
三友·翡翠城	山东潍坊	75%	11.00	34.99	9.28	0.74	0.72	0.26	--	26.16	23.74	4146
三友·玫瑰园	山东临朐	27%	5.00	12.66	4.53	0.47	--	--	--	11.55	11.55	4794
虞河公馆	山东潍坊	100%	1.85	5.19	1.06	0.79	--	--	--	3.45	3.37	7571
新宏·香格里拉	浙江衢州	85%	5.50	14.18	5.50	--	--	--	--	12.04	12.04	5238
新宏·香榭丽舍	浙江衢州	85%	11.00	18.20	10.67	0.10	0.23	--	--	13.91	13.91	8460
新大·香格里拉	四川泸州	42%	8.89	29.00	8.31	0.30	0.20	0.08	--	22.65	21.60	4482
龙山豪庭	浙江诸暨	60%	10.50	15.84	10.00	0.40	0.10	--	--	11.75	6.32	6352
春风·江南府	浙江杭州	51%	5.16	11.03	4.70	0.31	0.15	--	--	7.26	7.26	6917
西湖春天	湖南邵阳	65%	14.00	59.67	5.19	0.40	1.80	1.80	2.00	8.32	5.24	3419
新宏·华府	浙江衢州	85%	4.00	7.03	3.14	0.11	0.75	--	--	4.69	4.69	10609
中都华庭	浙江嘉善	40%	15.00	21.00	4.71	0.62	7.00	2.40	0.27	--	3.94	10999
合计	--	--	288.98	591.92	188.09	13.82	37.73	23.25	13.21	200.18	278.44	--

资料来源：公司提供

注：已投金额和未来投资金额按项目进度计算。

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 年公司新增土地储备 14.97 万平方米，新增区域位于浙江乐清和浙江潍坊，拿地成本分别为 5000 元/平方米 3000 元/平方米。2017 年 1~9 月，公司新增土地储备 25.36 万平方米，位于浙江嘉兴、湖州，拿地成本分别为 4000 元/平方米和 3900 元/平方米。截至 2017 年 9 月底，公司在济宁、安吉龙山等地拥有未开发土地面积共计 70.58 万平方米，土地储备充裕，可供未来 2~3 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	15.26

安吉龙山	18.33
湖州织里	8.03
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）	3.98
临朐新友·上书房	8.81
衢州新宏·蓝庭	4.86
嘉兴新大·蓝庭	3.66
合计	70.58

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。截至 2017 年 9 月底，小贷业务贷款余额 12.01 亿元，其中个人贷款和垫款 8.70 亿元，企业贷款和垫款 3.31 亿元；风险拨备 1.52 亿元；小贷公司共放贷 26.53 亿元。截至 2017 年 9 月底，小贷公司逾期贷款余额 14861.35 万元，新增逾期金额 2600.00 万元，均有抵押或担保，小贷公司共计提贷款损失准备 7111.93 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 2017 年 9 月底，为非关联方客户在银行的借款 6.91 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 0.21 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持续下降，2016 年为 19.41 次，存货周转次数和总资产周转次数持续上升，三年平均值分别为 4.70 次和 1.69 次，2016 年分别为 5.06 次和 1.75 次。总体来看，公司经营效率高，符合贸易型企业特点。

3. 未来发展

“十三五”公司经济发展总的要求是：全面推进固本、调优、拓新和控险工作，加大发展模式创新、经济增长点培育和企业改革力度，提升为农服务综合实力。重点要抓好以下几项工作：（一）把握业务重点，强化商贸主业市场地位竞争优势；（二）稳健发展房地产业务，多措并举推动去化；（三）抓好重点项目建设运营，争取良好成效；（四）结合“互联网+”创新发展模式；（五）审慎开展金融业务和资本经营，努力提高经济效益；（六）抓好新业务新产业的孵化和培育。

未来公司投资将以工贸流通等实业为主，不断优化公司业务结构，完善公司的物流、仓储配送网络，并计划培育一到两家上市公司，目前公司正按计划推进农资板块上市。

高档服装电子商务基地：该项目以高档服装电子商务软件产业基地为主体，经由杭州高新开发区（滨江）发展改革和经济局等相关主管机构和部门严格审批，并经股东会论证审议决议通过后立项。项目位于杭州市滨江区聚业路 25 号，占地面积 17604 m²，规划总建筑面积约 65000 m²，其中地上建筑面积约 44000 m²；项目建成后用先进高档服装的设计、电子商务软件的研发与设计、电子商务、进出口信息管理等功能，是集设计、研发、生产、商务、信息管理于一体的现代化产业基地。项目总投资预算 35000 万元，以自筹资金方式进行建设。截至 2017 年 9 月底，该项目已投入资金 13513 万元，现处于基建工程施工前期准备阶段，预计整个项目于 2018 年 12 月底建成运营。

浙江海宁年吞吐能力 50 万吨物流基地：项目总建筑面积约为 66000 平方米，其中仓库面积 54000 平方米，商业、办公、生活等附属配套设施 12000 平方米，露天堆场面积 5500 平方米。整个建设项目分三期进行，一期建筑面积约 30000 平方米，包括仓库 18000 平方米，商业、办公、生活等配套设施 12000 平方米，露天堆场 5500 平方米；二期建筑面积 30000 平方米，均为仓库；为满足经营需要，2017 年在一期二期工程基础上开展三期建设，扩建 6000 平方米的仓库，截至 2017 年底已基本完成工程建设，计划于 2018 年初完成工程收尾。项目于一期竣工验收完成后，2014 年初正式投入运营，主要功能定位：仓储服务；运输配送：以仓储服务为依托，以汽车运输为基础，配备现代化的运输及装卸搬运设施，对接铁路、水路运输，优化运输方式，为企业和社会提供货物运输、配送服务。

兴合商务广场项目：系公司总部新建的办公楼，该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。项目总面积约 3.66 万平方米，其中地上建筑面积约 2.56 万平方米，地下建筑面积约 1.1 万平方米。南楼总建筑面积 10662 平方米，西楼 3796

平方米，东楼 3800 平方米，北楼 7331 平方米；共配有机动车位 292 个，其中机械停车位 171 个（位于地下一层）；出让面积 16.38 亩，建筑密度 50%，容积率 2.34（规划要求不大于 2.44），建筑限制高度 36 米，绿地率 25%。该工程于 2016 年 6 月 18 日正式开工，截至目前，广场项目较好完成了栈桥施工、土方开挖、支撑梁施工、防水工程和整个地下室施工，正在进行南楼一层顶板浇筑，以及老楼内部的拆除和结构加固 90%左右工程量等。2018 年，工程项目建设将进入主体建设阶段，进度初步安排：2 月初完成新建工程，5 月完成完成南楼主体工程 and 中间结构验收，10 月完成幕墙和室内装饰工程，12 月达到竣工验收。

浙农科创园：该项目为浙农集团自用办公楼，位于杭州市滨江区滨兴路与江虹路交叉口处，占地面积 45814 m²，约 68.8 亩。总建筑面积 149848.1 m²，其中地上建筑面积 117115.8 m²，地下建筑面积 32732.3 m²。本项目计划总投资额约 7.50 亿元，其中自筹资金 7.5 亿元，截至 2018 年 3 月，项目主体结构已全部封顶。

总体看，除房地产外，公司 2018~2020 年分别预计投资 6.11 亿元、1.17 亿元和 0.28 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 2017 年底已投资额	2018 年	2019 年	2020 年
		贷款	自筹				
杭州高档服装电子商务软件产业基地（简称“新办公大楼”）	35000	--	35000	13513	11000	--	--
华兴羽绒“安徽华兴羽绒制品有限公司新建厂房	5500	--	5500	5000	--	--	--
浙江海宁年吞吐能力 50 万吨物流基地	15000	8000	7000	14920	80	--	--
创新园区（特种茶基地，杭州）	5000	2500	2500	4002	998	--	--
杭州茶叶国内贸易营销网络建设	4000	2000	2000	3464	1000	--	--
兴合商务广场	60000	--	60000	39218	10000	8000	2782
浙农科创园	75000	--	75000	40000	33000	2000	--
杭州城东宝马 4S 店	12253	--	12253	5526	5000	1727	--
合计	211753	12500	199253	125643	61078	11727	2782

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供的 2014~2016 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 2017 年 1~9 月财务数据未经审计。

从合并范围看，2014 年，公司因直接设立或投资等方式增加一级子公司 2 家；2015 年，公司因直接设立或投资等方式增加一级子公司 1 家；2016 年，公司未新增加一级子公司，减少一级子公司 2 家。2017 年 1~9 月，公司减少一级子公司 1 家。总体看，公司合并范围变化不大，

财务数据可比性较强。

截至 2016 年底，公司合并资产总额为 410.98 亿元，所有者权益合计为 109.78 亿元（其中少数股东权益 73.24 亿元）。2016 年，公司实现营业收入 696.53 亿元，利润总额 14.03 亿元。

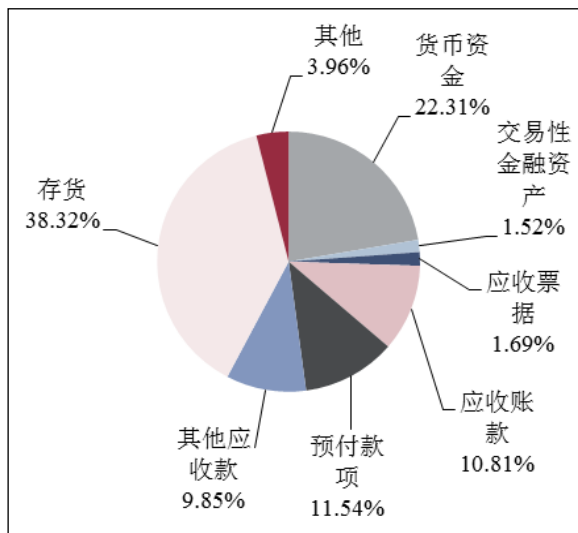
截至 2017 年 9 月底，公司合并资产总额为 444.76 亿元，所有者权益合计为 110.12 亿元（其中少数股东权益 73.16 亿元）。2017 年 1~9 月，公司实现营业收入 600.56 亿元，利润总额 4.89 亿元。

1. 资产质量

2014~2016 年，公司资产总额逐年增长，截至 2016 年底，公司资产总额为 410.98 亿元，同比增长 7.37%，其中流动资产占 77.33%，非流动资产占 22.67%，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。

2014~2016 年，公司流动资产年均复合增长 3.71%。流动资产构成基本维持稳定。截至 2016 年底，公司流动资产为 317.79 亿元，同比增长 3.44%，主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。

图 4 截至 2016 年底公司流动资产构成情况



资料来源：公司审计报告

截至 2016 年底，公司货币资金为 70.89 亿元，同比增长 8.58%，主要为银行存款和其他货币资金（主要为银行承兑汇票保证金、信用保证金、定期存款等），分别占 53.21%和 46.60%。截至 2016 年底，公司受限资金为 31.92 亿元，占货币资金总额的 45.03%，受限比例高。

2014~2016 年，公司应收账款年均复合增长率为 22.74%，增速高于营业收入年均复合增长率（12.08%），主要系钢材板块加大重点工程投标力度，配送量大幅增加、外贸业务账期有所延长、各板块规模增长所致；截至 2016 年底，公司按账龄组合计提坏账的应收账款账面余额为 34.13 亿元，其中一年以内应收款占 93.65%，整体账龄短；截至 2016 年底公司对应收账款提

取 0.84 亿元坏账准备，综合计提比例 2.40%。

表 12 截至 2016 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	1.69	4.92
中建三局第三建设工程有限公司	0.95	2.77
浙江浙金能源公司	0.99	2.88
沈阳市启迪商贸有限公司	0.78	2.27
杭州农宇科贸有限公司	0.36	1.05
合计	4.77	13.89

资料来源：公司提供

公司预付款项主要为预付货款，2014~2016 年，公司预付款项有所波动，截至 2016 年底，预付款项为 36.68 亿元，同比增长 40.60%，主要是由于塑化、汽车和农资等大板块价格回暖增加采购所致。公司预付款项以 1 年以内预付账款为主（占 93.05%）；公司预付款项预付金额前五名为宝马（中国）汽车贸易有限公司、华晨宝马汽车有限公司、国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司、乐清市公共资源交易中心和内蒙古伊东集团东兴化工有限责任公司，合计占总额 21.68%，集中度一般。

2014~2016 年，公司其他应收款逐年下降，截至 2016 年底为 31.31 亿元，同比降低 20.17%。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 14.06 亿元、13.60 亿元和 6.55 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。按账龄计提的应收款项中 1 年以内的占 81.75%，以短期为主。截至 2016 年底，公司累计计提坏账准备 1.53 亿元，计提比例为 4.64%。

表 13 截至 2016 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
浙江佳源房地产集团有限公司	2.00	6.39
嘉凯城集团嘉业有限公司	1.50	4.79
杭州金月湾房地产开发有限公司	1.50	4.79
浦江豪德置业有限公司	0.82	2.62

绍兴绿帮房地产开发公司	1.42	4.54
合计	7.24	23.13

资料来源：公司提供

2014~2016 年，公司存货波动下降；截至 2016 年底，公司存货为 121.78 亿元，同比下降 9.17%，主要是由于开发成本减少 14.79 亿元所致所致。公司存货主要由库存商品、开发成本和开发产品构成，分别占 33.22%、46.54%和 10.36%；截至 2016 年底，公司存货累计计提跌价准备 0.39 亿元，其中库存商品计提跌价准备 0.15 亿元，对开发产品计提跌价准备 0.23 亿元。

截至 2016 年底，公司其他流动资产 12.37 亿元（主要为银行理财产品 11.31 亿元），同比增加 5.38 亿元，主要是由于新增银行理财产品所致。

2014~2016 年，公司非流动资产年均复合增长 16.12%。截至 2016 年底，公司非流动资产为 93.19 亿元，同比增长 23.31%，构成主要以可供出售金融资产（占 27.01%）、固定资产（占 31.16%）、无形资产（占 11.60%）和其他非流动资产（占 11.76%）为主。

2014~2016 年，公司可供出售金融资产逐年增长，主要系公司增加权益类资产的投资力度所致。截至 2016 年底，可供出售金融资产为 25.17 亿元，以公允价值计量的可供出售金融资产 3.01 亿元，以成本计量的可供出售金融资产 22.16 亿元，被投资单位较分散。主要投资企业包括杭州农投投资合伙企业（1.40 亿元）、上海并购股权基金合伙企业（1.25 亿元）和绍兴春风投资有限公司（0.70 亿元）。

2014~2016 年，公司固定资产年均复合增长 11.37%；截至 2016 年底，公司固定资产账面原值 42.89 亿元，同比增长 18.45%，其中房屋及建筑物占 71.93%、机器设备占 12.78%，累计折旧合计 13.85 亿元，公司未对固定资产计提减值准备，截至 2016 年底，固定资产净额为 29.04 亿元。

2014~2016 年，公司在建工程有所波动。截至 2016 年底，在建工程 5.46 亿元，主要为

浙江供销商贸城 3.55 亿元和五常项目 0.55 亿元等。同期，公司无形资产较为稳定，截至 2016 年底，公司无形资产 10.81 亿元，其中土地使用权 10.65 亿元，累计摊销 1.23 亿元。

截至 2016 年底，公司商誉为 2.71 亿元，主要系当期溢价收购浙江省内多家汽车 4S 店所致。截至 2016 年底，其他非流动资产为 10.96 亿元，同比增长 37.83%，主要系预付长期资产购置款（支付的滨江区长河街道江虹路 752 房产拍卖款项）增长至 3.04 亿元所致，其余主要系子公司桐庐富汇小额贷款股份有限公司发放的贷款 5.71 亿元。

截至 2017 年 9 月底，公司资产总额 444.76 亿元，较 2016 年底增长 8.22%；公司资产仍以流动资产为主（占 77.17%），资产构成变动不大。流动资产中，受贸易规模稳步扩张带动，公司应收账款及存货规模扩张，分别较 2016 年底增长 10.49%和 11.43%。非流动资产中，可供出售金融资产为 34.99 亿元，较 2016 年底增长 39.01%，主要是由于新增投资基金产品；商誉为 4.47 亿元，较 2016 年底增加 1.76 亿元，主要是由于收购汽车 4S 店所致；其他非流动资产 5.87 亿元，较 2016 年底减少 5.09 亿元，主要是由于小贷公司房地规模减少以及浙农控股新大楼拍卖款 3.01 亿元重分类至“在建工程”科目所致；其他科目较 2015 年底变化不大。

截至 2017 年 9 月底，公司用于抵押的资产账面价值 38.27 亿元、用于质押的资产账面价值 0.71 亿元，合计 38.98 亿元，占资产总额的 8.76%。

总体看，公司资产以流动资产为主，资产构成稳定。流动资产中，货币资金受限比例高，以房地产开发成本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，2014~2016 年公司所有者权益稳步增长，分别为 101.09 亿元、109.20 亿元和 109.78 亿元。截至 2016 年底，公司所有者权益主要由实收资本（占 9.11%）、未分配利润（占 18.56%）和少数股东权益（占 66.72%）构成。截至 2016 年底，公司资本公积为 2.31 亿元，同比下降 27.22%，主要因兴合集团收购浙农控股少数股东股权以及浙农控股收购农资集团少数股东股权所致。

截至 2017 年 9 月底，公司所有者权益合计为 110.12 亿元（包含少数股东权益 73.16 亿元），其中资本公积较 2016 年底增长 64.93%至 3.82 亿元，系三季报未经审计，资本公积里包含其他综合收益所致；其他科目未发生明显变动。

总体看，公司少数股东权益及未分配利润占比高，所有者权益稳定性偏弱。

负债

负债方面，2014~2016 年，公司负债合计年均复合增长 6.91%。截至 2016 年底，公司负债总额为 301.20 亿元，其中流动负债占比 87.07%，非流动负债占比 12.93%，公司负债仍以流动负债为主。

2014~2016 年，公司流动负债年均复合增长率为 10.47%。截至 2016 年底，公司流动负债合计 268.25 亿元，同比增长 14.86%，主要由短期借款（占 30.58%）、应付票据（占 20.34%）、应付账款（占 13.96%）、预收款项（占 12.16%）和其他应付款（占 9.60%）构成。

2014~2016 年，公司短期借款年均复合增长 4.84%；截至 2016 年底，公司短期借款为 82.04 亿元，同比增长 9.62%，构成上以保证借款（占 55.11%）、信用借款（占 21.48%）、抵押借款（12.10%）为主。

2014~2016 年，公司应付票据呈波动增长趋势，年均复合增长 5.64%；截至 2016 年底，公司应付票据为 54.57 亿元，同比增长 15.02%，主要为银行承兑汇票（占 98.31%）。

2014~2016 年，公司应付账款年均复合增长 11.87%，截至 2016 年底，公司应付账款为

37.46 亿元，同比增长 5.59%，主要是业务规模扩大所致。其中 1 年以内的应付账款占 92.10%，整体账龄较短。公司预收账款逐年增长，年均复合增长率为 12.25%，截至 2016 年底，预收款项为 32.61 亿元，同比增长 23.68%，主要为预收售房款的增长（截至 2016 年底为 10.04），从账龄结构上看以 1 年内的预收款项为主（占 83.34%）。

2014~2016 年，公司其他应付款有所波动，截至 2016 年底，其他应付款 25.74 亿元，同比增长 9.60%，主要是公司房地产开发相关的暂借款（占 49.10%）、押金保证金（占 6.64%）和应付暂收款（占 24.48%）等。其中金额较大前五名合计占比 10.92%，集中度较低。

表 14 截至 2016 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
衢州市柯城区新农村建设开发有限公司	1.06	定金
桐庐汇鼎投资有限公司	0.48	受让股权款
杭州富阳华都山水房地产开发有限公司	0.47	往来款
浙江特产百瑞实业投资有限公司	0.43	往来款
浙江百合集团公司	0.37	往来款
合计	2.81	--

资料来源：公司提供

2014~2016 年，公司一年内到期的非流动负债分别为 5.84 亿元、16.85 亿元和 18.51 亿元，截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 18.51 亿元，除了长期借款转入 5.52 亿元外，还包括一年内到期的 6 亿元“12 浙兴合 MTN1”、子公司浙江农资集团发行的 4 亿元 2014 年第一期中期票据和 3 亿元定向债券。截至 2016 年底，公司其他流动负债为发行的 10.00 亿元超短期融资券。

2014~2016 年，公司非流动负债逐年下降年均复合下降 13.18%。截至 2016 年底，公司非流动负债为 32.95 亿元，同比下降 17.71%。主要由长期借款（占 79.39%）和其他非流动负债（占 14.92%）构成。公司长期借款为 26.16

亿元,较上年增长 42.97%,主要为抵押借款(占 38.61%)、保证借款(占 22.21%)和信用借款(占 22.94%);其他非流动负债为 4.92 亿元,主要包括 4 亿元“13 浙兴合 MTN001”。

截至 2017 年 9 月底,公司负债总额合计 334.64 亿元,其中流动负债占 87.07%,非流动负债占 12.93%,流动负债中,短期借款较 2016 年底进一步增长 25.14%至 102.66 亿元;应付票据进一步增长至 63.23 亿元,主要是业务规模增长所致;预收款项为 50.80 亿元,较 2016 年底增加 18.19 亿元,主要是由于预收售房款增加所致(截至 2017 年 9 月底预售房款 19.40 亿元);其他应付款较 2016 年底增长 19.44%,主要是由于浙江农资集团投资发展公司外部资金募集引起同比增加 2.85 亿元所致;其他非流动负债为 10.95 亿元,较 2016 年底增加 6.03 亿元,主要是由于公司发行 6 亿元“17 浙兴合 MTN001”所致。其余科目较 2016 年底变化不大。

2014~2016 年,公司全部债务年均复合增长 5.06%,截至 2016 年底,公司全部债务为 199.72 亿元,其中短期债务占 84.27%,长期债务占 15.73%,以短期债务为主。债务指标方面,2014~2016 年,公司资产负债率和全部债务资本化比率均波动中略有上升,2016 年底分别为 73.29%、64.53%;长期债务资本化比率逐年下降,2016 年底为 22.25%,同比下降 3.21 个百分点。总体看公司负债水平偏高,债务负担较重。

截至 2017 年 9 月底,公司有息债务总额为 221.76 亿元,其中短期债务为 191.81 亿元,占比 86.49%,短期债务比重略有提升;长期债务为 29.96 亿元;资产负债率、全部债务资本化比率进一步提升至 75.24%、66.82%,长期债务资本化比率为 21.39%,公司债务负担进一步提升。

总体看,公司近年来负债规模平稳增长,债务结构有待改善,整体债务负担重。

3. 盈利能力

2014~2016 年,公司贸易规模逐年扩大,

营业收入年均复合增长 12.08%。2016 年公司实现营业收入 696.53 亿元,同比增长 10.85%。2014~2016 年,公司营业成本年均复合增长率为 12.11%,与营业收入增速基本一致;2016 年公司营业成本为 646.99 亿元,同比增长 10.85%。

2014~2016 年,公司营业利润率变动不大,2016 年为 6.59%。近三年公司期间费用占营业收入比重分别为 4.74%、4.84%和 5.01%,其占比逐年提升;其中 2016 年销售费用、管理费用和财务费用分别为 14.29 亿元、14.50 亿元和 6.12 亿元,同比分别增长 13.69%、14.69%和 17.47%。公司销售费用及管理费用增长主要系贸易规模扩大所致;财务费用近三年复合增长 23.76%,主要系借款规模扩张引起的利息支出增加所致。

2014~2016 年,公司利润总额较为稳定,近三年分别为 14.89 亿元、14.99 亿元和 14.03 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,近三年,二者合计占利润总额比例分别为 39.14%、56.30%和 45.99%。2015 年,公司实现投资收益 5.83 亿元,同比大幅增长,主要系减持海翔药业、蓝科高新股票所致。2016 年,公司投资收益为 2.77 亿元,同比减少 52.55%,构成为长期股权投资权益法确认的投资收益(占 4.91%)、处置交易性金融资产确认的投资收益(占 7.34%)和处置可供出售金融资产确认的投资收益(占 62.13%);公司营业外收入主要是政府补助(占 69.72%)。总体看,公司投资收益和营业外收入对利润总额的贡献较高,投资收益稳定性一般。2016 年公司资产减值损失 1.72 亿元,主要为当期计提坏账损失 1.22 亿元和存货跌价损失 0.38 亿元。

从盈利指标看,2014~2016 年,公司总资产收益率波动增长至 5.46%,同比下降 0.18 个百分点;净资产收益率持续下降至 8.73%,同比降低 1.21 个百分点。

2017 年 1~9 月,公司实现营业收入 600.56 亿元,占 2016 年的 86.22%,同比增长 25.59%,

主要是由于部分贸易产品价格回暖，贸易规模扩大所致。公司的营业利润率为 4.80%，较 2016 年底降低 1.79 个百分点；期间费用占营业收入为 4.52%，较 2016 年有所下降。2017 年 1~9 月，公司利润总额为 4.89 亿元，较去年同期增长 44.91%；其中公司投资收益为 2.44 亿元，主要包括浙农控股子公司确认期货收益 3254 万元，转让浙江兴合环保有限公司收益 4317 万元，以及其他外部分红和证券投资。营业外收入较去年同期的 1.73 亿元下降至 0.96 亿元，二者合计占利润总额比重为 69.44%。

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

4. 现金流

经营活动方面，2014~2016 年，随着公司营业收入的增长，销售商品、提供劳务收到的现金及经营活动产生现金流入不断增加，2016 年分别为 750.26 亿元和 827.45 亿元，年均复合增长率分别为 12.57% 和 12.21%；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，2016 年分别为 690.70 亿元和 800.69 亿元，年均复合增长率分别为 11.38% 和 11.61%；公司收到及支付其他与经营活动有关的现金规模逐年增长，2016 年分别为 67.17 亿元、76.45 亿元，主要为收到的补贴、租金收入和管理费用、营业费用等。2014~2016 年，公司经营活动产生的现金流量净额持续增长，三年分别为 14.37 亿元、16.86 亿元和 26.76 亿元。从收入实现质量指标看，2014~2016 年公司现金收入比分别为 106.78%、110.22% 和 107.71%，公司收入实现质量较好。

投资活动方面，2014~2016 年，公司投资活动现金流入快速增长，分别为 33.52 亿元、55.01 亿元和 33.42 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；2014~2016 年公司投资活动现金流出逐年增加，分别为 48.60 亿元、59.77 亿元和 48.28 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 -15.08 亿元、-4.76 亿元和 -14.85 亿元。

2014~2016 年，公司筹资活动前现金流量净额分别为 -0.71 亿元、12.10 亿元和 11.91 亿元，对外部资金的依赖自 2015 年开始缓解。

筹资活动方面，2014~2016 年，公司筹资活动现金流入持续增长，分别为 164.78 亿元、165.40 亿元和 169.14 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，2014~2016 年分别为 159.38 亿元、168.72 亿元和 182.58 亿元，主要为偿还债务支付的现金持续增长所致；近三年，公司筹资活动产生的现金流量净额有所波动，分别为 5.40 亿元、-3.33 亿元和 -13.45 亿元。

2017 年 1~9 月，经营活动现金流入量为 811.31 亿元，其中收到和支付其他与经营活动有关的现金分别为 123.68 亿元和 126.40 亿元，主要系公司季度报表往来款及合并抵消不充分所致，经营活动现金流量净额为 12.36 亿元，持续为正；现金收入比为 113.20%。同期，公司投资活动现金流量净额为 -11.97 亿元；公司筹资活动现金流量净额为 4.25 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。

5. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，近三年，公司流动比率和速动比率均呈逐年下降趋势，2016 年底分别为 118.47% 和 73.07%；截至 2017 年 9 月底，两项指标分别下降至 117.80% 与 71.23%。2014~2016 年，公司经营现金流流动负债比分别为 6.54%、7.22% 和 9.97%。整体看，公司短期

债务规模较大，货币资金受限规模大，短期偿债压力大。

从长期偿债能力指标看，2014~2016年，公司全部债务/EBITDA 在近三年分别为 8.77 倍、7.96 倍和 8.16 倍。公司 EBITDA 利息倍数分别为 4.90 倍、3.23 倍和 1.68 倍。整体看，公司 EBITDA 对全部债务本息的保护能力一般。

截至 2017 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 6.91 亿元提供担保，共在银行存入担保保证金 0.21 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 2017 年 9 月底，公司及子公司（合并口径）银行授信总额度 258.90 亿元，尚未使用的额度为 121.74 亿元。整体看，公司间接融资渠道较为畅通。

6. 过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行征信中心开具的企业信用报告（机构信用代码为：G10330103009258805），截至 2018 年 2 月 24 日，公司无未结清不良信贷记录；已结清贷款中存在 7 笔关注类不良信贷记录，均为 2005 年以前历史记录，主要系银行内部分类所致，均已正常赎回；对外担保中存在关注类担保余额 7700.00 万元，由于公司经营利润亏损和负债水平较高所致，公司还款情况正常。整体看，公司过往债务履约情况良好。

7. 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 6 亿元，占 2017 年 9 月底公司全部债务和长期债务的 2.71%和 20.03%，对公司现有债务有一定影响。

截至 2017 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 75.24%、66.82%和 21.39%。以 2017 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 75.57%、67.41%和 24.61%，考虑到募集资金中部分用于偿还子公司债务融资工具，公司实际债务指标将低于上述模拟值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2014~2016年，公司经营活动现金流入量持续增长，分别为657.16亿元、762.72亿元和827.45亿元，分别为本期中期票据发行额度的109.53倍、127.12倍和137.91倍；公司经营活动产生的现金流量净额分别为14.37亿元、16.86亿元和26.76亿元，分别为本期中期票据发行额度的2.40倍、2.81倍和4.46倍。公司经营活动现金流量净额对本期中期票据覆盖程度强。

2014~2016年，公司EBITDA分别为20.62亿元、23.72亿元和24.47亿元，分别为本期中期票据的3.44倍、3.95倍和4.08倍，对本期中期票据覆盖能力强。

总体来看，公司经营活动现金流量净额及 EBITDA对本期中期票据保障能力强。

十一、 结论

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

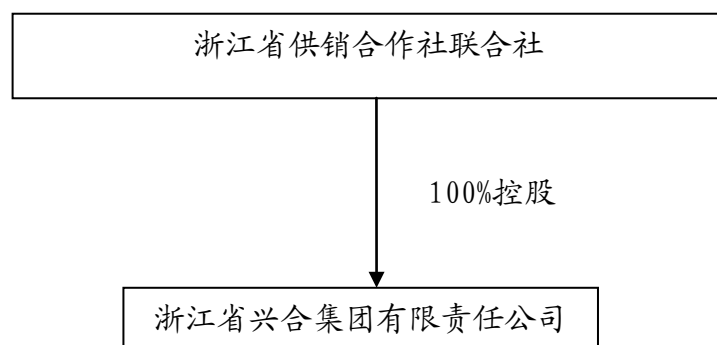
公司资产质量良好、整体盈利能力较弱、

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，

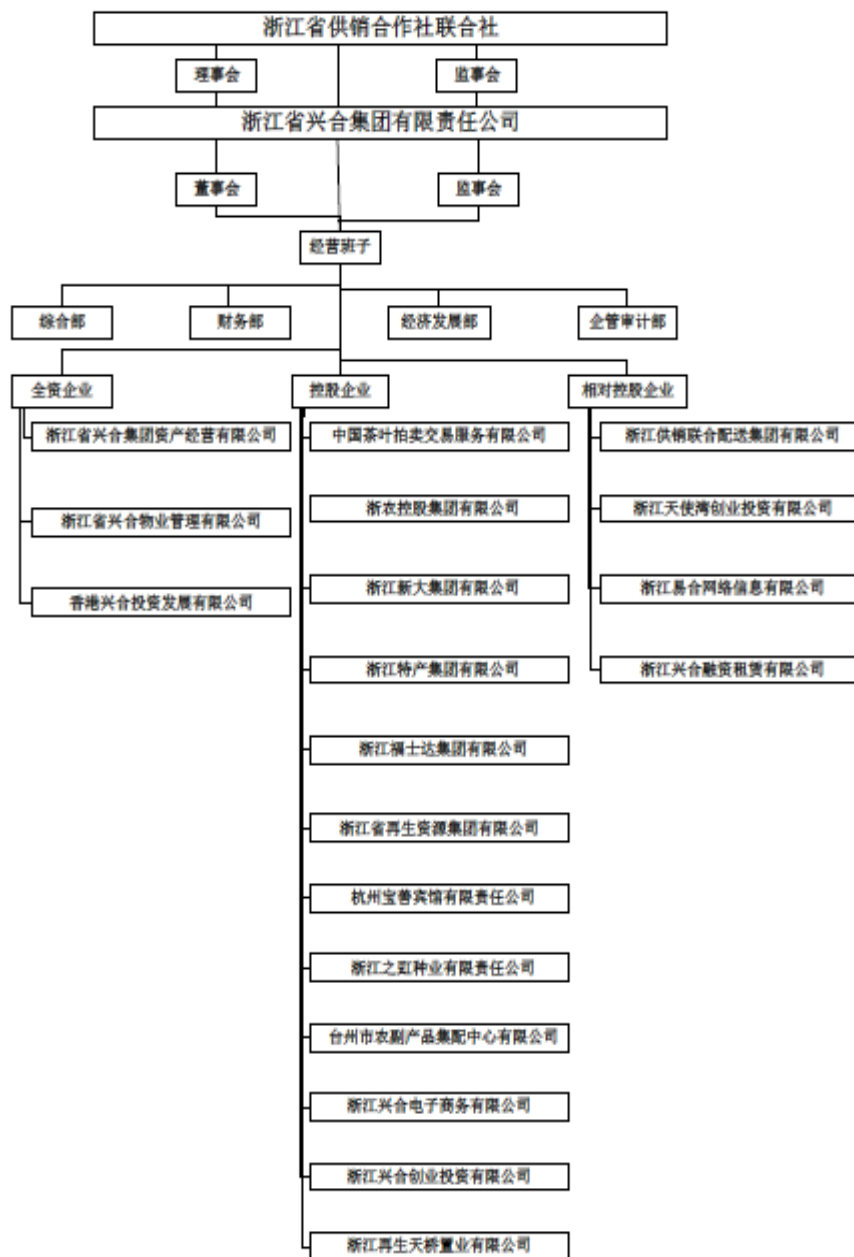
公司收入和利润水平有望继续提高。综合来看，公司主体信用风险很低。

公司经营活动现金流流入量大，EBITDA和经营活动现金流量净额对本期拟发行中期票据覆盖程度强；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 2017 年 9 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2017 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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 9 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	33.48	43.64	49.17	65.93
资产总额(亿元)	364.60	382.78	410.98	444.76
所有者权益(亿元)	101.09	109.20	109.78	110.12
短期债务(亿元)	141.52	151.65	168.31	191.81
长期债务(亿元)	39.43	37.29	31.41	29.96
全部债务(亿元)	180.94	188.94	199.72	221.76
营业收入(亿元)	554.50	628.34	696.53	600.56
利润总额(亿元)	14.89	14.99	14.03	4.89
EBITDA(亿元)	20.62	23.72	24.47	--
经营性净现金流(亿元)	14.37	16.86	26.76	12.36
财务指标				
销售债权周转次数(次)	22.04	21.62	19.41	--
存货周转次数(次)	4.31	4.50	5.06	--
总资产周转次数(次)	1.62	1.68	1.75	--
现金收入比(%)	106.78	110.22	107.71	113.20
营业利润率(%)	6.57	6.22	6.59	4.80
总资本收益率(%)	4.83	5.50	5.46	--
净资产收益率(%)	10.89	9.94	8.73	--
长期债务资本化比率(%)	28.06	25.46	22.25	21.39
全部债务资本化比率(%)	64.16	63.37	64.53	66.82
资产负债率(%)	72.27	71.47	73.29	75.24
流动比率(%)	134.43	131.54	118.47	117.80
速动比率(%)	77.11	74.13	73.07	71.23
经营现金流动负债比(%)	6.54	7.22	9.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.90	3.23	1.68	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.77	7.96	8.16	--

注：2017 年前三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 2018 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

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

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

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

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

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

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