信用等级公告

联合[2018] 1722 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，确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，“13 浙兴合 MTN001”、“17 浙兴合 MTN001”和“18 浙兴合 MTN001”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

二零一八年七月二十六日

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

主体长期信用

跟踪评级结果：AA^+		评级展望：稳定	
上次评级结果：AA^+		评级展望：稳定	

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 浙兴合 MTN001	4 亿元	2018/11/11	AA^+	AA^+
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^+

评级时间：2018 年 7 月 26 日

财务数据

项目	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
现金类资产(亿元)	43.64	49.17	65.51	81.52
资产总额(亿元)	382.78	410.98	457.12	475.11
所有者权益(亿元)	109.20	109.78	120.18	121.44
短期债务(亿元)	151.65	168.31	183.11	189.60
长期债务(亿元)	37.29	31.41	26.58	32.30
全部债务(亿元)	188.94	199.72	209.69	221.90
营业收入(亿元)	628.34	696.53	848.50	191.83
利润总额 (亿元)	14.99	14.03	17.85	1.67
EBITDA(亿元)	23.72	24.47	29.34	--
经营性净现金流(亿元)	16.86	26.76	23.03	10.22
营业利润率(%)	6.22	6.59	6.11	4.70
净资产收益率(%)	9.94	8.73	10.84	--
资产负债率(%)	71.47	73.29	73.71	74.44
全部债务资本化比率(%)	63.37	64.53	63.57	64.63
流动比率(%)	131.54	118.47	113.44	118.28
全部债务/EBITDA(倍)	7.96	8.49	7.15	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.23	1.68	2.08	--
经营现金流动负债比(%)	7.22	9.97	7.52	--

注：2018 年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。

分析师

徐 璨 郭察理 邢霖雪 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”）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，经营获现能力及整体盈利能力保持较强水平。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。

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，整体抗风险能力强。未来，随着公司外贸业务工贸一体化产业链日趋完善、物流仓储配送网络逐步形成以及浙农集团股份有限公司上市工作的逐步推进，公司整体综合实力有望进一步加强。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA^+，“13 浙兴合 MTN001”、“17 浙兴合 MTN001”和“18 浙兴合 MTN001”的信用等级为 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；公司拟将农资板块及汽车板块经营主体浙农集团股份有限公司整体上市，目前上市工作正在逐步推进中。
3. 公司高档服装电子商务软件产业基地、浙江海宁年吞吐能力 50 万吨物流基地等部分在建

项目围绕工贸流通展开，建成后有望进一步完善公司产业链。

4. 公司经营性现金流入量和EBITDA对存续期内债券的保障能力强。

关注

1. 跟踪期内，公司有息债务规模持续增长，且短期债务占比高，债务负担较重；货币资金受限规模较大，短期偿债压力较大。
2. 跟踪期内，随着业务规模的不断扩大，公司期间费用增长较快，对利润有一定影响。
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定期跟踪评级。

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2018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2018年3月底，公司本部设有综合部、财务部、经济发展部与企管审计部4个职能部门；公司拥有19家一级控股和相对控股子公司，控股、参股的二级、三级子公司280余家。

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

截至2018年3月底，公司合并资产总额为475.11亿元，所有者权益合计为121.44亿元（其中少数股东权益81.71亿元）。2018年1～3月，公司实现营业收入191.83亿元，利润总额1.67亿元。

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“13浙兴合MTN001”、“17浙兴合MTN001”和“18浙兴合MTN001”，发行金额合计16亿元。截至目前，上述债券募集资金已按原定计划使用完毕，除“18浙兴合MTN001”尚未到付息日外，另外两期债券均按时付息。

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
13浙兴合MTN001	4	4	2013/11/11	2018/11/11
17浙兴合MTN001	6	6	2017/05/04	2020/05/04
18浙兴合MTN001	6	6	2018/03/28	2021/03/28

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

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

积极的财政政策协调经济增长与风险防范。2017 年，全国一般公共预算收入和支出分别为 17.3 万亿元和 20.3 万亿元，支出同比增幅（7.7%）和收入同比增幅（7.4%）均较 2016 年有所上升，财政赤字（3.1 万亿元）较 2016 年继续扩大，财政收入增长较快且支出继续向民生领域倾斜；进行税制改革和定向降税，减轻相关企业负担；进一步规范地方政府融资行为，防控地方政府性债务风险；通过拓宽 PPP 模式应用范围等手段提振民间投资，推动经济增长。稳健中性的货币政策为供给侧结构性改革创造适宜的货币金融环境。2017 年，央行运用多种货币政策工具“削峰填谷”，市场资金面呈紧平衡状态；利率水平稳中有升；M1、M2 增速均有所放缓；社会融资规模增幅下降，其中人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（71.2%）也较上年有所提升；人民币兑美元汇率有所上升，外汇储备规模继续增长。

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

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

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

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

电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面主要以能源、原材料为主。

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

五、行业及区域经济环境

公司以进出口贸易、国内贸易为主业。

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影响。2017 年，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求较 2016 年明显回暖，海关统计数据显示，2017 年，中国货物贸易进出口总值 27.79 万亿元人民币，比 2016 年增长 14.2%。2017 年，一系列稳增长调结构政策措施继续发挥作用，国内外贸易发展的内生动力更趋强劲，延续了 2016 年下半年以来回稳向好走势。其中，出口 15.33 万亿元，增长 10.8%；进口 12.46 万亿元，增长 18.7%；贸易顺差 2.87 万亿元，收窄 14.2%。总体看，2017 年进出口呈现回稳向好态势，但外贸发展仍然存在一些困难。

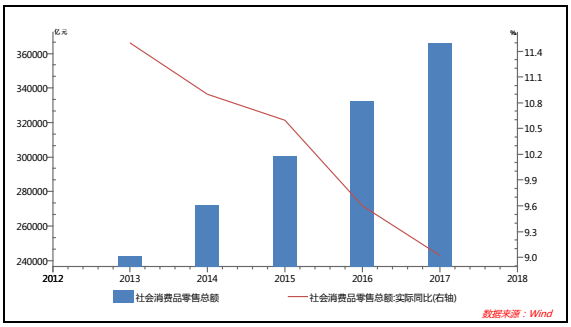
近几年，中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。但值得注意的是，受国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

（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，2017 全年社会消费品零售总额 366262 亿元，比上年增长 9.02%。

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

供给侧改革效果显现，大宗商品景气度回升，但价格波动幅度大，内贸竞争激烈

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

2017 年以来，供给侧改革效果逐步显现，大宗商品整体处于上涨格局，其中石油、煤炭、有色金属等表现良好，然而涨势趋缓，市场活跃度和趋势度均有所下降，且震荡加剧，暴涨暴跌成为了新常态，同时，房地产调控政策也影响了钢铁、建材等商品的需求。展望 2018 年，大宗商品需求可能逐步回落，行情可能会发生较大调整。

贸易保护趋势增长，国家间非关税壁垒日益凸显

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

外部贸易环境日趋复杂

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

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

人民币汇率风险不断加大

2015 年下半年，央行调整人民币汇率中间价报价机制，致使美元兑人民币汇率上升至 6.3232 元/美元，人民币出现大幅贬值。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 2016 年初的 6.5032 元/美元跌至 2016 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，回升至 2015 年底汇率水平。2018 年国内基本面略趋缓，但受美联储加息以及美国贸易保护主义抬头影响下的国际经济形势动荡影响，美元兑人民币汇率总体呈增长态势，人民币贬值压力大。

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。

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

（4）行业政策

近年来，国务院发布《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》、《关于促进外贸回稳向好的若干意见》等政策，提出了加强财税金融支持、巩固外贸传统竞争优势、培育外贸竞争新优势、着力优化外贸结构、进一步改善外贸环境等方面具体措施。

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

（5）行业发展

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

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

从长期来看，随着汇率政策的不断市场化以及鼓励进口的政策不断改进，中国贸易平衡状况将日益改善；同时，在中国政府的政策鼓励下产业及产品结构调整与升级不断加快，中国贸易企业国际竞争力将进一步增强。但短期内，外围经济的不景气以及中国经济增速放缓、人民币兑美元汇率波幅扩大，以及日趋复杂的国际外贸环境将会对中国外贸进出口行业产生不利影响。

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．区域经济环境

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

势，增速快于全国。

从对外贸易来看，2017 年浙江省全年货物进出口总额 25604 亿元，比上年增长 15.30%，位居全国第四位。其中，出口 19446 亿元，增长 10.10%，出口占全国的 12.7%，出口规模居全国第 3 位；进口 6158 亿元，增长 35.60%。其中，民营企业出口 14920.70 亿元，增长 11.80%，占出口总额的 76.7%，比上年提高 1.2 个百分点；外商投资企业增长 3.4%，占比 17.7%，较去年下降 1.1 个百分点；国有企业出口 1053.3 亿元，增长 9.2%，占比 5.5%，与去年基本持平。分产品看，机电产品增长 12.3%，占全省出口比重为 43.3%，较去年上升 0.9 个百分点。高新技术产品出口增长 13.7%，占全省出口比重为 6.5%，较去年上升 0.2 个百分点；八大类轻工产品出口增长 6.9%，占全省出口比重为 16.7 %，较去年下降 0.5 个百分点。纺织服装产品出口增长 4.0%，占全省出口比重 22.7%，较去年下降 1.3 个百分点。市场采购贸易方式出口 1909.7 亿元，增长 2.0%，占全省出口比重 9.8%，较去年下降 0.8 个百分点；对一带一路沿线国家出口增长 9.2%，拉动全省出口 3.0 个百分点，其中老挝（384.8%）、蒙古（116.3%）、白俄罗斯（96.7%）增长最快。

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

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。2018 年一季度，公司部分子公司处于微亏状态，其中新大集团和福士达集团利润总额分别为-2688.89 万元和-740.12 万元，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后盈利规模下降，2018 年一季度利润总额-1278.83 万元。

表2　主要子公司财务数据情况（单位：万元）

公司	截至 2018 年 3 月底持股比例	2017 年				2018 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%	63312.86	34973.92	154074.24	3286.71	61356.98	35368.08	37750.86	812.64
浙农控股集团	56.61%	2005586.95	461957.08	4975523.57	105045.01	2234914.16	473041.42	1180163.70	13777.32
新大集团	51%	1190274.7	363959.34	1120160.85	44926.05	1162551.41	366614.25	155296.35	-2688.89
特产集团	51%	515561.39	109176.68	1554906.49	17318.92	543425.9	109413.67	334402.74	1019.52

福士达集团	51%	462915.5	90076.84	579320.7	3199.02	345347.07	71414.12	180363.96	-740.12
再生资源公司	63.07%	48948.41	20053.39	34655.88	1130.51	42009.91	18514.69	7566.74	-1278.73

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上市

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和浙农集团股份有限公司（以下简称“浙农股份”，原名浙江农资集团有限公司，2017 年 12 月更为现名），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[1]（有限合伙）（以下简称“浙江泰安泰”）。本次股权分立事项已于 2015 年 9 月完成变更。

股权分立前，公司直接持有原浙江农资 51%股权，浙江农资集团有限公司员工持股会、浙江兴合创业投资有限公司（以下简称“兴合创投”）和自然人分别持有浙农控股集团 28.46%、2.65%和 17.89%股权。分立完成后，公司直接持有浙农控股集团 51%股权，杭州泰农泰投资管理合伙企业（有限合伙）（以下简称“杭州泰农泰”）、兴合创投和自然人分别持有浙农控股集团 28.46%、2.65%和 17.89%股权；公司直接持有浙农股份 20%股权，通过浙农控股集团持有浙农股份 36.61%股权，兴合创投、浙江泰安泰和自然人分别持有浙农股份 2.65%、22.85%和 17.89%股权。公司已将农资板块及汽车板块整体置入浙农股份，将原浙江农资其他业务（包含塑化板块、房地产板块、类金融板块等）全部置入浙农控股集团，目前已重构为以浙农控股集团为母公司、以浙农股份为拟上市主体子公司的架构。

截至 2018 年 3 月底，浙农控股集团注册资本 4.00 亿元，资产总额 223.49 亿元，所有者权益 47.30 亿元，2017 年浙农控股集团营业收入 497.55 亿元，净利润 7.91 亿元。

截至 2018 年 3 月底，浙农股份注册资本 3.51 亿元，资产总额 91.32 亿元，所有者权益 28.29 亿元；2017 年浙农股份营业收入 187.40 亿元，净利润 4.70 亿元。

目前浙农股份 IPO 上市计划正在推进中，联合资信将持续关注浙农股份上市工作的最新进展。

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。2017年商贸流通业务收入占公司主营业务收入比重为92.19%，其中内贸和外贸分别占公司主营业务收入的81.73%和10.46%。分板块看，2017年公司商贸流通业务同比增长21.82%，其中内贸同比增长29.67%至686.70亿元，外贸业务受国际经济环境景气度低位运行影响，同比有所下降；房地产收入同比增长12.61%，主要由于跟踪期内房地产市场回暖以及加大去库存力

[1] 2016 年，浙江泰安泰分立，浙江泰安泰将持有的浙农控股集团股权转让给杭州泰农泰，目前浙江泰安泰为浙农股份股东，杭州泰农泰为浙农控股集团股东。

度，去化效果明显；公司其他业务主要包括子公司浙农控股集团开展的钢材业务、类金融业务及租赁、物流等服务业务，2017年实现收入17.47亿元，同比增长48.18%。2017年，公司实现主营业务收入840.17亿元，同比增长21.70%。2018年1～3月，公司实现主营业务收入191.83亿元，同比增长8.16%，主要来自商品流通业务收入规模的扩大。

从毛利率上看，2017年，公司主营业务综合毛利率为6.01%，同比减少0.55个百分点，其中公司内贸和外贸出口业务毛利率同比均略有下降，2017年分别为4.42%和6.03%，同比分别减少0.51个和0.49个百分点，内贸业务毛利率下降主要系毛利率较低的塑化贸易收入规模和占比提升所致，外贸业务毛利率下降主要系受人民币双向波动下整体呈贬值态势的影响所致；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，导致盈利水平有所波动，2017年毛利率增长至24.20%。2018年1～3月，公司综合毛利率为4.92%，较上年同期增加0.14个百分点，变化不大。

表3　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年			2016 年			2017 年			2018 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	462.32	74.13	4.84	529.58	76.71	4.93	686.70	81.73	4.42	153.25	79.89	3.93
外贸出口	115.83	18.57	4.99	106.25	15.39	6.52	87.86	10.46	6.03	23.05	12.02	1.85
房地产	32.99	5.29	23.50	42.75	6.19	19.91	48.14	5.73	24.20	3.32	1.73	14.21
其他	12.51	2.01	33.33	11.79	1.71	32.03	17.47	2.08	18.21	12.21	6.36	20.55
合计	**623.65**	**100.00**	**6.43**	**690.37**	**100.00**	**6.56**	**840.17**	**100.00**	**6.01**	**191.83**	**100.00**	**4.92**

资料来源：公司提供

注：表中2018年一季度收入口径为全部营业总收入。

（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、废旧物资、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%。分品种来看，除废旧物资贸易额下降较大外，其余贸易品类塑化、农资、汽车、钢材、棉花和其他类产品（主要包括服装纺织制品、羽绒制品、茶叶、机电产品、化纤等）的贸易额均有不同程度的增长。

2018 年 1～3 月，公司内贸业务收入 153.25 亿元，占 2017 年全年内贸收入的 22.32%，同比增长 5.96%，整体变化不大。

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	2015 年		2016 年		2017 年		2018 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	221.68	47.95	270.03	50.99	386.16	56.23	88.60	57.82
农资	65.91	14.26	46.95	8.87	57.74	8.41	14.70	9.59
汽车	69.68	15.07	88.93	16.79	111.23	16.20	28.12	18.35
废旧物资	17.51	3.79	15.29	2.89	4.45	0.65	0.89	0.58
钢材	42.37	9.16	47.18	8.91	59.25	8.63	8.67	5.66
棉花	15.67	3.39	16.87	3.19	18.59	2.71	4.07	2.65
其他	29.51	6.38	44.33	8.37	49.28	7.18	8.21	5.35
合计	**462.32**	**100.00**	**529.58**	**100.00**	**686.70**	**100.00**	**153.25**	**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股份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。2017 年，公司塑化产品贸易实现收入 386.16 亿元，同比大幅增长 43.00%，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；2018 年 1～3 月公司塑化产品营业收入 88.60 亿元，同比增长 9.51%。

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。合同签订方面，公司一般在年初与供应商签订全年框架协议，约定全年贸易总量，月度按照市场行情执行并定价，根据市场行情的不同，公司与供应商结算方式略有差异，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，合作企业主要为大型国有企业。

公司在华东地区建立了较为完善的分销网络体系，销售网络涵盖浙江、江苏、安徽、江西、广西、上海等地区，主要销售对象为工业客户，包括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等，下游客户较为分散。结算方式方面，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/年，包装用膜产品产能 1.2 万吨/年，软包装用膜产品产能 6000 吨/年。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。

农资板块

农资板块的经营实体为浙农股份及下属子公司，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%以上。上游采购方面，公司与中化、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，已取得三十多个化肥品牌的总经销、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。

公司农资板块仓储面积约 30 万平方米，可储备化肥近 70 万吨；其中，自有仓储设施 16 万平方米以上，可储备化肥 30 万吨以上。2017 年，化肥市场回暖，主要产品种类（尿素、钾肥等）价格均有所回升，且市场需求触底反弹，公司农资业务收入 57.74 亿元，同比增长 22.97%。2018 年 1～3 月，收入同比继续增长 16.33%至 14.70 亿元。

汽车板块

公司汽车板块仍主要由浙农股份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 2018 年 3 月底，公司拥有标准化汽车销售服务 4S 店为 25 家，经营设施总面积约 30 万平方米，主要销售品牌为宝马等高端品牌，主要位于浙江省内，其中位于杭州的门店 7 家。截至 2018 年 3 月底，公司 4S 店门店中自建及收购 14 家，面积 14 万平方米，其余 11 家系租赁，租赁面积约 10 万平方米，租期通常为 15～20 年。

公司主要供应商为宝马（中国）汽车贸易有限公司（以下简称“中国宝马”）和华晨宝

马汽车有限公司（以下简称“华晨宝马”），以进口车型为主，通常双方在年初签订框架协议，约定年度销售计划，月度根据实际情况执行采购，结算主要通过现款现货或通过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。

随着汽车销售市场竞争激烈加剧，公司汽车销售利润空间被逐步挤压，汽车板块利润主要来自售后服务板块。2017 年，公司共销售汽车 3.37 万辆，同比增长 21.60%，其中宝马系品牌销售额 2.67 万辆，销售额占汽车板块总销售额的 75.19%。2017 年，公司汽车板块收入 111.23 亿元，同比增长 25.08%，主要系公司陆续收购宝马 4S 店的收入贡献带动所致，其中汽车销售收入和售后服务收入分别占 86.21%和 13.79%。2018 年一季度公司汽车板块实现收入 28.12 亿元，同比继续增长 27.29%。

钢材贸易

公司钢材贸易主要由特产集团和再生资源公司运营，跟踪期内主要经营产品种类和贸易方式变化不大。2017 年，钢材大宗商品市场回暖，价格回升，公司钢材销售平均价格 2940.32 元/吨，同比增长 58.12%。受益于钢材价格增长带动，公司钢材贸易实现收入 59.25 亿元，同比增长 25.58%。由于钢材价格大涨后部分下游客户进行产品结构调整，且公司钢材贸易资金量不能覆盖全部下游客户的需求量，公司钢材业务业务量有所收缩，2018 年 1～3 月，钢材贸易实现收入 8.67 亿元，同比下降 34.06%。

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[2]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。2017 年该业务实现收入 4.45 亿元，同比大幅下降 70.87%；2018 年 1～3 月收入为 0.89 亿元，同比增长 1.05%，变化不大。

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，2017 年棉花贸易实现收入 18.59 亿元，同比增长 10.21%；2018 年一季度，公司棉花销售收入为 4.07 亿元，同比增长 0.87%。

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，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。2017 年，受人民币汇率波动升值影响，公司外贸出口规模有所收缩，全年实现收入 87.86 亿元，同比下降 17.31%，毛利率同比略有下降，为 6.03%。2018 年 1～3 月，公司外贸出口实现收入 23.05 亿元，同比增长 11.08%；毛利率同比减少 3.71 个百分点至 1.85%，主要系受汇率波动影响。

从出口商品类别看，2017年，公司化工产品外贸收入下降明显，系子公司特产集团统计口径调整，将塑化贸易收入（以对中国香港为主，当期收入10.43亿元）转计入塑化内贸收入所致。服装类商品与纺丝织品为公司传统外贸产品，2017年以上两项实现出口额合计45.43亿元，收入规模保持稳定，但出口额占比在外贸出口整体收入规模下降影响下增长至51.70%。2017年，公司其他产品出口额20.50亿元，同比下降23.54%，系受当期人民币汇率双向波动下整体的升值态势影响，其他产品收入规模下降所致。2018年1～3月，公司出口商品结构继续

[2]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。

调整，传统的服装产品占比较2017年全年大幅下降，化工制品的销售额和占比提升明显。

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、%）

出口商品类别	2015年		2016年		2017年		2018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	39.13	33.79	37.00	34.82	37.10	42.22	6.70	29.05
纺丝织品	8.65	7.47	8.84	8.32	8.33	9.48	2.07	8.99
化肥农药	7.31	6.31	4.44	4.18	4.74	5.40	0.60	2.62
五金制品	6.06	5.23	6.81	6.41	6.49	7.39	1.88	8.16
畜产品	1.65	1.42	1.61	1.52	1.59	1.81	0.21	0.91
茶叶	3.98	3.44	3.52	3.31	3.53	4.02	0.74	3.19
箱包鞋帽	2.65	2.29	2.05	1.93	2.13	2.43	0.41	1.78
化工	19.20	16.58	15.17	14.28	3.45	3.93	8.88	38.50
其他	27.20	23.48	26.81	25.23	20.50	23.32	1.56	6.79
合计	**115.83**	**100.00**	**106.25**	**100.00**	**87.86**	**100.00**	**23.05**	**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，2017年上述三个市场合计占比为47.58%。2017年，公司对中国香港的出口额及占比均大幅下降，原因是当期特产集团部分塑化贸易业务收入（10.43亿元）因统计口径调整计入内贸业务中所致，该业务主要为对中国香港出口；对美国和日本的出口额均略有增长，欧洲各国、东南亚及其他市场地区需求保持相对稳定。

表6 公司主要出口市场分布情况（单位：亿元、%）

出口市场类别	2015年		2016年		2017年		2018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	20.40	17.62	15.65	14.73	15.90	18.09	3.26	14.14
日本	12.02	10.38	10.20	9.60	11.22	12.77	2.31	10.03
意大利	3.06	2.64	3.41	3.21	2.61	2.97	0.35	1.52
德国	5.04	4.35	5.88	5.53	5.68	6.47	0.87	3.77
法国	3.79	3.28	3.96	3.73	4.08	4.65	0.63	2.75
中国香港	37.60	32.46	29.60	27.86	14.69	16.72	8.51	36.94
西班牙	1.73	1.49	2.20	2.07	2.44	2.78	0.94	4.09
英国	1.72	1.48	2.55	2.40	2.54	2.89	0.57	2.46
东南亚及其他	30.46	26.30	32.80	30.88	28.68	32.65	5.60	24.29
合计	**115.83**	**100.00**	**106.25**	**100.00**	**87.86**	**100.00**	**23.05**	**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 3 月底，资产总额 35.09 亿元，所有者权益 8.89 亿元；2017 年实现营业收入 25.51 亿元，净利润 1.44 亿元）和新大集团。2017 年，公司房地产板块实现销售收入 48.14 亿元，同比增长 12.61%，主要系 2017 年房地产市场回暖以及公司加大去库存力度所致。

公司主要采取市场化招拍挂方式在各业务城市拿地，拿地价格随市场行情波动。2017年，公司拿地支出46.38亿元，整体房地产投入规模不大，坚持滚动开发理念，整体风险可控。

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。2017 年公司签约销售价格 0.74 万元/平方米，同比变化不大。

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	2015 年	2016 年	2017 年	18 年 1-3 月
房屋竣工面积	69.35	133.25	60.22	3.11
签约销售面积	64.57	93.61	88.7	17.94
新增土地储备	8.57	28.12	24.12	5.67
平均销售单价	0.64	0.72	0.74	0.92
签约销售额	41.40	67.05	65.43	16.46

资料来源：公司提供

注：以上新增土地储备面积为土地面积。

截至 2018 年 3 月底，公司在建及拟建房地产项目合计规划建筑面积 549.25 万平方米，总投资额 255.99 亿元，截至 2018 年 3 月底，公司已投资 173.94 亿元，2018 年剩余月份～2020 年，公司在建及拟建房地产项目分别计划投资 38.23 亿元、27.97 亿元、12.32 亿元和 3.08 亿元，存在一定资金压力。

表 8　截至 2018 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
						2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年	2021 年			
成都云景台	四川成都	90%	5.27	7.06	4.21	0.70	0.36	--	--	0.26	4.57	11766
安吉龙山庄园	浙江安吉	60%	25.57	35.14	15.87	3.00	3.70	2.00	1.00	1.92	17.80	8327
安吉兰廷公馆	浙江安吉	60%	6.70	11.47	5.80	0.90	--	--	--	0.90	5.38	6704
济宁金色兰庭	山东济宁	65%	44.20	112.12	38.00	5.52	0.30	0.30	0.02	2.58	63.18	5831
乐清虹桥项目	浙江温州	100%	20.00	23.84	11.00	3.00	4.00	2.00	--	1.42	6.48	18594
湖州织里项目	浙江湖州织里镇	55%	14.20	22.30	6.63	2.86	3.49	1.22	--	1.78	3.16	9456
松州广场	浙江丽水市松阳县	100%	3.28	6.79	2.74	0.54	--	--	--	0.33	3.66	13030
河畔首府	嘉兴市海盐县	65%	4.12	8.20	2.12	1.07	0.83	0.10	--	1.21	0.76	9853
春风•玫瑰园	四川南充	68%	12.00	42.00	11.91	0.09	--	--	--	5.06	33.86	4773
春风湖畔居	四川南充	68%	5.00	7.37	2.06	1.30	1.50	0.15	--	--	--	--
春风•紫金港	四川南充	60%	16.00	39.81	12.25	0.60	1.60	1.50	0.05	9.68	27.12	5188
新大 •鱼凫公园城	四川叙永	35%	7.00	21.36	4.10	2.13	0.77	--	--	0.78	9.06	3903
西湖春天	湖南邵阳	65%	14.00	59.67	6.00	1.80	1.80	2.00	2.00	5.61	7.95	3870
三友•翡翠城	山东潍坊	75%	11.00	34.99	10.08	0.50	0.42	--	--	1.56	28.50	4659
虞河公馆	山东潍坊	100%	1.85	5.19	1.12	0.73	--	--	--	0.40	3.38	7774
新友上书房	山东临朐	85%	5.50	16.21	2.44	2.26	0.80	--	--	0.48	3.53	5628
新大 •香格里拉	四川泸州	42%	11.00	29.00	10.84	0.12	0.04	--	--	0.15	22.50	4638

新宏·蓝庭	浙江衢州	100%	10.00	12.23	3.69	1.91	2.40	2.00	--	--	--	--
新大·蓝庭	浙江嘉兴	60%	8.50	10.23	4.75	0.91	2.26	0.57	0.01	--	2.12	13519
新大·西塘里	浙江嘉善	100%	5.00	7.43	2.19	1.40	1.20	0.21	--	--	--	--
龙山豪庭	浙江诸暨	60%	10.80	15.84	10.60	0.10	0.10	--	--	3.67	6.64	6490
中都华庭	浙江嘉善	40%	15.00	21.00	5.54	6.79	2.40	0.27	--	--	3.94	10999
合计	--	--	**255.99**	**549.25**	**173.94**	**38.23**	**27.97**	**12.32**	**3.08**	**37.80**	**253.60**	--

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 2018 年 3 月底，公司共拥有未开发土地面积 20.30 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
安吉龙山	6.33
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
玉环坎门	5.67
合计	**20.30**

资料来源：公司提供

（4）其他板块

公司其他业务包括浙农控股旗下钢材内贸业务，其他服务业务（包含租赁、餐饮、物流及代理）以及类金融业务（小贷、担保和融资租赁），整体收入规模较小，2017 年，实现营业收入 17.47 亿元，同比大幅增长，主要是当期钢材业务收入增长所致；毛利率 18.21%，同比大幅下降，主要系受市场行情影响，金融板块毛利润下降所致。公司下属有 3 家小贷公司为：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。截至 2018 年 3 月底，以上三家小贷公司贷款余额 12.53 亿元，其中个人贷款和垫款 8.62 亿元，企业贷款和垫款 3.91 亿元；风险拨备 1.08 亿元。截至 2018 年 3 月底，小贷公司逾期贷款余额 8975.61 万元，新增逾期金额 1615.62 万元，均有抵押或担保，小贷公司共计提贷款损失准备 3011.60 万元。担保业务经营主体为浙江茗发担保有限公司（注册资本 10500 万元），截至 2018 年 3 月底，为非关联方客户在银行的借款 6.80 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 0.26 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

2017 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同比均有所增长，分别为 20.77 次、6.19 次和 1.95 次。总体来看，公司经营效率高，符合贸易型企业特点。

3. 未来发展

“十三五”公司经济发展总的要求是：全面推进固本、调优、拓新和控险工作，加大发展模式创新、经济增长点培育和企业改革力度，提升为农服务综合实力。重点要抓好以下几项工作：（一）以提高经济运行质量为中心，着力实现效益增长；（二）以模式创新为关键，推进贸易主业转型升级；（三）适应房地产市场新特点，继续保持房地产业务稳定持续发展；（四）审慎开展金融和投资业务，深化产融结合成效；（五）参与乡村振兴战略实践，抓好为农服务产业发展；（六）抓好项目的建设和管理，培育发展后劲；（七）深化体制机制改革，激发各层面的积极性；（八）强化企业内控和风险防范，确保规范安全运营；（九）加强企业党建和人才队伍建设，进一步提升能力素质。未来公司投资将以工贸流通等实业为主，不断优化公司业务结构，完善公司的物流、仓储配送网络，并计划培育一到两家上市公司，目前公司正按计划推进浙农股份上市。

除房地产外，公司在建项目 8 项，预计总

投资额 21.29 亿元，截至 2018 年 3 月底已投资 13.36 亿元，2018 年 4～12 月和 2019 年分别计划投资 5.48 亿元和 2.21 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。项目总面积约 3.66 万平方米，其中地上建筑面积约 2.56 万平方米，地下建筑面积约 1.1 万平方米。南楼总建筑面积 10662 平方米，西楼 3796 平方米，东楼 3800 平方米，北楼 7331 平方米；共配有机动车位 292 个，其中机械停车位 171 个（位于地下一层)；出让面积 16.38 亩，建筑密度 50%，容积率 2.34（规划要求不大于 2.44），建筑限制高度 36 米，绿地率 25%。该工程于 2016 年 6 月 18 日正式开工，截至目前，广场项目较好完成了栈桥施工、土方开挖、支撑梁施工、防水工程和整个地下室施工，正在进行南楼一层顶板浇筑，以及老楼内部的拆除和结构加固 90%左右工程量等。2018 年下半年，广场项目设将开始装饰装修及室外工程施工，预计 7 月中旬完成主体中间结构验收，11 月中旬完成幕墙和室内装饰工程，2018 年年底基本落实竣工验收。预计建成后自用办公楼建筑面积 37977.4 平方米，食堂、超市等配套面积 11486 平方米，其余 67479 平方米用于对外出租。

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

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

表 10　公司主要在建项目未来投资情况（单位：万元）

项目名称	总投资	资金筹措方案		截至 2018 年 3 月底已投资额	2018 年 4-12 月	2019 年	2020 年
		贷款	自筹				
高档服装电子商务软件产业基地	35000	--	35000	14694	11806	8500	--
华兴羽绒新建厂房	5500	--	5500	5350	150	--	--
浙江海宁年吞吐能力 50 万吨物流基地	15575	8000	7575	15375	200	--	--
创新园区（特种茶基地）	5000	2500	2500	4295	705	--	--
杭州茶叶国内贸易营销网络建设	4000	2000	2000	3811	189	--	--
兴合商务广场	60000	--	60000	41005	8213	8000	2782
浙农科创园	75600	--	75600	43000	29000	3000	600
杭州城东宝马 4S 店	12253	--	12253	6025	4501	1727	--
合计	**212928**	**12500**	**200428**	**133555**	**54764**	**21227**	**3382**

资料来源：公司提供

十、财务分析

公司提供了2017年财务报告，中汇会计师事务所有限公司对该财务报告进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2018年一季度财务报表未经审计。合并范围方面，截至2017年底，公司合并范围内一级子公司较2016年底减少1家（浙江兴合置业有限公司）；截至2018年3月底，公司合并范围较2017年底无变化，财务数据可比性强。

截至2017年底，公司合并资产总额为457.12亿元，所有者权益合计为120.18亿元（其

中少数股东权益80.77亿元）。2017年，公司实现营业收入848.50亿元，利润总额17.85亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司合并资产总额为 475.11 亿元，所有者权益合计为 121.44 亿元（其中少数股东权益 81.71 亿元）。2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 191.83 亿元，利润总额 1.67 亿元。

1. 资产质量

截至 2017 年底，公司资产总额为 457.12 亿元，同比增长 11.25%，其中流动资产占 76.05%，非流动资产占 23.95%，资产结构较上年变化不大。

流动资产

截至 2017 年底，公司流动资产为 347.64 亿元，同比增长 9.42%，主要由货币资金（占 22.45%）、应收账款（占 10.50%）、其他应收款（占 10.60%）和存货（占 38.70%）构成。

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

截至 2017 年底，公司应收账款账面价值 36.50 亿元，同比增长 6.25%。按账龄组合法计提坏账准备的应收账款共 36.47 亿元，账龄在 1 年以内的占 93.40%，账龄短，流动性好。公司对应收账款共计提坏账准备 0.84 亿元，计提比例为 2.23%。集中度方面，截至 2017 年底应收账款余额前五名单位合计占应收账款余额的 14.70%，集中度尚可。

表 11　截至 2017 年底公司应收账款前五名

（单位：亿元、%）

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

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，公司预付款项为 34.50 亿元，同比下降 5.94%。从账龄来看，一年以内的预付账款为 31.85 亿元，占 92.03%，账龄短。公司预付款项主要是为业务尚未完成所产生的预付货款，欠款方余额前五名合计 8.65 亿元，占预付款项总额的 24.87%，集中度一般。

表 12　截至 2017 年底公司预付款项前五名

（单位：亿元、%）

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

资料来源：公司提供

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

表 13　截至 2017 年底公司其他应收款前五名

（单位：亿元、%）

客户名称	余额	占比
海宁万城房地产有限公司	1.71	4.45

绍兴绿邦房地产开发有限公司	1.34	3.49
杭州中澳亚盛羊毛衫有限公司	0.84	2.19
池州市亿达房地产开发有限公司	0.98	2.55
杭州九居实业有限公司	0.90	2.34
合计	**5.77**	**15.03**

资料来源：公司提供

截至 2017 年底，随着贸易及房地产业务规模稳步扩张，公司存货同比增长 10.47%至 134.53 亿元，主要由库存商品（占 39.71%）、开发成本（占 35.13%）和开发产品（占 16.85%）构成。其中，公司对原材料、库存商品和开发产品共计提跌价准备 0.92 亿元。

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

非流动资产

截至 2017 年底，公司非流动资产为 109.48 亿元，同比增长 17.48%，构成上以可供出售金融资产（占 36.40%）和固定资产（占 26.69%）为主。

截至 2017 年底，公司可供出售金融资产 39.85 亿元，同比增长 58.30%，主要是为新增投资基金产品，其中以公允价值计量的可供出售金融资产 5.95 亿元，以成本计量的可供出售金融资产 25.62 亿元。公司被投资单位较为分散，主要被投资单位包括：海宁鸿农业管理合伙企业（有限合伙）2.70 亿元、杭州农技投资合伙企业（有限合伙）1.40 亿元、上海并购股权投资基金合伙企业（有限合伙）1.25 亿元、杭州鸿农开源投资管理合伙企业（有限合伙）1.00 亿元和杭州翼博投资管理合伙企业（有限合伙）1.00 亿元等。

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

截至 2017 年底，公司无形资产为 10.81 亿元，同比无变化，主要为土地使用权。

截至 2017 年底，公司商誉 4.54 亿元，同比增加 1.83 亿元，主要形成于汽车板块收购 4S 店经营主体苏州宝华汽车销售服务有限公司、海宁新奥汽车销售服务有限公司以及农资板块收购浙江浙农茂阳农产品配送有限公司。

截至 2017 年底，公司其他非流动资产为 10.59 亿元，同比基本稳定，主要由子公司桐庐富汇小额贷款股份有限公司发放的贷款 8.59 亿元和预付租赁设备款 1.04 亿元构成。

截至 2018 年 3 月底，公司资产总额为 475.11 亿元，资产规模和结构均较 2017 年底变化不大。流动资产中货币资金较 2017 年底增长 24.09%至 96.83 亿元；预付款项增长 20.49%至 41.57 亿元；其他流动资产下降 40.05%至 10.00 亿元，其余科目较 2017 年底变化不大。截至 2018 年 3 月底，公司受限资产合计 63.43 亿元，占总资产的 13.35%，受限比例较低。

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。公司货币资金较为充裕，以房地产类为主的存货占比较高，对资金形成一定占用。非流动资产中，可供出售金融资产和固定资产占比较大。整体看，公司资产质量良好。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2017 年底，公司所有者权益为 120.18 亿元，同比增长 9.47%，主要来自未分配利润的累积和少数股东权益的增长，其中少数股东权益 80.77 亿元，同比有所增长；归属于母公司的权益 39.41 亿元中，股本占 25.38%、未分配利润占 59.21%。

截至 2018 年 3 月底，公司所有者权益 121.44 亿元，较 2017 年底保持稳定，其中，资本公积较 2017 年底增长 96.70%至 4.40 亿元，

系一季报未经审计，资本公积中包含其他综合收益所致；其余科目较 2017 年底变化不大。

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。

负债

截至 2017 年底，公司负债总额为 336.94 亿元，同比增长 11.87%，其中流动负债占 90.95%，非流动负债占 9.05%。

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

截至 2017 年底，公司短期借款为 100.20 亿元，同比增长 22.14%，主要由保证借款、信用借款、商业票据融资和抵押借款构成。

截至 2017 年底，公司应付票据 53.23 亿元，同比变化不大，主要为银行承兑汇票（占 97.73%）；应付账款 45.68 亿元，同比增长 21.94%，主要是业务规模扩大所致。从账龄来看，一年以内的应付账款占 94.72%，整体账龄短。预收款项 39.00 亿元，同比增长 19.60%，主要来自预收售房款的增长，一年以内的预收款项占 86.92%，账龄短。

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

截至 2017 年底，公司一年内到期的非流动负债 13.95 亿元，除了长期借款转入 6.95 亿元外，还包括一年内到期的“13 浙兴合 MTN001”（4.00 亿元）和子公司浙农股份发行的 3.00 亿元定向债券。截至 2017 年底，公司其他流动负债 9.99 亿元，为子公司浙农控股集团发行的两期超短期融资券“17 浙农控 SCP001”和“17 浙农控 SCP002”，发行金额合计 10.00 亿元。

截至 2017 年底，公司非流动负债为 30.49 亿元，同比下降 7.47%。主要由长期借款（占 62.57%）和其他非流动负债（占 27.81%）构成。

截至 2017 年底，公司长期借款 19.08 亿元，同比下降 27.07%，主要由抵质押借款（占 50.37%）和信用借款（占 31.44%）构成。

截至 2017 年底，公司其他非流动负债为 8.48 亿元，主要包括“17 浙兴合 MTN001”（6.00 亿元）和长安国际信托贷款 1.00 亿元。

截至 2018 年 3 月底，公司负债总额合计 353.67 亿元，仍以流动负债为主。流动负债中，随经营规模的扩大，公司应付票据较上年底增长 18.19%至 62.19 亿元；应付账款较上年底下降 24.15%至 34.65 亿元；预收款项较上年底增长 28.49%至 50.11 亿元；其他应付款较上年底增长 9.33%至 40.15 亿元。非流动负债中，长期借款增长 29.98%至 24.79 亿元；其他非流动负债较 2017 年底增加 8.44 亿元，主要系新发行额度为 6 亿元的“18 浙兴合 MTN001”所致。其他科目变动不大。

截至 2017 年底，公司全部债务为 209.69 亿元，同比小幅增长，其中短期债务占 87.33%，长期债务占 12.67%。公司资产负债率维持上年水平为 73.71%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均较上年有所下降，分别为 63.57%和 18.11%。截至 2018 年 3 月底，公司债务规模进一步扩大至 221.90 亿元，主要系公司发行规模 6 亿元的“18 浙兴合 MTN001”所致；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较上年底增至 74.44%、64.63%和 21.01%。

跟踪期内，公司有息债务持续增长，且短期债务占比高，债务负担较重，债务期限结构有待改善。

3. 盈利能力

2017 年，受以内贸为主的主营业务收入大幅增长带动，公司营业收入同比增长 21.82%至 848.50 亿元，营业成本同比增长 22.56%至

792.95 亿元。受营业收入增幅低于营业成本增幅的影响，公司营业利润率为 6.11%，较上年小幅下降；2017 年，公司实现营业利润 16.95 亿元，同比增长 44.98%。

期间费用方面，2017 年公司销售费用、管理费用和财务费用均有所增长，分别为 16.50 亿元、15.36 亿元和 6.41 亿元，2017 年期间费用占营业收入的比重为 4.51%，较 2017 年变化不大，公司期间费用对利润有一定影响。

非经营性损益方面，2017 年公司实现投资收益 3.62 亿元，同比增长 30.73%，构成上包括持有及处置可供出售金融资产产生收益（1.22 亿元）、长期股权投资收益（1.04 亿元，主要为处置收益 0.97 亿元）和其他投资收益（1.40 亿元，主要为信托、理财收益）；其他业务利润和营业外收入分别为 1.33 亿元和 1.32 亿元，为获得的各类补助和奖励金，以上三项非经营性损益合计 6.27 亿元，占公司利润总额的 35.13%，对利润总额形成一定支撑。2017 年公司实现利润总额 17.85 亿元，同比增长 27.21%。

盈利指标方面，2017 年，公司净资产收益率 10.84%，总资本收益率 6.07%，同比均实现增长，公司整体盈利能力有所提升。

2018 年 1～3 月，公司实现营业收入 191.83 亿元，同比增长 8.16%，占 2017 年营业收入的 22.61%。同期，期间费用占营业收入为 4.73%，有所上升，公司实现投资收益 1.53 亿元，主要包括明日控股期货投资收益（3900 万元）、福士达五常办公大楼 2 号楼转让收益（1093 万元）以及其他信托、理财收益等。当期公司实现利润总额 1.67 亿元，较上年同期增加 1.04 亿元。

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

2017 年，随着公司经营收入的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入分别为 936.04 亿元和 1010.22 亿元，分别较上年增长 24.76%和 22.09%。随公司经营规模的扩大，购买商品、接受劳务支付的现金同比提升 28.22 个百分点至 885.64 亿元。公司收到和支付其他与经营活动有关的现金分别为 63.02 亿元和 69.23 亿元，主要为收到的补贴、租金收入和支付的管理费用、营业费用等。2017 年公司经营活动产生的现金流量净额 23.03 亿元。从现金收入实现质量来看，2017 年公司现金收入比为 110.32%，同比小幅提升，收入实现质量保持较高水平。

投资活动方面，2017 年公司投资活动现金流入量为 38.93 亿元，同比增长 16.47%，其中收回投资收到的现金 27.04 亿元（主要为出售股权投资和金融资产获得现金），处置固定资产获得现金 5.39 亿元。公司投资支付的现金增至 38.47 亿元，主要为购买理财产品和股权投资所支付的现金。投资活动现金流出量为 51.30 亿元，较上年小幅增长。公司投资活动现金呈现净流出状态，流出规模较上年有所收窄，为 12.38 亿元。

筹资活动方面，2017 年，公司筹资活动现金流入主要为借款收到的现金 174.75 亿元，现金流出主要为偿还债务支付的现金 166.16 亿元。公司收到和支付其他与筹资活动有关的现金分别为 13.83 亿元和 16.06 亿元。2017 年公司筹资活动产生的现金流量净额为-5.54 亿元，净流出规模较上年收窄 58.79%。

2018 年 1～3 月，公司经营活动产生的现金流净额为 10.22 亿元，投资活动现金流量净额为-2.86 亿元，筹资活动现金流量净额为 11.18 亿元。公司现金收入比较 2017 年底升至 124.99%。

跟踪期内，公司经营活动现金流入规模有所增长，获现能力维持较高水平，投资和筹资活动现金净流出规模有不同程度的收缩，融资需求持续存在。

5. 偿债能力

短期偿债能力方面，截至 2017 年底，公司的流动比率和速动比率分别为 113.44%和69.54%，同比均有所下降。截至 2018 年 3 月底，上述两个指标分别升至 118.28%和 73.90%。2017 年经营活动现金流动负债比为 7.52%，较上年有所下降。整体看，公司短期债务规模大，收入及经营活动现金流入规模大，但货币资金受限比例较高，短期偿债压力较大。

长期偿债能力方面，2017 年，公司 EBITDA 为 29.34 亿元，EBITDA 利息倍数提升至 2.08 倍，全部债务/EBITDA 倍数小幅下降至 7.15 倍。整体看，公司 EBITDA 对全部债务本息的保护能力一般，长期偿债能力一般。

截至 2018 年 3 月底，公司为子公司福士达集团旗下的浙江茗发担保有限公司对其车贷客户在银行的借款 6.80 亿元提供担保，共在银行存入担保保证金 0.26 亿元，车贷客户基数大，集中度较低，整体风险较低，联合资信将持续关注相关担保风险。

截至2018年3月底，公司合并范围内获得银行的授信额度为317.36亿元，尚未使用额度为131.16亿元，公司间接融资通道畅通。

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（公司的机构信用代码：G10330103009258805，截至 2018 年 7 月 25 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清的贷款中有 7 笔关注类贷款，主要是银行内部分类所致，均已按期正常偿还。整体看，公司过往履约情况正常。

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，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

截至报告出具日，公司存续期内债券包括“13浙兴合MTN001”、“17浙兴合MTN001”和“18浙兴合MTN001”，以上存续债券余额合计16.00亿元，其中2013年11月发行的“13浙兴合MTN001”（期限5年，余额4.00亿元）将于一年内到期。

以2017年底财务数据为基础，公司剔除受限后现金类资产65.51亿元，是一年内到期债券余额的16.38倍；2017年公司经营活动产生的现金流入量和EBITDA分别为公司存续债券的63.14倍和1.83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，经营活动现金流入量和EBITDA对公司存续期内债券的保障能力强。

表 14　公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

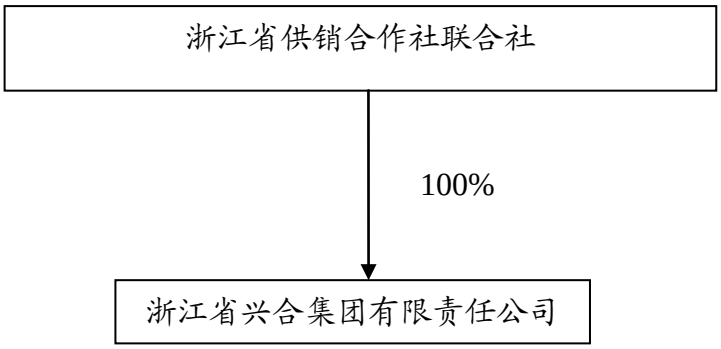
项 目	2017 年
一年内到期债券余额	4.00
现金类资产/一年内到期债券余额	16.38
经营活动现金流入量/应付债券余额	63.14
经营活动现金流净额/应付债券余额	1.44
EBITDA/应付债券余额	1.83

资料来源：联合资信整理

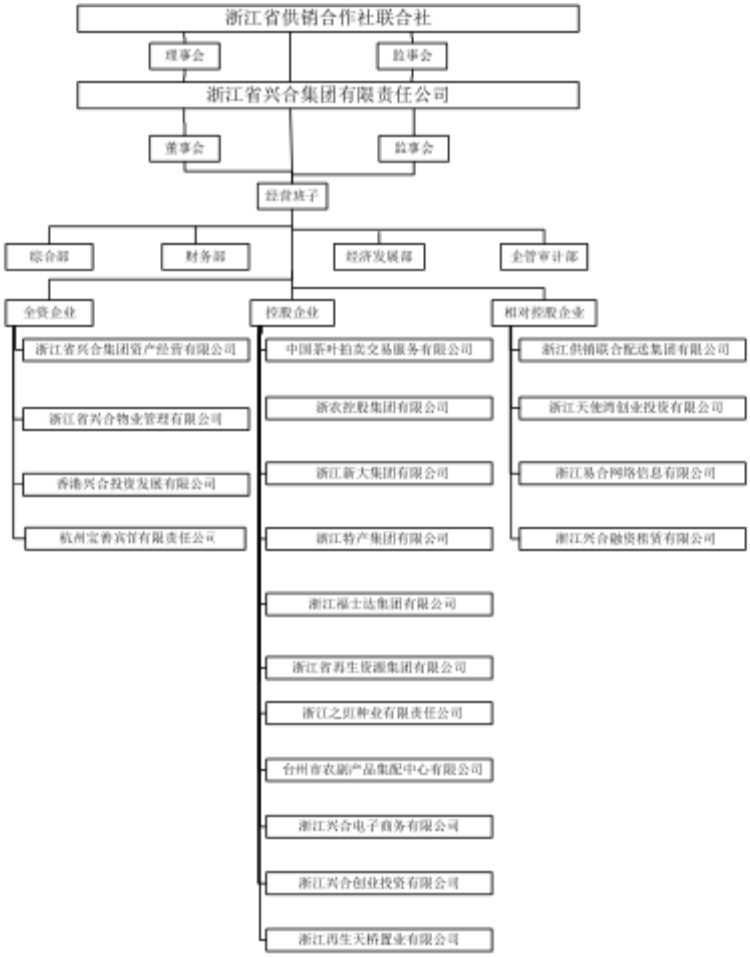
十二、结论

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA^+，“13 浙兴合 MTN001”、“17 浙兴合 MTN001”和“18 浙兴合 MTN001”的信用等级为 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	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	43.64	49.17	65.51	81.52
资产总额(亿元)	382.78	410.98	457.12	475.11
所有者权益(亿元)	109.20	109.78	120.18	121.44
短期债务(亿元)	151.65	168.31	183.11	189.60
长期债务(亿元)	37.29	31.41	26.58	32.30
全部债务(亿元)	188.94	199.72	209.69	221.90
营业收入(亿元)	628.34	696.53	848.50	191.83
利润总额(亿元)	14.99	14.03	17.85	1.67
EBITDA(亿元)	23.72	24.47	29.34	--
经营性净现金流(亿元)	16.86	26.76	23.03	10.22
财务指标				
销售债权周转次数(次)	21.62	19.41	20.77	--
存货周转次数(次)	4.50	5.06	6.19	--
总资产周转次数(次)	1.68	1.75	1.95	--
现金收入比(%)	110.22	107.71	110.32	124.99
营业利润率(%)	6.22	6.59	6.11	4.70
总资本收益率(%)	5.50	5.46	6.07	--
净资产收益率(%)	9.94	8.73	10.84	--
长期债务资本化比率(%)	25.46	22.24	18.11	21.01
全部债务资本化比率(%)	63.37	64.53	63.57	64.63
资产负债率(%)	71.47	73.29	73.71	74.44
流动比率(%)	131.54	118.47	113.44	118.28
速动比率(%)	74.13	73.07	69.54	73.90
经营现金流动负债比(%)	7.22	9.97	7.52	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.23	1.68	2.08	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.96	8.49	7.15	--

注：2018 年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　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

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。