信用评级公告

联合〔2021〕6793 号

联合资信评估股份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的主体长期信用等级为 AA^{+}，维持“18 浙兴合 MTN002”“20 浙兴合 MTN001”和“21 浙兴合 MTN001”的信用等级为 AA^{+}，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十六日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦17层
Editorial Office Address: 17/F, PICC Building, 2, Jianguomenwai Street, Beijing
电话（Tel）：（010）85679696 | 邮箱（Email）:lianhe@lhratings.com | 传真(Fax):(010)85679228
网址（Website）:www.lhratings.com | 邮编（Postal Code）:100022

浙江省兴合集团有限责任公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
浙江省兴合集团有限责任公司	AA+	稳定	AA+	稳定
18 浙兴合 MTN002	AA+	稳定	AA+	稳定
20 浙兴合 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定
21 浙兴合 MTN001	AA+	稳定	AA+	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
18 浙兴合 MTN002	4 亿元	4 亿元	2021-10-26
20 浙兴合 MTN001	5 亿元	5 亿元	2023-01-06
21 浙兴合 MTN001	6 亿元	6 亿元	2024-03-12

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 7 月 26 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
贸易企业信用评级方法	V3.0.201907
贸易企业主体信用评级模型（打分表）	V3.0.201907

注：上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

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，经过多年发展已经形成了以农资产品、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，公司经营稳定，收入及利润规模持续扩大，盈利能力及经营获现能力保持良好水平。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到公司房地产业务易受宏观调控政策影响、债务负担较重以及所有者权益稳定性较弱等因素对公司经营及偿债能力带来的不利影响。

公司EBITDA和经营活动现金流量净额对未来待偿债券本金峰值的保障能力强。

未来，随着公司各业务板块继续拓展，综合实力有望进一步巩固。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA+，维持“18浙兴合MTN002”“20浙兴合MTN001”和“21浙兴合MTN001”信用等级为AA+，评级展望为稳定。

优势

1．**公司外部发展环境良好。**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．**作为浙江省供销系统大型贸易企业，公司在行业地位、品牌优势等方面具备显著优势。**公司是浙江省供销社下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前列，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．**公司主业经营稳健，经营获现能力良好。**跟踪期内，公司以商贸流通为主业的营业收入规模持续扩大，利润规模不断增长，经营获现能力保持良好水平。2020 年，公司营业收入、利润总额和经营活动现金流量净额分别为 1098.40 亿元、28.15 亿元和 27.81 亿元，同比分别增长 7.92%、38.40%和下降 9.17%。

关注

1．**全球政治、经济环境存在不确定性，对公司外贸业务经营提出挑战。**跟踪期内，全球范围的经济全面复苏存在不确定性，叠加新型冠状病毒疫情在全球尚未得到控

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa+		评级结果	AA+
评价内容		风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	B	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	2
财务风险	F2	现金流	资产质量	1
			盈利能力	2
			现金流量	1
		资本结构		2
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
--				--

注:经营风险由低至高划分为 A、B、C、D、E、F 共 6 个等级，各级因子评价划分为 6 档，1 档最好，6 档最差；财务风险由低至高划分为 F1－F7 共 7 个等级，各级因子评价划分为 7 档，1 档最好，7 档最差；财务指标为近三年加权平均值；通过矩阵分析模型得到指示评级结果

分析师：邢霖雪　刘晓彤　闫旭
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

制，国内外需求短期承压，或将对公司外贸业务经营造成不利影响。

2. **公司房地产业务销售进度易受到政策调控等因素影响，存在一定库存去化压力。**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，部分在售房地产项目存在一定去库存压力。

3. **公司对合并范围内收入和利润贡献较高的子公司持股比例较低。**截至 2020 年底，浙农控股集团有限公司（以下简称“浙农控股”）的营业收入和利润总额分别占公司营业收入和利润总额的 66.56%和 82.34%；公司对浙农控股持股比例为 56.61%。

4. **公司有息债务负担较重。**截至 2021 年 3 月底，公司全部债务增至 292.79 亿元，资产负债率增至 74.39%，全部债务资本化比率增至 62.24%。

主要财务数据：

合并口径				
项　　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产（亿元）	75.12	84.28	94.71	104.65
资产总额(亿元)	486.76	529.69	651.05	693.64
所有者权益(亿元)	125.75	147.29	174.38	177.63
短期债务（亿元）	183.07	191.48	225.97	240.33
长期债务（亿元）	26.96	38.44	46.38	52.46
全部债务(亿元)	210.03	229.93	272.35	292.79
营业收入(亿元)	949.98	1017.75	1098.40	292.29
利润总额 (亿元)	18.93	20.34	28.15	3.83
EBITDA(亿元)	31.54	28.89	43.41	--
经营性净现金流（亿元）	30.29	30.61	27.81	-9.36
营业利润率(%)	5.48	5.39	5.72	4.68
净资产收益率(%)	10.43	9.96	12.31	--
资产负债率(%)	74.17	72.19	73.22	74.39
全部债务资本化比率(%)	62.55	60.95	60.96	62.24
流动比率(%)	114.01	118.32	118.87	122.47
经营现金流动负债比（%）	9.15	9.03	6.50	--
现金短期债务比(倍)	0.57	0.65	0.62	0.63
EBITDA 利息倍数(倍)	1.83	2.49	3.87	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.66	7.96	6.27	--
公司本部（母公司）				
项　目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额（亿元）	51.77	53.95	57.75	57.57
所有者权益（亿元）	30.62	34.09	35.20	34.84
全部债务(亿元)	17.00	16.00	18.00	17.00
营业收入(亿元)	0.03	0.01	0.00	0.00
利润总额(亿元)	0.82	2.88	1.23	-0.41
资产负债率（%）	40.85	36.82	39.04	39.49
全部债务资本化比率(%)	35.70	31.95	33.83	32.80
流动比率（%）	432.98	190.52	115.01	256.91
经营现金流动负债比(%)	-99.66	26.84	-1.86	--

注：1.2021 年 1－3 月财务数据未经审计，相关数据未年化；2.合并口径及母公司短期债务中包含其他应付款、其他流动负债和其它非流动负债中的有息债务；3.合并口径现金类资产中已剔除使用受限的货币资金
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
21 浙兴合 MTN001	AA+	AA+	稳定	2021-2-23	刘嘉敏 邢霖雪	贸易企业主体信用评级方法（V3.0.201907） 贸易企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
18 浙兴合 MTN002 20 浙兴合 MTN001	AA+	AA+	稳定	2020-8-26	刘嘉敏 邢霖雪	贸易企业主体信用评级方法（V3.0.201907） 贸易企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
20 浙兴合 MTN001	AA+	AA+	稳定	2019-8-22	徐璨 邢霖雪	贸易企业主体信用评级方法（V3.0.201907） 贸易企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
18 浙兴合 MTN002	AA+	AA+	稳定	2018-9-20	徐璨 邢霖雪 郭察理 刘嘉敏	贸易企业主体信用评级方法/模型（2017 年）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过报告链接可查阅；2019 年 8 月 1 日之前的评级方法和评级模型均无版本编号

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，联合资信评估股份有限公司（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2021年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

根据有关法规要求，按照联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）关于浙江省兴合集团有限责任公司（以下简称“兴合集团”或“公司”）及其相关债券的跟踪评级安排进行本次跟踪评级。

二、企业基本情况

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2021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：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2021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587家。

截至2020年底，公司（合并）资产总额为651.05亿元，所有者权益合计为174.38亿元（含少数股东权益122.82亿元）。2020年，公司实现营业收入1098.4亿元，利润总额28.15亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额为693.64亿元，所有者权益合计为177.63亿元（含少数股东权益124.99亿元）。2021年1－3月，公司实现营业收入292.29亿元，利润总额3.83亿元。

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

公司由联合资信评级的存续债券详见下表。存续债券募集资金已按原定计划使用完毕，除“21浙兴合MTN001”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
18浙兴合MTN002	4.00	4.00	2018-10-26	2021-10-26
20浙兴合MTN001	5.00	5.00	2020-01-06	2023-01-06
21浙兴合MTN001	6.00	6.00	2021-03-12	2024-03-12

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观政策环境和经济运行情况

2020年，新冠肺炎疫情全球大流行，对各国经济和贸易造成严重冲击，全球经济陷入深度衰退。中国宏观政策加大逆周期调节力度对冲疫情负面影响，以“六稳”“六保”为中心，全力保证经济运行在合理区间。在此背景下，2020年中国经济逐季复苏，GDP全年累计增长2.30%[1]，成为全球主要经济体中唯一实现正增长的国家，GDP首次突破百万亿大关，投资超越消费再次成为经济增长的主要驱动力。

2021年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突

[1]文中GDP增长均为实际增速，下同。

出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

经济修复有所放缓。2021 年一季度，中国国内生产总值现价为 24.93 万亿元，实际同比增长 18.30%，两年平均增长 5.00%[2]，低于往年同期水平，主要是受到疫情反复、财政资金后置等短期影响拖累。分产业看，三大产业中**第二产业恢复最快，第三产业仍有较大恢复空间。**具体看，第二产业增加值两年平均增长 6.05%，已经接近疫情前正常水平（5%~6%），第二产业恢复情况良好，其中工业生产恢复良好，工业企业盈利改善明显；而一、三产业仍未回到疫情前水平。其中第一产业增加值两年平均增长 2.29%，增速略微低于疫情前正常水平；第三产业两年平均增长 4.68%，较 2019 年同期值低 2.52 个百分点，第三产业仍有恢复空间，主要是由于年初局部性疫情爆发拖累了服务业的修复进程。

消费对 GDP 的拉动作用明显提升，成为拉动经济的主引擎；投资拉动垫底；净出口创 2007 年以来新高。从两年平均增长来看，2021 年一季度社会消费品增速为 4.20%，延续了上年逐季恢复的趋势，与疫情前水平的差距进一步缩小；消费超越投资重新成为拉动经济增长的主引擎，疫情以来对 GDP 增长的拉动作用首次转正，但仍低于疫情前正常水平。一季度固定资产投资完成额 9.60 万亿元，同比增长 25.60%，两年平均增长 2.90%，与疫情前正常水平差距较大，固定资产投资仍处在修复过程中；资本形成总额对 GDP 增长的拉动作用最弱，疫情以来主要靠投资拉动的经济增长模式有所改变。一季度外贸实现开门红，贸易顺差 7592.90 亿元，较上年同期扩大 690.60%，净出口对 GDP 增长的拉动作用延续上年逐季上升的趋势，达到 2007 年以来的最高水平。一季度三大需求对 GDP 增长的拉动情况反映出**经济内在增长动力较上年有所增强，经济结构进一步改善。**

居民消费价格指数运行平稳，生产者价格指数结构性上涨。2021 年一季度，全国居民消费价格指数（CPI）和扣除食品和能源价格后的核心 CPI 累计同比增速均为 0，较上年同期分别回落 4.9 和 1.30 个百分点，处于低位。2021 年一季度，全国工业生产者出厂价格指数（PPI）累计同比上涨 2.10%，呈现逐月走高的趋势。国际大宗商品价格上涨推高钢材、有色金属等相关行业出厂价格，带动 PPI 持续上行，加大了制造业的成本负担和经营压力。

社融存量增速下降。截至 2021 年一季度末，社融存量同比增速为 12.30%，较上年末下降 1 个百分点，信用扩张放缓；2021 年一季度新增社融 10.24 万亿元，虽同比少增 0.84 万亿元，但却是仅次于上年一季度的历史同期次高值，反映出**实体经济融资需求仍较为旺盛**。从结构来看，信贷和未贴现银行承兑汇票是支撑一季度社融增长的主要因素，企业债券和政府债券融资则是一季度新增社融的拖累项。货币供应量方面，截至 2021 年一季度末，M2 余额 227.65 万亿元，同比增长 9.40%，较上年末增速（10.10%）有所下降。同期 M1 余额 61.61 万亿元，同比增长 7.10%，较上年末增速（8.60%）也有所下降，说明货币政策逆周期调节的力度趋于减弱。

表 2　2017－2021 年一季度中国主要经济数据

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）

[2]为剔除基数效应影响，方便对经济实际运行情况进行分析判断，文中使用的两年平均增长率为以 2019 年同期为基期进行比较计算的几何平均增长率，下同。

社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

注：1. GDP 总额按现价计算；2. 出口增速、进口增速均以人民币计价统计；3. GDP 增速、规模以上工业增加值增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，固定资产投资增速、社会消费品零售总额增速为名义增长率；4. 城镇失业率统计中，2017 年为城镇登记失业率，2018 年开始为城镇调查失业率，指标值为期末数
资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

一般公共预算收入累计增速转正，收支缺口较 2019 年同期有所收窄。2021 年一季度一般公共预算收入 5.71 万亿元，同比增长 24.20%，是 2020 年以来季度数据首次转正。其中税收收入 4.87 万亿元，占一般公共预算收入的 85.31%，同比增长 24.80%，同比增速较高主要受增值税、消费税恢复性增长带动，反映了企业经营以及居民消费的修复。一季度一般公共预算支出 5.87 万亿元，同比增长 6.20%，其中保民生、保就业是一季度的重点支出领域，债务付息创 2016 年以来同期最高增速。2021 年一季度一般公共预算收支缺口为 1588.00 亿元，缺口较 2020 年和 2019 年同期值有所收窄，可能与 2021 年一季度财政收入进度较快相关。2021 年一季度全国政府性基金收入 1.86 万亿元，同比增长 47.90%，主要是由于国有土地出让收入保持高速增长；政府性基金支出 1.73 万亿元，同比减少 12.20%，主要是由于地方政府专项债发行进度有所放缓。

就业压力有所缓解，但依然存在结构性矛盾，居民收入保持稳定增长。2021 年 1－3 月全国城镇调查失业率分别为 5.40%、5.50%和 5.30%。其中 1－2 月受春节因素影响，加上年初局部性疫情的影响，失业率有所上升；而 3 月随着疫情形势好转，企业复工复产进度加快，用工需求增加，就业压力有所缓解。2021 年一季度，全国居民人均可支配收入 9730.00 元，扣除价格因素后两年平均实际增长 4.50%，延续了上年一季度以来逐季走高的趋势，且与消费支出增速的差值进一步缩小，居民消费能力有所提高。

2. 宏观政策和经济前瞻

2021 年 4 月 30 日政治局会议强调，要精准实施宏观政策，保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性，不急转弯，把握好时度效，固本培元，稳定预期，**保持经济运行在合理区间，使经济在恢复中达到更高水平均衡。积极的财政政策要落实落细，兜牢基层“三保”底线，发挥对优化经济结构的撬动作用**。政策重点从“稳增长”转向“调结构”，**减税降费政策将会向制度性减税政策、阶段性的减税降费政策有序退出、强化小微企业税收优惠、加大对制造业和科技创新支持力度**等四大方面倾斜。

稳健的货币政策要保持流动性合理充裕，强化对实体经济、重点领域、薄弱环节的支持，保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配，保持宏观杠杆率基本稳定。2021 年 3 月 22 日全国主要银行信贷结构优化调整座谈上提到要在管控好风险的同时，**因地制宜增加经济困难省份信贷投放，支持区域协调发展**。

2021年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投**

资结构有望优化：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计2021年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

五、行业及区域经济环境

1. 贸易行业

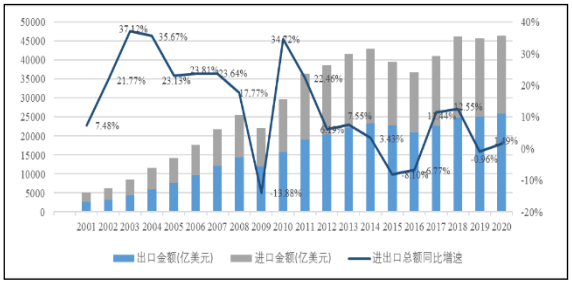
（1）国际贸易

近年来，世界经济增速放缓，不确定因素增多，国内外风险挑战明显上升。2020 年，面对严峻复杂的国内外形势和新冠肺炎疫情冲击，中国政府采取了一系列稳定外贸发展的措施，2020 年全年外贸出口明显好于预期，外贸规模再创历史新高。

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。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。

2019 年，在全球经贸风险和不确定性加剧的背景下，中国出台了一系列稳外贸、稳外资政策和减税降费政策，不断优化外贸结构和营商环境，企业创新挖潜多元化市场，外贸总体保持稳中提质势头，表明国内完善的工业门类和制造业基础为外贸发展提供了强有力支撑，全年实现外贸进出口总值 31.54 万亿元人民币，同比增长 3.4%，全年进出口、出口、进口均创历史新高，但增速进一步下滑。2020 年以来，新冠肺炎疫情相继在国内及全球爆发，对世界经济发展造成了冲击，贸易行业物流部分中断，订单不能按期交付，境内外需求下降，采购及销售周期拉长，安全和维护成本上升。海关数据显示，2020 年一、二季度，中国进出口增速分别为-6.5%和-0.2%，外贸发展面临较大困难。中国政府采取了一系列稳定外贸发展的措施，帮助企业克服困难，逐步打通国际运输通道，稳定供应链产业链。从三季度开始，中国外贸行业回暖。由于疫情影响，海外生产面临停滞，中国承担起了为全世界生产订单的重任。随着纺织市场的爆发，整个外贸行业形势高涨，数码电子产品、皮鞋、大型机械等订单也在持续增长。根据海关总署发布的数据，2020 年，中国货物贸易进出口总值 46462.57 亿美元，同比增长 1.49%。其中，出口 25906.46 亿美元，同比增长 3.65%，创造了中国出口规模的新高；进口 20556.12 亿美元，同比下降 1.10%；贸易顺差 5350.34 亿美元，同比增加 27.06%。

图 1　中国进出口贸易总值及增速



资料来源：Wind，联合资信整理

从贸易产品结构看，2020 年，在对外贸易产品构成中，工业制品的份额进一步扩大，全年工业制品出口规模达 24751.46 亿美元，同比增长 4.6%。工业制品的出口份额越来越大，但中国的出口依然是以基础制造产品为主，结构失衡的情况还比较突出。

从区域分布上看，美国依然是中国最大的单一贸易伙伴国，日本与韩国是中国第二和第三大贸易伙伴国。虽然中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，但基于 2019 年末达成的贸易协议以及双方的经济结构，叠加疫情对美国经济的影响，2020 年中美双边贸易保持较快增长；亚洲是中国对外贸易的最主要地区，全年贸易额达 23865.6 亿美元，同比增长 0.8%，占中国对外贸易总额的 51.4%；由于英国脱欧，中国与欧盟的贸易统计剔除了与英国的贸易数据，欧盟在中国的对外贸易中跌至第

二位，中欧双边贸易总额（剔除英国数据）占中国对外贸易的 13.9%；非洲和拉美地区的贸易依然没有明显增长。此外，中国对“一带一路”沿线国家进出口总额为 9.37 万亿元人民币，较 2019 年增长 1%，同比增速较上年下降 9.8%，略低于整体增速。

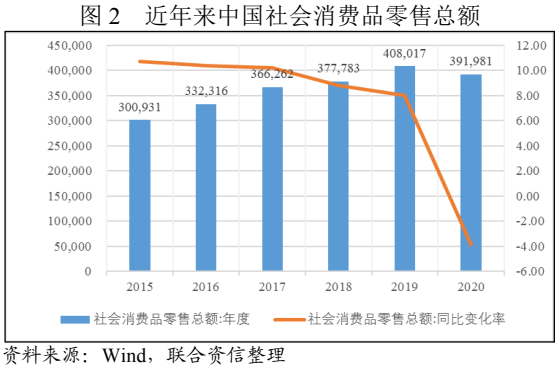
从外贸参与主体来看，2020 年，私营企业继续展现出极强的贸易活力，而国有企业在对外贸易中的占比进一步缩小。2020 年，中国进出口总额中，私营企业占 45.2%，较 2019 年提升了 4.1 个百分点，国有企业占 14.3%，份额较 2019 年下跌 2.6 个百分点，外商投资企业进出口总额同比下降 1.4%，占中国对外贸易份额的比重为 38.7%。

（2）国内贸易

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，2019 年社会消费品零售总额保持增长，但增速小幅下滑；受疫情影响，2020 年社会消费品零售总额呈现负增长。

近年来，中国国内贸易规模在经历了前期的高速增长后，增速出现回落。根据国家统计局数据，2019 年，社会消费品零售总额 411649 亿元，比上年名义增长 8.0%（扣除价格因素实际增长 6.0%），增速较上年放缓 1 个百分点，总体保持平稳增长。其中，除汽车以外的消费品零售额 372260 亿元，增长 9.0%。2020 年，受疫情影响，中国社会消费品零售总额 391981 亿元，比上年名义下降 3.9%；全年虽为负增长，但三、四季度已经实现正增长。

图 2　近年来中国社会消费品零售总额



资料来源：Wind，联合资信整理

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。

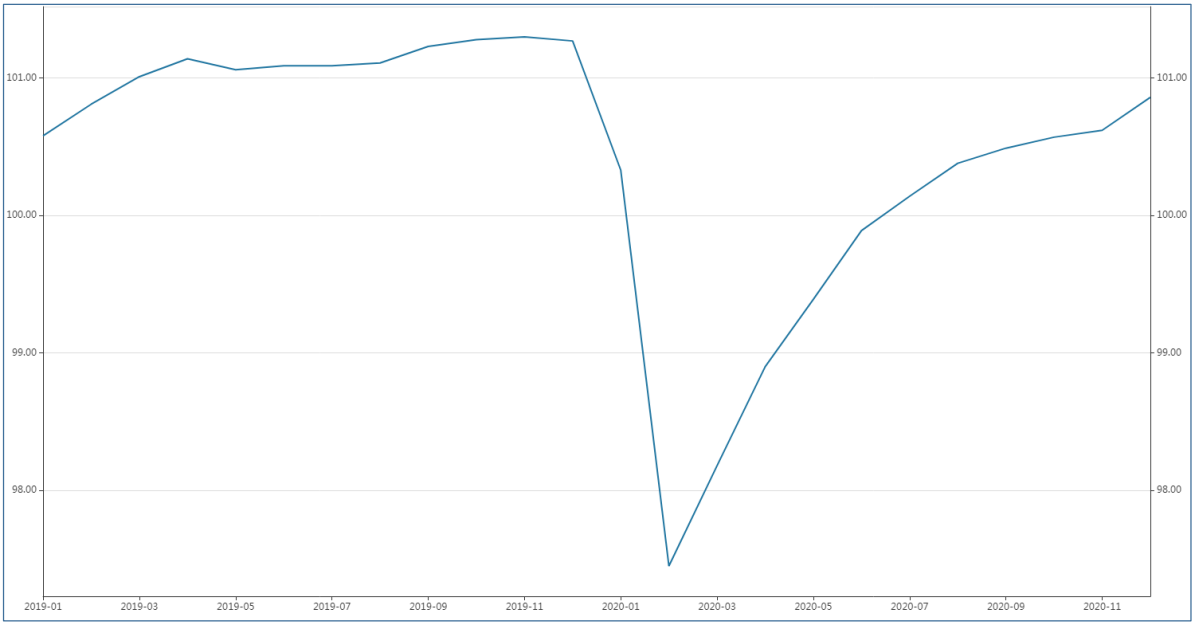
2. 房地产行业

（1）房地产开发行业

2019 年以来，中央坚持房地产调控政策的总基调不变，房地产行业实施了全面的融资政策调控。2020 年初新冠肺炎疫情对房地产市场造成较大的影响，自 2020 年 3 月陆续复工以来，全国房地产市场景气度逐步回升。

房地产业是中国国民经济的重要支柱产业之一，2019 年以来，各地调控政策在“房住不炒”的硬约束下根据市场情况对房地产行业进行了微调。从调控的总体思路来看，中央对房地产泡沫化所带来的金融风险以及由此导致的居民杠杆率快速增长问题表现出极大重视。2019 年 6 月以来，促进国民经济战略转型诉求纳入监管层的视野，压缩房地产金融资源以促进国民经济转型亦成为政策调控的重要考虑因素。2020 年初，新冠肺炎疫情导致房地产企业项目销售出现停摆，对房企一季度销售进度产生较大影响。同时，对在建项目开复工产生一定影响，大部分房企自三月底陆续部分恢复建设，整体施工进度受到一定影响。政策层面为缓解房地产企业因疫情造成的短期资金压力，较多城市出台了延期缴纳土地出让金、降低预售条件、放松公积金贷款限制、给予购房补贴、放松落户等调节政策，一定程度上缓解了房地产企业受疫情影响产生的经营压力，促进需求端复苏。自 2020 年 3 月以来，全国房地产市场景气度逐步复苏，开发投资增速逐月提升，销售额增速由负转正，销售面积跌幅逐月收窄。

图 3　2019 年－2020 年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

房地产投资开发方面，2020 年，全国房地产开发投资完成额 14.14 万亿元，累计同比增长 7.00%，增速较 2019 年下降 2.90 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 10.44 万亿元，累计同比增长 7.6%，增速相较于 2019 年下降 13.90 个百分点；办公楼完成投资额 0.65 万亿元，累计同比增长 5.4%，增速相较于 2019 年提升 2.60 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.31 万亿元，累计同比下降 1.1%，相较于 2019 年降幅收窄 5.6 个百分点。

施工方面，2020 年受年初新冠肺炎疫情的影响，整体施工进度有所放缓。具体来看，2020 年房屋新开工面积 22.44 亿平方米，同比下降 1.20%，一季度新开工面积大幅下滑，随着复工复产的持续推进，新开工面积同比降幅持续收窄。从施工面积来看，2020 年全国房屋施工面积达 92.68 亿平方米，同比增长 3.70%，增速相较 2019 年下降 5.00 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.12 亿平方米，同比下降 4.90%。

从销售情况来看，2020 年，商品房销售面积 17.61 亿平方米，同比增长 2.60%。其中，住宅销售面积 15.49 亿平方米（占 87.96%），同比增长 3.20%，增速较 2019 年增长 1.70 个百分点。2020 年，商品房销售金额为 17.36 万亿元，同比增长 8.60%，增速较 2019 年增长 2.20 个百分点。其中，住宅销售金额 15.46 万亿元，同比增长 10.80%，增速较 2019 年增长 0.50 个百分点。

3. 区域经济环境

浙江省区域经济不断发展，总体竞争力持续提升，为公司提供良好的外部发展环境。

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。根据《2020 年浙江省国民经济和社会发展统计公报》，2020 年，浙江省生产总值为 64613 亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.6%。分产业看，第一产业增加值 2169 亿元，增长 1.3%；第二产业增加值 26413 亿元，增长 3.1%；第三产业增加值 36031 亿元，增长 4.1%。三次产业增加值结构为 3.3：40.9：55.8。

2020 年，浙江省全年社会消费品零售总额 26630 亿元，比上年下降 2.6%。按经营地统计，城镇消费品零售额 22336 亿元，下降 2.8%；乡村消费品零售额 4293 亿元，下降 1.8%。按消费类型统计，商品零售额 23843 亿元，下降 1.9%；餐饮收入 2787 亿元，下降 8.4%。

2020 年，浙江省全省居民人均生活消费支

出 31295 元，比上年下降 2.3%，扣除价格因素下降 4.5%。按常住地分，城镇居民人均生活消费支出分别为 36197 元，下降 3.5%，农村居民人均生活消费支出 21555 元，增长 1.0%，扣除价格因素分别下降 5.5%和 1.8%。年末每百户居民家庭拥有家用汽车 48.2 辆。

2021 年 6 月 10 日，国务院印发《中共中央国务院关于支持浙江高质量发展建设共同富裕示范区的意见》，鼓励浙江省到 2025 年在推动高质量发展建设共同富裕示范区，取得明显实质性进展，尤其是在产业发展、收入分配等方面缩小城乡差距。

六、基础素质分析

1. 产权状况

公司出资人为浙江省供销社，浙江省供销社持有公司100.00%股份，为公司的实际控制人。

2. 企业规模及重要子公司

公司作为浙江省供销社的大型商贸流通企业，跟踪期内，经营领域维持既有的资源优势与渠道优势，综合竞争能力很强。

公司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众多，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。根据中国企业联合会、中国企业家协会发布的排名，2020 年公司在中国 500 强企业中排名第 179 位，在中国服务业企业 500 强企业中排名第 73 位，在浙江省百强企业中排名第 14 位，在浙江省服务业百强企业中排名第 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”）、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”）、中国茶叶拍卖交易服务有限公司（以下简称“中茶拍公司”）和浙江省茶叶集团股份有限公司（以下简称“茶叶集团”，系 2019 年层级变动增加），上述 7 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。2021 年一季度，除传统销售淡季的原因以外，国际疫情反复带来市场萎缩、原材料价格上涨、大宗商品价格及国际运费增长、人民币贬值和房地产尾期项目盈利能力不佳等因素共同导致部分子公司一季度亏损。

表3　主要子公司财务数据情况（单位：亿元）

公司	持股比例	2020 年				2021 年 3 月			
		总资产	所有者权益	营业收入	利润总额	总资产	所有者权益	营业收入	利润总额
中茶拍公司	90.00%	8.33	3.94	22.14	0.50	8.78	4.03	3.55	0.13
浙农控股	56.61%	351.80	93.33	731.09	23.18	406.33	99.07	212.62	4.95
新大集团	51.00%	121.71	34.58	100.92	2.25	118.76	35.61	16.58	-0.37
特产集团	51.00%	52.10	12.02	153.05	2.15	57.04	11.86	40.19	-0.13
福士达集团	51.00%	56.56	10.64	62.93	0.08	44.70	10.52	12.72	-0.11
再生资源公司	63.07%	26.94	5.75	20.37	0.46	30.60	5.57	500.98	-0.18
茶叶集团	54.80%	10.41	3.26	7.20	0.14	10.91	3.46	1.33	-0.03

资料来源：公司提供

3. 企业信用记录

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）（中征码：3301000000082775），截至2021年6月11日，公司

本部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。

七、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。

八、重大事项

跟踪期内，子公司完成资产重组。

2019 年，浙农控股收购浙江绍兴华通商贸集团股份有限公司（以下简称“华通集团”）57%股份，和公司共同持有华通集团 70%的股份，实现对华通集团的控制，浙农控股实现间接控制华通医药股份有限公司（以下简称“华通医药”）26.23%的股权，成为其第一大股东，华通医药实际控制人变更为浙江省供销社。自 2019 年 11 月 1 日起，浙农控股将华通集团纳入合并范围。同日，华通医药通过发行股份（定向发行 277835875 股）购买资产的方式，向公司、浙农控股、泰安泰投资咨询合伙企业（有限合伙）、兴合创业和汪路平等 16 名自然人（以下简称“公司和汪路平等 16 名自然人”）购买其持有的浙江农资集团有限公司（以下简称“浙江农资”）合计 100%股权。上述资产重组已于 2020 年 11 月 13 日完成交割。

截至 2021 年 3 月底，相关工商变更登记均已完成，华通医药更名为浙农集团股份有限公司（以下简称“浙农股份”），股票及证券代码未变更，注册资本增至 4.88 亿元；浙农控股直接持有浙农股份 20.84%股份，为浙农股份第一大股东，无质押。截至 2020 年底，浙农股份（合并）资产总额为 125.79 亿元，所有者权益合计为 49.85 亿元（含少数股东权益 20.26 亿元）。2020 年，浙农股份实现营业收入 287.47 亿元，利润总额 10.14 亿元。截至 2021 年 3 月底，浙农股份（合并）资产总额为 136.48 亿元，所有者权益合计为 51.43 亿元（含少数股东权益 20.93 亿元）。2021 年 1－3 月，浙农股份实现营业总收入 80.86 亿元，利润总额 2.14 亿元。

九、经营分析

1. 经营概况

2020年，公司经营格局保持稳定，商贸流通板块持续拓展带动主营业务收入保持快速增长，内贸业务仍为公司收入的主要来源；房地产业务为公司利润形成有益补充，综合毛利率小幅增长。

2020 年，公司收入规模保持快速增长，内贸业务占比仍维持在 85%以上，主业突出。2020 年，公司实现主营业务收入 1085.52 亿元，同比增长 7.45%，其中，内贸业务实现收入 927.46 亿元，同比增长 7.49%，主要来自农资业务和汽车销售业务的增长；外贸出口业务实现收入 90.58 亿元，同比增长 8.36%；房地产业务实现收入 52.37 亿元，同比小幅下降。公司其他业务主要包括类金融及租赁、物流等服务业务，2020 年其他业务实现收入 15.11 亿元，同比增长，主要系其他业务中的钢材业务大幅增长所致。

毛利率方面，2020 年，公司综合毛利率为 5.70%，同比增加 0.61 个百分点。分板块来看，公司内贸业务中汽车销售和塑化业务毛利率表现较好，带动板块毛利率同比小幅增长至 4.04%；外贸出口业务毛利率同比小幅下降至 7.09%；房地产业务因结转部分项目毛利率较高，带动板块毛利率增至 31.83%。其他业务因钢材业务规模较大，毛利率大幅降至 8.64%。

2021 年一季度，公司实现主营业务收入同比大幅增长 53.03%至 292.12 亿元，主要来自内贸业务的贡献，收入构成无重大变化。从毛利率来看，内贸业务和外贸业务毛利率仍保持低水平，当期公司综合毛利率为 4.97%。

表 4　公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年			2020 年			2021 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	788.95	83.77	3.81	862.84	85.41	3.55	927.46	85.44	4.04	257.35	88.10	3.81
外贸出口	87.45	9.29	5.82	83.59	8.27	7.52	90.58	8.34	7.09	16.21	5.55	6.49
房地产	48.16	5.11	23.97	54.51	5.40	23.46	52.37	4.82	31.83	11.18	3.83	30.07
其他	17.28	1.83	15.59	9.29	0.92	18.05	15.11	1.39	8.64	7.38	2.53	4.06
合计	**941.83**	**100.00**	**5.24**	**1010.24**	**100.00**	**5.09**	**1085.52**	**100.00**	**5.70**	**292.12**	**100.00**	**4.97**

注：合计数与各项合计存在因四舍五入导致的尾差
资料来源：公司提供

2. 内贸业务

跟踪期内，公司内贸业务保持增长趋势，新增医药流通业务规模较小，内贸业务结构较上年无重大变动，塑化业务、农资业务和汽车销售业务经营稳健，营业额均实现同比增长。

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、棉花和废旧物资等，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 80%。从贸易品种来看，2020 年，公司主要贸易品种的贸易额均呈现不同程度增长并通过收购新增医药流通业务。2020 年，塑化产品贸易额同比增长 1.77%至 492.28 亿元，农资业务贸易额同比增长 17.75%至 111.64 亿元，汽车业务贸易额同比增长 8.99%至 152.12 亿元，上述三项业务贸易额占公司内贸业务的 81.52%。2020 年新增医药流通业务实现贸易额为 15.23 亿元。钢材、棉花和废旧物资回收业务规模占比不大，2020 年分别实现收入 50.66 亿元、18.48 亿元和 3.13 亿元。

2021 年 1—3 月，公司内贸业务实现收入 257.35 亿元，同比增长 50.74%，系 2020 年一季度疫情对公司内贸业务影响大所致。

表 5　公司国内贸易业务按商品分类情况（单位：亿元、%）

商品类别	2018 年		2019 年		2020 年		2021 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	446.10	56.54	483.70	56.06	492.28	53.08	144.37	56.10
农资	82.36	10.44	94.81	10.99	111.64	12.04	25.22	9.80
汽车	122.91	15.58	139.57	16.18	152.12	16.40	44.66	17.35
废旧物资	1.53	0.19	0.51	0.06	3.13	0.34	0.38	0.15
钢材	49.69	6.30	41.82	4.85	50.66	5.46	13.03	5.07
棉花	21.61	2.74	19.28	2.23	18.48	1.99	9.94	3.86
医药流通	--	--	--	--	15.23	1.64	3.81	1.48
其他	64.75	8.21	83.15	9.64	83.92	9.05	15.93	6.19
合计	**788.95**	**100.00**	**862.84**	**100.00**	**927.46**	**100.00**	**257.35**	**100.00**

资料来源：公司提供

（1）塑化板块

公司塑化板块主要由浙江明日控股集团股份有限公司（以下简称“明日控股”，浙江农资集团有限公司控股子公司）与特产集团经营，跟踪期内，经营品种无重大变动，销售网络涵盖浙江、江苏、安徽、江西、广西、上海等地区。

、

表 6　明日控股主要财务数据（单位：亿元）

公司简称	经营范围	年份	资产总额	权益	营业收入	利润总额
明日控股	塑料原料、化工原料及制品销售	2019 年	46.92	8.82	339.46	2.22
		2020 年	59.03	10.19	379.33	3.01

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司所处塑化行业竞争激烈且价格透明度高，2020 年，塑化业务毛利率维持低水平，为 2.47%；塑化业务种类、客户结构、避险措施、结算模式和账期等方面较上年变化不大。2020 年，公司塑化业务采购前五大供应商占总采购金额比重 13.64%，集中度一般。2020 年，塑化业务下游仍很分散，集中度低。

（2）农资板块

农资板块由浙农股份及下属子公司惠多利农资有限公司（以下简称“惠多利”）和浙江浙农爱普贸易有限公司（以下简称“浙农爱普”）负责，主要经营化肥、农药、农膜三种产品。2020 年，公司承担国家化肥淡储 20 万吨，承担浙江省化肥淡储 12 万吨，共获得化肥淡储补贴 2230 万元（国家级补贴 600 万元，省级补贴 1630 万元）。

表 7　化肥销售业务运营主体财务情况

（单位：亿元）

子公司名称	经营范围	年份	资产总额	权益	营业收入	利润总额
惠多利	化肥、农药销售	2019 年	21.10	6.92	68.69	0.35
		2020 年	23.93	6.89	55.97	0.71
浙农爱普	化肥、化工产品销售	2019 年	18.54	9.85	43.78	1.19
		2020 年	32.64	11.14	48.66	1.68

资料来源：公司提供

公司基本实现了同一区域内不重复、交叉设点经营，初步形成了全国性省级区域公司的战略布局，不断加强化肥货源基地建设，与中化化肥有限公司、中农集团控股股份有限公司、加拿大钾肥公司、白俄罗斯钾肥公司、以色列化工集团等主要化肥生产和贸易企业建立了长期合作关系。采购方面，公司采取“以销定采”的经营模式，总部设有采购配供部，配合各子公司开展化肥采购和调运管理。此外，为保障农资供应，公司与中海石油化学股份有限公司、浙江巨化股份有限公司、灵谷化工集团有限公司、山西晋丰煤化工有限责任公司、国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司、河南晋开化工投资控股集团有限责任公司、奎屯锦疆化工有限公司等知名化肥生产企业建立了稳固的货源合作关系，同时还积极参与高精尖产品的市场开发和经营，先后与俄罗斯、挪威、德国等国外化肥生产企业建立了紧密联系，并且采用锁定外汇远期以规避汇率风险。

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 2021 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。

2020 年，公司农资业务实现收入 111.64%，毛利率为 4.45%。

（3）汽车板块

公司汽车板块主要由浙农股份子公司浙江金昌汽车集团有限公司（以下简称“金昌汽车”）和浙江农资集团金诚汽车有限公司（以下简称“金诚汽车”）经营，已取得宝马、MINI、凯迪拉克、奥迪等多个知名品牌的区域经销权。跟踪期内，汽车业务经营稳健。2020 年，公司共销售汽车 4.30 万辆，其中宝马系品牌销售量 3.47 万辆；2021 年一季度，共销售汽车 1.24 万辆，其中宝马系品牌销售量 1.02 万辆。

表 8　汽车零售业务经营主体财务情况

（单位：亿元）

子公司名称	经营品牌	年份	资产总额	权益	营业收入	利润总额
金昌汽车	宝马、奥迪、北京现代等	2019 年	34.13	13.65	110.81	6.11
		2020 年	35.20	16.77	120.58	7.25
金诚汽车	宝马、凯迪拉克等	2019 年	11.14	1.77	31.93	0.58
		2020 年	11.27	2.12	34.67	0.76

资料来源：公司提供

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。

2020 年，公司通过销售宝马系列汽车形成销售收入 115.25 亿元，为整个汽车板块销售收入的主要来源，同比增长 8.68%。公司汽车销售毛利率较低，其盈利点仍主要依靠售后服务方面，公司以低利润率的整车销售为客户基础，以高利润率的汽车售后服务为盈利点，并通过二者的良性互动增加客户粘性，实现稳健且持续的增长，2020 年，汽车板块实现汽车后市场服务 24.39 亿元，同比增长 6.60%。

（4）钢材贸易

公司钢材贸易主要由特产集团。特产集团客户以央企重点工程为主，包括杭州市地铁集团有限责任公司、中国建筑第三工程局有限公司等，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。结算方面，一般由特产集团向上游预付全款，公司与下游客户结算有一定账期，通常为 3－6 个月，采销期间存在一定垫款期，该类业务为公司自营业务，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。

2020 年，得益于杭州地铁项目需钢材规模大，钢材配供同比大幅增长，钢材贸易实现收入 50.66 亿元，同比增长 21.14%。

（5）医药流通

医药流通业务为子公司借壳上市后新增业务，主营药品批发和药品零售业务，业务范围覆盖浙江省，主要集中在绍兴。2020 年实现收入 15.23 亿元，主要来自药品批发；公司医药生产销售毛利率约为 15.97%。

资产重组后，医药流通业务经营主体为浙江华通医药集团有限公司（以下简称“华通有限”，2020 年成立）。截至 2021 年 3 月底，华通有限资产总额 5.25 亿元，所有者权益合计 5.25 亿元（无少数股东权益）；2021 年一季度，华通有限尚未实现营业收入，利润总额为-31.61 万元，系刚性成本支出所致。

（6）其他业务

其他业务主要包括棉花贸易及废旧物资回收业务。

棉花是特产集团的传统经营商品，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。2020 年，公司棉花销售收入为 18.48 亿元，同比变动不大。

废旧物资主要由再生资源公司运营，业务涉及废钢、废铜、废铝、废镍、废纸、废塑料、废旧家电、报废汽车等二十多个品种，各类再生资源分拣货场 6 个。受国家对利废企业出台税政[3]的持续影响，传统再生资源行业景气度低迷。2019 年下半年开始，再生公司通过引进宁钢废钢业务，依靠蚌埠当地财政补贴支持，重新开展再生资源业务，2020 年获得政府补贴规模为 0.23 亿元。2020 年，公司再生资源业务实现收入 3.13 亿元，同比增长显著。

[3]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。

3. 外贸出口

跟踪期内，公司新增防疫物资出口，带动外贸出口业务规模同比增长，出口商品结构保持稳定，东南亚地区为公司主要出口地区。

外贸出口是公司收入重要组成部分，主要由新大集团、浙农控股与福士达集团运营。2020年，公司通过培育东南亚工厂转移产能且从东南亚直接出口，应对中美贸易摩擦的影响，2020年公司外贸出口规模 90.58 亿元，同比增长8.36%，毛利率同比小幅下降至 7.09%。2021 年1—3 月，公司外贸出口实现收入 16.21 亿元，同比增长 23.55%。

从出口商品类别看，2020 年，出口商品构成无重大变化，仍以服装、纺丝制品为主，2020年，分别实现出口额 30.25 亿元和 10.10 亿元，分别同比小幅下降 8.58%和 13.45%，主要系新冠肺炎疫情在全球爆发所致。化工出口额同比小幅增至 10.08 亿元；其他类产品因新增防疫物资等，同比增长 68.61%至 22.83 亿元。剩余品类出口额较上年变动不大。

跟踪期内，公司在原材料采购和外贸出口业务结算方面，无重大变动。

表 9 公司出口业务按商品分类情况（单位：亿元、%）

出口商品	2018 年		2019 年		2020 年		2021 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	32.63	37.31	33.09	39.59	30.25	33.40	4.25	26.21
纺丝织品	11.31	12.93	11.67	13.96	10.10	11.15	1.42	8.75
化肥农药	4.34	4.96	5.05	6.04	4.99	5.51	1.44	8.88
五金制品	7.76	8.88	7.83	9.37	7.51	8.29	2.19	13.48
畜产品	1.03	1.18	0.89	1.06	0.80	0.89	0.21	1.28
茶叶	3.32	3.79	3.13	3.74	3.14	3.46	0.64	3.92
箱包鞋帽	1.01	1.16	0.72	0.86	0.89	0.98	0.09	0.55
化工	11.39	13.03	7.68	9.19	10.08	11.13	2.20	13.57
其他	14.67	16.77	13.54	16.20	22.83	25.20	3.79	23.35
合计	**87.45**	**100.00**	**83.59**	**100.00**	**90.58**	**100.00**	**16.21**	**100.00**

注：合计数与各项合计存在因四舍五入导致的尾差
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、东南亚及其他地区为主要出口区域，2020年上述两个市场出口额占比为 14.32%和55.81%，向东南亚及其他地区出口产品主要是化肥、纺织制品和化工产品，占比有所提升。公司对日本出口额因疫情及国际关系影响，同比下降 28.26%至 6.83 亿元；对西班牙出口同比增长 35.06%至 6.24 亿元。其他地区出口额规模变动不大。

表 10 公司主要出口市场分布情况（单位：亿元、%）

出口市场	2018 年		2019 年		2020 年		2021 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	15.38	17.58	13.85	16.56	12.97	14.32	2.37	14.61
日本	9.85	11.27	9.52	11.38	6.83	7.54	1.14	7.04
意大利	2.91	3.33	2.64	3.16	1.58	1.74	0.17	1.02
德国	4.56	5.22	4.10	4.90	3.86	4.26	0.51	3.13
法国	3.33	3.81	3.65	4.36	2.75	3.04	0.49	3.03

中国香港	15.12	17.29	2.97	3.56	3.11	3.44	0.61	3.74
西班牙	2.80	3.21	4.62	5.53	6.24	6.89	0.93	5.75
英国	2.49	2.85	2.52	3.02	2.69	2.97	0.50	3.11
东南亚及其他	30.99	35.44	39.73	47.53	50.55	55.81	9.49	58.56
合计	**87.45**	**100.00**	**83.59**	**100.00**	**90.58**	**100.00**	**16.21**	**100.00**

注：合计数与各项合计存在因四舍五入导致的尾差
资料来源：公司提供

4. 房地产板块

公司房地产项目均地处中国三、四线城市，其销售进程、价格易受宏观调控政策及当地房地产市场供应量影响，存在一定去库存压力；随着地产项目持续投入，公司未来投资支出将维持较大规模。

房地产是公司重要利润贡献板块之一，主要业务集中在浙农控股下属子公司华都股份以及新大集团下属子公司浙江三友发展集团有限公司（以下简称“三友发展”）和浙江春风集团有限公司（以下简称“春风集团”）。

表11 房地产业务经营主体财务情况

（单位：亿元）

公司简称	年份	资产总额	所有者权益	营业收入	利润总额
华都股份	2019 年	37.79	9.47	28.79	2.80
	2020 年	71.84	18.02	40.15	9.01
三友发展	2019 年	17.68	4.96	12.44	0.41
	2020 年	17.36	5.09	13.12	0.20
春风集团	2019 年	40.23	13.35	42.63	1.61
	2020 年	40.64	13.31	34.09	1.21

资料来源：公司提供

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，近年来采取滚动开发的方式发展房地产业务。2020 年，公司房地产板块实现收入 52.37 亿元，同比小幅下降。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。2020 年，为增加土地储备，公司拿地支出 14.17 亿元，同比均大幅增长。

销售方面，2020 年，公司签约销售价格为 0.72 万元/平方米，同比有所下降，主要签约销售项目有济宁国滨府、济宁金色兰庭、乐清天虹墅、玉环金沙湾、星耀城、南城贰号、美林悦府，春风•紫金港、新大•鱼鸟公园城和西湖春天等，较上年变动不大。2020 年，公司签约销售面积同比增长至 81.98 万平方米，公司在售的部分项目取得预售证尚未销售的面积较大，存在一定去化压力。

2021 年 1－3 月，公司房地产业务竣工面积为 18.76 万平方米，签约销售面积为 16.70 万平方米，签约销售额为 13.14 亿元，同比均大幅增长。

表 12 房地产业务发展情况

（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1－3 月
房屋竣工面积	26.28	129.86	110.29	18.76
新开工面积	164.06	88.62	130.55	5.11
签约销售面积	102.31	63.62	81.98	16.70
新增土地储备	35.92	7.67	29.31	0.00
平均签约价格	0.63	0.91	0.72	0.79
签约销售额	64.89	57.72	58.87	13.14

注：以上新增土地储备面积为土地面积
资料来源：公司提供

截至 2020 年底，公司在建及拟建房地产项目合计规划建筑面积 731.03 万平方米，总投资额 413.29 亿元，已投资 216.05 亿元。公司预计 2021～2023 年房地产项目投资分别为 52.35 亿元、44.83 亿元和 33.13 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 13　截至 2020 年底公司房地产项目在建项目情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	城市	持股比例	总建筑面积	总投资	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	累计销售额
						2021 年	2022 年	2023 年				
济宁金色兰庭	山东济宁	65%	150.00	65.09	52.35	4.45	5.50	1.50	2.82	95.38	6607	63.02
乐清天虹墅	浙江温州	100%	10.60	11.19	7.78	1.75	1.60	0.00	1.26	0.89	16349	1.45
玉环金沙湾	浙江台州	100%	18.00	11.25	6.24	2.96	1.50	0.5	2.46	4.58	9444	4.33
衢州花源里	浙江衢州	100%	16.00	16.68	7.04	2.28	2.50	2.00	0.00	0.00	--	0.00
济宁国滨府	山东济宁	85%	112.55	59.10	13.36	10.70	10.00	10.00	0.94	9.20	8469	7.79
龙游国际建材家居城（二期）	衢州市龙游县	95%	4.95	2.40	0.99	0.62	0.31	0.11	1.89	0.98	7865	0.77
星耀城	东阳市横店镇	85%	40.29	19.19	10.35	3.68	3.00	2.16	4.99	8.84	8620	7.62
松阳南城贰号	丽水市松阳县	55%	16.82	11.03	5.74	2.17	2.27	0.85	2.99	3.93	10331	4.06
美林悦府	丽水市龙泉市	70%	15.83	9.60	4.76	3.20	1.14	0.50	0.31	4.36	9765	4.26
浦江农产品批发市场（二期）	金华市浦江县	80%	5.11	2.34	0.40	1.01	0.58	0.23	0.00	0.00	--	0.00
春风·湖畔居	四川南充	68%	10.13	5.00	4.21	0.30	0.23	0.00	4.06	5.68	7017.36	3.99
春风·紫金港	四川南充	60%	39.81	16.00	14.60	0.60	0.50	0.00	8.89	29.76	5008.53	14.90
新大·鱼岛公园城	四川叙永	35%	21.08	7.26	7.12	0.00	0.00	0.00	1.24	19.64	3928.78	7.72
西湖春天	湖南邵阳	65%	59.67	15.00	11.97	1.00	0.80	0.60	0.00	21.57	4857.67	10.48
新友·上书房	山东潍坊	85%	16.22	5.71	5.71	0.00	0.00	0.00	0.48	13.13	5711.27	7.50
新宏·蓝庭	浙江衢州	100%	12.23	10.00	8.50	0.50	0.00	0.00	0.98	5.36	13587.29	7.29
新大·西塘里	浙江嘉善	100%	7.40	4.81	4.67	0.00	0.00	0.00	0.08	2.12	12987.28	2.76
龙山豪庭	浙江诸暨	60%	15.84	10.80	10.76	0.00	0.00	0.00	2.20	9.99	8432.87	8.43
三友·翰林府	山东临朐	65%	34.71	12.00	4.70	1.10	2.36	3.16	2.79	5.28	6199.06	3.27
滨海蓝湾	浙江嘉兴	70%	10.97	5.80	2.03	2.00	1.00	0.67	0.00	0.00	--	0.00
和睿府	浙江湖州	73.53%	8.96	5.00	1.80	1.30	1.00	0.80	0.00	0.00	--	0.00
中都华庭	浙江嘉善	40%	21.00	13.00	11.27	1.73	0.00	0.00	1.04	14.82	13856.66	20.54
春风蝶语	浙江上虞	58%	28.00	53.40	0.69	4.00	3.00	6.00	0.00	0.00	--	0.00
春风桃源里	浙江海盐	65%	49.97	27.00	11.45	6.10	6.00	2.45	3.08	22.39	6369.93	10.41
望江中心	浙江杭州	80%	4.89	14.64	7.56	0.90	1.33	1.44	0.00	0.00	--	0.00
合计	-	--	**731.03**	**413.29**	**216.05**	**52.35**	**44.62**	**32.97**	**42.50**	**277.90**	---	**190.59**

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

资料来源：公司提供

土地储备方面，截至 2021 年 3 月底，公司拥有未开发土地储备 3.25 万平方米。

表 14　截至 2021 年 3 月底公司土地储备情况

（单位：万平方米）

项目	未开发土地面积
春风蝶语（一期）	3.25
合计	**3.25**

资料来源：公司提供

5.　其他板块

公司其他业务主要为类金融业务，四家小贷公司经营良好，逾期贷款余额规模较小，且基本有抵押并追加担保；担保业务主要为客户车贷，风险可控。

公司其他业务包括浙农控股旗下钢材内贸业务[4]，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。

小贷业务由下属四家公司杭州市西湖区浙农小额贷款有限公司（以下简称“西湖小贷”）、浙江浙农网络小额贷款有限公司（以下简称“网络小贷”）、浙江兴合小额贷款有限公司（以下简称“兴合小贷”）、杭州市桐庐县富汇小额贷款股份有限公司（以下简称“富汇小贷”）经营，注册资本分别为2亿元、10亿元（实缴到位5亿元）、2亿元和4亿元。其中，富汇小贷贷款余额计入其他非流动资产科目，兴合小贷贷款余额计入应收账款科目，剩余小贷公司贷款余额计入其他应收款科目。截至2020年底，上述四家小贷公司贷款余额合计17.48亿元，其中个人贷款和垫款合计13.82亿元，企业贷款和垫款合计3.65亿元，下游客户均较为分散且无关联方；四家小贷公司风险拨备合计0.26亿元，四家小贷公司逾期贷款余额合计0.37亿元，除西湖小贷的供应链业务和个人消费贷业务以外，其余均有抵押并追加担保，抵押物为房产、股权等，担保方一般为借款人的合作方及其实控人。截至2020年底，按照贷款风险分类，四家小贷公司共计提贷款损失准备4080.17万元。

担保业务经营主体为浙江茗发融资担保有限公司（注册资本10500万元，以下简称“浙江茗发”），截至2020年底，浙江茗发为非关联方客户在银行的7.34亿元借款提供担保，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0.40亿元，代偿余额为0.15亿元，2020年浙江茗发实现营业收入0.23亿元，利润总额494万元。车贷客户基数大，集中度较低，整体风险可控。

表15 小贷公司贷款划分情况（单位：亿元）

公司简称	贷款余额	风险拨备	逾期规模	计提损失准备
西湖小贷	3.40	0.11	0.79	0.11
网络小贷	6.81	0.07	0.16	0.07
兴合小贷	3.29	0.00	0.05	0.06
富汇小贷	3.98	0.08	0.15	0.16
合计	**17.48**	**0.26**	**1.15**	**0.40**

资料来源：公司提供

6.　经营效率

公司经营效率表现良好。

2020年，公司销售债权周转次数同比小幅增至23.16次，存货周转次数和总资产周转次数均同比小幅下降至6.00次和1.86次。从同行业对比来看，公司经营效率处于同行业样本企业上游。

表16　2020年同行业公司经营效率情况对比（单位：次）

公司全称	销售债权周转次数	存货周转次数	总资产周转次数
武汉供销集团有限公司	13.11	2.40	0.22
北京供销社投资管理中心	110.70	18.28	0.47

[4] 延续以前年度口径将浙农控股下属钢贸业务计入其他业务中，计划 2021 年起调整划分口径。

中国供销集团有限公司	13.87	4.54	1.07
公司	23.16	6.00	1.86

资料来源：联合资信整理

5. 未来发展

根据公司“十四五”规划，未来公司将按照稳中求进和高质量发展的要求，通过战略引领、创新驱动、改革突破、数字赋能、合作开放的工作指引，融入国际国内经济“双循环”，提升经济质量、创新效能、管控水平、素质形象，推动实现“企业强大、服务有力、职工幸福”的愿景。

除房地产外，公司在建项目 5 项，预计总投资额 21.40 亿元，全部自筹。截至 2020 年底已投资 18.26 亿元，2021 年和 2022 年分别计划投资 2.82 亿元和 0.29 亿元。

截至 2020 年底，公司在建项目主要以投资收尾为主，规模不大。兴合商务广场项目已完成项目施工，正在验收当中，最终用途尚未确定；高档服装电子商务软件产业基地项目处于室内装修阶段，部分已投入运营，以自用为主；春风滨江基地改造项目处于主体建筑阶段，预计项目于 2022 年 6 月底建成运营；金华浙农茂阳食材加工及配送中心，计划 2021 年底前投入使用。

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 17　公司未来投资情况（单位：万元）

项目名称	总投资	截至 2020 年底已投资额	2021 年	2022 年计划投资
			计划投资	
金华浙农茂阳食材加工及配送中心	8000.00	5480.00	2520.00	0.00
高档服装电子商务软件产业基地	35000.00	32327.00	2200.00	400.00
春风滨江基地改造项目	35000.00	17940.00	14500.00	2500.00
兴合商务广场	58000.00	54000.00	4000.00	0.00
合计	**214000.00**	**182552.00**	**28215.00**	**2900.00**

十、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年的财务报表，中汇会计师事务所（特殊普通合伙）对上述财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司2021年1－3月财务数据未经审计。

从合并范围看，2020年底，公司纳入合并范围一级子公司19家，较2019年底无变化。2021年3月底，公司合并范围内一级子公司较2020年底无变化，财务数据可比性较强。

截至 2020 年底，公司（合并）资产总额为 651.05 亿元，所有者权益合计为 174.38 亿元（含少数股东权益 122.82 亿元）。2020 年，公司实现营业总收入 1098.40 亿元，利润总额 28.15 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额为 693.64 亿元，所有者权益合计为 177.63 亿元（含少数股东权益 124.99 亿元）。2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 292.29 亿元，利润总额 3.83 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产规模持续增长，仍以流动资产为主。流动资产中，货币资金受限比例较高，未受限部分货币资金较为充足，应收类款项、预付款项以及地产投资为主的存货规模大；非流动资产中，可供出售金融资产和固定资产占比较高，其中，可供出售金融资产

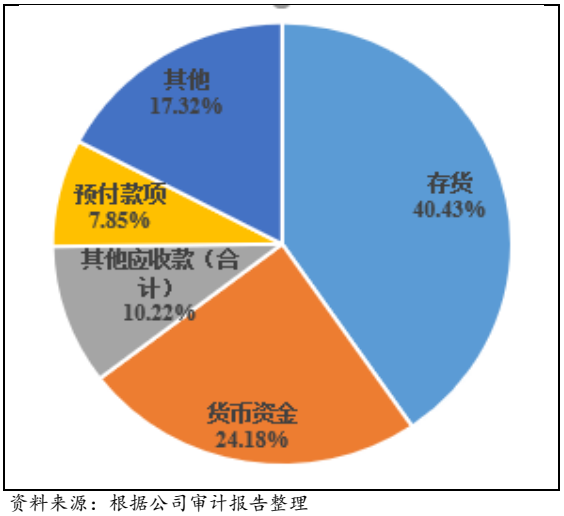
可带来一定处置收益。整体看，公司资产质量良好。

截至 2020 年底，公司资产总额为 651.05 亿元，较上年底增长 22.91%，主要系流动资产增加所致。其中，流动资产占 78.15%，非流动资产占 21.85%。公司资产以流动资产为主。

（1）流动资产

截至 2020 年底，公司流动资产为 508.80 亿元，较上年底增长 26.85%，主要系存货增长所致。截至 2020 年底，公司流动资产主要由货币资金 123.02 亿元（占 24.18%）、应收票据 7.25 亿元（占 1.43%）、应收账款 38.97 亿元（占 7.66%）、预付款项 39.94 亿元（占 7.85%）、其他应收款（合计）52.00 亿元（占 10.22%）和存货 205.68 亿元（占 40.43%）等构成。

图 4　截至 2020 年底公司流动资产构成情况



资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司货币资金为 123.02 亿元，较上年底增长 12.79%，主要由银行存款 89.01 亿元和其他货币资金 33.93 亿元构成。其中，银行存款中包括 6.09 亿元定期存款，其他货币资金主要为银行承兑汇票、信用证、外汇、按揭贷款等各类保证金 33.79 亿元。截至 2020 年底，公司使用受限的货币资金为 45.46 亿元，占货币资金总额的 36.95%，受限比例较高，剩余货币资金较为充足。

截至 2020 年底，公司应收账款为 38.97 亿元，较上年底变动不大。截至 2020 年底，公司应收账款账面余额 40.03 亿元，共计提坏账准备 1.06 亿元（计提比例为 2.65%），期末账面价值为 38.97 亿元。其中，按组合计提坏账准备的账面余额为 39.66 亿元，账龄在 1 年以内的占 91.87%，账龄短。集中度方面，截至 2020 年底公司应收账款余额前五名单位合计占应收账款余额的 8.31%，集中度低。

表 18　截至 2020 年底公司应收账款前五名

（单位：亿元、%）

客户名称	余额	占比
VERADO CO., LTD	1.60	4.11
浙江中制物流有限公司	0.36	0.92
腾达建设集团有限公司	0.44	1.13
浙江天工壹重石科技有限公司	0.43	1.10
中铁二局集团有限公司	0.41	1.05
合计	**3.24**	**8.31**

注：合计数与各项合计存在因四舍五入导致的尾差

资料来源：公司提供

公司预付款项主要为预付货款，截至 2020 年底，公司预付款项为 39.94 亿元，较上年底增长 27.85%，主要是农资和塑化业务年底集中付款所致。从账龄来看，账龄在 1 年以内的预付账款占 94.52%，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 9.01 亿元，占预付款项总额的 25.53%，集中度一般。

表 19　截至 2020 年底公司预付款项前五名

（单位：亿元、%）

客户名称	余额	占比
华晨宝马汽车有限公司	2.33	5.83
国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司	3.30	8.26
宝马（中国）汽车贸易有限公司	1.47	3.68
浙江广茂建设有限公司	0.88	2.20
浙江东博建设有限公司	1.02	2.55
合计	**9.01**	**25.53**

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、投资性预付款及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等。截至 2020 年底，公司其他应收款（合计）为 52.00 亿元，较上年底增长 9.53%。截至 2020 年底，公司其他应收款账面余额 54.04 亿元，共计提坏账准备 2.27 亿元，账面价值为 51.77 亿元。公司其他应收款按组合计提坏账准备的规模为 52.77 亿元，其中，按账龄组合计提的应收账款账面余额为 18.22 亿元，账龄在 1 年以内的占 73.16%，1～3 年的占 18.61%，整体账龄较短。按其他组合计提坏账准备的其他应收款账面余额为 34.55 亿元，主要为按关联方组合计提（13.34 亿元）和按无风险组合计提（7.22 亿元）。集中度方面，截至 2020 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 19.63%，集中度一般。

表 20　截至 2020 年底公司其他应收款前五名

（单位：亿元、%）

客户名称	余额	款项性质
浙江隆仕升服饰有限公司	3.74	暂借款
临朐石门坊基础设施建设开发有限公司	2.03	土地出让金
山东北方纺织集团有限公司	1.34	押金保证金
浙江青年乘用车集团有限公司	1.76	暂借款
湖州新洪房地产开发有限公司	1.29	往来款
合计	**10.16**	--

资料来源：公司审计报告

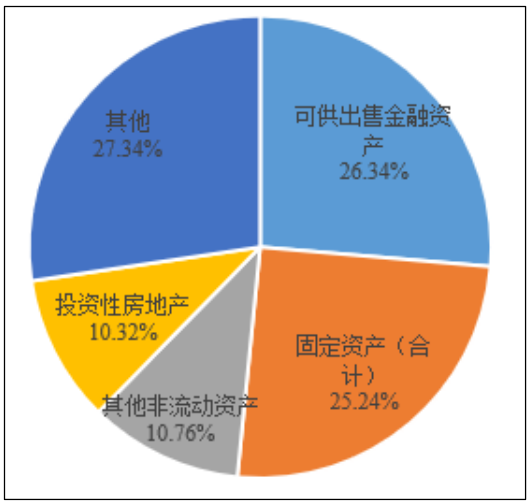
截至 2020 年底，公司存货为 205.68 亿元，较上年底增长 48.54%，主要来自开发成本和开发产品的增加。截至 2020 年底，公司存货中主要包括库存商品（61.15 亿元）、开发成本（88.36 亿元）、开发产品（38.06 亿元）和在途物资（9.29 亿元）等；公司对原材料、在产品、库存商品共计提存货跌价准备 1.12 亿元。

截至 2020 年底，公司其他流动资产为 31.72 亿元，较上年底增长 57.90%，主要系理财产品规模增加所致。截至 2020 年底，公司其他流动资产主要包括银行理财产品 25.12 亿元、待抵扣进项税 3.79 亿元和预缴税款 1.22 亿元。

（2）非流动资产

截至 2020 年底，公司非流动资产为 142.25 亿元，主要由可供出售金融资产（占 26.34%）、长期股权投资（占 5.73%）、投资性房地产（占 10.32%）、固定资产（合计）（占 25.24%）、在建工程（合计）（占 3.39%）、无形资产（占 7.79%）和其他非流动资产（占 10.76%）等构成。

图 5　截至 2020 年底公司非流动资产构成情况



资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2020 年底，公司可供出售金融资产为 37.47 亿元，较上年底小幅下降 3.20%。可供出售金融资产中，以公允价值计量的可供出售金融资产 2.27 亿元，以成本计量的可供出售金融资产 29.65 亿元。投资单位较为分散，前五大投资单位期末余额为 10.74 亿元，详见下表。截至 2020 年底，公司对可供出售金融资产计提减值准备 0.87 亿元；实现投资收益 3.72 亿元，主要来自处置基金、资产管理计划等。

表 21　截至 2020 年底公司按成本计量的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
浙江绍兴瑞丰农村商业银行股份有公司	4.70	成本法

杭州炳盛投资管理合伙企业（有限合伙）	1.81	成本法
杭州星跃企业管理合伙企业（有限合伙）	1.65	成本法
杭州至辰企业管理合伙企业（有限合伙）	1.60	成本法
巴新铁路有限责任公司	0.98	成本法
合计	**10.74**	--

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司固定资产为 35.90 亿元，较上年底增长 15.75%，主要是房屋及建筑物的增加。截至 2020 年底，公司固定资产账面价值 35.90 亿元，较上年底增长 15.75%。公司固定资产主要由房屋及建筑物（占 80.16%）和机器设备（占 10.79%）构成。公司累计计提折旧 20.13 亿元，对房屋及建筑物和运输工具计提减值准备 9.31 万元。

截至 2020 年底，公司在建工程为 4.82 亿元，较上年底下降 58.42%，主要系江虹路新大楼完工结转所致。公司在建工程主要包括兴合商务广场、杭州春风纺织办公大楼等。

截至 2020 年底，公司投资性房地产为 14.68 亿元，较上年底增长 46.06%，主要是江虹路新大楼等完工结转增加 4.91 亿元所致；公司投资性房地产无减值迹象。

截至 2020 年底，公司无形资产为 11.08 亿元，较上年底变动不大。公司无形资产主要包括土地使用权 10.30 亿元，对无形资产计提累计摊销 2.44 亿元。

截至 2020 年底，公司商誉为 7.16 亿元，较上年底变动不大，主要包括浙农股份 2.79 亿元，剩余主要为收购 4S 店形成的商誉；累计计提商誉减值准备 0.04 亿元。

截至 2020 年底，公司其他非流动资产为 15.31 亿元，主要以富汇小贷形成的贷款余额为主；其他非流动资产中，贷款余额为 13.77 亿元，在贷款五级分类中，正常类贷款 12.43 亿元，关注类贷款为 1.17 亿元，次级类贷款为 0.14 亿元，可疑类贷款为 258.19 万元，无损失类贷款。公司对小贷贷款共计提跌价准备 0.26 亿元。

截至 2020 年底，公司使用受限的资产主要为货币资金、固定资产和无形资产，受限规模分别为 45.46 亿元、6.78 亿元和 1.68 亿元，合计受限比例为 8.28%。

截至 2021 年 3 月底，公司资产总额 693.64 亿元，较 2020 年底增长 6.54%，构成仍以流动资产为主。流动资产中，公司货币资金 121.35 亿元，较上年底变动不大，其中使用受限的货币资金 45.86 亿元，占货币资金总额的 37.79%，受限比例仍较高；存货规模较上年底增长 17.79%至 242.38 亿元，主要系开发成本的增加，其他应收款（合计）较上年底增长 39.22%至 72.40 亿元，主要系公司往来款集中在年终处理所致，其他流动资产因理财规模下降，较上年底下降至 9.73 亿元；非流动资产中，其他非流动资产较上年底下降 68.75%至 4.78 亿元，其他科目较 2020 年底变化不大。截至 2021 年 3 月底，公司受限资产 54.35 亿元，主要来自货币资金、固定资产和土地抵质押，占资产总额的 7.84%。

3. 负债和所有者权益

（1） 所有者权益

跟踪期内，公司所有者权益保持增长，少数股东权益及未分配利润占比高，所有者权益稳定性较弱；母公司对重要子公司持股比例偏低，且子公司层级较多，导致归属于母公司利润欠佳。

截至 2020 年底，公司所有者权益为 174.38 亿元，较上年底增长 18.39%，主要来自少数股东权益增长。截至 2020 年底，公司归属于母公司权益合计中实收资本占 19.40%、资本公积占 4.42%、盈余公积占 5.82%、未分配利润占 65.48%；所有者权益中归属于母公司所有者权益占 29.57%，少数股东权益占 70.43%。

截至 2021 年 3 月底，公司所有者权益合计为 177.63 亿元（包含少数股东权益 124.99 亿元），较上年底小幅增长。

（2） 负债

公司负债始终以流动负债为主，跟踪期内，公司有息债务持续增长，整体债务负担较重。

截至 2020 年底，公司负债总额为 476.66 亿元，较上年底增长 24.65%。其中，流动负债占 89.79%，非流动负债占 10.21%。公司负债以流动负债为主。

截至 2020 年底，公司流动负债为 428.02 亿元，较上年底增长 26.26%，主要系预收款项的增加所致。截至 2020 年底，公司流动负债主要由短期借款（占 23.53%）、应付票据（占 18.39%）、应付账款（占 11.05%）、预收款项（占 24.34%）、其他应付款（合计）（占 14.23%）、和一年内到期的非流动负债（占 4.35%）等构成。

截至 2020 年底，公司短期借款为 100.70 亿元，较上年底增长 2.62%。其中，信用借款为 13.18 亿元、抵押借款为 13.55 亿元、保证借款为 42.43 亿元、商业票据融资为 24.59 亿元、信用质押抵押借款为 3.00 亿元、质押借款 2.50 亿元，剩余主要为商业承兑汇票贴现、信用证贴现及出口押汇等。

截至 2020 年底，公司应付票据为 78.72 亿元，较上年底增长 10.08%，以银行承兑汇票为主，为 61.85 亿元。

截至 2020 年底，公司应付账款为 47.29 亿元，较上年底增长 22.55%。从账龄来看，1 年以内的应付账款为 43.68 亿元，占 92.37%，整体账龄短。

截至 2020 年底，公司预收款项较上年底大幅增长 88.15%至 104.18 亿元，主要为预收售房款（约 58 亿元）增加所致。从账龄来看，1 年以内的预收款项为 87.91 亿元，占 84.83%，1～2 年的占 14.04%，整体账龄较短。

截至 2020 年底，公司其他应付款（合计）为 60.91 亿元，较上年底增长 18.59%。其中，其他应付款为 57.96 亿元，主要以暂借款（17.30 亿元，已计入有息债务核算）、应付暂收款（17.25 亿元）及其他（12.20 亿元，为押金、保证金和往来款等）等构成

表 22 截至 2020 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
浙江正扬建设集团有限公司	1.53	暂借款	是
浙江久欣化工产品有限公司	2.07	暂借款	是
临安鑫安房地产开发有限公司	1.82	暂借款	是
杭州北部软件园发展有限公司	1.40	应付暂收款	否
龙泉浙西南商贸物流市场开发有限公司	0.73	暂借款	是
合计	**7.54**	--	--

注：合计数与各项合计存在因四舍五入导致的尾差

资料来源：公司审计报告

截至 2020 年底，公司一年内到期的非流动负债为 18.61 亿元，较上年底增长 49.82%，主要是“18 浙兴合 MTN001”和“18 浙兴合 MTN002”将于一年内到期转入及部分长期借款即将到期转入所致。截至 2020 年底，公司其他流动负债为 8.14 亿元，主要为短期应付融资券的本金（8.00 亿元）及手续费。

截至 2020 年底，公司非流动负债为 48.64 亿元，较上年底增长 12.06%。截至 2020 年底，公司非流动负债主要由长期借款（占 63.59%）、递延所得税负债（占 5.82%）和其他非流动负债（占 28.66%）等构成。

截至 2020 年底，公司长期借款为 30.93 亿元，较上年底增长 42.64%。其中，信用借款 11.69 亿元、保证借款 5.78 亿元、抵押借款 5.13 亿元、抵押质押借款 3.95 亿元、信托贷款 3.07 亿元。

截至 2020 年底，公司其他非流动负债为 13.94 亿元，主要包括“20 浙兴合 MTN001”（5.00 亿元）、递延收益 2.08 亿元和“19 浙农控 MTN001”（5 亿元）。

截至 2021 年 3 月底，公司负债总额合计 516.01 亿元，较 2020 年底增长 8.25%，主要来自应付票据、合同负债及应付债券的增长，

构成仍以流动负债为主。公司应付票据较上年底增至 103.41 亿元；合同负债 86.61 亿元，较上年底增长主要来自地产预售款；公司发行“21 浙兴合 MTN001”（6 亿元）增加应付债券。其余科目较 2020 年底变化不大。

截至 2020 年底，公司全部债务较 2019 年底增长 18.45%至 272.35 亿元，其中，短期债务为 225.97 亿元，长期债务为 46.38 亿元，以短期债务为主。债务指标方面，截至 2020 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较上年底均变动不大，分别为 73.22%、60.96%和 21.01%。

截至 2021 年 3 月底，公司全部债务增至 292.79 亿元，其中，短期债务为 240.33 亿元；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均较上年底小幅增长，分别为 74.39%、62.24%和 22.80%。公司合并口径待偿还债务余额为 25.00 亿元，其中于 2021 年到期规模为 7.00 亿元，集中到期压力不大。

表 23 截至 2021 年 6 月底公司合并口径存续债情况

（单位：亿元）

债券简称	发行日期	到期日期	余额
20 浙兴合 SCP002	2020-10-22	2021-07-10	3.00
20 浙兴合 MTN001	2020-01-02	2023-01-06	5.00
18 浙兴合 MTN002	2018-10-24	2021-10-26	4.00
21 浙兴合 MTN001	2021-03-10	2024-03-12	6.00
19 浙农控 MTN001	2019-05-07	2022-05-09	5.00
19 浙新大 MTN001	2019-09-03	2022-09-05	2.00
合计	--	--	**25.00**

资料来源：联合资信整理

4. 盈利能力

跟踪期内，公司营业收入和利润规模均持续增长，盈利能力良好，非经常性损益对公司利润形成有益补充。

2020 年，公司实现营业收入 1098.40 亿元，同比增长 7.92%，营业成本 1031.86 亿元，同比增长 7.45%；公司营业利润率为 5.72%，同比增加 0.33 个百分点；利润总额为 28.15 亿元，同比增长 38.40%。

期间费用方面，2020 年，公司发生期间费用总额为 45.20 亿元，主要以销售费用和管理费用为主，分别为 19.33 亿元和 17.56 亿元，财务费用 7.64 亿元，同比变动不大。期间费用率为 4.11%，对利润形成一定侵蚀。

非经常损益对公司利润形成一定补充。2020 年，公司实现投资收益 8.72 亿元（构成详见下表），其他收益 1.14 亿元；发生资产减值损失 2.06 亿元，主要为坏账损失（1.14 亿元）和存货跌价损失（0.58 亿元）；获得其他收益和营业外收入分别为 1.14 亿元和 2.53 亿元（政府补助、罚没收入和拆迁补偿款等）；公允价值变动收益规模不大，为 0.32 亿元。

表 24 2019－2020 年公司投资收益构成情况

（单位：亿元）

项目	2020 年	2019 年
权益法核算的长期股权投资收益	0.14	0.34
处置长期股权投资收益产生的投资收益	2.84	2.68
交易性金融资产收益	0.97	0.48
持有至到期投资持有期间取得的投资收益	0.00	0.12
可供出售金融资产收益	3.72	3.97
其他投资收益	1.05	0.79
合计	**8.72**	**8.37**

资料来源：公司审计报告

从盈利指标看，2020 年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为 7.31%和 12.31%，分别同比增加 1.98 个百分点和 2.35 个百分点。从同行业对比来看，公司盈利能力优于同行业样本企业。

表25 2020年公司盈利能力同行业对比情况

（单位：亿元、%）

公司全称	利润总额	总资本收益率	净资产收益率
武汉供销集团有限公司	1.27	2.73	2.70
北京供销社投资管理中心	4.40	6.12	2.80
中国供销集团有	12.96	3.33	2.54

限公司			
公司	28.15	7.31	12.31

资料来源：联合资信整理

2021 年一季度，公司实现营业收入 292.19 亿元，同比增长 52.99%，实现利润总额 3.83 亿元（上年同期为-0.17 亿元）；公司总资本收益率和净资产收益率分别为 2.14%和 5.66%。

5. 现金流

跟踪期内，公司经营活动现金流入保持较大规模，获现能力维持良好水平，投资活动因理财产品购买规模加大，投资活动呈净流出状态。考虑到公司房地产项目未来投资规模较大，公司对外融资压力持续存在。

经营活动方面，2020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随之增加，2020年分别为1242.70亿元和1334.25亿元；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而增长，2020年分别为1170.76亿元和1306.45亿元；公司收到和支付其他与经营有关的现金同比增长，分别为83.30亿元和97.72亿元，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。2020年，公司经营活动产生的现金流量净额为27.81亿元，同比下降。从收入实现质量指标看，2020年公司现金收入比为113.14%，同比增加1.72个百分点，收入质量良好。

投资活动方面，2020年，公司投资活动现金流入96.19亿元，其中，收回投资收到的现金和收到其他与投资有关的现金规模较大，分别为43.51亿元和40.57亿元，主要为持有/处置可供出售金融资产及理财产品收益等产生的现金。2020年，公司投资活动现金流出为121.84亿元，主要为投资支付的现金（63.90亿元）和支付其他与投资活动有关的现金（42.27亿元），主要是购买理财产品和股权投资所支付的现金。2020年，投资活动现金流量净额为-23.65亿元，同比转为大额净流出。

筹资活动方面，2020年，公司筹资活动现金流入229.37亿元，主要来自借款；筹资活动现金流出为214.55亿元，主要用于偿还债务。2020年，公司筹资活动现金流量净额为14.82亿元。

2021年1－3月，公司经营活动现金流量净额为-9.36亿元，净流出规模同比扩大，现金收入比为116.92%，投资活动现金流量净额为0.76亿元，筹资活动现金流量净额为5.36亿元。

6. 偿债能力

公司短期偿债指标尚可，考虑到公司作为浙江省供销社下属的大型商贸流通企业，综合竞争实力很强，合并范围尚未使用授信额度规模大、剔除受限部分的货币资金仍较为充足、具备直接融资渠道，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债能力指标看，2020 年底，公司流动比率维持上年水平，为 118.87%，速动比率较上年底小幅下降至 70.82%；现金类资产是短期债务的 0.62 倍。2021 年 3 月底，公司流动比率和速动比率分别为 122.47%和 69.48%；现金类资产是短期债务的 0.63 倍。

从长期偿债能力指标看，2020 年，公司 EBITDA 为 43.41 亿元，全部债务/EBITDA 为 6.27 倍；公司 EBITDA 利息倍数为 3.87 倍，保障能力强。

截至 2021 年 3 月底，除子公司浙江茗发为非关联方客户提供车贷以外，公司无对外担保，车贷客户基数大，集中度较低，整体担保风险可控，联合资信评估股份有限公司将持续关注相关担保风险。

截至2021年3月底，公司合并范围获得银行授信额度392.41亿元，尚未使用的额度为188.25亿元，公司间接融资渠道畅通，同时拥有一家上市子公司，具备直接融资渠道。

7. 母公司财务分析

公司本部作为融资控股平台，无主营业务，利润主要来自子公司分红形成的投资收益。有息债务主要为存续债券，整体债务负担尚可。

截至 2020 年底，母公司资产总额 57.75 亿元，较上年底小幅增长，以非流动资产为主。从构成看，货币资金 3.08 亿元，其他应收款 14.21 亿元（主要为应收关联方款项），长期股权投资 28.45 亿元（主要为对子公司的投资）占比较高。母公司负债总额 22.55 亿元，以流动负债为主。母公司有息债务为 18.00 亿元，其中，长期债务为 5.00 亿元，为“20 浙兴合 MTN001”，短期债务 13.00 亿元，包括“18 浙兴合 MTN001”（6 亿元已按期兑付）“18 浙兴合 MTN002”（4 亿元）和“20 浙兴合 SCP002”（3 亿元）。本部全部债务资本化比率为 33.83%，资产负债率为 39.04%，母公司现金类资产是短期债务的 0.45 倍。

母公司作为控股平台，无主营业务，2020 年未实现营业收入。利润总额为 1.23 亿元，主要来自投资收益 2.69 亿元，其中 1.69 亿元为子公司分红。

现金流方面，2020 年，公司本部经营活动产生的现金流量净额为-0.33 亿元，同比转为净流出。投资活动方面，2020 年，公司本部收到和支付其他与投资活动有关的现金规模大幅增长，分别为 38.14 亿元和 37.07 亿元，主要系年底理财规模较多，投资活动现金流量净额为-0.47 亿元。筹资活动主要为银行借款和偿还债务为主，筹资活动净流入 1.84 亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司本部获得银行授信额度 16.23 亿元，尚未使用。

十一、存续期内债券偿还能力分析

公司 EBITDA 和经营活动现金流量净额对未来待偿债券本金峰值的保障能力强。

截至本报告出具日，公司存续债券共 15 亿元。其中，本年度剩余到期债券规模为 4 亿元，未来待偿债券本金峰值为 6 亿元（2024 年）。

2020 年，公司 EBITDA 为未来待偿债券本金峰值的 7.24 倍；经营活动现金流入量为未来待偿债券本金峰值的 222.38 倍；经营活动现金流量净额为未来待偿债券本金峰值的 4.64 倍；现金类资产为本年度剩余到期债券金额的 26.16 倍。

表 26 公司存续债券保障情况

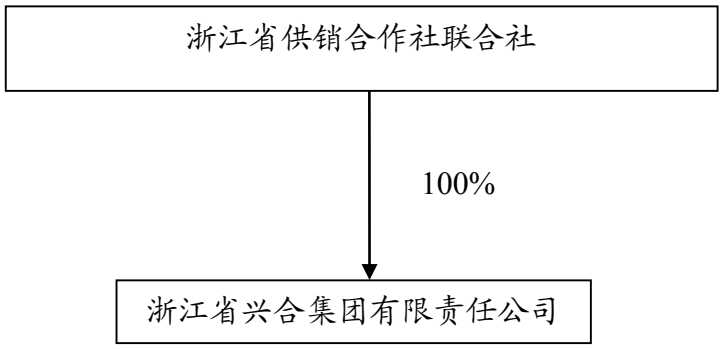
主要指标	指标值
本年度剩余应到期债券金额（亿元）	4.00
未来待偿债券本金峰值（亿元）	6.00
现金类资产/本年度剩余到期债券金额（倍）	26.16
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值（倍）	222.38
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值（倍）	4.64
EBITDA/未来待偿债券本金峰值（倍）	7.24

注：1. 本年度剩余到期债券金额=本年度应到期债券金额-本年度已兑付债券金额；2. 现金类资产使用最新一期财务数据（2021 年 3 月底），已剔除受限资金；3. 经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额、EBITDA 均采用 2020 年数据
资料来源：联合资信根据公司年报、最新财务报表及公开资料整理

十二、结论

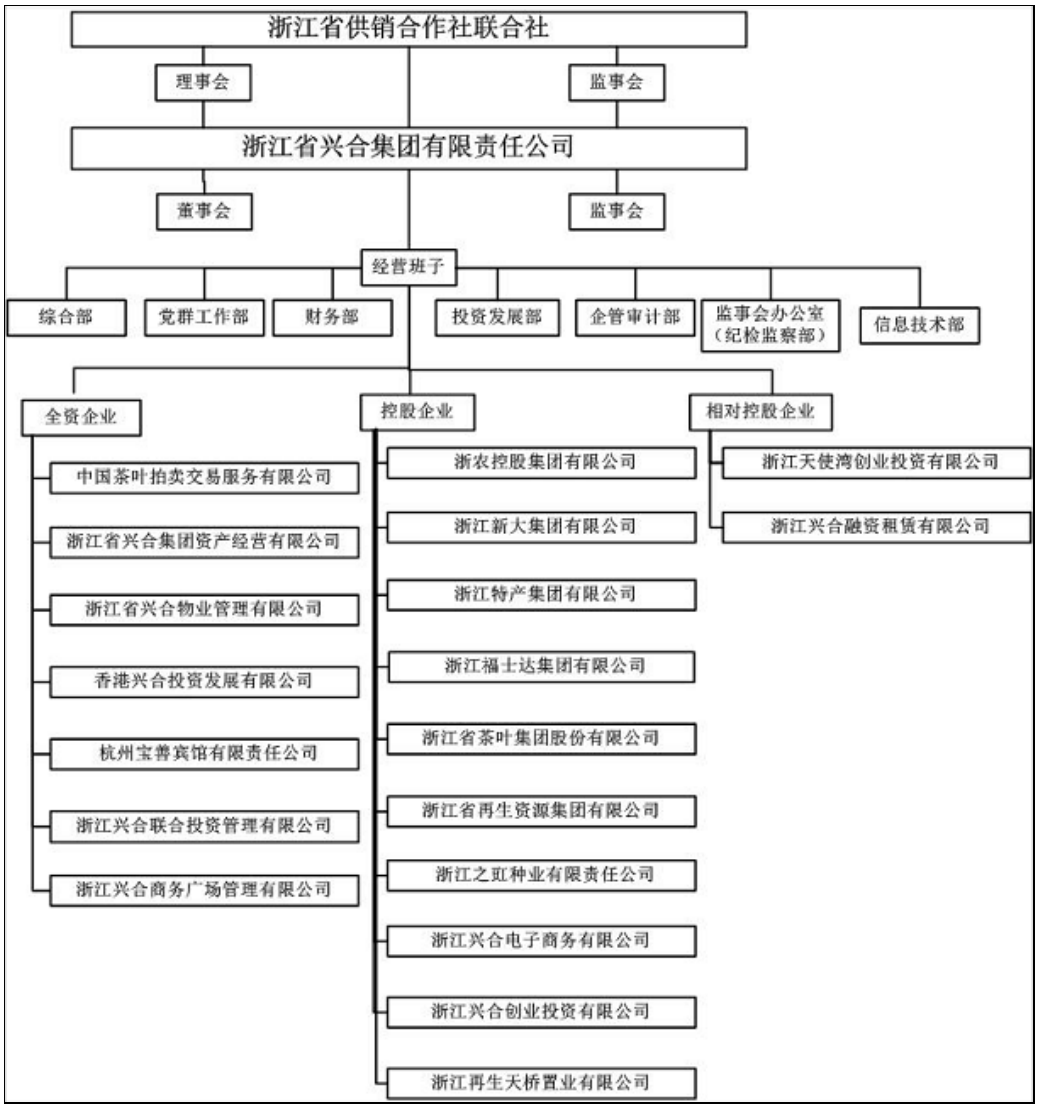
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA^+，维持“21 浙兴合 MTN001”“20 浙兴合 MTN001”和“18 浙兴合 MTN002”的信用等级为 AA^+，评级展望为稳定。

附件 1-1　截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	75.12	84.28	94.71	104.65
资产总额(亿元)	486.76	529.69	651.05	693.64
所有者权益(亿元)	125.75	147.29	174.38	177.63
短期债务(亿元)	183.07	191.48	225.97	240.33
长期债务(亿元)	26.96	38.44	46.38	52.46
全部债务(亿元)	210.03	229.93	272.35	292.79
营业收入(亿元)	949.98	1017.75	1098.40	292.29
利润总额(亿元)	18.93	20.34	28.15	3.83
EBITDA(亿元)	31.54	28.89	43.41	--
经营性净现金流(亿元)	30.29	30.61	27.81	-9.36
财务指标				
销售债权周转次数(次)	22.12	21.99	23.16	--
存货周转次数(次)	6.55	6.93	6.00	--
总资产周转次数(次)	2.01	2.00	1.86	--
现金收入比(%)	116.83	111.42	113.14	116.92
营业利润率(%)	5.48	5.39	5.72	4.68
总资本收益率(%)	6.65	5.33	7.31	--
净资产收益率(%)	10.43	9.96	12.31	--
长期债务资本化比率(%)	17.66	20.70	21.01	22.80
全部债务资本化比率(%)	62.55	60.95	60.96	62.24
资产负债率(%)	74.17	72.19	73.22	74.39
流动比率(%)	114.01	118.32	118.87	122.47
速动比率(%)	72.16	77.48	70.82	69.48
经营现金流动负债比(%)	9.15	9.03	6.50	--
现金短期债务比（倍）	0.57	0.65	0.62	0.63
EBITDA 利息倍数(倍)	1.83	2.49	3.87	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.66	7.96	6.27	--

注：1.2021 年 1—3 月财务数据未经审计，相关数据未年化；2.合并口径短期债务中包含其他应付款款、其他流动负债和其它非流动负债中的有息债务；3.合并口径现金类资产中已剔除使用受限的货币资金
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.82	3.67	5.89	2.04
资产总额(亿元)	51.77	53.95	57.75	57.57
所有者权益(亿元)	30.62	34.09	35.20	34.84
短期债务(亿元)	1.00	6.00	13.00	6.00
长期债务(亿元)	16.00	10.00	5.00	11.00
全部债务(亿元)	17.00	16.00	18.00	17.00
营业收入(亿元)	0.03	0.01	0.00	0.00
利润总额(亿元)	0.82	2.88	1.23	-0.41
EBITDA(亿元)	/	/	/	--
经营性净现金流(亿元)	-5.10	2.64	-0.33	-0.13
财务指标				
销售债权周转次数(次)	*	*	*	--
存货周转次数(次)	*	*	*	--
总资产周转次数(次)	0.00	0.00	0.00	--
现金收入比(%)	107.89	114.66	0.00	--
营业利润率(%)	81.59	36.69	*	--
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	2.67	8.44	3.51	--
长期债务资本化比率(%)	34.32	22.68	12.44	24.00
全部债务资本化比率(%)	35.70	31.95	33.83	32.80
资产负债率(%)	40.85	36.82	39.04	39.49
流动比率(%)	432.98	190.52	115.01	256.91
速动比率(%)	432.98	190.52	115.01	256.91
经营现金流动负债比(%)	-99.66	26.84	-1.86	--
现金短期债务比（倍）	4.82	0.61	0.45	0.34
EBITDA 利息倍数(倍)	/	/	/	--
全部债务/EBITDA(倍)	/	/	/	--

注：2021 年 1—3 月财务数据未经审计，相关数据未年化；“*”表示数据过大或者过小“/”表示未获取“--”表示不涉及
资料来源：联合资信根据公司财务报告整理

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－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%
现金短期债务比	现金类资产/短期债务

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+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

权利与免责声明

1. 本报告所列示的相关债券或证券的跟踪评级结果，不得用于其他债券或证券的发行活动。

2. 本报告版权为联合资信所有，未经书面授权，任何机构和个人不得复制、转载、出售和发布；经授权使用的，不得对有关内容进行歪曲和篡改，且不得用于任何非法或未经授权的用途。

3. 联合资信对本报告所使用资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证；本报告的评级结论及相关分析为联合资信基于相关信息和资料对评级对象所发表的前瞻性观点，而非事实陈述；并非且不应被视为购买、出售、持有任何资产的投资建议。

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

5. 联合资信不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）因使用本报告及联合资信采取评级调整、更新、终止与撤销等评级行动而导致的任何损失负责，亦不对发行人因使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。