

跟踪评级公告

联合[2014] 1431 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级，确定维持浙江省兴合集团公司主体长期信用等级为AA，评级展望为稳定，并维持“12浙兴合MTN1”和“13浙兴合MTN001”的信用等级为AA。

特此公告。


联合资信评估有限公司
二零一四年七月三十日

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(100022)

电话：010-85679696

传真：010-85679228

<http://www.lhratings.com>

浙江省兴合集团公司2014年度跟踪评级报告

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

名称	额度	存续期	跟踪评级结果	上次评级结果
12 浙兴合 MTN1	6 亿元	2012/02/09-2017/02/09	AA	AA
13 浙兴合 MTN001	4 亿元	2013/11/11-2018/11/11	AA	AA

跟踪评级时间: 2014 年 7 月 30 日

财务数据

项目	2011 年	2012 年	2013 年	14 年 3 月
现金类资产(亿元)	54.65	57.50	52.16	49.49
资产总额(亿元)	258.49	296.26	320.92	318.05
所有者权益(亿元)	73.95	84.11	90.85	92.52
短期债务(亿元)	98.52	112.81	130.16	130.95
全部债务(亿元)	106.80	131.61	159.21	156.39
营业收入(亿元)	455.05	494.42	596.45	133.32
利润总额(亿元)	14.70	13.16	15.76	-0.03
EBITDA(亿元)	19.32	18.20	21.87	--
经营性净现金流(亿元)	-3.77	12.69	0.66	-7.92
营业利润率(%)	6.96	6.42	5.82	4.08
净资产收益率(%)	14.74	11.41	12.97	--
资产负债率(%)	71.39	71.61	71.69	70.91
全部债务资本化比率(%)	59.09	61.01	63.67	62.83
流动比率(%)	118.20	125.71	130.97	128.97
全部债务/EBITDA(倍)	5.53	7.23	7.28	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.99	5.97	7.13	--
经营现金流动负债比(%)	-2.16	6.62	0.33	--

注: 1. 2014 年一季度财务数据未经审计。

2. 2013 年其他非流动负债中的中期票据计入长期债务。

3. 2013 年及 2014 年一季度其他应付款中暂借款计入短期债务。

分析师

赵楠 王晴

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)

Http: //www.lhratings.com

评级观点

浙江省兴合集团公司(以下简称“公司”)是浙江省供销社所属的大型贸易集团企业,主要经营农资产品、大宗商品、塑化产品等,在浙江及周边地区市场地位突出,政府政策和资金支持力度大。跟踪期间,公司收入规模快速扩大,整体盈利能力有所增强,同时联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到公司流通业务毛利率较低、外贸业务受到国外需求疲软影响增长缓慢以及公司整体负债水平偏高给公司经营及偿债能力带来的不利影响。

未来,随着公司业务结构优化以及物流、仓储配送网络的完善,以及物流基地项目等项目的完工,公司的盈利能力有望进一步加强。

综合考虑,联合资信维持公司 AA 的主体长期信用等级,评级展望为稳定,并维持“12 浙兴合 MTN1”和“13 浙兴合 MTN001”AA 的信用级别。

优势

1. 公司所处浙江省经济发展水平较高,公司具有多年的贸易从业经验,在行业地位、品牌信誉及营销网络等方面具有较强的竞争优势。
2. 跟踪期内公司营业收入大幅增长,整体盈利能力有所增强。
3. 公司 EBITDA 及经营性现金流入量对存续债券保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内,公司外贸业务受到国外需求疲软影响,收入增长缓慢。
2. 公司经营性现金流净额波动幅度大。
3. 公司整体负债水平偏高,债务期限结构有待进一步改善。

信用评级报告声明

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

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

三、本信用评级报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因浙江省兴合集团公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

四、本信用评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

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

六、本跟踪评级结果自发布之日起 12 个月内有效；根据后续评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

一、跟踪评级原因

根据有关要求，按照联合资信评估有限公司关于浙江省兴合集团公司（以下简称“公司”）主体长期信用及存续期内相关债券的跟踪评级安排进行本次定期跟踪评级。

二、企业基本情况

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。截至2013年底，公司注册资本为10亿元。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2013年底，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18家一级控股和相对控股子公司，控股、参股的二级、三级子公司150余家。

截至2013年底，公司合并资产总额为320.92亿元，所有者权益合计为90.85亿元（其中少数股东权益62.50亿元）。2013年，公司实现营业收入596.45亿元，利润总额15.76亿元。

截至2014年3月底，公司合并资产总额为318.05亿元，所有者权益合计为92.52亿元（其中少数股东权益63.72亿元）。2014年1~3月，公司实现营业收入133.32亿元，利润总额-0.03亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市延安路312号；法定代表人：马柏伟。

三、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济

2013年以来，中国宏观经济整体运行平稳，新一届政府注重经济增长的质量和效益，不断推动经济结构转型升级；中共十八届三中全会召开为中国经济持续健康发展产生积极影响；从短期看，全面深化改革的各项细则落实过程中，经济仍将呈小幅波动调整态势。据初步核算，2013年中国实现国内生产总值568845亿元，同比增长7.7%。

2013年，中国规模以上工业增加值同比增长9.7%；同期，规模以上工业企业（年主营业务收入在2000万元以上的企业，下同）实现利润总额62831亿元，同比增长12.20%。

从拉动经济增长的三驾马车表现看，消费、投资两大需求继续保持增长态势，对外贸易增速减缓。具体而言：消费需求增长平稳。2013年社会消费品零售总额为237810亿元，同比名义增长13.1%；投资保持较快增长，第三产业投资增速加快。2013年固定资产投资（不含农户）436528亿元，同比增长19.6%；三次产业投资同比分别增长32.5%、17.4%、21.0%；对外贸易增速进一步下滑。2013年，中国进出口总额为41600亿美元，同比增长7.6%；其中出口金额增长7.9%，进口金额增长7.3%，贸易顺差2592亿美元。

2. 政策环境

财政政策方面，继续实施积极的财政政策，结合税制改革完善结构性减税政策，促进经济结构调整；适当增加财政赤字和国债规模，保持必要的支出力度；进一步优化财政支出结构，保障和改善民生。2013年全年，中国财政累计收入为129143亿元，同比增长10.1%，各项民生政策仍得到较好落实，医疗卫生、社会保障和就业、城乡社区事务等方面支出均实现两位数增长。结构性减税方面，自8月1日起，在全国范围内开展交通运输业和部分现代服务业营业税改征增值税试点，并择机将铁路运输和

邮电通信等行业纳入“营改增”试点。基础设施建设方面，中央财政不断加大投资建设力度，7月31日召开的国务院常务会议，研究推进政府向社会力量购买公共服务，部署重点加强城市基础设施建设。

货币政策方面，央行继续实施稳健的货币政策，根据国际资本流动不确定性增加、货币信贷扩张压力较大等形势变化进行预调微调；灵活开展公开市场操作，开展常备借贷便利操作，促进银行体系流动性总体平衡；发挥差别准备金动态调整工具的逆周期调节作用，引导货币信贷平稳适度增长，增强金融机构抗风险能力；进一步推进利率市场化改革。10月25日，贷款基础利率集中报价和发布机制正式运行，实现科学合理定价并为金融机构信贷产品市场化定价提供参考。截至2013年底，M2存量达110.7万亿，同比增长13.6%。从社会融资规模来看，2013年全社会融资规模为17.3万亿，比上年同期多1.5万亿；其中人民币贷款12.97万亿，增加2.54万亿；全年上市公司通过境内市场累计筹资6885亿元，比上年增加1044亿元。其中，A股再筹资（包括配股、公开增发、非公开增发、认股权证）2803亿元，增加710亿元；上市公司通过发行可转债、可分离债、公司债筹资4082亿元，增加1369亿元。2013年发行公司信用类债券3.67万亿元，比上年减少667亿元。

人民币汇率方面，截至2013年底，人民币兑美元汇率中间价为6.0969元，比上年末升值3.1%；人民币汇率双向浮动特征明显，汇率弹性明显增强，人民币汇率预期总体平稳。市场流动性方面，2013年以来央行始终维持资金中性偏紧的状态，近期中长期国债收益率攀升、回购利率持续高企，资金面紧张格局愈发明显。

产业政策方面，继续加快结构调整和转型升级，继续严格控制“两高”和产能过剩行业盲目扩张，加快推进产业转型升级，推进产能过剩行业兼并重组、扶优汰劣。房地产方面，房地产调控政策进一步趋紧，2月26日，国务院

办公厅发布房地产市场调控政策“国五条”；从房地产市场运行看，行业投资回暖、城市住宅市场成交量回升、重点城市房价上涨和土地市场量价齐升等情况同时出现，其中第三季度一线城市房价上涨较快、地王频现，房地产调控政策面临较大挑战。城镇化建设方面，6月26日，国务院常务会议研究部署加快棚户区改造，会议决定未来5年将改造城市和国有工矿、林区、垦区的各类棚户区1000万户；8月22日，发改委下发了发改办财金[2013]2050号文，明确支持棚改企业申请发行企业债券，并按照“加快和简化审核类”债券审核程序，优先办理核准手续，加快审批速度。10月15日，国务院发布《关于化解产能严重过剩矛盾的指导意见》，明确指出钢铁、水泥、电解铝、平板玻璃、船舶等行业产能严重过剩，将通过坚决遏制产能盲目扩张、清理整顿建成违规产能、淘汰和退出落后产能等方式，争取通过五年时间实现产能规模基本合理、发展质量明显改善、长效机制初步建立的目标。

2013年11月召开的中共十八届三中全会（以下简称“全会”），审议通过了《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，内容涵盖15个领域、60项具体任务，改革总体目标清晰；其中经济体制改革方面，市场在资源配置中的作用由“基础”调整为“决定”，更加明确深化改革的发展方向，将进一步激发市场经济的活力。全会提出建立现代财政制度、改进预算管理制度、完善税收制度，预期新一轮财税体制改革将全面展开。全会提出建立城乡统一的建设用地市场，预期将对土地供需市场产生重大影响。同时全会提出加快房地产税立法并适时推进改革，房地产调控思路的转变预期将对房地产市场发展产生根本性改变。全会提出完善金融市场体系，预期汇率和利率市场化改革、资本市场体系建设以及金融监管等方面的金融业改革措施将逐步展开。

总体来看，2013年以来中国继续实施积极的财政政策和稳健的货币政策；通过公共开支

逐步向有利于公共服务均等化和居民收入增长的领域倾斜，扩大“营改增”试点范围，继续推进基础设施建设等积极的财政政策实施，并搭配稳健的货币政策以实现预期政策效果。产业政策方面，房地产政策调控仍面临较大挑战，城镇化建设将继续保持快速发展，化解产能严重过剩矛盾将是未来一段时期产业结构调整的工作重点。中共十八届三中全会提出的全面深化改革总体目标，将有利于推动经济持续健康稳定发展。

四、行业及区域经济环境

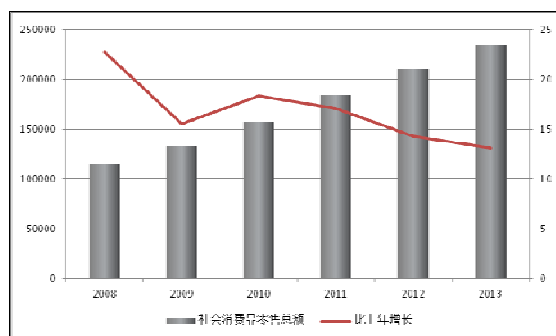
公司贸易业务主要以国内贸易为主，同时经营进出口贸易。

1. 国内贸易

2011年以来，国内贸易保持增长，但增速放缓。根据国家统计局最新数据，2013年全年社会消费品零售总额234380亿元，比上年增长13.1%，扣除价格因素，实际增长11.5%，增速同比下降0.6个百分点。按经营地统计，城镇消费品零售额202462亿元，增长12.9%；乡村消费品零售额31918亿元，增长14.6%。按消费形态统计，商品零售额208988亿元，增长13.6%；餐饮收入额25392亿元，增长9.0%。在限额以上企业商品零售额中，汽车类零售额比上年增长10.4%，家具类增长21.0%，家用电器和音像器材类增长14.5%。

图1 社会消费品零售总额及增长率情况

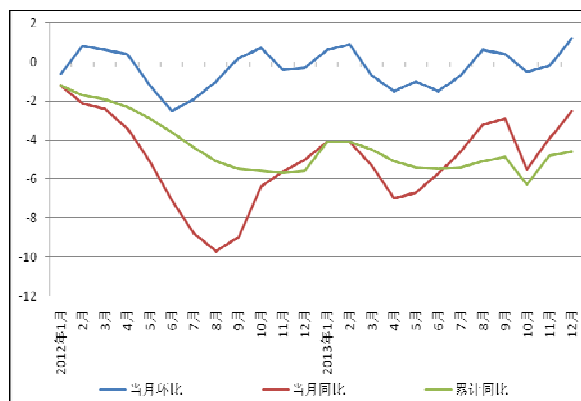
(单位：亿元、%)



资料来源：Wind

2013年，由于需求回升缓慢，供需矛盾突出，生产资料市场价格延续震荡下行走势。1-12月，生产资料市场累计平均价格，比去年同期下降4.6%，降幅较上年收窄1个百分点；比年初下降1.2%，降幅较上年收窄0.3个百分点。从走势上看，全年曾出现三个回升阶段，分别是1-2月、8-9月和12月，但因回升幅度较小，持续时间较为短暂，未能扭转全年价格低迷态势。

图2 生产资料价格总指数变动情况



资料来源：中国物流信息中心，联合资信整理

2013年生产资料市场继续保持平稳增长，全社会生产资料销售总额55万亿元，按可比价计算，同比增长约11.9%，增速较去年同期持平。同期，全社会物流总额为200万亿元，按可比价格计算，同比增长9.5%，增幅较去年同期回落0.3个百分点左右，但仍然快于GDP增长。

从国际市场看，国际大宗商品价格整体也呈现下降格局。进口方面，生产资料产品全年累计平均价格同比下降1.3%，比年初下降1.8%。其中，工业生产资料累计平均价格同比下降1.2%，在结构上，除木材和机电类生产资料进口价格同比有所上升外，其他各大类产品进口价格均有所下降，能源类和有色金属类产品价格降幅较为明显；农业生产资料进口累计平均价格同比下降7.8%。出口方面，生产资料产品全年累计平均价格同比下降0.9%，比年初下降1.2%。其中，工业生产资料累计平均价格同比下降0.9%，在结构上，除建材、木材和汽

车类生产资料出口价格同比有所上升外，其他各大类产品出口价格均有所下降，黑色金属、有色金属和能源类产品价格降幅较为明显；农业生产资料出口累计平均价格同比下降 3.0%。

整体看，社会消费品零售总额及生产资料市场相关数据显示，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速逐渐趋稳。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。

2. 国际贸易

2012 年，国际金融危机深层次影响继续显现，特别是欧洲主权债务危机深化、蔓延，世界经济复苏明显减速，中国进出口贸易增速继续放缓，但进出口贸易规模稳中有增。2013 年，世界经济不平衡性复苏特征明显。美国、日本、欧元区等主要发达经济体都呈现出复苏迹象，经济增长动力逐步增强，对中国外贸形势改善构成一定支撑。相比之下，新兴经济体和发展中国家则出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对内外贸形式构成一定负面因素。

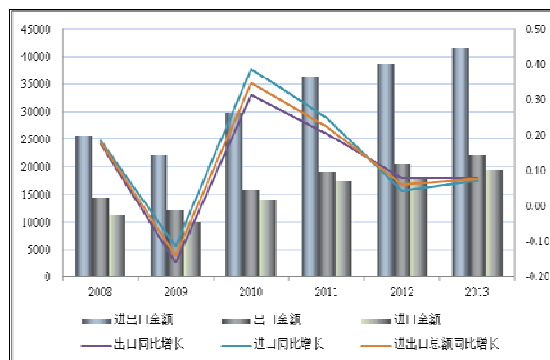
中国对外贸易增速放缓趋稳

根据海关总署发布的统计数据，2012 年以来，在世界经济复苏明显放缓，国内经济下行压力加大的形势下，中国外贸进出口增速明显放缓。2013 年中国进出口总值达到 4.16 万亿美元，扣除汇率因素同比增长 7.6%，比 2012 年提高 1.4 个百分点，但仍较 2011 年增速有较大差距；其中出口 2.21 万亿美元，同比增长 7.9%；进口 1.95 万亿美元，同比增长 7.3%；贸易顺差 2597.5 亿美元，同比扩大 12.8%。总体看，自 2010 年开始，中国进出口贸易增速出现明显放缓趋势，2012 年则达到相对低位，进入 2013 年，对外贸易增速趋稳并略有回升，但回升基础较为薄弱。2014 年 1-4 月，全国进

出口总值为 13243.22 亿美元，同比下降 0.5%；出口总值为 6797.84 亿美元，同比下降 2.3%；进口总值为 6445.37 亿美元，同比上升 1.4%。

图 3 2008~2013 年中国对外贸易进出口情况

(单位:亿美元、%)



资料来源：海关总署

2008 年中国贸易顺差达到 2981 亿美元的峰值水平，此后逐年缩减，2009 年为 1957 亿美元，2010 年为 1815 亿美元，2011 年进一步缩减至 1549 亿美元，2012 年则大幅回升至 2311 亿美元。顺差压力一方面源自出口的改善，另一方面也反映出国内需求的疲软背景下进口增长未及预期。2013 年，中国经济呈现企稳回升态势，拉动了大宗商品进口量的增加；同时，美国、日本、德国等主要经济体逐步走出危机实现增长，促进外贸发展的积极因素开始增多，中国贸易顺差达到 2597.5 亿美元，增长 12.8%。2014 年 1-4 月，中国贸易顺差为 352.47 亿元，同比下降 42.20%。

预期政府下一步将继续稳定和引导大宗商品进口，积极扩大先进技术设备、关键零部件和能源原材料进口，适度扩大消费品进口，从总体上鼓励进口，控制贸易顺差规模。

贸易方式构成逐渐改变

近年来，中国进出口贸易方式构成逐渐改变，一般贸易比重上升并超过加工贸易。据海关总署统计，2013 年，一般贸易进出口总额为 2.2 万亿美元，同比增长 9.3%，占中国进出口总值的 52.8%，比上年提高 0.8 个百分点；加工贸易依旧增长缓慢，进出口总额为 1.36

万亿美元，增长 1%，占比 32.6%，比上年下降 2.2 个百分点。

相对加工贸易而言，具有产业链长、增加值较高特点的一般贸易比重持续提高，一定程度上反映出中国贸易方式的优化。

度上反映出中国贸易方式的优化。

贸易伙伴趋于多元化，国际市场结构进一步优化

表 1 2013 年中国对主要贸易伙伴进出口总值

国家 (地区)	金额(亿美元)			同比(%)		
	进出口	出口	进口	进出口	出口	进口
欧盟	5590.63	3390.08	2200.55	2.10	1.10	3.70
美国	5210.02	3684.27	1525.75	7.50	4.70	14.80
东盟	4436.11	2440.70	1995.40	10.90	19.50	1.90
香港	4010.07	3847.92	162.15	17.50	19.00	-9.30
日本	3125.53	1502.75	1622.78	-5.10	-0.90	-8.70
韩国	2742.48	911.76	1830.73	7.00	4.00	8.50
台湾	1972.81	406.44	1566.37	16.70	10.50	18.50
澳大利亚	1363.77	375.60	988.18	11.50	-0.40	16.80
俄罗斯 联邦	892.13	495.95	396.18	1.10	12.60	-10.30
巴西	902.79	361.92	540.86	5.30	8.30	3.40
印度	654.71	484.43	170.28	-1.50	1.60	-9.40
南非	651.50	168.31	483.19	8.60	9.80	8.20
加拿大	544.38	292.19	252.19	6.00	3.90	8.70
新西兰	123.85	41.32	82.53	28.00	6.90	42.00
总值	41603	22100	19503	7.60	7.90	7.30

资料来源：中国海关总署

近年来，中国积极实施市场多元化战略，大力开拓新兴市场，国际市场布局进一步优化。海关统计数据显示，2012~2013年，中国对俄罗斯、印度、巴西、南非等新兴市场国家和澳大利亚等国的贸易总额占进出口总额比重与2011年基本持平，2013年占比10.7%，其中出口总额1886.21亿美元，2013年同比增长5.8%；欧美日传统市场份额下滑，进出口总额占比逐年下降，2013年为33.5%；与东盟的贸易稳步扩大，贸易额占比升至10.7%。

3. 区域经济环境

公司业务主要立足浙江，辐射全国。浙江省是中国的经济大省，地处东部沿海发达地区，具有发达的腹地经济和明显的区域优势。2013

年全省生产总值 37568 亿元，比上年增长 8.2%。其中，第一产业增加值 1785 亿元，第二产业增加值 18447 亿元，第三产业增加值 17337 亿元，分别增长 0.4%、8.4%和 8.7%。人均 GDP 为 68462 元（按年平均汇率折算为 11055 美元），增长 7.8%。

国内贸易方面，2013 年全省社会消费品零售总额 15138 亿元，比上年增长 11.8%，扣除价格因素，实际增长 10.7%。其中，城镇消费品零售额 12726 亿元，增长 11.6%；乡村消费品零售额 2412 亿元，增长 12.8%。分行业看，批发零售贸易业零售额 13571 亿元，增长 12.1%；住宿餐饮业零售额 1567 亿元，增长 8.4%。在限额以上批发零售贸易业销售额中，汽车类零售额比上年增长 10.7%，石油及制品

类增长 9.7%，食品饮料烟酒类增长 10.9%，服装、鞋帽、针纺织品类增长 10.9%，中西药品类增长 15.8%，日用品类增长 20.7%，金银珠宝类增长 34.0%，通讯器材类增长 16.7%，家具类增长 29.5%。

对外贸易方面，2013 年全年进出口总额 3358 亿美元，比上年增长 7.5%。其中，进口 870 亿美元，下降 1.0%；出口 2488 亿美元，增长 10.8%。月均出口 207.3 亿美元，其中 12 月份出口 241.9 亿美元，创历史新高。民营企业出口 1667 亿美元，比上年增长 18.8%，高于全省出口平均增速 8.0 个百分点，占全省出口总值的 67.0%，比上年提高 4.5 个百分点；对全省出口增长的贡献率为 108.6%。

五、基础素质分析

公司是 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。公司居 2013 年中国企业 500 强第 186 位，居浙江省 2013 年百强企业第 12 位，经营规模与经济效益均居全国供销社系统首位。

截至 2013 年底，公司共有职工 15292 人。从学历构成来看，大学本科及以上占 16.76%，大专学历占 25.44%，高中及以下占 57.79%；从年龄结构看，35 岁以下占 55.91%，35~45 岁占 27.39%，45 岁及以上占 16.70%。

总体看，公司在经营规模与经济效益方面均居全国供销社系统首位，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，整体文化素质进一步提升，能够满足公司发展要求。

六、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度等方面无重大变化。

七、经营分析

跟踪期内，公司主营业务板块未发生变化，仍为商贸流通板块，房地产板块和其他业务（主要是金融投资等）。

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的收入较小，对公司的收入影响较小。2013 年商贸流通业务收入占公司主营业务收入比重为 93.52%，其中内贸和外贸分别占公司主营业务收入的 79.32% 和 14.21%。从收入增速上看，国内贸易增速大幅提升，2013 年增长 22.90%，外贸业务增长缓慢，2013 年增速不到 1%；房地产方面，收入较上年增长 11.99%，但公司房地产业务收入占比不大，房地产收入的增长对公司总体收入的影响仍较小；公司其他业务中由于业务多，毛利率变化大，但由于其收入所占比重大，对公司影响小。受贸易板块（主要是内贸业务）的增长的影响，公司全年共实现主营业务收入 592.94 亿元，总体收入增长 20.81%，增长幅度较上年大幅提升。2014 年 1~3 月份公司实现主营业务收入 133.32 亿元，占 2013 年主营业务收入的 22.52%。

从毛利率上看，2013 年公司贸易业务一定程度上受到了宏观经济形势的影响，有所波动；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，导致毛利率有所波动，受内贸毛利率下降的影响，2013 年公司主营业务毛利率为 6.31%，较上年略有下降。公司毛利水平符合流通行业特点。

2014 年 1~3 月，一方面公司贸易业务毛利受宏观经济形势影响而有所下滑，另一方面房地产业务受项目进度影响，收入确认规模较小，其毛利率对公司整体毛利率贡献小，受上述原因影响，公司整体毛利率仅为 4.37%。

表2 公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%、%）

营业收入	2011 年			2012 年			2013 年			2014 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	334.07	73.97	5.65	382.68	77.97	4.86	470.32	79.32	4.69	103.82	77.87	4.24
外贸出口	81.96	18.15	6.49	83.53	17.02	6.18	84.25	14.21	6.45	22.10	16.58	2.02
房地产	21.52	4.76	27.65	21.61	4.40	29.66	24.2	4.08	26.22	0.88	0.66	52.10
其他	14.10	3.12	7.80	3.00	0.61	62.33	14.17	2.39	25.15	6.52	4.89	7.75
合计	451.65	100.00	6.92	490.82	100.00	6.53	592.94	100.00	6.31	133.32	100.00	4.37

资料来源：公司提供

（1）内贸业务

公司主要销售收入与利润均来自于内贸业务。跟踪期内公司内贸主要商品没有变化，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达到 65.31%。2013 年，公司内贸业务收入快速增长，达到 470.32 亿元，较上年增长 22.90%。从各品种贸易额来看，农资、废旧物资及棉花的贸易额降低，而塑化、汽车、钢

材和其他类产品（主要包括服装纺织制品、羽绒制品、茶叶、机电产品、化纤等）的贸易额增长，由于服装纺织品贸易增长较快，导致其他类产品的国内贸易额占比大幅增长。

2014 年 1~3 月，公司内贸业务收入 103.82 亿元，同比增长 11.65%，占 2013 年全年内贸收入的 22.12%，其中汽车和棉花贸易扩张较快，而农资和钢材贸易规模有所减少。

表3 公司国内贸易业务按商品分类情况（单位：万元、%）

商品类别	2011 年		2012 年		2013 年		2014 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	932302	27.91	1183716	30.93	1555244	33.14	352554	33.96
农资	755609	22.62	831419	21.73	765929	16.32	144048	13.87
汽车	628718	18.82	601915	15.73	743722	15.85	225359	21.71
废旧物资	217804	6.52	211097	5.52	75458	1.61	20277	1.95
钢材	221380	6.63	443118	11.58	528881	11.27	98006	9.44
棉花	144915	4.34	230636	6.03	165537	3.53	80601	7.76
其他	439924	13.17	324890	8.49	857954	18.28	117372	11.31
合计	3340653	100.00	3826791	100.00	4692724	100.00	1038217	100.00

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司塑化板块的主要经营实体仍为农资集团与特产集团，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。2013 年，公司塑化产品贸易实现收入 155.52 亿

元，同比增长 31.39%；2014 年 1~3 月公司塑化产品营业收入占上年全年的 22.67%。

跟踪期内，中国继续实行扩大内需、促进消费、推动经济发展的宏观调控政策，促进了汽车、包装、建材等多行业的快速发展，给塑料原料行业带来了巨大的市场需求，公司通过代理与经销的形式不断扩大市场份额，但由于

塑料原料价格不断波动，板块整体毛利率水平较低。

农资板块的经营实体仍为农资集团及下属子公司，主要经营化肥、农药、农膜等，其中化肥销售占农资板块的比重提升到 90%以上。公司农资板块仓储面积有所增长，达到 30 万平方米。由于跟踪期内化肥价格下跌，公司农资业务收入不断下降，2013 年公司农资业务营业收入 76.59 亿元，同比下降 7.88%；2014 年 1~3 月为 14.40 亿元，农资业务收入进一步下降。

公司汽车板块仍主要由农资集团下属两家子公司运营，跟踪期内，公司 4S 店扩展到 20 家，经营设施总面积扩大到近 14.7 万平方米。受益于新增 4S 店销量增长，汽车维修业务保持快速增长趋势，2013 年公司汽车业务销售同比有较大幅度增长，新增 4S 店和维修店成为收入和盈利的新增长点。2013 年公司汽车板块销售收入为 74.37 亿元，较 2012 年增长 23.56%；2014 年 1~3 月为 22.54 亿元，为 2013 年的 30.30%。

废旧物资仍主要由再生资源公司运营，跟踪期内，公司再生资源分拣货场及回收规模没有变化，但由于市场大幅走弱，2013 年废旧物资收入及利润规模均大幅减少，全年实现该业务收入 7.55 亿元，仅为 2012 年全年的 35.75%；2014 年 1~3 月收入为 2.03 亿元，为 2013 年的 26.87%。

跟踪期内，公司钢材贸易主要仍由特产集团和再生资源公司运营，主要经营产品和贸易方式没有变化，但代理及自营业务所占比重有所调整，2013 年，公司代理及自营业务比重分别为 62%、38%，代理业务占比明显增大。2013 年，公司钢材贸易实现收入 52.89 亿元，同比增长 19.35%，2014 年 1~3 月收入为 9.80 亿元，相当于 2013 年全年的 18.53%。总体上，公司钢材业务规模比重不断下降，2013 年下降至 11.27%，2014 年 1 季度进一步下降至 9.44%。

跟踪期内，公司棉花贸易经营实体仍为浙

江特产集团有限公司。棉花货源基地、销售网点等均没有变化，但由于国家新棉大量收储，陈棉进行抛储销售，对公司棉花贸易产生不利影响，同时市场需求的不足进一步减弱了公司棉花贸易的盈利能力，2013 年公司棉花贸易大幅下降，全年公司实现棉花收入 16.55 亿元，为上年的 71.77%；2014 年一季度，由于公司加强了与产地加工厂的合作，棉花交储量大幅增长、销售规模增长，公司棉花销售收入为 8.06 亿元，占 2013 年的 48.69%。

总体看，跟踪期内，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，主要由浙江新大集团有限公司、浙江特产集团有限公司与浙江福士达集团有限公司运营。2013 年，公司外贸出口规模继续扩张，但扩张幅度进一步下降，2013 年全年实现收入 84.25 亿元，同比增长 0.86%，公司外贸业务整体毛利率变化不大，为 6.45%，较 2012 年略有上升。2014 年 1~3 月，公司外贸出口实现收入 22.10 亿元，占 2013 年全年的 26.23%。

从出口商品类别看，公司出口产品的结构有所调整，服装类商品与纺丝制品为公司传统外贸产品，2013 年实现出口额合计 42.31 亿元，占出口总额的 50.21%，比重有所下降；非纺织服装类商品（化肥农药、五金制品、畜产品与茶叶等）在出口总额中的比重增加，其中化工类产品出口大幅增长，达到 11.52 亿元，在出口总额中的比重大幅增至 13.68%。2014 年 1~3 月份，公司出口商品结构继续调整，传统的服装产品占比大幅下降，其他类商品（主要包括铝锭、电解镍等重金属以及塑化 PP/PE 等）的占比大幅提升。跟踪期内，其他各商品的出口金额不断变化，但占比较小，对公司出口业务的影响较小。

表 4 公司出口业务按商品分类情况（单位：万元、%）

出口商品类别	2011 年	2012 年	2013 年	2014 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	395947.50	48.31	394821.90	47.27	351758.54	41.75	69398.88	31.40
纺丝织品	106733.41	13.02	84998.22	10.18	71308.73	8.46	15787.20	7.14
化肥农药	38657.07	4.72	42106.95	5.04	39438.54	4.68	4648.77	2.10
五金制品	67139.49	8.19	7292.27	0.87	12534.74	1.49	2968.16	1.34
畜产品	40956.00	5.00	37505.00	4.49	28343.97	3.36	4754.00	2.15
茶叶	42378.00	5.17	43069.00	5.16	45771.71	5.43	9749.00	4.41
箱包鞋帽	24353.79	2.97	15697.34	1.88	27566.48	3.27	8943.24	4.05
化工	31131.00	3.80	38483.13	4.61	115243.65	13.68	29552.75	13.37
其他	72300.40	8.82	171335.52	20.51	150515.39	17.87	75222.81	34.03
合计	819596.65	100.00	835309.33	100.00	842481.74	100.00	221023.81	100.00

资料来源：公司提供

从出口地区来看，跟踪期内，公司出口地区份额仍较分散，由于美、日的市场需求疲软，在公司出口占比中继续下降，香港的占比大幅增长至 14.66%，与美、日两国一起成为公司出口占比最大的三个市场，2013 年该三个市场合

计占比 46.33%；欧洲各国也是公司贸易出口市场重要组成部分，跟踪期内主要由于出口意大利的金额大幅下降导致欧洲市场整体占比有所下降。

表 5 公司主要出口市场分布情况（单位：万元）

出口市场类别	2011 年		2012 年		2013 年		2014 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	162,949.93	19.88	156001.96	18.68	146630.07	17.40	28789.38	13.03
日本	143,385.79	17.49	136153.40	16.30	120214.39	14.27	24510.56	11.09
意大利	64,946.79	7.92	57448.67	6.88	29797.51	3.54	5902.80	2.67
德国	53,988.76	6.59	52667.38	6.31	46385.48	5.51	6548.69	2.96
法国	45,063.54	5.50	37025.49	4.43	40104.24	4.76	10806.85	4.89
香港	26,912.14	3.28	36372.30	4.35	123520.11	14.66	70690.32	31.98
西班牙	20,707.03	2.53	17297.93	2.07	21349.46	2.53	5937.78	2.69
英国	20,814.15	2.54	21472.86	2.57	21360.20	2.54	3435.32	1.55
东南亚及其他	280828.52	34.26	320869.34	38.41	293120.28	34.79	64404.11	29.14
合计	819596.65	100.00	835309.33	100.00	842481.74	100.00	221023.81	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。公司采取承包经营的方式，并按照项目公司股权比例与合作方签订合同，提前确定利润率以降低风险（部分项目

由于公司进行托盘处理，公司不再承担风险，仅享受固定收益）。2013 年，公司房地产板块实现销售收入 24.20 亿元较上年有所提升。

公司开发的项目分布在浙江、山东、四川、安徽等地，包括杭州兰庭国际、杭州西园、成都美林湾、嘉兴华都罗马都市二期、衢州维多

利亚、富阳新山水御园、南充玫瑰园、潍坊文锦苑、长兴龙山雅苑等多个楼盘，总开发面积超 500 万平方米。

公司目前在建房地产项目包括安吉维多利亚、安吉龙山庄园、安吉兰亭公馆、春风·玫瑰园（四川南充）、春风·紫金港（四川南充）、三友·翡翠城（山东潍坊）等项目，计划总投资 180 亿元，截至 2014 年 3 月底已投资 120.42 亿元，其中安吉维多利亚总建筑面积 16 万平方米，已售面积为 14.55 万平方米；安吉龙山庄园总建筑面积 37.89 万平方米，已售面积为 2.64 万平方米；安吉兰亭公馆总建筑面积 9.65 万平方米，已售面积为 0.52 万平方米；翡翠城（山东潍坊）总建筑面积 37 万平方米，已售面积为 9.8 万平方米；春风·玫瑰园（四川南充）总建筑面积 42 万平方米，已售面积为 25 万平方米；春风·紫金港 总建筑面积 40 万平方米，已售面积为 3.3 万平方米。

在土地储备方面，截至 2014 年 3 月底，公司在总共拥有未开发土地面积 48.05 万平方米。具体土地储备情况见表 6。

表 6 公司未开发土地情况（单位：万平方米）

项目	未开发土地面积
百家乐西园二期	3.17
青阳亿达房地产	8.57
安吉龙山	21.87
安吉兰亭公馆	3.3
济宁金色兰庭	8.07
龙游华都首府	3.07
合计	48.05

资料来源：公司提供

3. 未来发展

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，不断完善公司的物流、仓储配送网络，并计划培育一到两家上市公司。目前公司在建特产集团物流基地项目、中国白茶城等，并在未来三年计划投资建创新园区（特种茶基地）、浙江供销商城等项目。公司 2014 年预计投资 4.47 亿元，未来将根据公司自身发展需求确定相应的投资计划。公司主要以自有现金类资产与银行贷款两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近年来每年投资额度，公司未来筹资压力不大。

表 7 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 2013 年底 已投资	2014 年
		贷款	自筹		
宁波石原金牛象山基地	4500	1000	3500	2800	1700
年吞吐能力 50 万吨物流基地项目	10000	7000	3000	7385	2615
中国白茶城	100000	70000	30000	6130	15000
创新园区（特种茶基地）	15000	10500	4500	580	3000
茶叶国内贸易营销网络建设	4000	2800	1200	530	2000
福士达五常大楼建设	23000	16000	7000	5920	1500
浙江供销商贸城	35000	22000	13000	9625	489
台州市农副产品集配中心	65000	45000	20000	19016	18429
合计	256500	174300	82200	51986	44733

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供的 2011~2012 年审计报告已由浙江天惠会计师事务所有限公司审计，2013 年审计报告已由中汇会计师事务所审计，均出具了

标准无保留意见的审计报告。2014 年一季度报表未经审计。2013 年公司报表合并范围有所变化，但对公司影响小，财务数据具有可比性。

截至 2013 年底，公司合并资产总额为

320.92 亿元,所有者权益合计为90.85 亿元(其中少数股东权益62.50 亿元)。2013年,公司实现营业收入596.45 亿元,利润总额15.76 亿元。

截至 2014 年 3 月底,公司合并资产总额为 318.05 亿元,所有者权益合计为 92.52 亿元(其中少数股东权益 63.72 亿元)。2014 年 1~3 月,公司实现营业收入 133.32 亿元,利润总额-0.03 亿元。

1. 盈利能力

2013 年,由于公司内贸的规模的大幅增长,公司营业收入大幅增长,达到 596.45 亿元,较 2012 年增长 20.64%;同时营业成本基本同比例增长,达到 557.15 亿元,较上年增长 21.09%,营业利润率为 5.82%,较上年下降 0.6 个百分点;公司实现营业利润 12.68 亿元,较上年增长 12.15%。

期间费用方面,2013 年公司销售费用、管理费用和财务费用分别增长 7.65%、10.85%和 7.84%,期间费用占营业收入的比重为 4.15%,该比重较为稳定,从整体上看公司费用控制能力较强。

2013 年公司的投资收益和营业外收入对公司的利润总额有一定影响,分别为 2.75 亿元和 3.66 亿元,均较上年有所增长。投资收益主要是长期股权投资收益(占比 63.17%)及理财投资收益(占比 35.62%),营业外收入主要是政府补助(占 62.33%)、固定资产处置收益、拆迁补偿收入等。受公司主营业务利润、投资收益及营业外收入增长的影响,2013 年公司实现利润总额 15.76 亿元,较上年增长 19.69%,净资产收益率及总资产收益率也随之上升,分别达到 12.97%和 5.94%,公司盈利能力有所提升。

2014 年 1~3 月,公司实现营业收入 133.32 亿元,同比增长 12.73%,占 2013 年营业收入的 22.35%。同期,期间费用占营业收入为 4.62%,较稳定。投资收益为 0.64 亿元,为 2013 年全年的 23.34%;公司利润总额为-283.54 万元,较上年同期下降 342.49 万元,呈现轻微亏

损。

总体来看,跟踪期间公司营业收入快速增长,营业利润率有所下滑,但公司整体盈利能力有所增强。

2. 现金流及保障

2013 年,随着公司经营规模的扩大,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 631.65 亿元和 695.36 亿元,分别较上年增长 21.60%和 19.49%。同时,由于公司房地产业务投入增长以及贸易产品采购价格上升、库存储备增长,公司购买商品、接受劳务支付的现金以更大幅度增长,导致公司经营活动现金净额仅为 0.66 亿元,较上年同期大幅下降。公司经营活动中收到与支付其他与经营活动有关现金主要为往来款,其在经营活动中占比较小。从现金收入实现质量来看,2013 年公司现金收入比为 105.90%,保持稳定水平。总体看,跟踪期内,公司获现能力保持稳定,经营活动现金流仍表现为净流入,但净流入规模大幅下降。

投资活动方面,2013 年公司投资活动规模大幅提升,其中收回投资收到的现金增长 61.75%,达到 25.64 亿元,投资支付的现金增长 71.10%,达到 27.61 亿元,主要是购买理财产品和股票所支付的现金,同时对于嘉兴明源房地产项目,由于项目托盘,公司不再承担风险,仅享受固定收益,将其放入其他投资活动,导致支付其他与投资活动有关的现金大幅增长。受以上因素的影响,2013 年公司投资活动继续表现为净流出,净流量为-9.01 亿元,较上年净流出规模增长 151.04%。

筹资活动方面,2013 年,公司筹资活动现金流入主要为借款收到的现金,现金流出主要为偿还债务支付的现金。由于 2013 年公司本部与子公司之间的往来款做了抵消,因此收到其他与筹资活动有关的现金大幅下降,同时由于将银行承兑汇票保证金的支出计入其他与筹资活动有关的现金(2013 年之前保证金不在现金

流量表中体现), 导致支付其他与筹资活动有关的现金基本与上年持平。2013 年公司筹资活动产生的现金流量净额为-4.82 亿元, 较上年流出规模下降 27.60%。

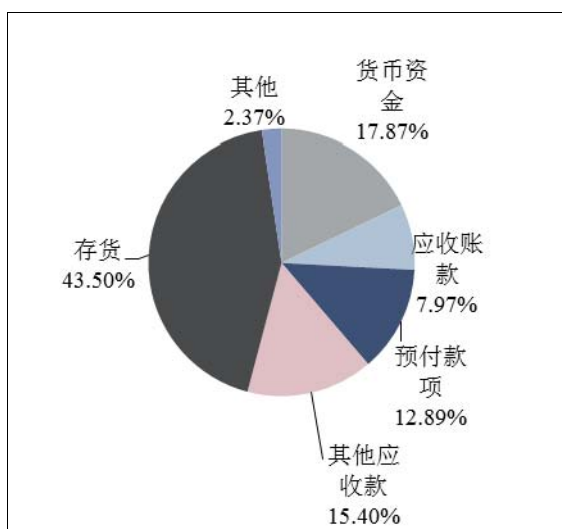
2014 年一季度, 公司经营性活动产生的现金流净额为-7.92 亿元, 主要由于支付到期的应付票据, 导致公司经营活动净现金流流出规模大幅提升, 现金收入比为 111.38%。投资活动仍表现为净流出, 投资活动现金流量净额为-2.40 亿元。筹资活动现金流量净额为 11.23 亿元, 借款金额大幅增加。

总体来看, 跟踪期内, 公司经营活动现金流入规模扩大, 经营活动净现金波动大, 投资活动仍表现为净流出, 对外筹资压力一般。

3. 资本及债务结构

截至 2013 年底, 公司资产总额为 320.92 亿元, 较 2012 年底增长 8.32%, 其中流动资产占 81.04%, 非流动资产占 18.96%。公司资产以流动资产为主。

图 4 2013 年公司流动资产构成情况



资料来源：公司提供

截至 2013 年底, 公司流动资产为 260.06 亿元, 较 2012 年底增长 7.97%, 其中主要由货币资金 (占 17.87%)、应收账款 (占 7.97%)、预付款项 (占 12.89%)、其他应收款 (占 15.40%) 和存货 (占 43.50%) 构成。

截至 2013 年底, 由于本年度资金流出较多, 公司货币资金为 46.46 亿元, 较上年底下降 12.51%, 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), 分别占比 56.39%和 43.61%, 2013 年公司受限资金额度为 19.99 亿元, 占货币资金总额的 43.03%。

截至 2013 年底, 公司应收账款为 20.73 亿元, 较上年底增长 15.86%。从账龄上看, 1 年以内的占比 94.48%, 1~3 年的占比 3.82%, 3 年以上的占比 1.70%, 以一年以内短期的应收账款为主, 回收期较短, 流动性较好。公司对于应收账款总共计提坏账准备 0.34 亿元, 计提比例为 1.71%。

截至 2013 年底, 由于公司房产新项目规模缩减, 预付土地款减少, 公司预付款项为 33.52 亿元, 较上年底下降 19.85%。从账龄上看, 1 年以内的占比 93.95%, 1~2 年的占比 5.68%, 2 年以上的占比 0.37%, 以一年以内预付账款为主, 公司预付款主要是预付货款和预付土地款, 预付款金额前五名为华晨宝马汽车有限公司、宝马 (中国) 汽车贸易有限公司、龙游县非税财政专户、徐州宝丰特钢有限公司和河南晋开化工投资控股集团有限公司。

公司的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, 一是外部合作的房地产公司明确抵押物和担保方式的委托贷款; 二是公司对于外部房地产公司按股权比例应配套的项目开发建设资金, 还有就是保证金, 投资性预付款等一些应收款项。截至 2013 年底, 公司其他应收款为 40.05 亿元, 较上年底增长 10.16%, 主要是委托贷款的增长所致, 其中 1 年以内的占比 50.36%, 1~3 年的占比 46.77%, 3 年以上的占比 2.87%, 3 年以上的占比 5.37%, 以短期的为主, 公司总共计提坏账准备 1.02 亿元, 计提比例为 6.36%。

截至 2013 年底, 由于公司房地产业务投入增长以及贸易产品采购价格上升、库存储备增长, 公司存货达到 113.13 亿元, 较 2012 年底

大幅增长 29.68%，主要由库存商品、开发成本及开发产品构成，分别占比 37.19%、43.47%和 10.37%（其中库存商品计提跌价准备 0.21 亿元，计提比例 0.49%）。

截至 2013 年底，公司非流动资产为 60.86 亿元，较 2012 年底增长 9.87%，其中长期股权投资为 12.75 亿元，较上年增长 4.22%，主要是增加了对嘉兴市明源房地产开发有限公司的投资所致。截至 2013 年底，公司固定资产增长 12.47%，达到 25.70 亿元，其中主要是房屋及建筑物（占 75.15%），固定资产成新率为 72.90%，由于没有明显的减值迹象，公司未对固定资产提减值准备。

截至 2013 年底，公司在建工程为 3.82 亿元，较上年下降 8.10%，主要在建工程有特产集团物流基地工程、春风集团宿舍楼及办公楼、三丰物流分拨中心、土地费用（供销商贸城土地）等。

截至 2013 年底，公司无形资产为 5.40 亿元，较上年增长 22.02%，主要是土地使用权。

截至 2013 年底，公司其他非流动资产为 8.56 亿元，较上年增长 15.56%，主要是子公司浙江新大集团有限公司的控股公司桐庐富汇小额贷款股份有限公司发放的贷款，按 10%计提减值准备。

截至 2014 年 3 月底，公司资产总额为 318.05 亿元，较上年下降 0.89%，其中流动资产占 80.11%，非流动资产占 19.89%。

总体看，跟踪期内公司资产规模有所增长，构成仍以流动资产为主，公司整体资产质量良好。

所有者权益

截至 2013 年底，公司所有者权益为 90.85 亿元，较 2012 年增长 8.01%，其中归属于母公司所有者权益占 31.20%，少数股东权益占 68.80%。归属于母公司的权益中，股本占 35.28%、资本公积占 11.90%、盈余公积占 5.90%、未分配利润占 46.93%；

截至 2014 年 3 月底，公司所有者权益为

92.52 亿元，较 2013 年底增长 1.84%，其中归属于母公司所有者权益占 31.13%，少数股东权益占 68.87%。归属于母公司的权益中，股本占 34.72%、资本公积占 11.58%、盈余公积占 5.45%、未分配利润占 48.25%；

总体看，跟踪期内，公司少数股东权益占比较高，所有者权益基本保持稳定。

负债

截至 2013 年底，公司负债总额为 230.07 亿元，较 2012 年增长 8.45%，其中流动负债占 86.30%，非流动负债占 13.70%。

截至 2013 年底，公司流动负债为 198.56 亿元，较上年增长 3.63%。主要由短期借款（占 36.24%）、应付票据（占 21.79%）、应付账款（占 11.69%）预收款项（占 13.43%）和其他应付款（占 14.20%）构成。

流动负债中，截至 2013 年底，公司短期借款为 71.95 亿元，较上年增长 6.85%，主要是保证借款、抵押借款和信用借款；应付票据为 43.27 亿元，较上年下降 3.70%，主要为银行承兑汇票；应付账款为 23.21 亿元，较上年增长 2.95%，其中 1 年以内的应付账款占 96.01%；预收款项为 26.67 亿元，较上年增长 19.96%，以 1 年内的预收款项为主，占比 88.65%；其他应付款为 28.19 亿元，较上年增长 19.82%，主要是公司房地产开发相关的暂借款和往来款等。

截至 2013 年底，公司非流动负债为 31.51 亿元，较上年增长 53.41%。主要由长期借款（占 36.66%）和其他非流动负债（占 57.91%）构成。公司长期借款为 11.55 亿元，较上年下降 38.56%，主要由于 2012 年公司将 6 亿元中票放在长期借款中，而 2013 年将其放在其他非流动负债中。公司其他非流动负债为 18.25 亿元，主要为中票，包括“12 浙兴合 MTN1”、“13 浙兴合 MTN001”共 10 亿元以及子公司浙江农资集团有限公司 2013 年发行的第一期中票 6 亿元与第二期中票 2 亿元。

截至 2014 年 3 月底，公司负债总额合计

225.53 亿元，其中流动负债 197.55 亿元（占 87.59%），非流动负债 27.98 亿元（占 12.41%），非流动负债中，对于发行的债券科目有所调整，公司本部发行的“12 浙兴合 MTN1”和“13 浙兴合 MTN001”两期中票计入长期借款，子公司浙江农资集团有限公司发行的两期中票计入应付债券。

截至 2013 年底，公司全部债务为 159.21 亿元，其中短期债务占 81.76%，长期债务占 18.24%，长期债务占比增加。公司资产负债率为 71.69%，基本与上年持平，全部债务资本化比率较上年度略有上升，达到 63.67%，由于公司及子公司 2013 年发行了 12 亿元中票，长期债务资本化比率有较大幅度的增长，达到 24.23%。截至 2014 年 3 月底，公司资产负债率、长期债务资本化比率和全部债务资本化比率分别为 70.91%、21.57%和 62.83%，较 2013 年底下降 0.78、2.66 和 0.84 个百分点。截至 2014 年 3 月底，公司全部债务为 156.39 亿元，其中短期债务占 83.73%，长期债务占 16.27%。

总体看，跟踪期内，公司长期负债规模有所增长，债务期限结构有所改善，整体负债水平仍偏高。

4. 偿债能力

短期偿债能力方面，截至 2013 年底，公司的流动比率和速动比率分别为 130.97%和 74.00%，较上年度均有所提升，截至 2014 年 3 月底，上述两个指标分别为 128.97%和 73.16%，略有下降。由于经营现金流净额大幅下降，2013 年经营活动现金流负债比仅为 0.33%，较上年度大幅下降，考虑到公司收入及经营活动现金流入规模大，周转能力强，公司短期偿债能力尚可。

长期偿债能力方面，截至 2013 年底，公司 EBITDA 为 21.87 亿元，EBITDA 利息倍数上升至 7.13 倍，全部债务/EBITDA 倍数变化不大，为 7.28 倍。整体看，公司债务负担较上年度变化不大，EBITDA 对全部债务的保护能力

有所增强。

截至 2014 年 3 月底，公司对外担保金额为 2.14 亿元，为公司子公司浙江福士达集团有限公司旗下的浙江茗发担保有限公司对于其客户的银行借款进行担保。由于担保金额较小且较分散，公司或有负债风险较低。

截至 2014 年 3 月底，公司合并范围内获得银行的授信额度为 264.32 亿元，已使用 130.03 亿元，公司间接融资渠道畅通。

5. 存续期债券偿还能力分析

2013 年公司经营活动产生的现金流入量为 695.36 亿元，为待偿还债券本金（“12 浙兴合 MTN1”和“13 浙兴合 MTN001”）的 69.54 倍；经营活动产生的现金流量净额为 0.66 亿元，为待偿还债券本金总额的 0.07 倍。2013 年公司 EBITDA 为 21.87 亿元，为待偿还债券本金总额的 2.19 倍。总体上看，公司 EBITDA 和经营活动现金流入量对公司待偿还债券的保障能力强，同时由于存续期内的两期债券分年度到期，公司对其实际保障能力强于上述指标值。

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（编号为：NO.B201405140032411979，截至 2014 年 5 月 14 日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

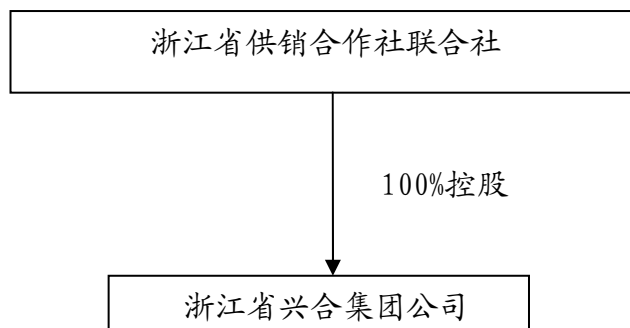
7. 抗风险能力

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，整体竞争实力强。跟踪期内，公司营业收入保持增长势头，公司的盈利能力有所增强。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较强。

十、结论

综合考虑，联合资信维持公司AA的主体长期信用等级，评级展望为稳定，并维持“12浙兴合MTN1”和“13浙兴合MTN001”AA的信用级别。

附件 1-1 公司股权结构图



```
graph TD
    A[浙江省兴合集团公司] --> B[董事会]
    B --> C[经营班子]
    C --> D[经济发展部]
    C --> E[企管审计部]
    C --> F[控股企业]
    C --> G[相对控股企业]
    F --> F1[浙江农资集团有限公司]
    F --> F2[浙江新大集团有限公司]
    F --> F3[浙江特产集团有限公司]
    F --> F4[浙江福士达集团有限公司]
    F --> F5[浙江省再生资源集团有限公司]
    F --> F6[浙江之虹特业有限责任公司]
    F --> F7[浙江新田园农产品股份有限公司]
    F --> F8[杭州宝善宾馆有限责任公司]
    F --> F9[浙江兴合置业有限公司]
    F --> F10[浙江兴合电子商务有限公司]
    F --> F11[台州市农副产品集散中心有限公司]
    F --> F12[浙江兴合金融服务有限公司]
    F --> F13[中国茶叶拍卖交易服务有限公司]
    G --> G1[浙江供销联合配送集团有限公司]
    G --> G2[浙江天使湾创业投资有限公司]
    G --> G3[浙江易合网络信息有限公司]
```

浙江省兴合集团公司

董事会

经营班子

经济发展部

企管审计部

控股企业

相对控股企业

浙江农资集团有限公司

浙江新大集团有限公司

浙江特产集团有限公司

浙江福士达集团有限公司

浙江省再生资源集团有限公司

浙江之虹特业有限责任公司

浙江新田园农产品股份有限公司

杭州宝善宾馆有限责任公司

浙江兴合置业有限公司

浙江兴合电子商务有限公司

台州市农副产品集散中心有限公司

浙江兴合金融服务有限公司

中国茶叶拍卖交易服务有限公司

浙江供销联合配送集团有限公司

浙江天使湾创业投资有限公司

浙江易合网络信息有限公司

附件 2 主要财务数据及指标

项目	2011 年	2012 年	2013 年	2014 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	54.65	57.50	52.16	49.49
资产总额(亿元)	258.49	296.26	320.92	318.05
所有者权益(亿元)	73.95	84.11	90.85	92.52
短期债务(亿元)	98.52	112.81	130.16	130.95
长期债务(亿元)	8.28	18.80	29.05	25.44
全部债务(亿元)	106.80	131.61	159.21	156.39
营业收入(亿元)	455.05	494.42	596.45	133.32
利润总额(亿元)	14.70	13.16	15.76	-0.03
EBITDA(亿元)	19.32	18.20	21.87	--
经营性净现金流(亿元)	-3.77	12.69	0.66	-7.92
财务指标				
销售债权周转次数(次)	25.89	25.77	26.48	--
存货周转次数(次)	5.62	5.68	5.56	--
总资产周转次数(次)	1.76	1.78	1.93	--
现金收入比(%)	104.08	105.07	105.90	111.38
营业利润率(%)	6.96	6.42	5.82	4.08
总资本收益率(%)	7.56	5.86	5.94	--
净资产收益率(%)	14.74	11.41	12.97	--
长期债务资本化比率(%)	10.07	18.27	24.23	21.57
全部债务资本化比率(%)	59.09	61.01	63.67	62.83
资产负债率(%)	71.39	71.61	71.69	70.91
流动比率(%)	118.20	125.71	130.97	128.97
速动比率(%)	75.38	80.18	74.00	73.16
经营现金流动负债比(%)	-2.16	6.62	0.33	--
EBITDA 利息倍数(倍)	6.99	5.97	7.13	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.53	7.23	7.28	--

注：1. 2014 年一季度财务数据未经审计。

2. 2013 年其他非流动负债中的中期票据计入长期债务。

3. 2013 年及 2014 年一季度其他应付款中暂借款计入短期债务。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	
净资产年复合增长率	(1) 2 年数据: 增长率 = (本期-上期) / 上期 × 100%
营业收入年复合增长率	(2) n 年数据: 增长率 = [(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} - 1] × 100%
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 / 主营业务收入 × 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 + 一年内到期的长期负债 + 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 主体长期信用等级设置及其含义

根据中国人民银行2006年3月29日发布的“银发〔2006〕95号”文《中国人民银行信用评级管理指导意见》，以及2006年11月21日发布的《信贷市场和银行间债券市场信用评级规范》等文件的有关规定，主体长期信用等级划分成三等九级，分别用AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC和C表示，其中，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。

级别设置	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

银行间债券市场中长期债券信用等级设置及其含义同主体长期信用等级