

跟 踪 评 级 公 告

联合[2015] 1663 号

联合资信评估有限公司通过跟踪评级,确定调整浙江省兴合集团有限责任公司主体长期信用等级为AA⁺,评级展望为稳定,并调整“12浙兴合MTN1”和“13浙兴合MTN001”信用级别为AA⁺。

特此公告。



地址:北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层(100022)

电话:010-85679696

传真:010-85679228

<http://www.lhratings.com>

浙江省兴合集团有限责任公司中期票据跟踪评级报告

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: 2015 年 7 月 30 日

财务数据

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 3 月
现金类资产(亿元)	57.50	52.16	67.41	57.45
资产总额(亿元)	296.26	320.92	364.60	356.94
所有者权益(亿元)	84.11	90.85	101.09	98.38
短期债务(亿元)	112.81	130.16	141.52	139.39
全部债务(亿元)	131.61	159.21	180.94	176.48
营业收入(亿元)	494.42	596.45	554.50	128.98
利润总额(亿元)	13.16	15.76	14.89	-0.21
EBITDA(亿元)	18.20	21.87	20.62	--
经营性净现金流(亿元)	12.69	0.66	14.37	-1.97
营业利润率(%)	6.42	5.82	6.57	4.25
净资产收益率(%)	11.41	12.97	10.89	--
资产负债率(%)	71.61	71.69	72.27	72.44
全部债务资本化比率(%)	61.01	63.67	64.16	64.21
流动比率(%)	125.71	130.97	134.43	130.99
全部债务/EBITDA(倍)	7.23	7.28	8.77	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.97	7.13	4.90	--
经营现金流流动负债比(%)	6.62	0.33	6.54	--

注: 1. 2015 年一季度财务数据未经审计。

2. 2014 年其他非流动负债中的中期票据计入长期债务。

3. 2014 年及 2015 年一季度其他应付款中暂借款计入短期债务。

分析师

赵楠 徐璨

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,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,公司调整业务结构,加快物流仓储配送网络的建设,营业利润率有所提升,利润规模保持稳定,但联合资信评估有限公司(以下简称“联合资信”)关注到公司营业收入有所下降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。

2015 年国务院发布《关于深化供销合作社综合改革的决定》,明确提出加大对供销合作社综合改革的支持力度,随着国家深化供销合作社综合改革,政策支持力度有望提升;随着公司业务结构优化、物流仓储配送网络的逐步形成,产业链趋于完善;未来公司在建项目的逐步完工运营,公司整体盈利能力有望进一步加强。

综合考虑,联合资信将公司主体长期信用等级由 AA 调整为 AA⁺,评级展望为稳定,并将“12 浙兴合 MTN1”和“13 浙兴合 MTN001”信用级别由 AA 调整为 AA⁺。

优势

1. 2015 年国务院发布《关于深化供销合作社综合改革的决定》,明确提出加大对供销合作社综合改革的支持力度,未来政策支持力度有望提升。
2. 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。
3. 公司在建项目围绕工贸流通展开,建成后将进一步完善公司产业链。
4. 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，受内贸收入下降的影响，公司收入有所下降。
2. 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）与浙江省兴合集团有限责任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有限责任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有限责任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有限责任公司提供，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有限责任公司（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。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2015年3月底，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2014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20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2014年底，公司合并资产总额为364.60亿元，所有者权益合计为101.09亿元（其中少数股东权益68.80亿元）。2014年，公司实现营业收入554.50亿元，利润总额14.89亿元。

截至2015年3月底，公司合并资产总额为356.94亿元，所有者权益合计为98.38亿元（其中少数股东权益67.83亿元）。2015年1~3月，公司实现营业收入128.98亿元，利润总额-0.21亿元。

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

2014年，中国国民经济在新常态下保持平稳运行，呈现出增长平稳、结构优化、质量提升、民生改善的良好态势。初步核算，全年国内生产总值636463亿元，按可比价格计算，比上年增长7.4%。增长平稳主要表现为，在实现7.4%的增长率的同时还实现城镇新增就业1322万，调查失业率稳定在5.1%左右，居民消费价格上涨2%。结构优化主要表现为服务业比重继续提升；以移动互联网为主要内容的新产业、新技术、新业态、新模式、新产品不断涌现，中国经济向中高端迈进的势头明显；最终消费的比重提升，区域结构及收入结构继续改善。质量提升主要表现为全年劳动生产率提升、单位GDP的能耗下降。民生改善主要表现为全国居民人均可支配收入扣除物价实际增长8%，城镇居民人均可支配收入实际增长6.8%，农村居民人均可支配收入实际增长9.2%。

从消费、投资和进出口情况看，2014年，市场销售稳定增长，固定资产投资增速放缓，进出口增速回落。社会消费品零售总额262394亿元，比上年名义增长12.0%（扣除价格因素实际增长10.9%）。固定资产投资（不含农户）502005亿元，比上年名义增长15.7%（扣除价格因素实际增长15.1%）。全年进出口总额264335亿元人民币，比上年增长2.3%。

2014年，中国继续实施积极的财政政策。全国一般公共预算收入140350亿元，比上年增加11140亿元，增长8.6%。其中，中央一般公共预算收入64490亿元，比上年增加4292亿元，增长7.1%；地方一般公共预算收入（本级）75860亿元，比上年增加6849亿元，增长9.9%。一般公共预算收入中的税收收入119158亿元，同比增长7.8%。全国一般公共预算支出151662亿元，比上年增加11449亿元，增

长 8.2%。其中，中央本级支出 22570 亿元，比上年增加 2098 亿元，增长 10.2%；地方财政支出 129092 亿元，比上年增加 9351 亿元，增长 7.8%。

2014 年，中国人民银行继续实施稳健的货币政策，综合运用公开市场操作、短期流动性调节工具（SLO）、常备借贷便利（SLF）等货币政策工具，创设中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款工具（PSL）；非对称下调存贷款基准利率；两次实施定向降准。稳健货币政策的实施，使得货币信贷和社会融资平稳增长，贷款结构继续改善，企业融资成本高问题得到一定程度缓解。2014 年末，广义货币供应量 M_2 余额同比增长 12.2%；人民币贷款余额同比增长 13.6%，比年初增加 9.78 万亿元，同比多增 8900 亿元；全年社会融资规模为 16.46 万亿元；12 月份非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为 6.77%，比年初下降 0.42 个百分点。

2015 年，中国经济下行压力依然较大。李克强总理的政府工作报告指出，2015 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 7.0% 左右，居民消费价格涨幅 3% 左右，城镇新增就业 1000 万人以上，城镇登记失业率 4.5% 以内，进出口增长 6% 左右。2015 年是全面深化改革的关键之年，稳增长为 2015 年经济工作首要任务，将重点实施“一带一路”、京津冀协同发展、长江经济带三大战略。三大战略的推进势必拓展中国经济发展的战略空间，并将带动基础设施建设等投资，从而对经济稳定增长起到支撑作用。

四、行业及区域经济环境

公司以进出口贸易、国内贸易为主业。

贸易行业

（1）国际贸易

近年来，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。海关统计数据显示，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 年增速提高 1.4 个百分点；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%。2014 年，中国进出口总值达到 4.30 万亿美元，扣除汇率因素同比增长 3.46%，增速较 2013 年回落 4.14 个百分点，其中出口 2.34 万亿美元，同比增长 6.05%；进口 1.96 万亿美元，同比增长 0.53%；贸易顺差 3824.58 亿美元，同比扩大 47.24%。总体看，2014 年对外贸易增速出现回落。2015 年 1-3 月，受进口额大幅下降影响，中国进出口总值达到 9041.66 亿元，扣除汇率因素同比下降 6.3%；其中出口 5319.33 亿美元，同比增长 4.7%；进口 3902.33 亿美元，同比下降 17.6%；贸易顺差 1236.99 亿美元。

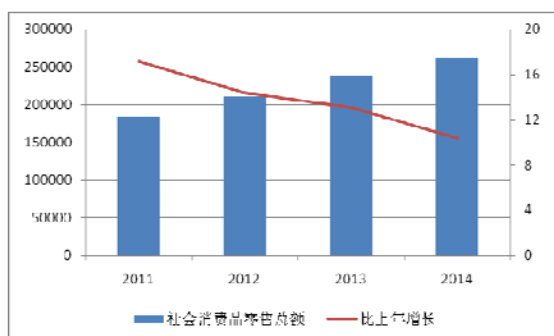
2011-2014 年中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等，保证了中国外贸较快发展，同时也关注到受国际需求放缓和国内成本上升等因素制约，中国未来的贸易环境将不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制。上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

（2）国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的良好势态，刺激国内贸易稳步发展。根据国家统计局数据，2014 年国内生产总值 636463 亿元，同比增长 7.4%；同期，2014 年全年社会消费品零售总额 262394 亿元，同比增长 12.0%，扣除价格因素，实际增长 10.9%，增速均出现同比下滑。2015 年 1~3 月，社会消费品零售总额 70715.3 亿元，同比增长 10.2%。

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, 中国消费市场较低的起点, 经济发展将会有力促进中国庞大内需的释放, 内贸行业将迎来较好的发展机遇; 但行业发展也会促使竞争更为激烈, 对于行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

(3) 行业政策

中国对于具有全局性影响的自由贸易区协定进行大力扶持。中国已经与东盟、新西兰等 6 个国家和地区签订了自贸协定, 与澳大利亚等 6 个国家和地区的自贸协定也正在商谈之中。具有战略意义的自贸协定以及配合战术层面的关税、产业政策将进一步拓展贸易空间, 降低关税壁垒, 推进外贸行业的发展。

国内贸易方面, 2012 年 9 月, 国务院办公厅发布了“关于印发国内贸易发展“十二五”规划的通知”(国发办(2012) 47 号), 该“十二五”规划指明未来五年主要目标是统筹国内贸易协调发展, 建立和完善现代商品流通体系, 促进内贸领域服务行业大发展, 全面提高流通企业竞争力, 大力推进流通现代化, 保障国内市场稳定运行营造规范有序的市场环境, 深化国内贸易的改革开放。此内贸规划出台后, 将有望从政策上加大对消费的开拓力度, 形成扩大消费的长效机制, 更好地服务经济结构调整转型。

2013 年 9 月 29 日, 中国(上海)自由贸易试验区正式挂牌成立; 2015 年 4 月 21 日, 中国(厦门)自由贸易实验区挂牌成立; 这是

在新形势下深入推进改革开放的重大举措。根据《中国(上海)自由贸易试验区总体方案》(国发(2013) 38 号)要求, 自贸区按照先行先试、风险可控、分步推进、逐步完善的方式, 把扩大开放与体制改革相结合、把培育功能与政策创新相结合, 形成与国际投资、贸易通行规则相衔接的基本制度框架。经过两至三年的改革试验, 加快转变政府职能, 积极推进服务业扩大开放和外商投资管理制度改革, 大力发展总部经济和新型贸易业态, 加快探索资本项目可兑换和金融服务业全面开放, 探索建立货物状态分类监管模式, 努力形成促进投资和创新的政策支持体系, 着力培育国际化和法治化的营商环境, 力争建设成为具有国际水准的投资贸易便利、货币兑换自由、监管高效便捷、法制环境规范的自由贸易试验区, 为中国扩大开放和深化改革探索新思路和新途径, 更好地为全国服务。

2015 年 3 月国务院发布《关于深化供销合作社综合改革的决定》, 拓展供销合作社经营服务领域, 深化社有企业改革, 规范治理结构, 增强社有企业发展活力, 允许上级社争取的同级财政扶持资金依法以股权形式投入下级社, 积极推进供销合作社综合改革试点, 且各级财政将给予必要的支持, 供销合作社综合改革的政策支持力度明显增强。公司作为浙江省供销社属大型企业, 将受益于供销合作社的综合改革, 政策对于公司支持力度有望提升。

未来, 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。

区域经济环境

公司总部位于浙江省杭州市。浙江省经济

状况与公司发展具有一定的关联性。

2014 年，经初步核算，浙江省全年生产总值（GDP）40154 亿元，比上年增长 7.6%。其中，第一产业增加值 1779 亿元，第二产业增加值 19153 亿元，第三产业增加值 19222 亿元，分别增长 1.4%、7.1%和 8.7%。人均 GDP 为 72967 元（按年平均汇率折算为 11878 美元），增长 7.3%。三次产业增加值结构由上年的 4.7:47.8:47.5 调整为 4.4:47.7:47.9。第三产业比重首次超过第二产业。

2014 年全年浙江省规模以上工业增加值 12543 亿元，比上年增长 6.9%，轻、重工业增加值分别为 5407 和 7137 亿元，分别增长 6.1%和 7.4%（见表 3）。其中国有及国有控股工业企业增加值 2211 亿元，增长 5.9%。规模以上工业销售产值 64392 亿元，增长 5.9%。规模以上工业企业完成出口交货值 12085 亿元，增长 5.2%；出口交货值占销售产值的比重为 18.8%，比上年下降 0.1 个百分点。

全年房地产开发投资 7262 亿元，比上年增长 16.8%。商品房销售面积 4677 万平方米，下降 4.3%；商品房销售额 4923 亿元，下降 8.8%。

综合看，浙江省经济保持了稳健发展趋势，为公司未来经营提供了良好的外部环境。

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。根据供销社系统内部排名显示，公司经营规模与经济效益均居全国供销社系统首位。

公司董事长马柏伟先生，54 岁，中央党校研究生学历，曾担任金华市检察院副检察长、党组成员，浙江省工商局副局长、党委委员，

浙江省农业厅副厅长、党组成员；现任浙江省供销社理事会主任、党委书记、公司董事长。

截至 2014 年底，公司共有职工 18619 人。从学历构成来看，大学本科及以上占 13.54%，大专学历占 16.17%，高中及以下占 70.29%；从年龄结构看，35 岁以下占 60.04%，35~45 岁占 24.82%，45 岁及以上占 15.14%，人员结构符合工贸一体化产业特征。

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。2014 年商贸流通业务收入占公司主营业务收入比重为 94.33%，其中内贸和外贸分别占公司主营业务收入的 75.76%和 18.57%。从收入上看，国内贸易收入下降 11.35%至 416.93 亿元，外贸业务增长 21.31%至 102.20 亿元；房地产方面，收入较上年下降 1.49%，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小，对公司影响小。受内贸业务的收入下降的影响，公司全年共实现主营业务收入 550.36 亿元，主营业务收入下降 7.18%。2015 年 1~3 月份，公司实现主营业务收入 128.84 亿元，同比下降 3.36%。

从毛利率上看, 2014年公司内贸业务由于贸易产品结构有所调整, 毛利率有所上升; 外贸方面, 受中国传统优势弱化、要素成本上升以及人民币双向波动等因素的影响, 毛利率有所下滑; 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。主要受内贸毛利率上升的影响, 2014年公司主营业务毛利率为7.69%, 较上年有所提升。公司毛利水平符合流通行业特点。2015年1~3月, 公司整体毛利率为4.34%, 与上年持平。

表1 公司主营业务收入及毛利率情况 (单位: 亿元、%)

营业收入	2012 年			2013 年			2014 年			2015 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	382.68	77.97	4.86	470.32	79.32	4.69	416.93	75.76	6.54	95.15	73.85	3.55
外贸出口	83.53	17.02	6.18	84.25	14.21	6.45	102.2	18.57	5.54	27.96	21.70	3.60
房地产	21.61	4.40	29.66	24.20	4.08	26.22	23.84	4.33	28.24	0.76	0.59	44.87
其他	3.00	0.61	62.33	14.17	2.39	25.15	7.39	1.34	36.09	4.97	3.86	17.56
合计	490.82	100.00	6.53	592.94	100.00	6.31	550.36	100.00	7.69	128.84	100.00	4.34

资料来源: 公司提供

(1) 内贸业务

公司主要销售收入与利润均来自于内贸业务。跟踪期内公司内贸主要商品包括: 塑化产品、汽车、农资产品、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 72.11%。2014 年, 公司内贸业务收入下降至 416.93 亿元。从各品种贸易额来看, 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) 的贸易额降低, 而塑化和废旧物资的贸易额增长。

2015 年 1~3 月, 公司内贸业务收入 95.15 亿元, 同比下降 8.35%, 占 2014 年全年内贸收入的 22.82%。

表2 公司国内贸易业务按商品分类情况 (单位: 万元、%)

商品类别	2012 年		2013 年		2014 年		2015 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	1183716	30.93	1555244	33.14	1665497	39.95	417671	43.90
农资	831419	21.73	765929	16.32	651617	15.63	133706	14.05
汽车	601915	15.73	743722	15.85	689225	16.53	166986	17.55
废旧物资	211097	5.52	75458	1.61	144089	3.46	30763	3.23
钢材	443118	11.58	528881	11.27	381767	9.16	104801	11.01
棉花	230636	6.03	165537	3.53	162101	3.89	27486	2.89
其他	324890	8.49	857954	18.28	475005	11.39	70080	7.37
合计	3826791	100.00	4692724	100.00	4169302	100.00	951494	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

烯 (PP) 等塑料原料, 甲醇、二甘酸等液体化工产品及薄膜、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。

2014 年,公司塑化产品贸易实现收入 166.55 亿元,同比增长 7.09%;2015 年 1~3 月公司塑化产品营业收入占上年全年的 25.08%,同比增长 18.47%。

跟踪期内,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 万平米。跟踪期内公司农资业务收入保持下降趋势,2014 年公司农资业务营业收入 65.16 亿元,同比下降 14.92%;2015 年 1~3 月为 13.37 亿元,农资业务收入进步一步下降。

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 店为 18 家,经营设施总面积扩大到近 15.76 万平方米。受杭州限牌政策影响,2014 年公司汽车销售下滑,全年汽车板块销售收入为 68.92 亿元,较 2013 年下降 7.33%;2015 年 1~3 月为 16.70 亿元,同比下降 25.90%。

废旧物资仍主要由再生资源公司运营,2014 年该业务实现收入 14.41 亿元,由于废旧物资销售税收优惠减少以及公司对业务部门进行了整合,废旧物资收入有所下降,但由于 2013 年将近 12 亿元的废旧物资收入归入了其他业务,因此从板块统计数字上看 2014 年废旧物资收入同比增长 90.95%;2015 年 1~3 月收入为 3.08 亿元,为 2014 年全年的 21.37%。

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,受国内钢贸行业整体下滑的影响,2014 年,公司钢材贸易实现收入 38.18 亿元,同比下降 27.82%,2015 年 1~3 月收入为 10.48 亿元,同比增长 6.93%。总体上,公司钢材业务规模呈下降趋势,2014 年下降至 9.16%。

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。公司已先后在新疆、山

东、河北江苏等棉花主产省投资建设了一批棉花货源基地,同时在浙江省内以及周边铺设销售网点以及配送网络,2014 年公司销售网点进一步拓展,遍及广东、福建、江西等省份,目前占浙江省棉花需求总量的 35%,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,2014 年公司棉花贸易略有下降,全年公司实现棉花收入 16.21 亿元,同比下降 2.08%;2015 年一季度,由于棉花交储政策的取消、棉纺企业市场需求萎缩和价格的下跌,增加了棉花经营的难度,公司棉花销售收入为 2.75 亿元,同比下降 65.90%。

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。

(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、浙江福士达集团有限公司、浙江农资集团有限公司运营运营。2014 年,公司外贸出口规模继续扩张,全年实现收入 102.20 亿元,同比增长 21.31%,受中国传统优势弱化、要素成本上升以及人民币双向波动等因素的影响,公司外贸业务整体毛利率有所下降,为 5.54%。2015 年 1~3 月,公司外贸出口实现收入 27.96 亿元,同比增长 26.52%。

从出口商品类别看,服装类商品与纺丝制品为公司传统外贸产品,2014 年实现出口额合计 48.67 亿元,占出口总额的 47.62%,比重有所下降;化肥农药和五金制品在出口总额中的比重增加;化工类产品贸易额占比下降至 10.72%,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)的占比提升至 20.63%。2015 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,化工和其他类商品(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 3 公司出口业务按商品分类情况（单位：万元、%）

出口商品类别	2012 年		2013 年		2014 年		2015 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	394821.90	47.27	351758.54	41.75	402457.43	39.38	76707.27	27.44
纺丝织品	84998.22	10.18	71308.73	8.46	84230.79	8.24	11139.61	3.98
化肥农药	42106.95	5.04	39438.54	4.68	58690.33	5.74	17924.22	6.41
五金制品	7292.27	0.87	12534.74	1.49	60297.05	5.90	14452.30	5.17
畜产品	37505.00	4.49	28343.97	3.36	23605.00	2.31	1710.00	0.61
茶叶	43069.00	5.16	45771.71	5.43	44667.00	4.37	7617.00	2.72
箱包鞋帽	15697.34	1.88	27566.48	3.27	27683.97	2.71	8302.36	2.97
化工	38483.13	4.61	115243.65	13.68	109523.58	10.72	69165.85	24.74
其他	171335.52	20.51	150515.39	17.87	210840.26	20.63	72569.02	25.96
合计	835309.33	100.00	842481.74	100.00	1021996.42	100.00	279586.63	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，美国市场需求有所提升，在公司出口占比中有所回升，日本市场需求保持下降趋势，香港的占比大幅增长至 25.45%，与

美、日两国一起成为公司出口占比最大的三个市场，2014 年该三个市场合计占比 55.34%；欧洲各国也是公司贸易出口市场重要组成部分，跟踪期内欧洲市场整体占比有所下降。

表 4 公司主要出口市场分布情况（单位：万元）

出口市场类别	2012 年		2013 年		2014 年		2015 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	156001.96	18.68	146630.07	17.40	187702.29	18.37	40141.00	14.36
日本	136153.40	16.30	120214.39	14.27	117760.16	11.52	23690.48	8.47
意大利	57448.67	6.88	29797.51	3.54	37649.06	3.68	7918.51	2.83
德国	52667.38	6.31	46385.48	5.51	49220.27	4.82	7930.71	2.84
法国	37025.49	4.43	40104.24	4.76	37772.59	3.70	6182.20	2.21
香港	36372.30	4.35	123520.11	14.66	260143.59	25.45	129588.14	46.35
西班牙	17297.93	2.07	21349.46	2.53	15877.80	1.55	2541.90	0.91
英国	21472.86	2.57	21360.20	2.54	15274.30	1.49	2558.67	0.92
东南亚及其他	320869.34	38.41	293120.28	34.79	300497.37	29.40	59036.02	21.12
合计	835309.33	100.00	842481.74	100.00	1021996.42	100.00	279586.63	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。2014 年，公司房地产板块实现销售收入 23.84 亿元较上年略有下降。

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。

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。公司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。

公司房地产项目均位于中国三、四线城市，利润不大。2014 年公司销售价格有所下降，为 0.65 万元/平方米。

表 5 房地产业务发展情况

(单位: 万平方米; 万元/平方米; 亿元)

项目	2012 年	2013 年	2014 年	15 年 1-3 月
房屋竣工面积	41.81	32.12	60.8	0
房屋销售面积	46.08	51.74	40.57	8.9

新增土地储备	25.37	23.37	3.33	0
平均销售单价	0.73	0.71	0.65	0.65
实际销售额	33.78	36.73	26.38	5.83

资料来源: 公司提供

截至 2015 年 3 月底，公司在建及拟建房地产项目合计规划建筑面积 457.90 万平方米，总投资额 214.98 亿元，已投资 119.18 亿元。2016~2018 年，公司在建及拟建房地产项目分别计划投资 9.20 亿元、6.80 亿元、2.62 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）。

表 6 至 2015 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	总建筑面积	总投资	已投资金额(至 2015 年 3 月底)	未来投资计划				已销售面积	销售均价
					2015 年剩余季度	2016 年	2017 年	2018 年		
安吉维多利亚	浙江安吉	16	8.1	8	0.1	--	--	--	14.6	5990
安吉龙山庄园	浙江安吉	35	22.8	10	1.25	--	--	--	4	7626
安吉兰廷公馆	浙江安吉	11.4	8.2	4.6	0.68	--	--	--	1.5	6228
衢州维多利亚	浙江衢州	20	10.4	10.2	0.01	--	--	--	18.2	6420
龙游华都首府	浙江龙游	14.5	9.28	4.8	1.96	--	--	--	5	7801
成都美林湾	四川成都	47.8	22.3	20.7	0.18	--	--	--	41.1	7272
济宁金色兰庭	山东济宁	112	65.1	19.8	7.85	--	--	--	23	5498
三友·翡翠城	山东潍坊	37	8.5	5.8	0.7	1	1	--	15	3900
三友·文鼎苑	山东临朐	3	1.1	0.8	0.3	--	--	--	2	5200
三友·鼎盛园	山东临朐	5.6	2	0.8	0.7	0.5	--	--	未开盘	5200
三友·香格里拉	四川泸州	27	8	4.5	1	1.5	1	--	9	5000
三友·玫瑰园	山东临朐	12.6	5	2	0.6	1	1	0.4	3	5200
春风·玫瑰园	四川南充	42	9.6	7.8	0.8	1	--	--	27.69	4500
春风·紫金港	四川南充	39.8	16	6.48	1.5	2.8	3	2.22	6.63	4900
新宏·香榭丽舍	浙江衢州	18.2	11	7.9	1.6	1	0.5	--	6.99	8500
龙山豪庭	浙江诸暨	16	7.6	5	1.9	0.4	0.3	--	0.11	7200
合计	--	457.9	214.98	119.18	21.13	9.2	6.8	2.62	--	--

资料来源: 公司提供

在土地储备方面，截至 2015 年 3 月底，公司在总共拥有未开发土地面积 39.07 万平方米。

表 7 公司未开发土地情况 (单位: 万平方米)

项目	未开发土地面积
安吉兰廷公馆	3.33
济宁金色兰庭	8.07
安吉龙山	20.07
三友·翡翠城三期	4.60
春风·江南府	3.00
合计	39.07

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。

公司目前在建项目中,龙游浙农家居建材市场开发有限公司项目一期预期于 2015 年 12 月建成,二期尚在规划中,预计 2017 年底建成,一期建成后,未来三年(2016-2018)收益预测 6500 万元;浦江浙农农副产品市场开发有限公司项目一期预期 2016 年 6 月建成,二期尚在规划中,预计 2017 年 8 月建成,一期建成后考虑项目未来三年(2016-2018)收益预测 8000 万元;年吞吐能力 50 万吨物流基地项目一期工程于 2013 年 8 月 15 日竣工投入试运营,二期工程 2014 年 10 月 15 日完工,整个物流基地工程于 2014 年 11 月 13 日全面开始运营(剩余部

分收尾工程也将于 2015 年完工),该项目预计 2015 年全年收益 500 万元,后续几年随着市场开发会稳步上升;中国白茶城计划于 2015 年 12 月 31 日前建设完,完工后预计每年给公司带来 8000-9000 万元收入;浙江供销商贸城预计 2016 年 3 月建成,可用于商业用房自营 42597 平方米、商务出租建筑面积 28635 平方米,正式运营后预计将为公司每年带来 8000 万元的收入;台州市农副产品集配中心项目预计 2016 年建成并运营,当年包括房地产销售在内预计将给公司带来 7 亿元左右的收入,此后集配中心自身运营预计能为公司每年带来 3500 万元左右的收入;浙江再生塑料产业基地项目 2014 年一期工程完工,2015-2016 年主要是购置土地自营工厂投入,作为二期开发,预计 2018 年完工,预计 2015 年将有 5000 万元左右销售,二期项目完工后每年将给公司带来更高的收入。

公司 2015 年预计投资 14.14 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,公司未来有一定筹资压力。

表 8 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 2014 年底已投资	2015 年	2016 年
		贷款	自筹			
宁波象山生产基地项目	4500	--	4500	3600	900	--
龙游浙农家居建材市场开发有限公司	54300	14000	40300	11467	16803	11374
浦江浙农农副产品市场开发有限公司	49000	12000	37000	10148	13603	9366
台州临海农资储备库	2400	--	2400	1919	481	--
衢州农资化肥储备库	1300	--	1300	1072	228	--
安徽惠多利农业科技有限公司	2300	--	2300	1098	1202	--
浙江台州农资物流有限公司	1800	--	1800	1492	308	--
高档服装电子商务基地	35000	30000	5000	7812	3000	10000
年吞吐能力 50 万吨物流基地项目	11000	7000	4000	9875	1125	--
中国白茶城	80000	40000	40000	36764	40000	3236
创新园区(特种茶基地)	5000	2500	2500	937	2000	2063
茶叶国内贸易营销网络建设	4000	2000	2000	1357	2000	643

福士达五常大楼建设	18000	9000	9000	3755	9000	5245
浙江供销商贸城	35000	18000	17000	20505	10000	4495
台州市农副产品集配中心	86444	66444	20000	20695	34920	30829
浙江再生塑料产业基地	29864	28854	1010	22044	5820	2000
合计	419908	229798	190110	154540	141390	79251

资料来源：公司提供

八、财务分析

公司提供的 2012 年审计报告已由浙江天惠会计师事务所有限公司审计，2013~2014 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。2015 年一季度报表未经审计。2014 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 2014 年底，公司合并资产总额为 364.60 亿元，所有者权益合计为 101.09 亿元（其中少数股东权益 68.80 亿元）。2014 年，公司实现营业收入 554.50 亿元，利润总额 14.89 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司合并资产总额为 356.94 亿元，所有者权益合计为 98.38 亿元（其中少数股东权益 67.83 亿元）。2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 128.98 亿元，利润总额 -0.21 亿元。

1. 盈利能力

2014 年，由于公司内贸规模下降，公司营业收入下降至 554.50 亿元，较 2013 年下降 7.03%；同期营业成本同比下降 7.61% 至 514.77 亿元，营业利润率上升至 6.57%，较上年提升 0.75 个百分点；公司实现营业利润 12.31 亿元，较上年下降 2.91%。

期间费用方面，2014 年公司销售费用、管理费用和财务费用略有增长，期间费用占营业收入的比重为 4.74%，该比重较为稳定，从整体上看公司费用控制能力较强。

2014 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 2.74 亿元和 3.09 亿元，均较上年有所下降。投资收益主要是长期股权投资收益（占 39.00%）、交易性金

融资产收益（占 23.13%）和可供出售金融资产收益（占 30.03%），营业外收入主要是政府补助（占 82.08%）。2014 年公司实现利润总额 14.89 亿元，较上年下降 5.53%，净资产收益率及总资产收益率随之下降，分别为 10.89% 和 4.83%，公司盈利能力有所下降。

2015 年 1~3 月，公司实现营业收入 128.98 亿元，同比下降 3.26%，占 2014 年营业收入的 23.26%。同期，期间费用占营业收入为 5.12%，有所提升。投资收益为 0.72 亿元，为 2014 年全年的 26.39%；公司利润总额为 -2123.98 万元，较上年同期下降 1840.44 万元。

总体来看，跟踪期间，公司调整业务结构和贸易商品结构，营业收入有所下降，营业利润率有所提升，投资收益和营业外收入对利润有一定贡献，公司整体盈利能力相对稳定。

2. 现金流及保障

2014 年，随着公司经营收入的下降，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 592.08 亿元和 657.16 亿元，分别较上年下降 6.26% 和 5.49%。同时，由于公司购买商品、接受劳务支付的现金以更大幅度下降，导致公司经营活动现金净额大幅增长至 14.37 亿元。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，2014 年公司现金收入比为 106.78%，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，净流入规模大幅增长。

投资活动方面，2014 年公司投资活动规模保持增长，其中收回投资收到的现金增长至

26.07 亿元，投资支付的现金增长 13.07%，达到 31.21 亿元，主要是购买理财产品和资本市场投资所支付的现金。受以上因素的影响，2014 年公司投资活动净流出规模大幅增长至 15.08 亿元，较上年净流出规模增长 67.31%。

筹资活动方面，2014 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。2014 年公司筹资活动产生的现金流量净额为 5.40 亿元，表现为净流入。

2015 年一季度，公司经营性活动产生的现金流净额为-1.97 亿元，主要由于一季度采购储备较多，且受春节影响销售较其他季度少，现金收入比为 111.57%。投资活动仍表现为净流出，投资活动现金流量净额为-0.28 亿元。筹资活动现金流量净额为 3.89 亿元。

总体来看，2014 年，公司经营活动现金流入规模下降，获现能力稳定，经营活动净现金大幅提升，投资活动仍表现为净流出，对外有一定筹资压力。

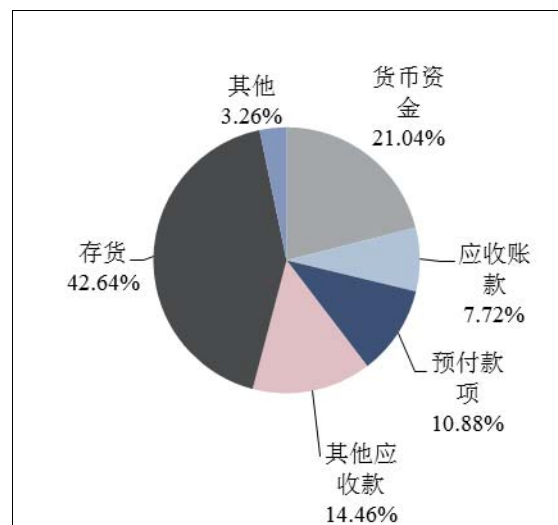
3. 资本及债务结构

截至 2014 年底，公司资产总额为 364.60 亿元，较 2013 年底增长 13.61%，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。

截至 2014 年底，公司流动资产为 295.48 亿元，较 2013 年底增长 13.62%，其中主要由货币资金（占 21.04%）、应收账款（占 7.72%）、预付款项（占 10.88%）、其他应收款（占 14.46%）和存货（占 42.64%）构成。

截至 2014 年底，公司货币资金为 62.16 亿元，较上年底增长 33.80%，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 42.84% 和 57.05%，2014 年公司受限资金额度为 33.93 亿元，占货币资金总额的 54.58%。

图 2 2014 年公司流动资产构成情况



资料来源：公司提供

截至 2014 年底，公司应收账款为 22.80 元，较上年底增长 9.98%。从账龄上看，1 年以内的占比 94.80%，1~3 年的占比 3.28%，3 年以上的占比 1.92%，以一年以内短期的应收账款为主，账龄较短，流动性较好。公司对于应收账款总共计提坏账准备 0.39 亿元，计提比例为 1.76%。

截至 2014 年底，由于公司贸易量下降，公司预付款项为 32.16 亿元，较上年底下降 4.07%。从账龄上看，1 年以内的占比 90.83%，1~2 年的占比 4.66%，2 年以上的占比 4.51%，以一年以内预付账款为主，公司预付款项主要是预付货款，预付款金额前五名为宝马（中国）汽车贸易有限公司、冷湖滨地钾肥有限责任公司、中航国际钢铁贸易（上海）、新疆天业集团有限公司和四川成源实业有限公司。

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 2014 年底，公司其他应收款为 42.74 亿元，较上年底增长 6.72%，其中 1 年以内的占比 82.42%，1~3 年的占比 15.77%，3 年以上的占比 1.81%，以短

期的为主，公司总共计提坏账准备 0.75 亿元，计提比例为 1.72%。

截至 2014 年底，由于公司房地产业务投入增长以及库存商品增长，公司存货达到 126.00 亿元，较 2013 年底增长 11.37%，主要由库存商品、开发成本构成，分别占比 35.28% 和 50.33%（其中库存商品计提跌价准备 0.60 亿元，计提比例 1.34%）。

截至 2014 年底，公司非流动资产为 69.11 亿元，较 2013 年底增长 13.56%，其中可供出售金融资产大幅增长至 15.80 亿元，主要是根据新会计准则由长期股权投资调整而来。截至 2014 年底，公司固定资产为 23.41 亿元，同比下降 8.92%，其中主要是房屋及建筑物（占 79.48%），固定资产成新率为 68.11%，由于没有明显的减值迹象，公司未对固定资产计提减值准备。

截至 2014 年底，公司在建工程为 5.06 亿元，较上年底增长 32.43%，主要在建工程有浙江供销商贸城、惠多利储备库等项目。

截至 2014 年底，公司无形资产为 9.59 亿元，较上年底增长 77.69%，主要源于公司总部兴合商务广场的土地款已全部支付，土地使用权增长。

截至 2014 年底，公司其他非流动资产为 9.55 亿元，较上年底增长 11.64%，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和垫款（贷款 7.71 亿元，计提贷款减值比例为 1.97%）。

截至 2015 年 3 月底，公司资产总额为 356.94 亿元，较上年底下降 2.10%，其中流动资产占 80.26%，非流动资产占 19.74%。

总体看，跟踪期内公司资产规模有所上升，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 2014 年底，公司所有者权益为 101.09 亿元，较 2013 年增长 11.27%，其中归属于母公司所有者权益占 31.94%，少数股东权益占

68.06%。归属于母公司的权益中，股本占 30.97%、资本公积占 10.73%、盈余公积占 5.75%、未分配利润占 51.82%。

截至 2015 年 3 月底，公司所有者权益为 98.38 亿元，较 2014 年底下降 2.67%，其中归属于母公司所有者权益占 31.05%，少数股东权益占 68.95%。归属于母公司的权益中，股本占 32.73%、资本公积占 11.56%、盈余公积占 6.22%、未分配利润占 49.49%。

总体看，跟踪期内，公司少数股东权益占比较高；未分配利润占比高，所有者权益稳定性受公司利润分配政策影响大。

负债

截至 2014 年底，公司负债总额为 263.51 亿元，较 2014 年增长 14.53%，其中流动负债占 83.41%，非流动负债占 16.59%。

截至 2014 年底，公司流动负债为 219.80 亿元，较上年增长 10.70%。主要由短期借款（占 33.95%）、应付票据（占 22.25%）、应付账款（占 13.62%）预收款项（占 11.78%）和其他应付款（占 10.72%）构成。

流动负债中，截至 2014 年底，公司短期借款为 74.63 亿元，较上年底增长 3.73%，主要是保证借款、信用借款、抵押借款和质押借款；应付票据为 48.90 亿元，较上年底增长 13.00%，主要为银行承兑汇票；应付账款为 29.93 亿元，较上年底增长 28.94%，其中 1 年以内的应付账款占 94.82%；预收款项为 25.88 亿元，较上年底下降 2.96%，以 1 年内的预收款项为主，占比 88.18%；其他应付款为 23.57 亿元，较上年底下降 16.40%，主要是公司房地产开发相关的暂借款等。

截至 2014 年底，公司非流动负债为 43.71 亿元，较上年增长 38.71%。主要由长期借款（占 39.87%）和其他非流动负债（占 56.10%）构成。公司长期借款为 17.43 亿元，较上年增长 50.87%。公司其他非流动负债为 24.52 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 亿元和 2014 年第一期中票 4 亿元。

截至 2015 年 3 月底，公司负债总额合计 258.56 亿元，其中流动负债 218.69 亿元，非流动负债 39.86 亿元，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三期中票计入应付债券。

截至 2014 年底，公司全部债务为 180.94 亿元，其中短期债务占 78.21%，长期债务占 21.79%。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有所提升，分别为 72.27%、64.16%和 28.06%。截至 2015 年 3 月底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别为 72.44%和 64.21%，较 2014 年底略有提升，长期债务资本化比率为 27.38%，较上年略有下降。截至 2015 年 3 月底，公司全部债务为 176.48 亿元，其中短期债务占 78.98%，长期债务占 21.02%。

总体看，跟踪期内，公司债务负担有所提升，整体负债水平偏高。

4. 偿债能力

短期偿债能力方面，截至 2014 年底，公司的流动比率和速动比率分别为 134.43%和 77.11%，较上年度均有所提升，截至 2015 年 3 月底，上述两个指标分别为 130.99%和 71.96%。由于经营现金流净额大幅提升，2014 年经营活动现金流负债比为 6.54%，较上年度大幅提升，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 2014 年底，公司 EBITDA 为 20.62 亿元，EBITDA 利息倍数下降至 4.90 倍，全部债务/EBITDA 倍数上升至 8.77 倍。整体看，公司债务负担较上年度有所加重，EBITDA 对全部债务的保护能力有所减弱。

截至 2015 年 3 月底，公司对外担保金额为 3.02 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 2015 年 3 月底，公司合并范围内获得银行的授信额度为 248.54 亿元，已使用 118.13 亿元，公司间接融资渠道畅通。

5. 存续期债券偿还能力分析

2014 年公司经营活动产生的现金流入量为 657.16 亿元，为待偿还债券本金（“12 浙兴合 MTN1”和“13 浙兴合 MTN001”）的 65.72 倍；经营活动产生的现金流量净额为 14.37 亿元，为待偿还债券本金总额的 1.44 倍。2014 年公司 EBITDA 为 20.62 亿元，为待偿还债券本金总额的 2.06 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（公司的机构信用代码：G10330103009258805，截至 2015 年 5 月 18 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。

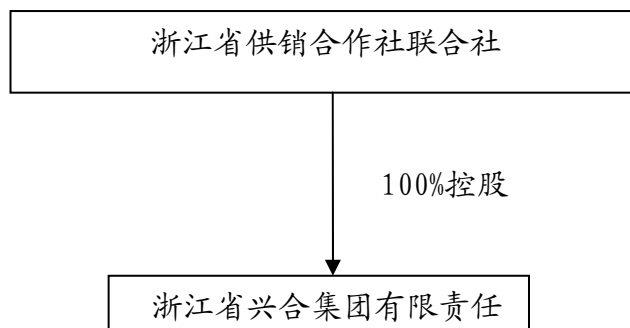
7. 抗风险能力

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，公司营业收入有所下降，但盈利能力保持稳定。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。

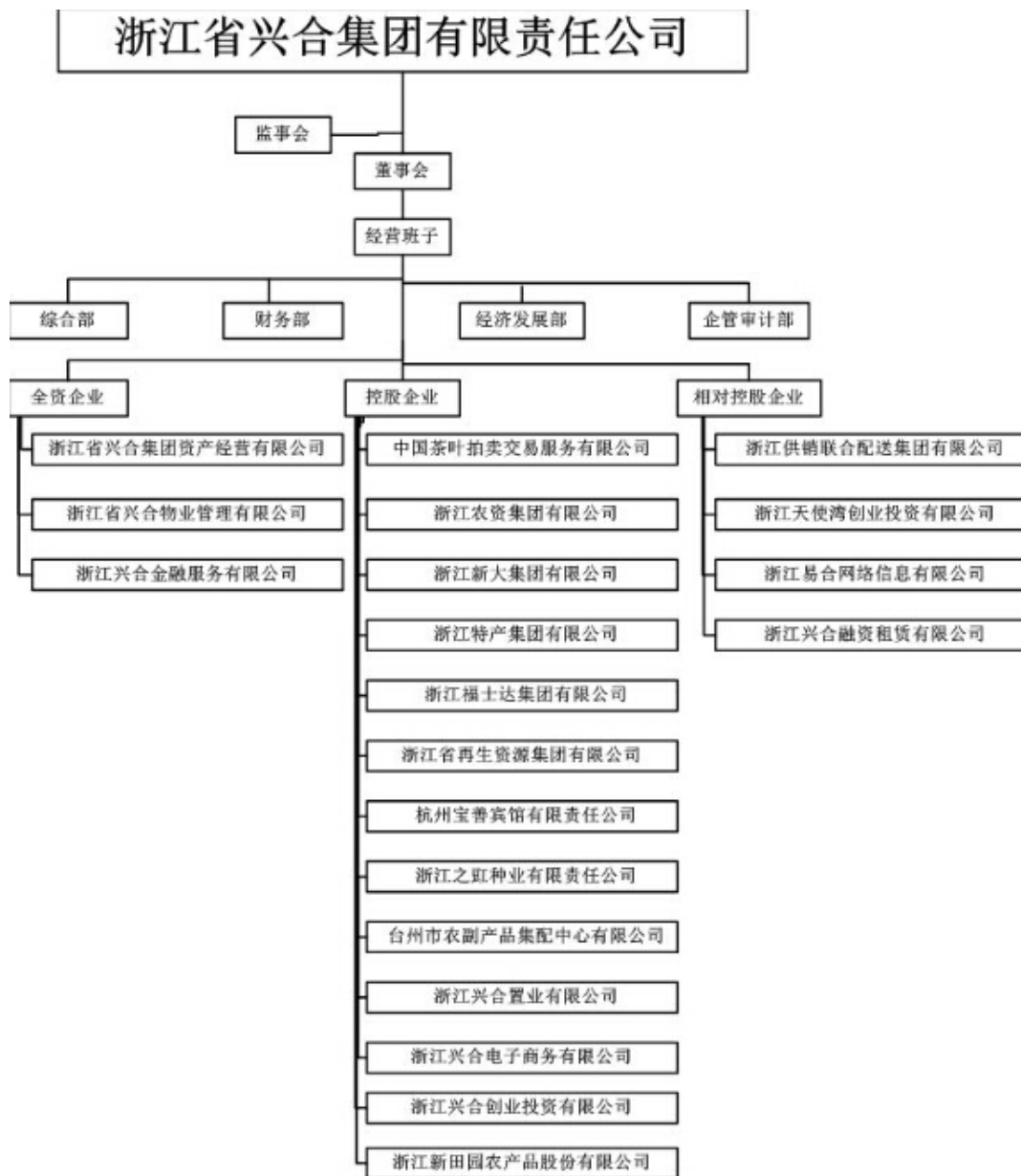
十、结论

综合考虑，联合资信将公司主体长期信用等级由AA调整为AA⁺，评级展望为稳定，并将“12浙兴合MTN1”和“13浙兴合MTN001”信用等级由AA调整为AA⁺。

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	2012 年	2013 年	2014 年	2015 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	57.50	52.16	67.41	57.45
资产总额(亿元)	296.26	320.92	364.60	356.94
所有者权益(亿元)	84.11	90.85	101.09	98.38
短期债务(亿元)	112.81	130.16	141.52	139.39
长期债务(亿元)	18.80	29.05	39.43	37.09
全部债务(亿元)	131.61	159.21	180.94	176.48
营业收入(亿元)	494.42	596.45	554.50	128.98
利润总额(亿元)	13.16	15.76	14.89	-0.21
EBITDA(亿元)	18.20	21.87	20.62	--
经营性净现金流(亿元)	12.69	0.66	14.37	-1.97
财务指标				
销售债权周转次数(次)	23.79	26.48	22.04	--
存货周转次数(次)	5.27	5.56	4.31	--
总资产周转次数(次)	1.67	1.93	1.62	--
现金收入比(%)	105.07	105.90	106.78	111.57
营业利润率(%)	6.42	5.82	6.57	4.25
总资本收益率(%)	5.86	5.94	4.83	--
净资产收益率(%)	11.41	12.97	10.89	--
长期债务资本化比率(%)	18.27	24.23	28.06	27.38
全部债务资本化比率(%)	61.01	63.67	64.16	64.21
资产负债率(%)	71.61	71.69	72.27	72.44
流动比率(%)	125.71	130.97	134.43	130.99
速动比率(%)	80.18	74.00	77.11	71.96
经营现金流动负债比(%)	6.62	0.33	6.54	--
EBITDA 利息倍数(倍)	5.97	7.13	4.90	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.23	7.28	8.77	--

注：1. 2015 年一季度财务数据未经审计。

2. 2014 年其他非流动负债中的中期票据计入长期债务。

3. 2014 年及 2015 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	(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+一年内到期的长期(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 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