跟 踪 评 级 公 告

联合[2016] 1721 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有限责任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”信用等级为AA^+。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一六年七月二十八日

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：2016 年 7 月 28 日

财务数据

项目	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 3 月
现金类资产(亿元)	52.16	67.41	43.64	40.85
资产总额(亿元)	320.92	364.60	382.78	396.59
所有者权益(亿元)	90.85	101.09	109.20	108.15
长期债务(亿元)	29.05	39.43	37.29	52.20
全部债务(亿元)	159.21	180.94	188.94	201.99
营业收入(亿元)	596.45	554.50	628.34	124.90
利润总额 (亿元)	15.76	14.89	14.99	-0.56
EBITDA(亿元)	21.87	20.62	23.72	--
经营性净现金流(亿元)	0.66	14.37	16.86	-1.10
营业利润率(%)	5.82	6.57	6.22	5.19
净资产收益率(%)	12.97	10.89	9.94	--
资产负债率(%)	71.69	72.27	71.47	72.73
全部债务资本化比率(%)	63.67	64.16	63.37	65.13
流动比率(%)	130.97	134.43	131.54	130.90
全部债务/EBITDA(倍)	7.28	8.77	7.96	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.13	4.90	3.23	--
经营现金流动负债比(%)	0.33	6.54	7.22	--

注：2016 年一季度财务数据未经审计；其他非流动负债中的有息债务计入长期债务；其他应付款中暂借款计入短期债务。

分析师

徐 璨 刘嘉敏
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。跟踪期内，公司调整业务结构，各主业保持增长，利润规模保持稳定，同时联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司营业主业盈利能力有所下降以及公司整体负债水平较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，联合资信评估有限公司维持公司的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”AA^+的信用等级。

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. 公司房地产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。
3. 公司EBITDA及经营性现金流入量对存续期内中期票据保障能力较强。

关注

1. 公司整体负债水平较高，债务期限结构有待进一步改善。
2. 公司在建项目多，投资规模大，有一定融资

压力。

3. 公司房地产项目主要分布在三、四线城市，有一定去化压力。

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“12 浙兴合 MTN1”和“13 浙兴合 MTN001”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 2016 年 3 月底，公司注册资本为 10.00 亿元。公司出资人与实际控制人均为浙江省供销社。

公司经营范围为：国际国内贸易，投资实业，建设市场，融通资金，房地产业，资产经营，科技开发，仓储运输，电子商务，信息广告，旅游服务，咨询服务等。

截至2015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2015年底，公司合并资产总额为382.78亿元，所有者权益合计为109.20亿元（其中少数股东权益73.74亿元）。2015年，公司实现营业收入628.34亿元，利润总额14.99亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为396.59亿元，所有者权益合计为108.15亿元（其中少数股东权益73.57亿元）。2016年1～3月，公司实现营业收入124.90亿元，利润总额-0.56亿元。

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、宏观经济和政策环境

2015 年，中国经济步入“新常态”发展阶段，全年 GDP 同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低，第三产业成为拉动经济增长的重要推动力。具体来看，2015 年，中国消费需求整体上较为平稳，固定资产投资增速持续下滑，进出口呈现双降趋势；同时，全国居民消费价格指数（CPI）六年来首次落入“1”时代，工业生产者出厂价格指数（PPI）和工业生产者购进价格指数（PPIRM）处于较低水平，制造业采购经理指数（PMI）仍在荣枯线以下，显示中国经济下行压力依然较大。但在就业创业扶持政策的推动下，中国就业形势总体稳定。

根据国家统计局初步核算，2015 年，中国国内生产总值（GDP）67.7 万亿元，同比实际增长 6.9%，增速创 25 年新低；分季度看，GDP 增幅分别为 7.0%、7.0%、6.9%和 6.8%，经济增速逐渐趋缓。第二产业增加值增速放缓拖累中国整体经济增长，但第三产业同比增速有所提高，表明中国在经济增速换挡期内，产业结构调整稳步推进。

从消费、投资和进出口情况看，2015 年，市场销售增速走势较为平稳，固定资产投资增速回落较大，进出口增速回落。社会消费品零售总额 30.10 万亿元，同比增长 10.70%。固定资产投资（不含农户）55.20 万亿元，比上年名义增长 10.00%（扣除价格因素实际增长 12.00%）。全年进出口总额 4.00 万亿元人民币，比上年下降 8.00%。

2015 年，中国继续实施积极的财政政策。中国一般公共财政收入 15.22 万亿元，比上年增长 8.4%，增速较上年有所回落。一般公共财政支出 17.58 万亿元，比上年增长 15.8%，同比增速有所加快。政府财政赤字规模增至 2.36 万亿元，赤字率上升至 3.5%，显著高于

2.3%的预算赤字率。

2015 年，央行继续实施稳健的货币政策，灵活运用多种货币政策工具，引导货币信贷及社会融资规模合理增长，改善和优化融资结构和信贷结构。2015 年共进行了五次降息和五次降准，降息和降准幅度分别达到 125BP 和 300BP。在公开市场操作方面，央行多次开展逆回购操作，并通过短期流动性调节工具（SLO）、中期借贷便利（MLF）和抵押补充贷款（PSL）分别向市场净投放资金 5200 亿元、213 亿元和 10811.89 亿元，向市场注入流动性。此外，自 2015 年 10 月起，央行在上海、江苏等 11 省（市）推广信贷资产质押再贷款试点，截至 2015 年底，共向 31 家地方法人金融机构合计发放信贷政策支持再贷款 49.73 亿元，资金流动性保持宽松状态。

2016 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，2016 年经济社会发展的主要预期目标是 GDP 增长 6.5%~7.0%，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，进出口回稳向好，国际收支基本平衡，居民收入增长和经济增长基本同步。2016 年是中国“十三五”开局之年，也是推进结构性改革的攻坚之年。政府将稳定和完善宏观经济政策，保持经济运行在合理区间，进一步加强供给侧结构性改革，推进新一轮高水平对外开放，加强民生保障，切实防控风险，努力实现“十三五”时期经济社会发展良好开局。

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。

1. 贸易行业

（1）国际贸易

2013 年以来，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。

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 年全国进出口总值 3.96 万亿美元，同比下降 8%。其中，出口 2.28 万亿美元，同比下降 2.8%；进口 1.68 万亿美元，同比下降 14.1%。总体看，2014 年对外贸易增速出现回落，2015 年进出口规模出现整体下降，外贸下行压力加大。

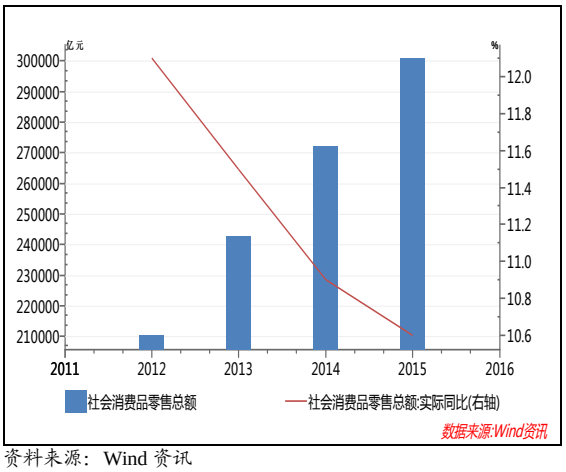
2013～2015 年中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等，保证了中国外贸较快发展，同时也关注到受国际需求放缓和国内成本上升等因素制约，中国未来的贸易环境将不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制。上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

（2）国内贸易

根据国家统计局数据，2013 年全年中国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。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 年中国社会消费品零售总额 300931 亿元，同比名义增长 10.7%(扣除价格因素实际增长 10.6%)。其中，限额以上单位消费品零售额 142558 亿元，增长 7.8%。

图 1　社会消费品零售总额及增长率情况



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）行业关注

国内贸易环境竞争激烈，产能过剩导致价格波动幅度大

近年来，虽然国家政策支持扩大消费需求，但内需增长有所趋缓。另外，居民生活水平显著提高，消费结构不断升级，对国内贸易优化结构与布局提出了新要求；国际国内市场联系更加紧密，国内贸易领域的市场竞争更加激烈；部分大宗商品较多依赖进口，受国际市场价格影响较大，市场调控难度增大。

近年来，生产资料市场价格持续下跌、工业企业和流通企业效益出现普遍下滑，出现这种现象的一个重要原因是行业产能过剩问题突出，钢材、建材等多个行业产能出现全面过剩，对市场的平稳健康运行形成明显冲击。

外部贸易环境日趋复杂

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

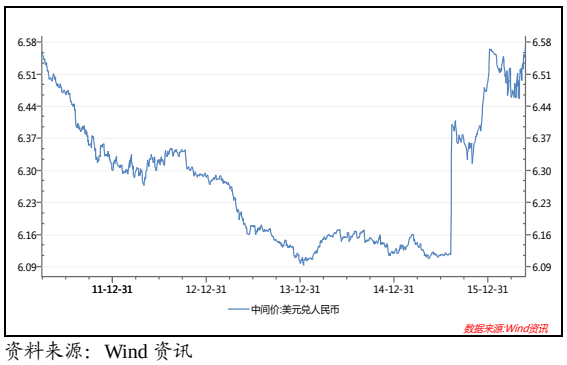
自 1995 年以来，中国连续成为全球反倾销调查的重点，涉案损失每年高达 300 亿至 400 亿美元，出口欧盟、美国、日本的产品也屡屡成为召回或通报目标。贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体，也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家，其中既有针对中国传统优势产业的，也有针对高新技术产业的。未来贸易保护主义抬头的态势仍可能继续蔓延。

人民币汇率风险不断加大

贸易的持续稳定发展是实现国民经济的内外均衡和经济增长的重要保证，汇率变化是影响国家或地区进出口贸易发展的重要因素之一。在贸易顺差持续高位运行，人民币升值压力不断加大的背景下，中国人民银行于 2010 年 6 月 19 日宣布允许人民币汇率更具弹性，人民币汇率每日正负 0.5%的浮动区间将维持不变，意味中国逐步开始允许人民币升值。政策实施后，人民币汇率进入升值通道。一方面，人民币对美元的升值造成以美元为结算单位商品的出口减少，尤其给中国大部分依靠价格优势而缺乏科技含量的低附加值外贸企业的经营带来了很大的负面影响；另一方面，从产品下单做货到出货，再到最终结汇，整个周期通常有几个月的时间，汇率的波动造成企业无法准确预测最终销售利润，经营风险加大。

为推进汇率改革，促进对外贸易进一步趋于平衡，中国人民银行宣布，自2012年4月16日起，银行间即期外汇市场人民币兑美元交易价浮动幅度由0.5%扩大至1%，人民币汇率波幅再增一倍，这意味着外贸企业需要更多地对人民币外汇交易进行风险管理，并采取相应的对冲，与此同时，这也可能鼓励更多的企业在外贸中使用人民币作为结算货币，来降低相应的风险。

图 2 美元兑人民币汇率走势图



资料来源：Wind 资讯

2013 年以来人民币加速升值，美元兑人民币中间价汇率累计 40 次创新低，年内累计升幅将近 3%。2014 年前半年，人民币出现贬值潮，截至 2014 年 6 月 30 日美元兑人民币汇率为 6.1528 元/美元，较年初贬值 538 个基点。其中，6 月 3 日人民币一度贬值到 6.171 元/美元。从 2014 年下半年以来，美元兑人民币汇率开始震荡下行，截至 2014 年最后一个交易日，2014 年人民币中间价累计下跌 0.36 个百分点，人民币即期汇率累计下跌 2.42 个百分点。2015 年上半年，美元兑人民币汇率波动于 6.1957 元/美元至 6.2741 元/美元之间。2015 年 8 月 11 日，央行调整人民币汇率中间价报价机制，致使美元兑人民币汇率上升至 6.3232 元/美元，人民币出现大幅贬值。截至 2015 年底，美元兑人民币汇率中间价报 6.4936 元/美元。进入 2016 年，美元兑人民币汇率波动较大，截至 2016 年 5 月 25 日，美元兑人民币汇率为 6.5693 元/美元。总体看，受汇率政策调整、国际外汇市场波动和石油价格持续走低等多重因素影响，人民币在 2015 年贬值较快。

（4）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。

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）自由贸易试验区挂牌成立；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体制改革，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 5 月，国务院印发《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》（以下简称“意见”）指出，中国要大力推动外贸由规模速度型转向质量效益型，努力实现五个转变：货物出口向货物、服务、技术、资本输出结合转变；价格优势向技术、品牌、质量、服务为核心的综合竞争优势转变；要素驱动向创新驱动转变；政策引导为主向制度规范和营造法制化国际化营商环境转变；遵守、适应国际经贸规则为主向主动参与国际经贸规则制定转变。《意见》提出六个任务：外贸结构调整、提高外贸国际竞争力、与“一带一路”沿线国家深化贸易合作、建造互利共赢的国际新格局、营造法制化国际化的营商环境、完善政策体系。

2015 年 8 月，国务院办公厅促进内贸流通健康发展的若干意见（国办发【2014】51 号，以下简称“意见”），为加快发展内贸流通，意见中指出支持流通企业做大做强，推动优势流

通企业利用参股、控股、联合、兼并、合资、合作等方式，做大做强，形成若干具有国际竞争力的大型零售商、批发商、物流服务商；推进内外贸融合发展，拓展国内商品市场对外贸易功能，借鉴国际贸易通行标准、规则和方式，在总结试点经验的基础上，适当扩大市场采购贸易方式的试点范围，打造一批布局合理、功能完善、管理规范、辐射面广的内外贸结合市场。

中国正在积极推进的自由贸易园区战略和“一带一路”建设，有望成为中国外贸新常态的方向和驱动因素。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。

（5）行业发展

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

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

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

2. 区域经济环境

公司总部位于浙江省。浙江省经济状况与公司发展具有一定的关联性。

2015 年，浙江省经济发展稳健，初步核算，全年地区生产总值（GDP）42886 亿元，比上年增长 8%。其中，第一产业增加值 1833 亿元，第二产业增加值 19707 亿元，第三产业增加值 21347 亿元，分别增长 1.5%、5.4%和 11.3%，第三产业对 GDP 的增长贡献率为 65.7%。三次产业增加值结构由上年的 4.4:47.7:47.9 调整为 4.3:45.9:49.8，三产比重提高 1.9 个百分点。从主要经济指标看浙江省增速平稳，稳中有升，波幅较小。

从进出口贸易来看，2015 年，浙江省货物进出口总额 21566 亿元（3474 亿美元），比 2014 下降 1.1%。其中，出口 17174 亿元，增长 2.3%；进口 4392 亿元，下降 12.5%。民营企业出口 12579 亿元，增长 7.1%，占全省出口总值的 73.2%，拉动全省出口增长 5.0 个百分点。机电产品出口 7236 亿元，增长 4.7%；高新技术产品出口 1047 亿元，增长 10%。全省跨境电子商务出口 270 亿元，增长 34.7%。全年服务贸易进出口额 442 亿美元，比上年增长 16%,其中，出口 285 亿美元，增长 16.5%；进口 158 亿美元，增长 15.3%。

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

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。

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。2015年商贸流通业务收入占公司主营业务收入比重为92.70%，其中内贸和外贸分别占公司主营业务收入的74.13%和18.57%。从收入上看，国内贸易收入同比增长10.89%至462.32亿元，外贸业务增长13.34%至115.83亿元；房地产方面，收入较上年增长38.80%，主要由于公司跟踪期内加大去库存力度，效果明显；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；公司其他业务同比增长69.28%，因包含金融业务，毛利率处于较高水平，但由于其收入所占比重小，对公司影响小。受贸易业务收入增加的影响，公司全年共实现主营业务收入623.65亿元，主营业务收入同比增长13.32%。2016年1~3月，公司实现主营业务收入124.90亿元，同比下降3.06%。

从毛利率上看，2015年公司内贸业务由于宏观经济下行，大宗商品持续探底，劳动力成本上升等因素，毛利率有所下降，2015年为4.84%；外贸方面，受外需疲软，中国传统优势弱化、要素成本上升等因素的影响，毛利率有所下滑，2015年为4.99%；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。主要受贸易板块毛利率整体下降的影响，2015年公司主营业务毛利率为6.43%，较上年下降1.26个百分点。公司毛利水平符合流通行业特点。2016年1~3月，公司整体毛利率为5.49%，较上年同期增长1.15个百分点。

表1　公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

营业收入	2013 年			2014 年			2015 年			2016 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	470.32	79.32	4.69	416.93	75.76	6.54	462.32	74.13	4.84	95.85	76.74	4.53
外贸出口	84.25	14.21	6.45	102.2	18.57	5.54	115.83	18.57	4.99	21.52	17.23	5.04
房地产	24.20	4.08	26.22	23.84	4.33	28.24	32.99	5.29	23.50	1.77	1.42	12.92
其他	14.17	2.39	25.15	7.39	1.34	36.09	12.51	2.01	33.33	5.76	4.61	20.91
合计	**592.94**	**100.00**	**6.31**	**550.36**	**100.00**	**7.69**	**623.65**	**100.00**	**6.43**	**124.90**	**100.00**	**5.49**

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 77.28%。2015 年，公司内贸业务收入增长至 462.32 亿元。从各品种贸易额来看，塑化、农资、汽车、钢材和废旧物资的贸易额均有不

同程度的增长；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。

2016 年 1~3 月，公司内贸业务收入 95.85 亿元，同比下降 25.61%，占 2015 年全年内贸收入的 20.73%。

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	2013 年		2014 年		2015 年		2016 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	1555244	33.14	1665497	39.95	2216751	47.95	505025	52.69
农资	765929	16.32	651617	15.63	659050	14.26	90705	9.46
汽车	743722	15.85	689225	16.53	696751	15.07	166695	17.39
废旧物资	75458	1.61	144089	3.46	175140	3.79	18691	1.95
钢材	528881	11.27	381767	9.16	423681	9.16	89739	9.36
棉花	165537	3.53	162101	3.89	156681	3.39	21192	2.21
其他	857954	18.28	475005	11.39	295126	6.38	66422	6.93
合计	**4692724**	**100.00**	**4169302**	**100.00**	**4623180**	**100.00**	**958470**	**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、二甘酸等液体化工产品以及薄膜、包装材料等，销售网络涵盖浙江、江苏、安徽、江西、广西、上海等地区。2015 年，公司塑化产品贸易实现收入 221.68 亿元，同比增长 33.10%，主要是开拓的新增业务、次新业务规模增长引起；2016 年 1~3 月公司塑化产品营业收入 50.50 亿元，占上年全年的 22.78%，同比增长 20.90%。

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小幅增长，2015 年公司农资业务营业收入 65.91 亿元，同比增长 1.14%；2016 年 1~3 月为 9.07 亿元，同比有所下降。

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 17 万平方米，主要销售品牌为宝马等高端品牌。2015 年公司汽车销售收入为 69.68 亿元，较 2014 年增长 1.10%；2016 年 1~3 月为 16.67 亿元，同比变化不大。

废旧物资仍主要由再生资源公司运营，2015 年该业务实现收入 17.51 亿元；2016 年 1~3 月收入为 1.87 亿元，同比下降 39.29%。由于国内经济增长乏力，废料需求不旺且价格震荡下跌，而且国家对利废企业新出税政，对利废企业进行 30%-70%的增值税即征即退优惠，导致传统再生资源业务规模进一步大幅缩减。

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，2015 年，公司钢材贸易实现收入 42.37 亿元，同比增长 10.97%，因通过加强风控，缩短回款周期，加快业务周转，拉动了钢销售的快速增长。2016 年 1~3 月收入为 8.97 亿元，同比有所下降。

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，2015 年公司棉花贸易略有下降，全年公司实现棉花收入 15.67 亿元，同比下降 3.33%；2016 年一季度，受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的持续影响，增加了棉花经营的难度，公司棉花销售收入为 2.12 亿元，同比下降 22.91%。

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。2015 年，公司外贸出口规模继续扩张，全年实现收入 115.83 亿元，同比增长 13.34%，受中国传统优势弱化、要素成本上升等因素的影响，公司外贸业务整体毛利率有所下降，为 4.99%。2016 年 1~3 月，公司外贸出口实现收入 21.52 亿元，同比下降 23.03%。

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，2015年实现出口额合计47.79亿元，占出口总额的41.26%，比重有所下降；化肥农药和化工产品在出口总额中的比重增加；其他类产品同比变化不大。2016年1~3月份，公司出口商品结构继续调整，传统的服装、纺丝织品产品占比大幅下降，化工和五金制品的占比提升明显。跟踪期内，其他各商品的出口金额不断波动，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	2013 年		2014 年		2015 年		2016 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	351758.54	41.75	402457.43	39.38	391332.76	33.79	64825.08	30.12
纺丝织品	71308.73	8.46	84230.79	8.24	86525.75	7.47	13411.25	6.23
化肥农药	39438.54	4.68	58690.33	5.74	73064.34	6.31	7382.06	3.43
五金制品	12534.74	1.49	60297.05	5.90	60556.22	5.23	16852.50	7.83
畜产品	28343.97	3.36	23605.00	2.31	16481.00	1.42	2492.00	1.16
茶叶	45771.71	5.43	44667.00	4.37	39809.00	3.44	9570.00	4.45
箱包鞋帽	27566.48	3.27	27683.97	2.71	26536.96	2.29	6737.75	3.13
化工	115243.65	13.68	109523.58	10.72	192000.95	16.58	44672.39	20.76
其他	150515.39	17.87	210840.26	20.63	271986.34	23.48	49290.96	22.90
合计	**842481.74**	**100.00**	**1021996.42**	**100.00**	**1158293.31**	**100.00**	**215234.00**	**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，香港市场需求不断提升，在公司出口占比中不断增长，美国、日本市场需求出现下降趋势，但始终保持为公司出口主要市场，2015 年上述三个市场合计占比 60.46%；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	2013 年		2014 年		2015 年		2016 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	146630.07	17.40	187702.29	18.37	204042.29	17.62	32877.12	15.28

日本	120214.39	14.27	117760.16	11.52	120193.31	10.38	23725.00	11.02
意大利	29797.51	3.54	37649.06	3.68	30613.89	2.64	4208.44	1.96
德国	46385.48	5.51	49220.27	4.82	50401.19	4.35	10799.25	5.02
法国	40104.24	4.76	37772.59	3.70	37938.11	3.28	9088.07	4.22
香港	123520.11	14.66	260143.59	25.45	376003.90	32.46	73627.82	34.21
西班牙	21349.46	2.53	15877.80	1.55	17288.51	1.49	4013.10	1.86
英国	21360.20	2.54	15274.30	1.49	17188.18	1.48	4044.76	1.88
东南亚及其他	293120.28	34.79	300497.37	29.40	304623.94	26.30	52850.44	24.55
合计	**842481.74**	**100.00**	**1021996.42**	**100.00**	**1158293.31**	**100.00**	**215234.00**	**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。2015 年，公司房地产板块实现销售收入 32.99 亿元，同比增长 38.38%，主要系公司跟踪期内加大去库存力度，促销成果明显。

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。2015 年公司销售价格小幅下降，为 0.64 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	2013 年	2014 年	2015 年	16 年 1-3 月
房屋竣工面积	32.12	60.8	69.35	9.66
房屋销售面积	51.74	40.57	64.57	19.58
新增土地储备	23.37	3.33	8.57	--
平均销售单价	0.71	0.65	0.64	0.63
实际销售额	36.73	26.38	41.4	9.45

资料来源：公司提供

截至 2016 年 3 月底，公司在建及拟建房地产项目合计规划建筑面积 446.75 万平方米，总投资额 228.34 亿元，已投资 146.28 亿元。2017～2019 年，公司在建及拟建房地产项目分别计划投资 22.74 亿元、14.50 亿元、9.51 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 2016 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 2016 年 3 月底）	未来投资计划				已销售面积	销售均价
					2016 年剩余季度	2017 年	2018 年	2019 年		
安吉龙山庄园	浙江安吉	35.14	24.41	10.97	1.20	2.47	2.50	2.50	6.41	7600
济宁金色兰庭	山东济宁	7.10	5.80	1.85	1.86	1.20	0.89	--	38.39	5362
安吉兰廷	浙江安吉	112.12	65.10	37.35	4.94	7.00	--	5.00	2.49	6465
龙游华都首府	浙江龙游	11.47	8.24	5.18	1.11	0.85	0.86	0.24	8.61	7613
华都云景台	四川成都	14.52	8.99	6.24	1.33	1.42	--	--	--	--
浦江农副产品批发交易市场一期	浙江浦江	7.34	2.57	2.12	0.40	0.05	--	--	0.76	17386
龙游国际建材家居城（一期）	浙江龙游	11.09	3.02	2.60	0.38	0.04	--	--	2.63	8620

美林·松州广场	浙江松阳	7.37	3.92	1.49	1.07	0.84	0.52	--	--	--
三友•翡翠城	山东潍坊	24.00	11.00	7.82	0.50	1.70	0.72	0.26	16.13	4257
三友·鼎盛园	山东临朐	5.60	2.00	1.79	0.11	0.10	--	--	3.69	4639
三友·香格里拉	四川泸州	27.00	8.89	8.00	0.60	0.20	0.08	0.01	13.01	4398
三友·玫瑰园	山东临朐	12.60	5.00	3.99	0.50	0.51	--	--	6.10	4672
春风•玫瑰园	四川南充	42.00	12.00	10.18	0.92	0.90	--	--	31.07	4610
春风•紫金港	四川南充	39.80	16.00	8.04	1.80	2.50	2.00	1.50	11.46	4773
新宏·香榭丽舍	浙江衢州	18.20	11.00	8.37	1.50	0.70	0.43	--	10.35	8357
龙山豪庭	浙江诸暨	15.84	8.20	7.20	0.61	0.39	--	--	1.89	6648
春风•江南府	浙江杭州	11.30	8.20	2.98	1.20	0.67	--	--	3.57	5131
安吉白茶城	湖州安吉	16.22	8.00	7.89	0.11	--	--	--	1.785	6228
亿达广场	安徽池州	20.00	8.00	5.00	1.50	1.00	0.50	--	5.35	5800
西溪君庐	杭州	8.04	8.00	7.22	0.50	0.20	--	--	1.17	17042
合计	--	**446.75**	**228.34**	**146.28**	**22.14**	**22.74**	**14.50**	**9.51**	**164.87**	--

资料来源：公司提供

其中，龙游浙农家居建材市场开发有限公司项目总占地面积 10.05 万 m^2，其中一期占地面积 6.67 万 m^2，一期总建筑面积 11.09 万 m^2，其中地上建筑面积 10.29 万 m^2，地下建筑面积 0.8 万 m^2，按地上建筑面积 58%可售计，总可售面积 5.97 万 m^2，总可售房源 1094 间。预计项目一期总投入 3.02 亿元，截至 2016 年 3 月底已累计投入 2.6 亿元，项目一期基本完工，已完成初步验收。截至 2016 年 3 月底累计签约 536 间，签约面积 2.63 万 m^2，签约金额 22683.4 万元，销售资金累计回笼 22444.57 万元。

浦江浙农农副产品市场开发有限公司项目总占地面积 6.3 万 m^2，其中一期占地面积 3.96 万 m^2，一期总建筑面积 7.4 万 m^2，其中地上建筑面积 6.1 万 m^2，地下建筑面积 1.3 万 m^2，按总建筑面积 38%可售计，总可售面积为 2.81 万 m^2，总可售房源 526 间。预计项目一期总投入 2.57 亿元，截至 2016 年 3 月底已累计投入 2.12 亿元，项目一期基本完工，已完成初步验收。截至 2016 年 3 月底累计签约为 199 间，签约面积 0.76 万 m^2，签约金额 13208 万元，销售资金累计回笼 12234 万元。

中国白茶城项目截至 2016 年 5 月底，中国白茶城已基本竣工，实现了销售收入 14288 万元，招商收入 468 万元。

浙江再生塑料产业基地项目占地面积 183 亩，规划总建筑面积 145981.56m^2，协议可售比例为 97.70%，全部工程已建设完成，并通过综合验收，截至 2016 年 3 月累计投资 29601 万元。截止 2016 年 3 月底，项目已销售物业 57734.05m^2，合同销售金额 21577.73 万元，回笼资金 20938 万元。

在土地储备方面，截至 2016 年 3 月底，公司共拥有未开发土地面积 99.84 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
衢州新宏·华府	27.6
湖南邵阳西湖春天一期	40.77
合计	**99.84**

资料来源：公司提供

（4）金融板块

公司下属有 3 家小贷公司为：杭州市西湖区浙农小额贷款有限公司、浙江兴合小额贷款有限公司、杭州市桐庐县富汇小额贷款股份有限公司。截至 2016 年 3 月底，小贷公司贷款余额 10.44 亿元，其中个人贷款和垫款 6.65 亿元，企业贷款和垫款 3.79 亿元；风险拨备 1.35 亿元；小贷公司共累计放贷 114.15 亿元，累计实现营

业收入 6.29 亿元，毛利润 5.34 亿元。截至 2016 年 3 月底，小贷公司逾期贷款余额 6036 万元，小贷公司共计提贷款损失准备 3833 万元。

（5）未来发展

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

未来公司投资将以工贸流通等实业为主，不断优化公司业务结构，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。

除房地产外，公司 2016 年预计投资 5.84 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、银行贷款和直接融资三个方面完成资金筹集，综合考虑公司目前现金资产情况以及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 2015 年底已投资	2016 年	2017 年
		贷款	自筹			
台州椒江农资储备库	2413	--	2413	2096	317	--
安徽宿州征地项目	2300	--	2300	1540	500	260
国明牛奶公司仓储	1300	--	1300	1120	180	--
台州临海农资储备库	1800	--	1800	1541	100	159
石原金牛象山基地	5300	--	5300	4126	800	374
杭州城东宝马 4S 店	11959	--	11959	5820	4517	1622
浙江台州农资物流有限公司	1800	--	1800	--	--	--
高档服装电子商务基地	35000	30000	5000	--	--	--
年吞吐能力 50 万吨物流基地项目	15000	7000	8000	11778	3222	--
高档服装电子商务基地	35000	--	35000	7926	5000	10000
中国白茶城	80000	40000	40000	68934	10000	1066
创新园区（特种茶基地）	5000	2500	2500	937	3500	563
茶叶国内贸易营销网络建设	4000	2000	2000	1357	1000	1000
福士达五常大楼建设	18000	9000	9000	3755	1000	1000
祥园路办公大楼	25000	12500	12500	12000	8000	5000
台州市农副产品集配中心	86444	66444	20000	43917	15080	10000
浙江再生塑料产业基地	29864	28854	1010	29601	200	63
浙江供销商贸城	86444	66444	20000	32594	5000	--
合计	**446624**	**264742**	**181882**	**229042**	**58416**	**31107**

资料来源：公司提供

八、募集资金使用情况

公司发行的“12 浙兴合 MTN1”和“13 浙兴合 MTN001”所募集资金共计 10 亿元用于公司补充公司流动资金；截至 2016 年 3 月底，上述资金已全部按募集资金用途使用完毕，并按时付息。

九、财务分析

公司提供的 2015 年审计报告已经中汇会计师事务所有限公司审计，并出具了标准无保留意见的审计结论。公司 2016 年一季度财务报表未经审计。2015 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2015年底，公司合并资产总额为382.78亿元，所有者权益合计为109.20亿元（其中少数股东权益73.74亿元）。2015年，公司实现营业收入628.34亿元，利润总额14.99亿元。

截至2016年3月底，公司合并资产总额为396.59亿元，所有者权益合计为108.15亿元（其中少数股东权益73.57亿元）。2016年1～3月，公司实现营业收入124.90亿元，利润总额-0.56亿元。

1. 盈利能力

2015年，公司各板块销售收入均有不同程度增长，公司营业收入增长至628.34亿元，较2014年增长13.32%；同期营业成本同比增长13.67%至585.13亿元，增速略高于营业收入，营业利润率小幅降至6.22%；公司实现营业利润13.03亿元，较上年增长5.85%。

期间费用方面，2015年公司销售费用、管理费用和财务费用均有所增长，2015年期间费用占营业收入的比重为4.84%（2014年为4.74%），该比重较为稳定，从整体上看公司费用控制能力较强。

2015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5.83亿元和2.61亿元；其中投资收益同比增长113.15%，构成为长期股权投资收益（占12.35%）、交易性金融资产收益（占53.32%）和可供出售金融资产收益（占13.38%，主要为减持海翔药业、蓝科高新股票所致），营业外收入主要是政府补助（占73.18%）。2015年公司实现利润总额14.99亿元，与2014年基本持平；2015年公司投资收益和营业外收入共8.44亿元，为利润总额的56.30%。因所有者权益增速高于净利润增速，净资产收益率下降0.95个百分点至9.94%，总资本收益率5.50%，同比上升0.67个百分点。公司盈利能力有所下降。

2016年1~3月，公司实现营业收入124.90亿元，同比下降3.16%，占2015年营业收入的19.88%。同期，期间费用占营业收入为5.79%，有所提升。投资收益为0.26亿元，为2015年全年的4.52%；公司利润总额为-0.56亿元，较上年同期下降0.35亿元。

总体来看，跟踪期间，公司调整业务结构和贸易商品结构，营业收入有所增长，但因其增速低于营业成本增长速度，营业利润率有所下降，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

2015年，随着公司经营收入的增长，公司销售商品、提供劳务收到的现金和经营活动现金流入分别为692.56亿元和762.72亿元，分别较上年增长16.97%和16.06%。购买商品、接受劳务支付的现金650.57亿元。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收到的补贴、租金收入和管理费用、营业费用等，其在经营活动中占比较小。2015年公司经营活动产生的现金流量净额16.86亿元。从现金收入实现质量来看，2015年公司现金收入比为110.22%，同比增长3.45个百分点。总体看，跟踪期内，公司获现能力有所增长，经营活动现金流仍表现为净流入，净流入规模较大。

投资活动方面，2015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38.03亿元，同比增长45.84%，主要是出售金融资产和股权投资本金。投资支付的现金45.46亿元，同比增长45.64%，主要是购买理财产品和股权投资所支付的现金。2015年公司投资活动净流出-4.76亿元。

筹资活动方面，2015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。2015年公司筹资活动产生的现金流量净额为-3.33亿元，表现为净流出。

2016年一季度，公司经营活动产生的现金流净额为-1.10亿元，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112.86%。投资活动仍表现为净流出，

投资活动现金流量净额为-3.60 亿元。筹资活动现金流量净额为 3.30 亿元。

总体来看，2015 年，公司经营活动现金流入规模有所增长，获现能力稳定，经营活动现金净额保持较大规模，投资活动仍表现为净流出，融资需求持续存在。

3. 资本及债务结构

截至 2015 年底，公司资产总额为 382.78 亿元，受应收账款、存货和可供出售金融资产增加的影响，总额较 2014 年底增长 4.99%，其中流动资产占 80.26%，非流动资产占 19.74%。公司资产以流动资产为主。

截至 2015 年底，公司流动资产为 307.21 亿元，较 2014 年底增长 3.97%，主要由货币资金（占 21.25%）、应收账款（占 8.81%）、预付款项（占 8.49%）、其他应收款（占 12.77%）和存货（占 43.64%）构成。

截至 2015 年底，公司货币资金为 65.28 亿元，较上年底增长 5.02%，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 51.88%和 48.01%，2015 年公司受限资金额度为 29.76 亿元，占货币资金总额的 45.59%，受限比例高。

截至 2015 年底，随着公司业绩增长，主营业务收入的增加，公司应收账款为 27.08 元，较 2014 年底增长 18.75%。从账龄上看，1 年以内的占比 94.03%，1~3 年的占比 3.79%，3 年以上的占比 2.18%，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 0.67 亿元，计提比例为 2.42%。

截至 2015 年底，公司预付款项为 26.09 亿元，同比下降 18.88%。从账龄上看，1 年以内的占比 87.86%，1~2 年的占比 7.38%，2 年以上的占比 4.76%，以一年以内预付账款为主，公司预付款主要是预付货款，预付款金额前五名为宝马（中国）汽车贸易有限公司、华晨宝马汽车有限公司、鸡西北方制钢有限公司、上汽通用汽车销售有限公司和国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司，合计占总额 19.13%，集中度一般。

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、保证金、投资性预付款等一些应收款项。截至 2015 年底，公司其他应收款为 39.23 亿元，同比下降 8.22%，其中 1 年以内的占比 86.40%，1~3 年的占比 11.56%，3 年以上的占比 2.05%，以短期的为主，公司总共计提坏账准备 1.03 亿元，计提比例为 2.63%。

截至 2015 年底，随着公司房地产项目的不断投资建设和贸易业务增长，公司存货达到 134.07 亿元，较 2014 年底增长 6.41%，主要由库存商品、开发成本构成，分别占比 32.66%和 51.92%（其中库存商品计提跌价准备 0.60 亿元，计提比例 1.34%）。

截至 2015 年底，公司非流动资产为 75.57 亿元，较 2014 年底增长 9.35%，构成主要为可供出售金融资产（占 27.21%）、固定资产（占 31.61%）、在建工程（占 8.86%）、无形资产（占 13.49%）和其他非流动资产（占 10.52%）。

截至 2015 年底，可供出售金融资产增长至 20.56 亿元，主要为以成本计量的金融资产，大部分为股权和基金投资。

截至 2015 年底，公司固定资产账面原值 36.21 亿元，同比增长 5.35%，其中房屋及建筑物占 70.70%，机器设备占 14.25%，累计折旧合计 12.32 亿元，公司未对固定资产计提减值准备，截至 2015 年底，固定资产净额为 23.89 亿元。

截至 2015 年底，公司在建工程为 6.69 亿元，同比增长 32.31%，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 2015 年底，公司无形资产为 10.20 亿元，较上年底增长 6.37%，主要源于土地使用权的增长。

截至 2015 年底，公司其他非流动资产为 7.95 亿元，同比有所下降，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 6.66 亿元，计提贷款减值比例为 2.70%）。

截至 2016 年 3 月底，公司资产总额为 396.59 亿元，同比增长 3.61%，其中流动资产占 80.01%，非流动资产占 19.99%，流动资产中其他应收款较 2015 年底增长 33.52%，主要为对外投资项目的配套资金和暂挂款，其余科目较 2015 年底变化不大。

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，存货占比高，公司整体资产质量良好。

所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益为 109.20 亿元，较 2014 年底增长 8.03%，主要来自盈余公积和未分配利润的增长，少数股东权益 73.74 亿元，同比增长 7.18%。归属于母公司的权益中，股本占 28.20%、资本公积占 8.97%、盈余公积占 6.29%、未分配利润占 54.59%。截至 2015 年底，公司资本公积 3.18 亿元，同比下降 8.22%，主要因公司处置子公司浙江农资集团有限公司股权，其中处置价款与处置长期股权投资相对应享有子公司净资产的差额计入资本公积。

截至 2016 年 3 月底，公司所有者权益为 108.15 亿元，较 2015 年底小幅下降 0.97%，其中归属于母公司所有者权益占 31.97%，各科目较 2015 年底变化不大。

总体看，跟踪期内，公司少数股东权益及未分配利润占比高，所有者权益稳定性偏弱。

负债

截至 2015 年底，公司负债总额为 273.58 亿元，较 2014 年底增长 3.82%，其中流动负债占 84.04%，非流动负债占 15.96%。

截至 2015 年底，公司流动负债为 233.54 亿元，较上年增长 6.25%。主要由短期借款（占 32.04%）、应付票据（占 20.31%）、应付账款（占 15.19%）预收款项（占 12.31%）和其他应付款（占 9.60%）构成。

流动负债中，截至 2015 年底，公司短期借款为 74.84 亿元，较 2014 年底小幅增长，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 47.44 亿元，同比变化不大，主要为银行承兑汇票（占 93.76%）；应付账款为 35.47 亿元，较 2014 年底增长 18.53%，因公司 2015 年业务增长明显，应收账款和应付账款均快速增长，其中 1 年以内的应付账款占 95.91%；预收款项为 28.74 亿元，较上年底增长 11.05%，主要为预收售房款的增长，以 1 年内的预收款项为主，占比 92.48%；其他应付款为 22.43 亿元，同比变化不大，主要是公司房地产开发相关的暂借款等。

截至 2015 年底，公司一年内到期的非流动负债 16.85 亿元，除了长期借款 8.86 亿元外，还包含两期合计 8.00 亿元的中期票据。

截至 2015 年底，公司非流动负债为 40.03 亿元，同比下降 8.41%。主要由长期借款（占 45.70%）和其他非流动负债（占 49.07%）构成。公司长期借款为 18.29 亿元，较上年增长 4.98%。公司其他非流动负债为 19.64 亿元，主要包括 6 亿元“12 浙兴合 MTN1”、4 亿元“13 浙兴合 MTN001”、子公司浙江农资集团有限公司发行的 4 亿元 2014 年第一期中期票据和子公司浙江新大集团有限公司 5 亿元银行间非金融企业债务融资工具。

截至 2016 年 3 月底，公司负债总额合计 288.44 亿元，其中流动负债占 84.04%，非流动负债占 15.96%，流动负债中，短期借款持续增长，一年内到期的非流动负债因偿还完部分中期票据，大幅下降。非流动负债中，长期借款较 2015 年底增长 59.62%，其他非流动负债较 2015 年底下降 45.11%，系偿还到期中期票据所致；其余科目较 2015 年底变化不大。

截至 2015 年底，公司全部债务为 188.94 亿元，其中短期债务占 80.26%，长期债务占 19.74%。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下降，分别为 71.47%、63.37%和 25.46%。截至 2016 年 3 月底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.73%、65.13%和 32.55%，较 2015 年底略有提升。截至 2016 年 3 月底，公司全部债务为 201.99 亿元，其中短期债务占 74.16%，长期债务占 25.84%。

总体看，跟踪期内，公司债务规模持续扩大，整体负债水平较高，但负债水平得到控制，并呈下降趋势。

4. 偿债能力

短期偿债能力方面，截至 2015 年底，公司的流动比率和速动比率分别为 131.54%和 74.13%，较上年度均有所下降，截至 2016 年 3 月底，上述两个指标分别为 130.90%和 77.63%。由于经营现金流净额提升，2015 年经营活动现金流负债比为 7.22%，较上年度提升 0.68 个百分点，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 2015 年底，公司 EBITDA 为 23.72 亿元，EBITDA 利息倍数下降至 3.23 倍，全部债务/EBITDA 倍数降至 7.96 倍。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2016 年 3 月底，公司对外担保金额为 5.00 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2016年3月底，公司合并范围内获得银行的授信额度为293.90亿元，已使用134.48亿元，公司间接融资通道畅通。

5. 存续期债券偿还能力分析

2015年公司经营活动产生的现金流入量为762.72亿元，为“12浙兴合MTN1”和“13浙兴合MTN001”（合计10.00亿元）的76.27倍；经营活动产生的现金流量净额为16.86亿元，为合计金额的1.69倍。2015年公司EBITDA为23.72亿元，为合计金额的2.37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 2016 年 6 月 3 日，公司无未结清的不良信贷信息记录，已结清的贷款中有 7 笔关注类贷款，主要是银行内部分类所致，均已按期正常赎回。整体看，公司过往履约情况正常。

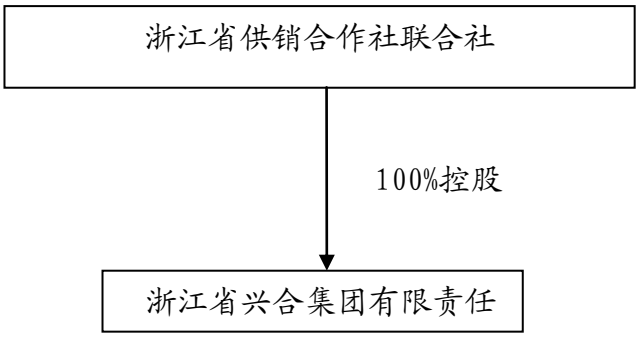
7. 抗风险能力

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

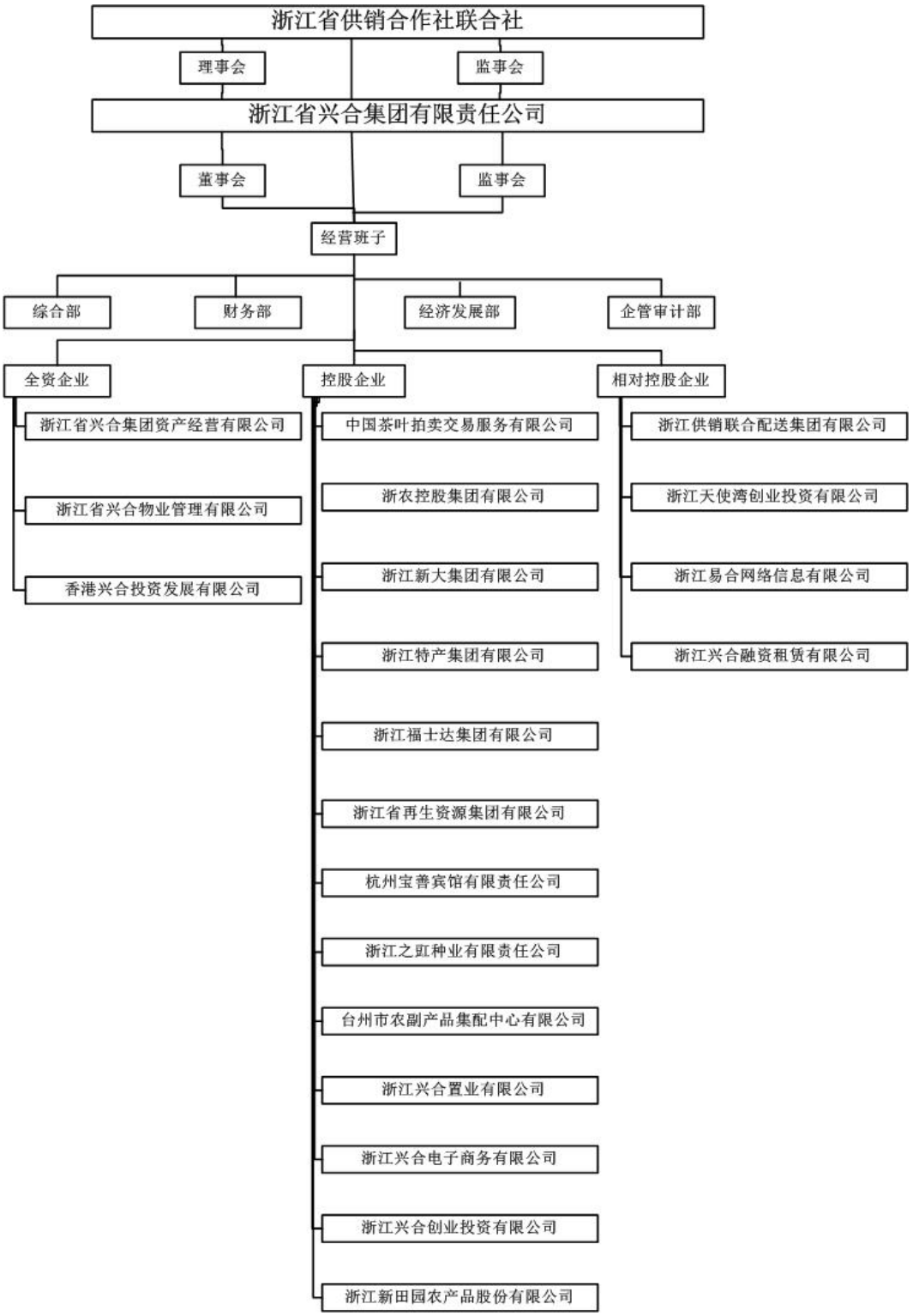
十、结论

综合考虑，联合资信维持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”AA^+的信用等级。

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	2013 年	2014 年	2015 年	2016 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	52.16	67.41	43.64	40.85
资产总额(亿元)	320.92	364.60	382.78	396.59
所有者权益(亿元)	90.85	101.09	109.20	108.15
短期债务(亿元)	130.16	141.52	151.65	149.79
长期债务(亿元)	29.05	39.43	37.29	52.20
全部债务(亿元)	159.21	180.94	188.94	201.99
营业收入(亿元)	596.45	554.50	628.34	124.90
利润总额(亿元)	15.76	14.89	14.99	-0.56
EBITDA(亿元)	21.87	20.62	23.72	--
经营性净现金流(亿元)	0.66	14.37	16.86	-1.10
财务指标				
销售债权周转次数(次)	26.48	22.04	21.62	--
存货周转次数(次)	5.56	4.31	4.50	--
总资产周转次数(次)	1.93	1.62	1.68	--
现金收入比(%)	105.90	106.78	110.22	112.86
营业利润率(%)	5.82	6.57	6.22	5.19
总资本收益率(%)	5.94	4.83	5.50	--
净资产收益率(%)	12.97	10.89	9.94	--
长期债务资本化比率(%)	24.23	28.06	25.46	32.55
全部债务资本化比率(%)	63.67	64.16	63.37	65.13
资产负债率(%)	71.69	72.27	71.47	72.73
流动比率(%)	130.97	134.43	131.54	130.90
速动比率(%)	74.00	77.11	74.13	77.63
经营现金流动负债比(%)	0.33	6.54	7.22	--
EBITDA 利息倍数(倍)	7.13	4.90	3.23	--
全部债务/EBITDA(倍)	7.28	8.77	7.96	--

注：　2016 年一季度财务数据未经审计；其他非流动负债中的有息债务计入长期债务；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