跟 踪 评 级 公 告

联合[2017] 1840 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“13浙兴合MTN001”和“17浙兴合MTN001”信用等级为AA$^+$。

特此公告。

联合资信评估有限公司

二零一七年七月二十七日

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跟踪评级报告

主体长期信用

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

债项信用

债券简称	余额	到期兑付日	跟踪评级结果	上次评级结果
13 浙兴合 MTN001	4 亿元	2018/11/11	AA^+	AA^+
17 浙兴合 MTN001	6 亿元	2020/05/04	AA^+	AA^+

评级时间：2017 年 7 月 27 日

财务数据

项目	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年3月
现金类资产(亿元)	67.41	43.64	49.17	47.20
资产总额(亿元)	364.6	382.78	410.98	426.08
所有者权益(亿元)	101.0	109.20	109.78	110.54
短期债务(亿元)	141.5	151.65	168.31	183.59
长期债务(亿元)	39.43	37.29	31.41	37.32
全部债务(亿元)	180.9	188.94	199.72	220.91
营业收入(亿元)	554.5	628.34	696.53	177.36
利润总额 (亿元)	14.89	14.99	14.03	0.63
EBITDA(亿元)	20.62	23.72	24.47	--
经营性净现金流(亿元)	14.37	16.86	26.76	-6.90
营业利润率(%)	6.57	6.22	6.59	4.52
净资产收益率(%)	10.89	9.94	8.73	--
资产负债率(%)	72.27	71.47	73.29	74.06
全部债务资本化比率(%)	64.16	63.37	64.53	66.65
流动比率(%)	134.4	131.54	118.47	121.81
全部债务/EBITDA(倍)	8.77	7.96	8.49	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.90	3.23	1.68	--
经营现金流动负债比(%)	6.54	7.22	8.16	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除使用受限货币资金;长期应付款和其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务；其他应付款和其他流动负债中有息债务已计入短期债务。

分析师

徐 璨 郭察理 刘祎烜

邮箱：lianhe@lhratings.com

电话：010-85679696

传真：010-85679228

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
中国人保财险大厦 17 层（100022）

网址：www.lhratings.com

评级观点

浙江省兴合集团有限责任公司（以下简称“公司”）是浙江省供销社所属的大型贸易集团企业，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，公司营收规模持续扩大，经营获现能力保持较好水平，整体盈利能力保持稳定；同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）关注到公司整体负债水平较高、非经营损益对利润规模影响大等因素给公司经营及偿债能力带来的不利影响。

作为全国供销社系统龙头企业，公司业务板块定位明确，近年来在贸易行业整体低迷，大宗商品需求不振的背景下，公司经营规模及盈利水平较为稳定，整体抗风险能力强。未来，随着公司外贸业务工贸一体化产业链日趋完善以及物流仓储配送网络的逐步形成，公司整体综合实力有望进一步加强。

综合评估，联合资信确定维持公司的主体长期信用等级为 AA^+，评级展望为稳定，并维持“13 浙兴合 MTN001”和“17 浙兴合 MTN001”的信用等级为 AA^+。

优势

1. 浙江省经济发展水平较高，公司具有多年的贸易从业经验，是浙江省供销社所属的大型贸易集团企业，主要经营农资产品、大宗商品、塑化产品等，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。
2. 公司部分在建项目围绕工贸流通展开，建成后有望进一步完善公司产业链。
3. 公司EBITDA及经营性现金流量净额对存续债券余额保障能力较强。

关注

1. 跟踪期内，公司有息债务负担持续上升，整体债务负担较重；且货币资金受限规模较大，

存在短期偿债压力。

2. 非经营性损益对公司利润规模有一定影响。
3. 公司房地产项目主要分布在三、四线城市，存在一定去化压力，且未来投资规模较大，公司存在一定融资压力。

声　明

一、本报告引用的资料主要由浙江省兴合集团有限责任公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

二、除因本次评级事项联合资信与该公司构成委托关系外，联合资信、评级人员与该公司不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

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

四、本报告的评级结论是联合资信依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因该公司和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

五、本报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

六、本次跟踪评级结果自本报告出具之日起至相应债项到期兑付日有效；根据后续跟踪评级的结论，在有效期内信用等级有可能发生变化。

浙江省兴合集团有限责任公司跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

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 2017 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2016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150余家。

截至2016年底，公司合并资产总额为410.98亿元，所有者权益合计为109.78亿元（其中少数股东权益73.24亿元）。2016年，公司实现营业收入696.53亿元，利润总额14.03亿元。

截至2017年3月底，公司合并资产总额为426.08亿元，所有者权益合计为110.54亿元（其中少数股东权益73.52亿元）。2017年1～3月公司实现营业收入177.36亿元，利润总额0.63亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市延安路 312 号；法定代表人：邵峰。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

公司存续债券为 4 亿元“13 浙兴合 MTN001”和 6 亿元“17 浙兴合 MTN001”，发行金额合计 10 亿元，分别于 2018 年 11 月和 2020 年 5 月到期。截至目前，上述债券募集资金已按原定计划使用完毕，公司按时还息。

表1公司存续债券概况（单位：亿元）

债项简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
13 浙兴合 MTN001	4	4	2013/11/11	2018/11/11
17 浙兴合 MTN001	6	6	2017/05/04	2020/05/04

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

2016 年，在英国宣布脱欧、意大利修宪公投失败等风险事件的影响下，全球经济维持了缓慢复苏态势。在相对复杂的国际政治经济环境下，中国继续推进供给侧结构性改革，全年实际 GDP 增速为 6.7%，经济增速下滑趋缓，但下行压力未消。具体来看，产业结构继续改善，固定资产投资缓中趋稳，消费平稳较快增长，外贸状况有所改善；全国居民消费价格指数（CPI）保持温和上涨，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）持续回升，均实现转负为正；制造业采购经理指数(PMI)四季度稳步回升至 51%以上，显示制造业持续回暖；非制造业商务活动指数全年均在 52%以上，非制造业保持较快扩张态势；就业形势总体稳定。

积极的财政政策和稳健适度的货币政策对经济平稳增长发挥了重要作用。2016 年，全国一般公共预算收入 15.96 万亿元，较上年增

长 4.5%；一般公共预算支出 18.78 万亿元，较上年增长 6.4%；财政赤字 2.83 万亿元，实际财政赤字率 3.8%，为 2003 年以来的最高值，财政政策继续加码。2016 年，央行下调人民币存款准备金率 0.5 个百分点，并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，市场资金面保持适度宽松，人民币汇率贬值压力边际减弱。

三大产业保持稳定增长，产业结构继续改善。2016 年，中国农业生产形势基本稳定；工业生产企稳向好，企业效益持续改善，主要受益于去产能、产业结构调整以及行业顺周期的影响；服务业保持快速增长，第三产业增加值占国内生产总值的比重以及对 GDP 增长的贡献率较上年继续提高，服务业的支柱地位进一步巩固。

固定资产投资缓中趋稳，基础设施建设投资依旧是稳定经济增长的重要推手。2016 年，中国固定资产投资 59.65 万亿元，较上年增长 8.1%（实际增长 8.8%），增速较上年小幅回落。其中，民间投资增幅（3.2%）回落明显。2016 年，受益于一系列新型城镇化、棚户区改造、交通、水利、PPP 等项目相继落地，中国基础设施建设投资增速（15.7%）依然保持在较高水平；楼市回暖对房地产投资具有明显的拉动作用，全国房地产开发投资增速（6.9%）较上年明显提升；受经济下行压力和实体经济不振影响，制造业投资较上年增长 4.2%，增幅继续回落，成为拉低中国整体经济增速的主要原因。

消费平稳较快增长，对经济支撑作用增强。2016 年，中国社会消费品零售总额 33.23 万亿元，较上年增长 10.4%（实际增长 9.6%），增速较上年小幅回落 0.3 个百分点，最终消费支出对经济增长的贡献率继续上升至 64.6%。2016 年，中国居民人均可支配收入 23821 元，较上年实际增长 6.3%，居民收入的稳步增长是推动消费改善的重要原因之一。具体来看，居住、医疗保健、交通通信、文化教育等与个人发展和享受相关的支出快速增长；受益于楼市回暖和汽车补贴政策的拉动，建筑及装潢材料、家具消费和汽车消费增幅明显；网络消费维持较高增速。

外贸状况有所改善，结构进一步优化。2016 年，中国进出口总值 24.33 万亿元人民币，较上年下降 0.9%，降幅比上年收窄 6.1 个百分点；出口 13.84 万亿元，较上年下降 2.0%，其中机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，航空航天器、光通信设备、大型成套设备出口额保持较高增速，外贸结构有所优化；进口 10.49 万亿元，较上年增长 0.6%，增幅转负为正，其中铁矿石、原油、煤、铜等大宗商品进口额保持增长，但量增价跌，进口质量和效益进一步提升；贸易顺差 3.35 万亿元，较上年减少 9.2 个百分点。总体来看，中国进出口增速呈现稳步回升的态势。

展望 2017 年，全球经济持续复苏仍是主流，但美国特朗普新政对经济影响的不确定性、欧洲极右翼势力的崛起、英国正式开始脱欧进程等不确定因素使得全球经济复苏面临更大的挑战。2017 年，中国货币政策将保持稳健中性，财政政策将更加积极有效，促进经济增长预期目标的实现。具体来看，固定资产投资增速将有所放缓，其中基础设施建设投资依旧是政府稳定经济增长的重要手段，制造业投资受企业盈利的改善或将有所增加，但房地产调控将使房地产投资增速有所回落，拉低中国固定资产投资增速水平；消费将保持稳定增长，随着居民收入水平的不断提高，服务性消费需求将不断释放，从而进一步提升消费对经济的支撑作用；进出口或将有所改善，主要是受到美国、欧元区经济复苏使得外需回暖、区域间经济合作加强、人民币汇率贬值以及 2016 年进出口基数偏低等因素的影响。总体来看，2017 年，中国将继续推进供给侧结构性改革，促进新旧动能的转换，在着力稳增长的同时注重风险防范，全年 GDP 增速或有所下降，但预计仍将保持在 6.5%以上，通胀水平将略有回升，

就业情况基本稳定。

五、行业及区域经济环境

公司以进出口贸易、国内贸易为主业。

1. 贸易行业

（1）进出口贸易

近年来，新兴经济体和发展中国家出现增速放缓迹象、资本流出、人工成本上升、经济结构调整进展慢等问题，对内外贸形势构成一定负面因素。海关统计数据显示，2016 年全国货物进出口总值 24.33 万亿元人民币，比 2015 年下降 0.9%。其中，出口 13.84 万亿元，下降 2%；进口 10.49 万亿元，增长 0.6%；贸易顺差 3.35 万亿元，收窄 9.1%。总体看，2016 年进出口规模逐渐回稳，但外贸发展仍然存在一些困难。

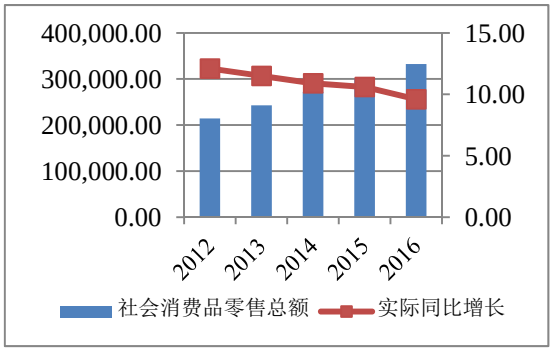
近几年中国采取了一系列措施，如保持出口退税和加工贸易政策稳定，增强出口信贷和信用保险支持，推进跨境贸易人民币结算，支持企业巩固传统市场、开拓新兴市场等。但值得注意的是，受国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

（2）国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，但增速持续下滑。根据国家统计局数据，2016 年，社会消费品零售总额 332316 亿元，比上年增长 10.4%，扣除价格因素实际增长 9.6%。其中，限额以上单位消费品零售额 154286 亿元，增长 8.1%。

图 1 社会消费品零售总额及增长率情况

（单位：亿元、%）



资料来源：Wind 资讯

整体看，中国国内贸易规模在经历高速增长后，增速出现回落。国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

（3）行业关注

国内经济低迷，导致大宗商品需求下降，产能过剩导致价格波动幅度大，内贸竞争激烈

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

2014 年以来，中国经济增速下降且仍处于转型期，第二产业增速将继续下降，煤炭等能源商品的需求持续下降。同时，房地产调控政策也影响了钢铁、建材等商品的需求。需求对过剩产能的消化仍在释放期，大宗产品等商品

的需求仍不能有效支撑相关产品贸易的运行，国内贸易增速回落。

外部贸易环境日趋复杂

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

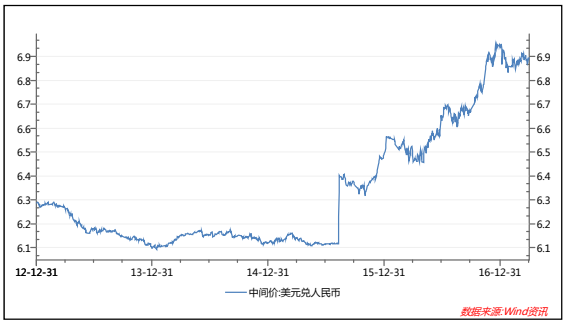
多年来，中国连续成为全球反倾销调查的重点，涉案损失每年高达300亿至400亿美元，出口欧盟、美国、日本的产品也屡屡成为召回或通报目标。贸易摩擦不仅来自美欧等发达经济体，也来自于巴西、阿根廷以及印度等发展中国家，其中既有针对中国传统优势产业的，也有针对高新技术产业的。未来贸易保护主义抬头的态势仍可能继续蔓延。

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（单位：元/美元）



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。从2014年下半年以来，美元兑人民币汇率开始震荡下行。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12月30日，美元兑人民币汇率为6.9370元/美元。

总体看，在美联储停止QE以及美元加息预期、中国经济增速整体放缓、新兴市场汇率整体走软、外贸顺差压力大、利率市场化等诸多背景下，人民币贬值趋势较为明显，贸易企业面临一定的汇兑损失风险。

（4）行业政策

2016年5月，国务院发布《关于促进外贸回稳向好的若干意见》，从财税金融支持、巩固外贸传统竞争优势、培育外贸竞争新优势、着力优化外贸结构、进一步改善外贸环境等5个方面推出14条政策措施。

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。2016 年《政府工作报告》中针对“一带一路”建设，提出“构建沿线大通关合作机制，建设国际物流大通道。推进边境经济合作区、跨境经济合作区、境外经贸合作区建设”。针对进出口下滑的现状，在进出口政策、电子商务、优化贸易结构、进一步整合优化海关特殊监管区域、贸易便利化等方面提出要求；针对自由贸易区建设，提出加快进程，推进贸易投资自由化等。2017 年 5 月，“一带一路”国际合作高峰论坛在北京召开，中国政府与巴基斯坦、越南、柬埔寨、埃塞俄比亚等 30 个国家政府签署经贸合作协议，在扩大产业投资、实现贸易畅通、深化经贸合作方面签订了十六大项具体的合作成果，包括自贸协定文件、经济合作框架协议、互助协定等，从宏观层面上对贸易行业带来了新的发展机遇。

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。

2016 年，浙江全省生产总值（GDP）46485 亿元，按可比价格计算，比上年增长 7.5%，增速高于全国（6.7%）0.8 个百分点。分季度看，一季度增长 7.2%，上半年增长 7.7%，前三季度增长 7.5%。分产业看，第一产业增加值 1966 亿元，增长 2.7%；第二产业增加值 20518 亿元，增长 5.8%；第三产业增加值 24001 亿元，增长 9.4%。三大产业比例为 4.2：44.2：51.6。人均 GDP 为 83538 元，增长 6.7%，按当年平均汇率折算，为 12577 美元。主要经济指标呈现平稳增长态势，增速快于全国。

从对外贸易来看，2016 年全年浙江省货物进出口总额 22202 亿元，比上年增长 3.1%。其中，出口 17666 亿元，增长 3.0%，出口占全国的 12.8%，份额比上年提高 0.6 个百分点；进口 4536 亿元，增长 3.7%。民营企业出口 13380 亿元，增长 6.5%，占出口总额的 75.7%，比上年提高 2.5 个百分点。机电产品出口 7490 亿元，增长 3.6%；高新技术产品出口 1112 亿元，增长 6.5%。市场采购贸易出口 1872 亿元，增长 5.9%，占出口总额的 10.6%；外贸综合服务平台出口 792 亿元，增长 66.8%。对“一带一路”

沿线主要国家合计出口1506亿元，增长18.6%。

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

六、基础素质分析

公司1992年由浙江省供销社出资设立，负责运营浙江省供销社本级资产，是一家以内外贸易为主，工贸一体运营、商品经营和资本运营相结合的大型商贸流通企业。公司下属经营经济实体150多家，产业布局涉及农资、茶叶、钢材、煤炭、塑化、汽车、矿产、再生资源、房地产等多个行业。根据供销社系统内部排名显示，公司经营规模与经济效益均居全国供销社系统首位。

2015年，根据浙合兴董决【2015】1号决议，公司拟将农资板块及汽车板块整体筹备上市，为推进公司部分板块上市的工作，公司子公司原浙江农资集团有限公司（以下简称“原浙江农资”）分立为浙农控股集团有限公司（以下简称“浙农控股集团”）和浙江农资集团有限公司（以下简称“浙江农资集团”），由浙农控股集团受让兴合集团所持有的原浙江农资31%股权，原浙江农资职工持股会变更为浙江泰安泰投资咨询合伙企业（有限合伙）。本次股权分立事项已于2015年9月完成变更。

股权分立前，公司直接持有原浙江农资51%股权，浙江农资集团有限公司员工持股会、浙江兴合创业投资有限公司（以下简称“兴合创投”）和自然人分别持有浙农控股集团28.46%、2.65%和17.89%股权。分立完成后，公司直接持有浙农控股集团51%股权，杭州泰农泰投资管理合伙企业（有限合伙）、兴合创投和自然人分别持有浙农控股集团28.46%、2.65%和17.89%股权；公司直接持有浙江农资集团20%股权，通过浙农控股集团持有浙江农资集团31%股权，兴合创投、杭州泰农泰投资管理合伙企业（有限合伙）和自然人分别持有浙江农资集团2.65%、28.46%和17.89%股权。公司已将农资板块及汽车板块整体置入浙江农资集团，将原浙江农资其他业务（包含塑化板块、房地产板块、类金融板块等）全部置入浙农控股集团，目前已重构为以浙农控股集团为母公司、以浙江农资集团为拟上市主体子公司的架构。

截至2016年底，浙农控股集团注册资本3.6亿元，资产总额179.09亿元，权益总额39.77亿元，2016年实现收入370.32亿元，利润总额8.46亿元。截至2017年3月底，浙江农资集团注册资本3.509亿元，资产总额78.86亿元，权益总额22.76亿元，2017年1～3月实现收入49.24亿元，利润总额0.63亿元。

目前浙江农资集团正在筹划IPO上市，联合资信将持续关注公司部分主业板块上市工作的最新进展。

表2主要子公司财务数据情况（单位：万元）

公司	截至2017年3月底持股比例（%）	2016年				2017年3月			
		总资产	权益	营业收入	利润总额	总资产	权益	营业收入	利润总额
中茶拍公司	90	54024.16	34546.22	126023.3	2255.92	54138.92	34799.76	23230.62	253.54
浙农控股集团	56.61	1790851.31	397733.59	3703248.53	84601.29	1893772.20	394640.72	1067001.05	13558.08
新大集团	51	1080128.80	351335.72	1010053.84	50217.74	1073024.69	359944.05	158742.79	-2766.47
特产集团	51	479605.87	103761.84	1405032.07	15149.22	519525.26	103411.33	368056.87	-74.19
福士达集团	51	354484.87	71039.16	562325.89	7058.46	351585.45	70547.89	144170.81	-733.12

再生资源公司	63.07	64501.65	16710.86	139218.84	600.23	56176.08	15225.43	9608.33	-664.98

资料来源：公司提供

七、管理分析

跟踪期内，公司在管理体制、管理制度和高管人员等方面无重大变化。

八、经营分析

跟踪期内，公司主营业务板块未发生变化，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。2016年商贸流通业务收入占公司主营业务收入比重为92.10%，其中内贸和外贸分别占公司主营业务收入的76.71%和15.39%。从收入上看，公司商贸流通业务同比增长9.98%，其中内贸实现增长，外贸业务受国际经济环境持续不景气影响，同比略有下降；房地产收入同比增长29.58%，主要由于跟踪期内房地产市场回暖以及加大去库存力度，去化效果明显；公司其他业务主要系子公司食品、奶粉等进口业务、类金融业务及租赁、物流等服务业务，同比变化不大，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。2016年，公司全年共实现主营业务收入690.37亿元，主营业务收入同比增长10.70%。2017年1~3月，公司实现主营业务收入177.22亿元，同比增长41.89%，主要来自内贸规模的扩大。

从毛利率上看，公司内贸业务毛利率同比基本保持稳定，2016年为4.93%；外贸方面，受人民币整体呈贬值态势的影响，毛利率同比增加1.53个百分点至6.52%；房地产业务由于公司不同楼盘毛利率不同以及各楼盘销售情况不同，导致盈利水平有所波动。2016年，公司主营业务毛利率为6.56%，同比变化不大。公司毛利水平符合流通行业特点。2017年1~3月，公司整体毛利率为4.78%，较上年同期减少0.71个百分点。

表3公司主营业务收入及毛利率情况（单位：亿元、%）

营业收入	2014 年			2015 年			2016 年			2017 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	416.93	75.76	6.54	462.32	74.13	4.84	529.58	76.71	4.93	144.63	81.61	3.30
外贸出口	102.2	18.57	5.54	115.83	18.57	4.99	106.25	15.39	6.52	20.75	11.71	5.56
房地产	23.84	4.33	28.24	32.99	5.29	23.50	42.75	6.19	19.91	8.15	4.60	14.88
其他	7.39	1.34	36.09	12.51	2.01	33.33	11.79	1.71	32.03	3.68	2.08	36.34
合计	**550.36**	**100.00**	**7.69**	**623.65**	**100.00**	**6.43**	**690.37**	**100.00**	**6.56**	**177.22**	**100.00**	**4.78**

资料来源：公司提供

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76.65%。从各品种贸易额来看，塑化、汽车、钢材、棉花和其他类产品（主要包括服装纺织制品、羽绒制品、茶叶、机电产品、化纤等）的贸易额均有不同程度的增长；农资产品和废旧物资的贸易额降低。

2017年1~3月，公司内贸业务收入144.63亿元，占2016年全年内贸收入的27.31%，同比增长50.89%，主要来自塑化、汽车和钢材的销售增长。

表 4 公司国内贸易业务按商品分类情况（单位：万元、%）

商品类别	2014 年		2015 年		2016 年		2017 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	1665497	39.95	2216751	47.95	2700299	50.99	809097	55.94
农资	651617	15.63	659050	14.26	469542	8.87	126382	8.74
汽车	689225	16.53	696751	15.07	889290	16.79	220880	15.27
废旧物资	144089	3.46	175140	3.79	152855	2.89	8762	0.61
钢材	381767	9.16	423681	9.16	471822	8.91	131499	9.09
棉花	162101	3.89	156681	3.39	168685	3.19	40307	2.79
其他	475005	11.39	295126	6.38	443261	8.37	109421	7.57
合计	**4169302**	**100.00**	**4623180**	**100.00**	**5295753**	**100.00**	**1446347**	**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浙江农资集团与浙江特产集团有限公司（以下简称“特产集团”），所涉及的产品仍主要包括聚乙烯（PE）、聚氯乙烯（PVC）、聚丙烯（PP）等塑料原料，甲醇、二甘酸等液体化工产品以及薄膜、包装材料等，销售网络涵盖浙江、江苏、安徽、江西、广西、上海等地区。2016 年，公司塑化产品贸易实现收入 270.03 亿元，同比增长 21.81%，公司塑化业务快速发展主要是开拓的新增业务（主要是张家港扬子江石化（东华）的聚丙烯业务）和次新业务（主要是中国神煤、中煤能源、宁夏宝丰、陕西蒲城等煤化工业务）规模增长引起；2017 年 1~3 月公司塑化产品营业收入 80.91 亿元，占上年全年的 29.96%，同比增长 60.21%。

跟踪期内，公司塑化产品以自营业务为主，小部分为转口业务，下游客户较为分散，主要销售对象为工业用户，一般下游客户以全款支付，公司根据下游客户资信情况会给予适当赊销，赊销账期一般在 1 个月以内。除贸易业务外，公司还进行薄膜、包装材料等产品生产加工，目前拥有农用薄膜产品产能 2.5 万吨，包装用膜产品产能 1.2 万吨，软包装用膜产品产能 6000 吨，主要销售对象有温岭市新联农资连锁有限公司，沈阳八塑料包装有限公司，不二家杭州食品有限公司。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浙江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。2016 年，公司农资业务收入同比明显下降 28.75%至 46.95 亿元，系前三季度化肥市场供过于求，行情低迷，需求方持续观望，整体销售节奏缓慢；同时，化肥销售单价受恢复征收增值税的税率[1]因素影响同比下降 11.50%所致。2017 年 1~3 月，化肥市场有所回暖，收入同比增长 39.33%至 12.64 亿元。

公司汽车板块仍主要由浙江农资集团下属两家子公司运营，2016 年共销售车辆数量 2.8 万辆，同比增长 30%。截至 2017 年 3 月底，公司拥有 4S 店为 23 家，经营设施总面积扩大到近 30 万平方米，主要销售品牌为宝马等高端品牌，全部位于浙江省内。2016 年和 2017 年一季度公司汽车销售收入分别为 88.93 亿元和 22.09 亿元，同比分别增长 27.63%和 32.51%，主要系 2016 年新收购宝马 4S 店引起公司收入规模同比增长所致。截至 2017 年 3 月底，自建门店 14 家，其余 9 家系租赁所得，租赁面积 8.1 万平方米，租期通常为 15~20 年。

废旧物资仍主要由再生资源公司运营，2016 年该业务实现收入 15.29 亿元；2017 年 1~3

[1]财税【2015】90 号，《关于对化肥恢复征收增值税政策的通知》。

月收入为 0.88 亿元，同比下降 53.1%。由于国内经济增长乏力，废料需求不旺且价格震荡下跌，同时国家对利废企业新出税政（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），导致传统再生资源业务规模进一步缩减。

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。2016 年，公司钢材贸易实现收入 47.18 亿元，同比增长 11.36%，因通过加强风控，缩短回款周期，加快业务周转，拉动了钢销售的稳定增长。2017 年 1~3 月收入为 13.15 亿元，同比进一步大幅增长。

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、配送网络，截至 2017 年 3 月底，公司棉花贸易经营占浙江省棉花需求总量的 35%。2016 年实现收入 16.87 亿元，同比增长 7.66%；2017 年一季度，受棉花价格增长影响，公司棉花销售收入为 4.03 亿元，同比增长 90.20%。

跟踪期内，公司内贸发展迅速，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，其中塑化产品规模大，具有价格波动风险。

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（以下简称“新大集团”）、浙江福士达集团有限公司、浙江农资集团运营。2016 年，公司外贸出口规模有所收缩，全年实现收入 106.25 亿元，同比下降 8.27%，受人民币贬值的影响，公司外贸业务整体毛利率有所上升，为 6.52%。2017 年 1~3 月，公司外贸出口实现收入 20.75 亿元，同比变化不大。

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，2016年实现出口额合计45.84亿元，占出口总额的43.14%，比重保持稳定。2017年1~3月，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，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 5 公司出口业务按商品分类情况（单位：万元、%）

出口商品类别	2014 年		2015 年		2016 年		2017 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	402457.43	39.38	391332.76	33.79	369968.69	34.82	61751.69	29.76
纺丝织品	84230.79	8.24	86525.75	7.47	88442.00	8.32	23852.00	11.50
化肥农药	58690.33	5.74	73064.34	6.31	44444.12	4.18	11993.87	5.78
五金制品	60297.05	5.90	60556.22	5.23	68056.88	6.41	19079.27	9.19
畜产品	23605.00	2.31	16481.00	1.42	16126.00	1.52	2768.00	1.33
茶叶	44667.00	4.37	39809.00	3.44	35198.00	3.31	8570.00	4.13
箱包鞋帽	27683.97	2.71	26536.96	2.29	20479.37	1.93	4835.50	2.33
化工	109523.58	10.72	192000.95	16.58	151672.45	14.28	34024.50	16.40
其他	210840.26	20.63	271986.34	23.48	268080.38	25.23	40622.41	19.58
合计	**1021996.42**	**100.00**	**1158293.31**	**100.00**	**1062467.90**	**100.00**	**207497.24**	**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，东南亚及其他市场需求有所提升，出口商品主要为茶叶、汽车配件、尿素和服装纺织品等；美国、日本、香港占比有所下降，但始终为公司出口主要市场，2016 年上述三个市场合计占比 52.19%；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　　市场整体占比略有增长。

表 6 公司主要出口市场分布情况（单位：万元、%）

出口市场类别	2014 年		2015 年		2016 年		2017 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	187702.29	18.37	204042.29	17.62	156517.56	14.73	30259.31	14.58
日本	117760.16	11.52	120193.31	10.38	101950.86	9.60	23688.46	11.42
意大利	37649.06	3.68	30613.89	2.64	34102.62	3.21	5165.42	2.49
德国	49220.27	4.82	50401.19	4.35	58789.33	5.53	9660.19	4.66
法国	37772.59	3.70	37938.11	3.28	39582.74	3.73	7542.99	3.64
香港	260143.59	25.45	376003.90	32.46	296006.70	27.86	55780.80	26.88
西班牙	15877.80	1.55	17288.51	1.49	21956.90	2.07	4270.23	2.06
英国	15274.30	1.49	17188.18	1.48	25518.75	2.40	5880.90	2.83
东南亚及其他	300497.37	29.40	304623.94	26.30	328042.45	30.88	65248.94	31.45
合计	**1021996.42**	**100.00**	**1158293.31**	**100.00**	**1062467.90**	**100.00**	**207497.24**	**100.00**

资料来源：公司提供

房地产板块

房地产板块是公司重要利润贡献板块之一，主要业务集中在浙江农资集团下属子公司浙江华都控股集团有限公司（截至 2016 年底，资产总额 35.02 亿元，所有者权益 8.80 亿元；2016 年实现营业收入 21.54 亿元，净利润 0.70 亿元）和新大集团。2016 年，公司房地产板块实现销售收入 42.75 亿元，同比增长 29.58%，主要系 2016 年房地产市场回暖以及公司加大去库存力度，成果明显。

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，利润不大。2016 年公司平均销售价格增长至 0.76 万元/平方米。

表 7 房地产业务发展情况

（单位：万平方米、万元/平方米、亿元）

项目	2014 年	2015 年	2016 年	17 年 1-3 月
房屋竣工面积	60.80	69.35	133.25	14.52
签约销售面积	40.57	64.57	93.61	13.49
新增土地储备	3.33	8.57	28.12	--
平均销售单价	0.65	0.64	0.76	0.74
签约销售额	26.38	41.40	67.05	10.22

资料来源：公司提供

截至 2017 年 3 月底，公司在建及拟建房地产项目合计规划建筑面积 454.89 万平方米，总投资额 246.67 亿元，其中公司需投资金额 182.53 亿元，截至 2017 年 3 月底，公司已投资 165.92 亿元。2017 年剩余月份～2020 年，公司在建及拟建房地产项目分别计划投资 22.84 亿元、22.00 亿元、15.18 亿元和 8.36 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 8 截至 2017 年 3 月底公司在建及拟建房地产项目情况（单位：万平方米、亿元、元/平方米）

项目	城市	持股比例	公司投资金额	总建筑面积	总投资金额	已投资金额（至 2017 年 3 月底）	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
							2017 年 4-12 月	2018 年	2019 年	2020 年			
成都云景台	四川成都	90%	5.22	7.06	5.80	4.26	0.61	0.92	0.01	--	0.12	4.40	10600
安吉龙山庄园	浙江安吉	60%	14.65	35.14	24.41	12.28	2.55	3.00	3.00	3.00	0.77	9.74	7200
安吉兰廷公馆	浙江安吉	60%	5.07	11.47	8.45	5.58	1.15	1.20	0.26	0.26	0.85	3.04	6200
台州金色兰庭	浙江台州	70%	8.44	13.41	12.06	12.06	--	--	--	--	--	10.50	10400
龙游华都首府	浙江龙游	70%	6.29	14.52	8.99	8.99	--	--	--	--	0.32	12.40	7800
济宁金色兰庭	山东济宁	65%	42.32	112.12	65.10	38.67	4.58	5.00	5.00	5.00	2.76	46.18	5500
乐清虹桥项目	浙江温州	100%	22.00	23.84	22.00	7.54	3.55	3.00	3.00	--	--	--	--
松州广场	浙江丽水市松阳县	90%	3.53	7.37	3.92	2.21	1.15	0.56	--	--	0.24	2.99	10993
三友•翡翠城	山东潍坊	100%	11.00	24.00	11.00	8.72	1.30	0.72	0.26	--	4.15	18.25	4203
三友·香格里拉	四川泸州	100%	8.89	27.00	8.89	8.15	0.46	0.20	0.08	--	3.91	18.94	4511
三友·玫瑰园	山东临朐	88%	4.40	12.66	5.00	4.69	0.31	--	--	--	2.99	7.50	5360
春风•玫瑰园	四川南充	97%	11.64	42.00	12.00	11.20	0.58	0.22	--	--	3.48	32.13	4687
春风•紫金港	四川南充	100%	16.00	39.80	16.00	10.30	2.00	2.00	1.60	0.10	11.83	17.82	4576
新宏·香榭丽舍	浙江衢州	66%	7.26	18.20	11.00	10.37	0.40	0.23	--	--	0.11	13.49	8462
龙山豪庭	浙江诸暨	85%	6.97	16.00	8.20	7.90	0.20	0.10	--	--	6.70	3.68	6478
春风·江南府	浙江杭州	70%	3.40	11.30	4.85	3.50	1.20	0.15	--	--	0.80	6.90	6376
中都华庭	浙江嘉善	40%	4.40	21.00	11.00	3.03	2.00	4.00	1.97	--	--	--	--
亿达广场	安徽青阳县	45%	1.05	18.00	8.00	6.47	0.80	0.70	--	--	5.66	12.34	5200
合计	**--**	**--**	**182.53**	**454.89**	**246.67**	**165.92**	**22.84**	**22.00**	**15.18**	**8.36**	**44.69**	**220.30**	-

资料来源：公司提供

注：已投金额和未来投资金额按项目进度计算。

土地储备方面，截至 2017 年 3 月底，公司共拥有未开发土地面积 73.06 万平方米。

表 9 公司未开发土地情况（单位：万平方米）

项目	未开发土地面积
安吉兰廷公馆	6.13
济宁金色兰庭	42.08
安吉龙山	19.13
浦江农副产品批发市场二期	2.34
龙游国际建材家居城（二期）	3.38
合计	**73.06**

资料来源：公司提供

金融板块

公司类金融业务包含小贷业务、担保业务及融资租赁业务，收入规模较小，2016 年，实现营业收入 1.12 亿元，利润总额 0.58 亿元。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 2017 年 3 月底，小贷业务贷款余额 10.88 亿元，其中个人贷款和垫款 7.08 亿元，企业贷款和垫款 3.80 亿元；风险拨备 1.36 亿元；小贷

公司共放贷 14.45 亿元。截至 2017 年 3 月底，小贷公司逾期贷款余额 5658 万元，均有抵押或担保，小贷公司共计提贷款损失准备 5218 万元。担保业务经营主体为浙江茗发担保有限公司（注册资本 10500 万元），截至 2017 年 3 月底，为非关联方客户在银行的借款 6.63 亿元提供担保，主要为下游客户车贷提供的担保，共在银行存入担保保证金 0.25 亿元，车贷客户基数大，集中度较低，整体风险较低。

未来发展

“十三五”公司经济发展总的要求是：全面推进固本、调优、拓新和控险工作，加大发展模式创新、经济增长点培育和企业改革力度，提升为农服务综合实力。重点要抓好以下几项工作：（一）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，完善公司的物流、仓储配送网络，并计划培育一到两家上市公司，目前公司正按计划推进农资板块上市。

除房地产外，公司在建项目 11 项，预计总投资额 36.37 亿元，截至 2017 年 3 月底已投资 21.94 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种渠道完成资金筹集，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。

其中，兴合商务广场项目（杭政储【2014】11 号地块商务设施用房工程）位于杭州市西湖区文一西路与学院路交汇处西北侧，原为杭州师范大学用地。项目总面积约 3.66 万平方米，其中地上建筑面积约 2.56 万平方米，地下建筑面积约 1.1 万平方米。南楼总建筑面积 10662 平方米，西楼 3796 平方米，东楼 3800 平方米，北楼 7331 平方米；共配有机动车位 292 个，其中机械停车位 171 个（位于地下一层）；出让面积 16.38 亩，建筑密度 50%，容积率 2.34（规划要求不大于 2.44），建筑限制高度 36 米，绿地率 25%。该工程于 2016 年 6 月 18 日正式开工，目前已完成拆改工程的所有阳台和外立面墙面的拆除工作以及三改二工程的前期拆除工作。预计 2018 年完成中间结构验收。建成后部分为自用办公楼，剩余部分计划出租，具体自用面积尚未确定。

台州市农副产品集配中心项目于 2014 年 10 月动工建设，2015 年 12 月主体工程全部结顶，2016 年 8 月建安工程全部完工（其中 C 区蔬菜、水果等区域于 2015 年 7 月完工）。蔬菜、水果等区域房产 7.55 万平方米，于 2015 年 9 月交付使用；副食品等区域房产 6.37 万平方米，于 2016 年 9 月交付使用。项目整体尚未进行竣工综合验收和竣工决算，目前有关验收和决算准备工作正在进行中。

表 10 公司主要项目未来投资情况（单位：万元）

项目名称	总投资	资金筹措方案		截至 2017 年 3 月底已投资	2017 年 4-12 月	2018 年
		贷款	自筹			
杭州城东宝马 4S 店	11959	--	11959	5574	600	4163
浙农科创园	60000	--	60000	34209	14561	10822
高档服装电子商务基地	35000	--	35000	11373	13000	10627
创新园区（特种茶基地）	5000	2500	2500	1956	2749	294
茶叶国内贸易营销网络建	4000	2000	2000	2656	840	504

设						
祥园路办公大楼	25000	12500	12500	12000	2000	--
五常总部大楼	18000	9000	9000	6585	313	--
年吞吐能力 50 万吨物流基地项目	15000	7000	8000	14550	450	--
台州市农副产品集配中心	89000	68000	21000	55506	8200	1000
浙江供销商贸城	40700	18000	22700	36200	4500	--
兴合商务广场	60000	--	60000	38758	7530	4900
合计	**363659**	**119000**	**244659**	**219367**	**54743**	**32310**

资料来源：公司提供

九、财务分析

公司提供的 2016 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 2017 年一季度财务报表未经审计。2016 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2016年底，公司合并资产总额为410.98亿元，所有者权益合计为109.78亿元（其中少数股东权益73.24亿元）。2016年，公司实现营业收入696.53亿元，利润总额14.03亿元。

截至 2017 年 3 月底，公司合并资产总额为 426.08 亿元，所有者权益合计为 110.54 亿元（其中少数股东权益 73.52 亿元）。2017 年 1～3 月，公司实现营业收入 177.36 亿元，利润总额 0.63 亿元。

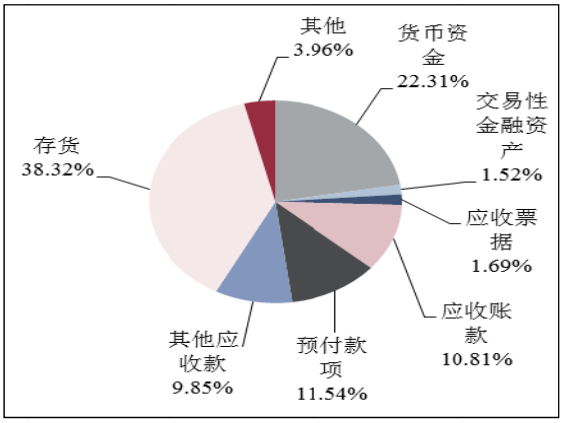
1. 资产质量

截至 2016 年底，公司资产总额为 410.98 亿元，同比增长 7.37%，其中流动资产占 77.33%，非流动资产占 22.67%，资产构成以流动资产为主。

流动资产

截至 2016 年底，公司流动资产为 317.79 亿元，同比增长 3.44%，主要由货币资金、应收账款、预付款项和存货构成。

图 3 截至 2016 年底公司流动资产构成



资料来源：根据公司审计报告整理

截至 2016 年底，公司货币资金为 70.89 亿元，同比增长 8.58%，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 53.21%和 46.60%，2016 年公司受限资金额为 31.92 亿元，占货币资金总额的 45.03%，受限比例高。

截至 2016 年底，公司应收账款为 34.35 亿元，同比增长 26.86%。从账龄上看，1 年以内的占 93.65%，1~3 年的占 4.52%，3 年以上的占 1.83%，账龄较短，流动性较好。公司对应收账款共计提坏账准备 0.84 亿元，计提比例 2.40%。

表 11 截至 2016 年底公司应收账款前五名

（单位：亿元、%）

客户名称	余额	占比
中建三局集团有限公司	1.69	4.92
中建三局第三建设工程有限公司	0.95	2.77
浙江浙金能源公司	0.99	2.88
沈阳市启迪商贸有限公司	0.78	2.27
杭州农宇科贸有限公司	0.36	1.05
合计	**4.77**	**13.89**

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司预付款项为 36.68 亿元，同比增长 40.60%，以一年以内预付账款为主（占 93.05%），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、国投新疆罗布泊钾盐有限责任公司、乐清市公共资源交易中心和内蒙古伊东集团东兴化工有限责任公司，合计占总额 21.68%，集中度一般。

公司其他应收款主要是与外部公司合作开发房地产项目时形成的，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对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 2016 年底，公司其他应收款为 31.31 亿元，同比下降 20.17%，按账龄计提的应收款项中 1 年以内的占 81.75%，以短期为主。公司累计计提坏账准备 1.53 亿元，计提比例为 4.64%。

表 12 截至 2016 年底公司其他应收账款前五名

（单位：亿元、%）

客户名称	余额	占比
浙江佳源房地产集团有限公司	2.00	6.39
嘉凯城集团嘉业有限公司	1.50	4.79
杭州金月湾房地产开发有限公司	1.50	4.79
浦江豪德置业有限公司	0.82	2.62
绍兴绿帮房地产开发公司	1.42	4.54
合计	**7.24**	**23.13**

资料来源：公司提供

截至 2016 年底，公司存货同比小幅下降 9.17%至 121.78 亿元，主要由库存商品、开发成本和开发产品构成，分别占 33.22%、46.54%和 10.36%（其中库存商品计提跌价准备 0.15 亿元、开发产品计提跌价准备 0.23 亿元）。

截至 2016 年底，公司其他流动资产 12.37 亿元，同比大幅增长 77.00%，主要来自银行理财产品的增长（占 91.43%），其余为预缴税款、待抵扣进项税等。

非流动资产

截至 2016 年底，公司非流动资产为 93.19 亿元，同比增长 23.31%，构成主要以可供出售金融资产（占 27.01%）、固定资产（占 31.16%）、无形资产（占 11.60%）和其他非流动资产（占 11.76%）为主。

截至 2016 年底，公司可供出售金融资产 25.17 亿元，同比增长 22.44%，主要为以成本计量的金融资产，大部分为股权和基金投资，主要投资企业包括杭州农技投资合伙企业（1.40 亿元）、上海并购股权基金合伙企业（1.25 亿元）和绍兴春风投资有限公司（0.70 亿元）。

截至 2016 年底，公司固定资产账面原值 42.89 亿元，同比增长 18.45%，其中房屋及建筑物占 71.93%、机器设备占 12.78%，累计折旧合计 13.85 亿元，公司未对固定资产计提减值准备，截至 2016 年底，固定资产净额为 29.04 亿元。

截至 2016 年底，公司无形资产为 10.81 亿元，主要为土地使用权，同比变化不大；公司商誉 2.71 亿元，主要系溢价收购浙江省内多家汽车 4S 店。

截至 2016 年底，公司其他非流动资产为 10.96 亿元，同比有所增长 37.83%，主要系预付长期资产购置款（支付的滨江区长河街道江虹路 752 房产拍卖款项）增长所致，其余为小贷公司贷款。

截至 2016 年底，公司受限资产 58.21 亿元，受限比例 14.16%，受限比例较低。

截至 2017 年 3 月底，公司资产总额为

426.08 亿元，较 2016 年底增长 3.67%，其中流动资产占 77.78%，非流动资产占 22.22%，流动资产中货币资金有所下降、其他应收及存货受房地产开发持续投入影响有所增长，其余科目较 2016 年底变化不大。

跟踪期内，公司资产规模稳定增长，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。

2. 负债及所有者权益

所有者权益

截至 2016 年底，公司所有者权益为 109.78 亿元，同比维持稳定，其中少数股东权益 73.24 亿元。归属于母公司的权益中，股本占 27.37%、资本公积占 6.33%、其他综合收益占 3.98%、盈余公积占 6.56%、未分配利润占 55.75%。截至 2016 年底，公司资本公积 2.31 亿元，同比下降 27.22%，主要是收购浙农控股少数股东股权以及浙农控股收购浙江农资集团少数股东股权等影响。

截至 2017 年 3 月底，公司所有者权益 110.54 亿元，较 2016 年底小幅增长 0.69%，其中归属于母公司所有者权益占 33.49%，各科目较 2016 年底变化不大。

总体看，公司少数股东权益及未分配利润占比高，所有者权益稳定性偏弱。

负债

截至 2016 年底，公司负债总额为 301.20 亿元，同比增长 10.10%，其中流动负债占 89.06%，非流动负债占 10.94%，构成以流动负债为主。

截至 2016 年底，公司流动负债为 268.25 亿元，同比增长 14.86%。主要由短期借款（占 30.58%）、应付票据（占 20.34%）、应付账款（占 13.96%）、预收款项（占 12.16%）和其他应付款（占 9.60%）构成。

流动负债中，截至 2016 年底，公司短期借款为 82.04 亿元，同比增长 9.62%，主要是保证借款、信用借款、抵押借款和质押借款；应付票据 54.57 亿元，主要为银行承兑汇票（占 98.31%）；应付账款为 37.46 亿元，同比增长 5.59%，因公司 2016 年业务增长明显，应收账款和应付账款均同比增长，其中 1 年以内的应付账款占 92.10%；预收款项为 32.61 亿元，同比增长 23.68%，主要为预收售房款的增长；其他应付款 25.74 亿元，同比增长 9.60%，主要是公司房地产开发相关的暂借款（占 49.10%）、押金保证金（占 6.64%）和应付暂收款（占 24.48%）等。

截至 2016 年底，公司一年内到期的非流动负债 18.51 亿元，除了长期借款转入 5.52 亿元外，还包括一年内到期的 6 亿元“12 浙兴合 MTN1”、子公司浙江农资集团发行的 4 亿元 2014 年第一期中期票据和 3 亿元定向债券。截至 2016 年底，公司其他流动负债为发行的 10.00 亿元超短期融资券。

截至 2016 年底，公司非流动负债为 32.95 亿元，同比下降 17.71%。主要由长期借款（占 79.39%）和其他非流动负债（占 14.92%）构成。公司长期借款为 26.16 亿元，较上年增长 42.97%；其他非流动负债为 4.92 亿元，主要包括 4 亿元“13 浙兴合 MTN001”。

截至 2017 年 3 月底，公司负债总额合计 315.54 亿元，其中流动负债占 86.13%，非流动负债占 13.87%，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，长期借款增长明显；其余科目较 2016 年底变化不大。

截至 2016 年底，公司全部债务为 199.72 亿元，其中短期债务占 84.27%，长期债务占 15.73%。公司资产负债率和全部债务资本化比率均较上年有所上升，分别为 73.29%、64.53%；长期债务资本化比率较上年下降至 22.24%。截至 2017 年 3 月底，公司债务规模进一步扩大至 220.91 亿元，主要来自长期债务的增长，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 74.06%、66.65%和 25.24%，较 2016 年底略有提升。

跟踪期内，公司流动负债不断增加，有息债务规模持续扩大，整体负债水平较高，债务负担较重，债务期限结构有待改善。

3. 盈利能力

2016 年，公司营业收入增长至 696.53 亿元，同比增长 10.85%；同期营业成本同比增长 10.57%至 646.99 亿元，营业利润率小幅增长至 6.59%；公司实现营业利润 11.69 亿元，同比减少 10.28%。

期间费用方面，2016 年公司销售费用、管理费用和财务费用均有所增长，2016 年期间费用占营业收入的比重为 5.01%（2015 年为 4.84%），该比重较为稳定，公司期间费用对利润侵蚀大。

2016 年公司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 2.77 亿元和 3.68 亿元；其中投资收益同比减少 52.55%，构成为长期股权投资收益（占 4.91%）、交易性金融资产收益（占 7.34%）和持有可供出售金融资产收益（占 62.13%），营业外收入主要是政府补助（占 69.72%），公非经常性损益较为稳定。2016 年公司实现利润总额 14.03 亿元，同比下降 6.44%；2016 年公司投资收益和营业外收入共 6.45 亿元，为利润总额的 45.97%，对利润规模影响较大。2016 年，净资产收益率 8.73%，总资本收益率 5.32%。公司整体盈利能力有所下降。

2017 年 1~3 月，公司实现营业收入 177.36 亿元，同比大幅增长 42.00%，占 2016 年营业收入的 25.46%。同期，期间费用占营业收入为 4.79%，有所下降。投资收益为 1.04 亿元；公司利润总额 0.63 亿元，较上年同期增长 1.19 亿元。

跟踪期间，营业收入持续增长，投资收益和营业外收入对利润贡献较大且较为稳定，公司整体盈利能力相对稳定。

4. 现金流及保障

2016 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 750.26 亿元和 827.45 亿元，分别较上年增长 8.33%和 8.49%。购买商品、接受劳务支付的现金 690.70 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。2016 年公司经营活动产生的现金流量净额 26.76 亿元。从现金收入实现质量来看，2016 年公司现金收入比为 107.71%，同比减少 2.51 个百分点。跟踪期内，公司获现能力保持较好水平，经营活动现金流仍表现为净流入。

投资活动方面，2016 年公司投资活动规模同比下降，其中收回投资收到的现金下降至 23.49 亿元，同比下降 38.22%，主要是出售金融资产和股权投资本金。投资支付的现金 32.27 亿元，同比下降 29.02%，主要是购买理财产品和股权投资所支付的现金。取得子公司支付的款项 3.85 亿元，为收购 4S 店的款项。2016 年公司投资活动净流出-14.85 亿元。

筹资活动方面，2016 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。公司收到和支付其他与筹资活动有关的现金分别是主要为银行承兑汇票保证金及信用证保证金等款项。2016 年公司筹资活动产生的现金流量净额为-13.45 亿元，表现为净流出。

2017 年 1~3 月，公司经营活动产生的现金流净额为-6.90 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 109.98%。投资活动仍表现为净流出，投资活动现金流量净额为-8.48 亿元，其中收到和支付其他与投资活动有关的现金为投资国债逆回购。筹资活动现金流量净额为 9.48 亿元。

跟踪期内，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。

5. 偿债能力

短期偿债能力方面，截至 2016 年底，公司的流动比率和速动比率分别为 118.47%和73.07%，同比均有所下降，截至2017年3月底，上述两个指标分别为121.81%和72.99%。由于经营现金流净额提升，2016 年经营活动现金流负债比为9.97%，较上年度增加2.75个百分点，公司收入及经营活动现金流入规模大，但货币资金存在一定流动性限制，存在短期偿债压力。

长期偿债能力方面，截至 2016 年底，公司 EBITDA 为 24.47 亿元，EBITDA 利息倍数下降至 1.68 倍，全部债务/EBITDA 倍数上升至8.16 倍。整体看，公司长期偿债能力一般。

截至 2017 年 3 月底，公司对外担保金额为6.63 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车贷客户在银行借款提供的担保。由于担保金额较小且较分散，公司或有负债风险较低。

截至2017年3月底，公司合并范围内获得银行的授信额度为294.46亿元，已使用165.76亿元，公司间接融资通道畅通。

6.过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行征信中心开具的企业信用报告（公司的机构信用代码：G10330103009258805，截至2017年6月19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，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、存续债券偿还能力分析

截至报告出具日，公司合并范围存续债券包括4亿元“13浙兴合MTN001”、6亿元“17浙兴合MTN001”、新大集团发行的5亿元定向融资工具（包括3亿元“15浙新大PPN001”和2亿元“14浙新大PPN001”）和2亿元超短期融资券“17浙新大SCP001”，合计金额为17亿元，其中“13浙兴合MTN001”和“17浙兴合MTN001”将分别于2018年11月和2020年5月到期，“14浙新大PPN001”和“17浙新大SCP001”为一年内到期债券（合计金额为4亿元）。

2016年公司经营活动产生的现金流入量、经营活动产生的现金流量净额和EBITDA分别为827.45亿元、26.76亿元和24.47亿元，分别为“13浙兴合MTN001”和“17浙兴合MTN001”（合计10亿元）的82.75倍、2.68倍和2.45倍；总体看，公司EBITDA和经营活动现金流量净额对公司待偿还债券的保障能力强。

表 13 公司合并跟范围存续债券保障情况

（单位：亿元、倍）

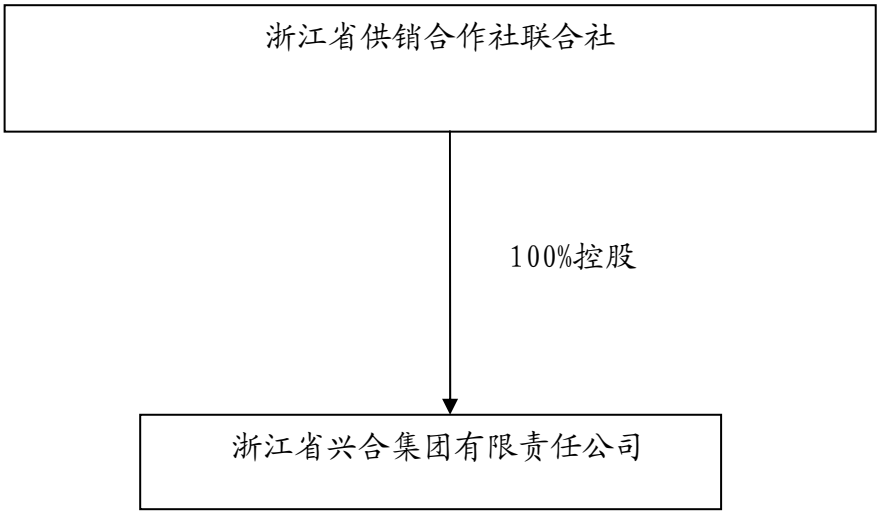
项目	2016 年
一年内到期债券余额	4.00
现金类资产/一年内到期债券余额	12.29
经营活动现金流入量/应付债券余额	48.67
经营活动现金流净额/应付债券余额	1.57
EBITDA/应付债券余额	1.44

资料来源：联合资信整理

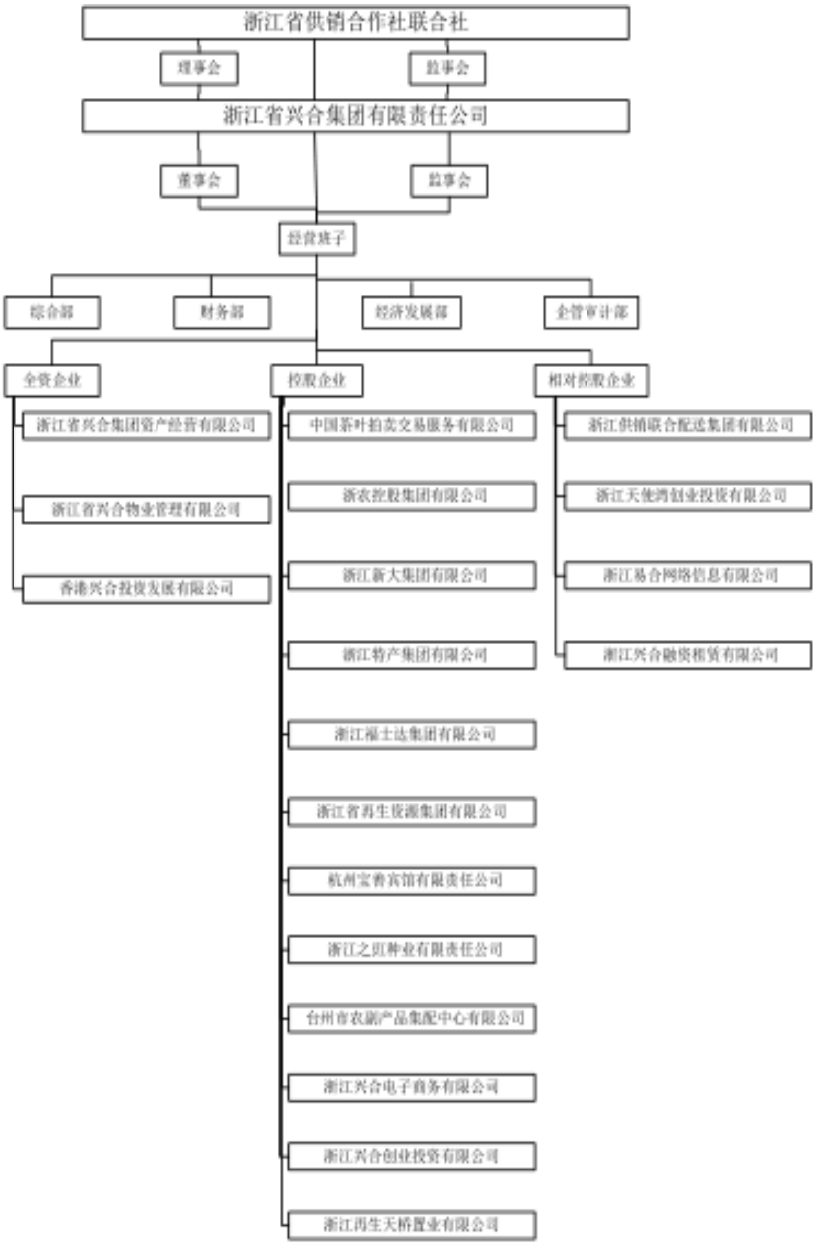
十一、结论

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA^+，评级展望为稳定，并维持“13浙兴合MTN001”和“17浙兴合MTN001”的信用等级为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	2014 年	2015 年	2016 年	2017 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	67.41	43.64	49.17	47.20
资产总额(亿元)	364.60	382.78	410.98	426.08
所有者权益(亿元)	101.09	109.20	109.78	110.54
短期债务(亿元)	141.52	151.65	168.31	183.59
长期债务(亿元)	39.43	37.29	31.41	37.32
全部债务(亿元)	180.94	188.94	199.72	220.91
营业收入(亿元)	554.50	628.34	696.53	177.36
利润总额(亿元)	14.89	14.99	14.03	0.63
EBITDA(亿元)	20.62	23.72	24.47	--
经营性净现金流(亿元)	14.37	16.86	26.76	-6.90
财务指标				
销售债权周转次数(次)	22.04	21.62	19.41	--
存货周转次数(次)	4.31	4.50	5.06	--
总资产周转次数(次)	1.62	1.68	1.75	--
现金收入比(%)	106.78	110.22	107.71	109.98
营业利润率(%)	6.57	6.22	6.59	4.52
总资本收益率(%)	4.83	5.50	5.46	--
净资产收益率(%)	10.89	9.94	8.73	--
长期债务资本化比率(%)	28.06	25.46	22.24	25.24
全部债务资本化比率(%)	64.16	63.37	64.53	66.65
资产负债率(%)	72.27	71.47	73.29	74.06
流动比率(%)	134.43	131.54	118.47	121.81
速动比率(%)	77.11	74.13	73.07	72.99
经营现金流动负债比(%)	6.54	7.22	9.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	4.90	3.23	1.68	--
全部债务/EBITDA(倍)	8.77	7.96	8.16	--

注：2017 年一季度财务数据未经审计；现金类资产已剔除使用受限货币资金；长期应付款和其他非流动负债中的有息债务已计入长期债务；其他应付款和其他流动负债中有息债务已计入短期债务。

附件 3　主要财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
资产总额年复合增长率	（1）2 年数据：增长率=（本期-上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本期/前 n 年)^（1/(n-1)）-1]×100%
净资产年复合增长率	
营业收入年复合增长率	
利润总额年复合增长率	
经营效率指标	
销售债权周转次数	营业收入/（平均应收账款净额+平均应收票据）
存货周转次数	营业成本/平均存货净额
总资产周转次数	营业收入/平均资产总额
现金收入比	销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入×100%
盈利指标	
总资本收益率	（净利润+费用化利息支出）/（所有者权益+长期债务+短期债务）×100%
净资产收益率	净利润/所有者权益×100%
营业利润率	（营业收入-营业成本-营业税金及附加）/营业收入×100%
债务结构指标	
资产负债率	负债总额/资产总计×100%
全部债务资本化比率	全部债务/（长期债务+短期债务+所有者权益）×100%
长期债务资本化比率	长期债务/（长期债务+所有者权益）×100%
担保比率	担保余额/所有者权益×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA/利息支出
全部债务/ EBITDA	全部债务/ EBITDA
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计/流动负债合计×100%
速动比率	（流动资产合计-存货）/流动负债合计×100%
经营现金流动负债比	经营活动现金流量净额/流动负债合计×100%

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产/短期投资+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的长期（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 4-1　主体长期信用等级设置及其含义

联合资信主体长期信用等级划分为三等九级，符号表示为：AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC、C。除AAA级，CCC级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。详见下表：

信用等级设置	含义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
C	不能偿还债务

附件 4-2　评级展望设置及其含义

联合资信评级展望是对信用等级未来一年左右变化方向和可能性的评价。联合资信评级展望设置及含义如下：

评级展望设置	含义
正面	存在较多有利因素，未来信用等级提升的可能性较大
稳定	信用状况稳定，未来保持信用等级的可能性较大
负面	存在较多不利因素，未来信用等级调低的可能性较大
发展中	特殊事项的影响因素尚不能明确评估，未来信用等级可能提升、降低或不变

附件 4-3　中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。