信用评级公告

联合〔2021〕7238 号

联合资信评估股份有限公司通过对浙江新大集团有限公司主体及其相关债券的信用状况进行跟踪分析和评估，确定维持浙江新大集团有限公司主体长期信用等级为 AA，“19 浙新大 MTN001”信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估股份有限公司

二〇二一年七月二十八日

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

浙江新大集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

评级结果：

项目	本次级别	评级展望	上次级别	评级展望
浙江新大集团有限公司	AA	稳定	AA	稳定
19 浙新大 MTN001	AA	稳定	AA	稳定

跟踪评级债券概况：

债券简称	发行规模	债券余额	到期兑付日
19 浙新大 MTN001	2 亿元	2 亿元	2022/09/05

注：上述债券仅包括由联合资信评级、且截至评级时点尚处于存续期的债券

评级时间：2021 年 7 月 28 日

本次评级使用的评级方法、模型：

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

注:上述评级方法和评级模型均已在联合资信官网公开披露

本次评级模型打分表及结果：

指示评级	aa⁻		评级结果	AA
评价内容	评价结果	风险因素	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	宏观和区域风险	2
			行业风险	4
		自身竞争力	基础素质	2
			企业管理	2
			经营分析	3
财务风险	F2	现金流	资产质量	3
			盈利能力	3
			现金流量	2
		资本结构		3
		偿债能力		2
调整因素和理由				调整子级
股东支持：股东实力很强，在资金和担保方面对公司支持力度大				+1

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

评级观点

浙江新大集团有限公司（以下简称“公司”）是浙江省供销系统内的大型集团企业，已形成了集进出口贸易、国内贸易、房地产开发等业务为一体的多元化产业格局。跟踪期内，公司持续获得控股股东浙江省兴合集团有限责任公司（以下简称“兴合集团”）资金及融资支持，在纺织品及羽绒制品出口行业地位、经营规模、工贸一体化、销售渠道等多方面保持既有优势，通过培育海外工厂承接公司加工订单有效缓解了中美贸易摩擦带来的负面影响。同时，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到全球经济环境存在不确定性、房地产市场波动以及权益稳定性较弱等因素对公司整体信用水平可能带来的不利影响。

公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对存续债券的保障能力强。

未来，公司计划继续做强做大外贸主业，拓展贸易种类，积极推进国内贸易，逐步培育进口业务，同时保持房地产开发节奏，整体抗风险能力有望得到巩固。

综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为AA，维持“19浙新大MTN001”的信用等级为AA，评级展望为稳定。

优势

1. **外部区域环境良好。**浙江省经济较为发达，为公司对外贸易业务经营发展提供了良好的外部条件。

2. **控股股东兴合集团竞争实力很强，对公司支持力度大。**公司控股股东兴合集团是浙江省供销社所属的大型贸易集团企业，股东实力很强。截至 2021 年 3 月底，公司获得兴合集团短期借款 2.30 亿元，利率低于公司短期融资平均成本；同时，兴合集团为公司间接融资提供担保的金额为 5.30 亿元，股东支持力度大。

3. **公司纺织品及羽绒制品、服装及床上寝具等业务具备工贸一体化经营模式，产业链完整，经营稳定。**公司纺织品及羽绒制品等外贸业务在经营规模、工贸一体化、销售渠道等多方面优势突出；服装及床上寝具拥有集原材料采购、加工、生产、国际贸易为一体的产业链模式，

分析师：邢霖雪
闫 旭
刘晓彤
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

为公司可持续发展提供了重要支撑。

关注

1. **全球经济环境存在不确定性，对公司经营提出挑战。**跟踪期内，全球范围的经济全面复苏存在不确定性，叠加新型冠状病毒疫情在全球蔓延，国内外需求短期承压，或将对公司经营造成不利影响。

2. **公司房地产业务的收入规模易受拿地成本、开发进度以及销售进度等因素影响，可能间接影响公司整体盈利稳定性和资产流动性。**公司房地产项目均位于浙江、四川等三、四线城市，其销售进程、销售价格易受调控政策及当地房地产市场供应量影响，可能间接影响公司整体盈利稳定性和资产流动性。

3. **跟踪期内，公司债务负担有所加重。**2020 年以来，公司债务规模有所增长，截至 2020 年底，公司资产负债率和全部债务资本化比率分别较上年底提高 1.43 个百分点和 3.21 个百分点至 71.59%和 57.41%。

4. **杭州市桐庐县富汇小额贷款股份有限公司（以下简称“富汇小额”）存在一定坏账风险。**自富汇小额成立至今合计发生坏账金额 1.20 亿元。截至 2021 年 3 月底，富汇小额逾期金额 0.15 亿元，以保证借款为主，存在一定坏账风险。

5. **公司少数股东权益占比高，权益稳定性较弱。**公司系 2002 年改制成立的供销社公司，改制后对部分二级子公司持股比例较低，导致少数股东权益占比高，权益稳定性较弱；截至 2020 年底，所有者权益为 34.58 亿元，其中少数股东权益 24.22 亿元。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
现金类资产(亿元)	13.92	14.95	10.98	16.21
资产总额(亿元)	127.07	121.61	121.71	118.76
所有者权益(亿元)	36.31	36.30	34.58	34.15
短期债务(亿元)	40.22	37.69	39.87	43.97
长期债务(亿元)	3.19	5.27	6.74	6.54
全部债务(亿元)	43.41	42.95	46.61	50.51
营业总收入(亿元)	113.15	117.68	100.92	16.58
利润总额(亿元)	5.50	4.47	2.25	-0.37
EBITDA(亿元)	8.17	7.47	5.62	--
经营性净现金流(亿元)	8.43	9.52	6.70	0.16
营业利润率(%)	12.90	11.96	10.58	9.45
净资产收益率(%)	10.17	8.84	4.35	--
资产负债率(%)	71.43	70.16	71.59	71.24
全部债务资本化比率(%)	54.45	54.20	57.41	59.66
流动比率(%)	120.50	123.85	122.69	121.40
经营现金流动负债比(%)	9.71	11.97	8.48	--
现金短期债务比(倍)	0.42	0.46	0.28	0.37
EBITDA 利息倍数(倍)	3.06	2.76	1.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.32	5.75	8.29	--
公司本部（母公司）				
项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
资产总额(亿元)	39.48	38.89	39.45	41.58
所有者权益(亿元)	9.22	8.09	7.86	7.78
全部债务(亿元)	16.27	15.81	16.87	18.64
营业收入(亿元)	9.83	11.10	12.23	1.33
利润总额(亿元)	0.76	0.41	0.26	-0.08
资产负债率(%)	76.65	79.19	80.08	81.28
全部债务资本化比率(%)	63.82	66.15	68.23	70.55
流动比率(%)	84.09	84.35	81.41	82.22
经营现金流动负债比(%)	12.25	10.29	2.63	--

注：2021 年一季度财务报表未经审计，相关数据未年化；现金类资产已扣除受限货币资金；2018—2020 年合并口径全部债务中包含其他应付款、长期应付款和其他非流动负债中的有息部分
数据来源：公司提供、联合资信根据公司审计报告和财务报表整理

评级历史：

债项简称	债项级别	主体级别	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
19 浙新大 MTN001	AA	AA	稳定	2020-8-11	刘嘉敏 邢霖雪	贸易企业主体信用评级方法（V3.0.201907） 贸易企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文
19 浙新大 MTN001	AA	AA	稳定	2019-8-22	徐璨 邢霖雪	贸易企业主体信用评级方法（V3.0.201907） 贸易企业主体信用评级模型（V3.0.201907）	阅读全文

注：上述历史评级项目的评级报告通过连接可查阅

声 明

一、本报告引用的资料主要由浙江新大集团有限公司（以下简称“该公司”）提供，联合资信评估股份有限公司（以下简称“联合资信”）对这些资料的真实性、准确性和完整性不作任何保证。

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

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

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。

浙江新大集团有限公司 2021 年跟踪评级报告

一、跟踪评级原因

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

二、主体概况

公司前身是1980年8月成立的浙江省供销社直属的浙江省畜产品公司和1981年成立的中国土产畜产进出口有限公司浙江省分公司（后为浙江省畜产进出口公司），于2002年经浙江省政府和省供销社批复同意，公司由上述两家公司进行整体改制设立而成，并取得浙江省工商行政管理局330000000026969号企业法人营业执照。公司原注册资本人民币6000.00万元，后经多次股权变更及增资，截至2021年3月底，公司注册资本为人民币50000.00万元，其中浙江省兴合集团有限责任公司（以下简称“兴合集团”）出资人民币25500.00万元，占注册资本的51.00%，浙江利新投资有限公司（以下简称“浙江利新”）出资人民币24500.00万元，占注册资本的49.00%。浙江利新投资有限公司为适应现代企业管理制度及新《公司法》、职工持股办法等相关法律法规的要求而由自然人股东出资成立的有限责任公司，该公司受让原公司工会（持股会）和各自然人的全部股权。浙江省供销合作社联合社（以下简称“浙江省供销社”）持有兴合集团100%股权，为公司的实际控制人。

跟踪期内，公司经营范围有所变动，变更后经营范围：针纺织品销售；服装制造；日用百货销售；五金产品批发；鞋制造；工艺美术品及礼仪用品制造(象牙及其制品除外)；金属材料制造：包装材料及制品销售；仪器仪表制造；通讯设备销售；物业管理；普通货物仓储服务(不含危险化学品等需许可审批的项目)；化工产品销售(不含许可类化工产品)；羽毛(绒)及制品制造；农副产品销售；食用农产品批发；电子元器件制造；机械零件、零部件加工；第一类医疗器械销售；第二类医疗器械销售；医用口罩批发；日用口罩(非医用)销售；医护人员防护用品批发；建筑用钢筋产品销售；豆及薯类销售；谷物销售；煤炭及制品销售(除依法须经批准的项目外，凭营业执照依法自主开展经营活动)。

截至2021年3月底，公司本部设有办公室、财务部、人事部、党群工作室、单证运输部、投资发展部、企业管理部、审计部、法律事务部、信息中心10个职能部门；拥有25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100余家。

截至2020年底，公司（合并）资产总额121.71亿元，所有者权益合计34.58亿元（含少数股东权益24.22亿元）；2020年，公司实现营业总收入100.92亿元，利润总额2.25亿元。

截至2021年3月底，公司（合并）资产总额118.76亿元，所有者权益合计34.15亿元（含少数股东权益23.97亿元）；2021年1－3月，公司实现营业总收入16.58亿元，利润总额-0.37亿元。

公司注册地：杭州市江晖路1888号；法定代表人：张汝和。

三、存续债券概况及募集资金使用情况

截至本报告出具日，公司由联合资信评级的公开发行债券为“19 浙新大 MTN001”，募集资金 2 亿元，用于偿还借款，截至本报告出具日募集资金已经全部按规定用途使用完毕，跟踪期内正常付息。

表 1 截至 2021 年 6 月底公司存续债券情况

（单位：亿元）

债券简称	发行金额	余额	起息日	到期兑付日
19浙新大MTN001	2.00	2.00	2019-9-5	2022-9-5

资料来源：联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

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

2021年一季度，中国经济运行持续恢复，宏观政策整体保持了连贯性，稳健的货币政策灵活精准、合理适度，把服务实体经济放到更加突出的位置；积极的财政政策提质增效，推动经济运行保持在合理区间。

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

表2 2017－2021年一季度中国主要经济数据

项目	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年一季度（括号内为两年平均增速）
GDP（万亿元）	83.20	91.93	98.65	101.60	24.93
GDP 增速（%）	6.95	6.75	6.00	2.30	18.30（5.00）
规模以上工业增加值增速（%）	6.60	6.20	5.70	2.80	24.50（6.80）
固定资产投资增速（%）	7.20	5.90	5.40	2.90	25.60（2.90）
社会消费品零售总额增速（%）	10.20	8.98	8.00	-3.90	33.90（4.20）
出口增速（%）	10.80	7.10	5.00	4.00	38.70
进口增速（%）	18.70	12.90	1.70	-0.70	19.30
CPI 增幅（%）	1.60	2.10	2.90	2.50	0.00
PPI 增幅（%）	6.30	3.50	-0.30	-1.80	2.10
城镇失业率（%）	3.90	4.90	5.20	5.20	5.30
城镇居民人均可支配收入增速（%）	6.50	5.60	5.00	1.20	13.70（4.50）
公共财政收入增速（%）	7.40	6.20	3.80	-3.90	24.20
公共财政支出增速（%）	7.70	8.70	8.10	2.80	6.20

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

资料来源：联合资信根据国家统计局和 Wind 数据整理

[1] 文中 GDP 增长均为实际增速，下同。

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

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

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

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

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

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

2. 宏观政策环境和经济前瞻

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

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

2021 年一季度经济修复有所放缓，主要是由于局部性疫情对服务业拖累较大，而随着疫苗的推广，疫情对经济的影响减弱，服务业有望加快恢复。未来随着疫情逐渐稳定，居民消费支出将继续修复，**消费有望持续温和复苏**；随着欧美经济逐渐恢复，**外需有望继续保持强势增长；固定资产投资修复过程仍将持续，投资结构有望优化**：房地产投资虽然韧性较强，但未来更多的将受制于信用收紧与结构性政策，大概率呈现下行趋势；基建投资则受制于资金来源以及逆周期调节必要性的下降，扩张空间有限，预计保持低速增长；而制造业投资目前表现较弱，但是生产端强劲，积极因素不断增加，随着企业利润不断修复，未来制造业投资增速有望加快。整体看，**预计 2021 年中国经济将保持复苏态势，结构进一步优化**。

五、行业及区域经济环境

1. 贸易行业

（1）国际贸易

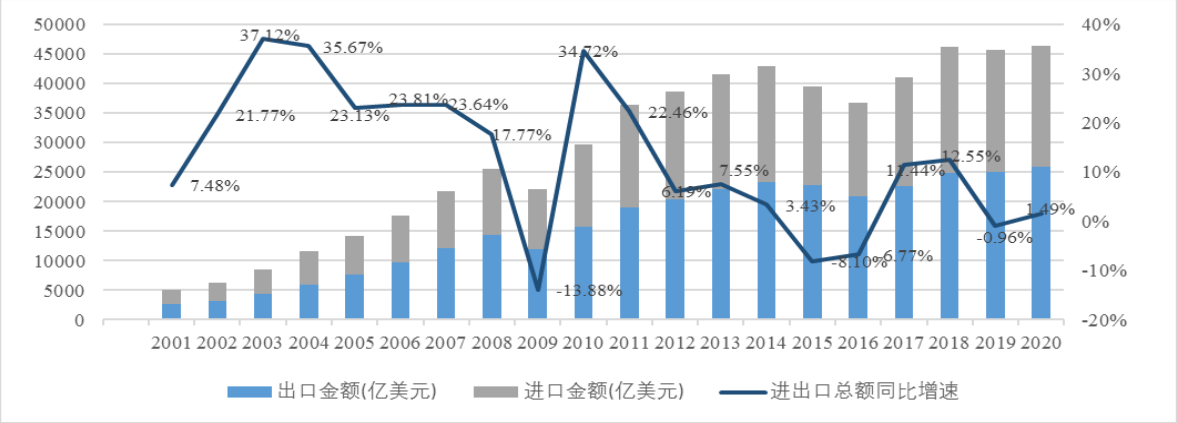
近年来，世界经济增速放缓，不确定因素增多，国内外风险挑战明显上升。2020 年，面对严峻复杂的国内外形势和新冠肺炎疫情冲击，中国政府采取了一系列稳定外贸发展的措施，2020 年全年外贸出口明显好于预期，外贸规模再创历史新高。

近年来，在世界主要经济体持续复苏的带动下，外部需求有所回暖。人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

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

订单也在持续增长。根据海关总署发布的数据，2020 年，中国货物贸易进出口总值 46462.57 亿美元，同比增长 1.49%。其中，出口 25906.46 亿美元，同比增长 3.65%，创造了中国出口规模的新高；进口 20556.12 亿美元，同比下降 1.10%；贸易顺差 5350.34 亿美元，同比增加 27.06%。

图 1　中国进出口贸易总值及增速



资料来源：Wind，联合资信整理

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

从区域分布上看，美国依然是中国最大的单一贸易伙伴国，日本与韩国是中国第二和第三大贸易伙伴国。虽然中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，但基于 2019 年末达成的贸易协议以及双方的经济结构，叠加疫情对美国经济的影响，2020 年中美双边贸易保持较快增长；亚洲是中国对外贸易的最主要地区，全年贸易额达 23865.6 亿美元，同比增长 0.8%，占中国对外贸易总额的 51.4%；由于英国脱欧，中国与欧盟的贸易统计剔除了与英国的贸易数据，欧盟在中国的对外贸易中跌至第二位，中欧双边贸易总额（剔除英国数据）占中国对外贸易的 13.9%；非洲和拉美地区的贸易依然没有明显增长。此外，中国对“一带一路”沿线国家进出口总额为 9.37 万亿元人民币，较 2019 年增长 1%，同比增速较上年下降 9.8%，略低于整体增速。

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

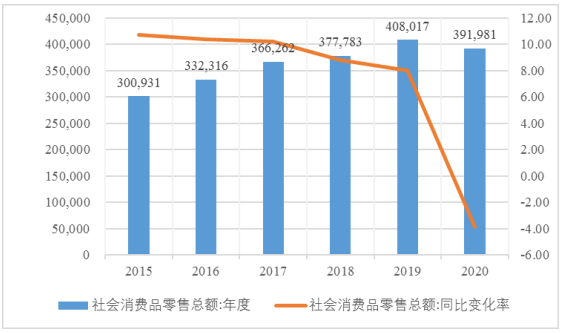
（2）国内贸易

中国经济规模保持不断扩大的势态，刺激国内贸易稳步发展，2019 年社会消费品零售总额保持增长，但增速小幅下滑；受疫情影响，2020 年社会消费品零售总额呈现负增长。

近年来，中国国内贸易规模在经历了前期的高速增长后，增速出现回落。根据国家统计局数据，2020 年，社会消费品零售总额 391981 亿元，比上年名义增长 8.0%（扣除价格因素实际增长 6.0%），增速较上年放缓 1 个百分点，总体保持平稳增长。其中，除汽车以外的消费品零售额 372260 亿元，增长

9.0%。2020 年，受疫情影响，中国社会消费品零售总额 391981 亿元，比上年名义下降 3.9%；全年虽为负增长，但三、四季度已经实现正增长。

图 2 近年来中国社会消费品零售总额



资料来源：Wind，联合资信整理

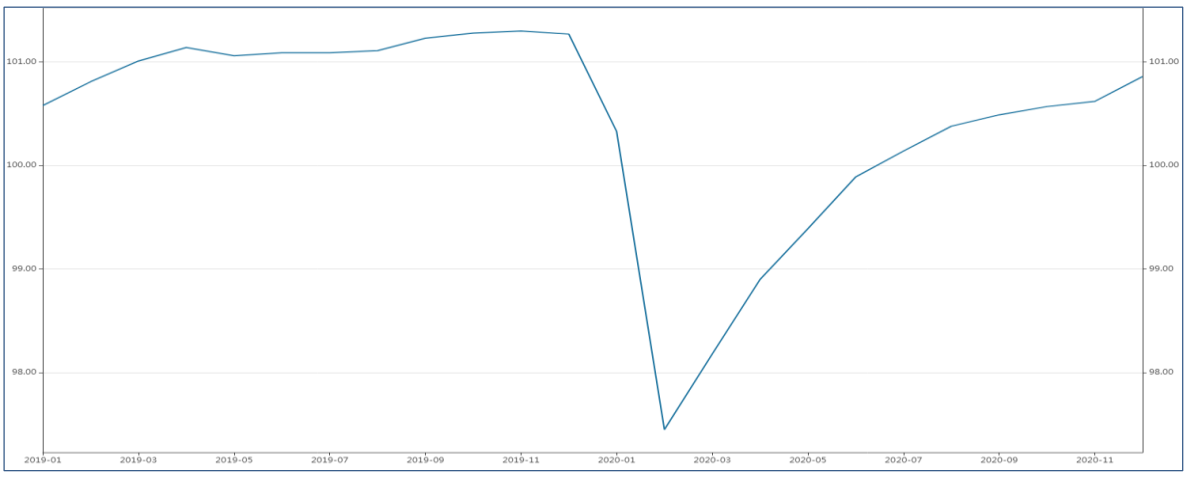
国内贸易与宏观经济息息相关，未来国内贸易的发展情况将与中国产业转型，产能优化，促进消费，加强就业等因素联动密切，连锁经营、供应链延伸、电子商务等现代流通方式的发展也将对国内贸易产生较大促进。行业的不断发展势必促使竞争更加激烈，对于贸易行业内公司的资金、货源、物流网络和管理等方面形成更大的综合性挑战。

2. 房地产行业

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

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

图 3 2019 年－2020 年全国房地产开发景气指数（频率：月）



资料来源：Wind

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

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

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

（1）土地市场与信贷环境

2020 年初，受新冠肺炎疫情的影响，土地市场降温明显，4 月起明显回升，房企到位资金增速较 2019 年基本持平，但仍处近年以来的低位；资金来源中以自筹资金和以定金及预收款为主的其他资金为主。

土地市场方面，2020 年，房地产开发企业土地购置面积 2.55 亿平方米，同比下降 1.10%；土地成交价款 17268.83 亿元，累计同比增长 17.40%，基本恢复至 2018 年增长水平。受年初新冠肺炎疫情的影响，一季度土地成交大幅下降，随后持续走高。2020 年 1－3 月，土地市场极为冷清，累计土地成交价款 977.49 亿元，同比下降 18.10%；4 月开始随着房地产市场的逐步回暖，土地市场活跃度持续增强。

从资金来源上看，2020 年，房地产开发到位资金合计 19.31 万亿元，同比增长 7.60%，增速相较 2019 年增长 0.52 个百分点。其中，国内贷款合计 2.67 万亿元，同比增长 5.74%，国内贷款增速较 2019 年增长 0.63 个百分点；自筹资金合计 6.34 万亿元，同比增长 8.97%，增速较 2019 年增长 4.77 个百分点；其他资金合计 10.29 万亿元，同比增长 8.23%，增速较 2019 年回落 2.26 个百分点。从资金来源占比来看，仍以定金及预收款（占 34.36%）、自筹资金（32.82%）、个人按揭（占 15.52%）和国内贷款（13.81%）为主。

表 3 近年来房地产开发企业资金来源及占比情况（单位：亿元、%）

主要开发资金来源	2018 年		2019 年		2020 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
国内贷款	24004.52	14.46	25228.77	14.13	26675.94	13.81
利用外资	107.98	0.07	175.72	0.10	192.00	0.10
自筹资金	55830.65	33.64	58157.84	32.56	63376.65	32.82
其他资金	86019.74	51.83	95046.26	53.21	102870.26	53.27
其中：定金及预收款	55418.17	33.39	61359.00	34.35	66547.00	34.46
个人按揭	23705.89	14.28	27281.00	15.27	29976.00	15.52
合 计	**165962.89**	**100.00**	**178608.59**	**100.00**	**193114.85**	**100.00**

资料来源：Wind，联合资信整理

（2）政策环境

中央坚持房地产调控政策的总基调不变，2020 年初出现短暂的货币宽松政策，但随后不断出台的监管新政再次明确了整体趋严的融资环境。

从 2019 年三季度开始，宏观经济下行压力大，政府加大逆周期调节力度，9 月全面降准+LPR 降息，11 月 MLF 降息，房地产政策向“松紧对冲”过渡。2019 年 11 月 16 日，央行发布《2019 年第三季度货币政策执行报告》，报告中删除了“房住不炒”的表述，仅强调“因城施策”，短期政策出现边际调整。2020 年以来，“房住不炒”多次被强调，2020 年 2 月，央行也专门提出要保持房地产金融政策的连续性、一致性、稳定性。从中长期来看，房地产市场严控政策始终围绕稳地价、稳房价、稳预期为核心目标。2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策具体内容见表 3。

表 4 2020 年以来中央层次房地产行业总基调政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 5 月	央行	央行发布《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》，稳健的货币政策要更灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 5 月	政府工作报告	深入推进新型城镇化，发挥中心城市和城市群的带动作用，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策，促进房地产市场平稳健康发展
2020 年 7 月	房地产座谈会	坚持稳地价、稳房价、稳预期，因城施策、一城一策，从各地实际出发，采取差异化调控措施，及时科学精准调控，确保房地产市场平稳健康的发展
2021 年 3 月	政府工作报告	强调保障好群众住房需求。坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，稳地价、稳房价、稳预期。解决好大城市住房突出问题，通过增加土地供应、安排专项资金、集中建设等办法，切实增加保障性租赁住房和共有产权住房供给。规范发展长租房市场，降低租赁住房税费负担，尽最大努力帮助新市民、青年人等缓解住房困难

资料来源：联合资信整理

从融资方面的调控政策来看，主要包括：第一，房地产信托等非标融资渠道受限；第二，加强对银行理财、委托贷款、开发贷款、海外债等渠道流入房地产的资金管理；第三，加强对存在高杠杆经营的大型房企的融资行为的监管和风险提示，合理管控企业有息负债规模和资产负债率；第四，严禁消费贷款违规用于购房。2020 年以来房地产融资相关政策具体内容见下表。

表 5 2020 年以来房地产融资相关政策汇总

时间	政策来源	主要内容
2020 年 1 月	央行	2020 年 1 月 6 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，以支持实体经济发展，降低社会融资实际成本
2020 年 2 月	央行	2020 年金融市场工作电视电话会议要求，2020 年金融市场业务条线要保持房地产金融政策的连续性、一致性和稳定性，继续“因城施策”落实好房地产长效管理机制，促进市场平稳运行
2020 年 4 月	银保监会	4 月 22 日国新办发布会上，银保监会相关人士表示银行需监控资金流向，坚决纠正贷款违规流入房地产市场的行为
2020 年 5 月	央行	《2020 年第一季度中国货币政策执行报告》提出，稳健的货币政策要灵活适度，充分发挥再贷款再贴现政策的牵引带动作用，持续深化 LPR 改革，有序推进存量浮动利率贷款定价基准转换，不将房地产作为短期刺激经济的手段，支持民营企业股权融资和发行债券融资
2020 年 6 月	央行等	央行等多部委印发关于进一步强化中小微企业金融服务的指导意见。意见指出，要高度重视对受疫情影响的中小微企业等实体经济的金融支持工作，强化社会责任担当。按照金融供给侧结构性改革要求，引导商业银行把经营重心和信贷资源从偏好房地产、地方政府融资平台，转移到中小微企业等实体经济领域，实现信贷资源增量优化、存量重组
2020 年 8 月	央行、住建部等	央行、住建部等召开房企座谈会，提出“重点房企资金监测和融资管理规则”，具体政策要求设立“三条红线”，根据指标完成情况将公司分成四档，约束每档公司的新增有息负债比例
2020 年 10 月	央行	重点房企资金检测和融资管理规则起步平稳，社会反响积极正面，下一步考虑扩大适用范围

2020 年 12 月	人民银行、银保监会	发布《关于建立银行业金融机构房地产贷款集中度管理制度的通知》，分档对房地产贷款集中度进行管理，并自 2021 年 1 月 1 日起实施

资料来源：联合资信整理

3. 区域经济环境

浙江省区域经济不断发展，总体竞争力持续提升，为公司提供良好的外部发展环境。

公司总部位于浙江省。浙江省经济状况与公司发展具有一定的关联性。2020 年，浙江全省生产总值（GDP）64613 亿元，按可比价格计算，比上年增长 3.6%。分产业看，第一产业增加值 2169 亿元，增长 1.3%；第二产业增加值 26413 亿元，增长 3.1%；第三产业增加值 36031 亿元，增长 4.1%。三大产业比例为 3.3∶40.9∶55.8。

从对外经济来看，2020 年浙江省全年货物进出口总额 33808 亿元，比上年增长 9.6%。其中，出口 25180 亿元，比上年增长 9.1%，出口占全国的 14.0%，比重较上年提升 0.7 个百分点；进口 8628 亿元，比上年增长 11.2%。其中，民营经济出口 2.07 万亿元，比上年增长 12.3%，占出口总额的 82.1%，比上年提高 2.3 个百分点。从产品看，机电产品出口 11361 亿元，比上年增长 14.9%；高新技术产品出口 2028 亿元，比上年增长 26.4%。

2020 年，浙江省全年居民人均可支配收入为 52397 元，比上年增长 5.0%，全省居民人均生活消费支出 31295 元，比上年下降 2.3%。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至2021年3月底，公司股东为兴合集团及浙江利新投资有限公司，分别持股51.00%及49.00%。

2. 股东支持

跟踪期内，公司持续获得控股股东兴合集团在资金和融资方面的大力支持。

公司控股股东兴合集团是浙江省供销社所属的大型贸易集团企业，经营规模与经济效益均居全国供销社系统首位，在行业地位、品牌信誉及营销网络等方面具备较强的竞争优势，公司股东实力强。

公司是兴合集团下属重要子公司之一，2020年资产和利润规模分别占兴合集团合并口径的18.69%和7.99%。近年来，兴合集团在资金方面不断给予公司支持，2020年，公司收到兴合集团提供的借款规模为1.40亿元，借款利率为兴合集团融资利率，低于公司短期融资平均成本，截至2021年3月底，公司收到兴合集团提供的借款规模合计2.30亿元；同期，兴合集团为公司间接融资提供担保的金额规模较大，合计金额5.30亿元。

3. 企业规模及竞争力

跟踪期内，公司继续保持工贸结合，以进出口贸易、国内贸易为主，房地产开发、金融投资等经营并重的多元化结构；作为浙江省供销系统主营进出口贸易的公司，在资源、渠道方面优势较为明显，竞争力较强。

公司下属经营实体100余家，涉及纺织服装、化工、再生资源、食品、家电、钢材、房地产等多个领域。出口商品主要有服装、针纺织品、食品、鞋制品、五金机电、成套设备等，进口商品以化工、裘皮原料为主。公司出口产品覆盖97个国家和地区，2020年进出口规模为7.88亿美元，较上年减少1.16亿美元，位列浙江省级外贸公司第2名。

公司从事商贸流通的子公司主要有浙江春风集团有限公司（以下简称“春风集团”）、浙江三友贸易发展集团有限公司（以下简称“三友集团”）、浙江华兴羽绒制品有限公司（以下简称“华兴羽绒”）、桐庐富春江织造集团有限公司（以下简称“富春江织造”）、浙江新大商贸有限公司（以下简称

“新大商贸”）及浙江新大三源控股集团有限公司（以下简称“新大三源”，因公司拥有实际控制权，故纳入合并范围），2020年上述6家子公司营业收入合计约占公司营业收入的75.97%。跟踪期内，公司对富春江织造的持股比例由40.00%增加至41.50%，对其余5家子公司的持股比例无变化，子公司的主营业务无变化。

2020年，上述6家子公司利润水平同比均呈不同程度下降，主要系受疫情影响所致。2021年1—3月，公司部分子公司呈小幅亏损状态，其中春风集团、三友集团、富春江织造和新大三源主营服装、针纺织品类商品，一季度为传统淡季，利润呈小幅亏损；新大商贸受电商挤压导致毛利率下滑。此外，固定成本较高导致上述6家子公司的一季度小幅亏损。

表6 主要子公司财务情况（单位：%、亿元）

子公司	持股比例	2019年		2020年		2021年1—3月	
		收入	净利润	收入	净利润	收入	净利润
春风集团	55.00	42.63	1.18	34.09	0.89	7.73	-0.19
三友集团	55.00	12.44	0.35	13.12	0.13	2.04	-0.04
华兴羽绒	36.42	11.10	1.13	8.26	0.74	1.82	0.13
富春江织造	40.00	6.16	0.55	4.71	0.27	0.67	-0.15
新大商贸	67.00	3.78	0.02	4.70	0.003	0.8	-0.02
新大三源	35.00	11.55	0.32	11.11	0.15	2.04	-0.15

资料来源：公司提供

4. 工贸结合

跟踪期内，公司维持服装及床上寝具完整的产业链。境内部分工厂因改扩建及疫情等原因产能有所下降，部分工厂产能利用率同比下降，但仍维持较高水平，为持续发展提供了较大的竞争优势。

公司为NITORI、ZARA、H&M、CK、J.CREW、MICHAEL KORS等国际品牌提供贴牌生产服务，且与日本NITORI、JONES APPAREL GROUP INC、美国AVIA等公司形成了良好的合作关系。公司拥有9家主要工厂分布于国内和东南亚，2020年产值普遍较2019年有所下降，主要系疫情影响所致。近年来，为控制成本和减少因贸易摩擦带来的损失，公司通过培育缅甸、柬埔寨等东南亚国家工厂承接公司订单，逐步达成协作关系，待其规模达到公司认定的水平将考虑将其通过兼并购入的方式纳入合并范围，巩固和提升公司工厂的产能和产值，进一步促进工贸一体化的完善。

公司大规模工业基地布点的投资高峰已过，现阶段着力于完善与提升工贸结合体系，提升劳动生产率。一方面，公司改造工艺流程、使用进口织机等生产设备代替国产设备、使用ERP管理系统；另一方面，公司主要子公司陆续建立自有设计团队，培育自主品牌，以期提升产品附加值。2020年，春风集团、富春江织造和三源(柬埔寨)制衣有限公司产能较上年底分别下降26.69%、44.57%和40.00%至250万件、194万件和120万件，其中春风集团产能下降系杭州滨江春风生产基地的改扩建升级转型尚未完成；富春江织造生产基地受桐庐当地政府规划调整及征地计划安排影响导致产能下降；华兴羽绒产能小幅下降，系疫情影响生产经营所致；三元(柬埔寨)制衣有限公司产能下降主要系工厂正常生产经营受疫情影响所致；安徽华隽羽绒制品有限公司产能叫上年底大幅提升140.00%至6000吨，系安徽六安基地二期项目于2020年10月完成设备安装调试后正式投产所致。

表 7 2020 年公司下属主要工厂生产情况

公司名称	主要产品	2020 年产能	2020 年实际产量	2020 年产值
浙江春风集团有限公司	服装	250 万件	351万件	14984 万元
浙江华兴羽绒制品有限公司	羽绒制品	924 万件	693 万件	59164 万元
安徽华隽羽绒制品有限公司	羽绒	6000 吨	1875 吨	24257 万元
桐庐富春江织造集团有限公司	针织服装	194 万件	194 万件	19751 万元
浙江飞跃物流股份有限公司	废铜回收加工（废五金）	10 万吨	2.07 万吨	29695 万元
三源(柬埔寨)制衣有限公司	西装、茄克、风衣等服装	120 万件	102 万件	2337 万元
三源(缅甸)制衣有限公司	羽绒衣、棉衣等服装	110 万件	69 万件	1280 万元

资料来源：公司提供

5. 企业信用记录

根据公司提供的企业信用报告，截至2021年6月22日，公司本部无未结清不良类或关注类信贷记录。已结清的信贷记录中有3笔关注类银行承兑汇票，3笔关注类短期借款（形成时间分别为2004年、2018年和2019年）；根据交通银行浙江省分行、农业银行浙江省分行营业部和中国银行杭州滨江支行提供的说明，上述因欠息导致的关注类款项公司均按时偿还，系因银行系统原因造成。

七、管理分析

2020年，公司董事会、监事会及高管换届，部分董事、监事和高管人员发生变动。公司法人治理结构和管理制度等方面较上年无变动。

2020年，公司第六届董事会、监事会任期届满，公司按照程序对董事会、监事会进行换届选举工作。管理层方面，2020年，公司原总经理王吉元因换届选举离任（接近退休，职位调整为资深顾问），新任总经理吴元明。具体人员变动见下表。公司法人治理结构和管理制度等方面较上年无变动。

表8 2020年公司董事、监事及高管变动情况

姓名	原担任的职务	变动情况
张汝和	董事长	连任
吴元明	董事、副总经理	连任董事、新任总经理
姚吉恩	董事、任副总经理	连任
陈如恬	董事	连任
王吉元	原董事、总经理	任期满离任，岗位调整为资深顾问
王干友	原董事	任期满离任
陈兰归	原董事	任期满离任
李盛梁	原董事	任期满离任
马茂灯	原董事、副总经理	任期满离任，岗位调整为监事且为监事会主席
何庆红	--	从省供销合作社调入，新任董事、副总经理
蒋柱良	董事、财务部经理	连任董事、新任副总经理
黄铭	办公室主任	新任董事
孟汪亮	监事	连任
邵挺峰	人事部	新任监事
顾福朝	监事	任期满离任
陈观贵	监事	任期满离任

资料来源：联系资金根据公司提供资料整理

截至2021年3月底，公司董事7人，监事3人，高级管理人员6人。其中，高级管理人员包括总经理1人（兼任董事）、董事长1人，专职党委副书记1人和副总经理3人。

总经理吴元明，1989年8月参加工作，曾任浙江省畜产进出口公司职员、财务部副经理，2006年5月起任公司财务部经理，2011年起任公司总经理助理兼财务部经理，2013年起任公司副总经理、党委委员，2020年7月任公司党委副书记、副总经理，2020年8月起任公司党委副书记、总经理。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务仍为进出口贸

易、国内贸易、房地产开发等，其中贸易业务对主营业务收入贡献在80%以上。受疫情影响，2020年公司主营业务收入和综合毛利率同比均有所下滑。2021年一季度，随着国内疫情得以控制，公司主营业务收入同比实现增长，毛利率变动不大。

2020年，公司实现营业总收入100.92亿元，同比下降14.24%，各项业务构成较上年基本维持稳定。

2020年，公司进口业务实现收入2.00亿元，同比下降66.78%，主要考虑大宗商品价格大幅波动，公司为控制风险主动收缩进口规模；内贸业务实现收入44.50亿元，同比下降8.21%，系受到疫情影响以及公司收缩电器、副食品等传统业务板块所致；2020年公司房地产业务以尾盘销售为主，实现收入10.36亿元，同比下降46.38%；出口业务实现收入41.01亿元，同比变动不大。

从主营业务毛利率情况看，2020年，公司综合毛利率同比下降1.38个百分点至10.71%，主要系出口业务及内贸业务毛利率下降所致。分板块看，在疫情、汇率因素以及原材料价格上涨等因素综合影响下，出口业务毛利下降1.37个百分点至8.19%；同期，公司调整内贸结构，增加内贸供应链管理服务贸易，并提升了大宗商品贸易交易额，但其毛利率低，导致内贸业务毛利率下降1.64个百分点至9.37%；2020年，受人民币汇率大幅升值影响，进口业务毛利率增长4.50个百分点至3.50%；因公司所布局的三四线城市房地产销售价格上涨，房地产业务毛利率增长3.86个百分点至25.97%；其他业务毛利率大幅下降，主要系工程建设业务建筑材料价格大幅上涨所致。

2021年1—3月，国内新冠肺炎疫情有所控制，公司销售收入规模同比增长22.09%至16.58亿元，各业务同比均出现不同程度的增长，其中进口业务和房地产业务同比分别大幅增长95.18%和222.22%。公司主营业务毛利率为9.89%，同比变化不大。

表 9 公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年			2019 年			2020 年			2021 年 1—3 月		
	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率	金额	占比	毛利率
出口	38.93	34.68	8.12	41.71	35.77	9.57	41.01	41.00	8.19	6.03	36.37	10.28
进口	4.28	3.81	1.40	6.02	5.16	-1.00	2.00	2.00	3.50	1.62	9.77	3.09
内贸	42.04	37.46	13.18	48.48	41.57	11.01	44.50	44.49	9.37	8.11	48.91	9.62
房地产	25.87	23.05	21.45	19.32	16.57	22.10	10.36	10.36	25.97	0.29	1.75	13.79
其他	1.12	1.00	44.64	1.09	0.93	50.46	2.14	2.14	19.63	0.54	3.26	29.63
合计	**112.24**	**100.00**	**13.19**	**116.61**	**100.00**	**12.08**	**100.01**	**100.00**	**10.71**	**16.58**	**100.00**	**9.89**

注：公司2021年一季度主营业务收入构成以营业收入口径统计，尾差系四舍五入导致
资料来源：公司提供

（1）进出口贸易

跟踪期内，公司依靠工贸结合的经营模式，继续保持规模及渠道优势；同时，汇率波动以及国际形势变动可能给公司进出口外贸主业造成不利影响。

公司是兴合集团旗下主要的外贸集团企业，截至2020年末，公司下辖春风集团、三友集团、富春江织造等21家专业性进出口公司，参股生产企业35家。

表 10 公司进出口总额情况（单位：万美元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年
进口额	9094.00	9586.00	5809.00
出口额	66093.00	80773.00	72966.00
进出口总额	75187.00	90359.00	78775.00

注：上表为海关数据
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司进出口商品种类和地区较上年变动不大。公司进出口业务易受到国际经济形势变动以及新冠肺炎疫情影响而波动，2020年，公司实现进出口总额7.88亿美元，同比下降12.82%。

表 11 公司出口产品出口额（单位：万元）

产品	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
纺织服装	263272	284596	256668	35284
羽绒及羽绒制品	66772	56719	42402.	6762
箱包鞋帽	4633	5046	6807	554
其他（含畜产品）	54663	70690	104201	17673
合计	**389340**	**417051**	**410078**	**60273**

注：其他产品包括医药化工产品、肠衣、日用杂货（装饰膜、浴室家居用品等）；上表为海关数据
资料来源：公司提供

跟踪期内，公司出口商品构成相对稳定，纺织服装、羽绒及羽绒制品为传统经营产品，2020年，公司出口实现收入41.01亿元，同比变动不大，出口产品仍以纺织服装为主；2021年一季度，新冠肺炎疫情影响得以控制，公司出口实现收入6.03亿元，同比增长14.64%，增长主要来自纺织服装出口以及其他业务。

纺织服装作为公司第一大产品，是公司的传统优势产品，纺织服装包括纺纱、面料、针织、梭织服装、羊绒服装等，品种齐全，产能充足。2020年，公司纺织服装出口额25.67亿元，同比下降9.80%。跟踪期内，公司对纺织服装的生产、结算、筛选客户方式以及在为出口商品投保等方面无变化。

公司羽绒及羽绒制品主要由华兴羽绒负责运营。跟踪期内，公司维持浙江省最大的羽绒床上用品生产出口商地位，区域竞争优势明显，出口的羽绒制品保持较高的市场竞争力，公司销售的产品占日本高端床上用品市场份额约60%。跟踪期内，羽绒及羽绒制品的采购、生产和销售（包括账期）等环节较上年无重大变化。2020年，公司调整出口产品结构，枕芯类低价值的产品增加，同时叠加新冠肺炎疫情影响，订单量减少，公司羽绒及羽绒制品出口额同比下降25.24%至4.24亿元。

公司箱包鞋帽贸易主要由下属浙江新大三顺贸易有限公司负责运营，2020年出口额同比增长34.90%，出口规模仍较小，受国外疫情封控影响，居家类鞋子需求明显增加，箱包鞋帽出口逆势增长。公司其他产品包括化工产品、肠衣、日用杂货（装饰膜、浴室家居用品等），2020年出口额达10.42亿元，同比有所增长。

表 12 公司主要出口市场分布情况（单位：万美元、%）

地区	2019 年			2020 年		
	出口额	同比增长率	占出口额比重	出口额	同比增长率	占出口额比重
美国	15644	-1.00	19.37	12479	-20.23	17.10
日韩	13632	-1.72	16.88	8485	-37.76	11.63
欧盟	23692	25.97	29.33	22090	-6.76	30.27
其他	27805	57.87	34.42	29911	7.58	40.99
合计	**80773**	**22.21**	**100.00**	**72966**	**-9.67**	**100.00**

资料来源：公司提供

跟踪期内，公司外贸各地区市场结构基本保持稳定，仍以欧、美、日三大经济体为主，2020年公司向主要市场出口额合计7.30亿美元，同比下降9.67%。为分散风险，公司战略加大对欧盟、东南亚和其他地区的出口。2020年，欧盟受突发疫情冲击，终端销售减少导致欧盟订单下降，公司对欧盟出口额有所回落；同期，对东南亚，出口额同比增长7.58%，出口比重相应提升。

表 13 公司进口产品构成（单位：万美元、%）

商品类别	2018 年		2019 年		2020 年		进口地区
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
化工产品	3657	59.46	5148.	53.70	2819	48.53	美国、德国、沙特
纺织制品	1118	6.39	1168	12.18	834	14.36	日本、台湾、意大利
再生资源、婴儿用品及洗涤用品	908	5.89	1062	11.08	1612	27.75	日本、韩国
其他（畜产品）	3411	28.26	2208	23.03	544	9.36	西班牙、匈牙利、香港
合计	**9094**	**100.00**	**9586**	**100.00**	**5809**	**100.00**	--

资料来源：公司提供

2020年，公司进口贸易收入规模对公司整体业务贡献不大，合计实现进口额0.58亿美元，同比下降39.40%。公司进口产品较上年无变化，化工产品和再生资源仍采取代销的模式，盈利能力较弱，但利润空间相对稳定，2020年进口金额分别为0.28亿美元和0.16亿美元。受人民币升值、铜价上涨以及再生铜的废旧物资市场需求上升等多重因素影响，进口再生资源规模同比增长51.79%；为拓展业务，公司转向进口婴儿用品、洗涤用品，2020年进口金额为0.16亿美元；纺织制品为公司出口纺织服装的原料采购，2020年进口金额为0.08亿美元，进口规模随公司出口需求波动；畜产品进口规模同比大幅下降75.36%至0.05亿美元，主要系羽绒、皮、毛等原材料受疫情影响无法正常采购所致。

（2）国内贸易

跟踪期内，公司调整内贸结构，剥离原主要经营钢贸类业务的控股子公司导致钢材贸易收入下降，内贸业务收入同比有所下降，同时低毛利率供应链管理服务贸易占比提升，导致该板块毛利率有所下滑。

公司内贸商品包括钢材、化工产品、食品副食品、家用电器、纺织服装服饰等。内贸业务始终为公司毛利润的重要来源之一，2020年公司国内贸易收入同比下降8.21%至44.50亿元，主要系钢材贸易大幅下降所致。毛利率方面，2020年国内贸易毛利率为9.37%，同比有所下降，主要原因为公司调整内贸结构，增加内贸供应链管理服务贸易和大宗商品贸易交易，但其毛利率水平低。2021年一季度，公司内贸业务收入8.11亿元，主要来自化工产品的贡献。

公司钢材贸易主要由浙江飞跃物流股份有限公司（以下简称“飞跃物流”）经营。跟踪期内，钢材贸易经营方式、盈利模式等无变化，公司继续在钢材贸易业务上采取谨慎的经营策略以控制风险，2020年，公司钢材贸易实现收入3.71亿元，同比大幅下降47.26%，占内贸业务的比重为14.53%，占比下降6.18个百分点至8.35%。2021年一季度，公司钢材贸易实现收入1.17亿元，占国内贸易业务比重的14.49%。跟踪期内，公司原主要经营钢贸类业务的控股子公司骏宏集团已剥离。

公司化工业务经营主体主要为春风集团和新大商贸，以自营模式为主，由于化工业务受宏观环境影响大，价格易受到供求关系变化而波动，跟踪期内，公司继续采取收保证金、以销定采的方式规避价格波动风险。化工贸易经销品种和结算模式较上年变化不大，销售区域仍为上海、江苏、安徽、浙江等省市相关单位。2020年，公司化工产品内贸收入为16.85亿元，同比变化不大，占内贸业务比例为37.87%；2021年1—3月，化工产品实现收入5.09亿元，占内贸业务比重62.74%，受供应链管理服务中市场端需求变化影响，占比同比大幅增长。

表 14 公司国内贸易业务收入按商品分类情况（单位：万元、%）

产品类别	2018 年		2019 年		2020 年		2021 年 1—3 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
食品副食品	28371.93	6.75	26403.63	5.45	31197.80	7.01	3404.64	4.20

家用电器	11779.80	2.80	7257.50	1.50	5043.00	1.13	783.45	0.97
钢材	69551.03	16.55	70421.27	14.53	37139.00	8.35	11748.90	14.49
化工产品	185630.04	44.15	170579.82	35.18	168511.00	37.87	50886.43	62.74
其他	125086.11	29.75	210154.38	43.35	203133.11	45.65	14282.79	17.61
合计	**420418.91**	**100.00**	**484816.60**	**100.00**	**445023.91**	**100.00**	**81106.21**	**100.00**

注：其他产品主要包括纺织品、服装、农资、再生资源等，2019年以来，该业务板块新增焦精煤和电解铜等大宗商品业务
资料来源：公司提供

公司食品副食品主要由新大商贸（公司持股67.00%）负责经营，是“伊利牛奶”和“百威啤酒”等品牌在浙江省地区的一级代理商。跟踪期内，公司采购、结算方式和账期等无变化。2020年，公司食品副食品实现收入3.12亿元，同比增长18.16%；2021年一季度，公司食品副食品实现营业收入0.34亿元；业务规模占内贸业务比重较低。

公司家用电器业务由浙江新大电器有限公司（以下简称“新大电器”；公司持股70%）负责运营，主营小家电的批发业务。2020年，公司家用电器业务实现收入0.50亿元，同比下降30.51%，跟踪期内，公司持续受到电商冲击，逐步退出家用电器业务。

表15 公司主要内贸代理产品获得返利情况
（单位：%）

产品	2018年	2019年	2020年
美的小家电	6.80	退出代理	无返利
伊利牛奶	21.10	14.51	无返利
百威啤酒	34.90	38.29	无返利

资料来源：公司提供

（3）房地产

公司以滚动开发的形式逐步、有控制地发展房地产业务。跟踪期内，公司集中去化存量房地产项目尾盘，签约销售额有所下降，开发投资规模维持在较低水平。未来，公司将继续增加土地准备以支持地产业务持续发展，仍将存在一定融资需求。

公司房地产板块主要业务集中在潍坊三友房地产开发有限公司（三友集团持股75%，公司持股25%）、四川春风房地产有限公司（春风集团持股68%，公司持股29%）、浙江新宏房地产开发有限公司（公司持股60%）、湖南春风房地产开发有限公司（公司直接和间接持股比例合计90%）、海盐中瑞房地产开发有限公司（直接和间接持股比例合计100%）及湖州新嘉房地产开发有限公司（直接和间接持股比例合计100%）。2020年，公司房地产业务实现收入10.36亿元，同比下降46.38%，主要系公司存量可售房源较少，且考虑到土地成本较高，公司年内未新增土地储备，新开发楼盘少所致；2020年公司房地产业务占主营业务收入的10.36%，因结转收入毛利较高，房地产业务毛利率小幅增至25.97%。

公司整体房地产投入规模不大，坚持滚动开发理念，并控制房地产投资占公司总资产比重小于25%。跟踪期内，公司对房地产维持适当的开发节奏，由于2020年房地产市场回暖导致土地价格走高，为控制成本，2020年以来无新增土地，主要对存量房地产进行去化处理和对现存土地进行开发和尾部施工，2020年公司对房地产投资开发额规模维持在较低水平，为12.91亿元。2020年，公司房屋竣工面积同比下降55.29%至17.99万平方米；房屋销售面积为16.11万平方米，同比有所下降；实际销售额为11.26亿元，较上年小幅下降。2021年1—3月，公司房地产业务实现收入0.29亿元，同比有所增长，主要房地产项目签约额为1.40亿元，毛利率为13.79%。

公司主要房地产项目集中在长三角区域，在政策限价以及地产市场大环境回暖的影响下，签约销售均价平稳增长，2020年为6360元/平方米，2021年一季度，签约销售均价回落5691元/平方米。

表 16 公司房地产业务发展情况
（单位：万平方米、元/平方米、亿元）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 1—3 月
房屋竣工面积	22.07	40.24	17.99	13.31
房屋销售面积	56.87	20.54	16.11	2.46
新增土地储备	15.67	--	--	--
平均销售单价	5528	6086	6360	5691
实际销售额	31.44	12.50	11.26	1.40
当期投资开发额	20.39	7.74	12.91	2.03

注：表中实际销售额，以签订销售合同为确认条件
资料来源：公司提供

截至2021年3月底，公司在建及拟建房地产项目合计规划建筑面积237.02万平方米，总投资额97.38亿元，已投资78.59亿元。2021年剩余月份至2023年，公司在建及拟建房地产项目分别计划投资6.89亿元、6.65亿元和4.63亿元；考虑到存量项目可开发规模有限，未来公司将继续储备土地，公司对外融资需求持续存在。

表 17 截至 2020 年底公司主要地产项目销售情况（单位：万平方米、%、万元）

项目名称	规划建筑面积	可售建筑面积	已售签约面积	销售进度（%）	销售均价（元/平方米）	累计签约销售额	2020 年签约额	2021 年 1—3 月签约额
春风 湖畔居	10.13	9.74	5.68	58.33	7017.76	39854	15580	2231
春风 紫金港	39.81	38.65	29.76	77.00	5133.82	152777	675	56
新大 鱼鸟公园城	21.08	20.88	19.64	94.08	4867.61	95592	6266	789
西湖春天	59.67	21	21.57	31.48	4812.43	103819	19055	4671
新友 上书房	16.22	13.61	13.13	96.49	5737.4	75324	4085	1061
新宏 蓝庭	12.23	6.35	5.36	84.47	13586.33	72873	7185	283
新大 西塘里	7.40	2.2	2.12	96.35	14993.43	31845	3416	112
龙山豪庭	15.84	12.19	9.99	81.94	8566.15	85605	24944	9
三友 翰林府	34.71	8.07	5.28	65.46	4318.92	22799	21231	4760
滨海蓝湾	--	--	--	--	--	--	--	--
和睿府	--	--	--	--	--	--	--	--
合计	**217.09**	**132.69**	**112.53**	--	--	**680488**	**102437**	**13972**

注：销售进度等于已签约面积除以可售建筑面积
资料来源：公司提供

表 18 截至 2021 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）

项目	城市	规划建筑面积	总投资	截至 2021 年 3 月底已投资	未来投资计划		
					2021 年 4-12 月	2022 年	2023 年
春风·湖畔居	四川南充	10.13	5.00	4.21	0.50	0.29	--
春风·紫金港	四川南充	39.81	16.00	14.60	0.80	0.60	--
新大·鱼鸟公园城	四川叙永	21.08	7.26	7.26	--	--	--
西湖春天	湖南邵阳	59.67	15.00	13.83	0.80	0.40	--
新友·上书房	山东潍坊	16.22	5.71	5.71	--	--	--
新宏·蓝庭	浙江衢州	12.23	10.00	8.50	0.50	1	--
新大·西塘里	浙江嘉善	7.40	4.81	4.67	--	--	--
龙山豪庭	浙江诸暨	15.84	10.80	10.76	--	--	--
三友·翰林府	山东潍坊	34.71	12.00	5.09	1.10	2.36	3.16
滨海蓝湾	浙江嘉兴	10.97	5.80	2.24	1.89	1.00	0.67
和睿府	浙江湖州	8.96	5.00	1.72	1.30	1.00	0.80
合计	--	**237.02**	**97.38**	**78.59**	**6.89**	**6.65**	**4.63**

注：总投资额和已投资额均含土地款
资料来源：公司提供

（4）其他业务

跟踪期内，公司其他业务收入占主营业务收入比例低，主要为小额贷款业务，2020年业务规模同比变动不大，仍存在一定回收风险。

公司其他业务主要为小额贷款业务，经营主体为杭州市桐庐县富汇小额贷款股份有限公司（以下简称“富汇小额”；公司持股14.82%，表决权比例54.55%）。

跟踪期内，公司继续收缩小额贷款业务规模，2020年富汇小额实现收入0.31亿元，利润总额0.24亿元；截至2020年底，富汇小额管理资产规模为5.02亿元，所有者权益4.62亿元，自富汇小额成立至今合计发生坏账金额1.20亿元。

截至2021年3月底，富汇小额贷款余额3.93亿元，其中个人贷款和垫款合计2.87亿元，企业贷款和垫款合计1.06亿元；风险拨备0.21亿元；按贷款性质划分，保证货款2.41亿元、抵押贷款0.97亿元（按75%抵押率进行抵押率）、质押贷款0.55亿元（按50%质押率进行质押率）。截至2021年3月底，富汇小额逾期金额0.15亿元，逾期率3.72%，全部为保证借款0.15亿元；公司共计提贷款损失准备0.12亿元。

此外，公司下属的浙江畜产大厦物业发展有限公司负责运营公司总部大楼的房屋租赁及物管业务。2020年，公司其他业务实现收入2.14亿元，在主营业务收入占比很小。

2. 经营效率

2020年，公司经营效率较上年有所下降，经营效率尚可。

2020年，公司销售债权周转次数下降为6.01次，存货周转次数及总资产周转次数同比均呈小幅下降，分别降至2.29次和0.83次。

3. 未来发展

公司在建和拟建项目未来投资支出规模可控。

未来，公司一是围绕主业，进一步发挥工贸结合一体化发展的外贸优势，深化产业链布局，推进上游成员企业的生产基地向内陆省市及东南亚国家等生产要素低、劳动力丰富的地区与国家转移，对现有浙江省内的生产基地进行技术改造，采用机器换人及人工智能改造，提高智能化管理水平，进一步释放产能与业务承接能力；中下游企业要服务好两端，针对重点市场、重要客户，做好调研，有针对性地进行产品与研发，提升服务水平和市场的反映，并积极开拓新市场，新客户。二是调整优化内贸结构，培育内贸核心业务，在巩固和发展现有传统内贸业务中，探索经营创新模式，拓展盈利空间的可行途径，同时引导和支持企业加大内销售品牌的培育力度，扩大企业和品牌影响力，持续推动企业的转型升级。三是积极探索培育新业态，化工肠衣等新业务板块，实现外贸产品多元化发展。

截至2021年3月底，公司投资项目为新大高档服装电子商务软件产业基地建设项目（以下简称“电子商务软件产业项目”）和服装设计软件开发及高端服装样衣智造基地（以下简称“春风滨江基地改建项目”），总投资规模6.03亿元，资金来源全部为自有资金，截至2021年3月底已投资5.26亿元，预计2021年4—12月投资额为1.50亿元，2022年投资为0.24亿元，未来投资压力较小。

电子商务软件产业基地项目占地面积17604平方米，规划总建筑面积约65000平方米，其中地上建筑面积约44000平方米，预计项目将于2020年12月已投入运营并转固，以自用为主。春风滨江基地改建项目占地面积42684平方米，规划总建筑面积约101123平方米，其中地上建筑面积约73976平方米，预计于2022年投入运营。

表 19 截至 2021 年 3 月底公司在建项目情况（单位：平方米、万元）

项目	所在地	占地面积	规划建筑面积	总投资	截至 2021 年 3 月底已投资	未来投资计划			预计投入运营时间
						2021 年 4-12 月	2022 年	2023 年	
电子商务软件产业项目	杭州市滨江区	17604	65000	35000	33636	964	400	--	2020 年 12 月已入驻
春风滨江基地改建项目	杭州市滨江区	42684	101123	35000	18961.5	13538.55	2500	--	2022 年 6 月
合计	--	**60288**	**166123**	**70000**	**52597.5**	**15016.5**	**2386**	--	--

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2020年财务报表，中汇会计师事务所有限公司对该财务报表进行了审计，并出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2021年一季度财务报表未经审计。

从合并报表范围来看，2020年公司合并范围增加14家，注销和转让12家。截至2021年3月底，公司合并范围较2020年底无变化，合计25家一级子公司。整体看，合并范围变动对财务数据影响有限，公司财务数据可比性较强。

截至2020年底，公司（合并）资产总额121.71亿元，所有者权益合计34.58亿元（含少数股东权益24.22亿元）；2020年，公司实现营业总收入100.92亿元，利润总额2.25亿元。

截至 2021 年 3 月底，公司（合并）资产总额 118.76 亿元，所有者权益合计 34.15 亿元（含少数股东权益 23.97 亿元）；2021 年 1－3 月，公司实现营业总收入 16.58 亿元，利润总额-0.37 亿元。

2. 资产质量

跟踪期内，公司资产构成稳定，资产受限比例低。流动资产中，以房地产开发为主的存货占比仍维持较高水平，销售进度易受调控政策及当地房地产市场供应量影响，对公司资产流动性产生一定负面影响；非流动资产中，富汇小额发放的贷款及垫款存在一定资金回收风险。整体看，公司资产质量尚可。

截至2020年底，公司合并资产总额121.71亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占79.61%，非流动资产占20.39%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。

表 20 2018－2020 年末公司资产主要构成（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		2020 年末		2021 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	**104.60**	**82.32**	**98.49**	**80.99**	**96.90**	**79.61**	**93.24**	**78.51**
货币资金	15.09	11.88	16.01	13.17	15.22	12.51	15.03	12.65
应收账款	14.06	11.07	15.69	12.90	15.53	12.76	10.90	9.18
预付款项	7.11	5.60	5.27	4.33	6.99	5.74	6.35	5.34
其他应收款（合计）	23.84	18.76	19.72	16.21	15.54	12.77	16.76	14.11
存货	39.81	31.33	38.19	31.40	40.03	32.89	41.96	35.33
非流动资产	**22.46**	**17.68**	**23.12**	**19.01**	**24.81**	**20.39**	**25.53**	**21.49**
固定资产	7.68	6.04	7.48	6.15	9.41	7.73	9.35	7.87
资产总额	**127.07**	**100.00**	**121.61**	**100.00**	**121.71**	**100.00**	**118.76**	**100.00**

数据来源：公司审计报告、联合资信整理

（1）流动资产

截至2020年底，流动资产96.90亿元，较上年底变化不大。公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项和其他应收款

（合计）和存货构成。

截至2020年底，公司货币资金15.22亿元，主要由银行存款（占61.41%）和其他货币资金构成（占38.19%），其他货币资金主要包括银行承兑汇票保证金、信用保证金和按揭放款保证金等。货币资金中含5.81亿元受限资金，受限比例为38.18%。

截至2020年底，公司应收账款账面价值15.53亿元，较上年底变化不大。按照账龄组合计提坏账准备的应收账款余额15.79亿元（占99.97%），账龄以1年以内为主，占92.57%，整体账龄较短，累计计提坏账0.26亿元。公司累计计提坏账0.41亿元，计提比例2.55%；应收账款前五大欠款方合计金额为10.03亿元，占应收账款账面余额的63.48%。

表21 截至2020底公司应收账款前五名情况

（单位：亿元）

单位名称	期末余额	是否为关联方
客户一	1.60	否
客户二	4.18	否
客户三	3.60	否
客户四	0.34	否
客户五	0.30	否
合计	**10.03**	**--**

资料来源：公司提供

截至2020年底，公司预付款项6.99亿元，较上年底增长32.70%，账龄以1年以内为主（占78.53%），主要为土地出让金和工程款。

截至2020年底，公司其他应收款（合计）15.54亿元，较上年底下降21.17%，从构成来看，主要为关联方组合和押金保证金等。公司按照账龄组合计提坏账准备的其他应收款余额6.50亿元，账龄在1年以内的占54.12%，账龄在1~2年的占23.16%，整体账龄偏长。从其他应收款构成上看，包括应收关联方款项4.81亿元，押金保证金2.29亿元，出口退税款0.69亿元等。其他应收款前五名客户占其他应收款余额的29.52%，均为非关联方，集中度一般。公司共计提坏账准备0.67亿元。

表22 2020年底公司其他应收款前五名情况

（单位：亿元）

单位名称	账面价值	款项性质	是否为关联方
客户一	1.34	押金保证金	否
客户二	1.29	往来款	是
客户三	1.06	往来款	是
出口退税款	0.69	出口退税款	是
客户四	0.37	借款	是
合计	4.75	--	--

资料来源：公司提供

截至2020年底，公司存货账面价值40.03亿元，较上年底增长4.83%，公司存货主要为房地产业务形成的开发成本。构成上以开发成本和开发产品为主，分别占存货期末余额的48.76%和29.14%；截至2020年底，公司累计计提存货跌价准备0.21亿元，主要为库存商品和在产品的跌价准备，计提比例低。

（2）非流动资产

截至2020年底，公司非流动资产24.81亿元，较上年底增长7.32%，主要系在建工程转入固定资产、同时新增在建工程所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产、长期股权投资、固定资产、在建工程、无形资产和其他非流动资产构成。

截至2020年底，公司可供出售金融资产账面价值4.01亿元，较上年底变动不大，全部为可供出售权益工具，其中按成本计量的可供出售权益工具占96.94%，主要为持有的各类非上市公司股份、购买的投资基金和资产管理计划等，包括对浙江育杰创业投资合伙企业（有限合伙）在内的60家公司的投资，投资标的分散。公司累计计提减值准备0.35亿元。

截至2020年底，公司固定资产账面价值9.41亿元，较上年底增长25.83%，主要系2.45亿在建工程转固所致。固定资产主要由房屋建筑物（占87.83%）和机器设备（占8.11%）构成，累计计提折旧6.02亿元，未计提减值准

备。

截至2020年底，公司在建工程2.21亿元，较上年底下降20.64%，主要系对新大集团办公楼（2.22亿元）、华兴羽绒污水基建项目（0.11亿元）和富春江高安富霖厂（0.12亿元）合计2.45亿元转固所致；同时新增安徽宣城生产基地工程（0.33亿元），杭州春风纺织办公大楼持续投入。

截至2020年底，公司其他非流动资产为3.91亿元，较上年底下降10.02%，主要为子公司富汇小额发放的贷款及垫款，其中正常类贷款余额占69.54%，关注类贷款账面余额占26.75%，次级类和可疑类余额合计占3.21%。公司对贷款按关注类余额的2%、次级类余额的25%、可疑类余额的50%和损失类的100%计提贷款减值准备，累计计提847.49万元。富汇小额的关注类及以下贷款占比较高，存在一定回收风险。

截至2020年底，公司使用受限的资产为12.65亿元（包括受限货币资金5.81亿元、固定资产5.21亿元和无形资产1.63亿元），占资产比重为10.39%，受限比例低。

截至2021年3月底，公司合并资产总额118.76亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产占78.51%，非流动资产占21.49%。公司资产以流动资产为主，资产结构较上年底变化不大。截至2021年3月底，公司货币资金为15.03亿元，受限资金为5.39亿元，受限比例为3.59%。受季节性因素影响，一季度为公司业务淡季，销售规模下降，应收账款较上年底下降29.82%至10.90亿元。

3. 所有者权益和负债

（1）所有者权益

公司少数股东权益占比高，所有者权益稳定性较弱。

截至2020年底，公司所有者权益34.58亿元，较上年底下降4.73%，主要系少数股东权益增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为29.94%，少数股东权益占比为70.06%。在所有者权益中，实收资本、资本公积和未分配利润分别占14.46%、3.57%和7.57%。所有者权益结构稳定性较弱。

截至2021年3月底，公司所有者权益34.15亿元，较上年底变化不大。所有者权益结构较上年变化不大。

（2）负债

跟踪期内，公司负债结构较上年底变动不大，整体债务负担有所加重。

截至2020年底，公司负债总额87.13亿元，较上年底变化不大。其中，流动负债占90.64%，非流动负债占9.36%。公司负债以流动负债为主，负债结构较上年底变化不大。

表23 2018－2020年末公司负债主要构成（单位：亿元、%）

科目	2018年末		2019年末		2020年末		2021年3月末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动负债	**86.81**	**95.65**	**79.53**	**93.21**	**78.97**	**90.64**	**76.80**	**90.77**
短期借款	29.23	32.20	26.27	30.79	23.81	27.33	28.97	34.24
应付票据	6.03	6.65	8.07	9.46	14.37	16.49	12.70	15.02
应付账款	11.96	13.18	13.74	16.11	14.06	16.14	11.91	14.07
预收款项	12.09	13.33	10.76	12.62	9.43	10.83	7.96	9.41
其他应付款（合计）	20.21	22.26	15.34	17.98	13.79	15.82	14.61	17.27
非流动负债	**3.95**	**4.35**	**5.79**	**6.79**	**8.16**	**9.36**	**7.81**	**9.23**
负债总额	**90.76**	**100.00**	**85.32**	**100.00**	**87.13**	**100.00**	**84.61**	**100.00**

数据来源：公司审计报告、联合资信整理

截至2020年底，公司流动负债78.97亿元，较上年底变化不大。公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和其他应付款构成。

截至2020年底，公司短期借款23.81亿元，较上年底下降9.36%，主要由抵押借款（占37.80%）和保证借款（占59.89%）构成。

截至2020年底，公司应付票据14.37亿元，较上年底增长78.03%，主要由银行承兑汇票（占39.87%）和国内信用证（占50.81%）构成。

截至2020年底，公司应付账款14.06亿元，较上年底变化不大。应付账款账龄以1年以内为主（占87.97%），整体账龄较短。

截至2020年底，公司预收款项9.43亿元，较上年底下降12.38%，预收款项账龄以1年以内为主（占76.28%），1～2年的占22.10%，整体账龄较短。

截至2020年底，公司其他应付款12.41亿元，较上年底下降3.23%，全部为暂借款（计息部分已纳入短期债务核算）；其他应付款账龄在1年以内的占65.95%，1～3年的占17.65%，3年以上的占16.40%。

表24 截至2020年底公司其他应付款情况

（单位：万元）

公司名称	账面价值	款项性质	是否计息
客户一	18162	暂借款	否
客户二	15315	暂借款	是
客户三	14029	暂借款	是
客户四	7222	暂借款	否
客户五	4640	暂借款	是
合计	**124070**	--	--

注：上述金额较大的其他应付款为兴合集团合并范围之外的应付对象

资料来源：公司审计报告

截至2020年底，公司非流动负债8.16亿元，较上年底增长40.80%，主要系应付债券增长所致。公司非流动负债主要由长期借款、应付债券和递延收益构成。

截至2020年底，公司长期借款为4.29亿元，较上年底下降9.96%，主要系转入一年内到期的非流动负债所致。

截至2020年底，公司全部债务46.61亿元，较上年底增长8.51%，主要系应付票据增长所致。债务结构方面，短期债务占85.55%，长期债务占14.45%，以短期债务为主。从债务指标来看，截至2020年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为71.59%、57.41%和16.30%，较上年底分别提高1.43个百分点、提高3.21个百分点和提高3.63个百分点。公司债务负担有所加重。

截至2021年3月底，公司负债总额84.61亿元，较上年底变化不大。截至2021年3月底，公司全部债务50.51亿元，较上年底增长8.37%，主要系短期借款增长所致。债务结构方面，短期债务占87.05%，长期债务占12.95%，以短期债务为主。从债务指标来看，截至2021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71.24%、59.66%和16.07%，较上年底分别下降0.35个百分点、提高2.25个百分点和下降0.23个百分点。

4. 盈利能力

2020年，受新冠肺炎疫情影响，公司收入及利润规模有所下降，非经常性损益对利润总额贡献大。2021年一季度，随着新冠肺炎疫情影响得以控制，公司收入规模有所回升。

2020年，公司实现营业总收入100.92亿元，同比下降14.24%；营业成本89.45亿元，同比下降12.95%；营业利润率为10.58%，同比下降1.38个百分点。

2020年，公司期间费用总额为9.82亿元，同比下降3.97%，主要系销售费用下降所致。从构成看，公司销售费用、管理费

用、研发费用和财务费用占比分别为37.25%、29.99%、4.45%和28.31%。财务费用为2.78亿元，同比增长34.11%，主要系融资规模扩大所致。2020年，公司期间费用率为9.73%，同比提高1.04个百分点，期间费用对利润形成侵蚀。

非经营性损益方面，2020年，公司实现投资收益0.39亿元，同比下降50.55%，主要来自处置长期股权投资形成的收益（0.20亿元）和处置可供出售金融资产形成的收益（0.13亿元）；其他收益0.26亿元，主要为政府补助；资产减值损失-0.20亿元；营业外收入0.88亿元，包括拆迁补偿款等，非经常性损益占利润总额比重为76.41%，对利润影响大。

从盈利指标看，2020年，公司总资本收益率和净资产收益率分别为5.07%和4.35%，同比分别下降1.74个百分点和4.49个百分点。

2021年1—3月，公司实现营业总收入16.58亿元，同比增长22.09%；营业成本14.94亿元，同比增长22.33%；营业利润率为9.45%，同比变化不大。

5. 现金流分析

2020年，公司经营活动净流入规模同比下降，收入实现质量维持较好水平；投资活动以购买及赎回理财产品为主；筹资活动产生的现金流量净额呈现净流出，考虑到未来在房地产业务领域的开发计划，公司对外融资需求持续存在。

从经营活动来看，2020年，公司经营活动现金流入量和流出量分别同比下降12.46%和11.23%至124.99亿元和118.29亿元，经营活动现金流入和流出分别以销售商品、提供劳务收到的现金和购买商品、接受劳务支付的现金为主，分别为108.47亿元和98.19亿元，公司收到和支付其他与经营活动有关的现金分别为11.48亿元和11.09亿元，收到现金主要为业务往来款，支付的主要为税费及销售费用。2020年，公司经营活动现金净流入6.70亿元，同比下降29.67%；公司现金收入比为107.49%，同比提高4.20个百分点，收入实现质量较好。

从投资活动来看，2020年，公司投资活动现金流入量和现金流出量分别同比增长249.95%和152.04%至11.78亿元和12.08亿元。投资活动现金流入主要以收回投资收到的现金为主，投资活动现金流出主要以投资支付的现金（购买信托和理财产品等）为主。2020年，公司投资活动现金净流出0.31亿元。

从筹资活动来看，公司筹资主要依靠银行借款以及发行债券实现，筹资活动现金流出主要为偿还债务。2020年，公司筹资活动现金净流出8.91亿元。

2021年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额为0.16亿元；投资活动产生的现金流量净额为-0.55亿元；筹资活动产生的现金流量净额为0.20亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债指标有所减弱，考虑到公司经营获现能力良好，间接融资渠道畅通且能持续获得兴合集团在资金方面的支持，对外担保风险可控，公司整体偿债能力很强。

从短期偿债指标看，2020年底，公司流动比率与速动比率分别较上年底下降至122.69%和72.01%；经营现金流动负债比率为8.48%，较上年底下降3.49个百分点；现金短期债务比由上年底的0.46倍下降至0.28倍。

2020年，公司EBITDA为5.62亿元，同比下降24.80%。从构成看，公司EBITDA主要由折旧（占11.05%）、计入财务费用的利息支出（占46.53%）、利润总额（占40.00%）构成。从长期偿债指标看，2020年，公司

EBITDA利息倍数由上年的2.76倍下降至1.55倍，EBITDA对利息的覆盖程度尚可；公司全部债务/EBITDA由上年的5.75倍提高至8.29倍，EBITDA对全部债务的覆盖程度一般。

截至2021年3月底，公司（合并）对外担保0.80亿元，占当期净资产的2.34%，被担保公司为浙江福士达集团有限公司（以下简称“浙江福士达”，兴合集团持股51%），担保期限截至2021年7月09日，公司采取反担保措施。截至2021年3月底，浙江福士达资产总额为44.70亿元，所有者权益为10.52亿元，2020年实现营业收入62.93亿元，净利润为0.07亿元，目前处于正常经营状态。

截至2021年3月底，公司合并口径内共获得各家商业银行授信额度59.64亿元，已使用授信额度为39.82亿元，尚未使用的授信额度19.82亿元。此外，公司能够获得股东兴合集团融资及担保资金支持，截至2021年3月底向兴合集团借款余额2.30亿元。整体看，公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司分析

母公司资产仍以其他应收款和长期股权投资为主，有息债务中短期债务占比高，存在一定短期偿债压力；2020 年母公司收入规模小幅增长，投资收益为母公司利润主要来源，盈利能力弱。

截至2020年底，母公司资产总额39.45亿元，较上年底变化不大。其中，流动资产23.72亿元(占60.13%)，非流动资产15.73亿元(占39.87%)。从构成看，流动资产主要由货币资金（占8.91%）、应收账款（占6.43%）和其他应收款（合计）（占83.41%）构成，其中其他应收款主要为关联企业往来占用款；非流动资产主要由可供出售金融资产（占8.90%）、长期股权投资（占70.59%）和固定资产（占14.72%）构成。

截至2020年底，母公司负债总额31.59亿元，较上年底增长2.59%。其中，流动负债29.14亿元（占92.24%），非流动负债2.45亿元（占7.76%）。从构成看，流动负债主要由短期借款（占34.73%）、应付票据（占16.31%）、应付账款（占15.22%）和其他应付款（合计）（占33.08%）构成；非流动负债主要由应付债券（占81.59%）和长期应付款（合计）（占18.41%）构成。母公司资产负债率为80.08%，较2019年底提高0.89个百分点。截至2020年底，母公司全部债务16.87亿元，以短期债务为主，存在一定短期偿债压力。截至2020年底，母公司所有者权益为7.86亿元，较上年底下降2.88%，主要系未分配利润下降所致，在所有者权益中，实收资本为5.00亿元（占63.63%）、盈余公积1.51亿元（占19.27%）。

盈利能力方面，2020年，母公司营业收入为12.23亿元，利润总额为0.26亿元。同期，母公司投资收益为0.68亿元。

现金流方面，2020年，公司母公司经营活动现金流净额为0.77亿元，投资活动现金流净额1.25亿元，筹资活动现金流净额-2.66亿元。

十、存续期内债券偿还能力分析

公司经营经营活动现金流量、经营活动现金流量净额和 EBITDA 对公司存续债券保障能力强。

截至2021年3月底，公司存续债券为“19浙新大MTN001”（期限3年，2亿元）。公司无一年内到期债券，2020年公司经营活动现金流入量、经营活动现金流量净额和EBITDA分别为存续债券余额的62.50倍、3.35倍和2.81倍保障能力强。

表25 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

项目	2020年
一年内到期债券余额	--
未来待偿债券本金峰值	2.00
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/未来待偿债券本金峰值	62.50
经营活动现金流净额/未来待偿债券本金峰值	3.35

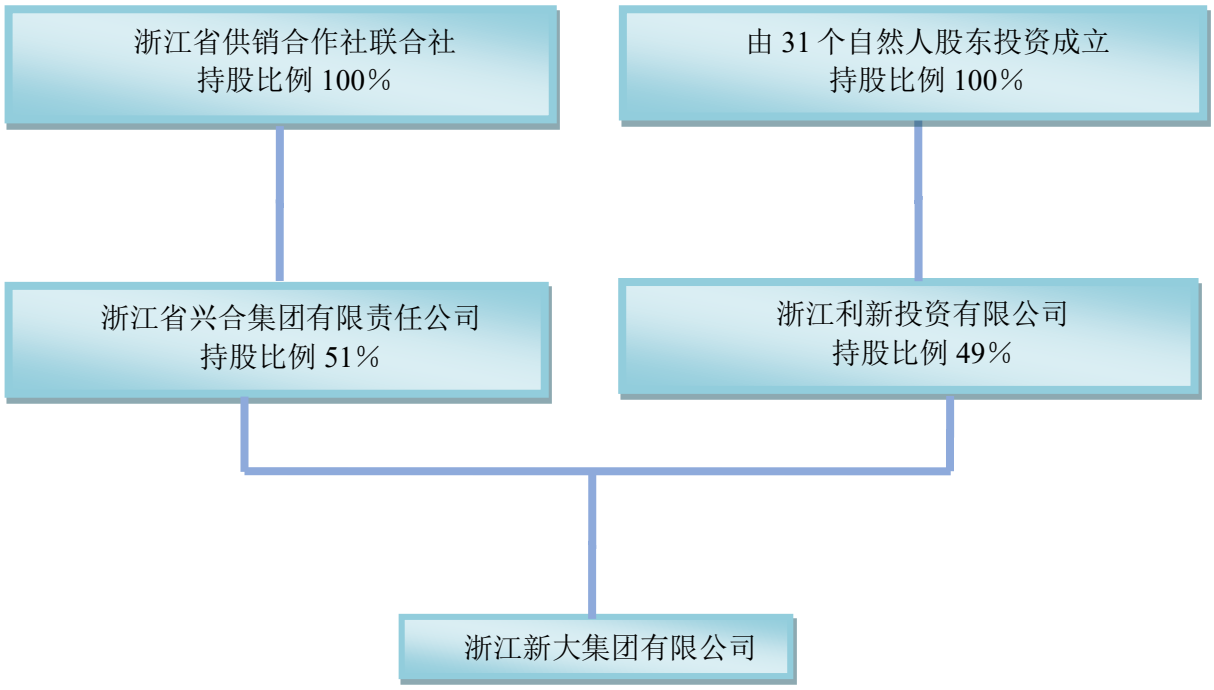
EBITDA/未来待偿债券本金峰值	2.81

资料来源：联合资信整理

十一、 结论

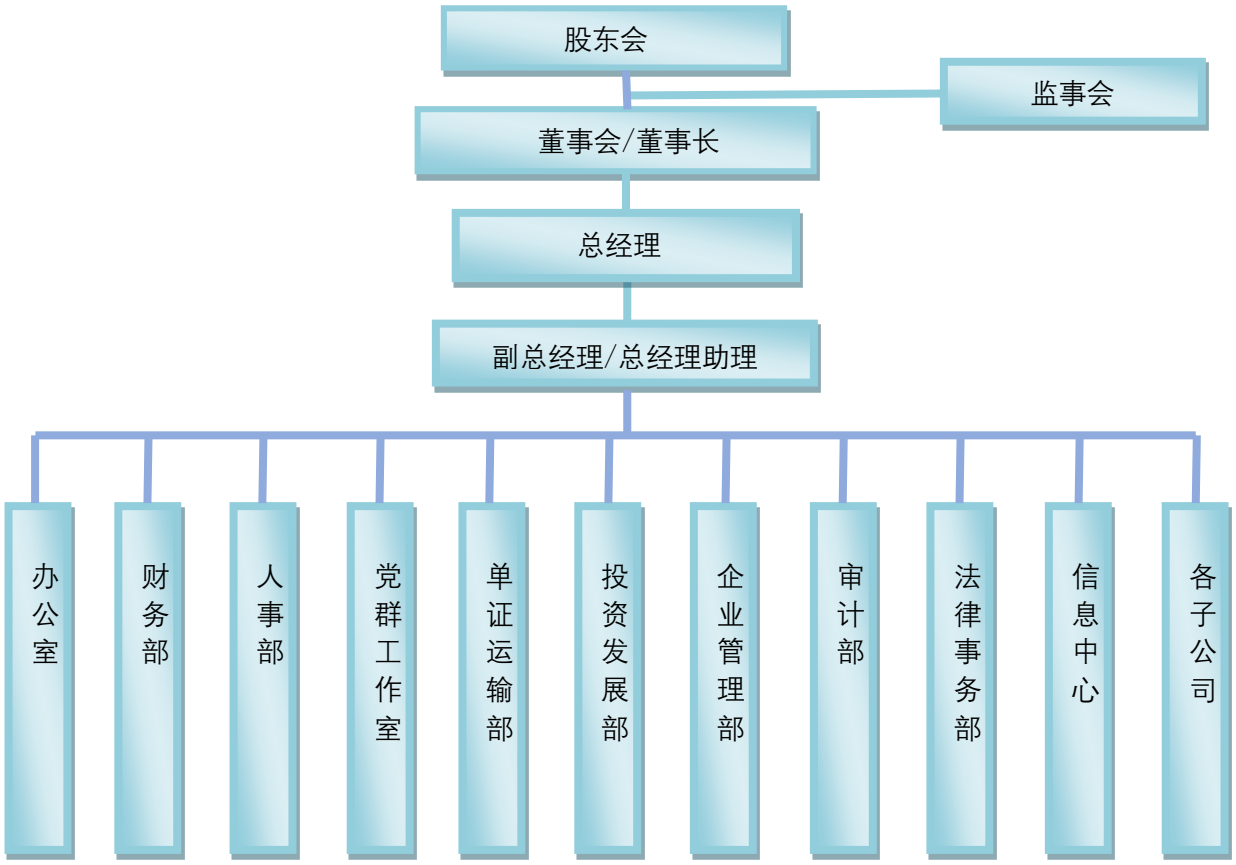
综合评估，联合资信确定维持公司主体长期信用等级为 AA，维持“19 浙新大 MTN001”的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

附件 1-1 截至 2021 年 3 月底公司股权结构图



资料来源：公司提供

附件 1-2 截至 2021 年 3 月底公司组织架构图



资料来源：公司提供

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	13.92	14.95	10.98	16.21
资产总额(亿元)	127.07	121.61	121.71	118.76
所有者权益(亿元)	36.31	36.30	34.58	34.15
短期债务(亿元)	40.22	37.69	39.87	43.97
长期债务(亿元)	3.19	5.27	6.74	6.54
全部债务(亿元)	43.41	42.95	46.61	50.51
营业总收入(亿元)	113.15	117.68	100.92	16.58
利润总额(亿元)	5.50	4.47	2.25	-0.37
EBITDA(亿元)	8.17	7.47	5.62	--
经营性净现金流(亿元)	8.43	9.52	6.70	0.16
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.99	7.35	6.01	--
存货周转次数(次)	2.27	2.63	2.29	--
总资产周转次数(次)	0.92	0.95	0.83	--
现金收入比(%)	122.38	103.29	107.49	118.47
营业利润率(%)	12.90	11.96	10.58	9.45
总资本收益率(%)	6.95	6.81	5.07	--
净资产收益率(%)	10.17	8.84	4.35	--
长期债务资本化比率(%)	8.08	12.67	16.30	16.07
全部债务资本化比率(%)	54.45	54.20	57.41	59.66
资产负债率(%)	71.43	70.16	71.59	71.24
流动比率(%)	120.50	123.85	122.69	121.40
速动比率(%)	74.64	75.83	72.01	66.76
经营现金流动负债比(%)	9.71	11.97	8.48	--
EBITDA 利息倍数(倍)	3.06	2.76	1.55	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.35	0.40	0.28	0.37

注：2021 年一季度财务报表未经审计；合并口径现金类资产中已扣除受限货币资金；2018—2020 年合并口径全部债务中包含其他应付款、长期应付款和其他非流动负债中的有息部分

资料来源：公司审计报告和公司提供，联合资信整理

附件 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年	2021 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	4.61	2.52	2.14	2.70
资产总额(亿元)	39.48	38.89	39.45	41.58
所有者权益(亿元)	9.22	8.09	7.86	7.78
短期债务(亿元)	16.27	13.81	14.87	16.64
长期债务(亿元)	0.00	2.00	2.00	2.00
全部债务(亿元)	16.27	15.81	16.87	18.64
营业总收入(亿元)	9.83	11.10	12.23	1.33
利润总额(亿元)	0.76	0.41	0.26	-0.08
EBITDA(亿元)	1.74	1.66	1.49	--
经营性净现金流(亿元)	3.58	2.91	0.77	0.11
财务指标				
销售债权周转次数(次)	17.97	8.50	8.04	--
存货周转次数(次)	103.08	43.59	41.32	--
总资产周转次数(次)	0.50	0.28	0.31	--
现金收入比(%)	98.51	91.65	98.24	138.18
营业利润率(%)	8.91	9.04	8.67	0.52
总资本收益率(%)	6.81	6.88	6.04	--
净资产收益率(%)	8.12	4.95	3.39	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	19.82	20.29	20.45
全部债务资本化比率(%)	63.82	66.15	68.23	70.55
资产负债率(%)	76.65	79.19	80.08	81.28
流动比率(%)	84.09	84.35	81.41	82.22
速动比率(%)	83.50	83.33	80.55	80.21
经营现金流动负债比(%)	12.25	10.29	2.63	--
EBITDA 利息倍数(倍)	1.77	1.33	1.21	--
全部债务/EBITDA(倍)	0.28	0.18	0.14	0.16

注：2021 年一季度财务报表未经审计

资料来源：公司审计报告和公司提供，联合资信整理

附件 3 主要财务指标的计算公式

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

注：现金类资产=货币资金+交易性金融资产+应收票据

短期债务=短期借款+交易性金融负债+一年内到期的非流动负债+应付票据

长期债务=长期借款+应付债券

全部债务=短期债务+长期债务

EBITDA=利润总额+费用化利息支出+固定资产折旧+摊销

利息支出=资本化利息支出+费用化利息支出

企业执行新会计准则后，所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4-1 主体长期信用等级设置及其含义

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

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

附件 4-2 中长期债券信用等级设置及其含义

联合资信中长期债券信用等级设置及含义同主体长期信用等级。

附件 4-3 评级展望设置及其含义

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

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

权利与免责声明

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

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

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

4. 联合资信保留对评级结果予以调整、更新、终止与撤销的权利。

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

6. 任何使用者使用本报告均视为同意本权利与相关免责条款。