

信用等级公告

联合〔2019〕2542号

联合资信评估有限公司通过对浙江新大集团有限公司主体长期信用状况及其拟发行的 2019 年度第一期中期票据信用状况进行综合分析和评估，确定浙江新大集团有限公司主体长期信用等级为 AA，浙江新大集团有限公司 2019 年度第一期中期票据的信用等级为 AA，评级展望为稳定。

特此公告

联合资信评估有限公司
二〇一九年八月二十二日



浙江新大集团有限公司

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

评级结果：

主体长期信用等级：AA

本期中期票据信用等级：AA

评级展望：稳定

债项概况：

本期中期票据发行规模：2 亿元

本期中期票据期限：3 年

偿还方式：按年付息，到期一次还本

募集资金用途：用于偿还借款

评级时间：2019 年 8 月 22 日

本次评级使用的评级方法、模型：

名称	版本
贸易企业信用评级方法	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	评价要素	评价结果
经营风险	C	经营环境	3
		基础素质	2
		企业管理	2
		经营分析	3
财务风险	F2	资产质量	3
		资本结构	3
		盈利能力	2
		现金流量	2
		偿债能力	2
调整因素和理由			调整子级
公司股东实力强，在资金和担保方面持续对公司提供支持			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，目前形成了集进出口贸易、国内贸易、房地产开发、金融投资等业务为一体的多元化产业格局。联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）对公司的评级反映了其在股东支持力度大、纺织品及羽绒制品出口行业地位、经营规模、工贸一体化、销售渠道等多方面具备的竞争优势；公司服装及床上用品已形成了集原材料采购、加工、纺纱、印染、生产、国际贸易为一体的产业链。同时，联合资信也关注到宏观经济波动、贸易行业竞争激烈、房地产市场调控以及公司债务负担偏重等因素对公司整体信用水平带来的不利影响。

公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

未来，公司计划继续做强做大外贸主业，积极推进国内贸易，逐步培育进口业务，同时加大房地产去化力度，适度开展金融投资等多元化业务。公司内贸业务盈利能力较强，未来随着新品种增加、产业链的拓展，该业务有望成为公司新的利润增长点。联合资信对公司的评级展望为稳定。

基于对公司主体长期信用状况以及本期中期票据偿还能力的综合评估，联合资信认为，公司主体偿债风险很小，本期中期票据的偿还能力很强，违约风险很低。

优势

1. 公司为浙江省供销社下属企业，自改制以来，公司逐步形成工贸结合，以进出口贸易、国内贸易为主，房地产开发、金融投资等多元化经营并重的综合性大型企业。公司内贸业务盈利能力较强；房地产板块收入稳定，对公司传统贸易主业形成良好支撑。
2. 公司控股股东浙江省兴合集团有限责任公司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。近年来，公司持续获得股东在资金和担保等多方面的支持，股东支持力度大。

分析师：徐 璨 邢霖雪

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

- 公司拥有多年出口贸易从业经验，纺织品及羽绒制品等外贸业务在经营规模、工贸一体化、销售渠道等多方面均具备显著优势；服装及床上用品已形成集原材料采购、加工、纺纱、印染、生产、国际贸易为一体的产业链，为公司拓展、稳定渠道客户，可持续发展提供了较大的竞争优势。
- 公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

关注

- 公司房地产项目均地处中国三、四线城市，其销售进程、价格易受调控政策及当地房地产市场供应量影响，可能对公司整体盈利稳定性和资产流动性产生一定负面影响。
- 公司债务负担偏重，短期债务占比很高，债务结构有待改善，流动资产中以开发成本为主的存货占比大，存在一定短期偿付压力。
- 截至 2019 年 3 月底，公司小额贷款业务逾期贷款 0.49 亿元，逾期率为 11.90%，存在一定坏账风险。
- 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，权益稳定性偏弱。

主要财务数据:

合并口径				
项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
现金类资产(亿元)	13.02	11.28	12.23	11.53
资产总额(亿元)	108.01	119.03	127.07	123.83
所有者权益(亿元)	35.13	36.40	36.60	35.32
短期债务(亿元)	40.92	43.67	42.87	42.30
长期债务(亿元)	3.80	1.51	3.19	2.82
全部债务(亿元)	44.72	45.17	46.06	45.12
营业总收入(亿元)	101.01	112.02	113.15	17.13
利润总额(亿元)	5.02	4.49	4.55	-0.22
EBITDA(亿元)	8.56	8.01	7.35	--
经营性净现金流(亿元)	9.58	3.83	8.43	1.88
营业利润率(%)	14.52	12.53	12.90	9.23
净资产收益率(%)	10.21	8.55	8.29	--
资产负债率(%)	67.47	69.42	71.20	71.48
全部债务资本化比率(%)	56.00	55.38	55.73	56.09
流动比率(%)	121.46	119.60	120.90	120.21
经营现金流负债比(%)	13.96	4.77	9.75	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.08	2.12	2.60	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.23	5.64	6.27	--

公司本部(母公司)

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额(亿元)	37.08	36.81	39.48	35.42
所有者权益(亿元)	8.62	8.64	9.22	8.14
全部债务(亿元)	15.46	16.90	18.72	13.85
营业总收入(亿元)	8.70	9.99	9.83	2.19
利润总额(亿元)	0.90	0.81	0.73	-0.08
资产负债率(%)	76.75	76.51	76.65	77.02
全部债务资本化比率(%)	64.21	66.16	67.00	62.98
流动比率(%)	92.27	78.00	84.09	76.95
经营现金流负债比(%)	3.09	4.65	12.53	--

注:公司2019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;合并口径全部债务中包含其他应付款、其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的有息部分

主体评级历史:

信用等级	评级展望	评级时间	项目小组	评级方法/模型	评级报告
AA	稳定	2018/10/17	徐臻 郭察理	贸易行业企业主体信用评级方法(2017年) 贸易行业企业信用评级模型(2016年)	--
AA	稳定	2017/8/24	徐臻 郭察理	贸易行业企业信用分析要点(2013年) 贸易行业企业信用评级模型(2016年)	--
AA	稳定	2016/7/22	徐臻 刘嘉敏	贸易行业企业信用分析要点(2013年) 贸易行业企业信用评级模型(2016年)	--

注:2019年8月1日之前的评级方法和评级模型均无版本号



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、本次信用评级结果的有效期为本期债项的存续期；根据跟踪评级的结论，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

2019 年度第一期中期票据信用评级报告

一、主体概况

浙江新大集团有限公司（以下简称“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，1981年1月经浙江省人民政府批准成立中国土产畜产进出口公司浙江省分公司，两块牌子一套班子，内外贸业务同时运作。2002年经省政府和省供销社批复同意，上述两家公司进行整体改制，成立浙江新大集团有限公司，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，其中浙江省兴合集团有限责任公司（以下简称“兴合集团”）持股51.00%，浙江新大集团有限公司工会（持股会）持股28.67%，自然人股东占股比20.33%。

后经多次股权变更及增资，五证合一后，截至2019年3月底，公司注册资本人民币50000.00万元（社会统一信用代码：91330000142912144P），其中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，该公司受让原浙江新大集团有限公司工会（持股会）和各自自然人的全部股权。浙江省供销合作社联合社持有兴合集团100%股权，为公司的实际控制人。

公司的经营范围为：纺织品、服装、针棉织品、土畜产品(不含食品)、日用百货、五金交电、化工产品(不含危险品)、鞋、化肥、地毯、工艺美术品、机电设备、金属材料、包装材料、仪器仪表、通信设备(不含无线设备)的销售，物业管理，仓储服务，实业投资；经营

进出口业务。

截至2019年3月底，公司本部设有办公室、人事部、财务部、企管审计部、信息中心、单证运输部、投资发展部7个职能部门；公司拥有24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2018年底，公司资产总额127.07亿元，所有者权益36.60亿元（其中少数股东权益24.96亿元）；2018年，公司实现营业收入113.15亿元，利润总额4.55亿元。

截至2019年3月底，公司资产总额123.83亿元，所有者权益35.32亿元（其中少数股东权益24.67亿元）；2019年1-3月，公司实现营业收入17.13亿元，利润总额-0.22亿元。

公司注册地：杭州市江晖路1888号；法定代表人：张汝和。

二、本期中期票据概况

1. 本期中期票据概况

公司拟于2019年注册中期票据额度4亿元；本期拟发行2019年度第一期中期票据（以下简称“本期中期票据”），发行额度2亿元，期限3年，偿还方式为按年付息，到期一次还本。

本期中期票据无担保。

2. 本期中期票据募集资金用途

本期中期票据拟募集资金2亿元，全部用于偿还借款。

三、宏观经济和政策环境

2018年，随着全球贸易保护主义抬头和部分发达国家货币政策趋紧，以及地缘政治紧张带来的不利影响，全球经济增长动力有所减弱，复苏进程整体有所放缓，区域分化更加明显。在日益复杂的国际政治经济环境下，中国经济

增长面临的下行压力有所加大。2018年，中国继续实施积极的财政政策和稳健中性的货币政策，经济运行仍保持在合理区间，经济结构继续优化，质量效益稳步提升。2018年，中国国内生产总值（GDP）90.0万亿元，同比实际增长6.6%，较2017年小幅回落0.2个百分点，实现了6.5%左右的预期目标，增速连续16个季度运行在6.4%—7.0%区间，经济运行的稳定性和韧性明显增强；西部地区经济增速持续引领全国，区域经济发展有所分化；物价水平温和上涨，居民消费价格指数（CPI）涨幅总体稳定，工业生产者出厂价格指数（PPI）与工业生产者购进价格指数（PPIRM）涨幅均有回落；就业形势总体良好；固定资产投资增速略有回落，居民消费平稳较快增长，进出口增幅放缓。

积极的财政政策聚焦减税降费和推动地方政府债券发行，为经济稳定增长创造了良好条件。2018年，中国一般公共预算收入和支出分别为18.3万亿元和22.1万亿元，收入同比增幅（6.2%）低于支出同比增幅（8.7%），财政赤字3.8万亿元，较2017年同期（3.1万亿元）继续增加。财政收入保持平稳较快增长，财政支出对重点领域改革和实体经济发展的支持力度持续增强；继续通过大规模减税降费减轻企业负担，支持实体经济发展；推动地方政府债券发行，加强债务风险防范；进一步规范PPP模式发展，PPP项目落地率继续提高。稳健中性的货币政策加大逆周期调节力度，保持市场流动性合理充裕。2018年，央行合理安排货币政策工具搭配和操作节奏，加强前瞻性预调微调，市场利率呈小幅波动下行走势；M1、M2增速有所回落；社会融资规模增速继续下降，其中，人民币贷款仍是主要融资方式，且占全部社会融资规模增量的比重（81.4%）较2017年明显增加；人民币汇率有所回落，外汇储备规模小幅减少。

三大产业增加值同比增速均较上年有所回落，但整体保持平稳增长，产业结构继续改善。2018年，中国农业生产形势较为稳定；工

业生产运行总体平稳，在深入推进供给侧结构性改革、推动产业转型升级的背景下，工业新动能发展显著加快，工业企业利润保持较快增长；服务业保持较快增长，新动能发展壮大，第三产业对GDP增长的贡献率（59.7%）较2017年（59.6%）略有上升，仍是拉动经济增长的主要力量。

固定资产投资增速略有回落。2018年，全国固定资产投资（不含农户）63.6万亿元，同比增长5.9%，增速较2017年下降1.3个百分点，主要受基础设施建设投资增速大幅下降影响。其中，民间投资（39.4万亿元）同比增长8.7%，增速较2017年（6.0%）有所增加，主要受益于2018年以来相关部门通过持续减税降费、简化行政许可与提高审批服务水平、降低企业融资成本等措施，并不断鼓励民间资本参与PPP项目、引导民间资本投资和制造业转型升级相结合等多种方式，使民间投资活力得到一定程度的释放。具体来看，全国房地产开发投资12.0万亿元，同比增长9.5%，增速较2017年（7.0%）加快2.5个百分点，全年呈现平稳走势；受金融强监管、地方政府性债务风险管控不断强化的影响，全国基础设施建设投资（不含电力、热力、燃气及水生产和供应业）14.5万亿元，同比增长3.8%，增速较2017年大幅下降15.2个百分点；制造业投资增速（9.5%）持续提高，主要受高技术制造业投资、制造业技术改造投资以及装备制造业投资的带动。

居民消费总量持续扩大，消费结构不断优化升级。2018年，全国社会消费品零售总额38.10万亿元，同比增长9.0%，增速较2017年回落1.2个百分点，扣除价格因素实际增长6.9%。2018年，全国居民人均可支配收入28228元，同比名义增长8.7%，扣除价格因素实际增长6.5%，增幅较2017年回落0.82个百分点。具体来看，生活日常类消费如日用品类、粮油食品、饮料烟酒类，服装鞋帽、针、纺织品类消费仍保持较快增长；升级类消费品如家用电器和音像器材类、通讯器材类消费持续增长，汽车消

费中高端汽车及新能源汽车销量占比提高；旅游、文化、信息等服务类消费较快增长；网络销售继续保持高增长态势。

进出口增幅明显放缓，贸易顺差持续收窄。2018年，国际环境错综复杂，金融市场、大宗商品价格剧烈波动、全球贸易保护主义及单边主义盛行，国内长期积累的结构性矛盾不断凸显。2018年，中国货物贸易进出口总值30.5万亿元，同比增加9.7%，增速较2017年下降4.5个百分点。具体来看，出口和进口总值分别为16.4万亿元和14.1万亿元，同比增速分别为7.1%和12.9%，较2017年均有所下降。贸易顺差2.3万亿元，较2017年有所减少。从贸易方式来看，2018年，一般贸易进出口占中国进出口总额的比重（57.8%）较2017年提高1.4个百分点。从国别来看，2018年，中国对前三大贸易伙伴欧盟、美国和东盟进出口分别增长7.9%、5.7%和11.2%，对“一带一路”沿线国家合计进出口8.37万亿元，同比增长13.3%，中国与“一带一路”沿线国家的贸易合作潜力持续释放，成为拉动中国外贸增长的新动力。从产品结构来看，机电产品、传统劳动密集型产品仍为出口主力，进口方面仍以能源、原材料为主。

2019年一季度，受贸易保护主义倾向抬头和地缘政治等因素影响，全球经济增长动能继续减弱，经济复苏压力加大。在此背景下，中国积极的财政政策继续加力增效，稳健的货币政策加强逆周期调节，保证了市场流动性合理充裕。2019年一季度，中国经济展现出较强的韧性，延续了近年来平稳增长的态势，国内生产总值(GDP)21.3万亿元，同比实际增长6.4%，增速与上季度持平，较上年同期有所下降；物价水平温和上涨；PPI、PPIRM企稳回升；就业形势总体稳定。从三大产业来看，农业生产略有放缓；工业生产总体平稳，工业企业利润增速有所回落；服务业增速也有所放缓，但仍是拉动GDP增长的主要力量。从三大需求来看，固定资产投资增速环比回升、同比有所回落。其中，房地产投资增速环比和同比均有所提高；

基础设施建设投资增速企稳回升，但较上年同期仍明显回落；制造业投资增速环比明显下降，同比仍有所上升。居民消费环比有所回升，同比有所回落。进出口增速明显放缓。

展望2019年，国际贸易紧张局势或将继续升温、英国脱欧的不确定性增加、部分国家民族主义兴起及地缘政治等因素将进一步抑制世界经济复苏进程。在此背景下，中国将实施积极的财政政策和稳健的货币政策，通过合理扩大有效投资、推动消费稳定增长、促进外贸稳中提质为“稳增长”提供重要支撑，同时通过深化供给侧结构性改革和重点领域改革、培育壮大新动能、继续打好三大攻坚战等推动经济高质量发展，2019年中国经济运行仍将保持在合理区间。具体来看，固定资产投资增速有望持续企稳，其中，基础设施建设投资将发挥逆周期调节作用，基础设施补短板力度将有所加大，投资增速有望持续企稳回升；制造业中转型升级产业、高新技术制造业、装备制造业投资等将继续保持较快增速，为制造业投资增长提供重要支撑，但受当前企业利润增速有所放缓、出口不确定性较强等不利因素的影响，制造业投资仍有继续回落的可能；中国城镇化进程的持续以及2019年以来房地产市场的有所回温有利于房地产开发投资的增长，但房地产调控和房地产金融政策的基调没有发生变化，在“房住不炒”的定位下房地产投资增速将保持相对稳定。在一系列促消费以及个税改革政策的实施背景下，中国居民消费将持续扩容和升级，居民消费将保持平稳增长，但外部需求放缓及中美贸易摩擦可能会对国内就业和居民收入增长带来不利影响，对居民消费的增长可能会产生一定程度的抑制。外贸方面，受全球经济增速放缓、地缘政治风险扰动等不利因素影响，外部需求或将持续弱化，出口增长受到制约，同时去产能、结构升级等也可能造成相关产品进口增速的下降，中国进出口增速仍大概率回落。总体来看，考虑到制造业投资增速以及进出口增速或将继续放缓，未来经济

增速或将有所回落，预计2019年中国GDP增速在6.3%左右。

四、行业及区域经济环境

1. 贸易

(1) 国际贸易

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。但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，对国际贸易形势基本面构成一定负面影响。2017年以来，一系列稳增长调结构政策措施继续发挥作用，国内外贸发展的内生动力更趋强劲，延续稳定向好走势。随着世界经济温和复苏，“一带一路”政策稳步推进，2018年上半年，国际大宗商品价格同比增长，国内整体经济稳中向好，上述因素共同推动中国进出口贸易总额持续增长，2018年下半年开始，随着贸易摩擦逐步升级，全球经济复苏有所放缓，大宗商品等国内经济数据逐步走弱。海关统计数据显示，2018年全年中国外贸进出口总值30.51万亿元人民币，同比增长9.7%。其中，出口16.42万亿元，增长7.1%；进口14.09万亿元，增长12.9%；贸易顺差2.33万亿元，收窄18.3%。

2017年6月，中国外贸出口先导指数结束连续8个月的上升首次出现下滑，截至2017年底中国外贸出口先导指数为41.10%，较上月回落0.70个百分点，进入2018年以来，中国外贸出口先导指数逐月下滑至2018年4月底的41.00%，表明2018年中国出口仍面临一定压力。总体看，中国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。2018年，中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，国际贸易形势随之进一步恶化。受到

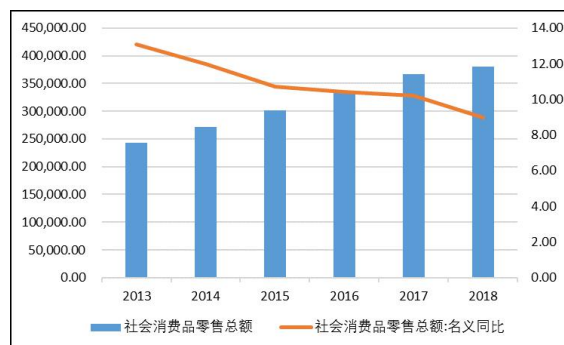
国际需求增速放缓和国内成本上升等因素制约，中国的贸易环境不容乐观。此外，人民币汇率波动加剧，中小企业经营困难增多，中国外贸出口增长空间受到抑制，上述因素都将给中国外贸进出口保持平稳较快增长带来严峻挑战。

(2) 国内贸易

近年来，中国经济规模保持不断扩大的态势，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，2018年中国社会消费品零售总额380986.85亿元，名义口径同比增长8.98%。2019年1-3月，中国社会消费品零售总额97790亿元，同比增长8.3%，增速较上年同期回落1.5个百分点。

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

受宏观经济影响，国内商品市场震荡回落

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。进入 2018 年，根据中国物流与采购联合会发布的数据，前三季度国内商品市场强势运行，其中文华商品指数一度达到 2014 年以来新高，大宗期货成为国内表现最好的一类资产。然而 2018 年四季度，随着国内经济数据的全面走弱，强势运行的商品期货也开始了一轮快速下跌。2018 年 12 月，大宗商品供应指数连续两个月回落，收至 98.9%，较上月回落 0.7 个百分点；销售指数止跌反弹至 97.0%，较上月微幅回升 0.2 个百分点，呈现出供应增速继续回落，终端需求低迷，库存增速减缓，商品价格降幅扩大等特点。

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。

外部贸易环境日趋复杂

目前，全球贸易保护趋势有所增长，在施加关税壁垒影响的同时，国家间的非关税壁垒作用日渐凸显。中国加入世贸组织以来，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。多年来，中国连续成为全球反倾销调查的重点对象，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。受全球贸易摩擦加剧等因素影响，世贸组织预计，2019 年全球贸易量增速将由 2018 年的 3.9% 回落至 3.7%，连续两年下滑。

中美贸易摩擦升级

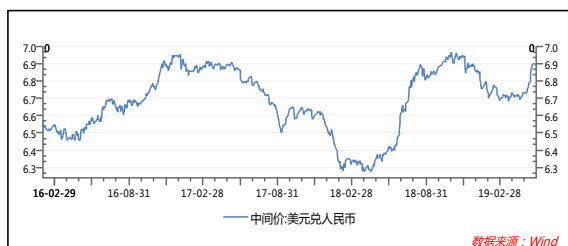
2018 年以来，中美在贸易领域的摩擦逐步升级。2018 年 3 月 22 日，美国宣布将对中国进口的商品进行大规模征收关税，并于 2018 年 3 月 9 日正式发布关税法令，分别对进口钢铁和铝征收 25% 和 10% 的关税；6 月 15 日，美国政府发布加征关税的商品清单；9 月 17 日，美国政府宣布将于 9 月 24 日起对约 2000 亿美元的中国产品加征关税，税率为 10%，并将在 2019 年 1 月 1 日起上升至 25%。针对美国采取的上述加征关税措施，中国商务部陆续出台了一系列促进外贸发展的政策措施，积极应对中美贸易摩擦；2018 年 4 月 2 日，为平衡因美国对进口钢铁和铝产品加征关税给中国利益造成的损失，中国对自美进口的 128 项产品加征 15% 或 25% 的关税；8 月 3 日，中国国务院关税税则委员会决定对原产于美国的 5207 个税目约 600 亿美元商品，加征 25%、20%、10%、5% 不等的关税。经历多轮磋商，2018 年 12 月，中美双方暂时同意就防止贸易战升级达成一致。2019 年 5 月 10 日，美国正式将对 2000 亿美元中国进口商品关税征收率从 10% 提高到 25%。国务院关税税则委员会随即决定自 2019 年 6 月 1 日起，对已实施加征关税的 600 亿美元清单美国商品中的部分，提高加征关税税率，分别实施 25%、20% 或 10% 加征关税，对之前加征 5% 关税的税目商品，仍继续加征 5% 关税。

2018 年中国对美进出口合计 4.18 万亿元，同比增长 5.7%，延续了增长态势。总体来看，尽管目前国内对美出口整体未受明显影响，但随着政策缓冲期失效及贸易双方抢出口效应释放完毕，贸易摩擦的影响可能逐步显现。

人民币汇率风险不断加大

2016年以来,从基本面来看,市场普遍预期短期内中美利差收窄、中期内中国通胀率显著高于美国以及长期中国投资回报率的快速下降,美元兑人民币汇率延续贬值趋势,2016年,美元兑人民币汇率由年初的6.5032元/美元跌至年底的6.9370元/美元。2017年以来外汇监管力度趋于放松,美元兑人民币汇率止跌回升,呈双向波动趋势,2017年底汇率收于6.5342元/美元,回归至2015年底汇率水平。2018年1月,受暂停逆周期因子等因素的影响,人民币汇率持续走弱;2018年2-5月,人民币汇率走势平稳,市场预期稳定,人民币兑美元汇率在6.25元/美元至6.45元/美元区间震荡;2018年6-8月,受美国升级贸易制裁措施、美元指数走强等外部环境变化影响,人民币汇率快速贬值,截至2018年7月17日为6.6821元/美元。2018年下半年,受贸易摩擦暂时缓和,市场情绪乐观影响,人民币短暂升值,2019年2月底达到低点6.6901元/美元附近,随后2019年3月起人民币汇率启动新一轮贬值,截至2019年5月27日中间价为6.8924元/美元,逼近红线水平。

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

总体看,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动扩大,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。在当前中国经济下行压力加大背景下,考虑到对美贸易为中国创造大量就业机会,中国对美国在关键技术进口以及融资上仍存在一定的依赖,若外需扩

张受到冲击,将对中国贸易形势及国内经济产生复杂影响,必须谨慎积极应对。

(4) 行业政策

近年来,国务院发布《关于加快培育外贸竞争新优势的若干意见》、《关于促进外贸回稳向好的若干意见》等政策,提出了加强财税金融支持、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方面具体措施。

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。2018年底,中国已与130多个国家和国际组织签署了共建“一带一路”合作协议。同时,中国在自由贸易区建设方面持续发力,已与25个国家和地区达成了17个自贸协定,自贸伙伴遍及欧洲、亚洲、大洋洲、南美洲和非洲。政府积极培育外贸新业态新模式,目前跨境电商综合试验区总数达到35个,市场采购贸易方式试点达到14个,外贸综合服务企业发展政策不断完善。

2018年以来,中国多次降低进口关税,关税总水平由2017年的9.8%降至7.5%,平均降幅达23%,为企业减负从而保持外贸稳定增长。

目前,中国在积极应对外贸环境严峻挑战的同时,逐步推进自由贸易园区战略和“一带一路”建设,未来有望成为中国外贸新常态的方向和长期驱动因素。此外,随着国务院出台的一系列促进外贸发展政策的落实,切实为企业减负助力,完善营商环境,政策效应待进一步显现。

(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，贸易保护主义抬头等因素对对外贸易的未来发展在一定程度上起到了制约作用。

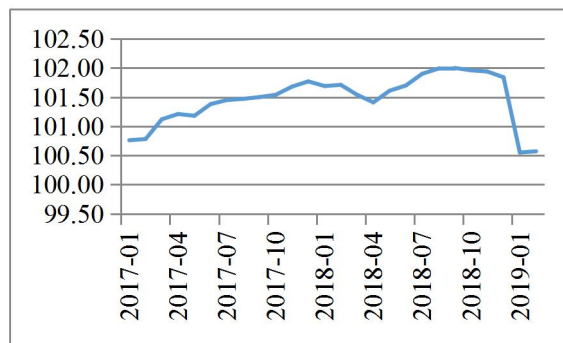
从行业参与者来看，随着贸易行业竞争的日益剧烈，贸易行业的发展趋势要求贸易企业由简单中间商向综合服务商转型。贸易企业通过提供物流、仓储、信息等综合服务获得新的生存支点，服务链的延伸成为未来的发展趋势，在新的竞争格局下资金实力雄厚、业务规模大、专业性强、管理水平高的公司在提供综合服务方面更具有优势，而中小贸易企业则由于综合服务能力的欠缺而制约其未来的发展。

2. 房地产行业

(1) 房地产开发行业概况

延续2017年以来房地产市场的严控形势，2018年各地调控政策密集出台，不断完善限购、限贷政策。2018年3月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策：调整土地供应结构，热点城市加大保障类住房供应，因地制宜推进棚改货币化安置等。总的来看，此次政策调控有别于以往，周期更长、范围更广、手段更灵活，地产成交继续降温，市场预期出现转变。

图3 2017年以来国房景气指数（频率：月）



资料来源：Wind 资讯

房地产投资开发方面，2018年，在施工节奏加快的影响下，建安成本的增长带动房地产开发投资额仍保持增长态势，全年房地产开发投资12.03万亿元，同比增长9.50%，增速较上年增加2.50个百分点；其中住宅投资8.52万亿元，同比增长13.40%，增速较上年增加4.00个百分点，住宅投资仍占房地产开发投资较大比重。施工方面，全国房屋新开工面积20.93亿平方米，同比增长17.20%，其中住宅新开工面积15.34亿平方米，同比增长19.70%。全国房屋施工面积82.23亿平方米，同比增长5.20%；其中住宅施工面积为57.00亿平方米，同比增长6.30%。总体看，2018年房企开工意愿明显增强，施工进度有所加快，全国房地产开发投资仍保持较快增长。

房地产销售方面，2018年全年商品房销售面积为17.17亿平方米，同比增长1.30%，增速较上年下降6.40个百分点；共实现销售额15.00万亿元，同比增长12.20%，增速较上年下降1.50个百分点。价格方面，根据中国房地产指数系统对100个城市的全样本调查数据显示，2018年百城住宅平均价格累计上涨5.09%，较2017年增速下降2.06个百分点，价格增速有所回落。整体看，2018年以来，在市场政策严控的影响下，商品房销售面积、销售额和销售价格均呈增速放缓的态势。房地产市场整体降温。

(2) 土地市场与信贷环境

2018年，全国各地区加大土地供应力度，

但随着房地产市场政策趋紧，房企拿地普遍持谨慎态度。2018 年，全国 300 个城市共推出用地 12.84 亿平方米，同比增长 20%，其中住宅用地共推出 5.05 亿平方米，同比增长 26.00%；土地成交量 10.55 亿平方米，同比增长 14.00%，其中住宅用地成交 3.89 亿平方米，同比增长 10.00%。进入 2018 年以来，土地出让政策频出，部分热点城市增加竞配建、竞自持等推地要求，加之房地产企业资金压力加大，企业拿地更趋理性，土地成交规模增速不及供地增速，土地流拍情况较 2017 年明显增加。价格方面，2018 年，全国 300 个城市土地出让金总额为 41773 亿元，同比增长 2.00%；300 个城市成交楼面均价为 2159 元/平方米，同比下跌 11.00%；平均溢价率为 13.00%，较 2017 年同期下降 16 个百分点。总体看，进入 2018 年以来，全国 300 个城市土地成交量仍呈增长态势，但土地流拍明显增多，土地成交楼面均价和溢价率均有所下降。

从地产开发资金到位情况来看，2018 年 1-9 月，房地产开发企业开发资金 12.19 万亿元，同比增长 7.80%，增速较 2017 年同期下降 0.20 个百分点。资金来源中，自筹资金和定金及预付款仍为主要来源方式，分别占资金来源的 33.31%和 33.03%，且两者的占比均进一步增长，分别增长 11.40 和 16.30 个百分点；国内贷款、利用外资和个人按揭贷款的占比均有所下降，分别占房地产开发资金来源的 14.80%、0.04%和 14.38%。

2018 年以来，证券投资基金业协会、证监会、银保监会等监管部门对房地产企业融资政策持续收紧，通道业务全面叫停，各类非标准化产品持续受到政策限制，资金难以流向房地产行业，银行对房地产企业的各类表内外融资也都纷纷收紧；债券市场上，房地产企业在交易所和银行间市场均存在较大发行难度，成功发行债券的主要以龙头企业为主；个人按揭贷款方面，各地区贷款利率均持续走高，贷款额度审批趋严，放款速度减缓，为房地产企业的

回款造成更大阻碍。在此情况下，房地产企业加快开发进度，加大推盘力度，促销售抓回款，以实现资金快速周转。进入 2018 年 10 月以来，金融市场上货币政策出现松动。11 月 15 日，国家发改委表示支持民营企业市场化融资，并将积极研究出台有利于民营企业通过债券市场开展市场化融资的政策措施，拓展民营企业融资渠道。还将配合金融管理部门实施民营企业债券融资支持计划和股权融资计划。此外，多个一二线热点城市部分银行房贷利率上浮幅度出现小幅回调，如北京、上海、武汉、杭州、广州等地，利率调整主要涉及首套房贷，贷款审批速度也有所加快。

总体看，虽然近期部分城市调控政策出现短暂松动迹象，财政金融定向“微调”，但在 7 月 31 日中央政治局会议强调“坚决遏制房价上涨”的基调下，政策大幅度宽松可能性不大，房企随着到期债务的增加和开发投资的持续投入，融资方面仍将维持较大压力，限制政策难以大幅松动。

（3）政策环境

2018 年 3 月，两会政府工作报告提出，要落实地方主体责任，继续实行差别化调控，促进房地产市场平稳健康发展；启动新的三年棚改攻坚计划，加大公租房保障力度；支持居民自住购房需求，培育住房租赁市场，发展共有产权住房。在相关政策的指导下，各地针对地方房地产行业情况制定了相应的调控政策，热点城市如海南、成都、西安、青岛、长沙、深圳等地的限购限售政策全面升级，部分三四线城市也出台了规范制度。

此后，2018 年 5 月，住建部发布《住房城乡建设部关于进一步做好房地产市场调控工作有关问题的通知》，其中提出 3-5 年内热点城市租赁住房、共有产权住房用地占新增住房用地供应 50%以上。2018 年上半年，各地已在持续推进租赁住房和政策性住房建设。租赁住房方面，国土部和住建部联合发函同意南京、杭州、合肥、厦门、武汉、广州等 11 个城市利

用集体建设用地建设租赁住房试点实施方案后，各地持续发力集体建设用地建设租赁住房，北京、上海、深圳、重庆、成都、郑州等城市相继加大租赁住房供应力度，并针对地区房地产市场情况，制定有针对性的引导政策。政策性支持住房方面，北京提出将限价房中可售住房销售限价与评估价比值不高于 85% 的，收购转化为共有产权住房，从供给端增加共有产权住房的规模。深圳着力构建长周期住房供应体系，明确商品房、人才住房和安居型商品房、租赁住房比例分别为 40%、40%、20%。上海大幅增加住房土地供应规模，增加政策性支持住房及租赁住宅的土地供应。广东提出在广州、深圳、珠海、佛山、茂名 5 市先行探索试点共有产权住房政策，试点时限为 1 年。

2018 年 6 月，国家开发银行将棚户区改造贷款审批权收回总行，住建部对于未来棚户区改造货币化安置提出了明确要求，即商品住房库存不足、房价上涨压力较大的地区，应有针对性的及时调整棚改安置政策，更多采取新建棚改安置房的方式。各地区要因地制宜推进棚改货币化安置，部分地区新项目不予专项贷款支持。棚户区改造货币化安置力度的减弱将一定程度上影响当地房地产市场需求及后续销售资金回流情况。

2018 年 7 月 31 日，中共中央政治局会议提出，坚决遏制房价上涨，加快建立促进房地产市场平稳健康发展长效机制，坚持因城施策，促进供求平衡，合理引导预期，整治市场秩序，确定了 2018 年下半年稳中求进的总基调。但同样在 2018 年下半年，部分地区调控政策迎来小幅放松：7 月太原宣布取消二手房限售，12 月菏泽取消新购房和二手房限售、降低预售资金监管额度，广州部分取消商住房销售对象限制，珠海金湾区和斗门区放松限购条件。在 2018 年 12 月 13 日召开的中共中央政治局工作会议中，并未针对房地产行业提出具体指示。

总体看，2018 年上半年，严格调控的政策力度明显增强，房地产行业呈降温态势，进入

下半年以来，部分城市调控政策出现短暂松动迹象，但各地调控政策仍以稳字为先。未来一段时期，政策大幅度宽松可能性不大，但各种“因城施策”微调出现频率或将升高，旨在维持各地区房地产市场的稳定发展，进一步推进土地供应结构与住房结构调整。

3. 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很强的关联性。2018 年，浙江全省生产总值（GDP）56197 亿元，位列全国第四，按可比价格计算，比上年增长 7.1%，增速高于全国 0.5 个百分点。分产业看，第一产业增加值 1967 亿元，增长 1.9%；第二产业增加值 23506 亿元，增长 6.7%；第三产业增加值 30724 亿元，增长 7.8%。三大产业增加值比例为 3.5:41.8:54.7。人均 GDP 为 98643 元，较上年增长 5.7%，按当年平均汇率折算，为 14907 美元。主要经济指标呈现平稳增长态势，增速快于全国。

从国内贸易来看，2018 年浙江省社会消费品零售总额 25008 亿元，比上年增长 9.0%。按经营地统计，城镇消费品零售额 20684 亿元，增长 8.6%；乡村消费品零售额 4324 亿元，增长 10.6%。按消费类型统计，商品零售额 22292 亿元，增长 8.5%；餐饮收入额 2716 亿元，增长 12.5%。农业方面，2018 年浙江省粮食总产量 599 万吨，比上年增长 3.3%。房地产方面，全年房地产开发投资比上年增长 20.9%，其中住宅增长 26.8%，商品房销售面积 9755 万平方米，增长 1.6%；商品房销售额 14090 亿元，增长 14.2%。

整体来看，浙江省社会消费需求旺盛，固定资产投资规模稳定增长，带动区域经济不断发展，总体竞争力持续提升，为公司提供良好的外部发展环境。

五、基础素质分析

1. 股权状况

截至2019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%。兴合集团的出资人及实际控制人为浙江省供销合作社联合社；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，该公司受让原浙江新大集团有限公司工会（持股会）和各自然人的全部股权。

总体看，公司控股股东为兴合集团，实际控制人为浙江省供销合作社联合社。

2. 股东支持

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，资产和利润规模占兴合集团合并口径的比重较大。近年来，兴合集团在资金方面不断给予公司支持。2016-2018，公司收到兴合集团提供的借款规模分别为1.35亿元、1.50亿元、2.30亿元，利率水平相对外部借款偏低。同时，兴合集团为公司直接融资提供担保的金额规模较大，合计金额4.80亿元。

总体看，公司可持续在多方面获得股东资金和担保支持，股东支持力度大。

3. 企业规模及竞争力

公司由浙江省畜产进出口公司和浙江省畜产品公司通过企业改制设立，自改制以来，公司逐步形成工贸结合，以进出口贸易、国内贸易为主，房地产开发、金融投资等多元化经营并重的综合性大型企业。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100多个国家和地区，2018年进出口规模为7.52亿美元，位列浙江省级外贸公司前三甲。公司连续多年荣获“中国家用纺织品出口十强企业”、“中国羽毛及羽绒制品出口十强企业”的称号，并列全国供销系统“百强企业”前十名。

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”），2018年上述6家子公司营业收入合计约占公司营业收入的70%。

春风集团是公司最重要的一级子公司，是公司收入的重要构成之一，主营针织毛衫、房地产、建筑工程三大板块，拥有46家成员企业，其中外贸公司10家、纺织服装厂9家、建筑施工企业2家、房地产项目公司5家、其他类型企业20家。纺织服装方面，春风集团于1999年开始尝试工贸一体化，目前已形成了从购买原料纺纱到成衣出口内销的全产业链，2018年出口额1.86亿美元。2018年春风集团实现营业收入35.74亿元，净利润0.67亿元。

三友集团主要经营商品包括羊绒系列、兔毛系列、驼绒、羊驼毛、裘皮、革皮系列以及各类绒毛类原料、纱线、毛衫、面料、服装、床上用品、各类羽绒制品、中空棉产品及衬衣、袜子等。目前三友集团拥有四家直属企业，数十家合作工厂，分属于纺纱、面料、针织、服装及裘皮、皮革等不同专业领域，形成了多系列的出口商品生产基地，已与世界多个国家和地区的商业社建立了良好的贸易往来。2018年三友集团实现营业收入15.18亿元，净利润0.87亿元。

华兴羽绒根植于中国著名羽绒集散地——杭州，拥有年产300多万条被子、30多万件羽绒服的生产能力。华兴羽绒被中国土畜商会羽毛羽绒分委会授予管理、质量双A级企业，是中国土畜商会羽毛羽绒分会副理事长成员单位。2018年华兴羽绒实现营业收入11.66亿元，净利润0.62亿元。

富春江织造主营针织服装、围巾、鞋帽等，销售针织原料、纺织品、服装及货物进出口，是一家综合性的外贸流通型企业。富春江织造为桐庐县的工业重点企业，并获得了杭州市出口企业“金龙奖”，产品远销美国、加拿大、英国等国家，与众多国际知名品牌厂商开展合作，合作品牌包括 Lane Bryant、Tomwolfe、Style&co.、Sisley、Calvin Klein、Juicy Couture、Marks&Spencer、Lacoste等。2018年富春江织造实现收入6.12亿元，净利润0.46亿元。

新大商贸主要经营土副食品、小家电、日用百货、饲料、化工原料（不含危险品及易制毒品）等的销售，主要代理伊利牛奶、百威啤酒、海天酱油、美的小家电、永字牌热水袋等知名品牌的商品，另经销塑料粒子、饲料、精细化工品等大宗物资。通过多年经营，新大商贸已经建立一个从大型超市、卖场到小型集市、专卖店、零售店铺畅通的零售终端网络。新大商贸为浙江省供销社联合社的50强企业之一。2018年新大商贸实现营业收入4.49亿元，净利润0.03亿元。

新大三源以进出口贸易为主业，并着力发展国内贸易。目前，新大三源拥有十多家控股子公司和多个服装生产基地，形成产供销一体化工贸结合企业。出口业务以服装为主。现已

与国内外诸多品牌的客户建立长期紧密的合作关系，成为了BURBERRY、INDITEX、UNIQLO、GAP、H&M、美特斯邦威、江南布衣、以纯等十多家品牌的供应商。同时，公司实施“走出去”战略，分别在柬埔寨和缅甸投资设立了服装加工企业，从2016年起相继试产、投产，提高了公司的接单能力和盈利能力。2018年新大三源实现营业收入7.65亿元，净利润0.16亿元。

公司系2002年改制成立的国有有限责任公司，改制后对部分二级子公司持股比例不足50%，但在其董事会成员中占有多数席位，并对其财务实行较为严格的把控，对其实行实际控制。

总体看，公司作为浙江省供销系统主营进出口贸易的公司，纺织品及羽绒制品出口规模相对较大，资源优势、渠道优势较为明显，竞争力较强。

表1 主要子公司财务情况（单位：%、亿元）

子公司	持股比例	2018年		2019年1-3月	
		收入	净利润	收入	净利润
春风集团	55.00	35.74	0.67	6.52	-0.24
三友集团	55.00	15.18	0.87	1.43	-0.05
华兴羽绒	36.42	11.66	0.62	3.38	0.16
富春江织造	40.00	6.12	0.46	0.78	-0.09
新大商贸	67.00	4.49	0.03	0.90	-0.02
新大三源	35.00	7.65	0.16	1.77	0.04

资料来源：公司提供

2019年1-3月，受针织服装、羽绒及羽绒制品销售季节性以及所得税预交时点的影响，部分子公司出现亏损。

表2 公司下属主要工厂生产情况

公司名称	主要产品	2018年产能	2018年实际产量	2018年产值
浙江春风集团有限公司	服装	505 万件	437万件	24347万元
浙江华兴羽绒制品有限公司	羽绒制品	950万件（或万套）	904万件（或万套）	97227万元
安徽华隼羽绒制品有限公司	羽绒	2500吨	1846吨	34758万元
桐庐富春江织造集团有限公司	针织服装	373万件	348万件	28360万元
浙江飞跃物流股份有限公司	废钢回收加工（废五金）	10万吨	7.36万吨	27922万元
三源(柬埔寨)制衣有限公司	西装、茄克、风衣等服装	200万件	174万件	7050万元

三源(缅甸)制衣有限公司	羽绒衣、棉衣等服装	100万件	98万件	3422万元
--------------	-----------	-------	------	--------

资料来源：公司提供

4. 工贸结合

公司通过工贸一体化，增强了综合竞争力。目前公司为NITORI、ZARA、H&M、CK、J.CREW、GERRY WEBER、AVIA、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。

目前公司大规模工业基地布点的投资高峰已过，公司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。2018年，春风集团、华兴羽绒以及华兴羽绒的子公司安徽华隼羽绒制品有限公司产能同比分别增长26.25%、14.60%和38.89%至505万件、950万件/套和2500吨，其余产品产能无变化。

总体看，公司已形成了服装及床上用品集原材料采购、加工、纺纱、印染、生产、国际贸易为一体的产业链，公司主要工厂产能不断扩大，产能利用率较高，工贸一体使得公司区别于其它以外贸转单为主的竞争对手，在国外需求整体低迷的行业背景下，公司较强的接单能力和质量保障为公司拓展、稳定渠道客户，可持续发展提供了较大的竞争优势。同时，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到，公司现有工厂人员工资水平持续上涨、招工难等问题给公司带来一定经营压力。

5. 人员素质

公司董事长张汝和先生，生于1965年，本科学历，经济师，曾任浙江省供销社组导处办事员、科员、副主任科员、副科长、浙江省供销社建设开发公司进出口部副经理、办公室主任、浙江省供销社办公室副科长、科长、主任。张汝和先生从2008年开始在公司任职，现任公

司董事长、党委书记。

公司总经理王吉元先生，生于1962年，工商管理硕士学位，高级理财师。曾任浙江供销学校办公室职员、办公室主任，浙江省供销社组导处副主任科员、副科长，兴合集团企管部科长、副部长、部长，经发部部长，现任公司董事、总经理。

截至2019年3月底，公司共有职工2750人。从学历构成来看，本科及本科学历以上占35.75%，专科学历占35.09%，高中及高中以下占29.16%；从年龄构看，30岁以下占35.35%，30-50岁占46.03%，50岁以上占18.62%。

总体看，公司高级管理人员行业工作背景丰富，大多具有多年的企业运作、管理实践经验；员工年龄结构合理，整体文化素质适宜，能够满足公司发展要求。

6. 企业信用记录

根据公司提供的企业信用报告，截至2019年7月23日，公司无未结清不良信贷记录。已结清的信贷记录中有2笔欠息，3笔关注类贸易融资，3笔关注类银行承兑汇票，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，上述欠息和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。

六、管理分析

1. 法人治理结构

公司为有限责任公司，实行独立核算、自主经营、自负盈亏的经营政策。公司设立股东会，股东会由全体股东组成，为公司的最高权力机构。股东会职权主要包括决定公司的经营方针、中长期发展计划和投资计划；决定重大投资、重大资产转让、出售等事项；选举和更换非由职工代表担任的董事、监事、决定有关董事、监事的报酬事项；审议批准公司的年度

财务预算方案、决算方案；审议批准公司的利润分配方案和弥补亏损方案；对发行公司债券作出决议等。

董事会由9位董事组成，董事会人员由股东会选举产生，任期3年。董事任期届满，可连选连任。董事会包括董事长1名，为公司法定代表人，副董事长1名，均由全体董事过半数选举产生。董事会职权主要包括决定公司的经营计划和投资方案；决定公司内部管理机构的设置；决定聘任或者解聘公司总经理，根据总经理的提名，聘任或者解聘公司副总经理、财务负责人，决定其报酬事项；制定《担保管理办法》，审议批准一切担保方案等。

公司设总经理1人，副总经理3人，由董事会决定聘任或者解聘。总经理职权主要包括组织实施公司年度经营计划和投资方案；主持公司的生产经营管理工作，组织实施董事会决议；提请聘任或解聘应由董事会聘任或者解聘以外的公司中层干部和其他管理人员等。

公司监事会由3名监事组成（包括1名职工代表），监事由全体股东选举产生，职工代表由公司职工通过职工代表大会、职工大会或者其他形式民主选举产生。公司设监事会主席1名，由全体监事会过半数选举产生。监事任期每届3年，任期届满可连选连任。董事、高级管理人员不得兼任监事。监事可以列席董事会会议，并对会议事项提出质询或者建议。

2. 管理水平

公司设立了较完善的内部控制制度，包括财务管理、内部审计、资金及担保管理、投融资管理、人事管理体系等制度。

财务管理方面，公司制定了《财务管理规定》，用于规范公司本部以及子公司的财务行为，发挥财务在公司经营管理和提高经济效益中的作用。制度明确了财务管理上实行机构、人员、制度、资金和核算等五大方面的统一管理，并对会计核算进行了严格的规定；财务部统一对外开设银行基本账户及一般账户。

资金管理方面，公司制定了《资金限额管理实施办法》，用于规范公司本部和成员企业权益资金、负债资金的使用，引导子公司注重自身资本积累，发挥内外负债资金的最大效益，借助市场化、信息化手段落实具体的资金使用约束监管措施。集团控股和相对控股35%以上、从事内外贸业务的一级子公司，其经营范围所需资金均实行限额管理模式。集团公司设内部银行结算中心，承担对子公司资金的存贷分户、对内对外资金收付、利息结算、内外融资及有关资金信息反映监督职能，调整优化子公司资金规模与结构。为了增强集团公司资金的调控能力，调节母子公司之间的资金余缺，压缩对外银行贷款减少利息资金的实际现金流出，集团公司以相对较高的内部存息来吸储成员企业的间歇富余资金，提高资金使用效率。子公司之间的资金融通，不论金额大小一律由集团董事长一支笔审批。财务部门负责公司的货币资金管理，出纳人员负责货币资金的保管。

投融资管理方面，公司投资发展部负责集团本级各类开拓性投资项目的综合管理，指导、检查集团成员企业各类开拓性投资活动，根据公司确定的投资方向和领域，寻找适合的具体项目或合作伙伴，并做出可行性研究分析。及时了解整个集团已投资项目的进展情况，收集、统计、整理投资项目的有关资料和数据，确保对已投资项目的管控到位。子公司如需对外投资，必须事先经子公司董事会、股东会审查同意，并报公司备案。

担保管理方面，公司制定了《担保管理实施办法》，用于规范集团公司的担保管理行为，强化企业信用管理，控制企业资产运营风险，促进集团公司和成员企业的对外筹资、融资能力。集团公司对外担保必须经股东大会或董事会的同意或经其授权，并明确规定子公司不得对集团外的企业、非法人单位、组织或个人提供任何形式的担保。担保管理坚持风险防范、规模控制、效益配比的原则。

内部审计方面，公司制定了《内部审计工

作条例》，用于规范集团公司审计行为和流程，监督、评价集团公司各部门及所属成员企业的财务收支、经济效益与经营活动的真实性、合法性和风险性。集团公司设立了独立的审计部门，配备专门的审计人员，对集团公司各部门及所属成员企业内部控制系统、财务收支、经营成果及有关经济活动等方面进行审计。

对子公司管理方面，公司制定了《关于对成员企业筹融资实行授信管理的实施办法》，用于完善集团和成员企业资金筹措和运用的管理模式。集团公司授信管理核心是将自上而下的资金供应和各企业的各种融资业务有机地归口管理，实行现款资金供应和银行融资担保相统一的授信管理模式。授信对象实行资格条件准入制度，并根据成员企业实际融资能力和对外担保能力状况适时调整授信品种和方式。公司负责一级子公司的统一授信、监控和管理，二级企业的授信信息建立和监督管理由一级子公司负责。

对子公司的管理方面，各成员企业财务受集团财务部与本公司双重领导，对财会业务上的重大问题须及时向集团公司汇报；各成员企业统一执行集团公司统一的会计政策，原则上执行集团公司制定的财务管理制度，财务报表编制制度、预算管理制度，成员公司也可根据自身业务特点和管理需要，参照集团公司的制度，单独制定相关的财务管理制度，但必须以集团公司制度为纲，并报集团财务部备案后方可执行。

人事管理方面，公司制定了《中层干部管理办法》，本部及一级成员企业领导班子人员归集团和所属公司股东会、董事会双重管理。一级成员企业中层及二级成员企业以下干部按分级管理原则，一级管理一级，分级管理。

总体来看，公司法人治理结构完善，内部管控制度完善，执行良好。

七、经营分析

1. 经营概况

公司集进出口贸易、国内贸易、房地产开发、金融投资等业务为一体，其中贸易主业突出，是主营业务收入的主要来源，近三年对主营业务收入贡献均在70%以上。2016-2018年，公司主营业务收入持续增长，分别为99.87亿元、110.57亿元和112.24亿元。2017年，在国际经济环境景气度持续低位运行下，公司纺织服装产能释放同时扩大畜产品出口规模，公司主营业务收入同比增长10.71%，其中出口、进口和内贸业务同比分别增长12.16%、50.00%和13.11%。2018年，受国际贸易环境不明朗及汇率波动影响，公司主营业务收入同比保持稳定，其中出口和进口业务同比分别下滑2.28%和16.08%，内贸业务在化工和食品副食品产品增长的带动下，同比增长5.23%至42.04亿元。近三年，公司房地产板块发展平稳，2018年实现收入25.87亿元，对收入形成良好支撑。

从主营业务毛利润情况看，2016-2018年，公司主营业务毛利润波动下降，贸易主业持续为毛利润主要来源，2018年，出口业务毛利润占比21.37%，内贸业务毛利润占比37.42%；进口业务毛利润贡献小。公司房地产业务发展稳健，成为公司毛利润的重要补充，近三年对公司毛利润的贡献波动增长，2018年占37.47%。

从主营业务毛利率情况看，公司近三年主营业务毛利率波动下降，2018年为13.20%；其中，出口方面，在中国传统优势弱化，要素成本上升，人民币汇率波动加大，国际贸易环境不明朗等因素综合影响下，2018年毛利率比减少1.83个百分点至8.13%；同期，进口业务毛利率同比减少0.35个百分点至1.26%；内贸业务受产品结构调整，毛利率同比增加0.82个百分点至13.19%。房地产方面，公司投资的房产项目主要集中在三、四线城市，受项目不同和区域内政策变化影响，近三年呈现波动，2018年为21.46%，同比增加2.92个百分点。

2019年1-3月,公司实现营业收入17.13亿元,同比增长10.30%,除房地产小幅下降外,其余业务均呈现不同程度增长;当期实现毛利润1.73亿元,同比增长7.45%,主要系出口业务收

入受益于人民币贬值影响呈现增长所致;公司主营业务毛利率为10.10%,同比下滑0.28个百分点,主要系内贸业务毛利率下滑0.44个百分点所致,其余业务变动不大。

表3 公司主营业务收入构成情况(单位:亿元、%)

项目	2016年		2017年		2018年		2019年1-3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务收入	99.87	100.00	110.57	100.00	112.24	100.00	17.13	100.00
出口	35.52	35.57	39.84	36.03	38.93	34.69	6.56	38.29
进口	3.40	3.41	5.10	4.61	4.28	3.81	1.83	10.68
内贸	35.32	35.37	39.95	36.13	42.04	37.46	7.50	43.79
房地产	25.08	25.11	25.05	22.65	25.87	23.50	0.73	4.24
其他	0.55	0.55	0.63	0.57	1.12	1.00	0.51	2.99
项目	2016年		2017年		2018年		2019年1-3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务毛利润	15.10	100.00	14.02	100.00	14.81	100.00	1.73	100.00
出口	4.03	26.68	3.97	28.30	3.17	21.37	0.67	38.78
进口	0.04	0.28	0.08	0.58	0.05	0.36	0.02	1.04
内贸	5.56	36.81	4.94	35.24	5.54	37.42	0.74	42.82
房地产	5.08	33.60	4.64	33.11	5.55	37.47	0.13	7.44
其他	0.40	2.63	0.39	2.76	0.50	3.38	0.17	9.92
项目	2016年		2017年		2018年		2019年1-3月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
主营业务毛利率	15.12		12.68		13.20		10.10	
出口	11.35		9.96		8.13		10.23	
进口	1.24		1.61		1.26		0.98	
内贸	15.74		12.37		13.19		9.87	
房地产	20.24		18.54		21.46		17.70	
其他	72.17		61.16		44.79		33.51	

资料来源:公司提供

注:公司2019年一季度主营业务收入构成以营业收入口径统计

(1) 进出口贸易

公司是兴合集团旗下主要的外贸集团企业,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39家。公司进出口商品以针织服装、羊绒制品、羽绒制品为主,涵盖化工原料及产品、畜产品、机电产品、箱包鞋帽、成套设备等上千个品种,出口北美洲、欧洲、亚太、中东、独联体等地,覆盖100多个国家和地区。近三年公司进出口贸易额受到国际经济形势变动影响而有所波动,2018年公司实现进出口额7.52亿美元,同比增长3.79%。公司进出口贸易以出口业务为主,

2018年公司出口额占进出口总额的87.90%,同比变化不大。

表4 公司进出口总额情况(单位:万美元)

项目	2016年	2017年	2018年
进口额	9017.00	11910.00	9094.00
出口额	54176.00	60533.00	66093.00
进出口额	63193.00	72443.00	75187.00

资料来源:公司提供

注:海关数据

纺织服装是公司第一大产品,作为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。公司自二十世纪开始实施工贸结合，生产基地、生产工艺日臻完善，秉承着“大工业、大品牌、大客户”战略，公司纺织服装国际竞争实力较强，2018年获评“中国纺织服装出口十强企业”。目前，公司着力于增强生产自动化水平，改造提升生产设备，根据市场需求变化调整产品品种，并加强自营品牌建设，使之成为公司新的利润增长点。

公司纺织服装类产品（包含羽绒类制品）基本采用以销定产的模式（30%为外协生产），目前与世界一百多个国家和地区建立了贸易往来，常年保持着稳定业务关系的国外客户约1500家。公司通常采取L/C、D/P、T/T三种形式进行结算。对于客户资质，公司对客户逾期记录、中信保给予的信用额度变动、市场发展状况进行常年综合审查，确定各客户的信用等级。为降低收汇风险，公司全部业务均投出口信用保险，目前享有国家给予的50%保险费率补贴。

近年来，国内生产要素成本提升、传统的外贸模式竞争力逐步消失，劳动密集型产业向低成本地区转移趋势明显，2016-2018年，公司纺织服装出口额分别为25.14亿元、26.94亿元和26.33亿元。公司近年来通过逐步改造工艺流程、采取“机器换人”策略、使用ERP等管理系统提升工作效率，同时成功吸收、培育了多家卫星工厂提高产能，增强整体接单能力。此外，公司推进产业转移，在浙江、安徽、江西、四川等地开办工厂，2013年公司在柬埔寨的制衣公司正式挂牌，2016年三源（缅甸）制衣有限公司开始试产，产业转移的逐步实施进一步降低公司产品的制造成本。

公司羽绒及羽绒制品主要由华兴羽绒负责运营。华兴羽绒自1999年改制以来，坚持工贸结合的发展道路，并拓展两端产业链，已经形成了集接单、设计打样、生产、销售为一体的经营模式。公司羽绒制品生产基地在国内属一流地位，产品主要直销日本各大超市，合作品牌包括NITORI、无印良品便利店超市、伊生养

化堂等，在日本羽绒床上用品的高端市场，公司的产品占了近60%的份额。公司是浙江省最大的羽绒床上用品生产出口商，羽绒制品历年被评为“中国羽毛及羽绒制品出口十强企业”，被中国食品土畜商会授予“中国高档羽绒”证明商标。

华兴羽绒原料采购采用定量订货法，即当库存下降到订货点时就发订货通知，在验货合格入仓后支付货款，有时也会根据行情预支部分购货款。生产时采取以销定产，生产部门根据订单及工艺要求进行生产。公司销售账期一般在30天，基本控制在90天以内，均投保出口信用保险。2012年中国禽流感爆发，对羽绒及羽绒制品行业形成一定冲击，华兴羽绒成功研制新型填充材料，其良好的保暖、透气功能较好的替代了传统材料，获得了客户的赞誉。2016-2018年，公司羽绒及羽绒制品出口额分别为6.25亿元、6.71亿元和6.68亿元。

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，主要经销品种为PU鞋、麻底鞋等鞋靴类产品，品种丰富，涵盖内容广，产品出口美国、加拿大、法国、德国、西班牙、意大利、南非、韩国、菲律宾等几十个国家和地区。近三年出口额不断下滑，主要系箱包鞋帽制造受行业加强环保治理力度影响，成本上升所致。

表5 公司主要出口产品出口额（单位：万元）

产品	2016年	2017年	2018年	2019年1-3月
纺织服装	251397	269429	263272	43295
羽绒及羽绒制品	62533	67098	66772	12755
箱包鞋帽	7159	5658	4633	1016
其他（含畜产品）	34099	56260	54663	8512
合计	355188	398445	389340	65578

资料来源：公司提供

注：海关数据

近年来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，2018

年实现出口额合计33.00亿元，占出口总额的86.84%；箱包鞋帽及其他（主要为肠衣、畜产品、钢材、机电产品）合计出口额5.93亿元，合计占比15.23%，其中其他产品中的医化产品、畜产品出口规模增长快，出口额合计3.82亿元。同期，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，占比较为均衡，但2018年以来受中美贸易摩擦影响，公司向美国出口额和比重均呈现下滑，欧盟和东南亚及其他地区呈现增长。

表6 公司主要出口市场分布情况（单位：亿美元、%）

地区	2018年			2017年	2016年
	出口额	同比增长率	占出口额比重	占出口额比重	占出口额比重
美国	15802.12	-1.58	23.91	26.52	27.24
日韩	13870.28	3.31	20.99	22.18	23.60
欧盟	18807.91	15.17	28.46	26.98	27.81
其他	17612.66	39.78	26.64	24.32	21.35
合计	66093.00	1.40	100.00	100.00	100.00

资料来源：公司提供

2016-2018年，公司进口贸易收入及利润对公司整体业务贡献不大。公司进口贸易产品主要包括化工产品、纺织产品、再生资源和其他（畜产品）；其中化工产品和再生资源为代销模式，盈利能力较弱，但利润空间相对稳定；纺织产品为公司出口纺织服装的原料采购，其经营规模随公司出口需求而有所波动。2018年公司实现进口额0.91亿美元，同比下降23.64%，其中化工产品及畜产品下降明显；纺织品和再生资源呈现小幅增长。

表7 公司进口产品构成（单位：万美元、%）

商品类别	2016年		2017年		2018年		进口地区
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
化工产品	2191	24.30	6312	53.00	3657	59.46	美国、德国、沙特
纺织制品	1185	13.14	1076	9.03	1118	6.39	日本、台湾、意大利
再生资源	4952	54.92	524	4.40	908	5.89	日本、韩国
其他（畜产品）	689	7.64	3998	33.57	3411	28.26	西班牙、匈牙利、香港
合计	9017	100.00	11910	100.00	9094	100.00	--

资料来源：公司提供

公司再生资源进口贸易主要由浙江飞跃物流有限公司（以下简称“飞跃物流”，公司持股39%）运营，公司于2012年6月收购该公司并将其纳入合并报表范围。飞跃物流持有《固体废物进口许可证》，经营再生资源进口业务，主要为进口废五金产品。2017年以来，受国家环保政策影响，限制国外垃圾进口规模，公司再生资源业务大幅下降。2018年，飞跃物流实现进口额908万美元，增长主要来自婴儿用品、洗涤用品等进口。

公司化工产品进口主要由春风集团及新大商贸负责经营，主要经销品种包括双酚A、乙二醇、聚乙烯塑料粒子。公司化工产品进口采取代销模式，规避了产品价格波动带来的风险。2012年以来，中国需求减弱、产品价格下滑，进一步拉低了该业务的毛利，公司主动缩减了业务量，2018年公司从美国进口的化工产品进一步下降，公司化工产品销售实行现款现货，一般客户需预收10~20%保证金、信用好的老客户会给予一定赊销，账期在90天以内。为控制风险，公司与多家公司保持合作关系，其中销售收入前五名为黄山天马新材料科技有限公司、宁波联成神通进出口有限公司、黄山正杰新材料有限公司、江苏中金玛泰医药包装有限公司、安徽善孚新材料科技股份有限公司，合计占比为25.03%，对单一客户的依赖程度较低。

公司纺织制品及其他（畜产品）进口业务主要是华兴羽绒及桐庐富春江织造集团有限公司负责运营，经销品种以短纤及纺织面料为主。公司该业务进口产品大部分用于加工再出口，公司通过比较中国及国际原料差价决定采购规模，因而近年来进口规模有所变动，2018年纺织制品及其他（畜产品）占比合计34.65%，同比下降，主要是其他（畜产品）进口规模的下降。其他（畜产品）主要销售给各生产加工单位，款项采用现款结算为主，在其他项中占比达到85.86%。

总体看，公司传统的出口型外贸工贸结合程度较高，产能充足，规模及渠道优势显著；

同时，国内生产要素成本不断提高、人民币双向波动及国际宏观形势变动可能给公司出口外贸主业造成不利影响。

（2）国内贸易

内贸业务为公司毛利润重要来源板块之一。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。2016-2018年，公司国内贸易收入不断增长，主要受食品副食品和化工产品增长所致。2017年，公司内贸业务实现收入39.95亿元，同比增长13.11%，主要来自化工产品的增长。2018年，化工产品持续增长，食品副食品受产品结构调整同比增长35.89%。近三年内贸板块毛利润小幅波动，2018年实现毛利润5.54亿元，同比增长12.15%，占主营业务毛利润的37.42%。毛利率方面，近三年公司内贸业务毛利率小幅波动，一方面系受新商业模式（电商、微商）冲击影响，另一方面系传统工业产品羽绒、服装等生产成本上升所致，2018年为13.19%，同比增加0.82个百分点。2019年1-3月，内贸业务实现收入7.51亿元，毛利率为9.87%。

公司钢材贸易主要由浙江新大骏宏集团有限公司（以下简称“新大骏宏”）和飞跃物流经营。新大骏宏作为公司钢材内贸的经营主体，与浙江省内建材公司保持了良好的合作关系。公司在鞍钢股份有限公司、江阴市华西高速线材有限公司、上海本钢国贸钢铁销售有限公司、浙江元立金属制品集团有限公司采购钢材后，根据市场购入价格加点后销售给客户，市场行情变动、基础设施与房地产建设投资力度对公司钢材内贸影响较大。公司钢材贸易采用以销

定购，销售合同与购进合同对接方式进行价格锁定，不存在价格波动风险。此外，飞跃物流也从事进口转内贸的再生资源贸易业务，即通过拆解、分选的流程，分解出铜、钢铁、铝、塑料等再生原料，销售给国内企业进行再次利用。再生资源进口、分解成本较低，相对于中国原料有一定价格优势。2017年以来，公司为应对市场风险主动收缩钢材贸易规模，采取稳健经营策略，2018年钢材贸易共实现收入6.96亿元，同比下降1.20%；2019年1-3月为1.47亿元，占公司内贸额的19.54%。公司目前主要客户包括江西铜业有限公司、浙江绿环实业有限公司、浙江天申铜业有限公司及鞍钢股份有限公司。联合资信关注到，再生资源进口业务规模受环境治理要求呈现收缩，未来再生资源公司将业务重心转移至为农服务方面，参与古村落改造、农房代建、田园综合体建设等业务。

公司化工贸易主要为自营模式，主要由春风集团和新大商贸负责运营。公司化工贸易的主要经销品种有双酚A、乙二醇、塑料粒子、苯乙烯、环氧氯丙烷等，主要销往上海、江苏、安徽、浙江等省市相关单位。化工贸易受经济环境影响大，价格波动受供需变化影响较明显，盈利空间也会随之波动；2016-2018，公司年化工产品内贸收入分别为11.40亿元、18.00亿元和18.56亿元，毛利润分别为2462.98万元、4262.01万元和4214.27万元。公司销售大部分采取现款现货方式，少数大客户存在赊账销售情况；采购结算大部分采取T/T现款或L/C从国外进口，或向国内厂家下订单现款进行订购。

表8 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	2016年		2017年		2018年		2019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	36211.00	10.25	20940.00	5.24	28371.93	6.75	5856.05	7.81
家用电器	12609.00	3.57	13473.00	3.37	11779.80	2.80	2403.19	3.20
钢材	100351.53	28.41	70396.00	17.62	69551.03	16.55	14656.78	19.54
化工产品	114035.52	32.29	179982.00	45.05	185630.04	44.15	33615.23	44.82
其他	89999.74	25.48	114711.00	28.71	125086.11	29.75	18475.07	24.63

合计	353206.79	100.00	399502.00	100.00	420418.91	100.00	75006.32	100.00
----	-----------	--------	-----------	--------	-----------	--------	----------	--------

资料来源：公司提供

注：其他产品主要包括纺织品、服装、农资及再生资源等

公司食品副食品主要由新大商贸（公司持股67.00%）负责经营。新大商贸前身为浙江省土副工业品有限公司，下属7家控股子公司。公司食品副食品主要采取经销模式，目前是伊利牛奶、海天酱油、百威啤酒、蜂之语等知名品牌的浙江省地区一级代理商。公司现款（或承兑汇票）在厂家提货，通过四季华联、华润、康城、五星等超市销售，同时支付厂商在卖场促销员的劳务费用，在商品销售后30天左右收到相应返点，返点比例根据商品的销售量决定。公司基本每日给零售卖场送货，大部分采取月结算，或周结算。

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。新大电器成立于2001年，主营小家电的批发业务，目前是美的牌风扇、电暖器、加湿器、家用空气净化器、微波炉、果蔬机；豆浆机、榨汁机、电磁炉、电压力锅、开水煲等系列产品的一级代理商。新大电器在杭州、嘉兴、金华等区域内，与苏宁电器、国美电器、五星电器、沃尔玛、麦德龙、华润万家等大型零售商及众多中小家电批发、零售企业共300多个网点建立了稳定的供货关系，并已形成集储存、配送、售后服务等配套的营销模式。近年来电子商务的发展对公司家用电器业务形成一定冲击，家用电器贸易额呈波动下降趋势。

近三年，公司内贸的食品副食品及家用电器返利水平整体呈下降态势，伊利牛奶返利水平波动增长，且伊利牛奶和百威啤酒返利水平仍较高。公司自2017年起退出加多宝饮料和九阳小家电代理业务，系受电商冲击影响，市场销售量难以达到厂商要求所致。2018年收入实现增长主要来自“现代牧业”牛奶和“海天”调味品。2016-2018年食品和副食品及家用电器占内贸业务比例分别为13.82%、8.61%和9.55%，呈现波动下降趋势。

表9 公司主要内贸代理产品获得返利情况

产品	2016年	2017年	2018年
美的小家电	7.82%	9.25%	6.80%
加多宝饮料	34.20%	退出代理	退出代理
伊利牛奶	17.50%	19.50%	21.10%
九阳小家电	6.83%	退出代理	退出代理
百威啤酒	41.20%	35.65%	34.90%

资料来源：公司提供

总体看，公司内贸业务是利润的重要来源。公司作为多种食品副食品、家电产品的省级一级代理商，与各大超市等终端销售渠道建立了稳定的合作关系，但随着电商的冲击，利润规模有所下滑；钢铁及化工产品内贸受环境波动影响大。

（3）房地产

房地产板块是公司重要的利润贡献板块之一，主要业务集中在潍坊三友房地产开发有限公司（持股比例100%）、四川春风房地产有限公司（持股比例97%）、衢州市新宏房地产开发有限公司（持股比例60%）及湖南春风房地产开发有限公司（持股比例90%）。2016-2018年，公司房地产业务分别实现收入25.08亿元、25.05亿元和25.87亿元，其毛利润分别占公司主营业务毛利润的比重为33.60%、33.11%和37.47%。近年来，随着部分城市房地产回暖及公司去库存策略影响，房地产板块收入与毛利润保持稳定较大规模。2016-2018年，公司房地产毛利率波动增长，其中2017年同比减少1.70个百分点至18.54%，主要系低毛利率项目（如香格里拉、龙山豪庭）销售收入占比上升、建筑成本上升等因素共同影响所致；2018年，三、四线城市回暖明显，毛利率同比增加2.92个百分点至21.46%。

2019年1-3月，公司房地产业务实现收入0.73亿元，同比小幅下降；毛利率为17.70%，同比减少1.76个百分点。

公司自2003年开始涉足房地产开发经营，具备房地产开发一级、二级、三级资质，近年来销售项目包括春风·玫瑰园、春风·紫金港、三友·翡翠城、三友·玫瑰园、新宏·香格里拉、新宏·华府、春风·江南府等。公司房地产开发产品全部为住宅项目，主要定位于刚需人群，均选址在三、四线城市，主要包括山东潍坊、四川南充、湖南邵阳、浙江衢州。

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，并控制房地产投资占公司总资产比重小于25%以内。

公司房地产项目均位于中国三、四线城市，利润空间不大，但近三年随着地产市场回暖，签约销售均价持续增长，2018年为5500元/平方米。2019年一季度，签约销售均价持续上升至5536元/平方米，主要来自春风·湖畔居、新友·上书房和新大·西塘里项目。2016-2018年，公司新增土地储备规模1.37亿元、12.45亿元和3.56亿元。

表 10 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	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 1-3 月
房屋竣工面积	44.36	40.12	22.07	--
房屋销售面积	43.84	48.08	56.87	5.22
新增土地储备	14.66	24.12	15.67	--
平均销售单价	5283	5300	5500	5536
实际销售额	25.43	25.48	31.28	2.89
当期投资开发额	13.53	21.52	20.39	3.09

资料来源: 公司提供

注: 表中实际销售额, 以签订销售合同为确认条件

截至2019年3月底, 公司在建及拟建房地产项目合计规划建筑面积261.79万平方米, 总投资额107.66亿元, 已投资83.66亿元。2019年剩余月份-2021年, 公司在建及拟建房地产项目分别计划投资9.64亿元、8.69亿元和2.62亿元; 若保持现有拿地及投资规模, 同时考虑公司经营获现能力, 公司存在一定融资压力。截至2019年3月底, 公司土地储备15.67万平方米, 位于山东临朐, 拿地价格3.56亿元, 土地款已付清, 预计2019年内开发。

表 11 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	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	2016 年签约额	2017 年签约额	2018 年签约额	2019 年 1-3 月签约额
春风·湖畔居	10.13	1.34	32.38	7145	9601	0	0	5684	3917
春风·紫金港	39.81	27.94	75.91	5131	143326	34762	43023	16446	1352
新大·鱼凫公园城	21.08	14.84	71.08	3998	59336	9969	18305	21283	9779
西湖春天	59.67	14.18	82.15	4365	61894	0	25979	32179	3736
三友·翡翠城	34.99	29.09	96.79	4821	140260	19508	44338	10074	29
虞河公馆	5.19	3.38	89.51	7801	26378	0	26182	182	14
新友·上书房	16.22	10.84	79.65	5680	61559	0	13343	45919	2297
新大·香格里拉	29.00	25.80	97.35	4114	106140	23000	26335	2607	98
新宏·蓝庭	12.23	4.27	77.36	13173	56215	0	0	53401	2814
新大·西塘里	7.40	1.89	86.27	12907	24502	0	0	20872	3630
龙山豪庭	15.84	7.12	58.43	6810	48513	12165	21238	5031	746
新大·蓝庭	10.23	7.18	98.36	14088	101183	0	0	100735	448
合计	261.79	147.87	--	--	838907	99404	218743	314413	28860

资料来源: 公司提供

注: 销售进度计算是以取得预售证可进行销售的面积为基数计算

表 12 截至 2019 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	规划建筑面积	总投资	截至 2019 年 3 月底已投资	未来投资计划			
					2019 年 4-12 月	2020 年	2021 年	2022 年
春风·湖畔居	四川南充	10.13	4.50	2.81	0.69	0.80	0.20	0.00
春风·紫金港	四川南充	39.81	16.00	13.10	1.53	1.10	0.27	0.00
新大·鱼凫公园城	四川叙永	21.08	7.00	5.83	0.87	0.30	0.00	0.00
西湖春天	湖南邵阳	59.67	15.00	8.31	0.69	1.50	1.50	1.50
三友·翡翠城	山东潍坊	34.99	12.00	11.22	0.37	0.26	0.15	0.00
虞河公馆	山东潍坊	5.19	1.85	1.12	0.33	0.40	0.00	0.00
新友·上书房	山东潍坊	16.22	5.50	3.92	1.19	0.39	0.00	0.00
新大·香格里拉	四川泸州	29.00	11.00	10.72	0.28	0.00	0.00	0.00
新宏·蓝庭	浙江衢州	12.23	10.00	4.7	2.20	2.80	0.30	0.00
新大·西塘里	浙江嘉善	7.40	4.81	3.49	0.92	0.40	0.00	0.00
龙山豪庭	浙江诸暨	15.84	11.00	10.76	0.10	0.14	0.00	0.00
新大·蓝庭	浙江嘉兴	10.23	9.00	7.68	0.47	0.60	0.20	0.05
合计	--	261.79	107.66	83.66	9.64	8.69	2.62	1.55

资料来源：公司提供

注：总投资额和已投资额均含土地款

总体看，公司在开展贸易主业的同时，以滚动开发的形式逐步、有控制地发展房地产业务。近三年，房地产板块受所在三、四线城市行业景气度回升和公司加强去库存政策影响，收入和毛利润保持稳定，对公司主营业务形成有益补充；同时考虑到其销售进程、价格易受调控政策及当地房地产市场供应量影响，可能对公司整体盈利稳定性和资产流动性产生一定负面影响。

（4）其他业务

公司于 2009 年成立了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 32.70%，表决权比例 54.55%）。富汇小额是经浙江省金融办批准的，以服务“三农”和小企业为宗旨的新型农村金融组织并通过浙江省金融办审批及于杭州市工商局备案登记的合法机构，在桐庐县范围内依法办理各项小额贷款、办理小企业发展、管理、财务等咨询业务及其他经批准的业务。富汇小额坚持服务“三农”和小企业的发展方向，按照“只贷不存、小额分散、规范经营、防范风险”的原则。在浙江省金融办的组织的 2012 年

度全省小额贷款公司综合考评中公司被评为 A+（优秀小额贷款公司标兵）。

近年来，为规避风险，公司主动收缩小额贷款业务规模。2016-2018 年，富汇小额分别实现收入 0.34 亿元、0.34 亿元和 0.35 亿元，实现利润总额 0.11 亿元、0.21 亿元和 0.25 亿元；截至 2019 年 3 月底，富汇小额管理资产规模 54614.70 万元，所有者权益 50737.00 万元，自富汇小额成立至今发生坏账金额 0.06 亿元。

截至 2019 年 3 月底，富汇小额贷款余额 4.11 亿元，其中个人贷款和垫款 2.69 亿元，企业贷款和垫款 1.41 亿元；风险拨备 0.64 亿元；按贷款性质分，其中保证贷款 2.99 亿元、抵押贷款 0.91 亿元（按 65% 抵押率进行抵押率）、质押贷款 0.21 亿元（按 50% 质押率进行质押率）。截至 2019 年 3 月底，富汇小额逾期金额 0.49 亿元，逾期率 11.90%，含逾期保证借款 0.36 亿元和逾期抵押借款 0.13 亿元（抵押物市值 0.21 亿元，覆盖倍数为 1.62 倍）；公司共计提贷款损失准备 0.15 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。公司近三年其他业务分别实现收入0.55亿元、0.63亿元和1.12亿元，在主营业务收入占比很小。

2. 经营效率

2016-2018年，公司销售债权周转次数、存货周转次数及总资产周转次数均有所波动。上述指标近三年加权平均值分别为8.21次、2.21次和0.94次；2018年分别为7.99次、2.27次和0.92次。总体来看，公司经营效率尚可。

3. 未来发展

未来，公司一是坚守主业，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，力求在化工中的医化产品、化工染料取得新突破，成为公司业务的增长点。

公司目前资本性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，总投资规模3.50亿元，资金来源全部为自筹，截至2019年3月底已投资1.94亿元，预计2019年剩余月份-2021年分别投资1.00亿元、0.50亿元和0.06亿元，未来投资压力较小。新大高档服装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。项目建成后将具备高档服装的设计、电子商务软件的研发与设计、电子商务、进出口信息管理等功能，是集设计、研发、生产、商务、信息管理于一体的现代化产业基地。预计项目将于2020年6月底建成运营，以自用为主。

表 13 截至 2019 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 2019 年 3 月底已投资	未来投资计划			预计投入运营时间
						2019 年 4-12 月	2020 年	2021 年	
新大高档服装电子商务软件产业基地	杭州市滨江区	17604	65000	35000	19446	10000	5000	554	2020 年 6 月

资料来源：公司提供

八、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2016—2018年财务报表已经中汇会计师事务所有限公司审计，均出具了标准无保留意见的审计结论；公司提供的2019年一季度财务报表未经审计。

从合并报表范围来看，2016年底公司合并范围较2015年底增加9家子公司，减少7家子公

司；2017年底公司合并范围较2016年底因同一或非同一控制下的企业合并增加子公司6家，因设立增加子公司10家，因出售股权或注销而减少子公司11家。2018年底，公司因新设立增加子公司8家，处置子公司2家。截至2019年3月底，公司合并范围较2018年底无变化，纳入合并范围的一级子公司24家。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2018年底,公司资产总额127.07亿元,所有者权益36.60亿元(其中少数股东权益24.96亿元);2018年,公司实现营业收入113.15亿元,利润总额4.55亿元。

截至2019年3月底,公司资产总额123.83亿元,所有者权益35.32亿元(其中少数股东权益24.67亿元);2019年1-3月,公司实现营业收入17.13亿元,利润总额-0.22亿元。

2. 资产质量

2016—2018年,公司资产规模稳步增长,年均复合增长8.46%,主要来自流动资产的增长;截至2018年底,公司资产总额127.07亿元,同比增长6.75%,其中流动资产占82.32%,资产构成以流动资产为主。

表 14 公司主要资产构成情况(单位:亿元、%)

科 目	2016 年		2017 年		2018 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
流动资产	83.32	77.14	96.05	80.70	104.60	82.32
货币资金	15.16	18.20	13.49	14.05	15.09	14.43
应收账款	12.31	14.77	12.32	12.83	14.06	13.44
其他应收款	8.12	9.74	15.92	16.58	23.76	22.71
存货	40.38	48.46	46.08	47.97	39.81	38.06
非流动资产	24.69	22.86	22.98	19.30	22.46	17.68
可供出售金融资产	5.60	22.67	6.20	27.00	4.86	21.65
固定资产	8.84	35.81	7.25	31.55	7.68	34.18
其他非流动资产	7.02	28.45	5.45	23.71	4.96	22.07
资产总额	108.01	100.00	119.03	100.00	127.07	100.00

资料来源:联合资信根据公司审计报告整理

流动资产

2016—2018年,公司流动资产稳步增长,年均复合增长12.04%,主要来自应收账款、预付款项和其他应收款的增长;截至2018年底,公司流动资产104.60亿元,同比增长8.90%。

2016—2018年,公司货币资金有所波动,三年分别为15.16亿元、13.49亿元和15.09亿元。从构成来看,截至2018年底,公司货币资金中银行存款占69.51%;其他货币资金占30.12%,主要为各类保证金和存出投资款等;剩余为库存现金。截至2018年底,公司使用受限的货币资金4.55亿元,受限比例为30.15%。

2016—2018年,公司应收账款逐年增长,年均复合增长6.90%,主要为应收贸易款。截至2018年底,公司应收账款期末余额14.06亿元,同比增长14.15%。公司按照账龄组合计提坏账准备的应收账款13.13亿元,其中账龄在1年以内的应收账款占93.52%,1~2年的应

收账款占3.59%,公司账龄较短。公司对应收账款累计计提坏账准备0.39亿元,计提比例为2.69%。截至2018年底,公司应收账款前五名占18.51%,集中度一般。

表 15 截至 2018 年底公司应收账款前五名情况
(单位:万元、%)

单位名称	期末余额	占应收账款比重
ACEDELIGHT INVESTMENTS	9740.75	6.93
VICUNIA AG GRINDELWALD	6000.19	4.27
按揭款	4228.50	3.01
浙江广茂建设有限公司	3122.25	2.22
REUNITED CLOTHING LLC	2937.51	2.09
合计	26029.20	18.51

资料来源:公司提供

2016—2018年,公司预付款项波动增长,三年分别为5.41亿元、4.52亿元和7.11亿元,主要为预付货款和预付工程款。截至2018年

底，公司预付款项同比增长57.23%；公司预付款项期末余额前五名合计占比为56.90%，集中度较高；从账龄看，账龄在1年以内的预付款占84.17%，1~2年的占7.13%，其余均为2年以上，整体账龄偏长。

表 16 截至 2018 年底公司预付款项前五名情况
(单位: 亿元、%)

单位名称	期末余额	占预付款项比重
中天建设集团有限公司	0.24	3.36
邵阳市泰安建筑工程有限公司	0.33	4.62
浙江九恒建设有限公司	0.38	5.34
嘉兴鑫远建设工程有限公司	1.44	20.25
浙江广茂建设有限公司	1.66	23.34
合计	4.05	56.90

资料来源：公司审计报告

公司其他应收款主要为关联方组合和应收出口退税款等，2016—2018年，其他应收款大幅增长，年均复合增长71.05%。截至2018年底，公司其他应收款同比增长49.19%至23.76亿元，主要系新增与关联方企业“土地参拍”款项挂账所致。公司按照组合计提坏账准备的其他应收款账面余额24.00亿元，其中按照账龄组合计提坏账准备的其他应收款4.46亿元，账龄在1年以内的占72.30%，整体账龄偏长。从构成上看，包括应收关联方款项11.17亿元，押金保证金4.58亿元等。其他应收款前五名客户占其他应收款余额的47.34%。公司共计提坏账准备0.28亿元，计提比例为1.15%。

表 17 2018 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	占比
湖州新宏房地产开发有限公司	6.31	往来款	26.27
临朐翰林府项目定金	2.03	购地意向金	8.45
出口退税款	1.31	退税款	5.45
绍兴绿邦房地产开发有限公司	1.02	往来款	4.24
沧州信联化工有限公司	0.70	往来款	2.93
合计	11.37	—	47.34

资料来源：公司提供

公司存货主要为房地产业务形成的开发成本。2016—2018年，公司存货有所波动，截至2018年底为39.81亿元，同比下降13.60%，系当期结转规模增长所致；构成上以开发成本（占52.31%）、开发产品（占22.77%）与库存商品（占12.03%）为主，房地产开发成本较大，且项目集中在三、四线城市，存在一定去化压力。截至2018年底，公司累计计提存货跌价准备0.15亿元，主要为库存商品和在产品的跌价准备，计提比例较低。

2016—2018年，公司其他流动资产快速增长，三年分别为0.37亿元、2.25亿元和3.00亿元。截至2018年底，公司其他流动资产构成主要为待抵扣进项税额（1.50亿元）和预缴税款（0.80亿元）。

非流动资产

2016—2018年，公司非流动资产小幅下降，年均复合下降4.61%。截至2018年底，公司非流动资产22.46亿元，同比下降2.23%，主要系可供出售金融资产的下降。从构成来看，公司非流动资产主要包括可供出售金融资产（占21.65%）、固定资产（占34.18%）和其他非流动资产（占22.07%）。

2016—2018年，公司可供出售金融资产波动下降，三年分别为5.60亿元、6.20亿元和4.86亿元。截至2018年底，公司可供出售金融资产主要包括按公允价值计量的可供出售权益工具（0.50亿元，主要为对海翔药业（002099.SZ）的投资）；按成本计量的可供出售权益工具（4.42亿元，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）；公司累计计提减值准备566.43万元。

2016—2018年，公司固定资产波动下降，三年分别为8.84亿元、7.25亿元和7.68亿元。截至2018年底，公司固定资产账面价值同比增长5.92%，系部分房屋及建筑物由在建工程转入所致；构成上以房屋建筑（占85.13%）和机器设备（占10.44%）为主；截至2018年底公司累计计提折旧5.35亿元，未计提减值准

备。

2016—2018年，公司在建工程稳定增长，截至2018年底为1.44亿元，同比增长6.09%，主要包括新大办公楼（0.99亿元）、三丰厂房及办公楼（0.28亿元）。

2016—2018年，公司无形资产小幅波动，截至2018年底为1.78亿元，同比增长4.79%，主要包括土地使用权账面原值2.05亿元，计提累计摊销0.35亿元，公司未对其计提减值准备。

2016—2018年，公司其他非流动资产快速下降，年均复合下降15.98%，截至2018年底为4.96亿元，同比下降8.97%，其他非流动资产中主要包括贷款（4.05亿元），主要为子公司富汇小贷发放的贷款及垫款，其中正常类贷款占67.12%，关注类贷款账面余额占29.92%，次级类和可疑类合计占2.96%。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701.22万元。富汇小贷的关注类及以下贷款占比较高，存在一定回收风险。

截至2018年底，公司使用受限的资产3.79亿元，占资产比重为2.98%，受限比例低。

截至2019年3月底，公司资产总额123.83亿元，较上年底减少2.55%，主要系货币资金、应收账款和其他应收款的减少。截至2019年3月底，公司货币资金下降至13.15亿元，其中使用受限的货币资金为3.33亿元，受限比例为25.32%；应收账款下降16.67%至11.72亿元，主要系纺织服装及羽绒制品业务季节性较为明显，出货期集中在下半年所致；其他应收款下降12.34%至20.83亿元，主要系应收关联方款项的下降；其余资产类科目变动不大。资产构成方面，公司流动资产占81.59%，仍以流动资产为主。

总体看，公司资产以流动资产为主，资产构成较为稳定。流动资产中，以开发成本为主的存货占比较高，存在一定去化压力；非流动资产中，可供出售金融资产、固定资

产及其他非流动资产占比较大，其他非流动资产中富汇小贷发放的贷款及垫款存在一定资金回收风险。整体看，公司资产质量较好。

3. 所有者权益和负债

所有者权益

2016—2018年，公司所有者权益小幅增长，年均复合增长2.06%。截至2018年底，公司所有者权益36.60亿元，同比较为稳定。所有者权益构成主要为实收资本（占13.66%）、未分配利润（占10.84%）和少数股东权益（占68.21%）。

截至2019年3月底，公司所有者权益35.32亿元（含少数股东权益24.67亿元），所有者权益构成较上年变动不大。

总体看，公司少数股东权益占比高，所有者权益稳定性偏弱。

负债

2016—2018年，公司负债规模稳步增长，年均复合增长11.42%。截至2018年底，公司负债总额90.47亿元，同比增长9.49%；公司负债结构中，流动负债占95.63%，以流动负债为主。

2016—2018年，公司流动负债不断增长，年均复合增长12.30%，其中2017年底同比增长17.07%，主要系短期借款和其他应付款中暂借款规模增长所致；截至2018年底，公司流动负债同比增长7.73%至86.52亿元，主要来自预收款项和其他应付款的增加；流动负债构成方面，主要包括短期借款（占33.78%）、应付账款（占13.83%）、预收款项（占13.98%）和其他应付款（占20.63%）。

2016—2018年，公司短期借款有所波动，三年分别为29.70亿元、32.23亿元和29.23亿元。截至2018年底，公司短期借款同比下降9.31%，主要系保证借款和信用借款的减少。公司短期借款主要包括保证借款（占54.96%）、抵押借款（占26.58%）和商业票据融资（占10.37%）。

2016—2018年，公司应付票据略有下降；

截至2018年底，公司应付票据为6.03亿元，同比下降1.76%，构成包括银行承兑汇票（占45.49%）和信用证（占54.51%）。

2016—2018年，公司应付账款波动下降，三年分别为13.75亿元、15.09亿元和11.96亿元。截至2018年底，公司应付账款同比下降20.74%，主要系公司上游企业资金紧张且羽绒等原材料价格上涨，为稳定上游客户及锁定原材料价格，公司主动缩短付款期所致。其中，账龄在1年以内的应付账款占89.39%，整体账龄较短。

2016—2018年，公司预收款项快速增长，年均复合增长率为101.08%。截至2018年底，预收款项为12.09亿元，同比增长98.14%，其中预收房地产销售款大幅增长至11.13亿元，其余主要包括出口贸易客户预付货款、材料款等，其中1年以内的占81.83%，1~2年的占17.45%，整体账龄较短。

2016—2018年，公司其他应付款快速增长，年均复合增长72.59%。截至2018年底，其他应付款为17.85亿元，同比增长54.27%，主要系暂借款规模增长所致；构成上包括押金保证金（1.90亿元）、暂借款（10.34亿元）其余为其他应付暂收款等，其中有息借款部分已计入有息债务核算；账龄在1年以内的占69.49%，1~3年的占23.29%，3年以上的占7.22%，整体账龄适中。

2016—2018年，公司一年内到期的非流动负债快速下降，年均复合下降27.13%。截至2018年底为2.66亿元，主要包括“长安·宁春风集团流动资金贷款单一资金信托”项目的信托贷款1.00亿元和“万向信托-（紫鑫41号）事务管理类单一资金信托”项目的项目贷款1.00亿元。

2016—2018年，公司非流动负债波动下降，三年分别为4.28亿元、2.32亿元和3.95亿元。截至2018年底，公司非流动负债同比增长70.17%，主要系公司新增长期借款和长期应付款所致，构成上主要包括长期借款（占

54.94%）和长期应付款（占43.52%）。

2016—2018年，公司长期借款快速增长。截至2018年底，公司长期借款2.17亿元，为新增以土地为抵押物的抵押借款1.50亿元用于房地产项目开发和新增保证借款0.67亿元。同期，公司长期应付款快速增长。截至2018年底为1.72亿元，包括远东融资租赁款1.02亿元（已计入有息债务核算）和拆迁补偿款0.69亿元。2016—2018年，公司其他非流动负债逐年下降，系信托贷款即将在一年内到期划入一年内到期的非流动负债核算所致。

表 18 公司有息债务情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
短期债务	40.92	43.67	42.87
长期债务	3.80	1.51	3.19
全部债务	44.72	45.17	46.06
长期债务资本化比率	9.76	3.97	8.03
全部债务资本化比率	56.00	55.38	55.73
资产负债率	67.47	69.42	71.20

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

有息债务方面，2016—2018年，公司全部债务小幅增长，年均复合增长1.50%，截至2018年底为46.06亿元，同比增长1.97%，以短期债务（占93.07%）为主。财务指标方面，2016—2018年，公司资产负债率三年持续增长，近三年加权平均值为69.92%，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率均波动下降，近三年加权平均值分别为55.68%和7.16%；截至2018年底，上述三项指标分别为71.20%、55.73%和8.03%。总体看，公司有息债务以短期债务为主，债务负担较重，债务结构有待改善。

截至2019年3月底，公司负债总额88.51亿元，较2018年底有所下降，构成仍以流动负债为主。流动负债中，公司短期借款较上年下降12.65%至25.53亿元；应付账款较2018年底下降至8.13亿元，主要系受淡旺季影响，一季度为货物采购淡季所致；预收款项大幅增长至19.61亿元，主要系房地产销售增

长带动；其他应付款较2018年底下降至15.75亿元，主要系关联方企业间往来款减少所致；非流动负债中，专项应付款增至1.58亿元，长期应付款降至42.00万元，主要系公司将原计入长期应付款的融资租赁款和拆迁补偿款调整至该科目计量所致；其他负债类科目变动不大。

有息债务方面，截至2019年3月底，公司债务总额为45.12亿元，较2018年底小幅下降2.06%，其中短期债务占93.76%，债务构成较上年底变动不大；资产负债率和全部债务资本化比率均较上年底小幅增长至71.48%和56.09%，长期债务资本化比率较上年底小幅下降至7.38%。

总体看，公司负债以流动负债为主，整体债务负担较重，短期债务占比很高，债务结构有待改善。

4. 盈利能力

2016—2018年，公司营业收入和营业成本均呈稳定增长趋势。2018年，公司实现营业收入113.15亿元，同比变动不大；同期，公司营业成本为97.66亿元，同比变动不大。2016—2018年，公司营业利润率波动下降，2018年为12.90%，同比增加0.38个百分点。

2016—2018年，公司期间费用波动下降，三年分别为9.83亿元、10.15亿元和9.65亿元。2018年，公司期间费用同比减少4.88%；期间费用占营业收入比重同比减少0.53个百分点至8.53%，期间费用控制能力尚可。

非经营性损益方面，2016—2018年，公司投资收益波动下降，分别为0.52亿元、0.64亿元和-0.13亿元，其中2018年投资收益为负主要系可供出售金融资产中公司确认投资收益-0.08亿元，其他投资收益确认-0.07亿元所致。同期，公司营业外收入和其他收益合计分别为0.29亿元、0.31亿元和0.28亿元，主要是政府补助及固定资产处置收益等；2018年公司资产减值损失0.47亿元，主要为坏账减值

损失0.28亿元和可供出售金融资产和长期股权投资减值损失0.07亿元。2016—2018年，公司利润总额波动下降，分别为5.02亿元、4.49亿元和4.55亿元，构成以主营业务利润为主。

从盈利指标看，2016—2018年，公司总资产收益率波动增长，净资产收益率逐年下降，上述两项指标近三年加权平均值分别为6.71%和8.75%，2018年分别为6.06%和8.29%，公司盈利能力好。

2019年1-3月，公司实现营业收入17.13亿元，同比增长10.30%；公司营业利润率为9.23%，较上年同期持平；公司期间费用占营业收入的比重为10.60%，较2018年全年增加2.07个百分点。2019年1-3月，公司投资收益和营业外收入分别为59.21万元和174.32万元，实现利润总额-0.22亿元，同比减亏。

表 19 公司盈利能力情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
营业总收入	101.01	112.02	113.15
期间费用	9.83	10.15	9.65
利润总额	5.02	4.49	4.55
营业利润率	14.52	12.53	12.90
总资产收益率	7.81	7.06	6.06
净资产收益率	10.21	8.55	8.29

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

总体看，近年来公司以贸易为主的经营主业收入逐年增长，非经常性损益有所波动，主业利润保持稳定。2019年一季度由于部分产品销售季节性以及所得税预交时点的影响，公司利润出现亏损，目前公司整体盈利能力好。

5. 现金流

经营活动方面，2016—2018年，公司经营活动现金流入量呈不断增长趋势，分别为125.05亿元、141.22亿元和154.68亿元，以销售商品、提供劳务收到的现金为主；同期，公司经营活动现金流出呈不断增长趋势，近三年分别为115.47亿元、137.38亿元和146.25

亿元，以购买商品、接受劳务支付的现金为主；公司收到其他与经营活动有关的现金主要为关联公司往来款及退回的银行票据保证金等，2018年为10.37亿元；公司支付其他与经营活动有关的现金主要是往来款项、运输、仓储付现费用及支付银行票据保证金等，2018年为19.16亿元。2016—2018年，公司经营产生的现金流量净额波动较大，三年分别为9.58亿元、3.83亿元和8.43亿元。收入实现质量方面，2016—2018年，公司现金收入比波动增长，分别为110.76%、109.08%和122.38%。

投资活动方面，2016—2018年，公司投资活动现金流入和流出规模均较小。2016—2018年，公司投资活动现金流入波动下降，分别为2.43亿元、2.48亿元和2.39亿元，其中2018年公司投资活动现金流入以收回投资收到的现金（2.03亿元）为主，收到其他与投资活动有关的现金（0.06亿元，主要为购买理财产品获得的收益）。2016—2018年，公司投资活动现金流出波动下降，分别为5.36亿元、3.57亿元和4.10亿元，其中2018年公司投资活动有关的现金现金流出以投资支付的现金（3.23亿元，主要为购买信托和理财产品的现金支出）为主。近三年，公司投资活动产生的现金流量净额分别为-2.93亿元、-1.09亿元和-1.71亿元。

筹资活动方面，2016—2018年，公司筹资活动现金流入波动下降，2018年为42.21亿元，主要为取得借款收到的现金；同期，筹资活动现金流出呈波动下降趋势，2018年为47.43亿元，以偿还债务支付的现金为主。近三年公司筹资活动产生的现金流量保持净流出，分别为-5.84亿元、-5.56亿元和-5.22亿元。

2019年1-3月，受益于地产销售回款增长，公司经营活动现金流量净额为1.88亿元，现金收入比增长至161.18%；同期，公司投资活动现金流量净额为-0.51亿元；公司筹资活动现金流量净额为-3.30亿元。

表 20 公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2016 年	2017 年	2018 年
经营活动现金流入量	125.05	141.22	154.68
经营活动现金流出量	115.47	137.38	146.25
经营活动现金净流量	9.58	3.83	8.43
现金收入比	110.76	109.08	122.38
投资活动现金净流量	-2.93	-1.09	-1.71
筹资活动现金净流量	-5.84	-5.56	-5.22

资料来源：联合资信根据公司审计报告整理

总体看，公司经营活动净流入波动增长，收入实现质量较好；投资活动现金净流出规模不大；筹资活动现金净流出规模维持较高水平，未来随着房地产项目的逐步开展，公司仍将存在一定融资需求。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司流动比率有所波动，近三年加权平均值和 2018 年底分别为 120.62%和 120.90%；近三年，公司速动比率分别为 62.60%、62.23%和 74.88%，受 2018 年存货规模下降影响，2018 年速动比率增长较为明显；2019 年 3 月底，上述两项指标分别为 120.21%和 69.70%。2016—2018 年，受经营活动现金流量净额波动较大影响，公司经营现金流动负债比呈波动下降趋势，分别为 13.96%、4.77%和 9.75%。公司短期债务占比高，且以开发成本为主的存货对公司资金占用明显，公司存在一定短期偿付压力。

从长期偿债能力指标看，2016—2018 年，公司 EBITDA 持续下降，分别为 8.56 亿元、8.01 亿元和 7.35 亿元；同期，公司全部债务/EBITDA 逐年增长，分别为 5.23 倍、5.64 倍和 6.27 倍；公司 EBITDA 利息倍数波动下降，分别为 2.08 倍、2.12 倍和 2.60 倍，公司长期偿债能力较强。

截至 2019 年 3 月底，公司（合并）对外担保 1.45 亿元，占当期净资产的 4.11%，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”），担保期限截至 2019 年

8月26日,公司采取反担保措施。截至2018年底,浙江福士达资产总额46.52亿元,所有者权益7.76亿元,2018年实现营业收入68.48亿元,净利润为0.29亿元,目前处于正常经营状态。公司对外担保比率较低,且被担保企业为公司股东兴合集团下属子公司,经营、财务、资信情况良好,代偿风险相对较小。

截至2019年3月底,公司合并口径内共获得各家商业银行授信额度50.17亿元,已使用授信额度为32.84亿元,尚未使用的授信额度17.33亿元。整体看,公司间接融资渠道畅通。

7. 母公司分析

截至2018年底,公司母公司资产总额39.48亿元,其中流动资产占62.25%,资产构成以流动资产为主。母公司流动资产中,货币资金4.60亿元,占18.73%,其中使用受限的货币资金1.94亿元,受限比例较高;其他应收款18.70亿元,占76.09%,主要为和子公司的往来款;母公司非流动资产14.90亿元,主要包括长期股权投资11.35亿元和可供出售金融资产1.74亿元。母公司负债合计30.26亿元,其中流动负债29.23亿元,占96.58%;母公司流动负债中,主要包括短期借款14.29亿元和其他应付款9.99亿元;非流动负债中主要为长期应付款1.02亿元;母公司资产负债率为76.65%。截至2018年底,母公司有息债务规模18.72亿元,全部为短期债务,全部债务资本化比率67.00%,债务负担重。截至2018年底,母公司所有者权益9.22亿元,其中实收资本5.00亿元,未分配利润1.97亿元。

盈利能力方面,2018年,母公司实现营业收入9.83亿元,主要为进出口贸易业务收入;期间费用合计1.49亿元,主要为财务费用(1.03亿元);非经常性损益方面,母公司2018年实现投资收益1.25亿元,获得其他收益和营业外收入合计0.05亿元。全年实现利

润总额0.73亿元。

现金流方面,2018年母公司经营活动现金流入量为17.12亿元,主要由销售商品、提供劳务收到的现金为主,经营活动现金流出13.46亿元,主要以购买商品、接受劳务支付的现金为主,收到和支付其他与经营活动有关的现金主要为收到或支付子公司和关联方企业的往来款项,分别为5.96亿元和2.37亿元;2018年母公司经营活动现金流量净额为3.66亿元。投资活动现金流量净额-0.50亿元,筹资活动现金流量净额-0.80亿元。

整体看,公司母公司资产以其他应收款和长期股权投资为主,有息债务全部为短期债务,存在一定短期偿债压力,投资收益为母公司利润主要来源。

九、本期中期票据偿债能力分析

1. 本期中期票据对公司现有债务的影响

公司本期拟发行中期票据额度为2亿元,占2019年3月底公司全部债务和长期债务的4.43%和70.92%,对公司现有债务有一定影响。

截至2019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71.48%、56.09%和7.38%。考虑到本期中期票据募集资金全部用于归还借款,公司实际债务指标将低于上述预测值。

2. 本期中期票据偿还能力分析

2016-2018年,公司经营活动现金流入量持续增长,分别为125.05亿元、141.22亿元和154.68亿元,分别为本期中期票据发行额度的62.53倍、70.61倍和77.34倍;公司经营活动产生的现金流量净额分别为9.58亿元、3.83亿元和8.43亿元,分别为本期中期票据发行额度的4.79倍、1.92倍和4.22倍。公司经营活动现金流量净额对本期中期票据覆盖程度强。

2016-2018年,公司EBITDA分别为8.56

亿元、8.01 亿元和 7.35 亿元，分别为本期中期票据的 4.28 倍、4.01 倍和 3.68 倍，对本期中期票据覆盖能力强。

总体来看，公司经营活动现金流量净额及 EBITDA 对本期中期票据保障能力强。

十、结论

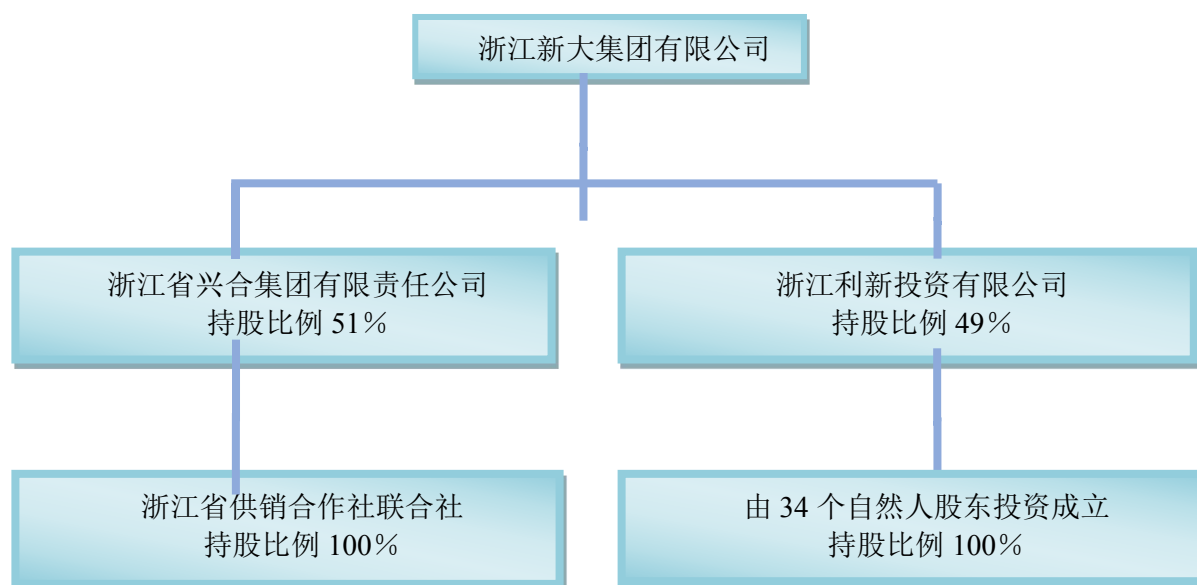
经过多年发展，公司已经成为浙江省供销系统内集进出口贸易、国内贸易、房地产开发、金融投资等业务为一体的多元化企业集团。

外贸方面，公司纺织品及羽绒制品出口规模较大，资源优势、渠道优势较为明显，竞争力较强。服装及床上用品已形成集原材料采购、加工、纺纱、印染、生产、国际贸易为一体的产业链，为公司拓展、稳定渠道客户，可持续发展提供了较大的竞争优势。内贸方面，作为多种食品副食品、家电产品的省级一级代理商，公司与各大超市等终端销售渠道建立了稳定的合作关系，但随着电商的冲击，利润有所下滑；钢铁及化工产品内贸受环境波动影响大。公司房地产项目定位明确，三四线城市受行业调控政策影响较大，公司持续存在去化压力。未来公司计划向产业链两端拓展，改进生产流程，降低生产成本，增加贸易品种，加强自主品牌建设，或成为公司新的利润增长点。

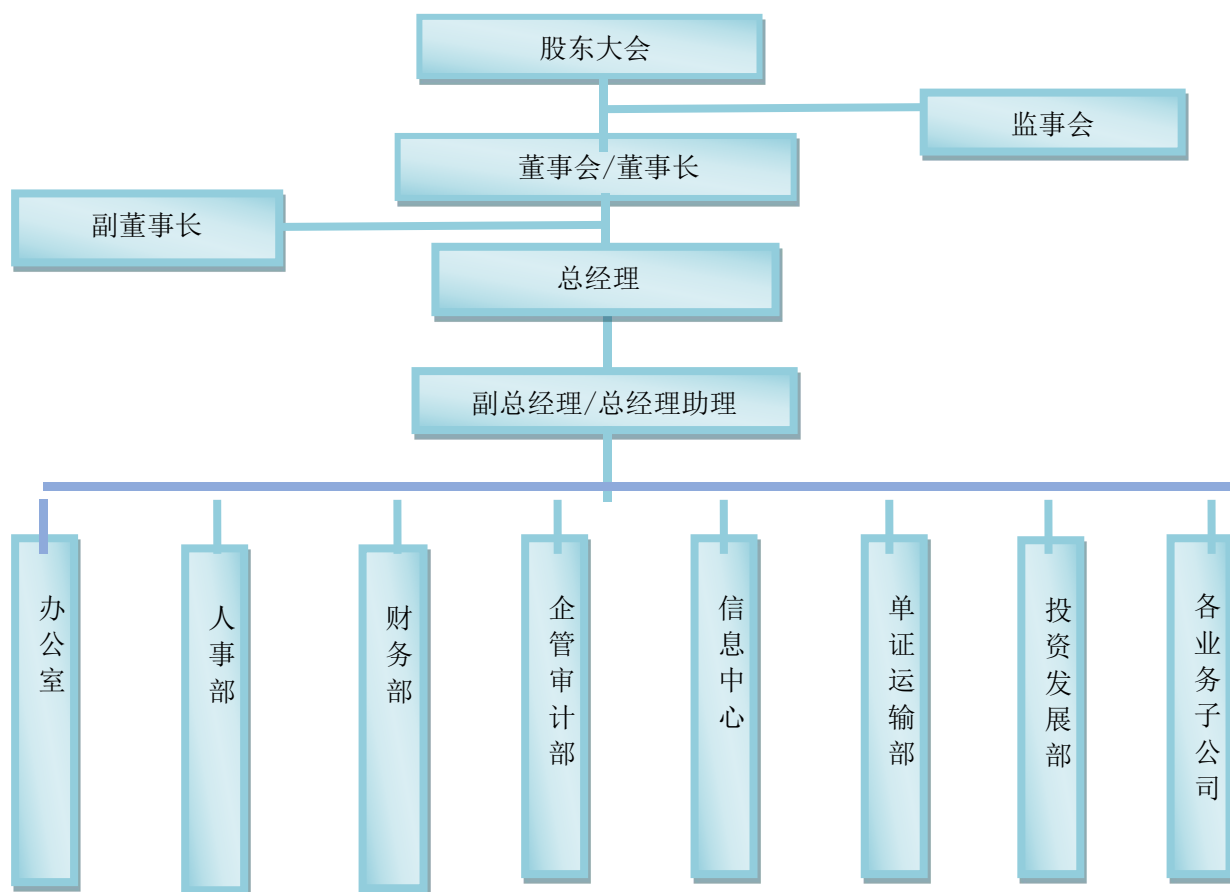
目前公司存货和其他应收款规模占比高，资产质量较好。公司所有者权益以少数股东权益为主，权益稳定性弱，债务中短期债务占比高，整体债务负担较重；期间费用逐年增长，对利润形成一定侵蚀，整体盈利能力强。公司经营活动现金流量净额和 EBITDA 对本期中期票据的保障能力强。

整体看，公司主体信用风险很低，联合资信认为本期中期票据到期不能偿还的风险很低。

附件 1-1 公司股权结构图



附件 1-2 公司组织架构图



附件 2 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	13.02	11.28	12.23	11.53
资产总额(亿元)	108.01	119.03	127.07	123.83
所有者权益(亿元)	35.13	36.40	36.60	35.32
短期债务(亿元)	40.92	43.67	42.87	42.30
长期债务(亿元)	3.80	1.51	3.19	2.82
全部债务(亿元)	44.72	45.17	46.06	45.12
营业总收入(亿元)	101.01	112.02	113.15	17.13

利润总额(亿元)	5.02	4.49	4.55	-0.22
EBITDA(亿元)	8.56	8.01	7.35	--
经营性净现金流(亿元)	9.58	3.83	8.43	1.88
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.99	8.72	7.99	--
存货周转次数(次)	2.02	2.25	2.27	--
总资产周转次数(次)	0.93	0.99	0.92	--
现金收入比(%)	110.76	109.08	122.38	161.18
营业利润率(%)	14.52	12.53	12.90	9.23
总资本收益率(%)	7.81	7.06	6.06	--
净资产收益率(%)	10.21	8.55	8.29	--
长期债务资本化比率(%)	9.76	3.97	8.03	7.38
全部债务资本化比率(%)	56.00	55.38	55.73	56.09
资产负债率(%)	67.47	69.42	71.20	71.48
流动比率(%)	121.46	119.60	120.90	120.21
速动比率(%)	62.60	62.23	74.88	69.70
经营现金流动负债比(%)	13.96	4.77	9.75	--
全部债务/EBITDA(倍)	5.23	5.64	6.27	--
EBITDA 利息保护倍数(倍)	2.08	2.12	2.60	--

注：公司 2019 年 1-3 月财务数据未经审计；现金类资产中已扣除受限货币资金；全部债务中包含其他应付款、其他流动负债、长期应付款和其他非流动负债中的有息部分

附件 3 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项 目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	3.58	1.18	4.61	1.75
资产总额(亿元)	37.08	36.81	39.48	35.42
所有者权益(亿元)	8.62	8.64	9.22	8.14
短期债务(亿元)	15.46	16.90	18.72	13.85
长期债务(亿元)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务(亿元)	15.46	16.90	18.72	13.85
营业收入(亿元)	8.70	9.99	9.83	2.19
利润总额(亿元)	0.90	0.81	0.73	-0.08

EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	0.78	1.31	3.66	0.98
财务指标				
销售债权周转次数(次)	7.64	6.56	7.11	--
存货周转次数(次)	26.99	25.33	35.25	--
总资产周转次数(次)	0.24	0.27	0.26	--
现金收入比(%)	95.36	99.69	98.51	120.78
营业利润率(%)	13.77	11.90	8.91	1.58
总资本收益率(%)	--	--	--	--
净资产收益率(%)	10.53	9.26	7.79	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	0.00	0.00
全部债务资本化比率(%)	64.21	66.16	67.00	62.98
资产负债率(%)	76.75	76.51	76.65	77.02
流动比率(%)	92.27	78.00	84.09	76.95
速动比率(%)	90.85	76.81	83.50	76.48
经营现金流动负债比(%)	3.09	4.65	12.53	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：公司本部 2019 年 1-3 月财务数据未经审计

附件 4 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	$(\text{净利润} + \text{费用化利息支出}) / (\text{所有者权益} + \text{长期债务} + \text{短期债务}) \times 100\%$
净资产收益率	$\text{净利润} / \text{所有者权益} \times 100\%$
营业利润率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本} - \text{税金及附加}) / \text{营业收入} \times 100\%$
债务结构指标	
资产负债率	$\text{负债总额} / \text{资产总计} \times 100\%$
全部债务资本化比率	$\text{全部债务} / (\text{长期债务} + \text{短期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
长期债务资本化比率	$\text{长期债务} / (\text{长期债务} + \text{所有者权益}) \times 100\%$
担保比率	$\text{担保余额} / \text{所有者权益} \times 100\%$
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	$\text{EBITDA} / \text{利息支出}$
全部债务/EBITDA	$\text{全部债务} / \text{EBITDA}$
短期偿债能力指标	
流动比率	$\text{流动资产合计} / \text{流动负债合计} \times 100\%$
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计} \times 100\%$
经营现金流动负债比	$\text{经营活动现金流量净额} / \text{流动负债合计} \times 100\%$

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 5-1 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 5-2 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 5-3 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

联合资信评估有限公司关于

浙江新大集团有限公司

2019 年度第一期中期票据的跟踪评级安排

根据相关监管法规和联合资信有关业务规范，联合资信将在本期债项信用等级有效期内持续进行跟踪评级，跟踪评级包括定期跟踪评级和不定期跟踪评级。

浙江新大集团有限公司应按联合资信跟踪评级资料清单的要求及时提供相关资料。联

合资信将在本期债项评级有效期内每年至少完成一次跟踪评级，在企业年报披露后 3 个月内发布跟踪评级报告。

浙江新大集团有限公司或本期债项如发生重大变化，或发生可能对浙江新大集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的重大事项，浙江新大集团有限公司应及时通知联合资信并提供有关资料。

联合资信将密切关注浙江新大集团有限公司的经营管理状况、外部经营环境及本期债项相关信息，如发现浙江新大集团有限公司出现重大变化，或发现存在或出现可能对浙江新大集团有限公司或本期债项信用等级产生较大影响的事项时，联合资信将就该事项进行必要调查，及时对该事项进行分析，据实确认或调整信用评级结果。

如浙江新大集团有限公司不能及时提供跟踪评级资料，导致联合资信无法对浙江新大集团有限公司或本期债项信用等级变化情况做出判断，联合资信可以终止评级。

联合资信将指派专人及时与浙江新大集团有限公司联系，并按照监管要求及时出具跟踪评级报告和结果。联合资信将按相关规定报送及披露跟踪评级报告和结果。