信用等级公告

联合〔2020〕3109 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，维持“19 浙新大 MTN001”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

二〇二〇年八月十一日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号中国人保财险大厦17层
电话：010-85679696
传真：010-85679228
邮编：100022
http://www.lhratings.com

浙江新大集团有限公司 2020 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	2022-9-5

评级时间：2020 年 8 月 11 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	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	2
			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，目前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，联合资信评估有限公司（以下简称“联合资信”）也关注到国际政治经济环境存在波动、新型冠状病毒疫情尚未完全控制、贸易行业竞争激烈、房地产市场调控以及公司债务负担较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. **控股股东浙江省兴合集团有限责任公司（以下简称“兴合集团”）竞争实力强，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，股东实力强。截至 2019 年底，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 5.80 亿元，股东支持力度大。

分析师：刘嘉敏　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

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，为公司可持续发展提供了重要支撑。跟踪期内，公司继续通过培育海外工厂的产能来分散中美贸易摩擦对公司贸易业务带来的冲击。

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中国三、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，公司债务负担较重且以短期债务为主，存在一定短期偿债压力。**2019年以来，公司债务规模有所下降但仍维持较高水平，短期债务占比高，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，公司存在一定短期偿付压力。

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0.99亿元。截至2020年3月底，富汇小额逾期金额0.19亿元，逾期率4.50%，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仍较高，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2019年底，公司所有者权益为36.30亿元（含少数股东权益25.63亿元）。

主要财务数据：

合并口径				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
现金类资产(亿元)	11.28	12.23	13.63	14.55
资产总额(亿元)	119.03	127.07	121.61	118.05
所有者权益(亿元)	36.40	36.60	36.30	35.90
短期债务(亿元)	43.67	42.87	37.69	38.62
长期债务(亿元)	1.51	3.19	5.27	5.14
全部债务(亿元)	45.17	46.06	42.96	43.76
营业收入(亿元)	112.02	113.15	117.68	13.58
利润总额(亿元)	4.49	4.55	4.47	-0.33
EBITDA(亿元)	6.47	6.44	7.47	--
经营性净现金流(亿元)	3.83	8.43	9.52	2.48
营业利润率(%)	12.53	12.90	11.96	9.57
净资产收益率(%)	8.55	9.03	8.84	--
资产负债率(%)	69.42	71.20	70.16	69.59
全部债务资本化比率(%)	55.38	55.73	54.20	54.93
流动比率(%)	119.60	120.90	123.85	124.38
经营现金流动负债比(%)	4.77	9.75	11.97	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.90	3.76	1.91	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.98	7.47	5.75	--

公司本部（母公司）				
项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	36.81	39.48	38.89	39.33
所有者权益（亿元）	8.64	9.22	8.09	8.01
全部债务(亿元)	16.90	18.72	18.11	18.43
营业收入(亿元)	9.99	9.83	11.10	1.17
利润总额(亿元)	0.81	0.73	0.41	-0.08
资产负债率(%)	76.51	76.65	79.19	79.63
全部债务资本化比率(%)	66.16	67.00	69.12	69.70
流动比率(%)	78.00	84.09	84.35	83.35
经营现金流动负债比(%)	4.65	12.53	10.29	--

注：2020 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、长期应付款和其他非流动负债中的有息部分

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	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

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 2020 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”）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2020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。

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2020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；拥有26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2019年底，公司（合并）资产总额为121.61亿元，所有者权益为36.30亿元（其中少数股东权益25.63亿元）；2019年，公司实现营业收入117.68亿元，利润总额4.47亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额为118.05亿元，所有者权益为35.90亿元（其中少数股东权益25.40亿元）；2020年1－3月，公司实现营业收入13.58亿元，利润总额-0.33亿元。

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

公司于 2019 年 9 月 6 日发行“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，尚未到付息日。

表 1　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：中国货币网，联合资信整理

四、宏观经济和政策环境

1. 宏观经济环境

2019 年以来，在世界大变局加速演变更趋明显，国际动荡源和风险点显著增多，全球经济增长放缓的背景下，中国经济增速进一步下滑，消费价格上涨结构性特征明显，财政收支缺口扩大，就业形势基本稳定。

经济增速继续下行。

2019 年以来中国经济增速继续下行，全年 GDP 同比增长 6.1%（见下表），为 2008 年国际金融危机以来之最低增速；其中一季度累计同比增长 6.4%，前二季度累计同比增长 6.3%，前三季度累计同比增长均为 6.2%，逐季下滑态势明显。2020 年一季度，受到史无前例的新冠肺炎疫情的严重冲击，GDP 同比增长-6.8%，是中国有 GDP 统计数据以来首次出现大幅负增长。

表 2　2016－2020 年一季度中国主要经济数据

项目	2016 年	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年一季度
GDP（万亿元）	73.6	78.7	84.0	89.2	20.7
GDP 增速（%）	6.8	6.9	6.7	6.1	-6.8
规模以上工业增加值增速（%）	6.0	6.6	6.2	5.7	-8.4
固定资产投资增速（%）	8.1	7.2	5.9	5.4	-16.1
社会消费品零售总额增速（%）	10.4	10.2	9.0	8.0	-19.0
出口增速（%）	-1.9	10.8	7.1	5.0	-11.4
进口增速（%）	0.6	18.7	12.9	1.6	-0.7
CPI 增幅（%）	2.0	1.6	2.1	2.9	4.9
PPI 增幅（%）	-1.4	6.3	3.5	-0.3	-0.6
城镇失业率（%）	4.0	3.9	4.9	5.2	5.9
城镇居民人均可支配收入增速（%）	5.6	6.5	5.6	5.0	0.5
公共财政收入增速（%）	4.5	7.4	6.2	3.8	-14.3
公共财政支出增速（%）	6.4	7.7	8.7	8.1	-5.7

注：1. 增速及增幅均为同比增长情况；2. 出口增速、进口增速统计均以人民币计价；3. GDP 增速、城镇居民人均可支配收入增速为实际增长率，规模以上工业增加值增速、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，GDP 为不变价规模；4. 城镇失业率统计中，2016-2017 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

2019 年消费和固定资产投资增长持续处于回落状态，对外贸易总额同比减少，2020 年一季度三大需求全面大幅收缩。

2019 年，社会消费品零售总额同比增长 8.0%，较上年下滑 1.0%，其中网上零售额 10.6 万亿元，同比增长 16.5%。全国固定资产投资（不含农户）同比增长 5.4%，比上年低 0.5 个百分点。从主要投资领域看，制造业投资增速为 3.1%，比上年低 6.4 个百分点；基础设施投资增速为 3.8%，与上年持平；房地产投资增速为 9.9%，比上年高 0.4 个百分点。民间投资增速为 4.7%，比上年低 4.0 个百分点；国有投资增速为 6.8%，比上年高 4.9 个百分点。2019 年，货物进出口总额 31.54 万亿元，同比增长 3.4%，增速比上年回落 6.3 个百分点。其中，出口增长 5.0%，进口增长 1.6%。进出口顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%。对欧盟、东盟、美国、日本进出口分别增长 8.0%、14.1%、-10.7%和 0.4%，对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%。2020 年一季度，社会消费品零售总额、全国固定资产投资完成额（不含农户）和货物进出口总额分别同比增长-19.0%、-16.1%和-6.4%，三大需求在疫情冲击下全面大幅收缩。

2019 年工业生产较为低落，服务业较快发展，2020 年一季度工业和服务业同步大幅下降。

2019 年，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别增长 3.1%、5.7%和 6.9%，占 GDP 比重分别为 7.1%、39.0%和 53.9%。全国规模以上工业增加值同比实际增长 5.7%，增速较上年同期回落 0.5 个百分点；2019 年工业企业营业收入和利润总额分别同比增长 3.8%和-3.3%，工业企业经济效益较差。2019 年全国规模以上服务业企业营业收入和营业利润分别同比增长 9.4%和 5.4%，服务业增长势头较好。2020 年一季度，国民经济第一产业、第二产业和第三产业增加值分别同比增长-3.2%、-9.6%和-5.2%，全国规模以上工业增加值同比增长-8.4%，工业企业营业收入和利润总额分别同比增长-15.1%和-36.7%。全国规模以上服务业企业营业收入同比增长-12.2%（1－2 月数据），工业和服务业生产同步大幅下降。

居民消费价格涨幅上升，生产价格同比下降。

2019 年，居民消费价格指数（CPI）同比上涨 2.9%，涨幅比上年扩大 0.8 个百分点，其中食品价格全年上涨 9.2%，涨幅比上年提高 7.4 个百分点；非食品价格上涨 1.4%，涨幅比

上年回落 0.8 个百分点。不包括食品和能源的核心 CPI 温和上涨 1.6%，涨幅比上年回落 0.3 个百分点。2019 年，工业生产者出厂价格指数（PPI）同比下降 0.3%，比上年回落 3.8 个百分点。工业生产者购进价格指数（PPIRM）同比下降 0.7%，涨幅比上年回落 4.8 个百分点。2020 年一季度，CPI 和 PPI 分别累计同比增长 4.9%和-0.6%，居民消费价格较年初有所回落，生产者价格重归通缩区间。

财政收入增长放缓，支出保持较快增长，2020 年一季度财政收支同步下降、收支缺口更趋扩大。

2019 年，全国一般公共预算收入 190382 亿元，同比增长 3.8%，增速比上年回落 2.4 个百分点。其中税收收入 157992 亿元，同比增长 1.0%；非税收入 32390 亿元，同比增长 20.2%。2019 年，全国一般公共预算支出 238874 亿元，同比增长 8.1%，增速比上年低 0.6 个百分点。从支出结构看，与基建投资相关的支出明显增长，城乡社区支出、科学技术支出、节能环保支出分别同比增长 16.1%、14.4%和 18.2%。2019 年财政收支差额 4.85 万亿元，较去年同期大增 2.91 万亿元。2020 年一季度，全国一般公共预算收入 4.6 万亿元，同比增长-14.3%；支出 5.5 万亿元，同比增长-5.7%。在经济全面大幅下降的背景下，财政收支同步下降，收支缺口较上年同期显著扩大。

就业形势基本稳定，但就业压力有所增大。

2019 年在制造业生产收缩，服务业增长放缓的影响下，全国就业形势趋于严峻，全年调查失业率均在 5%（含）以上，较上年有所提高。制造业 PMI 和非制造业 PMI 的从业人员指数，2019 年全年一直在荣枯线以下，反映出企业对劳动力需求的收缩态势。2020 年 1－3 月，受疫情影响企业大面积停工停产的影响下，城镇调查失业率分别为 5.3%、6.2%和 5.9%，3 月份有所回落，但较上年同期均有所提高。

2. 宏观政策环境

2019 年中国宏观政策的主基调是加强逆周期调节，保证经济运行在合理区间。财政方面，主要是大规模降税降费，落实个税改革政策，同时大幅扩大地方政府专项债券规模至 2.15 万亿元，为基建补短板和提高有效投资提供资金支持。货币金融方面，全年实施三次全面及定向降准，为市场注入了适度充裕的流动性，“三档两优”的存款准备金率框架初步形成；通过改革贷款基准利率形成机制降息并付诸实施，于 2019 年 8 月开启了 10 多年来新的降息进程，一年期 LPR 报价年内分三次下调 16 个基点，至 4.15%；五年期 LPR 从 4.85%下调到 4.80%，引导信贷市场利率实质性下降。

2020 年一季度，面对突如其来的新冠肺炎疫情在全国以及全球的扩散蔓延，中国宏观政策统筹兼顾疫情防控和社会经济发展，促进企业复工复产，全力对冲疫情对经济生活的巨大负面影响。财税政策方面，主要是及时加大疫情防控支出、阶段性大规模减免及延缓征收企业税费、进一步提前下达地方政府债券额度等，大力减轻企业负担，增加有效投资。2020 年 2 月再一次提前下达专项债额度 2900 亿元，提前下达总额达到 1.29 万亿元，截至 3 月底，各地专项债发行规模 1.1 万亿元，重点用于交通基础设施、能源项目、农林水利、生态环保项目等七大领域的基础上。货币金融政策方面，金融调控及监管部门以缓解企业流动性困难为中心，运用多种政策工具，保持流动性合理充裕，降低企业融资成本，推动银行加大信贷投放，并对流动性遇到暂时困难的中小微企业贷款，给予临时性延期还本付息安排，开启绿色通道便利企业债券融资等系列政策措施，为对冲疫情负面影响创造了较好的货币金融环境。年初至 4 月 20 日，一年期 LPR 报价二次下调 30 个基点，至 3.85%；五年期二次下调 15 个基点至 4.65%。4 月 3 日央行决定对中小银行定向降准 1 个百分点，并下调金融机构在央行超额存款准备金利率至 0.35%，推动银行向中小微企业增加信贷投放。此外，在疫情发

生早期，央行设立了 3000 亿元的防疫专项再贷款，主要用于重点企业抗疫保供，一半以上投向中小微企业；2 月底，央行新增 5000 亿元的再贷款再贴现额度，下调支农支小再贷款利率 0.25 个百分点；3 月底，国常会确定新增中小银行再贷款再贴现额度 1 万亿元，进一步加强对中小微企业的金融支持。

3. 宏观经济及政策前瞻

2020 年一季度经济运行数据反映出，史无前例的新冠肺炎疫情对中国经济造成了严重的冲击，当前经济发展面临的挑战前所未有，形势依然严峻。一是由于疫情尚未彻底解除，依然面临内防反弹、外防输入的艰巨防疫任务，国内消费投资难以在短时间内快速恢复；同时生产端快于需求端恢复造成的库存压力以及稳就业间接形成的人工成本的上升，共同压缩企业利润空间导致投资受到掣肘；而居民收入的下降以及对经济悲观预期形成的消费意愿下降，叠加对疫情感染的担忧造成的消费被动减少，导致二季度消费难以持平去年同期水平。二是随着疫情的“全球大流行”，世界各国为加强疫情防控，居民消费和企业生产活动均受到限制，导致大量订单取消、外需严重收缩，同时国内厂家需要的关键原材料及配件设备等进口难以为继，对中国经济恢复形成极大阻力。内外需求双双呈现疲弱态势，对二季度经济恢复造成压力，预计二季度经济增长依然存在较大的压力，同比增速大概率在低位运行，但环比情况会有很大的好转，经济 V 字形反转难以实现，全年大概率呈 U 形走势。

面对如此严峻复杂的经济形势，未来宏观政策将以更大力度对冲疫情影响，防止阶段性冲击演变为趋势性变化为主线。2020 年 4 月 17 日召开的中央政治局会议，在强调要加大“六稳”工作力度的基础上，首次提出保居民就业、保基本民生、保市场主体、保粮食能源安全、保产业链供应链稳定、保基层运转的“六保”目标任务，表示要坚定实施扩大内需战略，维护经济发展和社会稳定大局，为当前及未来一个时期的宏观政策定下了基调。会议指出，积极的财政政策要更加积极有为，提高赤字率，发行抗疫特别国债，增加地方政府专项债券，提高资金使用效率，真正发挥稳定经济的关键作用。稳健的货币政策要更加灵活适度，运用降准、降息、再贷款等手段，保持流动性合理充裕，引导贷款市场利率下行，把资金用到支持实体经济特别是中小微企业上。具体安排上，会议确定要释放消费潜力，扩大居民消费，适当增加公共消费。要积极扩大有效投资，实施老旧小区改造，加强传统基础设施和新型基础设施投资，促进传统产业改造升级，扩大战略性新兴产业投资。要着力帮扶中小企业渡过难关，加快落实各项政策，推进减税降费，降低融资成本和房屋租金，提高中小企业生存和发展能力。要保持中国产业链供应链的稳定性和竞争力，促进产业链协同复工复产达产。这些政策措施表明，未来财政货币政策可能进一步积极宽松。同时也应看到，由于中国宏观杠杆率较高，政府和企业部门债务负担本来已经较重，政府和企业的收入仍面临惯性下降的不确定性风险，上述财政和货币政策的空间仍然受到诸多因素的约束，难以大规模扩张，宏观政策仍需在稳经济和防风险之间取得平衡。

五、行业及区域经济环境

1. 贸易行业

（1）国际贸易

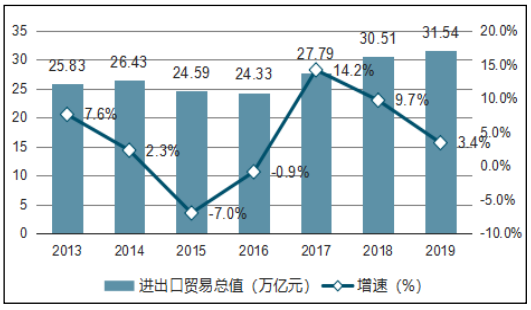
近年来，世界经济增长增速放缓，不稳定不确定因素增多，国内外风险挑战明显上升，国内相继出台了一系列稳外贸、稳外资政策和减税降费政策，有效降低了企业负担，虽中美贸易摩擦余温未消，但在国内完善的工业门类和制造业体系的支撑以及一带一路政策的推进下，2019 年中国全年外贸进出口仍保持稳定增长。2020 年初新冠疫情爆发以来国内外需求短期承压，考虑到政府采取的一系列稳定外贸

发展的措施，预计 2020 年中国外贸有望保持总体平稳。

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平稳增长带来严峻挑战。

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，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。其中，贸易出口 17.23 万亿元，同比增长 5%；进口 14.31 万亿元，同比增长 1.6%；出口额增速远高于进口额增速。2019 年，中国贸易顺差 2.92 万亿元，同比扩大 25.4%，贸易顺差大幅回升，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。

图 1 中国进出口贸易总值及增速



资料来源：中国产业信息网

从区域分布上看，随着中美贸易摩擦持续升级，贸易保护主义抬头，国际贸易形势随之恶化，中国主要贸易伙伴结构发生变化。欧盟仍然是中国第一大贸易伙伴，但东盟取代美国成为中国第二大贸易伙伴。2019 年，中国对东盟进出口 4.43 万亿元，增长 14.1%；对美国进出口 3.73 万亿元，下降 10.7%；第四大贸易伙伴是日本，对日本进出口 2.17 万亿元，增长 0.4%。此外，中国对“一带一路”沿线国家进出口 9.27 万亿元，增长 10.8%，高出整体增速 7.4 个百分点。

从外贸参与主体来看，2019 年，民营企业进出口 13.48 万亿元，增长 11.4%，占中国外贸总值的 42.7%，比 2018 年提升 3.1 个百分点。其中，出口 8.9 万亿元，增长 13%；进口 4.58 万亿元，增长 8.4%。外商投资企业进出口 12.57 万亿元，占中国外贸总值的 39.9%。国有企业进出口 5.32 万亿元，占 16.9%。民营企业首次超过外商投资企业，成为中国第一大外贸主体。

2020 年以来，新型冠状病毒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，世界贸易组织预测 2020 年全球货物贸易下滑较大。随着国际市场的需求萎缩，外贸新订单减少等问题开始逐步显现，外贸发展可能面临一定困难。2020 年一季度，中国货物贸易进出口总值 6.57 万亿元人民币，比去年同期下降 6.4%。其中，出口 3.33 万亿元，下降 11.4%；进口 3.24 万亿元，下降 0.7%；贸易顺差 983.3 亿元，减少 80.6%。随着国内疫情防控取得阶段性重要成效，经济社会秩序加快恢复，在疫情期间，民营企业根据疫情发展规律，调整生产计划，适当做出生产预案，中国 4 月当月出口 1.41 万亿元，同比增长 8.2%，由负转正。

同时，考虑到各地各部门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，全年来看，中国外贸有望保持总体平稳。

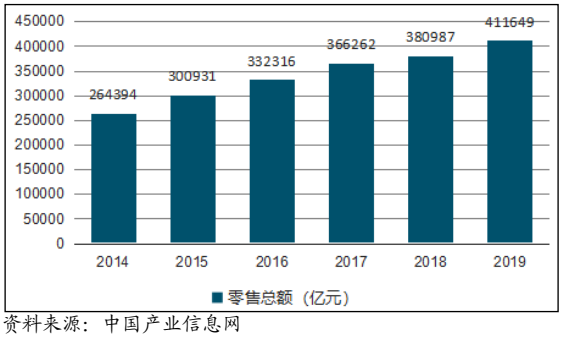
（2）国内贸易

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，社会消费品零售总额保持增长，但增速持续下滑。

根据国家统计局数据，2019 年，全国社会消费品零售总额 411649 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%。

图 2　近年来中国社会消费品零售总额



资料来源：中国产业信息网

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。

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；房地产开发投资额增幅放缓，但增速仍处高位，新开工与竣工规模“剪刀差”持续收窄；销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，整体市场趋稳。

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。

从具体调控方式上来看，有别于前期从“需求端”进行调控的思路，2019 年以来，调控政策加强了从“供给端”调控的力度，房地产行业实施了全面的融资政策调控，对房地产企业各主要融资渠道都进行了管控，虽然从全年来看有着略微边际改善的趋势，但房地产企业资金面整体仍趋紧。房地产投资开发方面，2019 年，全国房地产开发投资完成额 13.22 万亿元，累计同比增长 9.90%，增速较 2018 年提升 0.40 个百分点，整体增速仍维持高位。其中，住宅开发投资完成额 9.71 万亿元，累计同比增长 13.90%，增速相较于 2018 年提升 0.50 个百分点；办公楼完成投资额 0.62 万亿元，累计同比增长 2.80%，增速相较于 2018 年提升 14.10 个百分点；商业营业用房完成投资额 1.32 万亿元，累计同比下降 6.70%，相较于 2018 年降幅收窄 2.70 个百分点。施工方面，2019 年以来，新开工增速较 2018 年明显回落，竣工增速转正且有企稳迹象。具体来看，2019 年，房屋新开工面积 22.72 亿平方米，同比增长 8.50%，增幅较 2018 年收窄 8.70 个百分点；在 2018 年以来房屋新开工面积增长的带动下，2019 年全国房屋施工面积达 89.38 亿平方米，同比增长 8.70%，增速相较 2018 年提升 3.50 个百分点；同期全国房屋竣工面积 9.59 亿平方米，同比增长 2.60%，竣工增速在维持了两年负增长后首次转正，相较于 2018 年增速提升 10.40 个百分点。

从销售情况来看，2019 年，商品房销售面积 17.16 亿平方米，同比下降 0.10%，销售面积增速自 2015 年以来首次年度增速跌入负值区间。其中，住宅销售面积 15.01 亿平方米（占 87.47%），同比增长 1.50%，增速于 2019 年 2 月跌入负值区间；在房企下半年加速去化回笼资金的情况下，增速于 2019 年 8 月转正，全年增速相较于 2018 年下滑 0.70 个百分点。2019 年，商品房销售金额为 15.97 万亿元，同比增长 6.50%，增速较 2018 年下滑 5.70 个百分点。其中，住宅销售金额 13.94 万亿元（占 87.29%），

同比增长 10.30%，增速较 2018 年下降 4.40 个百分点。进入 2019 年以来，房地产销售增速同比下降幅度较大，销售面积增速跌入负值区间，在整体房价趋稳的情况下，销售额增速波动下降后企稳。分城市能级来看，一线城市商品房销售面积增速明显高于二、三、四线城市，一线及强二线城市整体经济环境及人口支撑情况较好，未来房价下探空间或较为有限；部分三四线城市受前期需求透支影响，市场冷淡较快，加之棚改货币化力度减弱使得三四线购买力有所下滑；但“一城一策”的城市周期独立性以及城市群红利的释放提振了城市群中强三四线的需求，预计整体销售面积保持稳中有降的态势。

进入 2020 年，新冠肺炎疫情导致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。随着疫情的延续，预计对整体房地产市场景气度及房屋销售进度产生持续影响。虽然各家房企逐步开展线上销售等方式缓解新冠肺炎疫情造成的销售损失，但全年销售额仍或将下行。同时，本次疫情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的影响，促进需求端复苏。

3. 区域经济环境

整体来看，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。2019 年，浙江全省生产总值（GDP）62352 亿元，按可比价格计算，比上年增长 6.8%。分产业看，第一产业增加值 2097 亿元，增长 2.0%；第二产业增加值 26567 亿元，增长 5.9%；第三产业增加值 33688 亿元，增长 7.8%。三大产业比例为 3.4∶42.6∶54.0。人均 GDP 为 107624 元，增长 5.0%。

从对外经济来看，2019 年浙江省全年货物进出口总额 30832 亿元，比上年增长 8.1%。其中，出口 23070 亿元，比上年增长 9.0%，出口占全国的 13.4%，比重较上年提升 0.5 个百分点；进口 7762 亿元，比上年增长 5.8%。其中，民营经济出口 18415 亿元，比上年增长 11.50%，占出口总额的 79.8%，比上年提高 1.8 个百分点。对“一带一路”沿线国家合计进出口 10458 亿元，比上年增长 16.7%，其中出口 7961 亿元，比上年增长 16.8%。从产品看，机电产品出口 10131 亿元，比上年增长 10.0%；高新技术产品出口 1605 亿元，比上年增长 14.0%。

2019 年，浙江省全年居民人均可支配收入为 49899 元，比上年增长 8.9%，全省居民人均生活消费支出 32026 元，比上年增长 8.7%。

六、基础素质分析

1. 股权状况

截至2020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，公司持续获得兴合集团在资金和担保方面的支持，股东支持力度大。

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，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一，2019年资产和利润规模分别占兴合集团合并口径的22.96%和21.98%。近年来，兴合集团在资金方面不断给予公司支持。2019年，公司收到兴合集团提供的借款规模为2.30亿元，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；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5.80亿元。

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100多个国家和地区，2019年进出口规模为9.04亿美元，较上年增加1.52亿美元，位列浙江省级外贸公司前三甲。

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），2019年上述6家子公司营业收入合计约占公司营业收入的75.17%。跟踪期内，公司对上述6家子公司的持股比例无变化，子公司的主营业务无变化。

2019年，春风集团实现营业收入42.63亿元，同比增长19.28%，净利润1.18亿元，同比增长76.12%，春风集团向设计和市场推广方面持续拓展，通过与外协企业合作，2019年产品出口量呈同比增长；三友集团实现营业收入12.44亿元，同比下降18.05%，净利润0.35亿元，同比下降59.77%，主要系房地产业务下降所致；华兴羽绒实现营业收入11.10亿元，同比持平，净利润1.13亿元，同比增长82.26%，主要系投资收益同比增长所致；富春江织造实现收入6.16亿元，净利润0.55亿元，同比均变动不大；新大商贸实现营业收入3.78亿元，同比下降15.81%，净利润0.02亿元，同比变化不大；新大三源分别在柬埔寨和缅甸投资设立了服装加工企业，跟踪期内自有工厂及外协企业（卫星车间、车间等）继续释放产能，尤其是外协企业部分能够调动的工厂生产能力提升较快，2019年实现营业收入11.55亿元，同比增长50.98%，净利润0.32亿元，同比增长一倍。

表3　主要子公司财务情况（单位：%、亿元）

子公司	持股比例	2019 年		2020 年 1—3 月	
		收入	净利润	收入	净利润
春风集团	55.00	42.63	1.18	4.91	-0.31
三友集团	55.00	12.44	0.35	0.76	-0.14
华兴羽绒	36.42	11.10	1.13	1.72	0.15
富春江织造	40.00	6.16	0.55	0.55	-0.11
新大商贸	67.00	3.78	0.02	0.58	-0.04
新大三源	35.00	11.55	0.32	1.62	0.03

资料来源：公司提供

2020年1—3月，公司部分子公司呈小幅亏损状态，其中春风集团、三友集团和富春江织造主营羊绒、针织类商品，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，受新型冠状病毒疫情影响，市场需求整体下降，对公司一季度营收带来不利影响。

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等原因产能有所下降，但仍维持较高的产能利用率，境外工厂产能持续释放，产能利用率同比提升，为持续发展提供了较大的竞争优势。同时，联合资信也关注到，公司工厂人员薪资水平持续上涨、产品价格下降等问题，全球范围的新冠肺炎疫情尚未得到完全控制，或将给公司带来一定经营压力。

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7家主要工厂分布于国内和东南亚，2019年产值普遍较2018年有所下降，主要系原材料价格（羽绒、毛纺原料等）下降以及公司与外协企业的加工计价方式变化所致，另有三家工厂为外协工厂，2019年承接公司加工业务产量共265万件，实现产值（结算加工费）为5828万元。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。

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。2019年，春风集团、富春江织造产能同比分别下降32.48%、6.17%至341万件和350万件，其中春风集团产能下降系杭州滨江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，三源（缅甸）制衣有限公司（以下简称“三源缅甸”）产能同比提升10%至110万件，系产能持续释放所致；其余产品产能无变化。此外，2019年三源缅甸和三源（柬埔寨）制衣有限公司，产能利用率同比分别提升至89.00%和95.45%。

表4　公司下属主要工厂生产情况

公司名称	主要产品	2019年产能	2019年实际产量	2019年产值
浙江春风集团有限公司	服装	341 万件	290万件	16417万元
浙江华兴羽绒制品有限公司	羽绒制品	950万件（或万套）	914万件（或万套）	54918万元
安徽华隽羽绒制品有限公司	羽绒	2500吨	1830吨	33137万元
桐庐富春江织造集团有限公司	针织服装	350万件	292万件	24626万元
浙江飞跃物流股份有限公司	废铜回收加工（废五金）	10万吨	1.78万吨	16377万元
三源(柬埔寨)制衣有限公司	西装、茄克、风衣等服装	200万件	178万件	3888万元
三源(缅甸)制衣有限公司	羽绒衣、棉衣等服装	110万件	105万件	2089万元

资料来源：公司提供

6. 企业信用记录

根据公司提供的企业信用报告，截至2020年6月17日，公司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

跟踪期内，公司高管人员、法人治理结构和管理制度等方面较上年无变动。

八、经营分析

1. 经营概况

跟踪期内，公司主营业务仍为出口贸易、国内贸易、房地产开发、金融投资等，其中贸易业务为主营业务收入的来源，对主营业务收入贡献在80%以上。2019年公司主营业务收入同比增长，综合毛利率同比小幅下降；2020年一季度受到新冠肺炎疫情影响，公司主营业务收入同比下降，毛利率变动不大。

2019年，公司实现主营业务收入116.61亿元，同比增长3.89%，各项业务构成较上年基本维持稳定。2019年，公司出口和内贸业务分别实现收入41.71亿元和48.48亿元，同比分别增长7.14%和15.32%，出口业务增长主要系公司参股的东南亚各个生产基地经过几年的培育产能释放，内贸业务增长主要系下游需求回暖的同时公司尝试做大宗贸易商品业务来扩大规模；房地产业务同比下降25.32%至19.32亿元，主要系可售房源较少所致对收入形成良好支撑；进口业务同比增长至6.02亿元，规模较小。

从主营业务毛利率情况看，2019年公司综合毛利率同比减少1.12个百分点至12.08%，主要系进口业务小幅亏损和内贸业务毛利率下降所致。其中，出口业务毛利率同比小幅增长至9.56%，主要系部分原材料价格下降和汇率波动所致；进口业务毛利率为-1.01%，小幅亏损主要系汇率波动及大宗商品价格走低压缩利润空间所致；内贸业务受到低毛利率的大宗商品业务规模扩大影响，毛利率同比下降2.17个百分点至11.02%；房地产业务毛利率维持上年水平，为22.10%。

2020年1—3月，受到新冠肺炎疫情影响，公司销售收入规模同比下降20.72%至13.58亿元，各业务同比均出现不同程度的下滑，其中出口业务和进口业务同比分别下降19.82%和54.64%。公司主营业务毛利率为10.08%，同比变化不大，其中房地产业务受销售规模下降且成本支出变化不大的影响，毛利率同比下降6.60个百分点至11.10%；进口业务毛利率转正系公司加强对汇率变动与国内商品价格变动的关系严判所致。

表 5　公司主营业务收入构成情况（单位：亿元、%）

项目	2017 年		2018 年		2019 年		2020 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	**110.57**	**100.00**	**112.24**	**100.00**	**116.61**	**100.00**	**13.58**	**100.00**
出口	39.84	36.03	38.93	34.69	41.71	35.76	5.26	38.75
进口	5.10	4.61	4.28	3.81	6.02	5.16	0.83	6.11
内贸	39.95	36.13	42.04	37.46	48.48	41.58	6.75	49.69
房地产	25.05	22.65	25.87	23.50	19.32	16.56	0.09	0.65
其他	0.63	0.57	1.12	1.00	1.09	0.94	0.65	4.80
	2017 年		2018 年		2019 年		2020 年 1—3 月	
主营业务毛利率	**12.68**		**13.20**		**12.08**		**10.08**	
出口	9.96		8.13		9.56		9.88	
进口	1.61		1.26		-1.01		1.20	
内贸	12.37		13.19		11.02		8.89	
房地产	18.54		21.46		22.10		11.10	
其他	61.16		44.79		50.55		35.38	

注：公司2020年一季度主营业务收入构成以营业收入口径统计
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，通过境外设厂、优化出口地区和产品结构实现出口贸易规模同比增长；同时，国内生产要素成本不断提高、国际形势变动可能给公司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，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。

表 6　公司进出口总额情况（单位：万美元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
进口额	11910.00	9094.00	9586.00
出口额	60533.00	66093.00	80773.00
进出口总额	72443.00	75187.00	90359.00

注：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影响而波动，2019年公司实现进出口总额9.04亿美元，同比增长20.21%，主要来自出口贸易的带动，2019年公司出口额为8.08亿美元，同比增长22.21%，主要系公司自有及培育中的东南亚基地产能释放且未受到中美贸易摩擦的影响，此外，公司向印度的医药化工企业出口有所增加，2019年医药化工出口额约为5000万美元，带动出口额同比增长，印度医药化工市场广阔，未来或将成为公司新的利润增长点。2019年，公司出口额占进出口总额的89.39%，同比变化不大。

表 7　公司主要出口产品出口额（单位：万元）

产品	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
纺织服装	269429	263272	284596	31582
羽绒及羽绒制品	67098	66772	56719	10055
箱包鞋帽	5658	4633	5046	615
其他（含畜产品）	56260	54663	70690	10358
合计	**398445**	**389340**	**417051**	**52610**

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）；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，2019年，公司出口产品出口额合计41.71亿元，同比增长7.12%，出口产品结构变动不大，仍以纺织服装为主；2020年一季度，受到新冠肺炎疫情、春节假期等因素的共同影响，公司出口产品出口额合计5.26亿元，同比下降22.42%，其中纺织服装出口3.16亿元，同比下降35.38%。

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。2019年，公司纺织服装出口额28.46亿元，同比增长8.77%。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，在直销日本的产品中，公司销售的产品占日本高端床上用品的近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。2019年，销售价格下降的影响，公司羽绒及羽绒制品出口额同比下降15.06%至5.67亿元。

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，2019年出口额同比增长8.91%，出口规模较小。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），2019年出口额达7.07亿元，主要系装饰膜和化工产品出口额同比增加所致。

公司出口产品的其他类主要包括医药化工产品和装饰膜业务，2019年分别实现出口额3.38亿元（同比增长34.59%）和1.31亿元（2019年新增业务）。

表 8　公司主要出口市场分布情况（单位：万美元、%）

地区	2019 年			2018 年
	出口额	同比增长率	占出口额比重	占出口额比重
美国	15644	-1.00	19.37	23.91

日韩	13632	-1.72	16.88	20.99
欧盟	23692	25.97	29.33	28.46
其他	27805	57.87	34.42	26.64
合计	**80773**	**22.21**	**100.00**	**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，2019年公司向主要市场出口额合计8.08亿美元，同比增长22.21%。为分散风险，公司加大对欧盟、东南亚和其他地区的出口，出口额同比分别增长25.97%和57.87%，出口比重相应提升。

表9 公司进口产品构成（单位：万美元、%）

商品类别	2017年		2018年		2019年		进口地区
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	
化工产品	6312	53.00	3657	59.46	5148.	53.70	美国、德国、沙特
纺织制品	1076	9.03	1118	6.39	1168	12.18	日本、台湾、意大利
再生资源、婴儿用品及洗涤用品	524	4.40	908	5.89	1062	11.08	日本、韩国
其他（畜产品）	3998	33.57	3411	28.26	2208	23.03	西班牙、匈牙利、香港
合计	**11910**	**100.00**	**9094**	**100.00**	**9586**	**100.00**	--

资料来源：公司提供

2019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0.96亿美元，同比增长5.41%。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，2019年进口金额分别为0.51亿美元和0.11亿美元，其中进口化工产品规模同比增长40.77%，主要系由于年内BPA产品行情看涨，公司加大从沙特进口BPA产品规模所致；纺织制品为公司出口纺织服装的原料采购，2019年进口金额为0.12亿元，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35.27%至0.22亿美元。近年来，国家限制国外垃圾进口业务，再生资源业务规模不断下降，目前主要进口国外初级加工产品，例如铜锭等，体量很小；为拓展业务，公司转向进口婴儿用品、洗涤用品。

（2）国内贸易

内贸业务为公司利润的重要来源之一，跟踪期内大宗商品贸易规模扩大带动收入保持增长，毛利率小幅下降但维持较好水平；在食品副食品和家电代理上，公司持续受到电商冲击，收入和代理品牌规模有所下滑；钢材及化工产品内贸业务易受宏观环境波动影响。

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，跟踪期内无重大变化。内贸业务始终为公司毛利润的重要来源之一，2019年公司国内贸易收入同比增长15.32%至48.48亿元，主要来自焦精煤和电解铜等大宗贸易（计入内贸业务的其他业务板块）规模的增加。毛利率方面，2019年国内贸易毛利率为11.02%，同比有所下降，主要系受到毛利率低的大宗贸易业务（主要为焦精煤）规模扩大影响。2019年，公司焦精煤和电解铜分别实现收入5.23亿元和3.37亿元，结算方式未发生变动。2020年一季度，公司内贸业务收入6.75亿元，主要来自化工产品的贡献。

公司钢材贸易主要由浙江骏宏集团有限公司（以下简称“新大骏宏”）和飞跃物流经营。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，2019年，公司钢材贸易实现收入7.04亿元，同比变动不大，占内贸业务的比重为14.53%，占比有所下滑。2020年一季度，公司钢材贸易实现收入1.82亿元，占国内贸易业务比重的26.97%。跟踪期内，钢材贸易业务主要客户为衢州诚通建材有限公司、浙江衢州科邦贸易有限公司、浙江广茂建设有限公司、浙江绿环实业有限公司和海盐双旺五金有限公司。

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。2019年，公司化工产品内贸收入为17.06亿元，同比小幅下降，占内贸业务比例为35.18%；2020年1—3月，化工产品实现收入2.94亿元，占内贸业务比重43.59%。

表 10　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	2017 年		2018 年		2019 年		2020 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	20940.00	5.24	28371.93	6.75	26403.63	5.45	4303.97	6.38
家用电器	13473.00	3.37	11779.80	2.80	7257.50	1.50	1037.00	1.54
钢材	70396.00	17.62	69551.03	16.55	70421.27	14.53	18198.36	26.97
化工产品	179982.00	45.05	185630.04	44.15	170579.82	35.18	29409.00	43.59
其他	114711.00	28.72	125086.11	29.75	210154.38	43.35	14522.66	21.52
合计	**399502.00**	**100.00**	**420418.91**	**100.00**	**484816.60**	**100.00**	**67470.99**	**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。2019年，公司食品副食品实现收入2.64亿元，同比小幅下降；2020年一季度，公司食品副食品实现营业收入0.43亿元；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，目前是松下、格力、飞科、爱仕达、格莱德、先锋等系列产品的一级代理商，销售区域主要为杭州、嘉兴和金华等地。跟踪期内，维持与苏宁电器、国美电器、华润万家和沃尔玛等大型零售商的稳定供货关系。2019年，公司家用电器业务实现收入0.73亿元，同比有所下降，系退出美的和九阳小家电代理所致。跟踪期内，公司持续受到电商冲击，代理的产品较2018年继续收缩，主要代理的伊利牛奶和百威啤酒2019年返利比例分别为14.51%和38.29%。

表 11　公司主要内贸代理产品获得返利情况

产品	2017 年	2018 年	2019 年
美的小家电	9.25%	6.80%	退出代理
伊利牛奶	19.50%	21.10%	14.51%
百威啤酒	35.65%	34.90%	38.29%

资料来源：公司提供

（3）房地产

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。跟踪期内，公司无新增土地储备，主要对存量房地产项目持续销售，收入和利润规模有所下降，但仍对公司主营业务形成有益补充；未来随土地市场行情降温，公司将继续拿地做为房地产开发的储备，考虑到公司经营获现能力以及对现有项目的未来开发计划，仍将存在一定融资压力。

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%）、衢州市新宏房地产开发有限公司（公司直接和间接持股比例合计60%）及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%）。2019年，公司房地产业务实现收入19.32亿元，同比下降，主要系公司年内可售房源上年去化基本完毕，存量可售房源较少，另外考虑到土地成本较高，

公司年内没有新增土地储备，新开发楼盘少所致；2019年公司房地产业务占主营业务收入的16.56%，毛利率为22.10%，同比小幅增长。

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2019年房地产市场回暖导致土地价格走高，为控制成本，2019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，因此2019年公司对房地产投资开发额规模较小，为7.74亿元。2019年，公司房屋竣工面积同比增长至40.24万平方米；房屋销售面积为20.54万平方米，同比下降系各地政府对房屋投向市场的规模进行控制所致；实际销售额为12.50亿元，较上年大幅下降；随三、四线城市地产环境持续回暖，公司房地产业务毛利率同比小幅增长至22.10%。2020年1—3月，公司房地产业务实现收入0.09亿元，同比下降明显，主要房地产项目签约额为1.51亿元，系受到疫情影响所致，毛利率为11.10%。

公司房地产项目均位于中国三、四线城市，利润空间不大，但随着地产市场回暖，签约销售均价持续增长，2019年为6086元/平方米，2020年一季度，签约销售均价持续上升至6186元/平方米，主要来自春风·湖畔居（位于四川南充）、新宏·蓝庭（位于浙江衢州）、西湖春天（位于湖南邵阳）和新大·鱼凫公园城（位于四川叙永）等项目。

表 12　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	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 1—3 月
房屋竣工面积	40.12	22.07	40.24	0
房屋销售面积	48.08	56.87	20.54	2.43
新增土地储备	24.12	15.67	0	0
平均销售单价	5300	5528	6086	6186
实际销售额	25.48	31.44	12.50	1.51
当期投资开发额	21.52	20.39	7.74	0

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2020年3月底，公司在建及拟建房地产项目合计规划建筑面积217.09万平方米，总投资额85.81亿元，已投资65.43亿元。2020年剩余月份至2022年，公司在建及拟建房地产项目分别计划投资5.41亿元、8.21亿元和6.23亿元；考虑到公司现存土地规模约276亩（约18.40万平方米），开发规模有限，未来根据土地市场成本降温，将继续储备土地，公司对外融资需求持续存在，同时考虑到公司经营获现能力和对现有项目的未来开发计划，存在一定融资压力。

表 13　截至 2019 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	2019 年签约额	2020 年 1-3 月签约额
春风·湖畔居	10.13	6.96	3.41	48.97	7672.11	26161	18590	1889
春风·紫金港	39.81	38.65	29.52	76.37	5080.67	148722	7259	347
新大·鱼凫公园城	21.08	21.09	18.23	86.45	4028.23	72105	21332	1216
西湖春天	59.67	20.91	18.47	88.34	4889.95	90323	26604	4549
新友·上书房	16.22	13.61	12.35	90.76	5778.13	71127	11977	231
新宏·蓝庭	12.23	5.57	5.04	90.53	13478.89	67664	12287	1577
新大·西塘里	7.40	2.20	2.09	95.03	14288.03	29862	7557	0
龙山豪庭	15.84	12.39	7.83	63.22	7860.30	60600	6819	1271
三友·翰林府	34.71	1.81	0.93	51.34	5998.42	5549	1568	3981
合计	**217.09**	**123.19**	**97.87**	--	--	**572113**	**113993**	**15061**

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 14　截至 2020 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 2020 年 3 月底已投资	未来投资计划		
					2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年
春风·湖畔居	四川南充	10.13	4.50	3.97	0.20	0.33	0.00
春风·紫金港	四川南充	39.81	16.00	14.08	0.42	0.80	0.70
新大·鱼凫公园城	四川叙永	21.08	7.00	6.81	0.19	0.00	0.00
西湖春天	湖南邵阳	59.67	15.00	10.16	1.30	1.50	1.50
新友·上书房	山东潍坊	16.22	5.50	4.85	0.55	0.10	0.00
新宏·蓝庭	浙江衢州	12.23	10.00	6.14	1.00	2.00	0.86
新大·西塘里	浙江嘉善	7.40	4.81	4.52	0.29	0.00	0.00
龙山豪庭	浙江诸暨	15.84	11.00	10.78	0.10	0.12	0.00
三友·翰林府	山东潍坊	34.71	12.00	4.12	1.36	3.36	3.17
合计	--	**217.09**	**85.81**	**65.43**	**5.41**	**8.21**	**6.23**

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很低，主要为小额贷款业务，2019年继续收缩规模，但仍存在回收风险。

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，2019年富汇小额实现收入0.31亿元，利润总额0.22亿元；截至2019年底，富汇小额管理资产规模为5.25亿元，所有者权益4.87亿元，自富汇小额成立至今合计发生坏账金额0.99亿元。

截至2020年3月底，富汇小额贷款余额4.30亿元，其中个人贷款和垫款3.02亿元，企业贷款和垫款1.28亿元；风险拨备0.48亿元；按贷款性质分，其中保证贷款3.07亿元、抵押贷款0.88亿元（按75%抵押率进行抵押率）、质押贷款0.35亿元（按50%质押率进行质押率）。截至2020年3月底，富汇小额逾期金额0.19亿元，逾期率4.50%，含逾期保证借款0.17亿元和逾期抵押借款0.02亿元（抵押物市值0.03亿元，覆盖倍数为1.25倍）；公司共计提贷款损失准备0.48亿元。

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。2019年，公司其他业务实现收入1.09亿元，在主营业务收入占比很小。

2．经营效率

2019年，公司经营效率较上年变动不大，经营效率尚可。

2019年，公司销售债权周转次数同比小幅下降至7.35次，存货周转次数及总资产周转次数同比均呈不同程度增长，分别增至2.63次和0.95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，但考虑到公司将持续投入房地产业务，未来资本化支出将维持一定规模。

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，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7.00亿元，资金来源全部为自有资金，截至2020年3月底已投资3.62亿元，预计2020年4—12月投资额为1.40亿元，2021年投资为1.60亿元，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10月底投入运营，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 15　截至 2020 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 2020 年 3 月底已投资	未来投资计划			预计投入运营时间
						2020 年 4-12 月	2021 年	2022 年	
电子商务软件产业项目	杭州市滨江区	17604	65000	35000	26480	4000	4000	520	2020 年 10 月
春风滨江基地改建项目	杭州市滨江区	42684	101123	35000	9722	10000	12000	3278	2022 年 6 月
合计	--	**60288**	**166123**	**70000**	**36202**	**14000**	**16000**	**3798**	--

资料来源：公司提供

九、财务分析

1. 财务概况

公司提供了2019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2020年一季度财务报表未经审计。

从合并报表范围来看，2019年底公司合并范围因新设和股权受让等方式取得10家子公司，包括浙江风尚服饰有限公司、浙江驭云航空科技有限公司等；因注销和股权转让等方式减少10家子公司，包括杭州世帛服装有限公司、杭州金羊百货有限公司等。截至2020年3月底，公司合并范围较2019年底无变化，合计27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2019年底，公司（合并）资产总额为121.61亿元，所有者权益为36.30亿元（其中少数股东权益25.63亿元）；2019年，公司实现营业收入117.68亿元，利润总额4.47亿元。

截至2020年3月底，公司（合并）资产总额为118.05亿元，所有者权益为35.90亿元（其中少数股东权益25.40亿元）；2020年1—3月，公司实现营业收入13.58亿元，利润总额-0.33亿元。

2. 资产质量

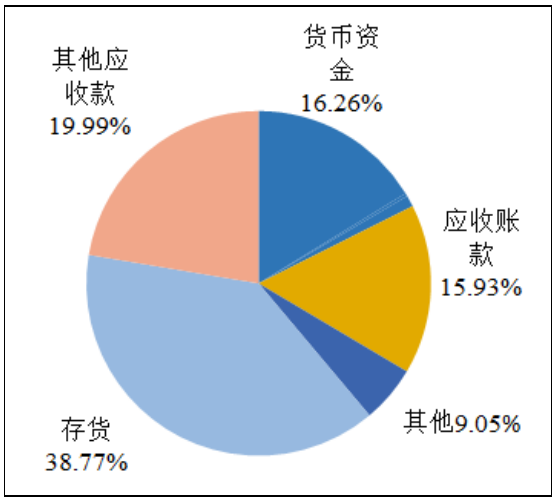
跟踪期内，公司资产构成稳定，资产受限比例低。流动资产中，以房地产开发为主的存货占比仍维持较高水平，销售进度易受调控政策及当地房地产市场供应量影响，对公司资产流动性产生一定负面影响；非流动资产中，富汇小额发放的贷款及垫款存在一定资金回收风险。整体看，公司资产质量尚可。

截至2019年底，公司资产总额为121.61亿元，较上年底下降4.29%，其中流动资产占80.99%，资产构成以流动资产为主。

（1）流动资产

截至2019年底，公司流动资产为98.49亿元，较上年底下降5.84%，主要由货币资金、应收账款、其他应收款和存货等构成。

图3　截至2019年底，公司流动资产构成情况



资料来源：联合资信整理

截至2019年底，公司货币资金为16.01亿元，其中银行存款占76.45%，其他货币资金占23.10%，剩余为少量库存现金；使用受限的货币资金为3.70亿元，受限比例为23.11%。

截至2019年底，公司应收账款期末余额为15.69亿元，主要为货款，较上年底增长11.60%。公司按照账龄组合计提坏账准备的应收账款15.80亿元，其中账龄在1年以内的应收账款占92.99%，1～2年的应收账款占3.53%，公司账龄较短。公司对应收账款累计计提坏账准备0.41亿元，计提比例为2.55%。截至2019年底，公司应收账款前五名占20.87%，集中度一般。

表16　截至2019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	是否为关联方
VICUNIA AG GRINDELWALD	11003	否
ACE DELIGHT INVESTMENTS LIMITE	8309	否
帛源(杭州)服装有限公司	6873	是
BERSHKA BSK ESPANA S.A	4015	否
蓬莱嘉信染料化工股份有限公司	3413	是
合计	**33613**	--

资料来源：公司提供

公司其他应收款主要为关联方组合和应收出口退税款等。截至2019年底，公司其他应收款较上年底下降17.14%至19.68亿元；包括年内子公司新大骏宏公司与关联方企业联合参拍土地，因未拍得土地退回各方款项但尚未收到政府土地拍卖平台退回的保证金（4.05亿元）。公司按照账龄组合计提坏账准备的其他应收款5.53亿元，账龄在1年以内的占64.77%，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7.80亿元，押金保证金4.08亿元，出口退税款1.10亿元等。其他应收款前五名客户占其他应收款余额的47.10%，集中度较高，且湖州新宏房地产开发有限公司为公司关联方（子公司股东的参股企业），往来款4.05亿元。公司共计提坏账准备0.49亿元。

表17　2019年底公司其他应收款前五名情况

（单位：万元）

单位名称	账面价值	款项性质	是否为关联方
湖州新宏房地产开发有限公司	40455	往来款	是
临朐石门坊基础设施建设开发有限公司	20303	土地出让金	否
山东北方纺织集团有限公司	13396	押金保证金	否
出口退税款	11022	出口退税款	否
浙江利新合众股权投资管理有限公司	7511	往来款	是
合计	**92687**	--	--

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。截至2019年底，公司存货为38.19亿元，同比变化不大；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53.97%和21.15%；截至2019年底，公司累计计提存货跌价准备0.27亿元，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2019年底，公司非流动资产23.12亿元，规模和各科目构成较上年底变动不大。

截至2019年底，公司可供出售金融资产账面价值4.34亿元，较上年底变动不大，主要为可供出售权益工具4.33亿元，其中按成本计量的可供出售权益工具占97.52%，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64家公司的投资，投资标的分散。公司累计计提减值准备0.36亿元。

截至2019年底，公司固定资产期末余额7.48亿元，较上年底变动不大；构成上以房屋建筑（占85.81%）和机器设备（占10.12%）为主；截至2019年底公司累计计提折旧5.86亿元，未计提减值准备。

截至2019年底，公司在建工程2.79亿元，较上年底增长93.51%，主要系对新大集团办公楼（1.68亿元）、杭州春风纺织办公大楼（0.67亿元）等持续投入所致；2019年，公司在建工程转固规模为0.13亿元。

截至2019年底，公司其他非流动资产为4.34亿元，较上年底下降12.41%，主要为子公司富汇小额发放的贷款及垫款，其中正常类贷款占71.82%，关注类贷款账面余额占24.12%，次级类和可疑类合计占3.95%。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847.50万元。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2019年底，公司使用受限的资产合计8.97亿元（包括受限资金、固定资产和无形资产），占资产比重为7.38%，受限比例低。

截至2020年3月底，公司资产总额为118.05亿元，较上年底下降4.29%，主要来自应收账款和货币资金的下降；各科目构成较上年底变动不大。流动资产中，公司货币资金为15.40亿元，较上年底下降3.82%，受限资金为2.56亿元，受限比例为16.62%；受疫情影响，公司部分产品销售受阻，销售规模下降，应收账款较上年底下降19.65%至12.61亿元。截至2020年3月底，公司使用受限的资产为7.72亿元（包括受限资金、固定资产和无形资产），占资产比重为6.54%，受限比例低。

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，所有者权益稳定性偏弱。

截至2019年底，公司所有者权益为36.30亿元（含少数股东权益25.63亿元），规模和结构均较上年维持稳定；在归属于母公司权益（10.67亿元）中，实收资本占46.88%，资本公积占12.54%，盈余公积占13.95%，未分配利润占26.72%，其他综合收益为-0.01亿元。截至2020年3月底，公司所有者权益为35.90亿元（含少数股东权益25.40亿元），较上年底小幅下降，主要系利润分配所致。所有者权益构成较上年底变动不大。

（2）负债

跟踪期内，公司负债结构较上年底变动不大，整体债务负担较重，债务结构有待改善。

截至2019年底，公司负债总额为85.32亿元，较上年底下降5.70%；流动负债占负债总额的93.21%，构成以流动负债为主。

截至2019年底，公司流动负债为79.53亿元，主要由短期借款（占33.03%）、应付账款（占17.28%）、预收款项（占13.54%）和其他应付款（占16.12%）构成。

截至2019年底，公司短期借款26.27亿元，较上年底下降10.13%，主要系公司信用借款和商业票据融资规模较上年底下降所致；公司短期借款主要由抵押借款（11.10亿元）、保证借款（13.72亿元）、信用借款（0.53亿元）和质押借款（0.38亿元）等构成。

截至2019年底，随公司业务规模扩大，

应付账款较上年底增长14.90%至13.74亿元，；其中，账龄在1年以内的应付账款占86.33%，整体账龄较短。

截至2019年底，预收款项为10.76亿元，较上年底下降10.99%，主要为预收房款5.70亿元，随房地产销售款规模下降而下降；其中1年以内的占73.50%，1～2年的占25.71%，整体账龄较短。

截至2019年底，其他应付款为12.82亿元，较上年底下降28.18%，主要系暂借款规模下降所致；构成上包括押金保证金（0.83亿元）、暂借款（9.46亿元，其中兴合集团借款2.30亿元已计入短期债务核算）和应付暂收款（1.98亿元）等；其他应付款账龄在1年以内的占69.79%，1～3年的占21.44%，3年以上的占8.77%，整体账龄适中。

表 18 截至 2019 年底公司其他应付款前五名

（单位：万元）

公司名称	账面价值	款项性质	是否计息
浙江正扬建设集团有限公司	0.80	暂借款	否
浙江衢州科邦贸易有限公司	0.48	暂借款	否
李剑刚	0.18	应付暂收款	否
来仁祥	0.22	暂借款	否
黄从容	0.27	暂借款	否
合计	**1.95**	--	--

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

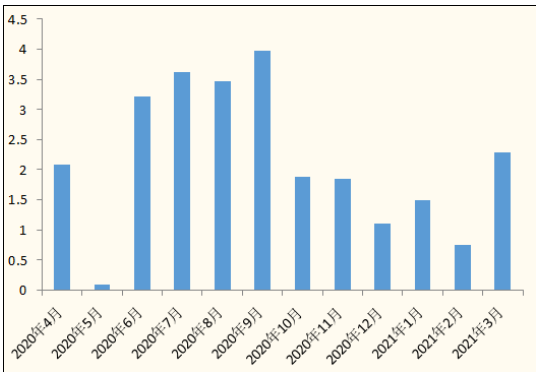
截至2019年底，公司非流动负债较上年底增长46.63%至5.79亿元，主要系公司新增长期借款所致，主要由长期借款构成。

截至2019年底，公司长期借款为4.76亿元，较上年底增长119.35%，主要系增加万向信托贷款2.10亿元和信用借款2.00亿元所致。万向信托贷款系春风集团与万向信托有限公司签订的信托贷款合同，成立“万向信托—紫鑫41号事务管理类单一资金信托”并以该信托资金向春风集团发放贷款，贷款利率为9.15%；信用借款为公司发行的“19浙新大MTN001”（3年期，2亿元，利率6.50%）。截至2019年底，公司长期应付款0.51亿元为应付远东融资租赁款，已计入公司长期债务。

有息债务方面，截至2019年底，公司全部债务42.96亿元，较上年底下降6.75%，其中短期债务为37.69亿元，占全部债务的87.73%，比重较上年底减少5.34个百分点。财务指标方面，截至2019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小幅下降至70.16%和54.20%，长期债务资本化比率较上年底增加4.65个百分点至12.68%。

截至2020年3月底，公司负债总额为82.15亿元，较2019年底小幅下降。流动负债中，应付账款较上年底下降20.66%至10.91亿元，主要系每年一季度为公司付款较为集中的时间段，已付规模较大导致应付账款较上年底下降，同时受到疫情和春节的影响，公司向上游采购规模同比下降所致；非流动负债中，公司专项应付款较上年底增长至1.45亿元，为原计入长期应付款中的融资租赁款等款项调整至专项应付款科目核算所致，有息部分已计入公司长期债务。负债类其他科目较上年底变动不大。有息债务方面，截至2020年3月底，公司有息债务总额为43.76亿元，较2019年底变动不大，其中短期债务占88.26%，一年内到期分布较为均匀，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变动不大，为69.59%和54.93%，长期债务资本化比率为12.52%；公司现金类资产是短期债务的0.44倍。

图4 截至2020年3月底公司短期债务到期分布



资料来源：公司提供

4. 盈利能力

跟踪期内，公司收入规模保持增长，利润主要来自主业积累，非经常性损益对利润形成补充；2019年公司利润规模同比变动不大；2020年一季度，为公司传统销售淡季叠加新冠肺炎疫情影响，公司收入规模同比下降，利润呈现小幅亏损，随新冠肺炎疫情得到控制，公司上半年利润扭亏。

2019年，公司实现营业收入117.68亿元，同比小幅增长；同期，公司营业成本为102.76亿元，同比增幅高于营业收入，2019年，公司营业利润率为11.96%，同比减少0.94个百分点。

2019年，公司期间费用合计10.23亿元，同比小幅增加，期间费用率为8.69%，期间费用控制能力尚可。2019年，公司发生资产减值损失0.65亿元，主要为坏账损失（0.31亿元）和可供出售金融资产减值损失（0.32亿元）。

非经营性损益方面，2019年，公司实现投资收益0.79亿元，主要来自权益法核算的长期股权投资收益（0.38亿元）和处置可供出售金融资产形成的收益（0.38亿元）；公司持有的金融资产因公允价值变动形成收益0.23亿元；其他收益和营业外收入合计为0.38亿元。2019年，公司实现利润总额4.47亿元，同比变动不大。

从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益率为 6.81%，同比有所提升；净资产收益率为 8.84%，同比小幅提升。公司盈利能力维持较好水平。

2020 年 1—3 月，公司实现营业收入 13.58 亿元，同比下降 20.72%，主要系受到新冠肺炎疫情影响所致；营业利润率为 9.57%，较上年同期持平；公司期间费用率为 12.52%，同比小幅增长。2020 年一季度，公司投资收益和营业外收入分别为 0.04 亿元和 0.05 亿元，实现利润总额-0.33 亿元。2020 年上半年，随着新冠肺炎疫情得到有效控制，公司实现利润总额约 0.13 亿元

5. 现金流分析

2019年，公司经营活动净流入规模同比扩大，收入实现质量维持较好水平；投资和筹资活动产生的现金流量净额均呈现净流出，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。

经营活动方面，2019年，公司经营活动现金流入量和流出量分别同比下降7.69%和8.88%至142.79亿元和133.26亿元；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121.55亿元和103.16亿元；公司收到和支付其他与经营活动有关的现金分别为15.95亿元和18.98亿元，为往来款、各类保障金和付现费用。2019年，公司经营活动产生的现金流量净额为9.52亿元，同比增长12.91%。2019年，公司现金收入比为103.29%，同比减少19.09个百分点。

投资活动方面，2019年，公司投资活动现金流入和流出分别同比增长40.63%和16.80%至3.36亿元和4.79亿元。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。2019年，公司投资活动产生的现金流量净额为-1.43亿元。

筹资活动方面，2019年，公司筹资主要依靠银行借款实现，筹资活动现金流出主要为偿还债务，筹资活动产生的现金流量净额为-7.30亿元。

2020年1—3月，公司经营活动产生的现金流量净额为2.48亿元，现金收入比为139.46%；投资活动产生的现金流量净额为-0.06亿元；筹资活动产生的现金流量净额为0.89亿元。

6. 偿债能力

跟踪期内，公司短期偿债指标有所提升，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，2019 年，公司流动比率和速动比率分别同比小幅增长至 123.85%和 75.83%；2020 年 3 月底，上述两项指标分别为 124.38%和 75.38%。2019 年，受经营活动现金流量净额同比增长的影响，公司经营现金流动负债比同比增至 11.97%。截至 2019 年底，公司现金类资产（已剔除受限部分）是短期债务为 0.36 倍；截至 2020 年 3 月底为 0.38 倍。

从长期偿债指标看，2019 年，公司 EBITDA 为 7.48 亿元，同比增长 16.33%；同期，公司全部债务/EBITDA 为 5.75 倍；公司 EBITDA 利息倍数为 1.91 倍。

截至 2020 年 3 月底，公司（合并）对外担保 0.50 亿元，占当期净资产的 1.39%，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 2020 年 8 月 18 日，公司采取反担保措施。截至 2019 年底，浙江福士达资产总额为 25.36 亿元，所有者权益为 5.13 亿元，2019 年实现营业收入 78.81 亿元，净利润为 0.13 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，资信情况良好，代偿风险相对较小。

截至 2020 年 3 月底，公司合并口径内共获得各家商业银行授信额度 56.71 亿元，已使用授信额度为 35.78 亿元，尚未使用的授信额度 20.93 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 2020 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

公司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；2019 年母公司收入规模保持增长，投资收益为母公司利润主要来源，利润总额规模较小。

截至 2019 年底，公司母公司资产总额为 38.98 亿元，维持上年水平，构成仍以流动资产为主。流动资产中，货币资金 2.43 亿元，较上年底下降 47.17%，使用受限的货币资金为 0.77 亿元，受限比例 31.52%；其他应收款账面价值为 17.09 亿元，较上年底小幅增长，主要为应收关联方款项，其中应收浙江新大投资发展有限公司 4.29 亿元；非流动资产中，长期股权投资占比高，系对子公司的投资 11.24 亿元，维持上年水平。

截至 2019 年底，母公司负债总额为 30.79 亿元，较上年底维持稳定，构成仍以流动负债为主。流动负债中，短期借款、其他应付款占比高，分别为 11.05 亿元和 9.54 亿元，其他应付款中包含有息债务（2.30 亿元，为向兴合集团借款）；非流动负债中，包含长期借款 2.00 亿元（“19 浙新大 MTN001”）。截至 2019 年底，母公司资产负债率为 79.17%，有息债务规模为 18.43 亿元（2018 年为 18.72 亿元），以短期债务为主，全部债务资本化比率为 69.12%。截至 2019 年底，母公司所有者权益 8.09 亿元，较上年底小幅下降主要系分配利润所致，其中实收资本 5.00 亿元，未分配利润 0.83 亿元。

盈利能力方面，2019 年，母公司实现营业收入 11.10 亿元，同比增长 12.92%，主要为进出口贸易业务收入；期间费用合计 1.63 亿元，主要为财务费用（1.24 亿元）；非经常性损益方面，母公司 2019 年实现投资收益 1.06 亿元，获得其他收益 0.06 亿元。2019 年，实现利润总额 0.41 亿元，同比下降 43.84%。

现金流方面，2019 年母公司经营活动现金流入量为 16.38 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 13.47 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 5.17 亿元和 3.20 亿元；2019 年母公司经营活动现金流量净额为 2.91 亿元。投资活动现金流量净额 0.66 亿元，筹资活动现金流量净额-4.62 亿元（主要系 2019 年利润分配 2.87 亿元）。

十、存续期内债券偿还能力分析

截至 2020 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，2019 年公司经营活动现金流量净额为存续债券余额的 4.76 倍，EBITDA 为存续债券余额的 3.74 倍，保障能力强。

表19 公司存续债券保障情况（单位：亿元、倍）

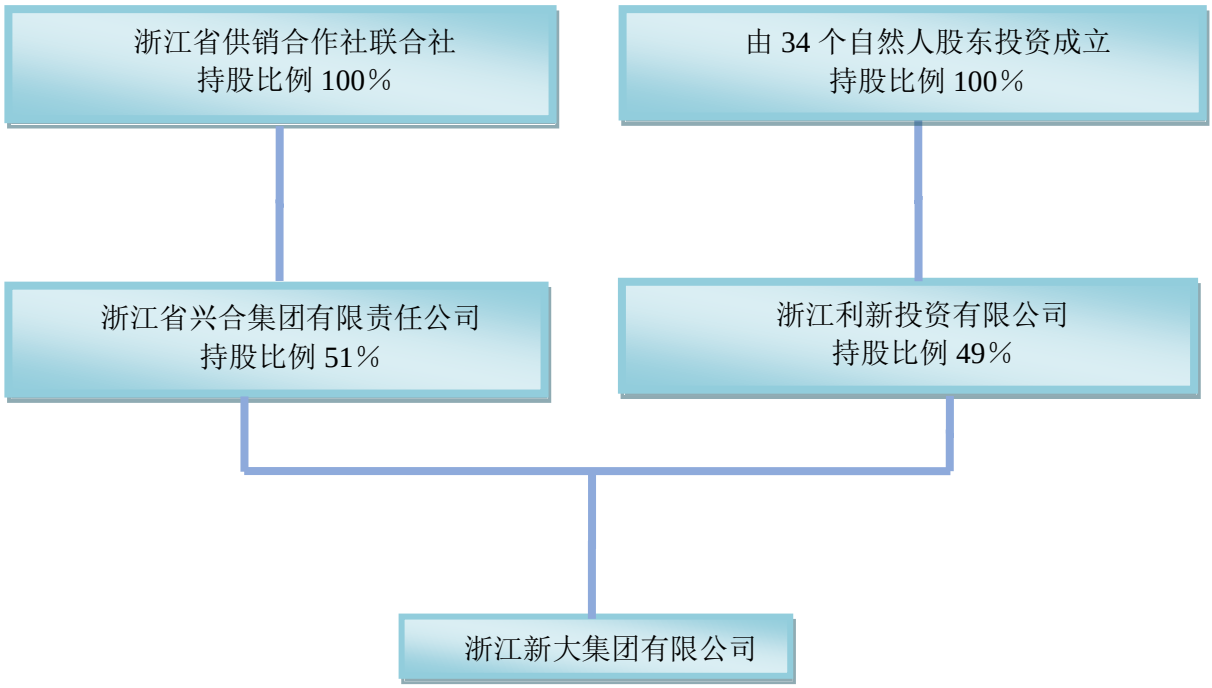
项目	2019 年
一年内到期债券余额	--
现金类资产/一年内到期债券余额	--
经营活动现金流入量/应付债券余额	71.39
经营活动现金流净额/应付债券余额	4.76
EBITDA/应付债券余额	3.74

资料来源：联合资信整理

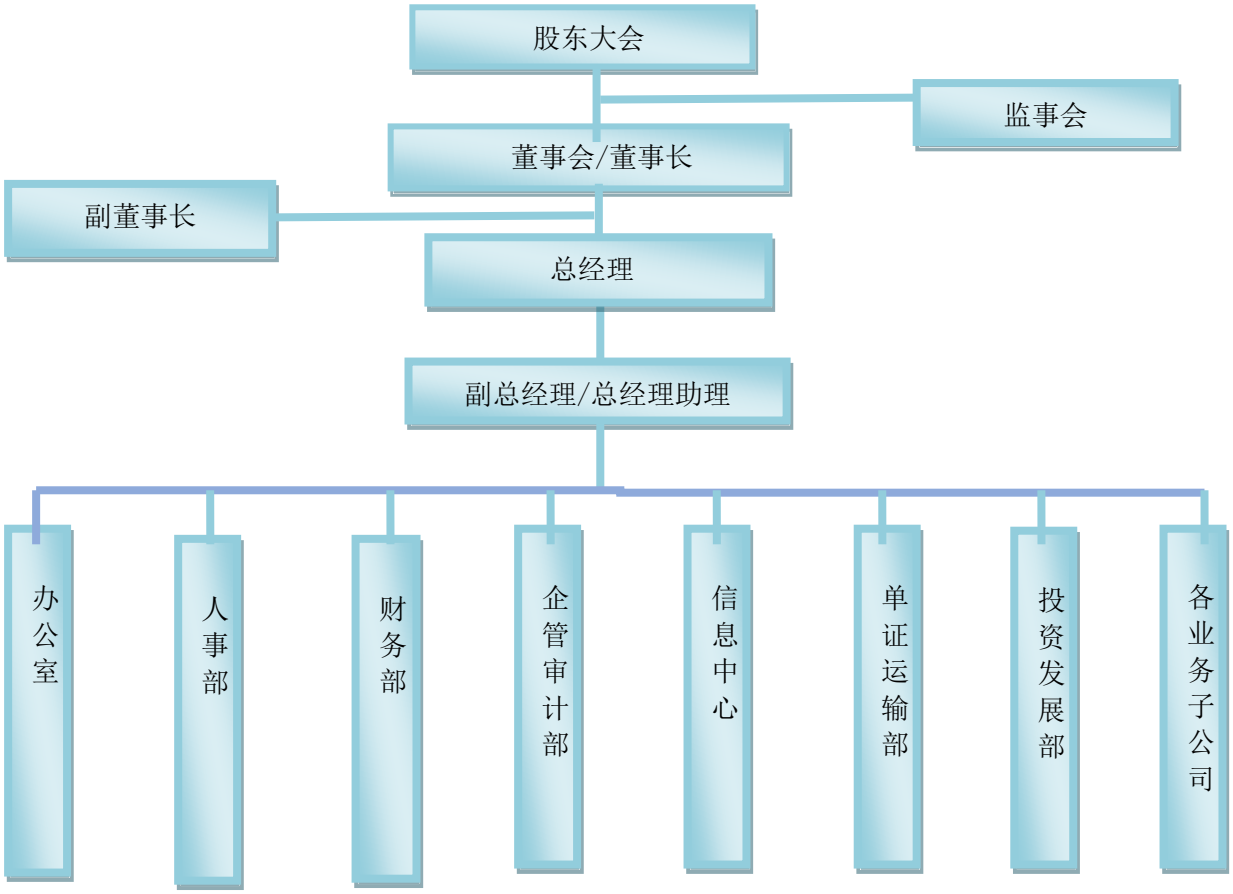
十一、 结论

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 2020 年 3 月底公司股权结构图



附件 1-2 截至 2020 年 3 月底公司组织架构图



附件 1-3　截至 2019 年底公司部分子公司情况

（单位：%）

序号	被投资单位	业务性质	持股比例
1	浙江春风集团有限公司	批发业	55.00
2	浙江畜产大厦物业发展有限公司	服务业	100.00
3	浙江骏宏集团有限公司	批发业	60.00
4	浙江新大商贸有限公司	批发业	67.00
5	浙江三友发展集团有限公司	批发业	55.00
6	浙江华兴羽绒制品有限公司	制造业	36.42
7	桐庐富春江织造集团有限公司	制造业	41.50
8	浙江新大三源控股集团有限公司	批发业	35.00

资料来源：公司审计报告

附件 2-1 主要财务数据及指标（合并口径）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	11.28	12.23	13.63	14.55
资产总额(亿元)	119.03	127.07	121.61	118.05
所有者权益(亿元)	36.40	36.60	36.30	35.90
短期债务(亿元)	43.67	42.87	37.69	38.62
长期债务(亿元)	1.51	3.19	5.27	5.14
全部债务(亿元)	45.17	46.06	42.96	43.76
营业收入(亿元)	112.02	113.15	117.68	13.58
利润总额(亿元)	4.49	4.55	4.47	-0.33
EBITDA(亿元)	6.47	6.44	7.47	--
经营性净现金流(亿元)	3.83	8.43	9.52	2.48
财务指标				
销售债权周转次数(次)	8.72	7.99	7.35	--
存货周转次数(次)	2.25	2.27	2.63	--
总资产周转次数(次)	0.99	0.92	0.95	--
现金收入比(%)	109.08	122.38	103.29	139.46
营业利润率(%)	12.53	12.90	11.96	9.57
总资本收益率(%)	5.17	4.63	6.81	--
净资产收益率(%)	8.55	8.29	8.84	--
长期债务资本化比率(%)	3.97	8.03	12.68	12.52
全部债务资本化比率(%)	55.38	55.73	54.20	54.93
资产负债率(%)	69.42	71.20	70.16	69.59
流动比率(%)	119.60	120.90	123.85	124.38
速动比率(%)	62.23	74.88	75.83	75.38
经营现金流动负债比(%)	4.77	9.75	11.97	--
全部债务/EBITDA(倍)	6.98	7.47	5.75	--
EBITDA 利息倍数(倍)	2.90	3.76	1.91	--

注：公司 2020 年一季度财务数据未经审计；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 2-2 主要财务数据及指标（公司本部/母公司）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
财务数据				
现金类资产(亿元)	1.18	4.61	2.52	3.16
资产总额(亿元)	36.81	39.48	38.89	39.33
所有者权益(亿元)	8.64	9.22	8.09	8.01
短期债务(亿元)	16.90	18.72	13.81	14.13
长期债务(亿元)	0.00	0.00	2.00	2.00
全部债务(亿元)	16.90	18.72	18.11	18.43
营业收入(亿元)	9.99	9.83	11.10	1.17
利润总额(亿元)	0.81	0.73	0.41	-0.08
EBITDA(亿元)	--	--	--	--
经营性净现金流(亿元)	1.31	3.66	2.91	0.45
财务指标				
销售债权周转次数(次)	6.56	7.11	8.50	--
存货周转次数(次)	25.33	35.25	47.95	--
总资产周转次数(次)	0.27	0.26	0.28	--
现金收入比(%)	99.69	98.51	91.65	134.59
营业利润率(%)	11.90	8.91	9.04	1.27
总资本收益率(%)	--	--	6.25	--
净资产收益率(%)	9.26	7.79	4.95	--
长期债务资本化比率(%)	0.00	0.00	19.82	19.98
全部债务资本化比率(%)	66.16	67.00	69.12	69.70
资产负债率(%)	76.51	76.65	79.19	79.63
流动比率(%)	78.00	84.09	84.35	83.35
速动比率(%)	76.81	83.50	83.33	83.35
经营现金流动负债比(%)	4.65	12.53	10.29	--
全部债务/EBITDA(倍)	--	--	--	--
EBITDA 利息倍数(倍)	--	--	--	--

注：公司本部 2020 年一季度财务数据未经审计

附件 3　同行业企业对比数据

发行人	浙商中拓集团股份有限公司	浙江省兴合集团有限责任公司	安徽国贸集团控股有限公司	浙江新大集团有限公司
主体信用等级	AA$^+$	AA$^+$	AA$^+$	AA
企业性质	地方国有企业	社有企业	地方国有企业	社有企业
经营数据时点	**2019 年**			
风险敞口（倍）	0.14	0.26	0.38	0.68
资产减值损失率（倍）	0.00	0.19	0.63	0.55
净营业周期（天）	23.39	50.25	39.02	137.12
财务数据时点	**2019 年**			
资产总额（亿元）	147.14	529.69	332.60	121.61
所有者权益（亿元）	33.84	147.29	85.71	36.30
营业收入（亿元）	734.64	1017.75	508.94	117.68
利润总额（亿元）	7.65	20.34	5.62	4.47
经营活动现金流净额（亿元）	0.67	30.61	17.19	9.52
资产负债率（%）	77.00	72.19	74.23	70.16

注：风险敞口=（应收账款+应收票据+存货+预付款项+其他应收款）/营业收入；资产减值损失率=资产减值损失/营业收入；净营业周期=应收账款周转天数+存货周转天数-应付账款周转天数

资料来源：联合资信根据公开资料整理

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	（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%

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 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