

# 跟踪评级公告

联合[2016]801号

浙江省国有资本运营有限公司：

联合信用评级有限公司通过对浙江省国有资本运营有限公司主体长期信用状况和公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

**浙江省国有资本运营有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”**

**浙江省国有资本运营有限公司公开发行的“15 浙国资”公司债券信用等级为 AAA**

特此公告

联合信用评级有限公司

信评委主任：

二零一六年六月二十八日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号 PICC 大厦 12 层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

# 浙江省国有资本运营有限公司 公司债券 2016 年跟踪评级报告

## 主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

## 债项信用等级

| 债券简称   | 债券规模  | 债券期限 | 本次评级结果 | 上次评级结果 | 上次评级时间     |
|--------|-------|------|--------|--------|------------|
| 15 浙国资 | 16 亿元 | 5 年  | AAA    | AAA    | 2015/07/29 |

跟踪评级时间：2016 年 06 月 28 日

## 主要财务数据：

| 项目               | 2014 年 | 2015 年   |
|------------------|--------|----------|
| 资产总额（亿元）         | 486.74 | 1,252.99 |
| 所有者权益（亿元）        | 57.39  | 309.89   |
| 长期债务（亿元）         | 28.84  | 70.39    |
| 全部债务（亿元）         | 118.50 | 521.03   |
| 营业收入（亿元）         | 529.81 | 2,575.76 |
| 净利润（亿元）          | 2.54   | 20.03    |
| EBITDA（亿元）       | 12.49  | 49.59    |
| 经营性净现金流（亿元）      | 6.51   | 48.95    |
| 营业利润率（%）         | 4.65   | 3.19     |
| 净资产收益率（%）        | 4.98   | 10.91    |
| 资产负债率（%）         | 88.21  | 75.27    |
| 全部债务资本化比率（%）     | 67.37  | 62.70    |
| 流动比率（倍）          | 0.98   | 1.10     |
| EBITDA 全部债务比（倍）  | 0.11   | 0.10     |
| EBITDA 利息倍数（倍）   | 2.36   | 3.53     |
| EBITDA/待偿本金合计（倍） | 0.78   | 3.10     |

注：1、本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2、本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3、EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金。

## 评级观点

2015 年，浙江省国有资本运营有限公司（以下简称“公司”）作为浙江省国资委下属控股型国有独资公司，在政府支持、经营规模、资产质量、企业性质等方面仍具备综合竞争优势；同时联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到大宗商品贸易行业价格波动明显、建筑行业毛利率低等不利因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

2015 年，公司获得政府无偿划拨浙江物产中大集团股份有限公司（以下简称“物产中大”）股份，公司资产和收入规模大幅增加。公司已形成以建筑行业、商品流通行业为主，服务行业、租赁行业等其他行业为辅的经营体系，未来随着公司参股、控股企业规模的不断扩大、股权投资的深入、投融资体系的完善，公司经营规模有望继续保持增长。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级；评级展望为“稳定”；同时维持“15 浙国资”的债项信用等级“AAA”。

## 优势

1. 2015 年，公司的实际控制人仍为浙江省国资委，具备一定的政策优势和资源优势，如国有资产的无偿划转等。

2. 公司主营业务所处的行业主要为建筑、钢铁、汽车和煤炭行业，随着国家政策的倾斜，主营业务之一的建筑行业在不断回暖。

3. 随着物产中大部分股权划转至公司，公司整体资产和盈利规模大幅增长。公司主要子公司盈利能力较强，为“15 浙国资”的到期偿付提供了保障。

4. 公司绝大多数子公司所处的浙江省区域经济较为发达，为公司发展提供了良好的外部环境。

## 关注

1. 公司主营业务所属的建筑业、商贸流通行业与宏观经济运行情况密切相关,行业发展与国民经济的景气程度有很强的关联性,经济增长速度放缓或宏观经济出现周期性波动将对公司的经营状况产生不利的影响。

2. 公司主营业务覆盖建筑业务、商贸流通业务、房地产业务等。子公司商贸流通业务经营范围较广,产业链延伸较长,相关度较低,存在一定的多元化经营风险。

3. 自 2008 年下半年以来,受国际金融危机及我国经济增长减缓的影响,国内钢材、化工、煤炭等大宗商品的价格波动明显。2015 年以来,公司大宗商品销售价格、成本价格下跌非常明显,存在一定的价格波动风险。

4. 主要的建筑材料钢材、水泥等价格波动以及劳务供应具有周期性的特点,对子公司浙建集团的成本影响显著。

5. 2015 年,公司流动负债占比仍较高,负债结构有待改善,公司存在规模较大的应收账款和预付款项,具有一定的资金占用风险。

## 分析师

周 旭

电话: 010-85172818

邮箱: zhouk@unitedratings.com.cn

周 鑫

电话: 010-85172818

邮箱: zhoux@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层 (100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

## 信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

本跟踪评级报告的评级结论是联合评级依据合理的内部信用评级标准和程序做出的独立判断，未因评级对象和其他任何组织或个人的不当影响改变评级意见。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：

周旭 周亮



联合信用评级有限公司

## 一、主体概况

浙江省国有资本运营有限公司原为成立于2007年2月的浙江省综合资产经营有限公司，初始注册资本为1,000万元人民币。2014年6月，浙江省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“浙江省国资委”）出具了《关于同意浙江省综合资产经营有限公司增加注册资本的批复》（浙国资产权〔2014〕30号），同意公司在原注册资本1,000万元的基础上，将17.90亿元资本公积转增注册资本，转增后公司注册资本变更为18.00亿元。2014年6月，公司就上述增资事项在浙江省工商局办理了相关工商变更手续。2015年4月，公司更为现名。截至2015年底，公司注册资本为18.00亿元，为由浙江省国资委实际控制的国有独资公司。

公司属资本投资服务行业。经营范围：资本运营投资，股权管理，资产管理，持有和管理省属国有企业改革剥离、保留的国有资产以及省属国有企业核销资产的管理。

截至2015年底，公司有办公室（党群工作部）、资本运营部、资产管理部、财务部和风险控制部（纪检监察室）共计5个职能部门，各部门职能清晰。截至2015年底，公司本部拥有员工24人。

截至2015年底，公司合并资产总额1,252.99亿元，负债合计943.10亿元，所有者权益309.89亿元，其中归属于母公司所有者权益168.72亿元。2015年公司实现营业总收入2,577.90亿元，净利润20.03亿元，归属于母公司的净利润7.46亿元；经营活动产生的现金流量净额48.95亿元，现金及现金等价物净增加额92.36亿元。

公司注册地址：杭州市体育场路桃花弄2号4楼；办公地址：浙江省杭州市拱墅区潮王路225号红石中央大厦15楼；法定代表人：余兴才。

## 二、债券发行及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可【2015】2182号”文核准，浙江省国有资本运营有限公司获准向合格投资者公开发行面值不超过16亿元的公司债券，债券发行总额16亿元，发行价格为每张100元，发行期限为5年（存续期内附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权），于2015年10月21日发行结束，最终票面利率3.78%，证券简称“15浙国资”，证券代码“136000”，于2015年11月24日上市。该债券付息日为2016年至2020年间每年的10月19日。截至本报告出具日，公司已按照募集说明书约定用款用于补充流动资金，“15浙国资”尚未到付息时间。

## 三、行业分析

2015年公司作为国有独资的控股型企业平台，对公司有重要影响的两大子公司分别为浙江省建设投资集团有限公司（以下简称“浙建集团”）和物产中大，由于2015年底物产中拓股份有限公司（以下简称“物产中拓”）从公司无偿划转，公司不再从事其相关行业，因此其相关行业不再分析。截至2015年底，公司主要从事建筑、钢铁和煤炭贸易等业务，本报告的行业分析围绕上述行业展开。

### 1. 建筑行业

2015年，全年国内生产总值676,708.00亿元，按可比价格计算，比上年增长6.9%，增速创近几年新低；面对不断下行的经济压力，2015年全国建筑业总产值180,757.00亿元，比上年增长

2.29%，与 2014 年增长 10.92% 相比，建筑业总产值增速大幅跳水，国内经济下行对建筑业发展影响较大。

表 1 建筑业总产值占 GDP 的比重（单位：亿元、%）

| 年份     | 国内生产总值     | 增长率 | 建筑业总产值     | 增长率   | 占 GDP 比重 |
|--------|------------|-----|------------|-------|----------|
| 2011 年 | 473,104.00 | 9.3 | 117,059.65 | 22.95 | 24.74    |
| 2012 年 | 519,322.10 | 7.8 | 135,303.34 | 15.58 | 26.05    |
| 2013 年 | 568,845.00 | 7.7 | 159,313.00 | 17.75 | 28.01    |
| 2014 年 | 636,463.12 | 7.4 | 176,713.00 | 10.92 | 27.76    |
| 2015 年 | 676,708.00 | 6.9 | 180,757.00 | 2.29  | 26.71    |

资料来源：国家统计局

2015 年，全年固定资产投资（不含农户）551,590 亿元，比上年名义增长 10.0%，扣除价格因素实际增长 12.0%，实际增速比上年回落 2.9 个百分点。三次产业投资同比分别增长 31.8%、8.0% 和 10.6%。从到位资金情况看，2015 年全年到位资金 573,789 亿元，比上年增长 7.7%。其中，国家预算资金增长 15.6%，国内贷款下降 5.8%，自筹资金增长 9.5%，利用外资下降 29.6%。全年新开工项目计划总投资 408,084 亿元，比上年增长 5.5%。2015 年全国固定资产投资增速也明显回落，这也对建筑业增速的大幅下降产生较大的影响。

建筑业发展状况与国内经济水平、固定资产投资规模变动密切相关，近年来宏观经济下行、固定资产投资增速放缓给建筑业发展带来了一定的负面影响。

从竞争状况来看，2015 年，受宏观经济下行的影响，小型建筑企业被兼并重组或退出，建筑业企业个数为 80,911 家，较 2014 年小幅下降；2015 年建筑业总产值为 180,757 亿元，增速由上年的 10.92% 下降至 2.28%，增速放缓。近年来，建筑行业行业总利润呈波动增长态势，除 2008 年受全球金融危机影响建筑行业利润大幅下降外，建筑行业利润均保持增长，但增长率本身呈下降趋势，反映出行业竞争的相对激烈。

表 2 2010~2015 年建筑行业企业个数及主要经营指标

| 项目      | 2010 年    | 2011 年     | 2012 年     | 2013 年     | 2014 年     | 2015 年     |
|---------|-----------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 企业个数（个） | 71,863    | 72,280     | 75,280     | 78,919     | 81,141     | 80,911     |
| 总产值（亿元） | 96,031.13 | 116,463.32 | 137,217.86 | 160,366.06 | 176,713.40 | 180,757.00 |
| 总利润（亿元） | 3,422.32  | 4,168.20   | 4,818.00   | 5,672.97   | 6,292.57   | --         |

资料来源：Wind 资讯

近年来国家积极推进城镇化建设，截至 2015 年底，我国城镇化率 56.1%，较上年提高 1.33%。伴随着城镇化的推进，国家全面加强城市基础设施建设。

总体看，短期内，受经济不确定性增大的影响，中国宏观经济存在增速持续放缓的压力。基于建筑行业与宏观经济的高相关性，基建投资疲软，以及房地产投资继续下滑，加之其举债经营的特性，建筑企业经营压力加大；但从未来来看，区域经济的持续发展、城镇化建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间，建筑行业仍将伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

## 2. 钢铁行业

2015 年初以来，世界经济复苏缓慢，国内经济发展继续承受下行压力。受需求下降影响，国内钢材市场供大于求矛盾突显，价格竞争日趋激烈，钢材价格持续波动下行，截止 2016 年 5 月 31 日，Myspic 综合钢价指数已降至 88.54，较 2008 年 6 月的最高点下降了 51.60%。

## (1) 原料供给

### 铁矿石

铁矿石约占炼铁成本的 60%~70%，铁矿石价格的波动将直接影响钢材的生产成本。受供给增加、需求减弱影响，2014 年以来进口铁矿石价格出现大幅下跌，由 2014 年初的 133.1 美元/吨下降到 2015 年 4 月的 46.8 元/吨，累计降幅达 86.3 美元/吨。后期有所回升，5 月份稳定在 59 美元/吨左右。由于铁矿石价格下降，国内矿山企业经营出现困难，尤其是鞍钢、首钢、太钢、河北钢铁等自有矿山联合企业原料优势逐渐消失，甚至成为经营发展的负担。国内铁矿石税费负担重的问题突出，不仅造成大量独立矿山停产、减产，而且联合矿山企业也出现亏损、减产现象，不利于国内钢铁产业安全。

### 焦炭

焦炭是支撑钢铁生产的基本原燃料，其产量变动与钢铁行业运行的相关性较大。近十几年来，我国焦炭产量增长十分迅速，产量从 2000 年的 9,696 万吨增加至 2015 年的 44,778 万吨，年均增长率超过 13%。焦炭产量增长率的变化情况基本与粗钢产量增长率的变化情况保持一致，说明粗钢产量的增长是焦炭产量增加的直接动因。

近几年来，焦炭价格受市场供需影响波动较大。2008 年，受上游焦煤成本上升推动，焦炭价格快速上涨，但进入下半年，钢铁企业限产，焦炭价格大幅下跌；2009 年在国家经济刺激政策下，钢铁行业开始复苏，焦炭价格随之上升。2010 年焦炭价格持续波动，但整体呈现温和上升态势。2011 年 9 月以来，钢材市场需求下滑，加之前几年产量增加造成的产能过剩影响，焦炭价格持续走低。2013 年，随着基建市场投资有所回暖，焦炭价格出现小幅增长。进入 2015 年，随着我国经济增速放缓，焦炭价格随着钢铁价格进一步下跌。综合看，由于上游焦煤市场弱势持稳，下游钢铁行业需求较为疲软，短期内焦炭价格将处于弱势盘整状态。

总体看，我国铁矿石供应对外依存度较高，近年国内外铁矿石市场低迷环境有效减轻了企业生产成本；焦炭价格处于历史低位，受行业供求关系影响，未来价格的上涨缺乏有效支撑。原材料总体价格走低对钢铁行业生产带来利好，有助于钢铁企业缓解成本压力，但与此同时钢材价格持续下跌，相当程度上消减了成本降低带来的利好。

## (2) 下游需求

### 钢铁消费总量

我国钢铁消费总量变化受宏观经济形势影响明显，表现出一定的周期性。2000 年至今，我国钢铁消费量逐年增加。2009 年以来，外部经济环境持续不景气，钢铁消费量增速逐年放缓。进入 2015 年，宏观经济未有明显改观，导致表观消费量增速进一步下降，但基建市场投资有所回暖，新型城镇化政策对钢材消费增长有促进作用，中国钢材消费总量还有一定的上升空间。总体上我国钢铁行业供大于求的局面很难改变。

### 下游消费行业情况

中国钢材消费大体分为建筑用钢和工业用钢。其中，建筑类需求（基础设施建设和房屋建设）、机械、汽车、家电、电力和船舶七大行业所消费的钢材占钢材总消费量的比重达到了 80%~90%。建筑类需求是我国钢材消费的主要领域之一，消费量占比达钢材总产量的一半以上。

建筑类需求方面，受国家宏观调控影响，近年来我国房地产业固定资产投资增速有所放缓，但保障性住房建设的不断推进为房地产业固定资产投资提供有力支撑，也有益于未来用钢需求的增长。受国家高铁建设拉动，2009 年以来中国铁路建设投资保持高速增长，对轨梁材需求较大。“十二五”期间，在国家大力建设快速铁路网和高速公路网，逐步形成“五纵五横”运输网的大

背景下, 铁路建设继续保持较高的投资规模和用钢需求, “十二五”铁路建设总投资超过 2.3 万亿。

汽车行业是板型材的主要消费领域。2011 年, 随着需求刺激政策影响的逐步消退, 中国汽车产量增速出现逐步回调趋势, 2012~2014 年, 产量增速均有所回落。2015 年中国汽车产销分别完成 2,450.33 万辆和 2,459.76 万辆, 创历史新高, 比上年分别增长 3.3% 和 4.7%, 总体呈现平稳增长态势。中国汽车市场逐步进入稳定可持续增长阶段, 汽车用钢需求将得到有力支撑。

钢管板材方面, 国家“十三五”规划提出加快西北、东北、西南和海上进口油气战略通道建设, 完善国内油气主干管网, 2015 年国内油气管道总长度达到 16 万公里, 较“十二五”末将增加近 1 倍。在此背景下, 钢管行业的产量呈现快速增长趋势; 从销量来看, 增速却呈平稳下降趋势, 因此呈产能过剩的局面。

总体看, 目前国内保障房建设逐步推进以及高速铁路建设投资规模稳步增加, 对下游钢铁产品过剩的局面有一定缓解作用, 但近年国内经济增速连年放缓, 投资高增长受到抑制, 短期内下游行业对钢材的需求依旧疲软。

### (3) 行业政策

钢铁工业是国民经济的支柱产业, 在我国推进工业化和城镇化进程中发挥着重要作用。近年来, 国家出台了多项行业规划性政策, 以促进钢铁工业的全面、协调和可持续健康发展。

2015 年 4 月经国务院批准, 取消钼铁、钨铁、硅钨铁、其他钨铁硼合金、按重量计含稀土元素 10% 以上的铁合金和其他铁合金的出口关税。2015 年 5 月 1 日起, 铁矿石资源税征收比例将减为按规定税额的 40% 征收。

财政部公告自 2016 年 1 月 1 日起, 降低生铁、钢坯等商品的出口关税。2015 年出口关税为 25% 的生铁和钢坯产品, 2016 年开始将下调到 20%。其中, 72011000 高纯生铁的出口关税则由 25% 下调到 10%。此次炉料产品关税下调, 有利于扩大出口, 消化过剩产能。

2015 年底, 中央经济工作会议确定推进供给侧结构性改革, 去产能是五大任务之首, 并率先在煤炭和钢铁领域展开。

2016 年的政府工作报告提出, 要重点抓好钢铁、煤炭等困难行业去产能, 坚持市场倒逼、企业主体、地方组织、中央支持, 运用经济、法律、技术、环保、质量、安全等手段, 严格控制新增产能, 坚决淘汰落后产能, 有序退出过剩产能。

国家的政策主要在于产业结构调整, 提高钢铁行业市场集中度, 不断提升我国钢铁企业的综合实力, 同时强调增强自主创新能力, 提升行业整体技术水平, 逐步淘汰落后产能。但产能退出将是长期过程, 短期内难以改善钢铁行业供求状况。

总体看, 随着工业化、城镇化不断深化, 以及经济发展方式转变和产业升级, 城乡基础设施投资规模增速放缓, 我国钢铁需求增长速度将放缓, 在需求结构上也将出现一定调整。行业发展重点将着重于钢铁产业结构调整和转型升级; 并以自主创新和技术改造为支持, 提高质量、扩大高性能钢材品种、推进节能降耗、优化区域布局、引导兼并重组、强化资源保障、提高资本开放程度和国际化经营能力, 加快实现由注重规模扩张发展向注重品种质量效益转变。

## 3. 煤炭行业

### (1) 煤炭供需

2015 年, 宏观经济增长趋缓、煤炭下游需求不振、雾霾治理都在继续压缩煤炭需求的增长空间, 全年原煤产量进一步下降至 37.50 亿吨。虽然原煤产量开始下降, 但煤炭市场供大于求矛盾依然突出。煤炭企业库存增加、效益下降、经营压力明显。

我国煤炭市场需求在较大程度上受宏观经济状况和相关下游行业发展的影响，属于典型的需求拉动型市场。从消费结构来看，我国煤炭的需求主要来自于电力、建材、钢铁等行业。2015年，煤炭主要下游行业持续低迷，对煤炭需求形成了一定的压力。

总体看，2015年煤炭市场低迷，供大于求矛盾依然突出，下游电力、房地产、钢铁等行业需求疲软，煤炭产品需求增长乏力。

### （2）煤炭价格

从动力煤方面来看，2015年，受宏观经济发展和固定资产投资增速降低影响，全国用电量增速下滑，动力煤价格持续下降。截至2016年5月底，环渤海动力煤价格指数为389元/吨。从焦煤方面来看，由于下游钢铁行业需求不振，2015年下半年主焦煤价格出现大幅下滑，2016年一季度后出现小幅回升，截至2016年5月24日，我国主焦煤（吕梁产）价格为560元/吨。

总体看，2015年由于下游行业需求不振，焦煤、动力煤等煤炭价格整体处于下行通道，煤炭企业盈利能力下滑。

### （3）行业政策

2015年以来，国家能源局、煤矿安监局和发改委先后发布《关于严格治理煤矿超能力生产的通知》、《做好2015年煤炭行业淘汰落后产能工作的通知》和《关于落实违法违规煤矿煤炭相关治理措施的通知》。

2016年1月，李克强总理视察山西煤矿是强调，在煤炭行业处于产能严重过剩、价格大幅下跌的困难时期，应尽快制定规范煤炭市场、降低企业成本的举措，共同努力让煤炭行业闯过严冬、打开新局面。

2016年2月，国务院发布了《关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》（以下简称“《意见》”），明确了“从2016年开始，用3至5年的时间，再退出产能5亿吨左右、减量重组5亿吨左右”的目标。同时，对于降低产能引发的职工安置这一核心问题，《意见》提出，“设立工业企业结构调整专项奖补资金，按规定统筹对地方化解煤炭过剩产能中的人员分流安置给予奖补”，在2016年3月5日李克强总理的政府工作报告中，明确中央财政将拿出1,000亿元作为奖补资金用于职工安置。

总体看，我国煤炭行业已经进入了政府主导的自上而下的淘汰、优化煤炭产能阶段，有利于未来煤炭市场供需的平衡以及价格稳定，但政策的具体执行情况有待观察。

## 四、管理与经营

### 1. 管理分析

2015年，公司董事和高级管理人员未发生变化，主要管理制度连续，管理运作正常。

### 2. 经营概况

公司是浙江省人民政府授权的国有资产投资和经营主体，其拥有的主要下属子公司主营业务围绕建筑业、商贸流通业、房地产业、租赁和商务服务业四大业务板块展开，其中建筑业、商贸流通业是公司的主要经营领域。公司通过下属子公司浙建集团从事房建工程施工、交通市政施工、BT资本运营等工程施工服务业务，同时，通过下属子公司物产中大从事以钢材、煤炭、化工产品、汽车销售及售后服务为主要品种的大宗商品供应链集成服务业务。

2015年公司实现营业总收入为2,577.90亿元，较2014年大幅增长386.57%，主要系子公司物产中大纳入合并范围所致；2014~2015年公司实现净利润分别为2.54亿元和20.03亿元，相应大幅增长。公司主营业务收入近两年分别为524.28亿元和2,564.48亿元，占营业收入的比重分别为98.96%和99.48%，主营业务十分突出。从公司主营业务收入的构成和盈利情况来看（见下表），随着物产中大纳入公司合并范围，商贸流通业务收入大幅增长至1,976.20亿元，成为公司营业收入的主要构成部分；工程施工业务为500.65亿元，较去年小幅增长8.03%；房产销售业务收入44.83亿元，较去年大幅增长403.71%，主要系物产中大纳入合并范围后，房地产业务整体注入公司所致；其他业务板块占比相对较小。

近两年，公司工程施工板块毛利率分别为6.31%和5.99%，基本保持稳定水平；商贸流通板块毛利率分别为8.38%和2.43%，销售规模扩大但毛利率呈现下降的趋势，主要系物产中大煤炭、钢铁等主要贸易产品价格水平下降所致；房产销售板块毛利率分别为31.71%和23.28%，主要系物产中大纳入合并范围后，房地产业务整体注入公司，物产中大房地产业务毛利率相对较低所致。

表3 2014~2015年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

| 业务板块            | 2014年         |               |             | 2015年           |               |             |
|-----------------|---------------|---------------|-------------|-----------------|---------------|-------------|
|                 | 收入            | 占比            | 毛利率         | 收入              | 占比            | 毛利率         |
| 工程施工            | 463.43        | 87.47         | 6.31        | 500.65          | 19.42         | 5.99        |
| 商贸流通            | 39.16         | 7.36          | 8.38        | 1,976.20        | 76.66         | 2.43        |
| 房产销售            | 8.90          | 1.68          | 31.71       | 44.83           | 1.74          | 23.28       |
| 租赁和商务服务         | 12.50         | 2.36          | 15.76       | 7.11            | 0.28          | 28.05       |
| 其他业务            | 0.29          | 0.05          | 43.31       | 35.69           | 1.38          | 9.53        |
| <b>主营业务收入合计</b> | <b>524.28</b> | <b>98.96</b>  | <b>7.14</b> | <b>2,564.48</b> | <b>99.48</b>  | <b>3.66</b> |
| 利息收入            | --            | --            | --          | 0.73            | 0.03          | --          |
| 手续费及佣金净收入       | --            | --            | --          | 1.40            | 0.05          | --          |
| 其他              | 5.53          | 1.04          | 14.85       | 11.29           | 0.44          | 59.61       |
| <b>营业收入合计</b>   | <b>529.81</b> | <b>100.00</b> | <b>7.22</b> | <b>2,577.90</b> | <b>100.00</b> | <b>3.91</b> |

资料来源：公司年报

注：公司2014年完成收购物产中拓46.13%股份并纳入合并报表，2015年物产中拓不再纳入合并范围；2015年无偿划转给公司物产中大33.81%的国有股权并纳入合并报表范围。

总体看，2015年，随着物产中大纳入公司合并范围，公司营业收入大幅增长。物产中大贸易产品价格水平下降，导致公司整体毛利率有所下降。

### 3. 重要子公司—浙建集团

公司持有浙建集团70%的股权，是公司主要的盈利来源之一。

浙建集团2015年的营业收入为550.03亿元，较去年增长4.09%，主要系业务的扩张所致；其中，2014~2015年主营业务收入占比分别为94.77%和99.25%，占比水平较高，主营业务十分突出。浙建集团主营业务收入主要由房建工程施工板块、房地产板块、交通市政工程板块、工业制造板块和其他业务板块构成。从营业收入来看，2015年浙建集团房建工程施工收入为467.90亿元，较去年增长6.99%，主要系营业规模扩张所致。从毛利率来看，2015年浙建集团工程施工毛利率为6.00%，较去年下降0.31个百分点，呈现小幅下降趋势。

表 4 浙建集团近两年经营业务构成情况 (单位: 亿元、%)

| 主要板块   | 2014 年 |       | 2015 年 |       |
|--------|--------|-------|--------|-------|
|        | 营业收入   | 营业毛利率 | 营业收入   | 营业毛利率 |
| 房建工程施工 | 437.43 | 6.67  | 467.90 | 6.26  |
| 交通市政施工 | 26.63  | 7.86  | 27.32  | 6.82  |

资料来源: 公司提供

### 房建工程施工板块

近年来, 浙建集团先后建设了浙江省人民大会堂、杭州萧山国际机场航站楼等一批精品房建工程, 累计竣工面积 1 亿多平米, 并且多项工程获省部级以上优质工程、国家级优质工程奖。

业务模式: (1) 浙建集团的国内项目主要通过参与公开举行的招投标获得房建工程施工项目, 下属子公司经营部门分别就项目参与投标。对于出现多家子公司参与同一项目竞标情况或造价较高的重大项目, 由浙建集团生产经营部统一协调各子公司参与投标, 以避免系统内部竞标导致损失。中标后的项目主要以建设单位自行施工为主, 但对于中标的重大项目涉及专业施工部分, 为有效利用其他专业公司的相对优势, 在经过建设单位认可的条件下, 在符合法律法规要求对专业施工部分 (主要是涉及大型钢结构和桩基部分) 采用分包方式包给具有相应资质的企业; (2) 海外业务的开拓与承揽统一由其下设的海外部负责, 具体包括市场调研、市场开发以及与当地政府建立业务合作关系。承揽业务模式是先由海外部负责寻找和挖掘海外市场上施工项目招标信息, 进行前期接触和初步判断, 认为可行的, 则再交由国内工程总承包部负责制定具体招标计划, 由海外部负责参与当地工程的公开招标。

原材料采购: 在钢材采购方面, 自 2010 年开始, 公司设立浙江建设金属有限公司作为下属子公司钢材采购集中平台, 目前基本实现了钢材集中采购模式。在水泥和其他建筑材料采购方面, 目前主要由子公司根据项目当地情况自行采购, 未来计划通过商贸物流公司实现大宗建材的集中采购, 进一步降低采购成本。原材料采购结算方式主要采用现款、承兑汇票、赊购等。

房建项目结算模式: 浙建集团承接的国内和海外房建项目均采用项目投标方式, 在签订的合同中对预付工程款的数额、支付时限及抵扣方式, 工程进度款的支付方式、数额及时限, 工程施工中发生变更时, 工程价款的调整方法、索赔方式、时限要求及金额支付方式, 工程竣工价款的结算与支付方式、数额及时限都有明确的约定。

2014~2015 年, 浙建集团的新开工面积分别为 1,500 万平方米和 1,440 万平方米。2015 年, 浙建集团的施工面积为 4,800 万平方米, 房建竣工面积达到 1,282 万平方米, 截至 2015 年底, 浙建集团在手未完工的合同金额为 385.00 亿元, 具体情况见下表。

表 5 房建工程经营情况

| 指标            | 2014 年度 | 2015 年 |
|---------------|---------|--------|
| 新开工面积 (万平方米)  | 1,500   | 1,440  |
| 施工面积 (万平方米)   | 5,600   | 4,800  |
| 竣工面积 (万平方米)   | 1,150   | 1,282  |
| 在施工中标项目数量 (个) | 730     | 770    |
| 在手合同金额 (亿元)   | 380     | 385    |
| 竣工率 (%)       | 20.54   | 26.71  |

资料来源: 公司提供

注: 竣工率=竣工面积/施工面积

从区域上看, 浙建集团在大力开拓省内外建筑施工市场的同时, 也积极承揽海外施工业务, 目前其海外业务主要分布在阿尔及利亚、香港、新加坡等国家和地区。2015 年, 海外业务新签合同额为 97.09 亿元, 较 2014 年减少 8.41%; 业务收入为 45.83 亿元, 较 2014 年增长 82.66%。浙

建集团海外业务主要选择在政治环境较为稳定，风险较低的国家 and 地区，业务运营较为稳定。

总体来看，2015 年房建工程施工仍是浙建集团的主要业务板块和基本收入来源。公司施工能力不断提高，施工规模稳定上升。

### 交通市政施工板块

交通市政施工板块业务主要包括路桥、隧道、市政、交通设施施工和地铁施工，占浙建集团业务比重较低，2014~2015 年收入分别为 26.63 亿元和 27.32 亿元，呈现上涨趋势；板块收入占主营业务收入比重分别为 5.04% 和 1.07%，呈现下降趋势。随着城市化进程的不断推进，交通市政业务发展空间广阔。未来，浙建集团将着重开拓地铁、轻轨建设市场，推动交通市政业务发展。

### 工业制造板块

浙建集团工业制造板块包括建筑设备制造和建筑材料制造，主要产品包括钢结构、管桩、混凝土、地铁管片、建筑应用的塔式起重机、施工升降机等，主要从事工业制造的下属子公司有浙江省建设机械集团有限公司、浙江省天和建材集团有限公司、浙江省二建钢结构有限公司和浙江汇元钢构工程有限公司等，其中浙江省建设机械集团有限公司主要从事建设工程机械、电力施工机械制造，被评为国家高新技术企业，居浙江省起重机行业前列；浙江省天和建材集团有限公司主营混凝土、建筑构件等。2015 年浙建集团进行业务结构调整，工业制造板块收入为 29.13 亿元，较 2014 年下降 24.24%；毛利率为 8.79%，较 2014 年小幅增长 0.49 个百分点。

浙建集团工业制造板块主要依托建筑施工业务，充分发挥了产业链协同效应，预计随着公司建筑业务的不断发展，未来工业制造业务收入将有所增长。

### 房地产开发板块

房地产开发是浙建集团近年来为提高盈利能力而开拓的新业务板块，区域主要在杭州，并逐步向宁波等浙江省内经济发展水平较高、居民支付能力较强的城市发展。在产品类型方面，浙建集团定位于开发满足刚性需求的中端商品住宅为主。由于错过房地产行业发展高峰，浙建集团对房地产开发项目经验积累较少、品牌知名度较低。浙建集团目前从事房地产开发的主要下属企业为浙江省浙建房地产集团有限公司。2015 年，浙建集团的房地产板块收入为 10.23 亿元，较 2014 年增长 14.94%；毛利率为 26.62%，较为稳定。

总体看，浙建集团作为浙江省建筑行业的龙头企业，资质齐全，涵盖了设计、施工、工业制造等各个板块，建造了一系列品牌建筑，并且积极拓展海外市场，紧跟国家政策寻找新的业务增长点。

## 4. 重要子公司—物产中大

根据浙江省人民政府国有资产监督管理委员会 2015 年 1 月 6 日印发的文件《浙江省国资委关于无偿划转省物产集团公司 62% 国有股权的通知》（浙国资产权〔2015〕1 号），将浙江省物产集团有限公司（以下简称“物产集团”）62% 的国有股权无偿划转给公司，增加资本公积 45.28 亿元。浙江省国资委将物产集团 62% 国有股权，以 2014 年 9 月 30 日为基准日，按经审计后账面数无偿划转给公司。

2015 年 9 月 21 日，物产中大收到中国证监会《关于核准浙江物产中大元通集团股份有限公司吸收合并浙江省物产集团有限公司及向煌迅投资有限公司发行股份购买资产并募集配套资金的批复》。截至 2015 年底，物产中大吸收合并物产集团，物产集团法人地位注销。公司直接持有物产中大 33.81% 的股份，成为物产中大第一大股东。本期物产中大纳入合并报表范围后，大幅提升了公司资产经营规模、经济效益和综合实力。

公司持有物产中大 33.81% 的股权，是公司主要的盈利来源之一，物产中大从事金属材料、化

工、煤炭贸易；进出口业务；汽车销售与租赁、设备租赁；房地产开发经营、物业服务；资产管理、投资管理；电子商务技术服务等业务。经过多年持续发展，物产中大市场网络分布广泛，以浙江省为主要市场，布局长三角、珠三角、环渤海湾等国内重要经济区域市场，连接东南亚、中东、欧盟、美国等国际市场。物产中大以大宗商品贸易为最重要的主营业务之一，其中铁矿石为公司最主要贸易商品，受国内钢材的市场需求减少影响，公司铁矿石进口及销售出现大幅下降，近两年物产中大贸易的具体情况见下表：

表 6 物产中大主要进出口贸易情况汇总表（单位：万吨）

| 商品   | 2014 年   |               |          | 2015 年 |               |          |
|------|----------|---------------|----------|--------|---------------|----------|
|      | 进口量      | 出口量<br>(含转口量) | 销售量      | 进口量    | 出口量<br>(含转口量) | 销售量      |
| 钢材   | 0.84     | 259.38        | 2,534.96 | 2.12   | 388.73        | 2,427.17 |
| 铁矿石  | 1,230.48 | 469.68        | 2,476.72 | 427.22 | 175.21        | 1,976.08 |
| 化工产品 | 12.70    | 34.01         | 308.43   | 38.45  | 39.73         | 428.13   |
| 煤炭   | 51.22    | --            | 3,614.81 | 69.27  | --            | 4,296.16 |

资料来源：公司提供

注：上述数据不包含物产中大剥离资产范围的业务数据。

### 钢材业务板块

2015 年，物产中大按照“战略升级、提升发展”的要求对经营业态进行了调整优化，采用连锁分销、配供配送以及供应链相结合等多样化的经营方式，调整优化后，钢材板块主要包括以下经营业态：（1）连锁分销。在事业部层面统一设置采购部门，从上游供应商统一采购，分别设置销售部门从连锁渠道进行分销，统一物流外包。连锁分销有助于提升与供应商的议价能力、稳定采购，提升市场占有率，扩大终端销售。（2）配供配送。包括项目配供和产品配送，项目配供是指直接对某一具体工程项目所需物资进行配供服务，如：高速公路建设、桥梁建设、房地产项目等；产品配送是指为直接用于消费的生产企业等提供物资供应服务，如：钢厂、水泥厂、造纸厂、发电厂等。（3）供应链服务。指围绕供应链客户既提供原材料，又销售其产品，并提供物流、金融、信息、商务、技术等集成服务的模式。一方面可以锁定成本，防止供应商企业恶意抬高价格，另一方面也可以稳定客源，取得多个环节的利润。

与物产中大业务往来频繁的销售客户主要有酒泉钢铁（集团）有限责任公司、山东鲁丽有限公司和青山控股集团有限公司等。

2015 年，钢材业务板块受到国家政策对钢铁行业的宏观调控对钢材价格波动影响较大，尤其体现在对钢贸类企业的影响；另一方面，近年来国家出台了一系列针对房地产行业的宏观调控政策，压缩了钢材的市场需求，进而压缩了物产中大钢材业务板块盈利空间。2015 年物产中大钢材板块营业收入为 900.64 亿元，较去年下降 5.85%；毛利率为 1.26%，较去年下降 0.26 个百分点。

总体看，2015 年，受国内钢材市场需求下降影响，公司钢材板块业务板块盈利空间有所下降。

### 汽车业务板块

浙江物产元通汽车集团有限公司是物产中大控股的经营管理汽车销售业务的主要子公司，主营业务有机电设备、汽车（含小轿车）、摩托车及其配件、金属材料、五金交电化工的销售及相关进出口业务。汽车板块的定价方式是以汽车厂家出厂价为指导价，根据市场供需变化制定相应的价格。

2015 年，物产中大主要盈利模式为依托强大销售网络对向上游汽车厂商采购的汽车产品再次销售，通过购销差价盈利。建店期，公司根据汽车销售品牌体系建设的需要向汽车生产厂家申报品牌，汽车生产厂家审核公司的准入条件通过后同意公司申报，同时要求公司交纳一定金额的汽

车 4S 店建店保证金。公司建造 4S 店采用自建或租赁的方式，通常采用招投标方式建造汽车 4S 店。汽车生产厂家根据汽车 4S 店的建设进度，陆续将建店保证金退还公司。运营期，汽车厂家一般与汽车 4S 店签订年度采购协议，同时汽车 4S 店结合自身销售情况和汽车厂家的商务政策，将年度采购目标分解至每个季度或每个月，按季/月向汽车厂家订货采购。

2015 年，物产中大新增 4S 店 9 家，其中浙江省里 8 家，省外 1 家，汽车销售量为 151,051 辆，同比增长 4.27%。2015 年，物产中大汽车业务板块实现营业收入 211.12 亿元，较去年下降 3.82%；毛利率为 2.60%，较去年减少 0.47 个百分点。

表 7 物产中大汽车板块情况汇总表

| 项目         | 2014 年  | 2015 年  |
|------------|---------|---------|
| 汽车销售量（辆）   | 144,872 | 151,051 |
| 4S 店数量（个）  | 124     | 133     |
| 其中：浙江省内（个） | 113     | 121     |
| 浙江省外（个）    | 11      | 12      |

数据来源：公司提供

物产中大主要上游供应商有：上汽通用汽车销售有限公司、上海上汽大众汽车销售有限公司、一汽大众销售有限责任公司（大众）、一汽-大众销售有限责任公司（奥迪）、北京现代汽车有限公司、长安福特汽车有限公司销售分公司、东风日产汽车销售有限公司、广汽丰田汽车有限公司、郑州日产汽车有限公司、中国进口汽车贸易有限公司等。

物产中大主要的汽车销售品牌包括上海通用、上海大众、奥迪、奔驰、一汽大众、北京现代、进口大众、长安福特、东风日产、进口 JEEP、进口雷克萨斯等。

总体看，公司汽车销售具有较为成熟的运营模式，2015 年汽车销售收入和毛利率有所下降，但整体发展较为稳定，在浙江省内具有较强的竞争优势。

### 煤炭业务板块

物产中大近年来的煤炭板块购销和盈利模式主要如下：（1）集购分销模式。采购部门集聚中小客户和内部销售部门的需求，集中向国内、国外供应商采购，通过销售部门分销给终端或流通用户，或采购部门自行分销给中小客户；（2）供应链服务模式。根据供应商和客户需求，通过嵌入金融、物流、信息等服务，或延长供应链，实现多点盈利；（3）煤炭加工服务模式。利用港口、煤场等有利条件，通过配煤、筛煤等简单的物理加工服务，满足下游客户多样化需求，提高煤炭附加值，争取利润最大化；（4）代理模式。通过与国内外供应商、终端客户达成代理协议，为供应商代理销售煤炭，为终端客户代理采购煤炭；（5）物流集成运作模式。由物产中大总部与港口、海运等物流企业签订战略合作协议，由物产中大物流部统一协调海运租船业务，船型选择等方式，实现费率优惠，降低物流成本。

2015 年，物产中大煤炭板块营业收入为 156.42 亿元，较去年减少 3.16%；毛利率为 1.37%，较去年减少 0.25 个百分点。

2015 年，物产中大主要煤炭供应商有：神华集团有限责任公司、中国中煤能源集团有限公司、大同煤矿集团公司、山西焦煤集团有限责任公司、神华宁夏煤业集团有限责任公司、中煤集团山西金海洋能源有限公司、内蒙古伊泰集团有限公司等。主要下游企业则是热电、化工、钢铁企业等能源消耗性企业有：中国国电集团公司、中国华能集团燃料有限公司、浙江浙能富兴燃料有限公司、广东电力工业燃料有限公司、南方水泥有限公司、浙电集团公司、杭钢集团公司、杭州江东富丽达热电有限公司、中国电力投资集团公司等。

总体看，2015 年，钢材、煤炭和汽车销售作为传统优势业务在物产中大营业收入所占比重稳

定，为物产中大长期稳定的收入来源。

#### 5. 经营效率

随着物产中大纳入公司合并范围内，公司资产和收入规模均大幅增长。公司 2015 年的应收账款周转次数为 25.00 次，存货周转次数为 8.67 次，总资产周转次数为 2.96 次，分别较去年大幅提升。公司的资产周转效率尚可。

总体看，2015 年随着公司资产和收入规模的大幅变动，公司经营效率变动较大。考虑到公司的国资运营的职能，整体经营效率较高。

#### 6. 经营关注

公司作为平台类控股公司，有着典型的控股公司特征，具体业务主要分布在控股、参股企业，公司存在的经营风险主要有如下几点：

(1) 宏观经济环境发展与经济周期变动。公司主营业务主要集中于建筑业、商贸流通等行业，与宏观经济景气程度密切相关，近年来中国 GDP 增长率放缓，进入经济转型期，经营状况受宏观经济及市场影响较大。

(2) 市场竞争。公司主营业务中占比最较大的建筑行业进入门槛低，民营企业、国有企业、外资企业竞争激烈，2015 年我国建筑企业突破 81,000 家；大宗商品贸易行业也由于经济的发展、国内相关行业的完全竞争特质以及进出口贸易的价格冲击等面临着市场竞争的风险。

(3) 多元化经营。公司主营业务覆盖建筑业务、商贸流通业务、房地产业务、租赁和商务服务业务等。其中，公司的商贸流通业务较为复杂，其主营业务包含钢材、铁矿石、化工、煤炭、油品、机电等产品，同时公司还发展与主业相关的流通加工、物业、期货经纪、汽车维修及租赁等服务业。公司商贸流通业务经营范围较广，产业链延伸较长，相关度较低，对于整体的资金实力和公司管控能力均是考验。

(4) 诉讼裁决。截至 2015 年底，子公司物产中大发生未决诉讼仲裁形成的或有事项 30 起，计提坏账准备 8.64 亿元<sup>1</sup>；子公司浙建集团涉及诉讼或仲裁事件 9 起，其中债权标的 16.41 亿元，债务标的 3.38 亿元，公司存在潜在的诉讼风险，可能会影响公司正常生产经营。

#### 7. 重要事项

##### 无偿划出物产中拓股份有限公司 38.81% 股权

根据 2015 年 12 月 14 日国务院国有资产监督管理委员会（以下简称“国务院国资委”）下发的《关于物产中拓股份有限公司国有股东所持股份无偿划转有关问题的批复》（国资产权〔2015〕1263 号，以下简称“《批复》”），国务院国资委同意浙江省国有资本运营有限公司将所持有的物产中拓股份有限公司 152,497,693 股股份（占物产中拓总股本的 38.81%）无偿划转给浙江省交通投资集团有限公司。本次国有股权转让完成后，公司不再持有物产中拓股权。

2016 年 1 月 27 日，物产中拓已在中国证券登记结算有限责任公司办理完毕相关股权股份转让和过户登记手续。

##### 无偿划出浙江长建新型墙体材料有限公司 55% 股权

根据浙江省人民政府国有资产监督管理委员会文件《浙江省国资委关于同意无偿划转浙江长建新型墙体材料有限公司股权的批复》（浙国资产权〔2015〕51 号），本公司本期将持有的浙江长建新型墙体材料有限公司 55% 股权无偿划转给浙江长广(集团)有限公司。

<sup>1</sup>诉讼或仲裁事件的起因主要是合同条款争议、应收或者应付账款拖欠等。

上述事项不对本公司的偿债能力产生影响，不对本公司的正常经营活动产生影响。

### 物产集团被吸收合并

根据浙江省人民政府国有资产监督管理委员会 2015 年 1 月 6 日印发的文件《浙江省国资委关于无偿划转省物产集团公司 62% 国有股权的通知》(浙国资产权(2015)1 号), 将物产集团 62% 的国有股权无偿划转给公司, 增加资本公积 45.28 亿元。浙江省国资委将物产集团 62% 国有股权, 以 2014 年 9 月 30 日为基准日, 按经审计后账面数无偿划转给公司。

2015 年 9 月 21 日, 物产中大收到中国证监会《关于核准浙江物产中大元通集团股份有限公司吸收合并浙江省物产集团有限公司及向煌迅投资有限公司发行股份购买资产并募集配套资金的批复》。截至 2015 年底, 物产中大吸收合并物产集团, 物产集团法人地位注销。公司直接持有物产中大 33.81% 的股份, 成为物产中大第一大股东。

总体看, 本期物产中大纳入合并报表范围后, 大幅提升了公司资产经营规模、经济效益和综合实力。

### 8. 未来发展

公司将充分发挥国有资本投资运作的“操作平台”、“操作载体”和省国资委“操盘抓手”的作用, 实现资本运作、股权管理、投融资三大功能。根据公司的职能定位和发展目标, 将主要开展“存量资产整合、股权资产管理、投融资、产业基金和国资研究”等 5 项业务。具体如下:

(1) 存量资产整合业务。接收并管理省属国企重组整合过程中剥离的资产, 按照资产权属、收益的不同对资产进行分类, 拟定相应的处置方式; 接收省属国企的不良资产, 与金融机构合作对资产进行打包、分级处置; 承担国资运营业务中的产权登记、资产评估、方案审查等管理职能。采取证券化或退出变现的方式进行操作。

(2) 股权资产管理。主动管理公司持有的企业股权, 通过重组、整合等方式, 提升股权价值; 在资本市场对持股上市公司进行市值管理, 逐步拓展到其他上市公司, 以并购股权等方式整合资源。针对被划入的股权和相应的各类资产, 区分名义持股和实际持股部分, 进行分类管理, 并从中获取管理费、股权溢价收入、股权增值收益、可交换债券增发收益。

(3) 投融资业务。落实省委省政府和省国资委下达的政策性投融资业务和主动推进的各类市场化投融资业务。通过信用贷款、企业债、中期票据、短期融资券和可交换公司债等方式进行融资, 利用融资所得投向省内战略性新兴产业、主导产业以及其他省委、省政府要求的投资领域, 获取投资收益和价值提升。

(4) 产业基金业务。优化浙江省产业发展基金管理, 通过设立母基金形式与省内现有基金合作, 投向省内新成立项目和战略性新兴产业, 以及根据省委、省政府要求进行的配套投资; 通过设立境外 SPV 的形式, 开展跨境基金业务, 为省内企业走出去提供资金和资源支持。

(5) 国资研究业务。国资研究业务是公司的新设业务, 主要包括资国企改革政策研究、省内国有企业资本运作方案策划、国资领域前沿问题研究。通过建立专家储备、研究项目分类、工作机制梳理等措施做好国资研究工作。

总体看, 公司未来业务发展思路明确, 发展战略符合浙江省对于国资改革的大趋势。

## 五、财务分析

公司提供的 2015 年财务报告已经天健会计师事务所(特殊普通合伙)审计, 出具了标准无保留意见的审计结论。2015 年度无会计政策、会计估计变更和会计差错更正情况。2015 年公司

新纳入报表公司合计 5 家，由于无偿划转不再纳入公司合并报表的企业合计 2 家。2015 年，由于新纳入报表公司物产中大体量较大且吸收合并公司重要子公司物产集团，大幅提升了公司资产经营规模、经济效益与综合实力，因此财务报表可比性较弱，本报告将以 2015 年财务数据为主要分析对象。

截至 2015 年底，公司合并资产总额 1,252.99 亿元，负债合计 943.10 亿元，所有者权益 309.89 亿元，其中归属于母公司所有者权益 168.72 亿元。2015 年公司实现营业总收入 2,577.90 亿元，净利润 20.03 亿元，归属于母公司的净利润 7.46 亿元；经营活动产生的现金流量净额 48.95 亿元，现金及现金等价物净增加额 92.36 亿元。

### 1. 资产及负债结构

截至 2015 年底，公司资产总额 1,252.99 亿元，较 2014 年底增长 157.42%，其中流动资产合计占 74.86%，非流动资产合计占 25.14%，资产结构以流动资产为主，较上年有无变化。

#### 资产

截至 2015 年底，公司流动资产 938.01 亿元，较 2014 年底增长 150.36%，主要系物产中大并入合并报表所致。公司流动资产主要以货币资金（占比 20.47%）、应收账款（占比 13.17%）、其他应收款（占比 7.08%）以及存货为主（占比 43.48%）。

截至 2015 年底，公司货币资金 192.05 亿元，较 2014 年底大幅增加 232.29%，其中库存现金 617 万元，银行存款 145.79 亿元和其他货币资金 46.20 亿元，公司货币资金受限部分为银行存款 13.61 亿元和其他货币资金 46.20 亿元，受限比例为 31.14%，受限比例较高。

截至 2015 年底，公司应收账款 123.50 亿元，较 2014 年底增加 65.96%，公司应收账款欠款方前五名合计为 7.58 亿元，占比为 6.14%；公司共计提应收账款坏账准备 9.49 亿元，计提比例为 7.13%，计提较为充分。公司应收账款欠款方主要为物产中大贸易等业务销售客户，存在一定的坏账风险。

截至 2015 年底，公司其他应收款 66.44 亿元，较 2014 年底增长 53.30%，公司其他应收账款欠款方前五名合计为 13.31 亿元，占比为 20.03%，欠款方较为分散；公司共计提其他应收账款坏账准备 16.41 亿元，计提比例为 19.81%，计提比例较高，主要为部分其他应收账款账龄较长，预计不可回收，对公司资金造成一定损失。

截至 2015 年底，公司存货 407.87 亿元，较 2014 年底大幅增加 159.24%，公司存货主要由库存商品 89.50 亿元、工程施工 140.59 亿元、开发成本 94.26 亿元和开发产品 75.60 亿元构成。公司共计提存货跌价准备 5.25 亿元，主要为对库存商品和开发成本计提跌价准备。

公司货币资金、应收账款、其他应收款以及存货的大幅的增长均主要系物产中大纳入合并报表范围后，相应的资产规模大幅度增加所致。

截至 2015 年底，公司非流动资产 314.98 亿元，较 2014 年底增长 181.05%，主要系物产中大并入合并报表所致。公司非流动资产主要由可供出售金融资产（占比 25.65%）、长期应收款（占比 14.78%）、投资性房地产（占比 13.67%）、固定资产（占比 23.37%）以及无形资产（占比 6.85%）所构成。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产 80.81 亿元，较 2014 年底大幅增长 626.13%，其中按公允价值计量的可供出售权益工具 55.79 亿元，按成本计量的可供出售权益工具 25.02 亿元。

截至 2015 年底，公司长期应收款 46.55 亿元，较 2014 年底增长 97.58%，其中主要为融资租赁款 28.73 亿元、BT 代建款 15.02 亿元。

截至 2015 年底，公司投资性房地产 43.05 亿元，较 2014 年底大幅增加 602.08%。

截至 2015 年底，公司固定资产 73.60 亿元，较 2014 年底增长 124.38%，其中主要包括房屋及建筑物 37.80 亿元和专用设备 28.16 亿元，固定资产累计计提折旧 37.73 亿元，成新率为 66.57%，成新率一般。

截至 2015 年底，公司无形资产 21.58 亿元，较 2014 年底增长 166.48%，公司无形资产主要以土地使用权（占比 90.73%）为主。

截至 2015 年底，公司可供出售金融资产、长期应收款、投资性房地产、固定资产以及无形资产的增长均系物产中大纳入合并报表范围后，相应的资产规模大幅度增加所致。

### 负债

截至 2015 年底，公司负债合计 943.10 亿元，较 2014 年底增长 119.66%，主要系流动负债增加所致；其中流动负债和非流动负债分别占比 90.16%和 9.84%，公司以流动负债为主，负债结构较 2014 年底变化不大。

截至 2015 年底，公司流动负债 850.26 亿元，较 2014 年底增长 121.36%，主要系物产中大并入合并报表所致。公司流动负债以短期借款（占比 18.16%）、应付票据（占比 13.51%）、应付账款（占比 25.27%）、预收账款（占比 12.40%）、其他应付款（占比 9.65%）、一年内到期的非流动负债（占比 6.88%）和其他流动负债（占比 8.56%）所构成。

截至 2015 年底，公司短期借款 154.45 亿元，较 2014 年底增长了 215.17%，其中保证借款 69.44 亿元、信用借款 37.97 亿元、质押借款 24.96 亿元和抵押借款 16.07 亿元。

截至 2015 年底，公司应付票据 114.90 亿元，较 2014 年底增长了 243.94%，其中银行承兑汇票 96.56 亿元，商业承兑汇票 18.34 亿元。

截至 2015 年底，公司应付账款 214.84 亿元，较 2014 年底增长了 75.73%，从账龄来看，1 年以内占比为 85.56%、1~2 年占比为 10.44%、2~3 年占比为 2.38%和 3 年以上占比 1.62%，公司应付账款账龄集中在 1 年以内，存在一定集中偿付压力。

截至 2015 年底，公司预收账款 105.44 亿元，较 2014 年底增长了 113.80%，主要为预收房款及工程款，从账龄来看，1 年以内占比 80.29%、1 年以上占比 19.71%。

截至 2015 年底，公司一年到期的非流动负债为 58.51 亿元，较 2014 年底增长 715.12%，其中一年内到期的长期借款 32.48 亿元、一年内到期的应付债券 19.97 亿元和一年内到期的中期票据 6.06 亿元。

截至 2015 年底，公司其他流动负债为 72.78 亿元，较 2014 年底增长 1,038.73 倍，主要为应付期货业务客户保证金 20.82 亿元和短期融资券 50.00 亿元，其中短期融资券已计入短期债务。

公司短期借款、应付票据、应付账款、预收账款、一年到期的非流动负债以及其他非流动负债的增长均系物产中大纳入合并报表范围所致。

截至 2015 年底，公司其他应付款 82.04 亿元，较 2014 年底降低了 21.72%，主要系归还交通集团 40 亿借款所致。

截至 2015 年底，公司非流动负债 92.84 亿元，较 2014 年底增长了 105.19%，主要系物产中大并入合并报表所致。公司非流动负债主要由长期借款（占比 39.86%）、应付债券（占比 25.71%）、长期应付款（占比 15.14%）以及递延收益（占比 14.85%）所构成。

截至 2015 年底，公司长期借款 37.00 亿元，较 2014 年底增长 62.45%，其中质押借款 2.27 亿元、抵押借款 6.25 亿元、保证借款 9.19 亿元、信用借款 4.88 亿元、委托借款 7.14 亿元和保证兼抵押借款 7.26 亿元。

截至 2015 年底，公司应付债券 23.87 亿元，较 2014 年底增长 294.10%，其中 2015 年公司债券（15.87 亿元，3 年期），15 浙建投 MTN001（4.00 亿元，3 年期）和 2014 年第一期非公开定向

债务融资工具 4.00 亿元。

截至 2015 年底，公司长期应付款 14.06 亿元，较 2014 年底增长 2.63%，其中应付融资租赁款 9.14 亿元和融资租赁借款 0.38 亿元已计入长期债务。

截至 2015 年底，公司递延收益 13.79 亿元，较 2014 年底增长了 1,104.96%，其中政府补助为 1.85 亿元。

公司长期借款、应付债券、长期应付款以及递延收益的增长均主要系物产中大纳入合并报表范围所致。

截至 2015 年底，公司全部债务 521.03 亿元，较 2014 年底增长 339.69%，其中短期债务 450.64 亿元，占比 86.49%，较 2014 年底增长 402.61%，主要系物产中大并入合并报表所致；长期债务 70.39 亿元，占比 13.51%，较 2014 年底增长 144.10%，主要系本期物产中大纳入合并范围后，相应的负债规模上升所致。截至 2015 年底，公司资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率分别为 75.27%、62.70% 和 18.51%，分别较 2014 年底下降 12.94、4.67 和 14.93 个百分点，主要系物产中大纳入合并报表范围，资产快速增长所致。由于物产中大于 2014 年 12 月 26 日发行规模为 39.40 亿元的永续债并于 2015 年纳入浙江国资合并报表“所有者权益-其他权益工具”中，考虑到债券的性质与特点，若将其从所有者权益中剔除并且认定为长期债务，公司的资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率将分别为 78.41%、64.94%、27.05%，公司负债水平将会有所上升。

### 所有者权益

截至 2015 年底，公司所有者权益为 309.89 亿元，较 2014 年底大幅增加 439.98%，主要系物产中大在本期纳入合并报表范围所致。截至 2015 年底，归属母公司所有者权益 168.72 亿元，较 2014 年底增长了 345.97%，其中以实收资本（占比 10.66%）、其他权益工具（占比 23.35%）、资本公积（占比 42.26%）、其他综合收益（占比 14.59%）和未分配利润（占比 9.03%）为主。少数股东权益 141.17 亿元，较 2014 年底大幅增长了 621.83%，占所有者权益的比例为 45.55%，较 2014 年底占比增加 11.47 个百分点。少数股东权益在公司所有者权益中占比较大。

截至 2015 年底，实收资本 18.00 亿，与年初持平，在归属母公司所有者权益中占比较 2014 年底大幅下降 25.56 个百分点，主要系公司其他所有者权益科目大幅增长所致；其他权益工具 39.40 亿元，为本年新增，系本期因无偿划入物产中大将其纳入合并范围而增加的附特殊条款中期票据（永续债券）；资本公积 71.30 亿元，较 2014 年底大幅增长 669.72%，在归属母公司所有者权益中占比较 2014 年底提升 6.87 个百分点，主要系 2015 年浙江物产集团无偿划转本公司所致；其他综合收益 24.61 亿元，较 2014 年底大幅增长 324.75 倍，在归属母公司所有者权益中占比较 2014 年底提升 7.47 个百分点，主要系以后将重分类进损益的其他综合收益的大幅增长所致；未分配利润 15.23 亿元，较 2014 年底增长 49.29%，在归属母公司所有者权益中占比较 2014 年底降低 12.86 个百分点。

总体看，公司所有者权益由于物产中大在本期纳入合并报表范围而快速增长，其中少数股东权益占比较 2014 年底有所提升，所有者权益稳定性一般。

## 2. 盈利能力

2015 年，公司实现营业收入 2,575.76 亿元，同比增长 386.17%，主要系物产中大在本期纳入合并报表导致公司销售收入大幅增长所致；实现营业利润 22.59 亿元，同比增长 383.88%；实现净利润 20.03 亿元，同比增长 688.04%，其中，归属于母公司所有者净利润 7.46 亿元，占净利润的 37.26%，同比增长 405.84%。

从期间费用方面来看，2015 年公司费用总额 63.30 亿元，较上年增长 284.42%。其中销售费用、管理费用和财务费用分别占比 29.55%、48.74%和 21.70%，具体来看，2015 年公司财务费用为 13.74 亿元，较去年增加 236.97%，主要系公司利息支出的快速增长所致；管理费用 30.85 亿元，较上年增长 165.30%，主要系公司职工薪酬的增长致使管理费用的增加所致；公司销售费用 18.71 亿元，较上年增长 2,364.75%，主要系运输装卸费、广告费及业务经费的增长所致。2015 年，公司费用收入比为 2.46%，较上年下降 0.65 个百分点，主要系物产中大并入公司报表所致，费用收入比为有所下降，整体看公司费用控制能力尚可。

利润构成方面，2015 年，公司营业外收入为 5.98 亿元，较上年大幅增长 450.53%，主要系公司非流动资产处置利得及政府补助收入大幅增长所致。公司营业外收入占公司利润总额的比重为 22.30%，公司利润总额对营业外收入有一定依赖。

从盈利指标来看，2015 年，公司营业利润率 3.19%，较上年减少 1.46 个百分点，主要系公司 2015 年物产中大纳入合并报表范围，总营业成本增速较快所致。2015 年，公司总资本收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 6.77%、4.70%和 10.91%，较上年分别增加 1.75、2.16、5.93 个百分点，主要系公司营业外收入增长较快导致利润总额提升所致。

总体看，随着物产中大并入报表，公司营业收入较 2014 年快速增长并带动营业利润的快速增长，盈利规模迅速扩大，费用控制能力有所提升。公司利润总额对营业外收入有一定依赖，其快速增长带动公司盈利能力的提升。

### 3. 现金流

从经营活动来看，2015 年公司经营活动现金流入 2,913.93 亿元，同比增长 497.25%，主要系物产中大纳入合并报表范围导致销售商品收到的现金大幅增长所致。2015 年，公司经营活动现金净流出 2,864.98 亿元，同比增长 495.15%，净流出规模大幅度增加，主要系并入物产中大公司后购买商品接受劳务支付的现金大幅增加所致。2015 年公司经营活动产生的现金流量净额为 48.95 亿元，同比增长 652.22%。从收入实现质量来看，2015 年公司的现金收入比 111.09%，较上年增加 23.94 个百分点，公司收入实现质量较好。

从投资活动看，2015 年，公司投资活动现金流入 174.35 亿元，较去年增长 271.14%，主要系并入物产中大导致收回投资收到的现金及收到其他与投资活动有关的现金流入增长所致；同期，公司投资活动现金流出 163.14 亿元，较去年增长 84.78%，主要系物产中大持仓的金融资产投入的现金大幅增长所致。2015 年，公司投资活动现金净流入额 0.01 亿元，整体规模很小。

从筹资活动看，2015 年，公司筹资活动现金流入 677.04 亿元，较去年大幅增加 417.51%，主要系物产中大纳入合并报表范围使得取得借款所收到的现金大幅增加所致；筹资活动现金流出 644.43 亿元，较去年大幅提升 645.43%，主要系物产中大纳入合并报表范围导致公司债务大幅增加，偿还债务支付的现金大幅增加所致。2015 年，公司筹资活动现金净流入 32.62 亿元，较上年减少 26.50%，主要系物产中大纳入合并报表范围所致。

总体看，由于物产中大纳入合并报表范围，公司现金流状况变动较大，经营活动现金流呈净流入状态，收入实现质量较好；筹资活动现金流入额较大，能覆盖公司投资活动。

### 4. 偿债能力

从短期偿债能力看，截至 2015 年底，公司流动比率和速动比率分别为 1.10 倍和 0.62 倍，均较上年底略微有所上升，整体变化不大。截至 2015 年底，公司现金短期债务比为 0.49 倍，较上年底有所下降，主要系物产中大纳入合并报表导致短期债务增长所致，公司现金类资产对短期债

务的覆盖程度较低。

从长期偿债能力看，2015年，公司EBITDA为49.59亿元，同比增长296.98%，主要系物产中大纳入合并报表所致。公司EBITDA中折旧占比14.28%，计入财务费用的利息支出占比28.33%，利润总额占比54.03%。2015年，公司EBITDA利息倍数为3.53倍，EBITDA对利息保障能力较好；公司EBITDA全部债务比为0.10倍，EBITDA对全部债务的保护能力很弱。此外，考虑到浙江省在公司运营方面的补助力度较大（2015年政府补助占公司营业外收入的24.66%），公司长期偿债能力实际好于指标水平。整体看公司长期偿债能力一般。

截至2015年底，公司除对客户提供的按揭贷款担保外，公司对外担保金额为2.19亿元，占净资产的比例为0.71%。

截至2015年底，子公司物产中大发生未决诉讼仲裁形成的或有事项30起，计提坏账准备8.64亿元<sup>2</sup>；子公司浙建集团涉及诉讼或仲裁事件9起，其中债权标的16.41亿元，债务标的3.38亿元，公司存在潜在的诉讼风险，可能会影响公司正常生产经营。

公司在各大银行等金融机构的资信情况良好，获得较高的授信额度，间接债务融资能力较强。截至2015年12月31日，公司共获得金融机构授信总额度折合人民币1,333.20亿元，其中已使用银行授信额度448.51亿元，未使用银行授信余额884.69亿元。公司间接融资渠道较畅通。

根据代码为（G1033010601778160X）中国人民银行征信中心出具的企业信用报告，截至2016年6月6日，公司无未结清和已结清的不良信贷信息记录，公司过往信贷信息记录较好。

整体来看，随着物产中大资产并入公司，公司资产及收入规模大幅增长。同时浙江省政府对公司的支持力度大，公司整体偿债能力较强。

## 六、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至2015年底，公司现金类资产（货币资金、交易性金融资产、应收票据）达222.61亿元，约为“15浙国资”本金（16.00亿元）的13.91倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；净资产达309.89亿元，约为债券本金（16.00亿元）的19.37倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15浙国资”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2015年，公司EBITDA为49.59亿元，约为债券本金（16.00亿元）的3.10倍，公司EBITDA对公司债券的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司2015年经营活动产生的现金流入2,913.93亿元，约为债券本金（16.00亿元）的182.12倍，公司经营活动现金流入量对本次债券的覆盖程度很高。

综合以上分析，随着国企改革的深入推进，公司国有资本运营的职能得到充分发挥，公司经营规模大幅增长，盈利能力提升。并考虑到公司经营规模、资产质量、企业性质及政府支持等因素，公司对“15浙国资”的偿还能力很强。

## 七、综合评价

2015年，公司作为浙江省国资委下属控股型国有独资公司，在政府支持、经营规模、资产质量、企业性质等方面仍具备的综合竞争优势；同时联合评级也关注到大宗商品贸易行业价格波动明显、建筑行业毛利率低等不利因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

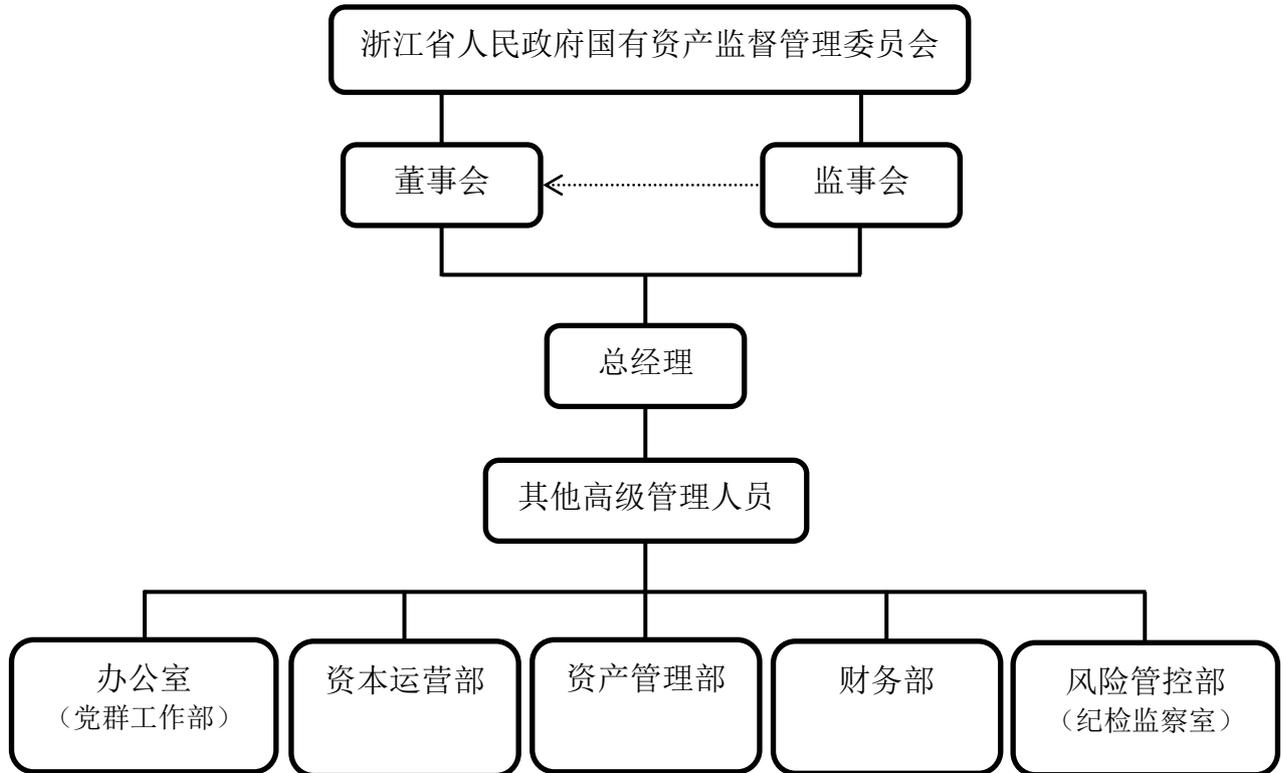
2015年，公司获得政府无偿划拨物产中大股份，公司资产和收入规模大幅增加。公司已形成

<sup>2</sup>诉讼或仲裁事件的起因主要是合同条款争议、应收或者应付账款拖欠等。

以建筑行业、商品流通行业为主，服务行业、租赁行业等其他行业为辅的经营体系，未来随着公司参股、控股企业规模的不断扩大、股权投资的深入、投融资体系的完善，公司经营规模有望继续保持增长。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级；评级展望为“稳定”。同时维持“15浙国资”的债项信用等级“AAA”。

### 附件 1 浙江省国有资本运营有限公司 组织结构图



## 附件 2 浙江省国有资本运营有限公司 主要财务指标

| 项目                | 2014 年 | 2015 年   |
|-------------------|--------|----------|
| 资产总额 (亿元)         | 486.74 | 1,252.99 |
| 所有者权益 (亿元)        | 57.39  | 309.89   |
| 短期债务 (亿元)         | 89.66  | 400.64   |
| 长期债务 (亿元)         | 28.84  | 70.39    |
| 全部债务 (亿元)         | 118.50 | 521.03   |
| 营业收入 (亿元)         | 529.81 | 2,575.76 |
| 净利润 (亿元)          | 2.54   | 20.03    |
| EBITDA (亿元)       | 12.49  | 49.59    |
| 经营性净现金流 (亿元)      | 6.51   | 48.95    |
| 应收账款周转次数 (次)      | 7.95   | 25.00    |
| 存货周转次数 (次)        | 3.23   | 8.67     |
| 总资产周转次数 (次)       | 1.27   | 2.96     |
| 现金收入比率 (%)        | 87.15  | 111.09   |
| 总资本收益率 (%)        | 5.02   | 6.77     |
| 总资产报酬率 (%)        | 2.54   | 4.70     |
| 净资产收益率 (%)        | 4.98   | 10.91    |
| 营业利润率 (%)         | 4.65   | 3.19     |
| 费用收入比 (%)         | 3.11   | 2.46     |
| 资产负债率 (%)         | 88.21  | 75.27    |
| 全部债务资本化比率 (%)     | 67.37  | 62.70    |
| 长期债务资本化比率 (%)     | 33.44  | 18.51    |
| EBITDA 利息倍数 (倍)   | 2.36   | 3.53     |
| EBITDA 全部债务比 (倍)  | 0.11   | 0.10     |
| 流动比率 (倍)          | 0.98   | 1.10     |
| 速动比率 (倍)          | 0.57   | 0.62     |
| 现金短期债务比 (倍)       | 0.71   | 0.49     |
| 经营现金流动负债比率 (%)    | 1.69   | 5.76     |
| EBITDA/待偿本金合计 (倍) | 0.78   | 3.10     |

### 附件 3 有关计算指标的计算公式

| 指标名称              | 计算公式   |
|-------------------|--|
| <b>增长指标</b>       |  |
| 年均增长率             | (1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期×100%<br>(2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) <sup>1/(n-1)</sup> - 1]×100% |
| <b>经营效率指标</b>     |  |
| 应收账款周转次数          | 营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]   |
| 存货周转次数            | 营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额)/2]   |
| 总资产周转次数           | 营业收入 / [(期初总资产+期末总资产)/2]   |
| 现金收入比率            | 销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 × 100%   |
| <b>盈利指标</b>       |  |
| 总资本收益率            | (净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] × 100%                             |
| 总资产报酬率            | (利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] × 100%  |
| 净资产收益率            | 净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] × 100%   |
| 主营业务毛利率           | (主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 × 100%  |
| 营业利润率             | (营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 × 100%  |
| 费用收入比             | (管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 × 100%   |
| <b>财务构成指标</b>     |  |
| 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%  |
| <b>长期偿债能力指标</b>   |  |
| EBITDA 利息倍数       | EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)   |
| EBITDA 全部债务比      | EBITDA / 全部债务  |
| 经营现金债务保护倍数        | 经营活动现金流量净额 / 全部债务  |
| 筹资活动前现金流量净额债务保护倍数 | 筹资活动前现金流量净额 / 全部债务   |
| <b>短期偿债能力指标</b>   |  |
| 流动比率              | 流动资产合计 / 流动负债合计  |
| 速动比率              | (流动资产合计-存货) / 流动负债合计   |
| 现金短期债务比           | 现金类资产 / 短期债务   |
| 经营现金流动负债比率        | 经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 × 100%   |
| 经营现金利息偿还能力        | 经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)   |
| 筹资活动前现金流量净额利息偿还能力 | 筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)  |
| <b>本次债券偿债能力</b>   |  |
| EBITDA 偿债倍数       | EBITDA / 本次债券到期偿还额   |
| 经营活动现金流入量偿债倍数     | 经营活动产生的现金流入量 / 本次债券到期偿还额   |
| 经营活动现金流量净额偿债倍数    | 经营活动现金流量净额 / 本次债券到期偿还额   |

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+应付短期债券+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+固定资产折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

## 附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

AAA 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：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 级：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。