

信用等级公告

联合[2017]891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贵公司主体长期信用状况和贵公司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”的债券信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：



周旭

二零一七年六月二十三日

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 2017 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(3+2) 年	AAA	AAA	2016/06/28

跟踪评级时间：2017 年 6 月 23 日

主要财务数据

项目	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	1,243.77	1,342.27
所有者权益 (亿元)	300.71	335.61
长期债务 (亿元)	69.02	86.53
全部债务 (亿元)	446.88	449.87
营业收入 (亿元)	2,575.74	2,637.19
净利润 (亿元)	18.10	27.19
EBITDA (亿元)	47.56	64.79
经营性净现金流 (亿元)	48.95	0.49
营业利润率 (%)	3.21	3.54
净资产收益率 (%)	10.11	8.55
资产负债率 (%)	75.82	75.00
全部债务资本化比率 (%)	59.78	57.27
流动比率 (倍)	1.09	1.03
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.11	0.14
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.08	3.72
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	2.97	4.05

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；4、公司在 2016 年度财务报表中进行重大前期会计差错更正，并对 2015 年的财务数据进行追溯重述，本报告 2015 年的数据来自公司 2016 年财务报表的期初余额或上年同期数；5、本报告将公司其他流动负债中的短期债券、长期应付款中的应付融资租赁款调整至债务核算。

评级观点

2016 年，浙江省国有资本运营有限公司（以下简称“公司”或“国资公司”）改建为浙江省省级国资运营平台，作为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”）监管的省政府一级控股型国有独资公司，在外部发展环境、经营规模、政府支持等方面进一步增强了综合竞争优势。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到 2016 年公司应收及预付类款项规模增长，且坏账损失有所增加，受限资产占净资产比例较高，债务期限结构有待优化，利润来源对投资收益依赖较高等不利因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

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，且随着浙江省国有企业改革的深入推进，公司国有资本运营职能将进一步充分发挥，公司经营规模及盈利能力有望继续提升。

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. 2016 年，浙江省经济、财政实力仍较强，公司实际控制人为浙江省国资委，具备一定国有资产及资源优势。

2. 2016 年，公司建筑施工业务板块项目储备仍较丰富，未来收入有望进一步提高；商贸流通板块贸易量大，具有规模优势，经营较为稳定。

3. 作为浙江省属重要的国有资产控股运营主体，公司继续发挥重要职能，浙江省国资委对公司的功能定位明确，并进一步在资产、股权划拨等方面给予公司大力支持。

关注

1. 2016 年，公司应收及预付类款项规模进一步增长，坏账损失亦有所增加，面临一定资金占用压力和回收风险。

2. 截至 2016 年末，公司因抵、质押而受限的资产规模较大，受限资产占净资产的比例较高，或将带来一定流动性压力；公司资产负债率较高，短期债务在全部债务中占比较高，债务期限结构有待优化。

3. 2016 年，公司利润来源对投资收益的依赖程度较高，主营业务盈利能力有待改善。

分析师

杨世龙

电话：010-85172818

邮箱：yangsl@unitedratings.com.cn

杨 婷

电话：010-85172818

邮箱：yangt@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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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：


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（以下简称“公司”或“国资公司”）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。2014年6月，经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”）批复，公司将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。2015年4月，公司变更为现名。根据浙国资发〔2016〕9号文件，浙江省国资委明确公司为省级国资运营平台，根据公司功能定位和后续发展需要，提高公司注册资本金，并支持公司优先参与省属企业重组整合、资产证券化、上市公司资本运作等项目，实现国有资本价值最大化。根据浙江省国资委2017年3月15日出具的文件《浙江省国资委关于同意省国资运营公司资本公积转增注册资本的批复》（浙国资产权〔2017〕7号），公司在原注册资本18.00亿元的基础上，通过资本公积转增资本方式增加注册资本82.00亿元，已于2017年4月14日办妥工商变更登记手续。截至2017年5月末，公司注册资本为100.00亿元，仍是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，截至2016年末经营范围为“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中剥离、保留的国有资产以及省属国有企业核销资产的管理”。为充分体现经营业务特征，2017年4月，公司经营范围变更为“投资与投资管理及相关咨询服务，资产管理与处置，股权管理，股权投资基金管理，金融信息服务。（未经金融等监管部门批准，不得从事向公众融资存款、融资担保、代客理财等金融服务）（依法须经批准的项目，经相关部门批准后方可开展经营活动）”。

截至2017年5月末，公司总部下设办公室、党群工作部、组织（人力资源）部、纪检监察部、投资发展部（产业研究中心）、资产运营管理部、股权管理部、财务管理部和审计法务风控部9个职能部门。公司总部拥有员工62人。

截至2016年末，公司合并资产总额1,342.27亿元，负债合计1,006.66亿元，所有者权益（含少数股东权益）合计335.61亿元，其中归属于母公司所有者权益172.70亿元。2016年，公司实现营业总收入2,639.93亿元，营业收入2,637.19亿元，净利润（含少数股东损益）27.19亿元，其中归属于母公司所有者的净利润9.72亿元；经营活动产生的现金流量净额0.49亿元，现金及现金等价物净增加额10.24亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市求是路8号公元大厦北楼25楼；法定代表人：桑均尧。

二、债券概况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，公司获准面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，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%，债券简称“15浙国资”，证券代码“136000.SH”，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。按照募集说明书约定，公司债券募集资金用途为补充流动资金；截至本报告出具日，“15浙国资”扣除相关费用后的募集资金已使用完毕，其中2.65亿元用于偿还金融机构贷款和支付利息，其余款项主要用于对浙江省浙商资产管理有限公司增资、受让浙江省建设投资集团股份有限公司部分资产等。公司已于2016年10月完成“15浙国资”第一年度的利息兑付工作。

三、行业分析

作为控股型国有资本投资运营主体，2016年对公司有重要影响的两大子公司仍为浙江省建设投资集团股份有限公司（以下简称“浙建集团”）和物产中大集团股份有限公司（以下简称“物产中大”）。截至2016年末，公司仍主要从事建筑施工、钢材和煤炭贸易、汽车销售等业务，本报告行业分析部分将围绕上述行业展开。

1. 建筑行业

建筑业作为国民经济重要支柱产业之一，其发展状况与经济水平、固定资产投资规模密切相关。2016年，国内生产总值按可比价格计算比上年增长6.7%，增速较上年降低0.20个百分点；全社会固定资产投资额扣除价格因素后较上年实际增长8.6%，增速比上年回落3.2个百分点。国内生产总值及固定资产投资额增速持续回落，传统建筑施工业务的整体发展形势仍较为严峻。

从细分领域看，建筑施工主要由房屋建筑和市政基础设施施工业务构成。房屋建筑市场受房地产行业影响很大，2016年全国房地产开发投资额完成10.26万亿元，同比增长6.9%，增速较上年提高5.9个百分点。2016年，基础设施投资额完成11.89万亿元，同比增长17.4%，增速同比提高0.20个百分点。2016年房地产和基础设施投资有所回升，为房建及市政基础设施施工业务发展提供有利条件，但开工建设较资金投入可能有一定滞后。

从行业整体经营情况看，2016年全国建筑业总产值19.36万亿元，较上年增长7.10%，增速较2015年的2.29%大幅提高。2015年受经济下行压力增大、“去库存”政策导致房地产投资低迷等因素影响，建筑业新签合同额增速为-0.12%，出现负增长；2016年受政府一系列“稳增长”政策影响，建筑施工行业有所回暖，全年新签合同额21.28万亿元，同比增长15.38%，新签合同额的增长将对未来一段时期建筑业的发展提供有力保障。

从竞争状况来看，建筑市场准入门槛低导致建筑业市场化程度高，企业数量众多，行业集中度低，市场竞争激烈，行业利润水平较低。截至2016年末，我国建筑业企业个数为83,017家，较上年末大幅增加。近年来，建筑业行业总利润呈波动增长态势，2012年以来建筑行业利润均保持增长，但增长率呈下降态势，反映出行业竞争的相对激烈。

表1 2012~2016年建筑行业企业个数及主要经营指标

项目	2012年	2013年	2014年	2015年	2016年
企业个数(个)	75,280	78,919	81,141	80,911	83,017
总产值(亿元)	137,217.86	160,366.06	176,713.40	180,757.00	193,566.78
利润总额(亿元)	4,776.14	6,079.25	6,407.13	6,451.23	--

资料来源：Wind资讯

建筑业上游行业主要是为建筑企业生产提供原材料的企业，如钢铁、水泥等。2016年的钢铁去产能、环保限产使我国钢铁产量得到控制，钢铁价格自2016年下半年开始回升。2016年以来，水泥企业停窑限产次数有所增加，间接影响了水泥的供应，助推了水泥价格的上涨。

垫资施工是目前众多施工企业承揽项目的先决条件，同时在经济下行压力较大、国家推行楼市调控的经济、政策环境下，建筑企业仍普遍存在应收账款回收速度放缓、债务规模扩大、资产负债率持续高企的问题。

行业发展方面，2016年下半年以来，房地产开发投融资及销售政策有所收紧，未来房建施工业务发展有不确定性。近年来国家积极推进城镇化建设并将全面加强城市基础设施建设，基础设

施投资建设仍将为建筑业提供有力的增长点。从全球范围看，我国政府积极推进“一带一路”建设，加强与沿线国家的务实合作，建筑企业海外施工业务面临较好的发展条件。

总体看，2016年中国经济增速继续放缓，基于建筑行业与宏观经济高度相关性及其举债经营的特性，建筑企业仍面临一定经营压力与财务风险；国家依托投资拉动经济、推进城镇化建设等为建筑业企业提供了市场空间，但近期房地产行业政策收紧，未来房建市场需求仍面临不确定性。

2. 大宗商品贸易行业

(1) 钢材贸易

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。2016年，宏观经济形势未有明显改观，钢材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。

从供给端看，钢材贸易的上游行业是钢铁、钢材制造商。受去产能、环保限产政策和产业结构调整影响，2016年我国主要钢材产量有所减少。2016年，钢铁制造的主要原材料煤炭、焦炭及铁矿石等价格有所回升，推高钢铁制造企业的成本压力。

需求方面，钢材的主要下游行业包括机械、建筑、汽车等，2016年有所回暖。机械用钢主要包括型材、锻件等，机械装备行业发展与房地产、基建等密切相关。建筑钢材需求主要来自房地产开发和基础设施建设，2016年受信贷释放影响全国房地产开发投资增速较上年提高5.9个百分点，但2016年9月起房地产政策有所收紧，未来发展形势尚不明朗；基础设施投资同比增长17.4%，增速同比提高0.20个百分点，2017年初多省发布了重点基础设施建设项目投资计划，对拉动钢材需求产生积极影响。2016年我国汽车产量为2,819.31万辆，同比增长13.10%，受基数较低以及小排量汽车购置税减半¹政策刺激销售等影响，增速较上年大幅回升；但2009~2010年汽车行业爆发式增长积累了过剩产能，汽车行业整体增速趋缓，且根据2016年12月的财税〔2016〕136号文件，小排量汽车购置税由5%调增至7.5%，未来小排量汽车消费增速或将收窄。

价格方面，2015年钢材价格深度下跌，钢铁行业处于低谷。2016年以来，煤炭、焦炭价格上涨，为降低生产成本，提升热轧卷板等高毛利产品产量，钢厂大量增加高品位铁矿石使用比例，铁矿石价格快速上涨。受焦炭、铁矿石等原燃料价格高位震荡导致钢材成本上升、国家推行“三去一降一补”化解钢铁过剩产能政策、信贷投放增加推动钢材主要下游行业回暖、黑色系大宗商品上涨等多重因素影响，各主要钢材品种的价格呈波动上涨趋势，但自2017年4月起出现下跌。

钢铁贸易商是钢铁供应链中连接上游厂商及下游消费者的重要枢纽，2016年钢材价格整体波动上涨或将提高钢材贸易商的利润空间。但钢贸行业进入门槛较低，产品、服务同质化程度高，竞争激烈，行业利润水平不高。

总体看，2016年钢铁下游行业回暖带动钢铁、钢材市场价格回升，钢材贸易行业形势有所回暖，但行业整体利润水平仍不高。

(2) 煤炭贸易

供给方面，2016年是煤炭行业供给侧改革的第一年，2016年，煤炭供给侧改革计划去产能目标2.50亿吨，已超额完成，原煤产量较上年进一步下降10.22%至33.64亿吨。

需求方面，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，我国煤炭需求主要来自于火电、钢铁、建材、化工等行业，2016年煤炭主要下游行业增速有所回升，产量有所增长，释放了一定用煤需求。

¹ 根据财政部和国家税务总局发布的《关于减征1.6升及以下排量乘用车车辆购置税的通知》（财税〔2015〕104号），自2015年10月1日起至2016年12月31日止，对购置1.6升及以下排量乘用车减按5%的税率征收车辆购置税。

价格方面,受国家供给侧改革实施影响,2016年动力煤价格小幅上涨,截至2016年6月末,环渤海动力煤均价回升至401元/吨,截至2016年末,环渤海动力煤均价593元/吨,已升至2013年中旬水平。2017年1~3月,受季节性需求增长影响,国家发改委陆续放开先进产能的年开采时间,煤炭短期供给增长,价格较为稳定。考虑到国民经济下行压力较大、发改委去产能的决心、以及中煤、神华集团对煤炭实行长期协议价格,煤价未来继续大幅波动的可能性较小。

行业政策方面,2016年以来国家出台了一系列政策化解煤炭行业过剩产能,并出台了相应的配套措施保证煤炭行业供给侧改革稳步实施。同时,为稳定煤价,政府鼓励签订煤炭中长期合同。

总体看,2016年国家加大了煤炭行业供给侧改革力度,且主要下游行业增速有所回温,带动了煤价的上涨;考虑到国民经济下行压力较大、发改委去产能的决心、以及中煤集团、神华集团煤炭长期协议价格,煤价未来继续大幅波动的可能性较小。

(3) 化工品贸易

化工行业上游主要是石油、煤炭、天然气。化工产品种类较多,产业链纵向延伸较长,化工行业存在较多细分领域。精对苯二甲酸(PTA)上游行业主要是原油、石脑油、对二甲苯(PX)等,下游行业主要是聚酯切片、聚酯纤维等;自2016年2月起,国际原油价格呈现震荡回升走势,加之国内部分PTA装置停车,PTA价格也呈震荡上升走势。PTA产品90%以上用于生产聚对苯二甲酸乙二醇酯(PET),PET按照用途可分为长丝、瓶片、短纤、工业丝等,其用途主要集中在涤纶长丝。涤纶长丝主要用于服装、纺织等行业,经历了2015年的持续低迷后,受新增产能释放、落后产能退出、下游需求释放等因素影响,2016年初以来涤纶长丝供需情况回温,产品价格呈上涨走势。2016年我国聚酯纤维中聚酯长丝产量2,478.1万吨,产能为3,527万吨,化纤行业经过了十多年的快速扩张,整体呈产能过剩态势,2016年市场价格较2015年上涨,仍低于2014年的水平。

总体看,受供给侧调整、需求逐步释放影响,2016年PTA等化工产品价格较上年有所回升。

3. 汽车销售行业

在我国经济新常态的发展状态下,汽车贸易行业收入继续保持增长。2016年我国汽车产销量分别达到2,819.31万辆和2,802.82万辆,同比增长13.10%和13.65%,其中乘用车销量达到2,437.69万辆,同比增长14.93%。

据中国汽车流通协会公布的数据显示,百强汽车经销商集团2016年总收入14,993亿元,规模继续扩大,同比增长17.9%,增速较上年的3.21%大幅提高。2016年百强企业整车销售数量总量达到653.4万辆,同比增长5%,其中二手车置换96万辆,对新车的贡献度持续增长。2016年,百强企业4S店网点数量6,014家,同比增长8.8%,增速较上年增长2.10个百分点。百强企业中,营业收入过百亿的经销商数量从2014年的38家减少1家至37家,百亿企业数量保持稳定。2015年和2016年,中国经销商一半以上的毛利来源于零部件和维修服务。在盈利能力巨大挑战下,汽车经销商集团开始调整业务结构,汽车金融、二手车等衍生业务成为新的利润增长点。

总体看,在我国经济新常态的发展状态下,汽车贸易行业收入继续保持增长,但整车销售利润空间下降,利润来源主要为零部件和维修服务,未来汽车金融、二手车等衍生业务将成为新的利润增长点。

4. 浙江省经济环境分析

2016年,浙江省实现地区生产总值(GDP)46,485亿元,比上年增长7.5%。其中,第一产业增加值1,966亿元,第二产业增加值20,518亿元,第三产业增加值24,001亿元,分别增长2.7%、

5.8%和9.4%，第三产业对 GDP 的增长贡献率为 62.9%，三次产业增加值结构由上年的 4.3:45.9:49.8 调整为 4.2:44.2:51.6，产业结构较好。2016 年，浙江省 GDP 总量在全国各省（含自治区、直辖市）中位列第四；人均 GDP 为 83,538 元，位列全国第五，经济发展水平仍处全国前列。

2016 年，浙江省建筑业平稳发展，但增速有所回落。全年建筑业增加值 2,611 亿元，比上年增长 2.8%，但增速较上年下滑 6.6 个百分点。具有资质的总承包和专业承包建筑业企业总产值 24,989 亿元，增长 4.2%，增速同比回落 1.6 个百分点。

投资方面，2016 年浙江省全年固定资产投资 29,571 亿元，同比增长 10.9%，增速同比下滑 2.3 个百分点。全年房地产开发投资 7,469 亿元，同比增长 5.0%，增速较上年的-2.1%有所提高并扭转负增长态势，主要系自 2016 年下半年开始浙江省房地产投资有所增长所致；房屋施工面积 41,609.78 万平方米，同比下降 0.2%。基础设施投资额完成 9,365 亿元，同比增长 26.3%，继续保持高速增长，但增速较上年的 29.2%有所回落。

财政方面，2016 年全省一般公共预算收入 5,301.81 亿元，同比增长 9.8%，一般公共预算收入总额在全国各省（含自治区、直辖市）位列第五，财政实力较强。

2016 年以来，浙江省进一步深化国资国企改革，加快推动国有资本投资、运营公司改革试点，把推进国有资产证券化作为发展混合所有制经济的重要方式，积极推动省属企业股份制改革和上市培育工作。2016 年 1~10 月，浙江省属国有企业累计实现营业收入 4,816 亿元，与上年同期基本持平；实现利润总额 292 亿元，同比增长 18.1%；截至 2016 年 10 月末，净资产 3,778 亿元，国有资产总量 2,648 亿元，较年初均有增长，浙江省国有经济运行情况良好。

总体看，2016 年浙江省经济、财政实力仍较强，为公司运营发展提供良好的外部环境；但房地产开发投资增速仍不高，房屋施工面积持续下滑，房建施工业务或将面临一定挑战；随着浙江省深入推进国有企业改革，公司作为省属重要的国有资产运营主体，将进一步发挥重要职能。

四、管理分析

2017 年 4 月，根据浙江省委、省政府决策部署，公司董事长、部分董事、监事及高级管理人员发生了变更：公司原董事长余兴才由于工作变动原因，不再担任公司董事长职务；公司原监事会主席凌传运因年满退休，不再担任公司监事会主席职务；原监事江建军、陈建国由于工作变动原因，不再担任公司监事；公司原董事、副总经理及工会主席骆金海由于工作变动原因，不再担任上述职务。浙江省人民政府委派桑均尧担任公司董事长，浙江省国资委委派任潮龙和汤民强分别担任公司董事和外部董事、委派胡波担任公司监事。

公司新任董事长、法定代表人桑均尧先生，1963 年出生，历任浙江省财政厅工业交通企业处副处长，浙江省国资委预算审计与业绩考核处副处长、处长、业绩考核与分配处处长，浙江省国资委副主任等职。

目前，公司总部下设办公室、党群工作部、组织（人力资源）部、纪检监察部、投资发展部（产业研究中心）、资产运营管理部、股权管理部、财务管理部和审计法务风控部共计 9 个职能部门。

总体看，2017 年公司董事、监事及管理层人员发生了较大调整，系属于正常的人事变动；组织架构有所变动，各项管理制度进一步健全；新任治理层、管理层的工作思路或与原先团队有所差异，或将为公司经营管理状况带来新的变化。

五、经营分析

1. 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仍主要围绕工程施工、商贸流通业务板块展开。2016年公司营业总收入为2,639.93亿元，较上年增长2.41%；营业收入2,637.19亿元，较上年增长2.39%，主要系商贸流通收入增长所致。

从收入结构看，2015~2016年，主营业务收入占营业收入的比重分别为99.56%和99.30%，公司主业突出；从业务构成看，2016年公司收入仍主要来自工程施工、商贸流通和房产销售业务，此外还涉及租赁、商务服务、金融等，收入结构较为稳定。

分业务板块看，2016年，公司工程施工板块实现收入506.97亿元，较上年增长1.27%，系子公司浙建集团确认的建造合同收入增长所致。商贸流通业务板块仍主要包括钢材、煤炭等大宗商品销售、汽车整车销售及汽车后服务等，2016年实现收入2,048.31亿元，较上年增长3.65%。2016年房产销售收入为39.40亿元，较上年下降12.11%，主要系房产交付面积减少所致。租赁和商务服务收入6.36亿元，较上年下降10.47%，主要系劳务服务及船舶运输收入减少所致。

表 2 2015~2016 年公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2015 年			2016 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
工程施工	500.62	19.42	5.73	506.97	19.20	4.40
商贸流通	1,976.20	76.66	2.43	2,048.31	77.59	2.44
房产销售	44.83	1.74	23.38	39.40	1.49	29.05
租赁和商务服务	7.11	0.28	28.05	6.36	0.24	30.70
其他	35.69	1.38	9.53	17.65	0.68	30.57
主营业务收入合计	2,564.45	99.48	3.61	2,618.68	99.20	3.48
其他业务收入	11.29	0.44	59.61	18.51	0.70	46.53
营业收入合计	2,575.74	99.92	3.86	2,637.19	99.90	3.78
利息收入	0.73	0.03	--	1.17	0.04	--
手续费及佣金净收入	1.40	0.05	--	1.57	0.06	--
营业总收入合计	2,577.87	100.00	3.94	2,639.93	100.00	3.88

资料来源：公司年报、联合评级整理

注：2015 年收入、成本数据来自公司 2016 年度财务报表追溯重述后的上年同期数。

从毛利率看，2016年公司工程施工板块毛利率较上年下降1.33个百分点，主要系受“营改增”影响建筑工程营业收入进行“价税分离”，需按照合同金额扣除一定比例增值税销项税额后确认收入所致；商贸流通业务毛利率与上年基本持平，仍处于较低水平。2016年公司主营业务综合毛利率3.48%，较上年略有减少。

总体看，2016年，公司商贸流通业务收入增加带动公司营业收入大幅提高，收入结构较上年变化不大；毛利率较上年小幅下降，盈利能力仍有待改善。

2. 重要子公司—浙建集团

浙建集团是公司持股 70%的子公司，是公司主要的收入和利润来源之一。浙建集团于 2016 年 3 月改制为股份有限公司，截至 2016 年末注册资本及股本均为 7.00 亿元，资产总额 446.74 亿元，较年初增长 7.16%；所有者权益合计 32.93 亿元，较年初增长 62.62%；资产负债率为 92.63%，处于很高水平。2016 年，实现营业收入 576.56 亿元，较上年增长 4.83%；营业利润 6.23 亿元，较上年增长 56.93%；净利润 4.58 亿元，较上年增长 1.26 倍。

2016年浙建集团营业收入仍主要来自工程施工业务、工业制造和房地产业务。

(1) 工程施工业务

浙建集团工程施工收入主要来自房建及交通市政工程施工业务，2016年房建工程施工收入同比增长2.62%，交通市政工程施工收入同比下降4.32%，但收入规模相对稳定。

表3 2015~2016年浙建集团主要经营业务构成情况(单位:亿元、%)

主要板块	2015年		2016年	
	营业收入	毛利率	营业收入	毛利率
房建工程施工	467.90	6.26	480.14	4.92
交通市政工程施工	27.32	6.82	26.14	4.92

资料来源:公司提供

从毛利率来看,2016年浙建集团房建工程施工毛利率同比下降1.34个百分点,主要系2016年5月以来实施“营改增”政策后,按照“价税分离”后的金额确认收入,而成本下降幅度低于收入降幅所致;交通市政工程施工毛利率同比下降1.90个百分点,除受“营改增”影响外,主要系交通市政施工市场竞争日趋激烈、浙建集团承接的毛利率较高的大型项目有限所致。

从施工资质看,截至2017年3月末,浙建集团拥有各类建筑业企业资质150余项。其中房建施工总承包特级资质4项,较2015年末新增1项;施工总承包和专业总承包壹级资质45项,较2015年末新增1项;甲级设计资质8项,较2015年末新增3项;并拥有对外经营权、外派劳务权和进出口权,建筑业务资质较为齐全。

房建工程施工板块

2016年,浙建集团房建工程实现收入480.14亿元,较上年增长2.62%。房建项目新开工面积、施工面积较上年均有增长,施工规模进一步提升;竣工面积及竣工率较上年进一步提高,工程进展顺利;新签订合同金额667亿元,较上年增长5亿元,项目承揽情况较好。截至2016年末,浙建集团在手未完工房建施工合同金额为480亿元,较上年末增长24.68%,项目储备仍较充足,可为收入增长提供有力支撑。但房建业务受房地产调控政策影响较大,2016年下半年以来国内热点城市房产政策收紧,未来房建施工业务仍面临不确定性。

表4 2015~2016年浙建集团房建工程经营情况

指标	2015年度	2016年
新开工面积(万平方米)	1,440	1,622
施工面积(万平方米)	4,800	4,869
竣工面积(万平方米)	1,282	1,472
在施工中标项目数量(个)	770	682
新签订合同金额(亿元)	662	667
期末在手合同金额(亿元)	385	480
竣工率(%)	26.71	30.23

资料来源:公司提供

注:竣工率=竣工面积/施工面积

从业务区域分布看,浙建集团2016年房建业务新签订合同金额中浙江省内业务占46.48%;省外业务占44.08%,主要分布于湖北、四川、海南等,占比较上年的32.68%有所提高,省外业务进一步拓展,业务覆盖区域范围较广,有利于分散局部区域市场波动引发的风险。新签订海外施工合同额占比为9.45%,主要分布于香港、阿尔及利亚、新加坡等,浙建集团海外业务主要选择在政治环境较稳定、风险较低的国家 and 地区。

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，占浙建集团施工业务的比重较低。2016年，浙建集团交通市政工程新签订合同金额为112亿元，截至2016年末主要在施项目包括拉萨柳东大桥PPP项目等，期末在手未完工合同金额为39.98亿元，项目仍较充足。2016年，浙建集团交通市政工程收入26.14亿元，较上年下降4.32%，毛利率4.92%，较上年下降1.90个百分点，主要系交通市政施工市场竞争日趋激烈，浙建集团承接的大型项目较少所致。

整体看，2016年浙建集团施工项目储备仍较丰富，可为未来收入增长提供支撑；但房建业务受行业调控政策影响较大，未来仍有不确定性；交通市政收入及毛利率较上年有所下滑，浙建集团从事交通市政施工业务的竞争力一般。

(2) 工业制造业务

浙建集团工业制造板块主要来自建筑设备制造和建筑材料的制造与销售，主要产品包括钢结构、管桩、地铁管片等。2016年，浙建集团工业制造板块实现收入56.31亿元，较上年增长93.31%，主要系加强对建材、铝材等大宗贸易的市场开拓所致；毛利率为4.21%，较上年下降4.58个百分点，主要系受盈利水平相对较低的大宗建材贸易占比提高等因素影响。

总体看，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；2016年受大宗建材贸易市场开拓影响，工业制造板块营业收入较上年大幅提高，但毛利率有所下滑。

(3) 房地产业务

浙建集团2016年3月已将大部分房地产业务剥离，由国资公司新设立的子公司浙江富建投资管理有限公司（以下简称“富建公司”）承接，浙建集团未来或将不再从事房地产开发与销售业务（详见本报告“6. 重要事项”段落）。剥离房产开发业务后，浙建集团在手房地产项目主要为苏州枫华紫园，该项目处于已完工在售状态，截至2016年末尚有2.12亿元开发产品未结转。2016年，浙建集团房产销售业务板块实现收入3.48亿元，较上年下降65.98%，毛利率为-3.45%，主要系当期苏州枫华紫园项目销售状况一般，而前期公摊成本较大，价格无法覆盖成本所致。

总体看，浙建集团2016年已剥离大部分房地产项目股权，未来或将不再从事房产开发业务，但在手存量房的销售情况仍值得关注。

3. 重要子公司—物产中大

公司自2015年起将物产中大纳入合并范围，直接持有其33.81%的股份，是物产中大第一大股东。物产中大主要从事大宗商品贸易、进出口业务、汽车整车销售与汽车后服务，电子商务技术服务、金融服务等业务。截至2016年末，物产中大合并资产总额为765.71亿元，较年初增长4.94%；所有者权益合计237.47亿元，较年初增长7.52%；资产负债率为68.99%，较年初下降0.74个百分点；2016年，物产中大实现营业收入2,068.99亿元，同比增长13.46%；营业利润31.62亿元，同比增长60.92%，主要系出售房产项目公司股权所致；净利润25.38亿元，同比增长37.56%。

(1) 大宗商品贸易

2016年物产中大的大宗商品收入仍主要来自钢材、煤炭、化工品贸易，三类产品收入分别为813.06亿元、224.04亿元和298.68亿元，此外还涉及矿产品、有色金属、油品等，大宗产品贸易仍呈现一定多元化特征。

分产品看，近两年物产中大主要产品贸易情况见下表。2015年大宗商品持续震荡下跌，物产中大铁矿石进口及销售较低；2016年大宗商品整体呈上升态势，市场需求相对旺盛，铁矿石进口量及销量同比大幅提高。2016年，钢材总体实物销售量同比略有下滑，但出口量同比大幅提高，

主要系 2016 年物产中大响应国家“走出去”战略而拓展海外工程配送等项目所致。煤炭及化工产品销售量较上年均有增长。

表 5 2015~2016 年物产中大主要进出口贸易情况汇总表 (单位: 万吨)

商品	2015 年			2016 年		
	进口量	出口量 (含转口量)	销售量	进口量	出口量 (含转口量)	销售量
铁矿石	427.22	175.21	1,976.08	1,514.98	0	2,519.48
钢材	2.12	388.73	2,427.17	1.92	421.37	2,264.96
化工产品	38.45	39.73	428.13	65.53	28.85	560.13
煤炭	69.27	--	4,296.16	326.46	71.63	5,078.08

资料来源: 公司提供

注: 销售量包含出口量

贸易模式方面, 2016 年, 在传统贸易基础上, 物产中大进一步推进“流通 4.0”(简要概括为“互联网+供应链金融+集成服务”)模式, 构建产业电商平台、集购分销模式, 并依托“一带一路”拓展海外市场、期现结合、终端自主服务。供应链集成服务优势较为显著, 一方面可防止供应商随意提价, 另一方面有助于稳定客源, 提高经营稳定性。

钢材板块

物产中大钢材(含普通钢、不锈钢、硅钢等)贸易业务涵盖了方钢、螺纹、中厚钢板、涂镀、线材、型钢等多个品类, 仍主要采取连锁分销、配送配供和供应链服务模式, 其中来自供应链服务模式的钢材销售收入占比为 40%左右。2016 年, 钢材业务前 5 大供应商合计采购金额占比为 6.91%, 供应商集中度不高; 此外, 物产中大通过加强大钢厂代理和集购分销业务对接、集中订单拼盘订货和快速分销, 优化结算方式, 进一步提高对上游钢厂的话语权和议价能力。2016 年, 物产中大对前 5 大下游客户销售金额占钢材业务总销售金额的 5.22%, 下游客户集中度不高。

2016 年受市场行情上涨影响, 物产中大钢材销售均价提高, 但销售实物量有所降低, 钢材板块实现营业收入 813.06 亿元, 同比下降 9.73%; 毛利率为 1.54%, 同比上升 0.27 个百分点。

煤炭业务板块

物产中大煤炭业务主要采取集购分销、供应链服务等模式。2016 年, 煤炭业务采购金额前五大供应商为: 神华销售集团有限公司、大同煤矿集团有限责任公司、天津市广路通煤炭销售有限公司、博笙资源有限公司、伊泰能源(上海)有限公司, 合计采购金额占煤炭总采购额的 41.40%, 为保证煤炭供应, 物产中大与大型煤炭生产厂商建立长期合作关系, 供应商集中度较高。前五大下游客户分别为: 玖龙纸业(控股)有限公司、南方水泥有限公司、徐州伟天化工有限公司、杭州杭钢对外经济贸易有限公司和中国华能集团公司, 合计销售金额占煤炭业务含税销售总额的 14.78%, 客户集中度不高。

2016 年, 物产中大煤炭板块营业收入为 224.04 亿元, 较上年增长 43.23%, 主要系 2016 年煤炭市场需求较上年有所反弹、以及物产中大加强集购分销业务、开拓终端市场取得了较好成绩所致; 毛利率为 0.99%, 较上年下降 0.38 个百分点。

化工业务

物产中大化工品贸易品类较为齐全, 涵盖聚酯纤维、塑料原料、液体化工、橡胶、硫磺等。2016 年贸易金额前 5 大产品分别为 PVC、涤纶长丝、乙二醇、精对苯二甲酸(PTA)和甲醇, 前 5 大产品销售金额占化工业务销售额合计数的 46.10%, 产品集中度较高。化工贸易主要采取两种模式, 一是分销和增值服务相结合, 二是供应链服务模式。

2016 年, 物产中大化工业务实现销售收入 298.68 亿元, 较上年增长 37.51%, 系销售实物量

增长所致；毛利率为 1.74%，较上年增加 0.27 个百分点。

总体看，物产中大的大宗商品贸易量较大，具有一定规模优势；2016 年受钢铁、煤炭等行情回暖影响，大宗商品贸易收入较上年增长。

（2）汽车业务

物产中大汽车业务通过子公司浙江物产元通汽车集团有限公司负责，其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。

物产中大汽车业务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。主要盈利模式为依托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，物产中大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，汽车生产厂家审核准入条件通过后同意其申报，物产中大通过自建或租赁方式开设 4S 店。运营期间，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。

2016 年，物产中大新增 4S 店 1 家，汽车销售量较上年增长 20.76%，汽车板块实现营业收入 298.67 亿元（含整车销售及汽车后服务），较上年增长 26.32%，主要系物产中大 2015 年 11 月收购浙江和诚汽车集团有限公司，2016 年合并了其全年的业绩，而 2015 年仅合并其两个月的销售业绩所致；毛利率为 3.90%，较上年小幅下降 0.48 个百分点。

表 6 2015~2016 年物产中大汽车板块情况汇总表

项目	2015 年	2016 年
汽车销售量（辆）	151,051	182,403
4S 店数量（个）	133	134
其中：浙江省内（个）	121	123
浙江省外（个）	12	11

数据来源：公司提供

物产中大 2016 年汽车板块主要上游供应商有：一汽大众销售有限责任公司、北京现代汽车有限公司、上海上汽大众汽车销售有限公司等。主要的汽车销售品牌包括北京现代、上海大众、奥迪、上海通用别克、一汽大众等。

总体看，物产中大汽车销售业务具有较为成熟的运营模式，整体发展较为稳定。

4. 经营效率

2016 年，公司应收账款周转次数、存货周转次数和总资产周转次数分别为 15.89 次、7.38 次和 2.04 次，较上年的 24.22 次、8.80 次和 2.98 次均有所下降，但整体资产周转效率尚可。

总体看，受子公司浙建集团、物产中大应收账款回收、工程施工结转、贸易品入库及销售进度影响，2016 年公司资产周转次数较上年有所下降。但考虑到公司承担国资运营的重要职能，公司整体经营效率较高。

5. 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）宏观经济周期波动风险。公司主营业务主要集中于建筑业、大宗商品、汽车贸易等，与宏观经济景气程度密切相关，面临一定周期性波动风险。2016 年我国经济下行压力仍然较大，GDP、固定资产投资增速继续放缓，或将影响公司未来经营状况。大宗商品市场行情波动较大，

未来该业务板块发展状况仍有不确定性。

(2) 多元化经营风险。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。其中商贸流通业务涵盖钢材、化工、煤炭、铁矿石、油品、机电、汽车等产品，同时还发展与主业相关的流通加工、期货等服务业。公司产业链横向扩展较宽，相关度较低，且由较多层级的子公司经营，增加了资金及业务层面的管理和控制难度。

(3) 建筑业竞争激烈、盈利水平低，建筑施工企业资产负债率高。公司主营业务中占比较大的建筑行业进入门槛低，竞争激烈，行业整体盈利水平不高。子公司浙建集团工程施工业务毛利率不到 10%，利润空间较低；因建筑施工行业经营特点以及随着业务发展需要，浙建集团债务规模及财务杠杆持续较高，近两年资产负债率均超过 90%。

(4) 诉讼裁决。截至 2016 年末，物产中大发生未决诉讼仲裁形成的或有事项 29 起，涉讼事项主要是合同条款争议、物权或债权纠纷等，计提坏账准备、风险准备金、存货跌价准备 9.08 亿元；浙建集团涉及诉讼或仲裁事件 7 起，其中债权标的 11.47 亿元，债务标的 3.52 亿元。下属子公司涉讼事项或将影响其未来经营情况。

6. 重要事项

(1) 向公司无偿划入部分国有股权

根据浙国资产权〔2016〕28 号文件，浙江省国资委将浙江省铁路投资集团有限公司所持浙江省发展资产经营有限公司（以下简称“发展资产”）100% 股权、浙江省铁投融资租赁有限公司（以下简称“铁投融资租赁”）100% 股权等国有股权和部分车辆、办公楼房等资产，按照审计后账面数 27.08 亿元（基准日为 2015 年 12 月 31 日）无偿划转给公司。

总体看，政府对公司的定位及支持明确，上述股权（资产）划转后，公司资本实力进一步增强，财务报表合并范围增加发展资产及铁投融资租赁，并纳入其金融相关业务收入，未来或将为公司带来新的收入和利润增长点。

(2) 无偿划出浙江省浙商资产管理有限公司 30% 股权

根据浙国资产权〔2016〕10 号，公司将所持有的浙江省浙商资产管理有限公司 30% 股权无偿划转给浙江省国际贸易集团有限公司，于 2016 年 2 月办妥工商变更手续。公司财务报表减少资本公积 9.80 亿元。

(3) 无偿划出物产中拓股份有限公司 38.81% 股权

根据 2015 年 12 月下发的国资产权〔2015〕1263 号文件，公司将所持物产中拓股份有限公司（以下简称“物产中拓”，2017 年 1 月已更名为浙商中拓集团股份有限公司）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，上述股权划转已于 2016 年 1 月办理完毕股权股份转让和过户登记手续。

公司 2015 年度财务报表已不再将物产中拓纳入合并范围，故 2015 年末合并资产、负债未包含物产中拓数据，但 2015 年度利润表仍包含物产中拓 1~12 月的收入和利润。2015 年，物产中拓实现营业收入 210.24 亿元，净利润 0.77 亿元，相对公司合并财务数据而言规模不大。

(4) 浙建集团推进整体上市工作

2016 年 3 月，为推进整体上市、剥离不适合上市的资产，浙建集团将所持浙江省浙建房地产集团有限公司（以下简称“浙建房产”）等房产项目股权以评估价值合计 2.03 亿元转让至国资公司下属富建公司。同时，浙建集团将其对浙建房产等公司的债权债务，按照在 2016 年 1 月 15 日资产（扣减负债后）的账面净价值 7.35 亿元转让给富建公司。

总体看，公司下属富建公司承接浙建集团的房产项目公司股权，有助于浙建集团降低经营负

担，推进整体上市；若浙建集团上市成功，直接融资渠道将有所拓宽，随着股本的增加，财务杠杆有望下降；公司在本次事项中发挥了国有资本运营主体的重要功能。

（5）子公司物产中大对外转让房地产项目公司股权

2016年11月，物产中大的三家子公司（转让方）以股权资产包形式转让杭州中大圣马置业有限公司等15家房地产项目公司（标的公司）股权，受让方为阳光城集团股份有限公司（以下简称“阳光城”），股权转让价格为13.51亿元，截至2016年末已到账12.51亿元²，由于股权过户手续尚未办理完毕，物产中大将收到的股权转让款挂账对阳光城的“其他应付款”；物产中大对已转让项目公司丧失控制权而不再纳入合并范围，按其股权的公允价值改列为可供出售金融资产。同时，物产中大与标的企业和阳光城签署《借款偿还协议》，物产中大应收已售地产项目公司的借款本息合计91.18亿元，约定由阳光城代为偿还；截至2016年末，物产中大将尚未获得偿还的62.65亿元计入“其他应收款”。根据阳光城最新公告，截至2017年5月25日，14家³标的公司的股权工商过户手续已办理完成，阳光城已偿付了借款76.68亿元（即承接债权金额的84%），仍有约15亿元尚未偿付。

总体看，物产中大剥离房地产项目后，2017年以来不再从事房地产开发，未来房地产业务将向“轻资产+重运营”方向转型，重点发展存量不动产功能价值改造提升、通过持续运营服务获得收益、物业管理等业务。预计物产中大未来房产开发投资产生的资金压力将有所减轻。

7. 未来发展

公司将立足国有运营公司功能定位，切实发挥战略投资、资源配置、资本运作三大作用。

（1）承接、运作省委省政府赋予的其他省属企业调整、剥离的各类资产，重点通过整合重组、处置变现、资产证券化等手段盘活省属存量国有资产、提升国有存量资产价值。

（2）加强省属上市公司国有股权运作与管理，按照市场化规律开展资本运作，实现有序进退、合理流动，优化国有资本资源配置和布局结构；为省属企业整体上市、引进战略投资者等提供战略研究和服务；充分发挥国有股东的优势，通过实施重大战略性资产重组等，加强上市公司市值管理，实现国资流动增值。

（3）围绕浙江省重大战略部署，开展国有资本投融资业务；积极创新市场化资本运营工具，注重运用基金引导投资等方式，发挥国有资本的引领作用和放大效应，撬动更多社会资本服务浙江省经济发展大局；推进战略性投资、新兴产业培育，发挥引导产业转型升级的作用

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运营和国企改革战略部署和发展趋势。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的2016年度合并财务报表经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。

2016年度公司无会计政策、会计估计变更，但进行了前期会计差错更正，主要系下属子公司浙建集团的项目收入、成本核算有误，存货跌价准备未及时进行合理估计所致。差错更正对2015年度财务报表项目的主要影响为：2015年末应收账款余额增加1.31亿元，应收账款坏账准备增

² 剩余1.00亿元待双方完成股权变更过户手续后划入转让方账户。

³ 截至2017年5月25日，标的公司中的江西中地投资有限公司股权过户手续未办理完毕。

加 0.54 亿元，存货—工程施工减少 8.34 亿元，存货跌价准备增加 1.48 亿元，未分配利润减少 6.32 亿元，少数股东权益减少 2.86 亿元；2015 年度营业收入减少 288.86 万元，营业成本增加 1.30 亿元，资产减值损失增加 0.71 亿元。本报告中 2015 年财务数据采用 2016 年度财务报表中追溯重述后的期初余额或上年同期数。

2016 年，公司新纳入财务报表合并范围的 2 级子公司合计 3 家，合并范围无减少的 2 级子公司。新纳入合并范围的子公司分别为发展资产、铁投融资租赁和富建公司，规模相对较小，公司财务数据可比性尚可。

截至 2016 年末，公司合并资产总额 1,342.27 亿元，负债合计 1,006.66 亿元，所有者权益（含少数股东权益）335.61 亿元，其中归属于母公司的所有者权益 172.70 亿元。2016 年，公司实现营业总收入 2,639.93 亿元，营业收入 2,637.19 亿元，净利润（含少数股东损益）27.19 亿元，其中归属于母公司所有者的净利润 9.72 亿元；经营活动产生的现金流量净额 0.49 亿元，现金及现金等价物净增加额 10.24 亿元。

2. 资产质量

截至 2016 年末，公司合并资产总额 1,342.27 亿元，较年初增长 7.92%。从资产结构看，截至 2016 年末流动资产占 68.59%，非流动资产占 33.41%，资产结构仍以流动资产为主。

流动资产

截至 2016 年末，公司流动资产 920.71 亿元，较年初减少 0.88%。公司流动资产以货币资金（占 19.54%）、应收账款（占 19.82%）、预付款项（占 10.34%）、其他应收款（占 13.71%）和存货（占 30.12%）为主，其构成较年初变化不大。

截至 2016 年末，公司货币资金 179.94 亿元，较年初下降 6.31%，主要系物产中大贸易业务采购支出增加所致；货币资金以银行存款（占 81.49%）和其他货币资金（占 18.48%）为主；受限货币资金合计 40.35 亿元（占比为 22.43%），主要是用于质押担保的存款、涉讼冻结资金、存放于中央银行的准备金、各类保证金等，受限比例较高。截至 2016 年末，应收账款 182.50 亿元，较年初增长 46.85%，主要系浙建集团应收工程结算款及物产中大应收货款增加所致；前五名欠款金额为 8.44 亿元，占应收账款余额合计数的 4.26%，集中度较低；应收账款余额中的 85.82% 采用账龄组合法计提坏账准备，账龄组合中 1 年以内的占 86.89%，1~2 年的占 7.56%，整体账龄不高；坏账准备余额 15.53 亿元，计提比例为 7.84%；应收账款规模较大，主要是应收工程款和应收贸易款，其回收结果取决于下游客户的经营及资金状况，存在一定坏账风险。截至 2016 年末，公司预付款项 95.18 亿元，较年初大幅增长 50.13%，主要系物产中大预付供应商货款、浙建集团承接新项目预付的工程款增加所致。截至 2016 年末，公司其他应收款 126.19 亿元，较年初增长 89.92%，主要系物产中大转让房产项目公司资产包后形成的债权尚未获得支付所致；其他应收款前 5 大欠款金额 85.42 亿元，占其他应收款余额合计数的 56.95%，欠款单位集中度高；坏账准备余额 23.81 亿元，较年初增长 45.09%，计提比例为 15.88%，部分其他应收账款账龄较长、或欠款人资不抵债，存在一定资金回收风险。截至 2016 年末，公司存货 277.34 亿元，较年初下降 30.31%，主要系物产中大下属子公司转让房地产项目公司资产所致；存货主要由库存商品（占 40.28%）、工程施工（占 44.74%）构成；期末跌价准备余额为 5.44 亿元；期末库存商品较年初增长 29.62%，主要系物产中大加了钢材、煤炭等的采购所致，受大宗商品市场行情波动影响，未来存货价值及销售情况仍存在不确定性。

表7 截至2016年末按欠款方归集的期末余额前5名其他应收款情况（单位：亿元、%）

欠款单位	款项性质	账面余额	占比	坏账准备余额
已售地产项目公司之债权	地产项目公司之债权	62.65	41.76	3.88 ⁴
浙江建投发展房地产开发有限公司	借款本金和利息	11.48	7.66	2.99 ⁵
奉化绿城佳园房地产开发有限公司	代垫土地款及利息	5.24	3.49	0.04
宁波市北仑蓝天造船有限公司	货款	3.35	2.23	3.28 ⁶
平湖滨江房地产开发有限公司	代垫土地款及利息	2.70	1.80	0.75
合计	--	85.42	56.95	10.94

资料来源：公司2016年年度报告

非流动资产

截至2016年末，公司非流动资产421.56亿元，较年初增长33.87%，主要系可供出售金融资产、长期股权投资、长期应收款增加所致。非流动资产主要由可供出售金融资产（占30.41%）、长期应收款（占22.90%）、长期股权投资（占5.75%）、投资性房地产（占6.67%）、固定资产（占18.19%）和无形资产（占4.69%）构成，其构成较年初变化不大。

截至2016年末，公司可供出售金融资产128.19亿元，较年初增长58.63%；其中88.28亿元按照公允价值计量，较年初增长58.24%，新增部分主要是物产中大对外转让房地产项目公司股权而丧失控制，已签约尚待交易完成的股权由按其公允价值改列为可供出售金融资产；39.91亿元按成本计量，较年初增长59.50%，主要系物产中大增加对永安期货股份有限公司等的权益投资所致。截至2016年末，公司长期股权投资24.23亿元，较年初增长149.22%，主要系物产中大增加对浙物瞰澜（杭州）投资合伙企业（有限合伙）等的投资所致。截至2016年末，公司长期应收款96.55亿元，较年初增长108.67%，主要系物产中大下属子公司融资租赁业务的投放规模扩大所致；长期应收款主要是融资租赁款（占77.92%）和BT代建款（占11.81%），坏账准备余额为1.14亿元。截至2016年末，投资性房地产28.11亿元，较年初下降34.71%，主要系物产中大转让房产项目公司资产包导致；其中11.79亿元（占41.93%）因处于抵押状态而使用受限，受限比例较高。截至2016年末，固定资产账面价值76.70亿元，较年初增长4.21%，主要由房屋及建筑物（占50.31%）和专用设备（占40.14%）构成；累计折旧44.87亿元，固定资产成新率64.23%，与年初基本持平，成新度一般；减值准备余额3.87亿元；固定资产中5.87亿元尚未办妥产权证书，占比为7.66%。截至2016年末，公司无形资产19.76亿元，较年初下降8.41%，主要是土地使用权（占93.84%），土地使用权中2.63亿元（占14.20%）尚未办妥产权证书。

截至2016年末，公司所有权或使用权受到限制的资产账面价值合计109.98亿元，占总资产的8.19%，占净资产的32.77%，受限比例较高，或将带来一定流动性压力。受限资产主要是用于质押的定期存单、保证金，用于质押的应收账款、长期应收款，用于抵押的投资性房地产等。

总体看，2016年公司资产规模仍较高且继续增长；应收及预付类款项增加，对公司造成一定资金占用，坏账准备计提金额亦有增加，需关注其未来回收情况及产生进一步坏账的可能；公司资产受限比例较高，可能带来一定流动性风险。

3. 负债及所有者权益

截至2016年末，公司负债合计1,006.66亿元，较年初增长6.74%，其中流动负债占88.72%，

⁴ 物产中大转让房产项目签订的《借款偿还协议》约定借款本金合计91.18亿元，尚未收到部分在其他应收款中挂账，其中3亿元最长可展期至富阳中大项目用地完成拆迁之时，但拆迁事项尚未完成，物产中大综合各项因素对该债权计提了3.88亿元坏账准备。

⁵ 对浙江建投发展房地产开发有限公司（以下简称“浙建发展”）的其他应收款余额11.48亿元，系拆借款的本金和利息，由于浙建发展处于亏损状态且资不抵债，公司累计计提2.99亿元坏账准备。

⁶ 宁波市北仑蓝天造船有限公司破产案件尚在审理中，物产中大对其申报的债权按照预计不可偿付的比例计提坏账准备。

非流动负债占 11.28%，仍以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

流动负债

截至 2016 年末，公司流动负债 893.10 亿元，较年初增长 5.04%，主要系应付账款、其他应付款、其他流动负债增长所致。截至 2016 年末，公司流动负债主要由短期借款（占 16.93%）、应付票据（占 13.41%）、应付账款（占 28.00%）、预收款项（占 9.93%）、其他应付款（占 11.95%）和其他流动负债（占 11.82%）构成，流动负债构成较年初变化不大。

截至 2016 年末，公司短期借款 151.17 亿元，较年初下降 2.12%；其中，信用借款占 45.53%，保证借款占 28.78%，质押借款占 10.02%，抵押借款占 3.85%，其余主要为进口押汇、质押保证借款等；短期借款余额较高，存在一定集中偿付压力。截至 2016 年末，应付票据 119.80 亿元，较年初增长 4.27%，主要是银行承兑汇票（占 98.35%）。截至 2016 年末，应付账款为 250.09 亿元，较年初增长 16.39%，主要系应付贸易款及工程款增加所致；其中，账龄 1 年以内的占 87.78%。截至 2016 年末，公司预收款项 88.70 亿元，较年初下降 15.88%；其中，账龄超过 1 年的占 11.91%，主要系货款或工程未结算所致。截至 2016 年末，公司其他应付款 106.72 亿元，较年初增长 30.18%，主要系物产中大转让房地产项目公司资产包，由于尚未完成全部工商变更，将收到的股权转让款暂时挂账所致；其他应付款中账龄 1 年以内的占比为 51.77%，1~2 年的占 19.88%，2 年以上的占 28.35%，账龄超过一年的主要是租赁保证金、由于项目连续滚动而未定期清理的保证金或押金等。截至 2016 年末，公司一年内到期的非流动负债为 12.37 亿元，较年初下降 78.86%，主要系一年内到期的应付债券兑付所致。截至 2016 年末，其他流动负债 105.58 亿元，较年初增长 45.07%，主要系物产中大 2016 年发行超短期融资券所致，期末余额主要为超短期融资券（占 75.77%）和应付期货业务客户保证金（占 18.26%），本报告将其中的短期融资券计入短期债务。

表 8 截至 2016 年末公司短期融资券明细（单位：亿元、%）

发行人全称	债券简称	发行规模	起息日	到期日	备注
物产中大集团股份有限公司	16 物产中大 SCP003	20	2016/06/03	2017/02/28	已按期兑付本息
	16 物产中大 SCP004	10	2016/07/28	2017/04/20	已按期兑付本息
	16 物产中大 SCP005	10	2016/10/24	2017/07/21	--
	16 物产中大 SCP006	15	2016/10/28	2017/07/25	--
	16 物产中大 SCP007	15	2016/12/07	2017/06/06	已按期兑付本息
	16 物产中大 SCP008	10	2016/12/29	2017/03/30	已按期兑付本息
	合计	80	--	--	--

资料来源：公司年报、物产中大公告、Wind 资讯，联合评级整理

非流动负债

截至 2016 年末，公司非流动负债合计 113.55 亿元，较年初增长 22.31%，主要系应付债券规模增长所致。公司非流动负债主要由长期借款（占 22.01%）、应付债券（占 47.39%）、长期应付款（占 12.07%）和递延所得税负债（占 9.22%）构成，其构成较年初变化不大。

截至 2016 年末，公司长期借款余额 24.99 亿元，较年初下降 32.46%，主要系物产中大对外转让房产项目公司股权、期末长期借款相应减少所致；其中质押借款占 14.81%，抵押借款占 12.88%。保证借款占 49.37%，信用借款占 12.01%，质押保证借款占 10.44%，其余为抵押保证借款和委托借款；从到期期限分布看，2018 年、2019 年、2020 年到期的长期借款余额分别为 11.76 亿元、8.56 亿元和 3.84 亿元，其余将于 2021 年及以后到期，到期期限主要集中于 2018~2019 年。截至 2016 年末，公司应付债券 53.81 亿元，较年初大幅增长 125.43%，主要系物产中大新发行 30 亿元公司债券所致；存续债券到期期限分布情况较为分散，但于 2020 年和 2021 年到期的金额相

对较大。截至 2016 年末，公司长期应付款 13.71 亿元，较年初下降 2.48%，本报告将其中的融资租赁借款账面价值合计 7.73 亿元计入长期债务。截至 2016 年末，公司递延所得税负债 10.47 亿元，较年初下降 24.07%。

表9 截至2016年末公司应付债券明细（单位：亿元、%）

发行人全称	债券简称	发行规模	期末账面余额	起息日	到期日
浙江省国有资本运营有限公司	15 浙国资	16.00	15.89	2015/10/19	2020/10/19
物产中大集团股份有限公司	16 中大债	30.00	29.91	2016/02/01	2021/02/01
	14 浙中大 PPN001	4.00	4.00	2014/05/22	2019/05/22
浙江省建设投资集团股份有限公司	15 浙建投 MTN001	4.00	4.00	2015/03/13	2018/03/13
--	合计	54.00	53.81	--	--

资料来源：公司年报、Wind 资讯，联合评级整理
注：合计数与各分项之和不等，系四舍五入所致

将其他流动负债中的短期融资券、长期应付款中的融资租赁款等调整至债务核算，截至 2016 年末，公司全部债务 449.87 亿元，较年初小幅增长 0.67%；其中，短期债务占 80.76%，较年初的 84.55%有所下降，但期限结构仍以短期为主。截至 2016 年末，公司短期债务 363.34 亿元，较年初下降 3.84%，主要系（超）短期融资券及一年内到期的应付债券完成兑付所致；长期债务 86.53 亿元，较年初增长 25.37%，主要系物产中大发行公司债券所致。截至 2016 年末，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 75.00%、57.27%和 20.50%，较年初分别下降 0.82 个百分点、下降 2.51 个百分点和提高 1.83 个百分点，与上年基本持平，2016 年由于所有者权益增长，资产负债率、全部债务资本化比率较上年有所降低，但长期债务资本化比率较上年有所提高。此外，物产中大于 2014 年 12 月 26 日发行规模为 40.00 亿元永续中票“14 浙物产 MTN001”并于公司合并报表“所有者权益-其他权益工具”中列报（期末账面价值为 39.40 亿元），考虑到该债券的性质与特点，若将其从所有者权益中剔除并且调整至长期债务进行测算，公司 2016 年末的资产负债率、全部债务资本化比率以及长期债务资本化比率将分别为 77.93%、62.29%和 29.83%，负债率及债务率高于调整前的水平。

总体看，随着债务融资工具的发行，2016 年公司负债水平进一步增长，资产负债率、全部债务资本化比率仍处于较高水平；债务构成仍以短期债务为主，期限结构有待改善。

所有者权益

截至 2016 年末，公司所有者权益合计 335.61 亿元，较年初增长 11.61%，主要系资本公积和少数股东权益增长所致。其中，归属于母公司的所有者权益占 51.46%，少数股东权益占 48.54%，少数股东权益占比仍较高。归属于母公司的所有者权益中，实收资本占 10.42%，其他权益工具（永续债）占 22.81%，资本公积占 49.63%，其他综合收益占 7.64%，未分配利润占 9.25%，权益结构较年初变化不大。

截至 2016 年末，归属于母公司的所有者权益为 172.70 亿元，较年初增长 6.34%，主要系资本公积、未分配利润增长所致。其中，实收资本 18.00 亿元，较年初无变化，仍为浙江省国资委对公司的股东出资；资本公积 85.71 亿元，较年初增长 20.21%，主要系无偿划入浙江省铁路投资集团有限公司所持部分国有股权（资产）、浙江浙商产业投资基金合伙企业（有限合伙）10.00 亿元投资资金（含出资的投资项目资金）等所致。截至 2016 年末，公司其他权益工具 39.40 亿元，较年初无变化，仍为物产中大发行的永续中票“14 浙物产 MTN001”；未分配利润 15.97 亿元，

较年初增长 79.33%，主要来自本年利润的结转。

截至 2016 年末，公司少数股东权益 162.91 亿元，较年初增长 17.79%，主要系控股子公司物产中大（少数股东持股比例 66.19%）权益增长、以及合并范围增加发展资产而纳入其所有者权益中的少数股东权益所致。

总体看，2016 年随着浙江省国资委向公司划入股权（资产）及控股子公司权益的增长，公司所有者权益规模进一步提高；但少数股东权益占比仍较高，权益结构的稳定性有待改善。

4. 盈利能力

2016 年，公司实现合并营业总收入 2,639.93 亿元，较上年增长 2.41%；营业收入 2,637.19 亿元，较上年增长 2.39%，仍主要来自子公司的大宗商品贸易、汽车后服务、工程施工等业务，收入结构较稳定；同期，公司营业成本 2,537.44 亿元，较上年增长 2.47%；营业利润 35.30 亿元，较上年大幅增长 71.67%，主要系实施“营改增”政策后税金及附加有所减少、物产中大对外转让房产项目公司资产包（股权）获得大量投资收益所致；2016 年，公司实现净利润 27.19 亿元，较上年增长 50.22%；其中归属于母公司所有者的净利润为 9.72 亿元，较上年增长 58.43%，主要系投资收益增长及公司无偿划入浙江省铁路集团公司所持部分盈利水平较好的国有股权等因素影响；少数股东损益 17.47 亿元，占合并净利润的 64.26%。

从期间费用看，2016 年公司期间费用总额为 63.43 亿元，较上年增长 0.21%；其中，销售费用占 33.20%，管理费用占 48.77%，财务费用占 18.03%。2016 年，公司销售费用为 21.06 亿元，同比增长 12.58%，主要系随着业务规模扩大，职工薪酬、运输装卸费等相应增加所致；管理费用 30.93 亿元，较上年增长 0.25%；财务费用 11.44 亿元，较上年下降 16.75%，主要系利息收入增长所致。2016 年，公司期间费用收入比为 2.41%，与上年的 2.46% 基本持平，费用控制水平较好。

2016 年，公司资产减值损失为 20.35 亿元，较上年增长 57.24%，主要系确认应收款项坏账损失所致。其中，物产中大对宁波市北仑蓝天造船有限公司（以下简称“蓝天公司”）债权计提 3.36 亿元坏账，物产中大子公司 2006 年与蓝天公司作为共同卖方与外方船东签订船舶建造合同，蓝天公司经营不善造成资金链断裂，船东对其中两条船进行弃船处理，物产国际向外方船东开具预付款保函，已退还外方船东折合人民币 2.97 亿元的本息。截至 2016 年末，蓝天公司破产案尚在审理中，物产国际申报债权 3.84 亿元，预计可获偿付约 2.24%，按照上述债权的 97.76%（预计不可偿付比例）计提 3.36 亿元坏账准备。

2016 年，公司实现投资收益 27.03 亿元，较上年增长 1.12 倍，主要系物产中大处置房产项目公司股权，按照交易对价（标的公司股权的公允价值）减去按原持股比例计算应享有原子公司自购买日开始持续计算的净资产的份额与商誉之和的差额，作为该次交易所得计入投资收益所致。2016 年，投资收益占公司利润总额的比例为 72.09%，成为当期利润的主要来源，但投资收益主要来自物产中大处置股权投资产生的收益（占 71.96%），属于非经常性损益。

2016 年，公司营业外收入为 3.91 亿元，较上年下降 34.51%，主要系非流动资产处置利得大幅较少所致。营业外收入占同期净利润的比重为 14.39%，利润对营业外收入的依赖程度适中。

从盈利能力指标看，2016 年，公司营业利润率为 3.54%，较上年的 3.21% 小幅提高，但处于较低水平，经营业务的盈利能力有待提升；同期，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 5.80%、4.23% 和 8.55%，较上年的 6.96%、4.49% 和 10.11% 均有下降。

总体看，2016 年公司营业收入继续保持增长，但盈利能力有待改善；子公司物产中大对外转让房产项目公司股权资产包带动公司净利润大幅增长，但该项利得属于非经常性损益，公司主营业务盈利能力有待提升。

5. 现金流

从经营活动看，2016年公司经营活动现金流入额为2,992.99亿元，较上年增长2.71%，主要系物产中大收到的商品销售款、浙建集团回收的工程款增加所致；同期，公司经营活动现金流出量为2,992.50亿元，较上年增长4.45%，主要系受2016年下半年大宗商品市场行情上涨影响，物产中大采购商品支出同比增加所致。2016年，公司经营活动产生的现金流量净额为0.49亿元，较上年大幅下降99.01%。2016年，公司现金收入比⁷为110.92%，与上年的110.00%基本持平，收入实现质量仍较好。

从投资活动看，2016年公司投资活动现金流入量为103.73亿元，较上年下降40.50%，主要系2015年物产中大参与证券市场交易（打新股及二级市场操作）回收的资金规模较高，2016年通过证券市场交易获现的金额较少，且认购的信托、基金产品及资产管理计划截至年末尚未到期回收所致；同期，公司投资活动现金流出额为122.72亿元，较上年下降24.77%，主要系对金融产品的投资规模较上年下降所致。2016年，公司投资活动产生的现金流量净额为-18.99亿元，较上年的11.21亿元大幅下降且转为净流出状态。

从筹资活动看，2016年公司筹资活动现金流入额为722.55亿元，较上年增长6.72%，主要系债务融资规模增加所致；同期，公司筹资活动现金流出额为693.70亿元，较上年增长7.65%，主要系偿还银行贷款和债券本息支付资金的规模较上年提高所致。2016年，公司筹资活动产生的现金流量净额为28.85亿元，较上年下降11.54%，但保持在净流入状态。

总体看，2016年公司经营活动现金流入额有所下降，但仍为净流入状态，收入实现质量较好；物产中大投资交易的金融产品类型较上年有变化，所投资的信托、基金等尚未回收，投资活动现金流为净流出状态；筹资活动现金流入额较大，能覆盖公司投资活动产生的资金缺口。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至2016年末，公司流动比率为1.03倍，较上年的1.09倍有所下降，主要系流动负债规模增加所致；速动比率0.72倍，较上年的0.62倍有所提高，主要系存货规模大幅减少所致；但流动资产、速动资产对流动负债覆盖能力仍一般。截至2016年末，公司现金短期债务比为0.55倍，较上年的0.59倍有所降低。整体看，2016年公司短期偿债能力指标表现一般。

从长期偿债能力指标看，2016年公司EBITDA为64.79亿元，同比增长36.21%，主要系利润总额大幅提高所致；2016年EBITDA构成中，折旧占11.89%，摊销占3.63%，计入财务费用的利息支出占26.60%，利润总额占57.88%；利润总额是公司EBITDA的主要组成部分，考虑到2016年利润增长主要靠非经常性损益带动，其增长可持续性较弱。2016年，公司EBITDA利息倍数为3.72倍，较上年的2.08倍有所提高，EBITDA对利息的覆盖程度仍较好。2016年，公司EBITDA全部债务比为0.14倍，与上年的0.11倍基本持平，EBITDA对全部债务的保障能力一般。

截至2016年末，除对客户提供的按揭贷款担保外，公司合并口径对外担保余额为0.24亿元，系浙建集团下属子公司浙江省建设机械集团有限公司对外提供的担保，金额不大；公司担保比率为0.07%。

截至2016年末，子公司物产中大发生诉讼仲裁形成的或有事项29起，涉讼事项主要是合同条款争议、物权或债权纠纷等，计提坏账准备、风险准备金、存货跌价准备9.08亿元；子公司浙建集团涉及诉讼或仲裁事件7起，其中债权标的11.47亿元，债务标的3.52亿元；子公司浙江富

⁷ 由于金融业务现金流入计入“销售商品、提供劳务收到的现金”，本报告采用营业总收入计算现金收入比，即：现金收入比=销售商品、提供劳务收到的现金/营业总收入×100%

物资产管理（以下简称“富物公司”）主要未决诉讼 3 起，主要是物流、贸易方面的纠纷。公司面临潜在的诉讼风险，对公司生产经营可能产生一定影响。

截至 2016 年末，公司及合并范围内的子公司共获得金融机构授信总额度折合人民币 1,469.40 亿元，其中已使用授信额度 521.19 亿元，未使用银行授信余额 948.21 亿元。公司间接融资渠道较畅通。此外，下属子公司物产中大为上市公司，直接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1033010601778160X），截至 2017 年 5 月 2 日，公司无已结清和未结清的关注或不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

整体来看，考虑到浙江省经济运行情况较好、财政实力很强，公司作为当地重要的国有资产运营主体，其经营发展得到浙江省国资委的大力支持，公司尚未使用金融机构授信额度较高，融资渠道畅通，公司整体偿债能力极强。

七、公司债券偿债能力分析

从资产情况来看，截至 2016 年末，公司现金类资产（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）达 200.39 亿元，约为“15 浙国资”本金（16.00 亿元）的 12.52 倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；合并净资产达 335.61 亿元，约为“15 浙国资”本金（16.00 亿元）的 20.98 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，2016 年公司 EBITDA 为 64.79 亿元，约为“15 浙国资”本金（16.00 亿元）的 4.05 倍，公司 EBITDA 对“15 浙国资”本金的覆盖程度较高。

从现金流情况来看，公司 2016 年经营活动产生的现金流入额为 2,992.99 亿元，约为“15 浙国资”本金（16.00 亿元）的 187.06 倍，公司经营活动现金流入量对“15 浙国资”的覆盖程度很高；2016 年经营活动产生的现金流量净额为 0.49 亿元，对“15 浙国资”本金（16.00 亿元）的覆盖程度一般。

综合以上分析，随着浙江省国有企业改革的深入推进，公司国有资本运营的职能得到充分发挥，公司经营规模及盈利能力有望继续提升。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”的偿还能力极强。

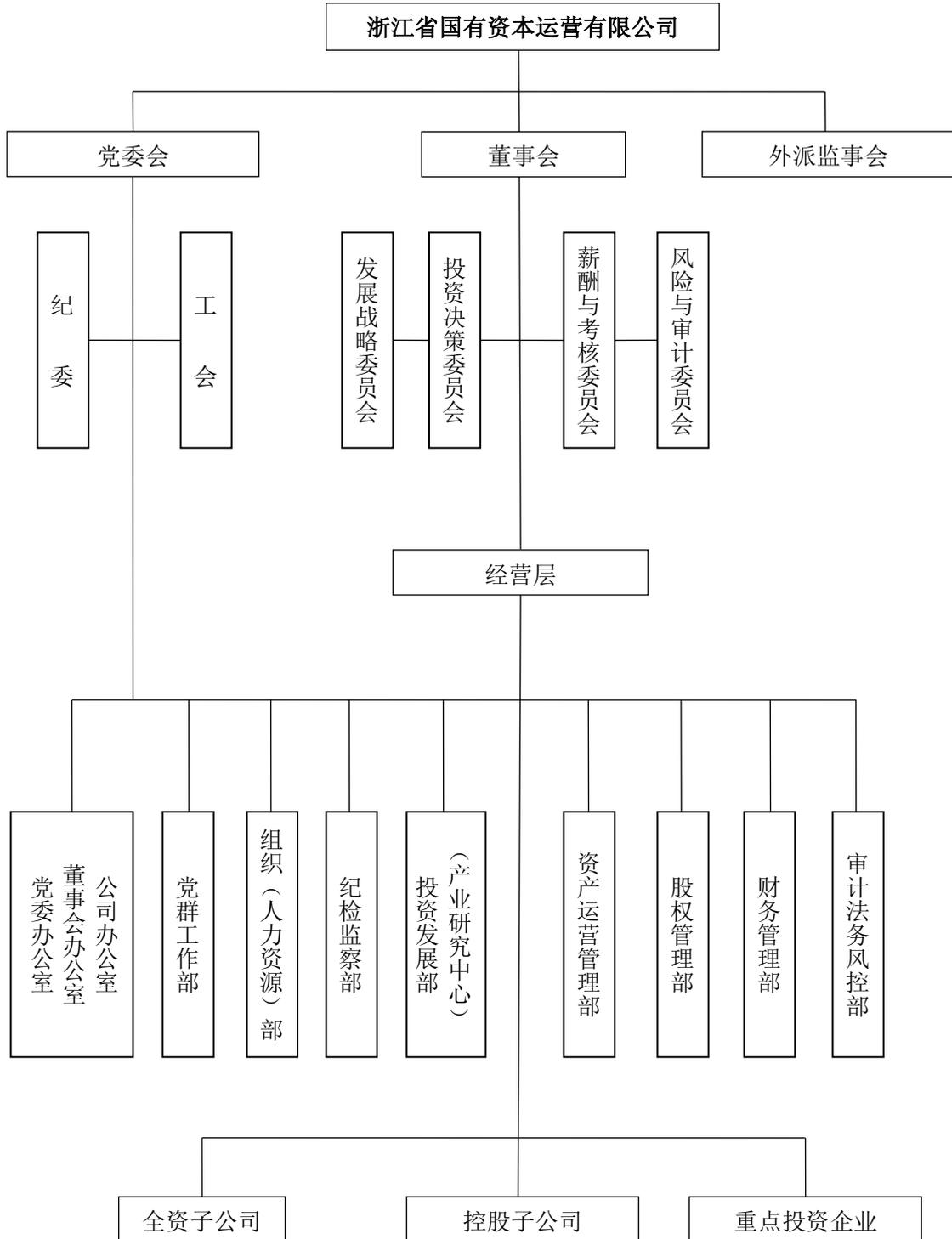
八、综合评价

2016 年，公司改建为浙江省省级国资运营平台，作为浙江省国资委监管的省政府一级控股型国有独资公司，在外部发展环境、经营规模、政府支持等方面进一步增强了综合竞争优势，浙江省国资委对公司的功能定位明确，并进一步在资产、股权划拨方面给予公司大力支持。同时，联合评级也关注到公司建筑业、大宗商品贸易业务受经济形势影响较大，2016 年公司应收及预付类款项规模增长，坏账损失相应提高，受限资产占净资产比例较高，债务期限结构有待优化，利润来源对投资收益依赖程度较高等不利因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司已形成以建筑行业、商品流通行业为主，服务行业等为辅的经营体系，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，且随着浙江省国有企业改革的深入推进，公司国有资本运营的职能得到充分发挥，经营规模及盈利能力有望继续提升。

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”的债项信用等级为“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	2015 年	2016 年
资产总额 (亿元)	1,243.77	1,342.27
所有者权益 (亿元)	300.71	335.61
短期债务 (亿元)	377.86	363.34
长期债务 (亿元)	69.02	86.53
全部债务 (亿元)	446.88	449.87
营业总收入 (亿元)	2,577.87	2,639.93
营业收入 (亿元)	2,575.74	2,637.19
净利润 (亿元)	18.10	27.19
EBITDA (亿元)	47.56	64.79
经营性净现金流 (亿元)	48.95	0.49
应收账款周转次数 (次)	24.22	15.89
存货周转次数 (次)	8.80	7.38
总资产周转次数 (次)	2.98	2.04
现金收入比率 (%)	111.00	110.92
总资本收益率 (%)	6.96	5.80
总资产报酬率 (%)	4.49	4.23
净资产收益率 (%)	10.11	8.55
营业利润率 (%)	3.21	3.54
费用收入比 (%)	2.46	2.40
资产负债率 (%)	75.82	75.00
全部债务资本化比率 (%)	2.97	4.05
长期债务资本化比率 (%)	18.67	20.50
EBITDA 利息倍数 (倍)	2.08	3.72
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.11	0.14
流动比率 (倍)	1.09	1.03
速动比率 (倍)	0.62	0.72
现金短期债务比 (倍)	0.59	0.55
经营现金流动负债比率 (%)	5.76	0.55
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	2.97	4.05

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；4、公司在 2016 年度财务报表中进行重大前期会计差错更正，并对 2015 年的财务数据进行追溯重述，本报告 2015 年的数据来自公司 2016 年财务报表的期初余额或上年同期数；5、本报告将公司其他流动负债中的短期债券、长期应付款中的应付融资租赁款调整至债务核算；6、本报告营业利润率、应收账款周转次数、总资产周转次数等指标采用营业总收入计算。

附件 3 有关计算指标的计算公式

指标名称	计算公式
增长指标	
年均增长率	(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%
经营效率指标	
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%
盈利指标	
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%
财务构成指标	
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/(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
短期偿债能力指标	
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)
本次债券偿债能力	
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。