



信用等级通知书

信评委函字[2018]Y044号

中诚信证券评估有限公司对浙江省国有资本运营有限公司及其拟发行的“2018年浙江省国有资本运营有限公司公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信证评信用评级委员会最后审定，浙江省国有资本运营有限公司主体信用等级为**AAA**，评级展望稳定；“2018年浙江省国有资本运营有限公司公司债券（第一期）”的信用等级为**AAA**。

特此通告。

中诚信证券评估有限公司

信用评级委员会

二零一八年十二月六日

2018年浙江省国有资本运营有限公司 公司债券（第一期）信用评级报告

债券级别	AAA
主体级别	AAA
评级展望	稳定
发行主体	浙江省国有资本运营有限公司
发行规模	本期9亿元
债券期限	5年期
债券利率	固定利率
偿还方式	本期债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付

概况数据

浙江国资 (合并口径)	2015	2016	2017
总资产(亿元)	1,243.77	1,342.27	1,509.78
所有者权益合计 (亿元)	300.71	335.61	409.96
总负债(亿元)	943.06	1,006.66	1,099.82
总债务(亿元)	448.68	452.33	489.70
营业总收入(亿元)	2,577.87	2,639.93	3,399.29
净利润(亿元)	18.10	27.19	32.56
EBIT(亿元)	38.81	54.78	61.63
EBITDA(亿元)	47.56	64.84	71.99
经营活动净现金流 (亿元)	48.95	0.49	-82.77
营业毛利率(%)	3.94	3.88	3.07
总资产收益率(%)	4.49	4.24	4.32
资产负债率(%)	75.82	75.00	72.85
总资本化比率(%)	59.87	57.41	54.43
总债务/EBITDA(X)	9.43	6.98	6.80
EBITDA 利息倍数 (X)	2.08	3.28	4.06

浙江国资 (母公司口径)	2015	2016	2017
总资产(亿元)	136.39	135.63	139.49
所有者权益合计 (亿元)	109.13	112.60	112.61
总负债(亿元)	27.26	23.02	26.88
总债务(亿元)	17.37	15.89	15.92
营业总收入(亿元)	0.37	0.21	0.17
净利润(亿元)	0.37	2.35	4.81
EBIT(亿元)	0.76	3.05	5.53
EBITDA(亿元)	0.93	3.19	5.64
经营活动净现金流 (亿元)	0.42	2.91	4.85
营业毛利率(%)	50.50	36.77	61.74
总资产收益率(%)	0.75	2.24	4.02

基本观点

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）评定“2018年浙江省国有资本运营有限公司公司债券（第一期）”的信用等级为AAA，该级别反映了本期债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。

中诚信证评评定浙江省国有资本运营有限公司（以下简称“浙江国资”或“公司”）主体信用级别为AAA，评级展望为稳定。该级别反映了浙江国资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。中诚信证评肯定了公司在浙江省国企改革中地位突出，公司陆续获得资产划转及资本注入，发展基础不断夯实，以及主营业务行业地位突出，保持良好的发展态势及融资渠道畅通等因素对公司信用状况的支撑作用；同时，中诚信证评也关注到对外贸易环境变化，公司未来投资压力较大，财务杠杆较高及经营活动净现金流波动较大等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

正面

- 在浙江省国企改革中地位突出，将发挥重要作用。公司作为浙江省唯一的国有资本运营平台，在新一轮的国企改革中地位突出，致力于强化省属企业资源配置平台、资本运作平台及浙江省委省政府战略性投资平台作用的发挥。
- 陆续获得资产划转及资本注入，发展基础不断夯实。自成立以来，公司获得浙江省人民政府在资产划转及资本注入等方面的大力支持，发展基础不断夯实，具备很强的抗风险能力。
- 主营业务行业地位突出，保持良好发展态势。公司主要收入来源为产品销售及工程施工，公司下属子公司物产中大集团股份有限公司和浙江省建设投资集团股份有限公司分别为浙江省最大的省属贸易企业及浙江省唯一一家省属建筑企业，在贸易和建筑施工行业处于领先地位，业务保持良好发展态势。
- 融资渠道通畅。公司拥有较好的银企关系，截

资产负债率 (%)	19.99	16.98	19.27
总资本化比率 (%)	13.73	12.37	12.39
总债务/EBITDA (X)	18.66	4.99	2.82
EBITDA 利息倍数 (X)	2.40	4.91	9.32

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，因 2016 年审计报告中对 2015 年数据进行前期会计差错更正，2015 年末财务数据采用 2016 年审计报告中的经更正的期初数据；2、中诚信证评债务统计口径包括其他应付款、其他流动负债和长期应付款中的带息债务，将 2015~2016 年合并报表中长期应付款、其他应付款和其他流动负债中的有息债务调至相关科目；3、2016 年财务性利息支出=财务费用中的利息支出+票据贴息。

分析师

李白涵 bhli@ccxr.com.cn

刘衍青 yqliu@ccxr.com.cn

Tel: (021) 60330988

Fax: (021) 60330991

www.ccxr.com.cn

2018 年 12 月 6 日

至 2017 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折合人民币 1,646.90 亿元，其中未使用银行授信余额为 1,142.06 亿元，同时物产中大集团股份有限公司作为上市公司，能够直接在资本市场进行权益融资，公司融资渠道畅通。

关注

- 对外贸易环境变化。2017 年以来，大宗商品价格有所复苏，但各国贸易保护主义升级、国际贸易摩擦加剧，对外贸易环境变化较大，中诚信证评将持续关注对外贸易环境变化对公司产品销售业务的影响。
- 未来投资压力较大。投资业务是公司工程施工产业链的重要延伸，公司以 PPP 模式承揽的项目较大规模的资金需求和投资回收期的延长或将增加公司的资本压力，此外，公司多数基金处于初级投资阶段，未来尚需继续投入资金。
- 财务杠杆较高。受子公司资产负债率较高的影响，公司的财务杠杆较高，资产负债率维持较高水平，2015~2017 年末，公司资产负债率逐年下降，但仍在 70%以上。
- 经营活动净现金流波动较大。2015~2017 年，公司经营活动净现金流分别为 48.95 亿元、0.49 亿元和 -82.77 亿元，波动较大且近期呈大幅净流出状态，中诚信证评对此保持关注。

信用评级报告声明

中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）因对浙江省国有资本运营有限公司（以下简称“发行主体”）及本期债券进行主动评级并出具本评级报告，特此如下声明：

1、除本次评级事项外，中诚信证评和评级分析师与发行主体不存在任何影响评级行为客观、独立、公正的关联关系。

2、中诚信证评评级分析师认真履行了勤勉尽责的义务，并合理保证所出具的评级报告遵循了客观、真实、公正的原则。

3、本评级报告的评级结论是中诚信证评依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因发行主体和其他任何组织或个人的不当影响而改变评级意见的情况。

4、本信用评级报告中引用的企业相关资料主要由发行主体直接提供或授权提供，其它信息由中诚信证评从其认为可靠、准确的渠道获得。因为可能存在人为或机械错误及其他因素影响，上述信息以提供时现状为准。特别地，对基于发行主体直接提供或授权提供的材料，中诚信证评对其准确性、及时性、完整性、针对任何商业目的的可行性及合适性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

5、本报告所包含信息组成部分中信用级别、财务报告分析观察，如有的话，应该而且只能解释为一种意见，而不能解释为事实陈述或购买、出售、持有任何证券的建议。

概 况

发债主体概况

浙江省国有资本运营有限公司前身系浙江省综合资产经营有限公司（以下简称“省综合资产经营公司”），是由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”）根据浙政办函[2006]84号《浙江省人民政府办公厅关于加强省属国有企业改革中国有参股权和剥离提留等资产管理的复函》和浙国资发[2007]3号《关于组建浙江省综合资产经营有限公司的通知》出资1,000万元人民币组建的国有独资有限责任公司，于2007年2月15日在浙江省工商行政管理局登记注册。根据浙江省国资委2014年6月16日浙国资企改[2014]8号《关于浙江省综合资产经营有限公司章程的批复》和2014年6月6日浙国资权[2014]30号《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》，公司作为全国第一批试点单位被改组为国有资本运营平台，在原注册资本1,000万元的基础上，将17.9亿元资本公积转增注册资本，转增后注册资本变更为18亿元，并承担国有资产运营处置、国有股权管理、国有资本投融资等职能。2015年4月22日，根据浙江省国资委《浙江省国资委关于省综合资产经营公司章程的批复》（浙国资企改[2015]9号）公司正式更名为浙江省国有资本运营有限公司。2017年3月15日，根据浙江省国资委《浙江省国资委关于同意修改省国资运营公司资本公积转增注册资本的批复》（浙国资企改[2017]7号），公司在原注册资本18亿元的基础上，以资本公积82亿元转增注册资本至100亿元。截至2017年末，公司注册资本及实收资本均为100亿人民币，浙江省国资委100%持股，为公司的实际控制人。

公司系浙江省国有资产投资和经营主体，经营业务以建筑板块与商贸流通板块为核心，同时还广泛覆盖了房地产、租赁、汽车与商务服务等行业。

截至2017年末，公司纳入合并范围的二级子公司共9家，其中重要二级子公司情况介绍如下：

（1）物产中大集团股份有限公司

物产中大集团股份有限公司（以下简称“物产中大”，股票代码：600704.SH）成立于1992年12

月31日，原名浙江物产中大元通集团股份有限公司、浙江中大集团股份有限公司，截至2017年末，注册资本430,668.24万元，公司持股比例为33.81%。物产中大原为浙江省物产集团有限公司（以下简称“物产集团”）的子公司，2015年9月，根据中国证券监督管理委员会《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》（证监许可[2015]2125号），浙江物产中大元通集团股份有限公司向物产集团的全体股东浙江省国有资本运营有限公司、浙江省交通投资集团有限公司发行股份，吸收合并物产集团，实现了物产集团整体上市。

物产中大系公司商贸流通板块的经营主体，经营贸易品种包括金属材料、化工、整车、煤炭和矿产品等。

（2）浙江省建设投资集团股份有限公司

浙江省建设投资集团股份有限公司（以下简称“浙江建投”）成立于1998年4月，原名浙江省建设投资集团有限公司。2017年12月，浙江建投召开股东大会，通过了与工商银行所属工银金融资产投资有限公司、中国信达资产管理股份有限公司债转股协议。此次债转股，两家单位各占股份1.3亿股，募集资金18.17亿元。截至2017年末，浙江建投注册资本96,000万元，公司对浙江建投的持股比例由2016年末的70.00%降至51.05%。债转股后，浙江建投资产负债率降低，治理结构进一步完善，中长期发展韧性增强，利于其加快推进增长转型和实现高质量发展。

浙江建投系公司建筑板块的经营主体，其重点业务方向及核心业务为工程施工业务。

截至2017年末，公司总资产1,509.78亿元，所有者权益合计为409.96亿元，资产负债率为72.85%；2017年，公司实现营业总收入3,399.29亿元，净利润32.56亿元，经营活动净现金流为-82.77亿元。

募集资金概况

本次债券发行总规模为15亿元，分期发行。本期债券发行规模为9亿元，期限为5年期。本期

债券采用固定利率形式，单利按年计息，不计复利。本期债券每年付息一次，到期一次还本，最后一期利息随本金的兑付一起支付。

募集资金用途

本次债券拟募集资金 15 亿元，分期发行，用于向“国新国同基金 I 期”进行出资。本期拟募集资金 9 亿元，用于向“国新国同基金 I 期”进行部分出资。“国新国同基金 I 期”总出资额为 30 亿元。

宏观经济和政策环境

2018 年上半年，中国经济面临外部贸易战、内部去杠杆双重挑战，下行压力有所显现。GDP 同比增长 6.8%，较去年同期和去年底均回落 0.1 个百分点，名义 GDP 跌破 10%。但 GDP 增速下行较为有限，经济仍具备较强韧性。下半年贸易战不确定性仍在，内外需求继续放缓，稳增长压力进一步加大，但受国内宏观政策边际调整、经济转型升级影响，下行幅度或有限，预计全年 GDP 增长 6.6-6.7%。

图 1：中国 GDP 增速



资料来源：国家统计局

上半年宏观数据喜忧参半。一方面，经济面临内外需求放缓，信用风险抬升等压力：“结构性去杠杆”下基建投资、国有企业投资等政策性投资大幅下行带动投资持续回落；以美元计价的出口增长较快，但受人民币汇率宽幅波动影响，与以人民币计价的出口走势分化，仅以美元计价考量出口存在高估，并且贸易摩擦常态化等因素加大了出口继续改善不确定性；此外，金融严监管下流动性压力加大，信用违约事件明显增多。另一方面，经济运行中积极因素仍存：经济结构调整持续，第三产业增长继续快于第二产业，消费对经济增长贡献率高位上行；新动能增长较快，对经济增长贡献提升；规

模以上工业和制造业稳中趋缓态势未改；民间投资回暖，制造业投资企稳运行；虽然以社会消费品零售总额为代表的消费个位数运行，但如果将服务消费考虑在内，消费整体依然稳健；通胀水平可控，CPI 平稳运行，PPI 虽同比回落明显但无通缩压力。

贸易摩擦是今年以来中国经济面临的最大的外部不确定因素。贸易战后续发展存在很大不确定性，这容易对投资者情绪造成扰动，加剧金融市场波动；同时，贸易战暴露了我国高科技产业发展的不足，其对相关产业链的影响需要高度关注；此外，贸易战也增加了外部环境不确定性，有可能制约我国经济增长和去杠杆进程。

从国内政策环境看，今年以来中央召开的历次会议都对防风险、降杠杆予以重点强调，防风险仍是政府工作重心。但近期以来，随着内外环境变化，宏观经济政策边际调整，重心由“去杠杆”转向“稳杠杆”。上半年货币政策由 2017 年的“紧货币”转向“稳货币”，又进一步向结构性宽松过渡，预计下半年在“保持流动性合理充裕”基调下，货币政策将维持稳健中性、边际宽松，一方面继续结构性降准为实体经济融资提供便利，另一方面上调政策利率避免中美利差持续收窄加大资本外流压力；同时，在货币政策受到掣肘背景下，财政政策有望成为调整重点，财政支出力度将加大；从监管政策看，严监管趋势未改，但资管新规实施细则出台降低了政策不确定性，未来将更注重节奏和力度的把握，着力避免“处置风险的风险”。

在经济韧性犹存、政策边际调整下，中国经济宏观风险依然可控，但短期仍需关注近期以来经济环境和政策变化可能带来的结构性风险：一方面，资金流向实体经济渠道仍未通畅，货币政策边际宽松有可能加剧金融杠杆反弹压力；另一方面，货币政策调整虽有望降低企业融资成本，但中小企业和民企融资难问题难解，信用风险仍存；再次，人民币汇率虽然长期不具备贬值基础，但短期贬值压力并未根除，仍需警惕人民币汇率短期内剧烈波动。

中诚信证评认为，内外需求同步放缓加大了下半年中国经济下行压力。但是，经济结构调整转型提升了经济增长质量，生产企稳运行、消费总体稳

健、民间投资回暖、新动能快速增长都对经济形成一定支撑，经济下行幅度依然有限。

行业及区域经济环境

外贸行业概况

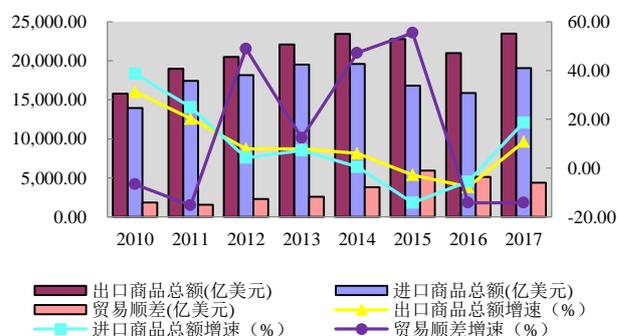
我国对外贸易行业的景气度随着外部经济环境的变化而有所波动。2014年，我国外贸体量增速有所下降，一方面是由于2013年的套利贸易垫高了同比基数，另一方面，相比于单纯追求高速增长，2014年我国更加注重外贸结构的调整和优化，以及对外贸易和宏观经济的协调发展。2014年我国进出口总额4.30万亿美元，同比增长3.4%，其中出口总额2.34万亿美元，同比增长6.1%，进口总额1.96万亿美元，同比增长0.4%。2015年以来，全球经济依旧处于深度调整中，总体复苏乏力，需求不振；国内经济面临下行压力，进出口总值下降，对外贸易发展进入新常态，2015年我国进出口总额3.96万亿美元，同比下降8.0%。其中，出口2.28万亿美元，同比下降2.8%；进口1.68万亿美元，同比下降14.1%。2016年全球经济仍处于国际金融危机后的深度调整期，我国对外贸易发展面临的不稳定、不确定的因素明显增多，下行压力加大，总体形势复杂严峻。2016年我国进出口总额3.68万亿美元，同比下降6.9%。其中，出口2.10万亿美元，同比下降7.7%；进口1.59万亿美元，同比下降5.5%。2017年，在大宗商品价格复苏的带动下，我国进出口总额¹为4.25万亿美元，较上年同期增长14.2%，扭转了此前连续两年下降的局面。其中，出口2.35万亿美元，较上年同期增长10.8%；进口1.91万亿美元，较上年同期增长18.7%。

对外贸易结构上，近年来由于国际经济复苏乏力，我国进口和出口规模逐年下降，贸易顺差呈现波动趋势。2014年我国实现贸易顺差0.38万亿美元，同比增长47.7%，增幅同比大幅扩大；一方面2014年以来美国等发达经济体经济状况有所好转，

¹ 2017年，我国进出口总额为277,923亿元人民币，其中出口金额153,321亿元人民币，进口金额124,602亿元人民币；当期我国实现贸易顺差28,718亿元人民币。为统一单位，中诚信证评使用中国人民银行发布的2017年12月29日银行间外汇市场人民币汇率中间价进行换算，汇率为1美元对人民币6.5342元。

拉动了我国出口需求的提升，另一方面全球大宗能源商品价格持续走低，同时我国部分重工业产能严重过剩、房地产市场降温使整体国内市场需求不足，从而导致进口增长相对疲弱。2015年，我国实现贸易顺差0.59万亿美元，同比增长56.7%。在国务院“稳增长、调结构”相关措施的大力推进下，2015年以来我国进出口总额有所下降，但贸易质量有所提升，贸易结构更趋合理，贸易顺差持续扩大。2016年，我国实现贸易顺差0.51万亿美元，受国际市场需求疲弱、汇兑变化等因素影响，贸易顺差开始收窄。2017年，我国实现贸易顺差0.44万亿美元，与上年同期相比贸易顺差进一步收窄。

图2：近年来我国进出口商品总额和贸易顺差情况



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

值得关注的是，2018年3月，美国总统特朗普宣布将对500亿美元中国商品加征关税，并将限制中国对美国科技产业投资，拉开与中国贸易战的序幕。2018年3月以来，中国与美方进行了多次高级别经贸磋商，但效果一般。2018年7月6日，美国对从中国进口的价值340亿美元商品加征25%关税政策落地，主要涉及制造业的相对高端领域，如航空航天、信息通信技术、机器人和机械等行业。我国政府果断采取反制措施，对从美国进口的价值340亿美元商品加征25%关税，主要涉及大豆等农产品、汽车、化工品以及飞机等进口商品，贸易战正式打响。2018年7月10日，美国政府宣布将推进向从中国进口的2,000亿美元商品加征10%关税，并公布了相关的6,000余种商品的清单，主要涉及农业、化学产品以及原材料等。未来，随着美中贸易摩擦的升级，我国对外贸易业务规模和商品种类或将受到影响。

近年来，国内经济结构调整持续推进，国内经济稳中向好；政府也通过系列措施，推进我国外贸

转型升级，构建开放型经济新体制。上述因素均对我国外贸未来增长和质量优化形成了正面的支撑力量。但从当前全球贸易环境来看，尽管大宗商品价格有所复苏，但整体市场处于较为低迷的状态，同时各国贸易保护主义倾向日益加深，国际贸易摩擦加剧、国际市场环境趋于复杂。同时近年来，人民币汇率双边波动加大，劳动力和资金等要素成本上升，中小企业经营困难增加，我国外贸出口增长空间受到一定影响。

内贸行业概况

从国内贸易情况来看，近几年我国经济规模保持了不断扩大的良好势态，刺激国内贸易景气度不断上升。2014年国内生产总值636,463亿元，同比增长7.4%；社会消费品零售总额262,394亿元，同比增长12.0%。2015年国内生产总值676,708亿元，同比增长6.9%；社会消费品零售总额300,931亿元，同比名义增长10.7%。2016年，国内生产总值744,127亿元，同比增长6.7%；社会消费品零售总额332,316亿元，同比增长10.4%。2017年，国内生产总值827,122亿元，较上年同期增长6.9%；社会消费品零售总额366,262亿元，较上年同期增长10.2%。

图3：近年来国内生产总值和社会消费品零售额增速对比



资料来源：国家统计局，中诚信证评整理

内贸政策方面，2016年11月，商务部等10部门联合印发的《国内贸易流通“十三五”发展规划》提出了“十三五”时期内贸流通发展目标：到2020年，新一代信息技术广泛应用，内贸流通转型升级取得实质进展，全渠道经营成为主流，现代化、法治化、国际化的大流通、大市场体系基本形成。同时，将着力推进实体商业创新转型、提升流通供给水平、推动消费结构升级、提高流通信息化水平、

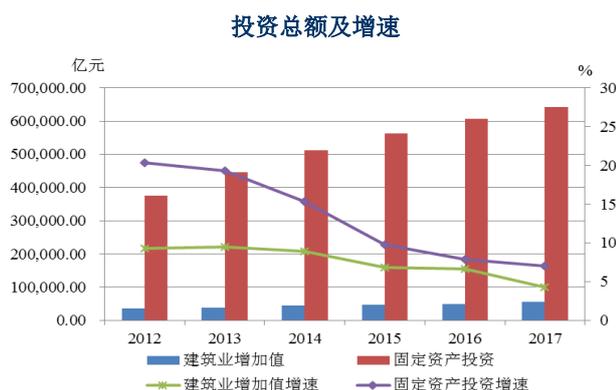
加强流通标准化建设、促进流通集约化发展、统筹区域城乡协调发展、加强对外开放合作、营造法治化营商环境。此内贸规划有望从政策上加大对消费的开拓力度，形成扩大消费的长效机制，更好地服务经济结构调整转型。

总体上，2017年以来，我国劳动力、资金和环保等投入要素价格继续高企，对国内生产要素流通和消费品市场也形成了一定制约，内贸增速有所放缓。但考虑到我国消费市场起点较低，未来经济发展将会促进我国庞大内需的释放；同时“十三五”规划明确了内贸流通转型升级的目标、主要任务和保障措施，有利于全面打通消费、流通和生产各环节，也为未来国内贸易环境的长远和健康发展提供了良好的政策空间。

建筑业总体概况

建筑业是国民经济的重要支柱产业之一，其发展与社会固定资产投资规模保持着密切的关系。近年来，我国国民经济始终保持着快速良好的发展态势，全社会固定资产投资规模逐年递增，“十二五”期间实现年均复合增长率15.94%。2017年我国全社会固定资产投资为641,238亿元，同比增长7.0%，增速同比降低。伴随着固定资产投资的增长，国内建筑业亦保持了增长态势，“十二五”期间，建筑业增加值年均复合增长率为9.75%。2017年实现全社会建筑业增加值55,689亿元，同比增长4.3%；同期，全国具有资质等级的总承包和专业承包建筑业企业实现利润7,661亿元，同比增长9.7%。中诚信证评注意到，近年来全社会固定资产投资虽然继续保持了较快的增长态势，但增速逐年回落，全社会固定资产投资增速的放缓对建筑行业形成了一定压力。

图 4：近年来我国建筑业增加值及增速与全社会固定资产投资总额及增速



资料来源：中华人民共和国国民经济和社会发展统计公报

中诚信证评认为，近年来随着全社会固定资产投资基数的不断增加，增速回落属于正常现象，通过改变目前粗放的发展模式，我国建筑业实力仍在不断增强。未来，随着国内基础设施建设和新型城镇化进程的进一步推进，以及“一带一路”、京津冀协同、长江经济带建设等国家战略规划的有效实施，我国建筑业发展不会出现大幅度减速的状况，行业增加值增速将维持在一定的水平。

随着我国建筑业总产值和增加值屡创新高，依靠每年过万亿的市场规模以及较快的年均复合增长率，中国已成为全球规模最大的建筑市场，国际地位突出。在美国《工程新闻记录》(ENR)杂志发布的“2017年度全球承包商 250 强”排行榜中，中国大陆共有 49 家企业入围。中诚信证评认为，受益于世界经济持续复苏，我国基础设施投资建设的重心将逐步向城市轨道交通、保障性住房、水利水电、电网改造和新能源等工程领域转移，建筑市场依然具有较大的发展空间。另外，我国建筑企业施工能力已达世界先进水平，国际工程承揽规模不断扩大，在美国《工程新闻记录》(ENR)杂志发布的“2017 年度全球最大 250 家国际承包商”排行榜中，中国大陆共有 65 家企业入围。

表 1：“2017 年度全球承包商 250 强”前十位中国企业

序号	公司名称	2017 年	2016 年
1	中国建筑股份有限公司	1	1
2	中国中铁股份有限公司	2	2
3	中国铁建股份有限公司	3	3
4	中国交通建设集团有限公司	4	4
5	中国电力建设集团有限公司	5	6
6	中国冶金科工集团公司	8	8
7	上海建工集团股份有限公司	9	10
8	中国能源建设股份有限公司	11	--
9	陕西建工集团总公司	26	--
10	浙江省建设投资集团有限公司	28	30

资料来源：美国《工程新闻记录》(ENR)杂志

中诚信证评同时关注到，建筑行业作为高耗能行业，其发展与国家低碳绿色发展战略有所背离。据统计，我国建筑业能耗占全社会能源消耗的 30% 左右，超过 95% 的既有建筑属于较为落后的高耗能建筑，此外建筑垃圾占居民活动产生垃圾总量的 40%。根据国家领导人重要讲话中的减排目标，“到 2030 年单位 GDP 能耗比 2005 年下降 60%~65%”，建筑业能否做好节能减排工作成为影响国家绿色目标的重要因素。在此背景下，发展绿色建筑、实现产业升级成为建筑行业发展的当务之急。

竞争实力

2014 年 9 月，浙江省委、省政府出台了《关于进一步深化国有企业改革的意见》(以下简称“国改意见”)，浙江省新一轮国企改革大幕正式开启，国改意见提出以国有资产证券化为抓手积极发展混合所有制经济，以规范经营、提高效率为重点加快推进国有企业治理体系和治理能力现代化，以向管资本转变为方向完善国有资产监督管理体制，不断增强国有经济的活力、控制和影响力，有效服务于全省经济社会发展大局。公司作为浙江省唯一的国有资本运营平台，在浙江省国企改革中地位突出，致力于强化省属企业资源配置平台、资本运作平台及浙江省委省政府战略性投资平台等重要作用的发挥。

陆续获得资产划转和资本注入，发展基础不断夯实。2015 年 1 月，浙江省国资委印发《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,增加当期公司资本公积45.28亿元。2016年,根据《浙江省国资委关于无偿划转省铁路集团公司所持部分国有股权(资产)的通知》(浙国资产权[2016]28号),将原浙江省铁路投资集团有限公司(以下简称“省铁投集团”)所持浙江省发展资产经营有限公司(以下简称“发展资产公司”)100%股权、浙江省铁投融资租赁有限公司(于2017年5月更名为浙江省富浙融资租赁有限公司,以下简称“富浙融资租赁”)100%股权、中银投资浙商产业基金管理(浙江)有限公司(以下简称“中银基金公司”)35%股权及浙江浙商产业投资基金合伙企业(有限合伙)(以下简称“浙商产业基金”)10亿元投资基金(含出资的投资项目资金)无偿划拨给公司,将省铁投集团旗下资产经营、融资租赁、基金管理等业务板块注入公司,增加资本公积27.08亿元,进一步夯实发展基础。

资本注入方面,2015年,根据《浙江省国资委关于同意增加省综合资产经营公司资本公积的批复》(浙国资产权[2015]6号),公司代浙江省国资委收取浙江物产集团有限公司38%的股权受让款39.86亿元用于增加公司资本公积。

从资产质量来看,公司下属子公司物产中大是浙江省最大的省属贸易企业,物产中大各主要业务板块在省内均处于领先地位,经营规模、经营效益及综合实力等指标名列全国同行前茅;公司下属浙江建投为浙江省国资委下属唯一建筑企业,近年来随着业务不断拓展,浙江建投的建筑施工主业新签合同稳步增长,项目储备充足;公司下属富浙融资租赁,拥有国家商务部批准内资融资租赁试点企业资质,业务投放主要以政府平台项目为重点,传统租赁业务领域的直接租赁、售后回租为辅;此外,公司持有众多优质的股权投资,每年获得一定的投资收益,2015~2017年,公司获得的投资收益分别为12.72亿元、27.03亿元和18.89亿元。

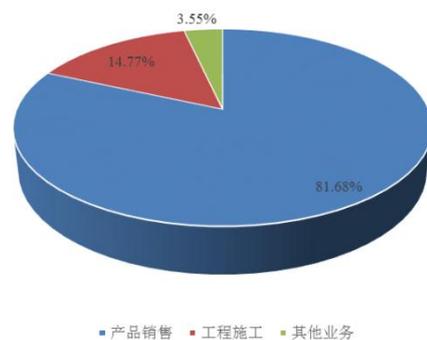
总体来看,公司作为浙江省唯一的国有资本运营平台,在新一轮的国企改革中地位突出,将发挥重要作用,同时,公司陆续获得资产划转及资本注入,发展基础不断夯实,此外,公司下属子公司资

产质量优良。在突出的主体地位、很强的资本实力和自身优良资产的支撑下,公司具有很强的抗风险能力。

业务运营

公司的业务板块由产品销售板块、工程施工板块、房产销售板块及其他业务板块构成。公司其他业务板块主要包括金融、物流等业务,但在营业收入中占比较小。2017年,公司实现营业总收入²3,399.29亿元,其中产品销售收入2,776.53亿元,占营业总收入比重81.68%,是公司最核心的业务及收入来源;工程施工收入502.24亿元,占营业总收入比重14.77%;其他业务收入120.52亿元,占营业总收入的比重为3.55%。

图5: 2017年公司营业总收入构成



资料来源: 公司提供

产品销售业务

公司的产品销售板块主要包括物产中大及其下属子公司的钢材、汽车、煤炭、化工等产品销售³,其中钢材、汽车、煤炭销售实物量居于全国前列,行业地位优势突出。

2015~2017年,公司分别实现产品销售收入1,927.39亿元、1,980.59亿元及2,776.53亿元,钢材、汽车、煤炭及化工等主要贸易品种销售收入占

² 营业总收入包括公司的营业收入、利息收入、手续费及佣金净收入。

³ 2015年产品销售板块还包括子公司物产中拓股份有限公司(以下简称“物产中拓”,2017年1月更名为浙商中拓集团股份有限公司)及其下属子公司的钢材、汽车等产品的销售。公司于2015年末将持有的物产中拓股权无偿划转给浙江省交通投资集团有限公司,故不再将其纳入合并财务报表范围,物产中拓2015年损益情况仍计入公司利润表。无特殊注明情况下,公司2015年产品销售板块经营数据均包含物产中拓数据,2016年起不再包括物产中拓数据。

比达 70%左右。具体来看，钢材和汽车销售作为公司传统优势业务，占比较为稳定，成为公司产品销售板块长期稳定的收入来源；煤炭和化工等产品销

售作为公司的重要收入来源，虽然占比较低，但增速较快，成为公司新的利润增长点。

表 2：2015~2017 年公司产品销售板块收入结构情况（亿元、%）

项目	2015		2016		2017	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
钢材	732.17	37.99	546.24	27.58	933.11	33.61
汽车(含后服务)	232.55	12.07	298.67	15.08	325.90	11.74
煤炭	162.89	8.45	224.04	11.31	329.41	11.86
化工(含民爆)	245.99	12.76	298.68	15.08	454.08	16.35
其他贸易品种	553.79	28.73	612.96	30.95	734.03	26.44
合计	1,927.39	100.00	1,980.59	100.00	2,776.53	100.00

资料来源：公司提供

钢材销售板块

钢材销售业务主要运营主体为物产中大下属浙江物产金属集团有限公司（以下简称“物产金属”），2015 年钢材业务经营主体还包括物产中拓及其下属子公司。目前，公司的钢材贸易产品广泛覆盖了方钢、螺纹、中厚钢板、涂镀、线材、型钢等品类。

2015~2017 年，公司钢材贸易业务收入分别为 732.17 亿元、546.24 亿元和 933.11 亿元，销量分别达 3,052.22 万吨、2,264.96 万吨和 2,755.41 万吨。2015 年，钢贸行业低迷，受钢材价格下跌的影响，公司钢材销售收入有所下降；2016 年以来，钢材行业回暖，钢材价格整体呈上升态势，但期间波动较大，为规避价格波动风险，公司适当控制钢材贸易规模，当期钢材销量较 2015 年减少，同时，物产中拓经营数据不再纳入公司合并范围，故 2016 年钢材销售收入继续下降；2017 年，受钢铁行业景气度整体回暖影响，公司钢材贸易收入及销量均有所增长。

表 3：2015~2017 年钢材经营规模主要数据

项目名称	2015	2016	2017
销售金额（亿元）	792.29	613.86	1,091.58
销售实物量(万吨)	3,052.22	2,264.96	2,755.41
进口量（万吨）	2.12	1.92	2.19
出口量（万吨）	167.80	139.13	286.42
销售均价（元/吨）	2,595.79	2,710.26	3,961.59

注：表内销售金额为含税价格。

资料来源：公司提供

公司钢材销售网络覆盖全国各主要省市，发展

了大量二级经销商和终端钢材使用客户，已建立起了较为完善的贸易网络。目前，钢材板块主要包括以下经营模式：（1）连锁分销，公司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。（2）配供配送，包括项目配供和产品配送，项目配供是指物产中大直接与工程施工方对接，根据工程项目所需物资的需求，与上游钢厂接洽采购合适的钢材向项目施工方进行配供服务；产品配送是指物产中大为直接用于钢材消费的生产企业等提供物资供应服务。（3）集成式供应链服务。通过与核心客户构筑双方共享的供应商资源网络、物流配送网络、终端分销网络及综合服务网络，在为客户提供原材料的同时，又为其销售产品和提供物流、金融、信息、商务、技术等集成服务。（4）电子商务平台。公司的连锁网点已经实现和上海大宗钢铁电子交易中心、浙金钢材移动电商平台的对接，打造出了集团钢铁板块电子商务的销售平台。公司目前钢材贸易经营模式以连锁分销、配供配送及供应链服务为主，2017 年上述经营模式产生的钢材贸易收入占当期总营业额的比例分别为 21.85%、23.06%及 41.50%。

定价模式方面，公司主要采用市场定价模式与成本加成模式，在市场价格的基础上考虑成本，根据提供增值服务含量进行价格加成，同时，公司还通过与国内大型钢企建立长期合作关系，每年签订框架协议，在付款期限、采购价格上获得一定的优惠措施。

采购方面,公司合作供应商多,采购比较分散,供应商集中度不高,对单一供应商依赖程度较低。公司采购时综合考虑产品价格、产品质量、运输距离等因素,选择供应商。2017年,公司钢材贸易前五大供应商采购金额合计占该业务采购总额比重为7.25%。

表 4: 2017 年钢材板块前五大上游供应商情况 (亿元、%)

序号	供应商	采购额	采购金额占比
1	天津恒达伟业投资有限公司	21.53	1.94
2	日照宝华新材料有限公司	18.09	1.63
3	鞍钢股份有限公司	15.83	1.43
4	营口丝路贸易有限公司	13.64	1.23
5	中车物流有限公司	11.30	1.02
合计	--	80.39	7.25

资料来源:公司提供

销售方面,公司的销售网络分布浙江省内外主要经济区域,以省外为主,连续多年在浙江省内的市场占有率位居第一。2017年,公司前五大客户销售额占总销售的6.29%。

表 5: 2017 年钢材板块前五大下游客户情况 (亿元、%)

序号	客户	销售额	销售金额占比
1	江阴瑞和金属制品有限公司	30.97	2.84
2	河北泰钢钢铁轧制有限公司	11.17	1.02
3	嘉吉投资(中国)有限公司	10.17	0.93
4	中国建筑第四工程局有限公司	8.69	0.80
5	唐山连创制钢科技有限公司	7.69	0.70
合计	--	68.69	6.29

资料来源:公司提供

结算模式方面,公司对供应商的付款方式主要以现款为主,因而可以享受供应商提供的价格折扣等优惠政策,但同时也会造成对资金的占用。公司对下游客户收取部分保证金,然后先收款再放货,与客户结算以现款为主,银行承兑汇票为辅,使用现款结算,有利于资金及时回笼。

汽车销售板块

公司汽车业务板块运营主体为物产中大下属子公司浙江物产元通汽车集团有限公司(以下简称“物产元通”)。物产元通是浙江省最大的汽车经销商,在江浙地区具有较大的规模优势。

2015~2017年,汽车(含后服务)业务板块收入分别为232.55亿元、298.67亿元和325.90亿元。随着国家经济增长和居民收入水平提高,汽车刚性需求依然强劲,汽车市场发展势头良好,公司汽车业务收入呈逐年增长态势。

表 6: 公司汽车业务板块主要经营数据

项目名称	2015	2016	2017
整车销售金额(亿元)	253.75	305.43	319.23
销售实物量(辆)	151,051	182,403	185,102
销售均价(万元/辆)	16.79	16.74	17.25

注:1、表内整车销售金额为销售口径,与财务分析中相关财务数据口径不同;2、表内2015年经营数据不含物产中拓情况。

资料来源:公司提供

公司汽车业务模式以整车销售为主,汽车后服务为辅。公司整车销售以狭义乘用车(轿车、MPV和SUV)为主,占比90%,其中轿车在70%左右。整车销售的经营模式包括汽车品牌4S店模式、多厅一厂模式及汽车园区模式等。目前,公司整车销售主要采用汽车品牌4S店模式经营。截至2017年末,公司拥有汽车销售网点(4S店、多厅一厂等)195家,其中4S店139家,主要分布在浙江、江苏、福建等地。公司汽车业务板块销售网点集中于浙江省,业绩对江浙区域市场依赖程度很高。

采购方面,公司整车的采购主要通过品牌授权的方式实现。汽车采购一般都有供应商要求的商务政策,4S店按商务政策结合自身需求向厂商采购汽车,采购金额相对稳定。

表 7: 2017 年汽车采购前五大供应商情况 (亿元、%)

序号	供应商	采购额	采购金额占比
1	一汽-大众销售有限责任公司	45.00	13.91
2	上汽通用汽车销售有限公司	33.65	10.40
3	上海上汽大众汽车销售有限公司	33.49	10.35
4	北京现代汽车有限公司	22.42	6.93
5	东风日产汽车销售有限公司	19.14	5.92
合计	--	153.70	47.51

资料来源:公司提供

目前,物产元通经销的汽车品牌已经涵盖了国内外11个大系的65个品牌。2017年,公司汽车销售前五大品牌合计销售金额为130.91亿元,占汽车销售总金额的比重为41.00%。

表 8: 2017 年公司汽车销售前五大品牌 (亿元、%)

序号	客户	销售额	销售金额占比
1	奥迪	32.90	10.31
2	上汽大众	28.17	8.82
3	通用别克	26.08	8.17
4	一汽大众	22.04	6.90
5	北京现代	21.72	6.80
合计	--	130.91	41.00

资料来源: 公司提供

公司汽车板块业务在 4S 店品牌经营的基础上, 发展二手车交易, 汽车快修和用品连锁经营, 汽车租赁等汽车后服务业务, 已经有 160 余家汽车销售网点设有后服务点, 实现售后服务业务带动汽车整体业务的提升。近年来, 公司汽车销售业务加快业态调整 and 战略转型, 充分利用售后服务产业链的增值优势, 使汽车售后服务、二手车交易、汽车保险服务、汽车精品销售等成为 4S 店的利润支撑点, 营运质量和抵御风险能力得到提高。2017 年, 公司共维修车辆 167.65 万辆, 实现二手车交易量 55,637 辆。

表 9: 公司汽车板块售后服务业务数据

项目名称	2015	2016	2017
维修车辆 (万辆)	147.56	169.26	167.65
二手车交易 (辆)	42,795	52,825	55,637

注: 表内 2015 年起汽车后服务业务数据不含物产中拓情况。

资料来源: 公司提供

煤炭销售板块

煤炭业务板块主要来自物产中大下属子公司浙江物产环保能源股份有限公司 (以下简称“物产环能”), 物产环能作为全国最大的煤炭贸易企业之一, 市场参与时间较长, 销售网络遍布浙江省。公司煤炭贸易的品种主要包括电厂和水泥厂使用的动力煤、钢厂使用的焦煤和化工煤三类, 其中动力煤比例最高, 占有煤炭品种贸易量的 85% 以上。

2015~2017 年, 公司煤炭贸易收入分别为 162.89 亿元、224.04 亿元和 329.41 亿元, 煤炭销售量分别为 4,296.16 万吨、5,078.08 万吨和 5,900.73 万吨。2015 年煤炭行业低迷, 煤炭价格持续下降, 2016 年起煤炭行业回暖, 煤价开始上涨, 煤炭销售量同比增长 18.20%, 销售均价同比增长 2.65%; 2017 年, 受市场回暖的影响, 煤炭销售量同比增长

16.20%, 销售均价同比增长 48.26%。

表 10: 公司煤炭销售主要经营数据

项目名称	2015	2016	2017
销售实物量 (万吨)	4,296.16	5,078.08	5,900.73
销售均价 (元/吨)	429.38	440.74	653.43

注: 表内销售金额为含税价格。

资料来源: 公司提供

公司煤炭销售主要业务模式包括集购分销模式、供应链服务模式、煤炭加工服务模式、代理模式及物流集成运作模式。公司销售网络遍布全省, 有较为稳定的客户群体。公司每年会与主要供应商签订年度框架协议, 获取优惠采购价格, 神华集团有限责任公司 (以下简称“神华集团”) 是公司主要煤炭供应商, 同时公司仍是神华集团在国内最大的贸易企业客户。2017 年, 公司煤炭贸易前五大供应商采购金额占采购总额的 26.64%, 其中, 对神华集团采购额占采购总额的比重为 9.56%。

表 11: 2017 年公司煤炭板块前五大上游供应商 (亿元、%)

序号	供应商	采购额	采购金额占比
1	神华集团有限责任公司	37.64	9.56
2	天津广路通煤炭销售有限公司	28.67	7.28
3	博笙贸易 (上海) 有限公司	14.78	3.75
4	大同煤矿集团有限责任公司	12.33	3.13
5	中煤集团山西华昱能源有限公司	11.52	2.92
合计	--	104.94	26.64

资料来源: 公司提供

公司煤炭贸易业务客户分散, 客户集中度不高。2017 年, 公司前五大客户销售额合计 49.27 亿元, 占销售总额的 12.79%。

表 12: 2017 年公司煤炭板块前五大下游客户 (亿元、%)

序号	客户	销售额	销售金额占比
1	玖龙纸业 (中国) 有限公司	18.91	4.91
2	中国神华能源股份有限公司煤炭销售中心	7.70	2.00
3	东莞市辉煌能源有限公司 (含海昌)	7.86	2.04
4	国电常州发电有限公司	6.21	1.61
5	南方水泥有限公司	8.59	2.23
合计	--	49.27	12.79

资料来源: 公司提供

公司煤炭业务对供应商及下游客户的付款及收款方式均以现款为主, 还包括银行承兑汇票、国

际信用证、国内信用证等其他方式。公司对于终端销售客户给予一定的账期，贸易商全部为现款。

此外，公司通过经营嘉兴新嘉爱斯热电厂，实现产业链前向延伸。嘉兴新嘉爱斯热电厂由物产中大下属子公司嘉兴新嘉爱斯热电有限公司经营，总装机容量 125MW，拥有热网主管道 113KM，下游蒸汽用户 103 家，年发电能力 8.5 亿 KWM，年供热能力 350 万吨。在煤炭价格下跌时，通过电厂经营成本的降低，获取后续发电带来的部分收益。

化工及民爆等销售板块

公司化工板块主要由物产中大下属子公司浙江物产化工集团有限公司（以下简称“物产化工”）负责经营。公司化工贸易品类以液化、化纤和塑料为主，还包括聚酯纤维、橡胶和硫磺等，品类齐全。2015~2017 年，公司化工产品贸易量（含民爆产品）分别为 428.13 万吨、560.13 万吨及 661.52 万吨。公司化工业务按照内外贸一体化代理中石化等国内外大型石化、化工企业产品。同时，公司为下游生产企业提供从原材料供应到销售其产品的供应链服务，并以建立生产基地方式，进行贸工一体化经营。

公司民爆板块主要由物产中大下属子公司浙江物产民用爆破器材专营有限公司（以下简称“物产民爆”）负责经营管理，物产民爆拥有浙江省民爆产品的专营权。2015~2017 年，公司分别实现民爆产品总销量 110,447 吨、99,500 吨及 121,159 吨，有所波动。2017 年 9 月，物产中大与浙江省机电集团有限公司（以下简称“浙江机电”）签订了《民爆企业重组协议》，物产中大以持有物产民爆的股权等资产参与民爆企业重组，与浙江机电共同设立“浙江新联民爆器材有限公司”（以下简称“新联民爆”），重组完成后，物产中大持有新联民爆 23.28% 的股权，物产民爆成为新联民爆的全资子公司，物产民爆由物产中大的控股子公司变为间接参股公司，该重组事项已经完成。中诚信证评将关注该资产重组事项未来对公司经营和盈利方面的影响。

2018 年 1 月 14 日，物产中大发布公告称，为拓展原油贸易业务，打造原油、成品油、油化工等

油品全产业链服务平台，物产中大控股子公司物产金属与上海华信国际集团有限公司、舟山交通投资集团有限公司（以下简称“舟山交投”）共同投资设立物产中大华信石油化工有限公司（以下简称“物产中大华信”）。物产中大华信注册资本 10 亿元，其中物产金属出资 4 亿元，占比 40%。2018 年 5 月 22 日，物产中大发布公告称，鉴于物产中大华信首期注册资金迄今尚未到位，为进一步推进拓展原油贸易业务，物产金属与舟山交投共同投资设立浙江物产中大石油有限公司（以下简称“物产中大石油”），并以物产中大石油作为 2018 年中国（浙江）自由贸易试验区原油非国营贸易进口资格的申请主体。物产中大石油注册资本 10 亿元，其中物产金属出资 8 亿元，占比 80%。中诚信证评将对物产中大原油贸易业务开展情况以及对公司的影响保持关注。

2018 年 3 月 12 日，物产化工与乐普（北京）医药器械股份有限公司（300003.SZ）签署合同，物产化工将以 10.50 亿元的价格转让其持有的参股公司浙江新东港药业股份有限公司 45% 股权，本次交易完成后，物产中大当期归属于母公司净利润将增加约 4.60 亿元。

总体来看，钢材、汽车、煤炭及化工是公司最为主要的贸易品种，是公司收入的主要来源。近年来，公司不断通过供应链管理、产业链延伸及发展新业态销售模式等方式，提高核心竞争力，规避贸易风险。同时，中诚信证评也关注到对外贸易环境变化对公司业务运营带来的压力。

工程施工业务

公司工程施工业务主要运营主体为子公司浙江建投及其下属子公司。浙江建投是浙江省国资委下属唯一建筑企业，是浙江省内建筑行业龙头企业，拥有各类建筑业企业资质 120 余项，在浙江省的重大工程承接方面有明显的竞争优势。

公司的工程施工业务以房建施工业务为主，交通市政施工业务为辅，近年来，公司还大力拓展资本经营业务。2015~2017 年，公司分别实现工程施工收入 500.62 亿元、506.97 亿元及 502.66 亿元，其中房建工程施工收入占比超过 90%。

表 13: 2015~2017 年公司工程施工业务收入构成情况 (亿元、%)

主要板块	2015		2016		2017	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比
房建工程施工	473.31	94.54	480.83	94.84	473.77	94.25
交通市政施工	27.32	5.46	26.14	5.16	28.89	5.75
合计	500.62	100.00	506.97	100.00	502.66	100.00

注: 因工程分类口径和审计报告口径差异原因, 2017 年上表中收入合计金额与财务口径“工程施工”收入略有出入。

资料来源: 公司提供

房建工程施工

房建工程施工是浙江建投的核心业务, 2015 年~2017 年新签合同额分别为 662 亿元、667 亿元及 830 亿元。近年来, 公司先后建设了浙江省人民大会堂、杭州东站火车站枢纽工程、浙江省音乐学院一批精品房建工程, 累计竣工面积达 1 亿多平方米, 并且多项工程获省部级以上优质工程、国家级优质工程奖。随着新签房建合同的增长, 公司房建业务收入保持稳定, 2015~2017 年分别实现收入 473.31 亿元、480.83 亿元和 473.77 亿元。

从区域分布来看, 作为浙江省唯一一家国有建筑企业, 经过多年的发展和区域化整合的推进, 公司形成了以浙江省为中心的市场布局, 并将自身的影响力逐渐辐射至全国各大城市。2015~2017 年, 公司在浙江省内新签房建合同额分别为 371 亿元、310 亿元及 472 亿元, 在房建新签合同总额中占比基本达到 50% 以上, 在浙江省内继续保持很强的竞争实力。公司在巩固本地承揽优势的同时, 为降低对浙江省内市场依赖度, 逐步向省外和海外发展, 2015~2017 年公司在省外的新签合同额分别为 217 亿元、294 亿元及 295 亿元。虽然公司对省内市场依存度仍然较高, 但随着战略的实施和对省外市场拓展力度逐步加大, 省外市场建筑业务收入对公司的贡献逐步提高。

公司海外业务也以房建工程为主, 主要分布在

阿尔及利亚、香港和新加坡等国家和地区。2013 年, 公司与华润集团下属公司上润有限公司签署了华润营造有限公司的股权收购协议, 并于 2014 年 3 月办理完成了相关股权变更登记及更名手续。受益于此次收购, 公司在港澳、东南亚地区乃至国际市场上的竞争力得到进一步提高。此外, 公司在北非地区主要选择政府保障性住房项目, 该类项目风险较低, 业务运营较为稳定。2015~2017 年, 公司海外地区新签合同额分别为 74 亿元、63 亿元及 63 亿元。公司海外业务大多采用美元结算, 总体较好的控制了汇率风险。

表 14: 2015~2017 年公司房建新签合同及区域结构 (亿元)

地区	2015	2016	2017
浙江	371	310	472
外省	217	294	295
海外	74	63	63
合计	662	667	830

资料来源: 公司提供

截至 2018 年 3 月末, 公司国内主要在建房建工程项目包括台州西商务区 B2 地块项目、义乌市福中福广场项目 (A 组团) 及萧山区科技创新中心工程施工总承包项目等, 合同金额共 138.49 亿元; 同期, 公司海外主要在建房建工程包括阿尔及利亚 4 万人体育场项目、阿尔及利亚 1,820 套项目等, 合同金额共计 196.69 亿元。

表 15: 截至 2018 年 3 月末公司国内主要在建房建工程项目情况 (亿元)

项目名称	合同金额	开工日期
浙江大学国际联合学院 (海宁国际校区) 二期工程	10.81	2015.12
台州西商务区 B2 地块项目	10.53	2013.09
威海市金海滩 1 号项目	10.00	2016.02
义乌市福中福广场项目 (A 组团)	9.71	2014.11
金太阳-永利城 K2-A 地块一标段商品房屋建设工程	9.44	2017.03
萧山区科技创新中心工程施工总承包	8.50	2014.12

济南华润万象城项目南地块写字楼及万象城工程一标段	8.31	2015.11
海南恒大御海天下首期 (E03、E06、C13、D11、C11、D09 地块) 主体及配套建设工程	6.12	2016.12
闻堰街道三江口村湘湖三期安置房项目	25.00	2016.03
镇海区骆驼街道棚户区改造	24.70	2017.10
翠苑单元西溪商务城地区 FG04-R21/C2-02 地块农转非居民安置房	6.00	2017.03
杭政储出 (2014) 20 号地块商业商务用房 (集团总部用房) 工程	9.37	2018.02
合计	138.49	--

注：截至 2018 年 3 月末，台州西商务区 B2 地块项目和义乌市中福广场项目 (A 组团) 处于收尾阶段，萧山区科技创新中心工程施工总承包项目处于装修阶段，宁波新材料 (国际) 创新中心 A 区和西藏自治区档案局 (馆) 新馆建设项目已竣工。

资料来源：公司提供

表 16：截至 2018 年 3 月末公司海外主要在建房建工程项目情况 (亿元)

项目名称	合同金额	开工时间	竣工时间	项目进度
阿尔及利亚 4 万人体育场项目	11.24	2009.12	待定	地下墙柱施工
阿尔及利亚 1,820 套项目	4.25	2010.08	待定	停工
阿尔及利亚 OULED FAYETS23 套项目	1.03	2012.05	2017.04	收尾, 等待临验
阿尔及利亚 ORAN3,100 套项目	5.69	2012.07	2016.06	16 年 6 月已临验
阿尔及利亚 ORAN3,000 套项目	5.58	2013.04	2019.05	装修
阿尔及利亚 Tialet2,000 套项目	3.98	2013.11	2018.03	扫尾
阿尔及利亚布里达省 Bouinan 新城 5,000 套项目	10.66	2014.05	停工	主体结构施工, 装饰
阿尔及利亚阿尔及尔省 Birtouta1,602 套项目	3.04	2014.03	2018.12	装饰收尾
阿尔及利亚阿尔及尔省 OULED FAYET 镇 1,500 套 (1)	3.51	2013.08	2017.06	已临验
阿尔及利亚阿尔及尔省 OULED FAYET 镇 1,500 套 (2)	3.26	2014.04	2019.02	主体结构、砌筑、装饰
阿尔及利亚布里达省 Bouinan 新城 A 区 3,000 套项目	6.68	2014.11	2018.01	装饰
阿尔及利亚布里达省 Bouinan 新城 C 区 2,000 套项目	4.45	2014.11	2018.01	装饰
阿尔及利亚奥兰省 Ain Beida (site 01) 区 2,500 套项目	5.46	2014.05	2018.09	装饰
阿尔及利亚奥兰省 Ain Beida (site 02) 区 2,500 套项目	5.46	2014.05	2018.07	装饰
阿尔及利亚奥兰省 OUED TLELAT2,500 套项目	4.63	2014.06	2018.07	装饰、收尾
阿尔及利亚阿尔及尔省 Baba hassen600 套项目	1.04	2014.05	2018.04	竣工预验收中
阿尔及利亚布里达省 Bouinan1,500 套 ENPI 项目	5.35	2014.12	2019.06	主体结构、装饰施工
阿尔及利亚阿尔及尔省 916 套项目	1.43	2012.02	2019.06	主体结构、装饰施工
阿尔及利亚奥兰省 900 套项目	1.65	2012.07	2019.02	装饰
阿尔及利亚安特姆森省 676 套项目	1.21	2013.12	2017.06	已临验
阿尔及利亚安特姆森省 1,000 套项目	2.27	2013.08	2017.06	已临验
阿尔及利亚赛亚达 1,000 套项目	2.17	2013.08	2017.07	已临验
阿尔及利亚哈希-马迈什 1,000 套项目	2.17	2013.08	2018.07	收尾
阿尔及尔省 Mohamadia 镇共和国卫队丽都军营项目	4.77	2014.12	2019.06	主体结构、装饰施工
阿尔及利亚 TIATET480 套项目	1.77	2015.02	2018.01	装饰
总统府技术楼	0.15	2016.04	2018.06	装饰收尾
阿尔及利亚阿尔及尔省 2,100 套 ENPI 项目	7.41	2014.11	2020.02	基础、主体结构、装饰施工
阿尔及利亚阿尔及尔省 2,280 套 ENPI 项目	8.36	2014.12	2019.03	装饰施工
阿尔及尔省 Rouiba 和 Bordj El Brahi1,100 套商品房项目	3.99	2014.11	2018.12	装饰收尾
阿尔及利亚阿尔及尔省 Dergana636 套项目	1.07	2015.03	2018.01	装饰收尾
阿尔及利亚阿尔及尔省 Sellam Madani278 套项目	0.55	2014.03	2018.06	竣工预验收中
阿尔及利亚阿尔及尔省 Sellam Madani924 套项目	1.41	2016.07	2019.12	主体、装饰施工
阿尔及利亚安纳巴省 1,073 套项目	2.49	2013.01	2018.12	装饰收尾

阿尔及利亚总统府培训楼	0.17	2016.11	2019.03	主体结构施工
阿尔及利亚总统府游泳馆	0.26	2016.12	2019.03	主体结构施工
阿尔及利亚总统府停车场	0.09	2017.07	2018.12	主体结构施工
阿尔及利亚布利达省 Sidi Serhane 5,000 套项目	11.44	2016.04	2019.12	基础, 结构, 装饰
Guelma 温泉疗养中心	1.49	2017.12	2019.12	地勘, 临设
东涌 58 区地段 38 酒店发展项目	20.83	2017.08	2019.08	主体结构施工
香港波老道住宅项目	8.47	2016.11	2019.02	装饰装修、景观室外工程
香港观塘 NKIL6514 平台项目	10.11	2017.07	2019.08	主体结构施工
湾仔轩尼诗道 1 号商业中心上盖工程	8.66	2016.11	2019.01	装饰装修、玻璃幕墙工程
龙翔道 6532 号毕架山住宅项目	6.99	2017.01	2018.07	主体结构与装饰装修
合计	196.69	--	--	--

注：1、本表所指在建项目系尚未终验的项目，部分项目已经竣工或临验，但尚未终验，故仍列在在建项目；2、阿尔及利亚 1,820 套项目由于业主方的未能协调好拆迁问题，导致整个工期处于拖延状态，具体完工期无法确定；3、阿尔及利亚 4 万人体育场项目由于外方的设计问题，前期做停工处理，2016 年复工以来，因此前的设计问题，项目进展缓慢，目前正在进行地下墙柱施工，业主已承诺对因设计问题耽误的工期进行补偿；4、截至 2018 年 3 月末，香港华润酒店工程、香港多媒体制作及分销中心、香港中国联通数据中心工程和香港英华女校工程已完工。

资料来源：公司提供

施工方面，近年来公司不断加强项目管理、提高项目质量，房建施工面积虽有所波动，但总体保持在高位。2015~2017 年，公司新开工面积分别为 1,440 万平方米、1,622 万平方米及 1,821 万平方米，施工进展较为顺利。截至 2017 年末，公司房建施工在手合同金额达 602 亿元。此外，2016 年，为深化推进美丽乡村建设，浙江省人民政府发布《浙江省深化美丽乡村建设行动计划（2016~2020 年）》，明确未来 5 年加速推进区域性路网、管网、林网、河网、垃圾处理网和污水处理网等一体化建设，开展高速公路、国道沿线、名胜景区、城镇周边的整治建设和整乡整镇的环境整治，在区域绿化工程、交通工程、立面工程、亮化工程、管线工程等多方面进行规划设计和建设。浙江建投承担了部分美丽乡村 EPC 项目，与 38 个地方政府建立了战略合作关系。较为充足的项目储备对房建施工业务未来的收入增长形成有力保障，但也对公司的工程管理能力、集团管控能力和现金流管理提出了更高的要求。近年来，我国房地产政策调控对房地产开发和房建企业影响较大，中诚信证评将继续关注房地产行业调控对公司房建工程施工的影响。

表 17：2015~2017 年公司房建工程施工运营情况

项目名称	2015	2016	2017
新开工面积（万平方米）	1,440	1,622	1,821
施工面积（万平方米）	4,800	4,869	5,889
竣工面积（万平方米）	1,282	1,472	1,622
在施工中标项目数量（个）	770	682	664
新签合同金额（亿元）	662	667	830
在手合同金额（亿元）	385	480	602
竣工率（%）	26.71	30.23	27.54

注：竣工率=竣工面积/施工面积。

资料来源：公司提供

总体来看，房建工程施工作为工程施工板块的核心业务，近年来保持了较快的发展，项目储备充足，业务区域结构逐渐合理。

交通市政施工

交通市政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，占公司业务比重较低。2015~2017 年，公司新承揽交通市政施工合同额分别为 97 亿元、112 亿元和 165 亿元，呈逐年增长趋势。其中，2015 年下属建工集团资质等级得到进一步提升，当年新签了合同额 28.50 亿元的拉萨市南环线工程，带动新签合同额大幅上升；2016 年公司承揽了拉萨柳东大桥工程等多个合同金额较大的项目，致使新签合同金额继续大幅上升；2017 年，公司新承揽了河北怀安经济开发区基础设施建设 PPP 项目和中卫南站黄河大桥工程 PPP 项目等，新

签合同额继续上升。2015~2017年，交通市政施工板块分别实现收入27.32亿元、26.14亿元和28.89亿元。随着城市化进程的不断推进，交通市政业务发展空间广阔，未来公司将着重开拓地铁、轻轨建设市场，推动交通市政业务发展。截至2018年3月末，公司主要在建交通市政项目合同金额79.21亿元。

表 18: 截至 2018 年 3 月末公司主要在建交通市政项目情况

单位: 亿元		
项目名称	合同金额	开工日期
拉萨市城市建设投资经营有限公司拉萨市南环线(318国道拉萨市绕城路)	28.50	2016.01
拉萨柳东大桥项目	7.45	2016.03
杭州市沿江公路运河二通道桥工程(杭州地铁6号线一期工程土建施工SG6-5标段:之江海洋公园站B类)	2.15	2016.02
322国道文成西坑至景宁交界段改建工程	16.70	2018.03
杭州地铁3号线1期工程土建施工SG3-1标	13.00	2018.03
杭州地铁5号线一期工程土建施工SG5-16标段	5.21	2017.05
杭州至临安城际铁路工程土建施工SGHL-3标段	6.20	2017.03
合计	79.21	--

注: 1、为避免重复披露公司在建项目投资情况,本表剔除了采用BT或PPP模式的交通市政施工项目;2、拉萨柳东大桥PPP项目后期对合同进行了修订,不再归属于PPP项目;3、截至2018年3月末,拉萨市城市建设投资经营有限公司拉萨市南环线(318国道拉萨市绕城路)处于待竣工状态。

资料来源:公司提供

总体来看,公司交通市政业务面临良好的市场前景,作为房建工程施工业务的有力补充,其收入规模有望继续增长。

资本经营业务

近年来,在建筑施工“微利化”的形势下,公司按照产业相关原则,抓住“新型城镇化”建设契机,

向上游发展BT资本运营项目。目前,公司承做的资本运营项目主要集中在浙江省湖州、宁波等地,项目所在地经济较为发达,财政收入较高,公司BT项目投资收益率稳定在20%左右,项目回款和投资风险均较低。截至2018年3月末,公司在手BT项目9个,预计总投资48.05亿元,累计已投资40.62亿元,累计回款37.53亿元。

表 19: 截至 2018 年 3 月末公司 BT 项目概况 (亿元)

项目名称	总投资	累计投资	累计回款
湖州市陌路祥和花园项目	4.08	4.82	5.67
湖州市湖东西区怡和家园项目	7.60	9.42	5.36
桐庐窄溪农民集聚安置房项目	2.80	3.74	2.36
宁波骆驼老镇 A-3 地块改造项目	8.50	7.65	9.10
宁波奉化方桥项目	3.23	2.24	2.91
武义博物馆、规划展示馆 BT 项目	1.22	0.83	0.73
余姚兰墅公寓三期安置房项目	5.40	5.33	4.96
萧山瓜沥镇城乡一体化安置房(二期)项目	5.89	3.28	3.11
杭州未来科技城核心区地下空间综合开发工程	9.33	3.31	3.33
合计	48.05	40.62	37.53

资料来源:公司提供

此外,公司亦加大PPP项目的拓展力度,截至2018年3月末,主要在手PPP项目投资总额227.16亿元,其中包括20个控股项目和2个参股项目,已投资41.76亿元。PPP模式具有投资规模大、建设运营周期长等特点,根据不同的项目,收益方式分为使用者付费、政府付费及政府缺口补助等,项目运营相比于传统施工面临更大的风险,同时也使公司面临较大的资本支出压力。为匹配PPP项目较长周期的资金需求,公司积极谋求与金融机构和其他省属企业的在产业基金方面的合作,中诚信证评也将对公司投资业务未来的发展情况保持关注。

表 20: 截至 2018 年 3 月末公司 PPP 主要项目概况 (亿元)

项目名称	股权比例(是否并表)	建设期	运营/回购周期	项目投资总额	已投资额
温州空港新区永兴北园安心公寓一期(JC-01A-50地块)PPP项目	90%, 并表	2年	8年	4.85	3.87
(兰溪)浙江师范大学行知学院迁建工程PPP项目	100%, 并表	1年	10年	10.60	8.48
(建德)浙西国际数据中心PPP项目	100%, 并表	1年	9年	1.20	0.91
(兰溪)浙江师范大学行知学院拆迁安置项目、教师宿舍(一期)PPP项目	100%, 并表	1年/6月	10年	8.35	2.50
建德市公用事业PPP项目包	100%, 并表	1年	9年	5.24	2.72
天台县福溪街道水南“城中村”改造二期PPP项目	90%, 并表	3年	10年	6.00	0.96

(安吉) 浙江省自然博物院核心馆区 PPP 项目	6.67%, 不并表	2 年	10 年	7.20	5.24
宁波镇海骆驼街道棚户区改造 PPP 项目	90%, 并表	3 年	8 年	24.70	8.84
宁波科学中学基础设施 PPP 项目	100%, 并表	2 年	10 年	5.02	0.50
西湖区翠苑单元西溪商务城地区 FG04-R21/C2-02 地块 PPP 项目	70%, 并表	3 年	7 年	9.00	2.50
(文成) G322 (56 省道) 文成樟台至龙川段改建工程 PPP 项目	100%, 并表	3 年	12 年	16.12	1.00
河北怀安经济开发区基础设施建设 PPP 项目	80%, 并表	5 年	10 年	21.73	0.30
龙游湖镇至童家公路 PPP 项目 (一期)	100%, 并表	2 年	10 年	5.37	0.61
遂昌县大桥至洋浩公路工程 PPP 项目	100%, 并表	3 年	10 年	5.01	0.39
宁夏中卫市中卫南站黄河公路大桥工程 PPP 项目 (宁夏交建)	75%, 并表	3 年	12 年	7.31	0.89
长兴湖滨路工程等 PPP 项目	100%, 并表	2 年	8 年	15.00	0.00
新疆胡杨河整治工程、科技馆博物馆青少年宫 PPP	60%, 并表	2 年	8 年	5.83	0.44
长兴县美丽城镇 (标段三) PPP 项目	100%, 并表	2 年	13 年	7.47	0.36
衢江区小城镇环境综合整治 PPP 项目	70%, 并表	2 年	8 年	6.01	0.02
安吉县递铺镇第三小学和昌硕文化中心二期 (图书馆) PPP 项目浙江二建	90%, 并表	2 年	10 年	5.88	1.18
美丽新昌小城镇综合整治 PPP 项目	10%, 不并表	2 年	10 年	17.64	0.05
绍兴新三江闸河道拓浚、文渊路南延一期、越城区育才学校工程 PPP 项目	90%, 并表	3 年	10 年	31.63	0.00
合计	--	--	--	227.16	41.76

资料来源：公司提供

综合来看，投资业务是公司工程施工产业链的重要延伸，在手 BT 项目逐步完成回购，但以 PPP 模式承揽的项目较大规模的资金需求和投资回收期的延长或将增加公司的资本压力，中诚信证评对此保持关注。

其他业务

房地产开发业务

公司房地产业务的原经营主体包括物产中大下属中大房地产集团有限公司（以下简称“中大房地产”）和浙江物产实业控股（集团）有限公司（以下简称“物产实业”），公司全资子公司浙江富建投资管理集团有限公司（以下简称“富建投资”）下属浙江省浙建房地产集团有限公司以及浙江建投下属苏州浙建地产发展有限公司等。为聚焦主业发展，加快产业转型升级，物产中大于 2016 年 11 月通过浙江产权交易所公开挂程序，成功将地产板块 15 家公司股权资产包以总价 13.51 亿元转让给阳光城集团股份有限公司（以下简称“阳光城”），同时阳光城承接物产中大 15 家标的公司合计 91.18 亿元应付债务，通过资产出售，物产中大可回笼现金 104.69 亿元，截至 2017 年末，物产中大可出售资产相关事

宜已经全部完成。自 2016 年 12 月以来，物产中大已逐步退出房地产业务。浙江省浙建房地产集团有限公司原为浙江建投下属子公司，为推进浙江建投整体上市工作，2016 年 3 月，浙江建投收到《浙江省人民政府关于省建设集团深化改革整体上市总体方案的批复》，将其持有对上市申报有影响的浙江省浙建房地产集团有限公司 100% 股权、浙江建工绿园置业有限公司 100% 股权、芜湖中睿置业有限公司 40% 股权、宁波东润置业有限公司 100% 股权、淮安正中置业有限公司 70% 股权、杭州西子实验学校 52.96% 股权溢价转让给富建投资，截至 2017 年末，浙江建投已收到全部股权转让价款 2.03 亿元。

2015~2017 年，公司房地产销售收入分别为 44.83 亿元、39.40 亿元和 13.62 亿元，2016 年起，房地产业务呈收缩态势，以存量项目消化为主。

截至 2018 年 3 月末，浙江建投下属房地产项目大多已剥离至富建投资，剩余未剥离项目为祥符阳光郡和苏州枫华紫园，均处于销售阶段，其中祥符阳光郡项目预计整体亏损 1 亿元，苏州枫华紫园项目预计整体净利润为 1,500 万元。同期，富建投资下属房地产项目 5 个，除淮安正中尚品项目三期

暂未确定是否开发外，其他项目均已交付。截至 2018 年 3 月末，公司主要房地产项目总可售面积为 97.62 万平方米，已累计销售 92.85 万平方米。

截至 2018 年 3 月末，浙江建投及富建投资无

在建及拟建房地产项目。同期，富建投资有土地储备 1 宗，位于满洲里市新城区，面积 24.11 万平方米，土地价款已付清。公司目前以存量房地产项目消化为主，暂不会进行房地产开发业务。

表 21：截至 2018 年 3 月末公司投资的主要房地产项目概况（亿元）

项目名称	权益	可售面积 (万平方米)	预计投资 (亿元)	累计投资 (亿元)	累计销售面 积 (万平方米)	累计销售 金额 (亿元)	项目进度
祥符阳光郡	50%	26.00	56.00	53.03	25.36	55.08	一、二和三期均交付完成
苏州枫华紫园	85%	22.00	20.47	20.13	20.52	18.78	已交付，待决算
临安太阳城花园	100%	12.80	5.90	6.73	12.79	6.77	已交付，已决算
太仓太和丽都	100%	23.98	14.96	14.27	23.14	18.53	已交付，待决算
衢州香溪美庭	100%	3.65	1.35	1.32	3.58	1.39	已交付，已决算
淮安正中尚品	70%	6.30	4.00	3.21	4.78	2.04	一二期已交付，待决算，三期暂未确定是否开发
宁波海顿公馆	100%	2.89	4.20	3.90	2.68	5.24	已交付，已决算
合计	--	97.62	106.88	102.59	92.85	107.83	--

资料来源：公司提供

整体来看，为聚焦主业发展及推进子公司上市工作，公司房地产业务呈收缩态势，以存量项目消化为主，但目前在手项目祥符阳光郡项目仍处于潜亏，中诚信证评将对其销售情况保持关注。

金融板块

金融板块主要由物产中大下属浙江中大集团投资有限公司、浙江中大期货有限公司（以下简称“中大期货”）以及浙江中大元通融资租赁有限公司（以下简称“中大融资租赁”）等公司进行经营。公司金融板块业务主要包括期货业务、融资租赁业务及资产管理业务。

期货业务方面，中大期货成立于 1993 年，具有超过 20 年期货业务经验。公司的期货业务包括了商品期货业务、金融期货业务及期货投资咨询业务。商品期货方面，中大期货经营商品期货多年，2017 年中大期货在上海期货交易所、大连商品交易所及郑州商品交易所的市场份额分别为 0.51%、0.49% 及 0.57%。金融期货业务方面，2007 年中大期货获得金融期货经纪业务资格和金融期货交易所结算业务资格，2008 年成为中国金融期货交易所交易浙商产业基金结算会员，2017 年中大期货在中国金融期货交易所交易市场份额为 0.26%。2011 年，公司获得期货投资咨询业务资格。

融资租赁业务方面，公司融资租赁业务主要通过富浙融资租赁以及物产中大下属中大融资租赁、浙江物产融资租赁有限公司（以下简称“物产融资租赁”）开展。其中富浙融资租赁主要以政府平台项目为主要投向，中大融资租赁主要从事汽车租赁及设备租赁业务，物产融资租赁主要从事生产及流通设备融资租赁、公用事业类管网租赁、不动产融资租赁等业务。公司融资租赁业务的主要模式分为直租与回租，收入主要来自利差收益及利息收入。2015~2017 年，公司分别实现融资租赁收入 1.22 亿元、2.20 亿元和 1.96 亿元。

资产管理业务方面，公司的资产管理业务主要通过中大期货等公司开展。2013 年中大期货获得资产管理业务资格，目前已经完成了投研能力建设、产品设计架构和团队建设。资产管理业务是通过设立特定目的实体（包括合伙企业、信托、资产管理计划等）为自身及特定客户提供投资管理服务。

基金业务方面，公司基金业务主要由公司本级及全资子公司发展资产公司等运营。截至 2017 年末，公司投资的主要基金项目 11 个（参与管理 2 个，不参与管理 9 个），基金总规模 750.07 亿元，认购金额 47.90 亿元，已投资金额 19.58 亿元。

截至 2017 年末，公司参与管理并投资的基金

为公司本级投资的浙商产业基金及发展资产公司下属浙江省创业投资集团有限公司（以下简称“创投公司”）管理的浙创启元基金（公司制）。浙商产业基金成立于2010年7月，存续期10年（前6年投资期，后4年退出期），采用私募股权投资基金GP/LP架构，退出方式分别为回购、二级市场减持及第三方转让。浙创启元基金（公司制）成立于2012年12月，存续期7年，基金采用公司制架构，由创投公司作为基金管理人。

截至2017年末，公司投资但不参与管理的基金包括国新国同（浙江）投资基金合伙企业（I期）、杭州朗健投资合伙企业、杭州牵海创业投资合伙企业、泓谟8号定增私募投资基金和宁波庆成股权投资管理合伙企业等。其中，国新国同（浙江）投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“国新国同基金”）系国务院国资委批注设立的投资基金，总规

模1,500亿元人民币，主要投向领域均为世界领先水平航天、船舶、军民融合产业、新能源和可再生能源技术等。国新国同基金I期规模700.80亿人民币，于2016年11月在浙江省杭州设立，参与者包括央企集团公司、大型金融机构等合计16家机构。公司以浙江富浙资本管理有限公司（以下简称“富浙资本”）子公司浙江富浙投资有限公司（以下简称“富浙投资”）作为参与主体，联合浙江省内6家主要大型国有集团和企业，认缴国新国同基金100亿元基金份额。截至2017年末，富浙投资注册资本为100亿元，其中公司持股比例30%，为控股股东。国新国同基金I期存续期10年（前5年投资期，后5年退出期）。截至2017年末，公司及富浙资本对富浙投资累计出资约6.28亿元，富浙投资累计向国新国同基金出资20.76亿元。

表 22：截至 2017 年末公司投资的主要基金情况（亿元）

序号	基金全称	总规模	认购规模	已投资金额	累计投资收益	参与管理情况	是否退出
1	浙江浙商产业投资基金合伙企业	29.68	10.00	7.20	0.74	参与	否
2	杭州牵海创业投资合伙企业	4.03	0.40	0.40	--	不参与	否
3	国新国同（浙江）投资基金合伙企业（I期）	700.80	30.00	6.28	--	不参与	否
4	浙江省浙创启元创业投资有限公司	1.78	0.45	0.45	--	参与	否
5	泓谟8号定增私募投资基金	2.50	2.20	2.20	--	不参与	否
6	宁波庆成股权投资管理合伙企业	0.40	0.15	0.15	--	不参与	否
7	杭州富阳中南承象投资合伙企业（有限合伙）	1.00	0.312	0.31	--	不参与	否
8	杭州安胜股权投资基金合伙企业（有限合伙）	1.22	1.205	1.21	--	不参与	否
9	杭州浙民投航天投资合伙企业（有限合伙）	0.61	0.18	0.18	--	不参与	否
10	杭州同天下之行股权投资合伙企业（有限合伙）	4.80	2.00	0.20	--	不参与	否
11	杭州朗健投资合伙企业	3.25	1.00	1.00	0.24	不参与	是
合计		750.07	47.90	19.58	0.98	--	--

资料来源：公司提供

总体来看，公司金融板块涉及业务种类较多，其中，基金投资业务尚需投资规模较大，未来随着公司不断发挥省级资本运营平台的作用，预计对外投资规模将进一步扩大。

物流板块

物流板块主要由物产中大下属浙江物产物流投资有限公司进行经营管理。近年来，公司物流业务发展稳定，为贸易主业的发展提供了有力支持。

公司已在杭州、宁波、武义等地建立集剪切加

工、配供配送为一体的物流基地，全国布局日趋完善。目前，各个物流基地已经形成了自身独特的运营模式和盈利模式。2017年，公司累计物流服务量1,180万吨。

表 23：截至 2017 年末公司物流基地概况

物流基地	基地种类
杭州	面向大杭州城市圈，以钢材（建材、冷热卷）为主的仓储装卸中转、保管、配送运输、酸洗和剪切加工为基础功能，以物流供应链解决方案等增值服务为核心创利中心，打造集物流、商流、信息流、资金流为一体的多功能高端现代化的物流服务基地。
宁波	面向浙东市场的钢材公共仓储、加工配送、物流供应链、电子商务的物流基地，同时具备激光剪切加工功能，辐射宁波地区带钢终端市场。
武义	面向浙中五金、门业等产业集群、汽车及零部件产业集群的钢材物流金融、物流信息、仓储配送、进出口货物甩挂物流业务的供应链物流服务基地及电子商务服务产业。
上海	面向华东最大物流、贸易集散区域，为客户提供物流金融、装卸、仓储加工、配送等配套物流服务，链接天津、唐山、无锡、宁波、杭州、广州各个仓储网点和货代运输功能，形成物流各区域协同发展。
无锡、江阴	面向无锡及苏南地区，逐步扩大钢铁仓储物流的市场份额，仓储品种以冷轧卷板、热轧卷板和带钢为重点，中厚板和螺线为次重点，打造成为苏南地区钢铁仓储融资和物流配送的重要平台之一。后期链接天津、唐山、上海、宁波、杭州、广州各个仓储网点和货代运输功能，形成协同互联。
唐山、迁安	面向周边钢厂及客户，集聚钢铁资源，发展以钢铁互为供应链为基本服务模式，建立紧密型钢铁互为供应链合作和新型生产、流通合作体制机制，打造集仓储保管、中转装卸、配送、物流质押、供应链金融等多功能为一体的钢铁互为供应链基地和物流基地为目标。
天津	面向天津开发区周边生产厂如天铁、长城汽车、丰田汽车的原料、成品仓储、加工、配送等物流业务，以天津港出口业务集聚的特点，开展出口品种加工、打包、出口业务货运代理等业务，打造成为钢贸市场、终端汽车用厂、钢厂的配货、销货、加工中心，成为原材料、产成品的中转、交易中心。形成天津、京唐、曹妃甸地区货物源头功能的集聚，形成互通，并向华东、华南海运市场延伸，为华东、华南地区物产物流自有物流基地输送资源，形成物流各区域协同发展。
广州、佛山	面向华南钢铁交易终端客户交易市场，是钢厂、贸易商、生产商云集之地开展仓储，加工和配供配送服务，先以仓储加工为主，后续不断向物流增值服务项目发展。同时协助其他业务平台发展物流配送业务，逐步形成点、线、面结合的物流平台，也为公司物流增值服务奠定良好平台基础。

资料来源：公司提供

总体来看，公司以产品销售及工程施工业务为主，行业地位突出，具备很强的竞争能力及抗风险能力，同时，公司积极筹划战略转型，深挖产业链，有利于公司未来的长远发展。此外，中诚信证评也

关注到，公司产品销售业务易受到行业变动及价格波动的影响，同时，工程施工业务资本支出规模较大，未来可能面临一定的资金压力。

战略规划

公司将坚持服务战略功能与市场运作功能并重，建立健全市场化运行机制和内部管理体制，持续提升国有资本运作水平，努力打造治理规范、制度科学、运作专业、竞争力强的省级一流国有资本运营平台。为此，公司制定了“1233”发展战略。

“1”，围绕一条轴线，即以资本运作为轴线贯穿三大平台。以服务国企改革和培育浙江省新兴产业为基本导向、以阶段性财务投资为主要特征，以股权资本运作、产业基金运作和上市公司并购为核心载体，全面提高市场化、专业化的资本运作能力，强化产融结合、融融协同，切实发挥公司三大平台的功能作用。

“2”，发挥两大功能，即服务战略功能和市场运作功能。服务战略功能方面，作为浙江省省委省政府的战略抓手，聚焦浙江省产业政策调整方向和国资国企改革要求，按照以管资本为主完善国资监管体制的要求，创新国有资本运营管理和授权经营体制，发挥好公司在优化国有资本结构布局、引导产业转型升级等方面的支撑推动作用，服务浙江省全省经济发展和国资国企改革大局。市场运作功能方面，作为市场运作主体，以追求国资增值回报为目标，遵循市场规律和企业发展规律，完善内部管理机制，按照市场化要求实行商业化运作，通过股权运作、价值管理、整合退出等手段，保障国有资本有进有退、安全高效，实现国有资本合理流动、保值增值，增强国有资本的活力和竞争力。

“3”，打造三个平台，即资源配置平台、股权运作平台、战略投资平台。资源配置平台方面，承接浙江省省委省政府和浙江省省国资委划转和注入的各类资产，依托金融资产交易中心、产权交易所、大宗商品交易市场等多层次资本市场通道，重点通过整合重组、处置变现、资产证券化等手段，盘活存量国有资产，促进国有资本有序进退和流动增值。资本运作平台方面，加强国有股权运作与管理，持有或培育若干家上市公司，争取证券、银行、

信托、保险等牌照，增强金融综合服务能力，积极参与国企引战上市、产业整合重组和其他资本运作项目，助推国企资产证券化水平提升和国有资本布局优化。战略投资平台方面，构建多渠道、多元化的融资体系，注重运用基金引导投资方式，通过设立浙江省国有企业改革发展母基金及其他特色产业基金、并购基金等，放大国有资本功能，开展国有资本投融资业务，引领和撬动更多社会资本服务我省产业结构优化和经济转型升级。

“3”，实现三大发展，即全链发展、开放发展、融合发展。第一，培育金融资源，实现全链发展方面。采用政策性划转、市场化参股、控股或全资等多种方式，推动全产业链金融资源的高效利用。发挥好引资入浙及产融结合功能，运用多种金融手段，打造包括资产处置、股权管理、产业投资等在内的丰富金融业态，实现多点布局的金融全产业链运营。第二，拓宽国际视野，实现开放发展。以开放的思维利用国际国内资源，立足国内区域市场，响应国家“一带一路”发展战略，相机开展跨区域和跨国界业务拓展。积极提供金融服务，与浙江企业抱团式“走出去”，整合“一带一路”国家优势资源，培育利用两个市场、两种资源的能力，从而实现开放协同发展。第三，对接社会资源，实现融合发展。加强优势互补，积极探索混合经济发展模式，推动产业间融合发展。依托浙江民营经济活跃、民间资本雄厚的优势，积极响应“军民融合”等国家战略方针，撬动更多社会资本服务我省经济结构调整和转型发展的大局。通过资本融合，实现央企、地方国企和浙江民企的发展共赢。

为实现战略发展目标，公司制定了阶段性步骤：

一年（2017~2018）目标：强基础。以“规范运作”为主题，按照“管资本为主”的国资监管体制改革要求，立足自身实际，通过建章立制、业务开拓和人才建设等举措，建立起完善的公司内部制度体系。（1）完成总部制度体系建设，基本建立市场化的运行机制和内部管理体制；（2）初步探索形成符合平台特色的资产管理、股权运作、战略投资等业务模式；（3）职业经理人招聘到位，探索厘清经营

层职责边界，切实做到董事会、监事会和经营层各司其职、有效制衡；（4）发起设立浙江省国企改革发展母基金，完成投资 100 亿元。

三年（2017~2020）目标：上台阶。以“能力培育”为主题，通过进一步完善公司市场化运作机制，（1）公司资本运营模式渐趋成熟、三大平台价值逐步显现，四大卓越能力初步形成，成为具有一定影响力和知名度的省级国有资本运营平台；（2）公司资产规模不断扩大，综合发展实力不断增强，到 2020 年力争控股 1~2 家上市公司平台；（3）获得 2 个以上金融牌照；（4）净资产收益率达到 10% 左右，平台公司功能作用得到切实发挥。

五年（2017~2022）目标：创一流。以“持续创新”为主题，在既有业务能力和管理基础上，以国际化的发展视野，全面推进体制机制创新、业务模式创新、组织体系创新和工作理念创新，稳步扩大经营体量、丰富经营业态、优化产业布局、改善资本结构，争取实现各项经营指标在国内省级国资运营平台中处于领先地位。

公司治理和管理

产权结构

浙江省国资委是公司的唯一股东，持有公司 100% 的股权，浙江省国资委为公司的实际控制人。截至 2017 年末，公司拥有二级子公司 9 家。

法人治理结构

公司按照《公司法》及其他有关法律法规的要求，建立了法人治理结构。公司是浙江省省属国有独资有限责任公司，浙江省国资委为公司的出资人，公司不设股东会，浙江省国资委作为出资人，行使股东会职权。公司设董事会和纪律检查委员会。

公司设立监事会，监事会成员 5 人，其中职工监事比例不低于三分之一，除职工监事由职工代表大会（或职工大会）选举产生外，其他监事由浙江省国资委按有关程序派出。监事会设主席一名，由浙江省国资委在监事会成员中指定。公司董事、总经理、副总经理、财务部门负责人等高级管理人员不得兼任监事。监事任期每届三年。

公司设董事会，浙江省国资委可以授权公司董事会行使部分出资人职权。公司董事会由6名成员组成，其中职工董事一人由职工代表大会（或职工大会）选举产生，其他董事由浙江省国资委按有关程序派出。公司董事每届任期三年，任期届满经考核合格的可连任。公司的董事长为法定代表人。

公司设总经理一名，副总经理若干名，总经理人选由出资人提议，经规定程序批准后，由董事会聘任或解聘。根据业务发展需要经浙江省国资委批准，公司可设总工程师、总经济师、总会计师、总法律顾问等其他高级管理职位，协助总经理开展工作。总经理、副总经理任期三年，考核合格并经上级党委同意后可续聘。总经理、副总经理等组成公司经营班子。总经理对董事会负责。

结合公司的日常经营活动需要，公司设立了党委办公室、董事办公室、公司办公室、党群工作部、组织（人力资源）部、投资发展部（产业研究中心）、资产运营部、财务管理部、审计法务风控部及纪检监察部等部门。

管理水平

为提高公司的整体控制能力和管理水平，公司在财务资产管理、投融资管理、对外担保管理、对子公司的管理及资金管理等方面建立了一套有效的企业监管体系和管理措施。

财务资产管理方面，公司制定了《全面预算管理暂行办法》、《财务核算管理制度》、《费用管理办法》、《货币资金管理办法》等一系列办法（以下简称“财务资产管理制度”），同时还出台了不良资产管理，职工差旅费开支管理等一系列配套制度。财务资产管理制度适用于公司本级的财务管理工作。

《财务资产管理制度》分别对预算管理、资金管理、提留剥离资产及不良资产管理、固定资产、长期股权投资、资产减值准备、职工薪酬管理、费用管理以及会计基础工作都分别作了具体规定。从制度上完善和加强了会计核算、财务管理的职能和权限。

投融资管理方面，公司建立健全了投资管理制度，对公司投资的基本原则、投资的审批权限及审议程序、投资事项研究评估、投资计划的进展跟踪及责任追究等都作了明确的规定，也专门设立了企

业发展研究部，负责对公司重大投资项目的可行性、投资风险、回报等事宜研究和评估，监督重大投资项目的执行进展，如发现异常情况，及时向公司董事会报告。避免投资决策失误，化解投资风险，提高投资经济效益，实现公司资产的保值增值。

对外担保管理方面，公司建立健全了《担保管理办法》，明确规定了对外担保的基本原则、对外担保对象的审查程序、对外担保的审批程序、对外担保的管理程序、对外担保的信息披露、对外担保相关责任人的责任追究机制等。《担保管理办法》适用于公司及公司控股子公司，该制度规定公司的一切对外担保行为，必须经公司股东大会或董事会批准，未经公司股东大会或董事会批准，公司不得对外提供担保。

子公司管理方面，公司下属子公司众多，产业跨度较大，为提升管理水平，强化对各级出资企业的股权管理，切实履行出资人职责，实现国有资产的保值增值，公司制定了《出资企业股权管理办法》（试行），本办法所指的出资企业是指公司参股的各类企业和公司控股持股类企业及公司控股由省国资委负责监管的企业，公司出资企业股权按以下原则进行管理：依法管理，分类管理，有利于国有经济改革发展，不干预企业具体经营活动。

资金管理方面，为规范公司货币资金管理，保证货币资金的安全，提高货币资金的使用效率，根据国家相关法律法规，公司制定了《货币资金管理办法》。货币资金的管理及对外收付业务由公司财务部负责，财务部对货币资金的收支进行综合平衡，严格控制，确保公司经营所需资金的正常周转使用。公司取得的货币资金必须及时入账，不得私设“小金库”，不得账外设帐，严禁收款不入账。目前，公司建立“资金池”模式对资金实施集中管理。

总体来看，公司建立制定了严格的内部控制、财务管理和投融资管理等制度，对子公司的重要事项进行了有限管控，为公司的合规、有效率地经营奠定了基础。同时，公司业务范围较广，对下属子公司的管理与整合难度较大，这对公司的经营管控能力提出了挑战。

财务分析

以下分析基于由公司提供的经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015~2017 年财务报告，公司各期财务报表均按新会计准则编制。截至 2017 年末，公司合并范围内二级子公司共 9 家。

表 24：公司近三年纳入合并报表范围子公司变化情况

子公司名称	变化类型
2015 年	
物产中大集团股份有限公司	新纳入
浙江长建新型墙体材料有限公司	不再纳入
物产中拓股份有限公司	不再纳入
2016 年	
浙江富建投资管理有限公司	新纳入
浙江省发展资产经营有限公司	新纳入
浙江省铁投融资租赁有限公司	新纳入
2017 年	
浙江富浙资产管理有限公司	新纳入
浙江富浙资本管理有限公司	新纳入

资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

资本结构

公司将物产中大、富浙资产和富浙资本等子公司纳入合并范围后，资产规模大幅增加，2015~2017 年末，公司总资产分别为 1,243.77 亿元、1,342.27 亿元和 1,509.78 亿元。

从资产结构来看，公司资产以流动资产为主。2015~2017 年末，流动资产占总资产比重分别为 74.68%、68.59% 和 65.36%；公司流动资产主要由货币资金、应收账款、预付款项、其他应收款和存货构成。2015~2017 年末，公司货币资金分别为 192.05 亿元、179.94 亿元和 205.38 亿元，主要由银行存款和其他货币资金构成。截至 2017 年末，银行存款为 174.29 亿元，其他货币资金为 31.03 亿元，主要是票据保证金等；其中，受限的银行存款和其他货币资金分别为 23.64 亿元和 30.58 亿元。2015~2017 年末，公司应收账款分别为 124.28 亿元、182.50 亿元和 182.66 亿元，2016 年末应收账款较 2015 年末增加 58.22 亿元，主要包括应收工程款、材料款以及应收下游客户货款，单项金额较小且关联方相对分散；截至 2017 年末，公司应收账款主

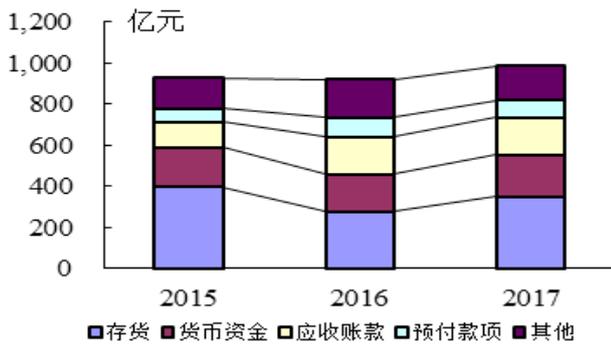
要为应收 TOPSUN RESOURCE (HK) LIMITED、唐山兴隆钢铁有限公司和浙江省汽车工业有限公司等公司的款项；近年来公司应收账款逐年增长，或面临下游企业不能时付款造成坏账损失的风险。2015~2017 年末，公司预付款项分别为 63.40 亿元、95.18 亿元和 82.51 亿元，主要系预付的工程款和货款，预付款对象主要包括一汽—大众销售有限责任公司、日照宝华新材料有限公司等。2015~2017 年末，公司其他应收款分别为 66.44 亿元、126.19 亿元和 60.36 亿元，2016 年末，其他应收款较上年末增加 59.75 亿元，主要系物产中大子公司转让房产公司资产包，物产中大作为债权人应收已售地产项目相关债权 91.18 亿元，将尚未到期部分债权计入“其他应收款”科目所致；截至 2017 年末，其他应收款较上年末减少 65.83 亿元，主要系物产中大收回了房产公司转让资产包形成的债权所致；其他应收款主要是应收宁波市北仑蓝天造船有限公司的贷款和应收浙江建投发展房地产开发有限公司往来款。2015~2017 年末，公司存货分别为 397.96 亿元、277.34 亿元和 348.33 亿元，2016 年末，存货较上年末同比下降 30.31%，主要系物产中大下属子公司本期转让房产项目公司资产包所致；截至 2017 年末，公司存货较上年增加 70.99 亿元，主要系大宗商品价格上涨，子公司物产中大持有的库存商品增加，以及浙建集团工程施工完工量增加所致；2017 年末存货主要由 148.93 亿元库存商品和 168.78 亿元工程施工构成。

表 25：截至 2017 年末公司前五大其他应收账款情况

债务人名称	款项性质	账面余额 (亿元)	占其他应收款比例 (%)
宁波市北仑蓝天造船有限公司	贷款	3.35	4.09
浙江建投发展房地产开发有限公司	往来款	2.84	3.47
河北鑫达钢铁有限公司	货款	1.76	2.15
杭州驰尘汽车销售有限公司	代垫款	1.60	1.95
西藏自治区重点公路建设项目管理中心	履约保证金、民工工资保	1.60	1.94
合计	--	11.15	13.60

资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

图 6: 2015~2017 年末公司流动资产构成



资料来源: 中诚信证评根据公司财务报告整理

非流动资产方面, 2015~2017 年末, 公司非流动资产分别为 314.90 亿元、421.56 亿元和 523.04 亿元, 逐年增长, 主要由可供出售金融资产、长期应收款和固定资产构成。2015~2017 年末, 公司可供出售金融资产分别为 80.81 亿元、128.19 亿元和 145.82 亿元, 2016 年末, 可供出售金融资产较上年末增加 47.38 亿元, 主要系物产中大子公司中大房地产、物产民爆与阳关城股份有限公司签订 15 家地产项目公司股权转让, 截至 2016 年末相关股权转让交易尚未完成, 将该部分股权由长期股权投资改列示为可供出售金融资产, 并按照公允价值计量, 计 13.26 亿元; 中大房地产丧失对银泰购物中心的重大影响, 按股权的公允价值改列可供出售金融资产, 计 0.25 亿元。2017 年末, 可供出售金融资产较上年末增加 17.63 亿元, 主要系物产中大子公司持有的权益性工具投资增加所致。2015~2017 年末, 公司长期应收款分别为 46.27 亿元、96.55 亿元和 140.93 亿元, 2016 年末, 长期应收款较上年末增加 50.28 亿元, 主要系物产中大子公司物产融资租赁投放规模扩大所致; 截至 2017 年末, 长期应收款同比增长 45.97%, 主要系当年融资租赁款和 PPP 项目工程预付款增加所致。2015~2017 年, 公司固定资产分别为 73.60 亿元、76.70 亿元和 89.28 亿元, 主要由房屋及建筑物和专用设备构成, 截至 2017 年末, 固定资产较上年末增加 12.57 亿元, 主要系本期因企业合并等纳入合并财务报表导致固定资产原值增加 10.15 亿元。

负债方面, 2015~2017 年末, 公司总负债分别为 943.06 亿元、1,006.66 亿元和 1,099.82 亿元, 呈逐步增长态势。从负债结构上看, 同期, 流动负债

在总负债中的占比分别为 90.16%、88.72% 和 88.04%。从构成来看, 公司流动负债主要由短期借款、应付票据、应付账款、其他应付款和其他流动负债构成。其中, 2015~2017 年末, 公司短期借款分别为 154.45 亿元、151.17 亿元和 189.56 亿元, 主要为保证借款和信用借款, 截至 2017 年末, 短期借款较上年末增加 38.39 亿元, 主要系当期大宗商品价格大幅上涨, 物产中大营业成本与收入都相应上升, 导致融资规模扩大, 短期借款增多所致。2015~2017 年, 公司应付票据分别为 114.90 亿元、119.80 亿元和 111.87 亿元, 以银行承兑汇票为主, 公司主营业务以贸易为主的性质决定了该科目近三年保持在较大规模。2015~2017 年末, 公司应付账款分别为 214.87 亿元、250.09 亿元和 298.77 亿元, 2016~2017 年末, 应付账款较上年末分别增加 35.22 亿元和 48.68 亿元, 主要系公司为支持业务增长增加原材料采购、工程外包、其他服务的采购以及原材料和劳务价格上涨所致, 同时公司为有效利用自身优势地位, 适当延长了付款周期, 因而导致应付账款大幅增加。2015~2017 年末, 公司其他应付款分别为 81.98 亿元⁴、106.72 亿元和 85.91 亿元, 2016 年末, 其他应付款较上年末增加 24.74 亿元主要系物产中大子公司转让房产公司资产包, 部分工商变更尚未完成, 相关股权转让款挂其他应付款处理; 截至 2017 年末, 其他应付款较上年末减少 20.81 亿元, 主要系房地产业务资产包中大部分公司完成工商变更, 导致当期其他应付款余额有所下降。2015~2017 年末, 公司其他流动负债分别为 72.78 亿元、105.58 亿元和 101.86 亿元, 主要由应付期货业务客户保证金、期货风险准备金以及子公司物产中大的(超)短期融资券构成; 2016 年末, 其他流动负债较 2015 年末增加 32.80 亿元, 主要系短期融资券余额增加所致; 截至 2017 年末, 其他流动负债较上年末减少 3.72 亿元, 主要系物产中大大部分超短期融资券到期所致。

2015~2017 年末, 公司非流动负债在总负债中的占比分别 9.84%、11.28% 和 11.96%, 呈逐年增长

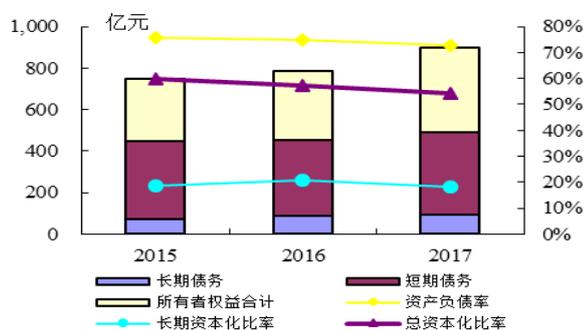
⁴ 因 2016 年审计报告中对 2015 年数据进行前期会计差错更正, 2015 年末其他应付款采用 2016 年审计报告中的经更正的期初数据。

趋势。从构成来看，非流动负债主要由长期借款（此处分析为中诚信债务调整前）和应付债券构成。

2015~2017 年末，公司长期借款分别为 37.00 亿元、24.99 亿元和 29.99 亿元，主要为保证借款和质押借款等。2016 年末，长期借款较上年末减少 12.01 亿元，主要系物产中大本期转让房产项目公司资产包所致；截至 2017 年末，长期借款较上年末增加 5.00 亿元，主要是由于公司调整负债结构及开展租赁业务等需要，新增长期借款较多所致。2015~2017 年末，公司应付债券分别为 23.87 亿元、53.81 亿元和 60.86 亿元，2016 年末，应付债券增加 29.94 亿元，主要由于公司 2016 年发行 30 亿元“16 中大债”；2017 年末，应付债券较上年末增加 7.15 亿元，主要是由于公司发行 15 亿元“17 中大第一期中票”。

2015~2017 年末，公司资产负债率分别为 75.82%、75.00% 和 72.85%，同期总资本化比率分别为 59.87%、57.41% 和 54.43%，逐年减少。

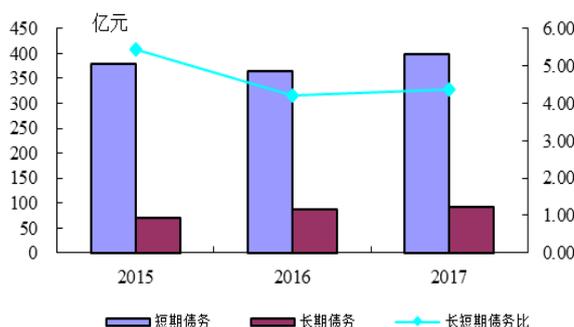
图 7：2015~2017 年末公司资本结构分析



资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

有息债务方面，2015~2017 年末，公司总债务分别为 448.68 亿元、452.33 亿元和 489.70 亿元，债务规模持续增长，且增速较快。从债务结构看，公司债务以短期债务为主，2015~2017 年末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 5.45 倍、4.20 倍和 4.39 倍，公司以产品销售为主营业务的特征决定其现阶段短债占比较高，债务结构有待调整。

图 8：2015~2017 年末公司债务结构分析



资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

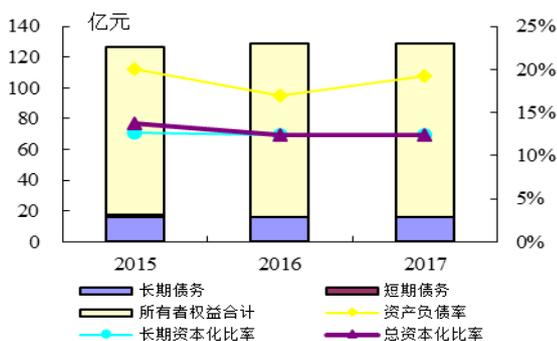
2015~2017 年末，公司所有者权益分别为 300.71 亿元、335.61 亿元和 409.96 亿元，呈逐步增长态势。公司所有者权益主要由资本公积和少数股东权益构成。同期，公司资本公积分别为 71.30 亿元、85.71 亿元和 7.48 亿元，2016 年末资本公积较 2015 年末增加 14.41 亿元，主要系浙江省国资委将省铁投集团所持部分国有股权无偿划转给公司，增加资本公积 27.08 亿元；同时，公司将持有的浙江省浙商资产管理有限公司 30% 股权无偿划转给浙江省国际贸易集团有限公司，减少资本公积 9.80 亿元；发展资产公司将持有的浙江省铁投房地产集团有限公司 20% 股权无偿划转给省铁投集团，按持股比例相应减少资本公积 2.82 亿元。截至 2017 年末，资本公积较上年末大幅减少 78.23 亿元，主要是根据浙国资产权[2017]7 号，公司通过资本公积转增方式，增加注册资本 82.00 亿元，使得当期资本公积大幅减少。截至 2017 年末，公司实收资本为 100.00 亿元。2015~2017 年末，公司其他权益工具分别为 39.40 亿元、39.40 亿元和 47.36 亿元，主要系 2014 年公司发行 40 亿元物产中大附特殊条款中期票据和 2017 年发行 8 亿元浙江建投附特殊条款中期票据。2015~2017 年末，公司少数股东权益分别为 138.31 亿元、162.91 亿元和 213.25 亿元，逐年增长，2016 年末，公司对浙江建投持股 70.00%，对物产中大持股 33.81%，上述两家公司净资产规模较大，因而导致公司少数股东权益余额较高；截至 2017 年末，公司少数股东权益较 2016 年末增加 50.34 亿元，主要系子公司物产中大（少数股东持股比例为 66.19%）、浙建集团（少数股东持股比例为 48.95%）权益增长所致。

母公司口径来看，2015~2017 年末，母公司总资产分别为 136.39 亿元、135.63 亿元和 139.49 亿元，资产负债率分别为 19.99%、16.98%和 19.27%，2016 年末母公司口径资产负债率小幅下降，主要系母公司当期负债较上年减少 4.24 亿元所致。2015~2017 年末，母公司其他应收款分别为 16.58 亿元、24.72 亿元和 28.01 亿元，2016 年末其他应收款较 2015 年末增加 8.14 亿元，主要系增加与福建投资 9.04 亿元往来款；截至 2017 年末，其他应收款较上年末增加 3.28 亿元，主要系增加富浙融资租赁 4.20 亿元拆借款所致。2015~2017 年末，母公司其他流动资产分别为 11.00 亿元、0.004 亿元和 5.44 亿元，2016 年末，母公司其他流动资产较 2015 年末减少 10.99 亿元，主要系理财产品到期，拆借给子公司福建投资作为其他应收款核算；截至 2017 年末，母公司其他流动资产较上年末增加 5.44 亿元，主要系 2017 年开展国债逆回购业务所致。

2015~2017 年末，母公司可供出售金融资产分别为 52.11 亿元、29.35 亿元和 8.14 亿元，2016 年末，可供出售金融资产较 2015 年末减少 22.76 亿元，主要系浙商创投股份有限公司公允价值变动及无偿划转浙商资产管理有限公司 30% 股权所致；截至 2017 年末，可供出售金融资产较上年末减少 21.21 亿元，主要系母公司将部分股权投资划转至下属子公司所致。

有息债务方面，2015~2017 年末，母公司总债务分别为 17.37 亿元、15.89 亿元和 15.92 亿元。债务结构方面，2015 年末，长短期债务比为 0.09 倍，2016~2017 年末，母公司债务均为长期债务。

图 9：2015~2017 年末母公司资本结构分析



资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

总体来看，近年来公司总资产规模呈上升态

势，所有者权益不断增加，但中诚信证评关注到，公司债务规模增长较快，短期债务占总债务规模较大，公司债务结构有待优化。

盈利能力

公司营业收入主要来自产品销售、工程施工和房产销售等业务；受产品销售收入逐年增长影响，公司营业总收入亦逐年增加。2015~2017 年，公司营业总收入分别为 2,577.87 亿元、2,639.93 亿元和 3,399.29 亿元。

从收入构成来看，产品销售板块是公司收入的主要构成，主要是子公司物产中大经营的钢材、汽车、煤炭和化工等几大产品销售，此外还有部分炉料、油品、纺织服装、机电等其他贸易品种。近年来受钢铁、煤炭等行业供需关系影响，产品销售收入有所波动，2015~2017 年，公司分别实现产品销售收入 1,927.39 亿元、1,980.59 亿元和 2,776.53 亿元；2016~2017 年，受供给侧改革影响，钢铁、煤炭行业回暖，产品价格提升带动产品销售板块收入增长；此外，2017 年，公司抓住网约车、买断车等市场机会，新车收入实现大幅增长。工程施工板块主要为子公司浙江建投经营的房建工程施工、交通市政施工等业务，2015~2017 年，公司分别实现工程施工收入 500.62 亿元、506.97 亿元和 502.24 亿元，有所波动。2015~2017 年，公司分别实现其他业务收入 149.86 亿元、152.37 亿元和 120.52 亿元，呈波动趋势，公司其他业务板块构成较分散，包括房地产开发、金融、物流、劳务、设计和租赁等。房产销售板块主要包括子公司物产中大、浙江建投以及福建投资等负责的房产项目，2015~2017 年，公司分别实现房产销售收入 44.83 亿元、39.40 亿元和 13.62 亿元，逐年下滑主要系物产中大及浙江建投陆续退出房地产开发业务后，房产交付面积减少所致。

毛利率方面，2015~2017 年，公司综合营业毛利率分别为 3.94%、3.88%和 3.07%，公司毛利率逐年下降，其中产品销售收入在营业总收入中占比很高，但毛利很低，使得公司整体营业毛利率偏弱。2015~2017 年，公司产品销售毛利率分别为 2.25%、2.35%和 2.07%，受大宗商品价格波动影响，产品

销售毛利率有所波动且保持在较低水平。2015~2017年，公司工程施工毛利率分别为5.73%、4.40%和4.52%；受原材料和人工成本攀升及营改增影响，近两年盈利能力较2015年有所减弱。2015~2017年，公司其他业务毛利率分别为19.62%、22.04%和20.18%，有所波动。其中，

2015~2017年，公司房产销售毛利率分别为23.38%、29.05%和9.79%，2015~2016年房地产销售毛利率偏低主要系公司近年逐步调整房地产业务所致，2017年房地产销售毛利率下降主要系子公司富建投资尾盘结转的收入，项目利润率偏低。

表 26：2015~2017 年公司营业总收入构成及毛利率

项目名称	2015		2016		2017	
	收入（亿元）	毛利率（%）	收入（亿元）	毛利率（%）	收入（亿元）	毛利率（%）
产品销售	1,927.39	2.25	1,980.59	2.35	2,776.53	2.07
工程施工	500.62	5.73	506.97	4.40	502.24	4.52
其他业务	149.86	19.62	152.37	22.04	120.52	20.18
其中：房产销售	44.83	23.38	39.40	29.05	13.62	9.79
合计/综合	2,577.87	3.94	2,639.93	3.88	3,399.29	3.07

注：1、营业总收入包括利息收入、手续费及佣金收入等；2、产品销售业务收入包括产品销售、汽车后服务及商业业务收入，2015年公司商业业务收入主要来自物产中拓；3、其他业务收入包括房产销售、跨境电商业务、物流配送、金融、劳务服务、融资租赁、设计业务、船舶运输、房屋租赁、设备租赁及旅游服务等业务收入。

资料来源：公司提供

期间费用方面，2015~2017年，公司三费合计分别为63.30亿元、63.43亿元和72.31亿元，三费收入占比分别为2.46%、2.40%和2.13%。公司三费以管理费用为主，2015~2017年，公司管理费用分别为30.85亿元、30.93亿元和34.46亿元。随着人力成本、租赁费和折旧费等费用上升，公司管理费用小幅上升；同期，公司销售费用分别为18.71亿元、21.06亿元和21.49亿元。2015~2017年，公司财务费用分别为13.74亿元、11.44亿元和16.36亿元，公司2016年财务费用有所下降，主要系利息收入增加，2017年公司财务费用增加主要系当期利息收入减少所致。

表 27：2015~2017 年公司三费分析（亿元、%）

项目名称	2015	2016	2017
销售费用	18.71	21.06	21.49
管理费用	30.85	30.93	34.46
财务费用	13.74	11.44	16.36
三费合计	63.30	63.43	72.31
营业总收入	2,577.87	2,639.93	3,399.29
三费收入占比	2.46	2.40	2.13

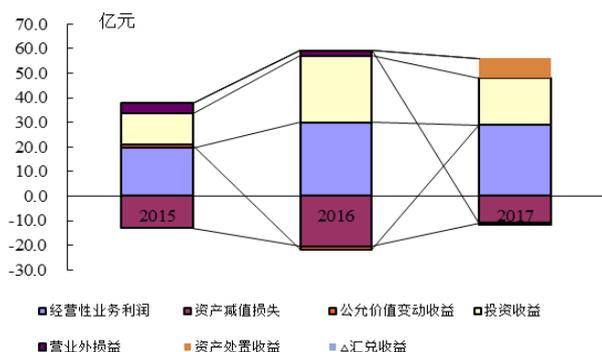
资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

从利润总额构成来看，2015~2017年，公司利润总额分别为24.77亿元、37.50亿元和44.30亿元，主要来自经营性业务利润以及投资收益。2015~2017年，公司经营性业务利润分别为19.55

亿元、30.03亿元和28.92亿元，2016年，经营性业务利润较上年增长53.62%，主要系受“营改增”影响营业税金及附加减少9.61亿元所致。2015~2017年，公司投资收益分别为12.72亿元、27.03亿元和18.89亿元，其中，2016年，公司投资收益同比增长112.48%，主要来自物产中大下属子公司本期转让房产项目公司资产包产生的投资收益；2017年，公司投资收益较上年下降30.12%，主要来自股权投资、可供出售权益工具按照权益法核算产生的投资收益、处置金融资产和委托贷款收益；投资收益下降8.14亿元主要系处置长期股权投资产生的投资收益较上年大幅下降所致。此外，2016年，公司资产减值损失为20.35亿元，主要系浙江富物资产管理有限公司（以下简称“富物公司”）及浙江建投法律诉讼事项相关的应收款减值损失，需视诉讼事项的推进判断回收的可能性，较大程度上侵蚀公司利润总额。2017年，公司资产减值损失为10.99亿元，主要包括存货跌价损失3.96亿元、固定资产减值损失4.26亿元、在建工程减值损失1.43亿元和贷款减值损失0.74亿元，较上年下降45.97%，主要系2016年由于诉讼等事项，子公司计提的坏账损失规模较大，2017年计提坏账准备规模较上年大幅减少，并由于转让、清算或注销部分下属企业以及债权得以回收而转出或转回了

部分坏账准备所致；但 2017 年固定资产和在建工程减值损失的金额较上年大幅增加，侵蚀了公司利润。2017 年，公司资产处置收益为 8.00 亿元，较上年增加 7.46 亿元，主要来自物产中大子公司因处置房屋和土地形成资产处置收益 6.69 亿元。中诚信证评将持续关注未来公司坏账计提对公司利润的影响。

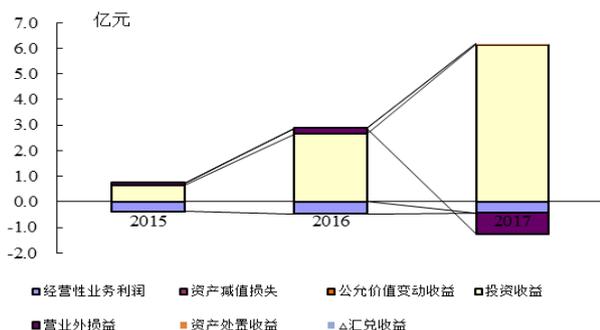
图 10：2015~2017 年公司利润总额构成



资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

从母公司口径来看，2015~2017 年，母公司实现利润总额分别为 0.37 亿元、2.40 亿元和 4.92 亿元，2016 年和 2017 年大幅增加主要是投资收益增加较大所致。从利润构成上看，母公司利润主要源自投资收益，2015~2017 年，分别为 0.64 亿元、2.65 亿元和 6.14 亿元。近年来，母公司的经营性业务利润持续为负，2015~2017 年，分别为-0.37 亿元、-0.48 亿元和-0.43 亿元。

图 11：2015~2017 年母公司利润总额构成



资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

总体来看，公司收入主要以产品销售和建筑工程为主，整体毛利率水平较低；投资收益对利润总额形成较大支撑作用；同时公司坏账计提金额较大，进一步侵蚀利润空间；中诚信证评将对公司应收款回收情况保持关注。

偿债能力

从偿债能力指标上看，近三年，公司 EBITDA 和总债务均持续增长，但 EBITDA 对总债务的覆盖能力有所增强，2015~2017 年，总债务/EBITDA 分别为 9.43 倍、6.98 倍和 6.80 倍。同期，EBITDA 对利息的覆盖能力逐年增强，2015~2017 年，EBITDA 利息倍数分别为 2.08 倍、3.28 倍和 4.06 倍，EBITDA 对公司利息支出形成良好覆盖。2015 年经营活动净现金流/利息支出为 2.14 倍，经营活动净现金流可以完全覆盖利息支出，2016 年经营活动净现金流/利息支出为 0.02 倍，对利息的覆盖能力较弱；2015~2016 年，经营活动净现金流/总债务分别为 0.11 倍和 0.001 倍，对债务的覆盖能力较弱；2017 年，经营活动净现金流为-82.77 亿元，主要依靠筹资活动现金流入来偿还债务本息。

表 28：2015~2017 年公司偿债能力指标

指标	2015	2016	2017
总债务 (亿元)	448.68	452.33	489.70
EBITDA (亿元)	47.56	64.84	71.99
经营活动净现金流 (亿元)	48.95	0.49	-82.77
总债务/EBITDA (X)	9.43	6.98	6.80
EBITDA 利息保障系数 (X)	2.08	3.28	4.06
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.11	0.001	-0.17
经营活动净现金流利息保障系数 (X)	2.14	0.02	-4.67

资料来源：中诚信证评根据公司财务报告整理

到期债务分布方面，截至 2017 年末，公司存量债务为 489.70 亿元；其中，2018 年到期债务为 398.77 亿元，规模较大，2019 年及以后到期债务为 90.92 亿元，公司债务结构以短期债务为主，面临较大的短期偿债压力。中诚信证评将对公司偿债资金安排保持关注。

受限资产方面，截至 2017 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产总额为 113.37 亿元，占期末总资产比例为 7.51%，主要系货币资金、应收票据、投资性房地产等，其中受限货币资金为 54.23 亿元。

截至 2017 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折合人民币 1,646.90 亿元，其中未使用银行授信余额为 1,142.06 亿元。同时，物产中大作为上市公司，能够直接在资本市场

进行权益融资，公司融资渠道畅通。

对外担保方面，截至 2017 年末，公司对外担保金额为 0.31 亿元，占期末净资产的比例为 0.08%，占比较小。

或有事项，截至 2017 年末，子公司物产中大无重大未决诉讼或仲裁形成的或有负债；子公司浙江建投涉及的诉讼或仲裁事件中，债权标的合计 9.95 亿元，债务标的 3.98 亿元；子公司浙江富物资资产管理公司主要未决诉讼 1 起，系其子公司作为债权人，因际华三五零二资源有限公司未按合同约定支付 0.16 亿元货款而产生的诉讼纠纷；子公司富建投资涉及未决诉讼 1 起，尚在审理中。

公司在浙江省国企改革中的地位突出，并且陆续获得资产划转及资本注入，发展基础不断夯实，同时公司主营业务行业地位突出，保持良好的发展态势且融资渠道畅通等因素对公司未来的发展产生积极作用。此外，中诚信证评还关注到对外贸易环境变化，公司未来投资压力较大，财务杠杆较高及经营活动净现金流波动较大等因素对公司未来运营和整体信用状况的影响。

结 论

综上，中诚信证评评定浙江省国有资本运营有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“2018 年浙江省国有资本运营有限公司公司债券（第一期）”债项的信用等级为 **AAA**。

关于2018年浙江省国有资本运营有限公司 公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据评级行业惯例、监管部门以及公司评级制度的相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，中诚信证券评估有限公司（以下简称“中诚信证评”）将在本期债券信用级别有效期内或者本期债券存续期内，持续关注本期债券发行人外部经营环境变化、经营或财务状况变化以及本期债券偿债保障情况等因素，保留对本期债券的信用风险进行持续跟踪、进行定期和不定期跟踪评级，据以决定是否调整本期债券信用等级的权利。

同时，中诚信证评亦保留对外公开披露定期和不定期跟踪评级报告及评级结果的权利。

附一：浙江省国有资本运营有限公司股权结构图（截至 2017 年末）

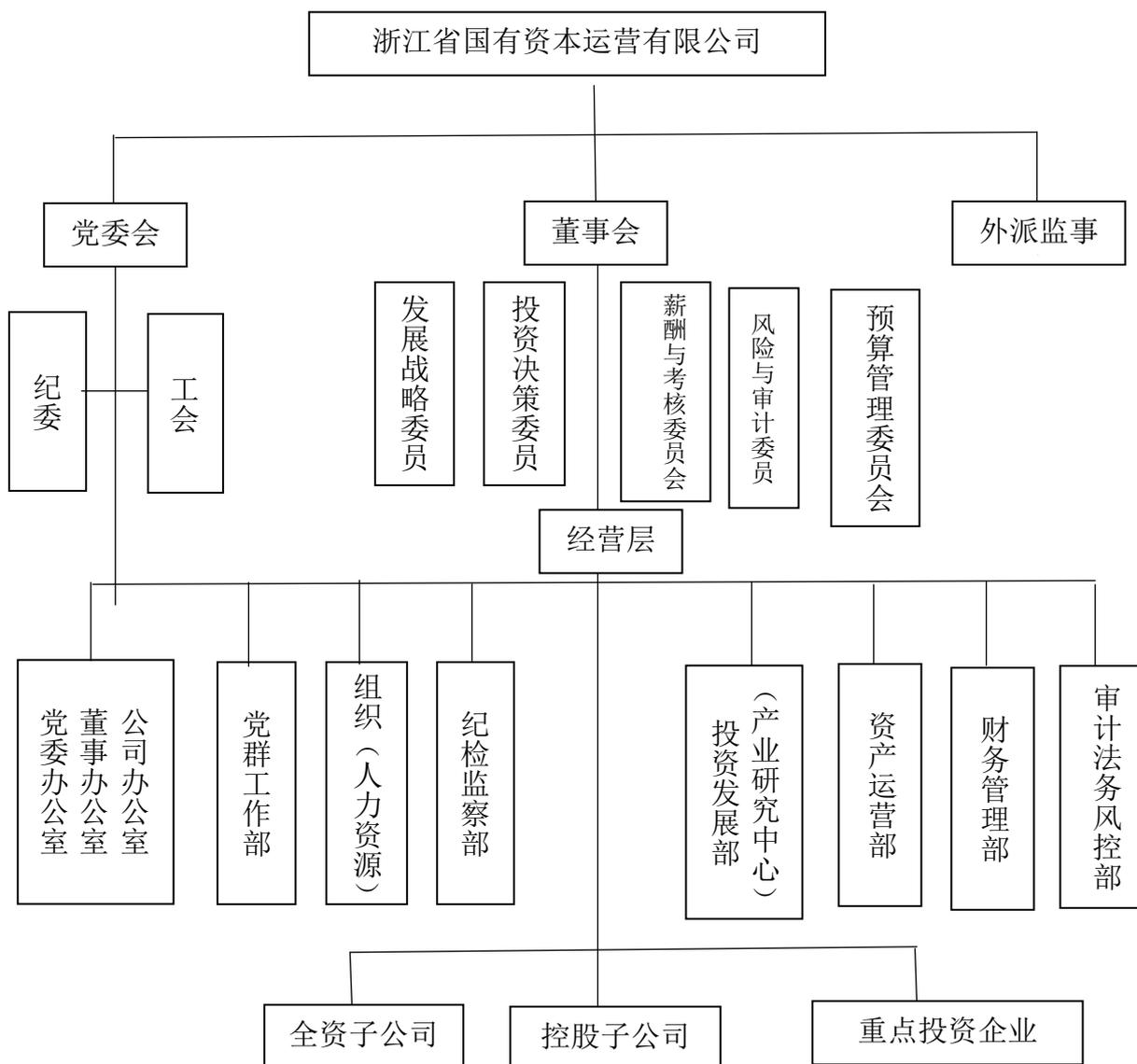


序号	二级子公司名称	业务性质	持股比例 (%)	实收资本 (万元)
1	浙江富浙资本管理有限公司	实业投资	100.00	133,178.83
2	浙江富浙资产管理有限公司	实业投资	100.00	35,000.00
3	浙江省发展资产经营有限公司	实业投资	100.00	100,000.00
4	浙江省富浙融资租赁有限公司	融资租赁	100.00	30,000.00
5	浙江富物资产管理有限公司	服务业	100.00	2,000.00
6	浙江富建投资管理有限公司	服务业	100.00	100.00
7	浙江省建设投资集团股份有限公司	建设投资	51.05	96,000.00
8	物产中大集团股份有限公司	批发贸易	33.81	430,668.24
9	广德长广新型墙体材料有限公司	制造业	100.00	3,500.00

注：1、物产中大集团股份有限公司为上市公司，公司为物产中大集团股份有限公司第一大股东，持股比例 33.81%，浙江省交通投资集团有限公司为物产中大集团股份有限公司第二大股东，持股比例 20.72%，其他股东持股比例均在 10% 以下，股权比例较为分散。公司对物产中大具有实际控制权，将其纳入合并范围；2、根据《浙江省国资委关于同意无偿划转广德长广新型墙体材料有限公司 100% 股权的批复》（浙国资产权[2018]7 号），原子公司广德长广新型墙体材料有限公司于 2018 年 4 月无偿划出。

资料来源：公司提供

附二：浙江省国有资本运营有限公司组织结构图（截至 2017 年末）



资料来源：公司提供

附三：浙江省国有资本运营有限公司主要财务数据及指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	1,920,549.69	1,799,422.84	2,053,760.03
应收账款	1,242,763.90	1,825,010.45	1,826,561.96
其他应收款	664,431.00	1,261,885.49	603,640.08
存货	3,979,630.49	2,773,418.61	3,483,334.99
可供出售金融资产	808,070.60	1,281,850.77	1,458,154.01
长期股权投资	97,240.17	242,346.01	381,046.52
在建工程	84,046.20	118,940.07	92,018.82
无形资产	215,783.85	197,629.41	215,309.74
总资产	12,437,651.44	13,422,719.93	15,097,776.96
其他应付款	819,760.52	1,067,172.26	859,106.67
短期债务	3,791,229.54	3,652,817.90	3,987,735.57
长期债务	695,617.82	870,485.78	909,215.66
总债务	4,486,847.36	4,523,303.68	4,896,951.23
总负债	9,430,575.42	10,066,575.67	10,998,157.88
费用化利息支出	140,491.60	172,836.82	173,251.90
资本化利息支出	88,214.14	24,705.68	4,165.96
实收资本	180,000.00	180,000.00	1,000,000.00
少数股东权益	1,383,065.71	1,629,099.40	2,132,479.15
所有者权益合计	3,007,076.02	3,356,144.27	4,099,619.07
营业总收入	25,778,667.19	26,399,296.43	33,992,944.74
营业利润	205,604.76	352,970.70	449,638.02
投资收益	127,223.61	270,324.88	188,889.84
营业外收入	59,759.72	39,134.24	11,982.24
净利润	181,017.39	271,927.58	325,589.77
EBIT	388,148.16	547,821.38	616,251.78
EBITDA	475,647.25	648,356.39	719,872.56
销售商品、提供劳务收到的现金	28,613,429.65	29,281,570.55	38,429,315.19
收到其他与经营活动有关的现金	405,833.44	489,857.36	724,975.06
购买商品、接受劳务支付的现金	25,821,893.60	26,985,484.24	37,044,277.20
支付其他与经营活动有关的现金	789,159.75	765,523.98	871,318.39
吸收投资收到的现金	318,833.22	118,803.88	373,932.25
资本支出	106,513.66	193,715.73	509,972.01
经营活动产生现金净流量	489,549.07	4,850.37	-827,702.91
投资活动产生现金净流量	112,083.80	-189,896.71	184,196.94
筹资活动产生现金净流量	326,156.57	288,503.25	761,624.21

财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率 (%)	3.94	3.88	3.07
三费收入比 (%)	2.46	2.40	2.13
总资产收益率 (%)	4.49	4.24	4.32
流动比率 (X)	1.09	1.03	1.02
速动比率 (X)	0.62	0.72	0.66
资产负债率 (%)	75.82	75.00	72.85
总资本化比率 (%)	59.87	57.41	54.43
长短期债务比 (X)	5.45	4.20	4.39
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.11	0.00	-0.17
经营活动净现金流/短期债务 (X)	0.13	0.00	-0.21
经营活动净现金流/利息支出 (X)	2.14	0.02	-4.67
总债务/EBITDA (X)	9.43	6.98	6.80
EBITDA/短期债务 (X)	0.13	0.18	0.18
货币资金/短期债务 (X)	0.51	0.49	0.52
EBITDA 利息倍数 (X)	2.08	3.28	4.06

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，因 2016 年审计报告中对 2015 年数据进行前期会计差错更正，2015 年末财务数据采用 2016 年审计报告中的经更正的期初数据；2、中诚信证评债务统计口径包括其他应付款、其他流动负债和长期应付款中的带息债务，将 2015~2016 年合并报表中长期应付款、其他应付款和其他流动负债中的有息债务调至相关科目；3、2015~2016 年末，表内以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产包括衍生金融资产；4、2016 年财务性利息支出=财务费用中的利息支出+票据贴息。

附四：浙江省国有资本运营有限公司主要财务数据及指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2015	2016	2017
货币资金	8,485.39	84,257.43	20,756.76
应收账款	1,111.12	0.00	0.95
其他应收款	165,797.07	247,197.01	280,081.65
存货	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	521,092.50	293,494.50	81,352.52
长期股权投资	516,840.82	686,336.20	940,522.42
在建工程	0.00	0.00	0.00
无形资产	2,074.14	2,365.65	2,164.10
总资产	1,363,878.54	1,356,255.62	1,394,906.56
其他应付款	11,172.79	10,001.78	65,528.57
短期债务	15,000.00	0.00	0.00
长期债务	158,692.35	158,945.71	159,209.12
总债务	173,692.35	158,945.71	159,209.12
总负债	272,616.97	230,227.32	268,776.72
费用化利息支出	3,872.58	6,490.14	6,048.00
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
实收资本	180,000.00	180,000.00	1,000,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	1,091,261.57	1,126,028.30	1,126,129.84
营业总收入	3,722.59	2,057.58	1,689.31
营业利润	2,703.58	21,774.39	57,420.22
投资收益	6,417.84	26,533.52	61,414.81
营业外收入	1,085.00	2,273.53	4.39
净利润	3,740.20	23,511.25	48,098.29
EBIT	7,612.78	30,486.68	55,260.61
EBITDA	9,310.47	31,866.28	56,384.12
销售商品、提供劳务收到的现金	2,694.69	3,331.10	1,607.45
收到其他与经营活动有关的现金	199,470.14	29,029.78	64,590.32
购买商品、接受劳务支付的现金	142.25	252.76	24.51
支付其他与经营活动有关的现金	196,425.38	1,260.80	13,051.16
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00
资本支出	3,371.42	39.00	190.00
经营活动产生现金净流量	4,240.98	29,130.77	48,510.99
投资活动产生现金净流量	-196,618.39	8,452.03	-105,963.66
筹资活动产生现金净流量	161,875.72	38,189.25	-6,048.00

财务指标	2015	2016	2017
营业毛利率 (%)	50.50	36.77	61.74
三费收入比 (%)	129.00	246.18	296.25
总资产收益率 (%)	0.75	2.24	4.02
流动比率 (X)	10.21	25.53	5.25
速动比率 (X)	10.21	25.53	5.25
资产负债率 (%)	19.99	16.98	19.27
总资本化比率 (%)	13.73	12.37	12.39
长短期债务比 (X)	0.09	0.00	0.00
经营活动净现金流/总债务 (X)	0.02	0.18	0.30
经营活动净现金流/短期债务 (X)	0.28	--	--
经营活动净现金流/利息支出 (X)	1.10	4.49	8.02
总债务/EBITDA (X)	18.66	4.99	2.82
EBITDA/短期债务 (X)	0.62	--	--
货币资金/短期债务 (X)	0.57	--	--
EBITDA 利息倍数 (X)	2.40	4.91	9.32

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，因 2016 年审计报告中对 2015 年数据进行前期会计差错更正，2015 年末财务数据采用 2016 年审计报告中的经更正的期初数据；2、2016 年财务性利息支出=财务费用中的利息支出+票据贴息。

附五：基本财务指标的计算公式

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+一年内到期的非流动负债+其他债务调整项

长期债务=长期借款+应付债券+其他债务调整项

总债务=长期债务+短期债务

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金收入+退保金+赔付支出净额+提取保险合同准备金净额+保单红利支出+分保费用

经营性业务利润=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-财务费用-管理费用-销售费用+其他收益

营业毛利率=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入

三费合计=财务费用+管理费用+销售费用

三费收入比=(财务费用+管理费用+销售费用)/营业总收入

EBIT(息税前盈余)=利润总额+费用化利息支出

EBITDA(息税折旧摊销前盈余)=EBIT+折旧+无形资产摊销+长期待摊费用摊销

资本支出=购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金

应收类款项/总资产=(应收账款+其他应收款+长期应收款)/总资产

收现比=销售商品提供劳务收到的现金流入/营业收入

总资产收益率=EBIT/总资产平均余额

流动比率=流动资产/流动负债

速动比率=(流动资产-存货)/流动负债

现金比率=(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)/流动负债

资产负债率=负债总额/资产总额

总资本化比率=总债务/(总债务+所有者权益合计)

长短期债务比=短期债务/长期债务

EBITDA 利息倍数=EBITDA/(费用化利息支出+资本化利息支出)

附六：信用等级的符号及定义

主体信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评主体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	受评主体偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	受评主体偿还债务的能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	受评主体偿还债务的能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	受评主体偿还债务的能力较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	受评主体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	受评主体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	受评主体在破产或重组时可获得的保护较小，基本不能保证偿还债务
C	受评主体不能偿还债务

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

评级展望的含义

内容	含义
正面	表示评级有上升趋势
负面	表示评级有下降趋势
稳定	表示评级大致不会改变
待决	表示评级的上升或下调仍有待决定

评级展望是评估发债人的主体信用评级在中至长期的评级趋向。给予评级展望时，主要考虑中至长期内受评主体可能发生的经济或商业基本因素变动的预期和判断。

长期债券信用评级等级符号及定义

等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，违约风险很低
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
CC	基本不能保证偿还债券
C	不能偿还债券

注：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，表示信用质量略高或略低于本等级。

短期债券信用评级等级符号及定义

等级	含义
A-1	为最高短期信用等级，还本付息能力很强，安全性很高。
A-2	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有一定的违约风险。
C	还本付息能力很低，违约风险较高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行“+”、“-”微调。