

浙江省国有资本运营有限公司：

中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及其存续期内相关债项进行了跟踪评级。经中诚信国际信用评级委员会审定：

维持贵公司的主体信用等级为**AAA**，评级展望为稳定；
维持“18浙资运营MTN001”、“18浙国资债01/18浙资01”和“19浙资运营MTN001”的信用等级为**AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

信用评级委员会

二零一九年六月二十七日

浙江省国有资本运营有限公司 2019 年度跟踪评级报告

发行主体 浙江省国有资本运营有限公司

本次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

上次主体信用等级 AAA 评级展望 稳定

本期跟踪债券列表

债券简称	发行规模 (亿元)	存续期	本次债项 信用等级	上次债项 信用等级
18 浙资运营 MTN001	7	2018.4.19~2021.4.19	AAA	AAA
18 浙国资债 01/18 浙资 01	9	2018.12.13~2023.12.13	AAA	AAA
19 浙资运营 MTN001	5	2019.4.24~2022.4.24	AAA	AAA

概况数据

浙江国资（合并口径）	2016	2017	2018	2019.3
总资产（亿元）	1,342.27	1,509.78	1,735.26	1,854.60
所有者权益合计（亿元）	335.61	409.96	490.68	521.01
总负债（亿元）	1,006.66	1,099.82	1,244.58	1,333.58
总债务（亿元）	452.33	489.70	379.78	431.57
营业总收入（亿元）	2,639.93	3,399.29	3,679.32	913.82
净利润（亿元）	27.19	32.56	49.89	14.47
EBIT（亿元）	54.78	61.63	84.89	--
EBITDA（亿元）	64.84	71.99	97.42	--
经营活动净现金流（亿元）	0.49	-82.77	49.05	-71.94
营业毛利率（%）	3.88	3.07	3.54	3.75
总资产收益率（%）	4.24	4.32	5.20	--
资产负债率（%）	75.00	72.85	71.72	71.91
总资本化比率（%）	57.41	54.43	43.63	45.30
总债务/EBITDA（X）	6.98	6.80	3.90	--
EBITDA 利息倍数（X）	3.28	4.06	5.05	--
浙江国资（母公司口径）	2016	2017	2018	2019.3
总资产（亿元）	135.63	139.49	183.68	185.58
所有者权益合计（亿元）	112.60	112.61	137.24	136.82
总负债（亿元）	23.02	26.88	46.44	48.76
总债务（亿元）	15.89	15.92	51.81	51.82
营业总收入（亿元）	0.21	0.17	0.03	0.01
净利润（亿元）	2.35	4.81	3.98	-0.07
EBIT（亿元）	3.05	5.53	5.20	--
EBITDA（亿元）	3.19	5.64	5.25	--
经营活动净现金流（亿元）	2.91	4.85	-8.58	1.76
营业毛利率（%）	36.77	61.74	23.15	21.32
总资产收益率（%）	2.24	4.02	3.22	--
资产负债率（%）	16.98	19.27	25.28	26.27

基本观点

中诚信国际维持浙江省国有资本运营有限公司（以下简称“浙江国资”或“公司”）的主体信用等级为 AAA，评级展望为稳定；维持“18 浙资运营 MTN001”、“18 浙国资债 01/18 浙资 01”和“19 浙资运营 MTN001”的债项信用等级为 AAA。

2018 年以来，公司逐步发挥浙江省国有资本运营平台作用，产品销售收入大幅增长，主要产品贸易量保持行业领先地位，此外，工程施工业务稳步推进，项目量充足，融资渠道保持畅通；同时，中诚信国际也关注到对外贸易环境变化，公司财务杠杆仍保持较高水平，经营活动净现金流波动较大及子公司资产置换及换股吸收合并正在审批等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

优势

- 逐步发挥浙江省国有资本运营平台作用。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，正在逐步发挥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的作用。
- 产品销售收入大幅增长，保持行业领先地位。受行情回暖影响，公司产品销售收入大幅增长，下属子公司的钢材、煤炭、化工等产品贸易量在全国均处于领先地位，经营稳健。
- 工程施工业务稳步推进，项目量充足。2018 年，公司工程施工业务稳步推进，新签合同金额保持增长趋势，在手项目量充足，为未来收入的稳定增长提供了支撑。
- 融资渠道保持畅通。截至 2018 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 1,813.95 亿元，其中未使用银行授信余额为 1,297.24 亿元。同时，下属子公司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。2018 年以来，大宗商品行情回暖，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，中诚信国际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。
- 财务杠杆略有下降，但仍保持较高水平。2018 年末，公司资产负债率仍在 70%以上，虽有所下降，但仍维

总资本化比率(%)	12.37	12.39	27.40	27.47
总债务/EBITDA(X)	4.99	2.82	9.86	--
EBITDA 利息倍数(X)	4.91	9.32	4.30	--

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，其中 2019 年一季度财务报表未经审计；2、公司未提供 2019 年一季度现金流量表补充资料、费用化利息支出和资本化利息支出，故相关财务指标失效；3、2016 年财务性利息支出=财务费用中的利息支出+票据贴息；4、为准确计算公司的总债务，中诚信国际总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，此外，中诚信国际将 2016 年合并报表上述科目中的有息债务调至相关科目。

分析师

项目负责人：赵珊迪 shdzhao@ccxi.com.cn

项目组成员：李微颀 ayli@ccxi.com.cn

夏子怡 zyxia@ccxi.com.cn

电话：(010)66428877

传真：(010)66426100

2019 年 6 月 27 日

持较高水平。

- **经营活动净现金流波动较大。**2016~2018 年及 2019 年 1~3 月，公司经营活动净现金流分别为 0.49 亿元、-82.77 亿元、49.05 亿元和-71.94 亿元，波动较大，中诚信国际对此保持关注。
- **子公司资产置换及换股吸收合并正在审批。**2019 年 6 月 19 日，公司发布《浙江省国有资本运营有限公司关于子公司资产置换及换股吸收合并方案的公告》，资产重组后，多喜爱将作为存续主体承接浙江建投的全部资产、负债、业务、人员及其他一切权利和义务，目前重组方案正在审批过程中，中诚信国际将对此次重组上市进程及上市完成后对公司经营情况和偿债能力等影响保持关注。

声 明

一、本次评级为发行人委托评级。除因本次评级事项使中诚信国际与评级对象构成委托关系外，中诚信国际与评级对象不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系；本次评级项目组成员及信用评审委员会人员与评级对象之间亦不存在任何其他影响本次评级行为独立、客观、公正的关联关系。

二、本次评级依据评级对象提供或已经正式对外公布的信息，相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性由评级对象负责。中诚信国际按照相关性、及时性、可靠性的原则对评级信息进行审慎分析，但对于评级对象提供信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。

三、本次评级中，中诚信国际及项目人员遵照相关法律、法规及监管部门相关要求，按照中诚信国际的评级流程及评级标准，充分履行了勤勉尽责和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。

四、评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法，遵循内部评级程序做出的独立判断，未受评级对象和其他第三方组织或个人的干预和影响。

五、本信用评级报告对评级对象信用状况的任何表述和判断仅作为相关决策参考之用，并不意味着中诚信国际实质性建议任何使用人据此报告采取投资、借贷等交易行为，也不能作为使用人购买、出售或持有相关金融产品的依据。

六、中诚信国际不对任何投资者（包括机构投资者和个人投资者）使用本报告所表述的中诚信国际的分析结果而出现的任何损失负责，亦不对发行人使用本报告或将本报告提供给第三方所产生的任何后果承担责任。

七、本次评级结果自本次评级报告出具之日起生效，有效期为一年。债券存续期内，中诚信国际将按照《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定评级结果的维持、变更、暂停或中止，并及时对外公布。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门的要求，我公司将在债券的存续期内对其每年进行定期或不定期跟踪评级。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“18 浙国资债 01/18 浙资 01”共募集资金 9.00 亿元，全部用于向“国新同基金 I 期”进行出资。截至 2019 年 3 月 4 日，公司已按既定用途将募集资金全部使用完毕。

基本分析

2018 年以来，受行情回暖影响，公司产品销售收入大幅增长，下属子公司的钢材、煤炭、化工等产品贸易量在全国均处于领先地位

公司的产品销售业务主要由下属一级子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）运营。物产中大系浙江省最大的省属贸易企业，在浙江省政府的大力支持下，各主要业务板块在省内均处于领先地位，其钢材、煤炭、化工等产品贸易量在全国均处于领先地位。

2018 年，公司实现产品销售收入同比增长 5.88% 至 2,939.74 亿元。从经营品种来看，2018 年钢材、汽车（含后服务）、煤炭及化工（含民爆）收入分别为 1,050.61 亿元、322.39 亿元、359.42 亿元和 439.58 亿元，受需求缓慢增加及供给侧结构性改革影响，钢铁、煤炭及化工行业有所回暖，公司主要贸易品种销售收入均有不同程度的增长。

钢材销售方面，2018 年，受钢铁行业景气度回升影响，钢材价格呈上升态势，公司扩大钢材贸易规模，物产中大钢材销售均价增至 4,364.26 元/吨，销量增至 2,789.43 万吨，仍以出口为主。

表 1：2016~2018 年钢材经营主要数据

项目名称	2016	2017	2018
销售金额（亿元）	613.86	1,091.58	1,217.38
销售实物量（万吨）	2,264.96	2,755.41	2,789.43
进口量（万吨）	1.92	2.19	1.90
出口量（万吨）	139.13	286.42	285.81
销售均价（元/吨）	2,710.26	3,961.59	4,364.26

注：表内销售金额为含税价格。

资料来源：公司提供

物产中大钢材销售业务涵盖了方钢、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。2018 年，物产中大钢材销售业务前五大供应商及客户的采购及销售金额占比分别为 8.31% 和 6.27%，供应商及客户集中度不高。

汽车销售方面，物产中大汽车业务模式以整车销售为主，汽车后服务为辅。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”）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。2018 年，物产中大汽车销售金额及销售均价均有所增加，销售实物量略有下降。截至 2018 年末，物产中大拥有汽车销售网点（4S 店、多厅一厂等）202 家，其中 4S 店 139 家。2018 年，物产中大汽车采购前五大供应商采购金额占比为 62.29%，集中度适中，同期，前五大销售品牌合计销售金额占比为 46.02%，较上年变化不大。

汽车后服务方面，2018 年，公司共维修车辆 170.76 万辆，实现二手车交易量 80,700 辆，汽车售后服务收入增至 49.71 亿元。

表 2：公司汽车业务板块主要经营数据

项目名称	2016	2017	2018
整车销售金额（亿元）	305.43	319.23	319.90
销售实物量（辆）	182,403	185,102	183,900
销售均价（万元/辆）	16.74	17.25	17.40

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。

资料来源：公司提供

煤炭销售方面，2018 年，受市场回暖的影响，煤炭销售量同比增长 5.51% 至 6,226.11 万吨，销售均价同比增长 1.77% 至 665.01 元/吨。2018 年，公司煤炭贸易前五大供应商采购金额占采购总额的 21.73%，前五大供应商集中度较上年稍有所下滑，集中度一般；同期，公司前五大客户销售额合计 50.10 亿元，占销售总额的 12.07%，客户集中度不高。

表 3：公司煤炭销售主要经营数据

项目名称	2016	2017	2018
销售实物量（万吨）	5,078.08	5,900.73	6,226.11
销售均价（元/吨）	440.74	653.43	665.01

注：表内销售金额为含税价格。

资料来源：公司提供

化工及民爆销售方面，2018 年化工业务的贸易

数量（含民爆产品）为 686.10 万吨，较上年增长 3.72%，化工贸易品类仍以液化、化纤和塑料为主。此外，2018 年 3 月 12 日，物产化工与乐普（北京）医疗器械股份有限公司（以下简称“乐普医疗”）签署合同，物产化工以 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（以下简称“新东港药业”）45%股权，本次交易为公司带来投资收益 7.21 亿元。

总体来看，2018 年以来，大宗商品行情回暖，公司产品销售收入有所增长。同时，中诚信国际关注到 2018 年以来，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，中诚信国际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。

工程施工业务稳步推进，新签合同金额保持增长趋势，在手项目量充足；此外，浙江建投将完成资产置换及换股吸收合并，加快上市进程

公司工程施工业务主要运营主体为子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”）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，在浙江省的重大工程承接方面有明显的竞争优势。2019 年 6 月 19 日，公司发布《浙江省国有资本运营有限公司关于子公司资产置换及换股吸收合并方案的公告》（以下简称“公告”），公告称：浙江建投与多喜爱集团股份有限公司（以下简称“多喜爱”）控股股东陈军、黄娅妮夫妇签订了《股份转让协议》，陈军、黄娅妮将其合计持有的多喜爱 29.83% 的股份转让至浙江建投，该项股份转让完成后，浙江建投直接持有多喜爱 29.83% 股份，成为多喜爱第一大股东。2019 年 6 月 5 日，多喜爱召开了第三届董事会第十八次会议，多喜爱将以其拥有的置出资产与浙江国资拥有的部分置入资产的交易定价等值部分进行置换；同时，多喜爱向浙江国资等以非公开发行的方式购买置入资产超出置出资产定价的差额部分，并对浙江建投进行吸收合并；浙江国资

以置出资产为对价受让陈军、黄娅妮持有的多喜爱全部剩余股份，差额部分以现金方式补足。吸收合并完成后，多喜爱作为存续主体，将承接浙江建投的全部资产、负债、业务、人员及其他一切权利和义务，浙江建投目前的全体股东将成为上市公司的股东。本次资产置换及换股吸收合并方案有助于浙江建投加快上市进程。截至目前，本次重组上市交易仍需提交多喜爱股东大会审议决策，并经浙江省国资委批准并报中国证监会审核。

2018 年，公司实现工程施工收入 595.70 亿元¹，较 2017 年有所增加，仍以房建工程施工收入为主。房建工程施工方面，2018 年新签合同额同比增长 9.16% 至 906 亿元，同期，公司房建工程施工收入为 551.25 亿元，同比保持稳定。从区域分布上看，2018 年，公司浙江省内房建新签合同金额增幅较大，公司对浙江省内市场依赖度依然较高；同期，外省及海外房建新签合同金额保持稳定。

表 4：2016~2018 年公司房建新签合同及区域结构（亿元）

地区	2016	2017	2018
浙江	310	472	503
外省	294	295	330
海外	63	63	73
合计	667	830	906

资料来源：公司提供

截至 2019 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 229.83 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 208.78 亿元。

施工方面，2018 年，公司新开工面积及竣工面积均有所下降，施工面积有所增加，施工进展较为顺利。截至 2018 年末，公司房建施工在手合同金额达 708 亿元。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，中诚信国际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 5：2016~2018 年公司房建工程施工运营情况

项目名称	2016	2017	2018
新开工面积（万平方米）	1,622	1,821	1,789

金额与财务口径“工程施工”收入略有出入。

¹ 因工程分类口径和审计报告口径差异原因，2018 年上表中收入合计

施工面积（万平方米）	4,869	5,889	7,772
竣工面积（万平方米）	1,472	1,622	906
在施工中标项目数量（个）	682	664	577
在手合同金额（亿元）	480	602	708
竣工率(%)	30.23	27.54	11.66

注：竣工率=竣工面积/施工面积。

资料来源：公司提供

总体来看，公司工程施工业务稳步推进，在手合同金额保持增长趋势，在手项目量充足。此外，浙江建投将完成资产置换及换股吸收合并，加快上市进程，中诚信国际将对此次重组上市进程及上市完成后对公司经营情况和偿债能力等影响保持关注。

公司逐步发挥省级国有资本运营平台作用，对外基金投资逐步增加，此外，公司房地产销售业务收缩，以存量项目消化为主

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，正在逐步发挥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的作用。2017年，公司投资设立两家一级子公司，分别为浙江富浙资本管理有限公司（以下简称“富浙资本”）和浙江富浙资产管理有限公司（以下简称“富浙资产”），富浙资本定位为资本运作及战略性投资平台，富浙资产定位为资源配置平台。此外，2018年6月，富浙资本注册成立浙江富浙股权投资基金管理有限公司，主要负责浙江省国企改革发展基金的投资运作和其他投资业务

拓展，积极服务于浙江省国有企业改革发展，助力国企落实“凤凰行动”计划，提高国有资产证券化率，优化国有资本布局结构。

基金业务方面，截至2018年末，公司投资的主要基金项目19个（参与管理5个，不参与管理14个），基金总规模871.18亿元，认购金额74.48亿元，已投资金额39.65亿元。

截至2018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）和杭州朗健投资合伙企业等。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，参与设立者包括央企集团公司、大型金融机构等合计16家机构。公司以富浙资本下属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2019年3月末，富浙投资注册资本为100亿元，其中公司持股比例30%，为富浙投资控股股东。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2019年3月末，公司对富浙投资累计出资约19.72亿元；同期，富浙投资向国新国同基金累计出资65.72亿元。

表6：截至2019年3月末公司投资的主要基金情况（亿元）

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
浙江浙商产业投资基金合伙企业	29.68	10.00	7.20	0.74	参与
杭州牵海创业投资合伙企业	4.03	0.40	0.40	--	不参与
国新国同（浙江）投资基金合伙企业（I期）	700.80	30.00	19.72	--	不参与
浙江省浙创启元创业投资有限公司	1.64	0.41	0.41	--	参与
宁波庆成股权投资管理合伙企业	0.40	0.15	0.15	--	不参与
杭州富阳中南承象投资合伙企业（有限合伙）	1.00	0.312	0.312	--	不参与
杭州安胜股权投资基金合伙企业（有限合伙）	1.215	1.205	1.205	--	不参与
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
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
浙江深改产业发展合伙企业（有限合伙）	100	20	0.05	--	参与
杭州峻壹投资管理合伙企业	8.01	6.00	6.00	--	不参与
深圳市创东方富饶股权投资基金合伙企业	3.50	0.26	0.26	--	不参与
杭州松思投资管理合伙企业	1.00	0.865	0.865	--	不参与

杭州赛智珩科技投资合伙企业	1.15	0.15	0.15	--	不参与
嘉兴古道智宸股权投资合伙企业	0.45	0.10	0.10	--	不参与
杭州乾砂投资管理合伙企业	3.76	0.145	0.145	--	不参与
杭州宏石凤煌助推壹号股权投资合伙企业	3.25	0.30	0.30	--	不参与
浙江新兴动力合伙企业	3.03	0.015	0.015	--	参与
杭州越骏股权投资合伙企业	2.85	1.99	1.99	--	参与
合计	871.18	74.48	39.65	0.74	--

资料来源：公司提供

房地产开发业务方面，2018 年，公司房地产销售收入为 3.82 亿元，同比进一步下降，公司房地产业务呈收缩态势，以存量项目消化为主。

截至 2019 年 3 月末，浙江建投下属房地产项目大多已剥离至浙江富建投资管理有限公司（以下简称“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。截至 2019 年 3 月末，富建投资下属房地产项目 4 个，淮安正中 2018 年 6 月股权处置转让，其他项目均已交付，临安太阳城花园已经全部售罄。

总体来看，公司逐步发挥省级国有资本运营平台作用，对外基金投资逐步增加，但多数基金处于初级投资阶段，未来尚需继续投入资金；此外，公司房地产销售业务收缩，以存量项目消化为主。

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 2016~2018 年财务报告及公司提供的未经审计的 2019 年一季度财务报表。公司各期财务报表均采用新会计准则编制。

跟踪期内，公司合并范围新增浙江省盐业集团有限公司（以下简称“盐业集团”）和浙江省环境科技有限公司（以下简称“省环科公司”）两家一级子公司，减少一家一级子公司广德长广新型墙体材料有限公司。

盈利能力

2018 年，公司营业总收入同比增长 8.24%至 3,679.32 亿元，主要系产品销售收入大幅增长所致。分业务来看，2018 年公司产品销售收入同比大幅增长 5.88%至 2,939.74 亿元，主要系大宗商品行情上扬所致；同期，工程施工收入同比增长 18.50%至 595.13 亿元；同期，房产销售收入降至 3.82 亿元，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。

从毛利率情况来看，2018 年公司综合毛利率为 3.54%，较 2017 年保持稳定。其中，产品销售业务及工程施工业务毛利率较 2017 年保持稳定，房地产销售收入毛利率升至 32.90%，主要系房产销售收入主要来自于杭州祥符桥阳光郡项目、苏州枫华紫园等项目，房产销售有所回暖所致。

表 7：2016~2018 年公司营业总收入构成及毛利率情况

项目名称	2016		2017		2018	
	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	1,980.59	2.35	2,776.53	2.07	2,939.74	2.18
工程施工	506.97	4.40	502.24	4.52	595.13	4.10
其他业务	152.37	22.04	120.52	20.18	144.45	28.72
其中：房产销售	39.40	29.05	13.62	9.79	3.82	32.90
合计/综合	2,639.93	3.88	3,399.29	3.07	3,679.32	3.54

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及汽车售后服务；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，2018 年公司三费合计为 84.21 亿元，同比有所上升。2018 年，公司管理费用较上年增长 22.35%，主要系职工薪酬增加；同期，财务

费用和销售费用较 2017 年持平。2018 年，公司三费收入占比为 2.29%，同比略有上升。

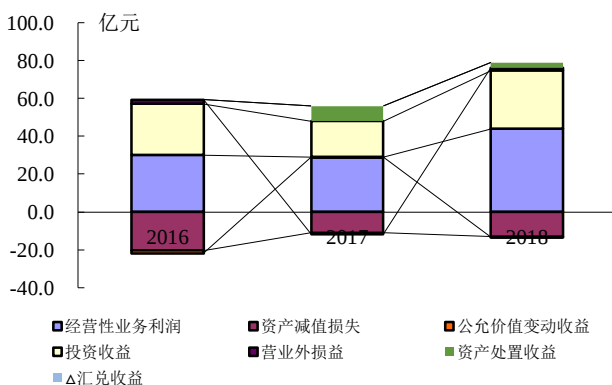
表 8：2016~2018 年公司期间费用分析

项目名称	2016	2017	2018
销售费用（亿元）	21.06	21.49	23.71
管理费用（亿元）	30.93	34.46	42.16
财务费用（亿元）	11.44	16.36	18.34
三费合计（亿元）	63.43	72.31	84.21
营业总收入（亿元）	2,639.93	3,399.29	3,679.32
三费收入占比（%）	2.40	2.13	2.29

资料来源：公司财报

2018 年，公司利润总额同比增长至 65.61 亿元，其中，经营性业务利润大幅增至 43.93 亿元。2018 年，公司资产减值损失增至 13.13 亿元，主要来自坏账损失 2.55 亿元、存货跌价损失 4.47 亿元、可供出售金融资产减值损失 5.41 亿元和商誉减值损失 0.62 亿元。同期，投资收益增至 30.80 亿元，对利润总额贡献较高，主要系处置长期股权投资产生投资收益，处置对象为浙江新东港药业股份有限公司 45% 的股权；处置以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产取得的投资收益 7.33 亿元，主要为物产金属、物产化工、物产欧泰、中大期货等子公司在期现交易方面获得的投资收益；处置可供出售金融资产取得的投资收益 5.93 亿元，处置对象主要为财通证券股份有限公司 34,890,000 股、国泰君安证券股份有限公司股票 9,529,993 股、中国石化上海石油化工股份有限公司股票 1,419,100 股。

图 1：2016~2018 年公司利润总额构成分析



资料来源：中诚信国际据公司财报整理

母公司方面，母公司营业收入规模及经营性业务利润规模较小，利润主要来自于下属子公司的投资收益，2018 年，母公司实现利润总额 3.98 亿元，其中投资收益为 5.24 亿元。

总体看来，2018 年公司产品销售收入上升进一步推升收入规模，公司主营业务盈利情况保持稳定，

资产减值损失对利润有一定侵蚀，利润来源对投资收益有所依赖。

偿债能力

2018 年末，公司总资产同比增加 225.49 亿元至 1,735.26 亿元，其中，应收账款增加 146.65 亿元至 329.30 亿元，主要系公司经营业务增长所致；同期，长期应收款增加 51.12 亿元至 192.05 亿元，主要系子公司浙江建投应收 PPP 项目工程款增加所致；同期，货币资金增加 26.62 亿元至 232.00 亿元。2018 年末，公司所有者权益合计同比增加 80.72 亿元至 490.68 亿元，其中，其他权益工具增加 19.98 亿元，主要系物产中大发行 20 亿元可续期公司债“18 中大 Y1”所致；同期，资本公积同比增加 20.64 亿元至 28.13 亿元，主要系公司增加对盐业集团和省环科公司的长期股权投资所致。此外，2018 年末较 2017 年末，公司少数股东权益增加 36.55 亿元至 249.80 亿元，主要系控股子公司物产中大及浙江建投的权益增长所致；同期，公司其他综合收益下降 7.33 亿元，主要系公司持有的股票等交易性金融资产随资本市场波动公允价值下降所致。随着公司融资规模扩张，2018 年末，公司总负债增至 1,244.58 亿元。截至 2018 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别降至 71.72% 和 43.63%。

母公司方面，2018 年末，母公司总资产增加 44.19 亿元至 183.68 亿元，其中长期股权投资增加 24.67 亿元至 118.72 亿元，主要系投资浙江省环境科技有限公司所致。同期，母公司总负债及所有者权益合计分别为 46.44 亿元和 137.24 亿元，较上年有所增加。2018 年末，母公司资产负债率和总资本化比率分别为 25.28% 和 27.40%，仍处于较低水平。

现金流方面，2018 年，公司经营活动现金流入流出均有所增长，其中物产中大收到商品销售款和浙江建投回收的工程款增加，致使经营活动现金流入有所增长，公司经营活动净现金流升至 49.05 亿元，由负转正。同期，公司投资活动现金流入流出有所下降，投资活动净现金流为 -7.93 亿元，转为流出状态。2018 年，公司筹资活动净现金流为 -20.54 亿元，公司当年发行债券收到的现金有所下降。

2018 年末，公司总债务降至 379.78 亿元，长短期债务比（短期债务/长期债务）降至 1.48 倍，公司债务仍以短期债务为主。偿债指标方面，2018 年公司 EBITDA 增至 97.42 亿元，EBITDA 对债务本息的覆盖情况均有所好转。2018 年，经营活动净现金流为 49.05 亿元，总债务/经营活动净现金流以及经营活动净现金流利息保障系数分别为 7.74 倍和 2.54 倍，公司经营活动净现金流可以覆盖当期利息。

表 9:2016~2018 年公司偿债能力分析

项目名称	2016	2017	2018
货币资金（亿元）	179.94	205.38	232.00
短期债务（亿元）	365.28	398.77	226.66
总债务（亿元）	452.33	489.70	379.78
EBITDA（亿元）	64.84	71.99	97.42
经营活动净现金流（亿元）	0.49	-82.77	49.05
总债务/EBITDA（X）	6.98	6.80	3.90
EBITDA 利息倍数(X)	3.28	4.06	5.05
总债务/经营活动净现金流(X)	932.57	-5.92	7.74
经营活动净现金流利息保障系数(X)	0.02	-4.67	2.54

资料来源：公司财报

到期债务分布方面，截至 2018 年末，公司存量债务为 379.78 亿元；其中，2019 年到期债务为 226.66 亿元，规模较大，2020 年及以后到期债务为 153.12 亿元，公司债务结构以短期债务为主。中诚信国际将对公司偿债资金安排保持关注。

受限资产方面，截至 2018 年末，公司所有权或使用权受到限制的资产总额为 133.26 亿元，占期末总资产比例为 7.68%，主要系货币资金、应收票据、长期应收款及投资性房地产等，其中受限货币资金为 51.03 亿元。

截至 2018 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 1,813.95 亿元，其中未使用银行授信余额为 1,297.24 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 2019 年 3 月末，公司对外担保金额为 3.45 亿元，或有风险较小。

或有事项，截至 2018 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 10.41 亿元，债务标的 6.56 亿元；子公司浙江富物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；子公司浙江富建投资管理有限公司涉及未决诉讼 1 起，尚在审理中；子公司盐业集团未收到潍坊格尔化工有限公司对其拖欠的货款及逾期付款。

过往债务履约情况

根据公司提供的中国人民银行出具的《企业信用报告》，截至 2019 年 5 月 16 日，公司本部无未结清不良信贷信息，无欠息信息，未出现逾期未偿还银行贷款的情况，未出现已发行债务融资工具到期未偿付情形。

评级展望

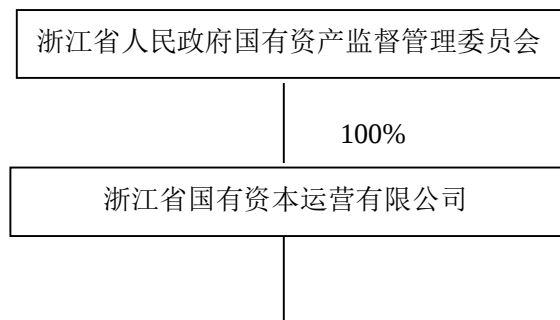
2018 年以来，公司逐步发挥浙江省国有资本运营平台作用，产品销售收入大幅增长，保持行业领先地位，此外，工程施工业务稳步推进，项目量充足，融资渠道保持畅通；但中诚信国际也关注到对外贸易环境变化，公司财务杠杆仍保持较高水平，经营活动净现金流波动较大及子公司资产置换及换股吸收合并正在审批等因素对公司未来经营和整体信用状况的影响。

综上，中诚信国际认为公司的信用水平在未来一段时间内将保持稳定。

结论

综上，中诚信国际维持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；维持“18 浙资运营 MTN001”、“18 浙国资债 01/18 浙资 01”和“19 浙资运营 MTN001”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：浙江省国有资本运营有限公司股权结构图（截至 2019 年 3 月末）

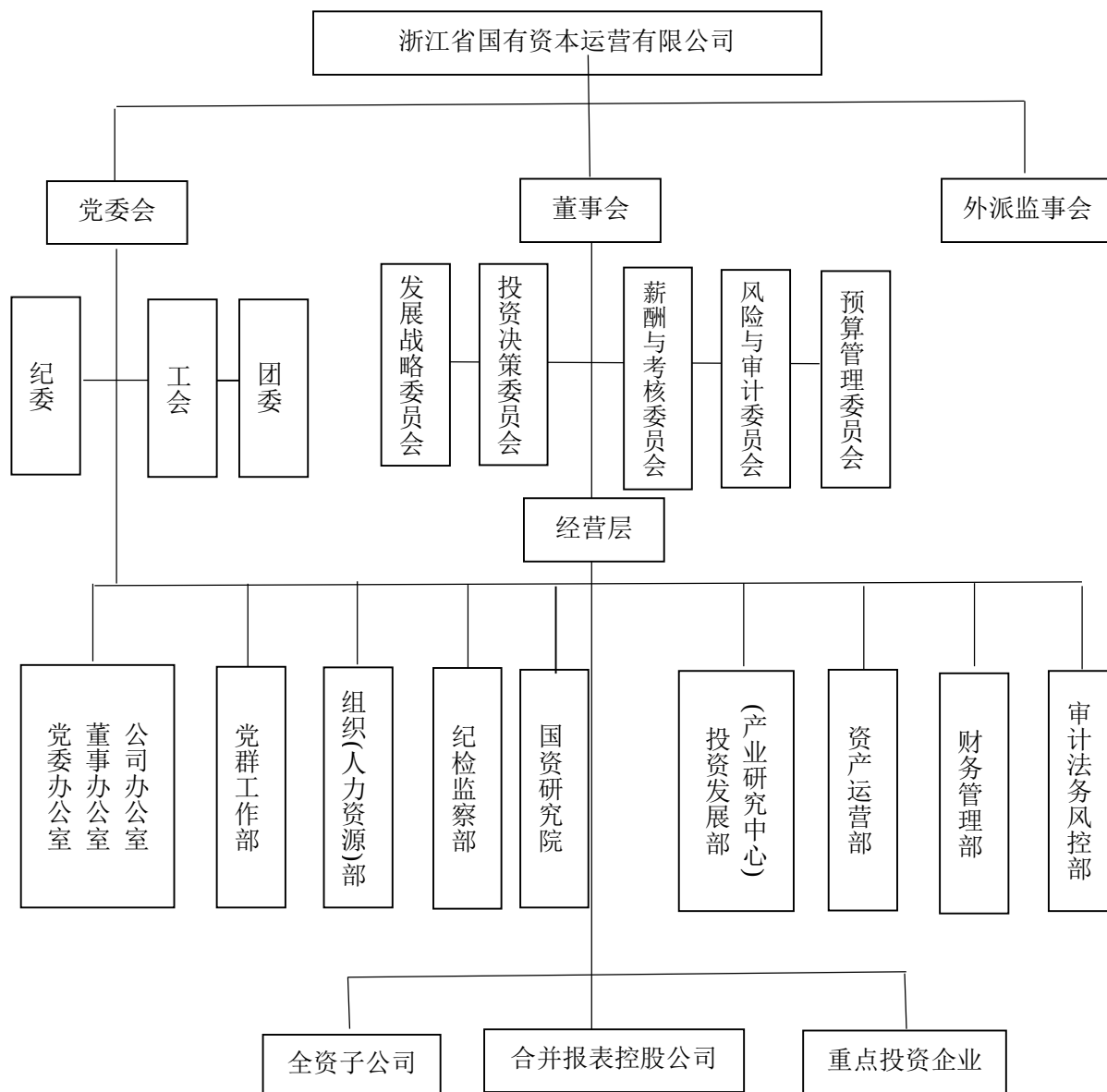


序号	二级子公司名称	业务性质	持股比例（%）	实收资本（万元）
1	浙江富浙资本管理有限公司	实业投资	100.00	133,178.83
2	浙江富浙资产管理有限公司	实业投资	100.00	35,000.00
3	浙江省发展资产经营有限公司	实业投资	100.00	100,000.00
4	浙江省富浙融资租赁有限公司	融资租赁	100.00	30,000.00
5	浙江富物资产管理有限公司	服务业	100.00	2,000.00
6	浙江富建投资管理有限公司	服务业	100.00	100.00
7	浙江省建设投资集团股份有限公司	建设投资	45.94	96,000.00
8	物产中大集团股份有限公司	批发贸易	34.06	430,668.24
9	浙江省环境科技有限公司	技术服务	100.00	2,500.00
10	浙江省盐业集团有限公司	零售批发	100.00	50,000.00

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 34.06%，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；

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 2019 年 3 月末）



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)	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	1,799,422.84	2,053,760.03	2,319,975.92	2,033,068.69
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	37,700.93	34,285.67	62,953.84	480,917.90
应收账款净额	1,825,010.45	1,826,561.96	3,293,024.15	3,441,850.48
其他应收款	1,261,885.49	603,640.08	545,341.87	624,514.50
存货净额	2,773,418.61	3,483,334.99	3,217,989.73	3,517,975.62
可供出售金融资产	1,281,850.77	1,458,154.01	1,570,634.60	1,436,404.14
长期股权投资	242,346.01	381,046.52	286,198.36	295,672.87
固定资产	767,033.46	892,774.76	1,039,259.17	1,031,286.24
在建工程	118,940.07	92,018.82	129,166.21	150,075.84
无形资产	197,629.41	215,309.74	298,602.39	282,879.35
总资产	13,422,719.93	15,097,776.96	17,352,630.90	18,545,985.89
其他应付款	1,067,172.26	859,106.67	1,152,893.45	1,201,618.41
短期债务	3,652,817.90	3,987,735.57	2,266,556.35	2,844,117.27
长期债务	870,485.78	909,215.66	1,531,223.88	1,471,537.59
总债务	4,523,303.68	4,896,951.23	3,797,780.24	4,315,654.85
净债务	2,723,880.84	2,843,191.19	1,477,804.32	2,282,586.16
总负债	10,066,575.67	10,998,157.88	12,445,844.75	13,335,839.50
费用化利息支出	172,836.82	173,251.90	192,807.02	--
资本化利息支出	24,705.68	4,165.96	0.00	--
实收资本	180,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00
少数股东权益	1,629,099.40	2,132,479.15	2,498,018.01	2,718,122.68
所有者权益合计	3,356,144.27	4,099,619.07	4,906,786.15	5,210,146.40
营业总收入	26,399,296.43	33,992,944.74	36,793,203.98	9,138,230.14
三费前利润	934,639.01	997,135.98	1,248,824.60	331,192.53
营业利润	352,970.70	449,638.02	642,179.69	177,055.07
投资收益	270,324.88	188,889.84	307,993.47	29,663.84
营业外收入	39,134.24	11,982.24	27,555.28	11,284.05
净利润	271,927.58	325,589.77	498,879.28	144,709.26
EBIT	547,821.38	616,251.78	848,871.61	--
EBITDA	648,356.39	719,872.56	974,168.36	--
销售商品、提供劳务收到的现金	29,281,570.55	38,429,315.19	41,769,931.48	10,878,766.81
收到其他与经营活动有关的现金	489,857.36	724,975.06	1,633,521.53	1,356,435.74
购买商品、接受劳务支付的现金	26,985,484.24	37,044,277.20	38,893,564.52	10,947,299.07
支付其他与经营活动有关的现金	765,523.98	871,318.39	1,525,712.51	1,505,357.10
吸收投资收到的现金	118,803.88	373,932.25	442,945.43	140,030.50
资本支出	193,715.73	509,972.01	330,578.14	38,264.89
经营活动产生现金净流量	4,850.37	-827,702.91	490,491.45	-719,432.82
投资活动产生现金净流量	-189,896.71	184,196.94	-79,254.67	-375,782.40
筹资活动产生现金净流量	288,503.25	761,624.21	-205,439.88	649,898.64
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率(%)	3.88	3.07	3.54	3.75
三费收入比(%)	2.40	2.13	2.29	2.46
总资产收益率(%)	4.24	4.32	5.20	--
流动比率(X)	1.03	1.02	1.05	1.06
速动比率(X)	0.72	0.66	0.74	0.75
资产负债率(%)	75.00	72.85	71.72	71.91
总资本化比率(%)	57.41	54.43	43.63	45.30
长短期债务比(X)	4.20	4.39	1.48	1.93
经营活动净现金流/总债务(X)	0.00	-0.17	0.13	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.00	-0.21	0.22	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	0.02	-4.67	2.54	--
总债务/EBITDA(X)	6.98	6.80	3.90	--
EBITDA/短期债务(X)	0.18	0.18	0.43	--
货币资金/短期债务(X)	0.49	0.52	1.02	0.71
EBITDA 利息倍数(X)	3.28	4.06	5.05	--

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，其中 2019 年一季度财务报表未经审计；2、公司未提供 2019 年一季度现金流量表补充资料、费用化利息支出和资本化利息支出，故相关财务指标失效；3、2016 年财务性利息支出=财务费用中的利息支出+票据贴息；4、为准确计算公司的总债务，中诚信国际总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，此外，中诚信国际将 2016 年合并报表上述科目中的有息债务调至相关科目。

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)	2016	2017	2018	2019.3
货币资金	84,257.43	20,756.76	67,273.16	22,726.59
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收账款净额	0.00	0.95	0.85	2,231.65
其他应收款	247,197.01	280,081.65	227,369.31	263,142.04
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	293,494.50	81,352.52	67,345.47	62,664.86
长期股权投资	686,336.20	940,522.42	1,187,175.51	1,202,240.51
固定资产	38,269.28	11,030.40	10,605.28	10,492.04
在建工程	0.00	0.00	0.00	0.00
无形资产	2,365.65	2,164.10	2,135.22	2,115.19
总资产	1,356,255.62	1,394,906.56	1,836,837.67	1,855,751.23
其他应付款	10,001.78	65,528.57	8,837.67	33,028.77
短期债务	0.00	0.00	200,000.00	200,000.00
长期债务	158,945.71	159,209.12	318,082.73	318,153.02
总债务	158,945.71	159,209.12	518,082.73	518,153.02
净债务	74,688.27	138,452.36	450,809.57	495,426.43
总负债	230,227.32	268,776.72	464,395.87	487,551.01
费用化利息支出	6,490.14	6,048.00	12,219.36	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
实收资本	180,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00	1,000,000.00
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	1,126,028.30	1,126,129.84	1,372,441.80	1,368,200.22
营业总收入	2,057.58	1,689.31	265.57	64.78
三费前利润	306.31	671.70	-102.73	-38.68
营业利润	21,774.39	57,420.22	43,584.43	-524.51
投资收益	26,533.52	61,414.81	52,356.54	2,956.42
营业外收入	2,273.53	4.39	23.23	0.00
净利润	23,511.25	48,098.29	39,785.91	-731.11
EBIT	30,486.68	55,260.61	52,016.50	--
EBITDA	31,866.28	56,384.12	52,547.21	--
销售商品、提供劳务收到的现金	3,331.10	1,607.45	288.96	374.80
收到其他与经营活动有关的现金	29,029.78	64,590.32	151,823.98	120,891.78
购买商品、接受劳务支付的现金	252.76	24.51	64.85	-2.00
支付其他与经营活动有关的现金	1,260.80	13,051.16	233,462.19	102,938.68
吸收投资收到的现金	0.00	0.00	0.00	0.00
资本支出	39.00	190.00	68.23	4.75
经营活动产生现金净流量	29,130.77	48,510.99	-85,822.37	17,567.08
投资活动产生现金净流量	8,452.03	-105,963.66	-138,245.45	-62,113.33
筹资活动产生现金净流量	38,189.25	-6,048.00	250,584.21	-0.32
财务指标	2016	2017	2018	2019.3
营业毛利率(%)	36.77	61.74	23.15	21.32
三费收入比(%)	246.18	296.25	3,303.83	5,313.50
总资产收益率(%)	2.24	4.02	3.22	--
流动比率(X)	25.53	5.25	4.15	3.46
速动比率(X)	25.53	5.25	4.15	3.46
资产负债率(%)	16.98	19.27	25.28	26.27
总资本化比率(%)	12.37	12.39	27.40	27.47
长短期债务比(X)	0.00	0.00	0.63	0.63
经营活动净现金流/总债务(X)	0.18	0.30	-0.17	--
经营活动净现金流/短期债务(X)	--	--	-0.43	--
经营活动净现金流/利息支出(X)	4.49	8.02	-7.02	--
总债务/EBITDA(X)	4.99	2.82	9.86	--
EBITDA/短期债务(X)	--	--	0.26	--
货币资金/短期债务(X)	--	--	0.34	0.11
EBITDA 利息倍数(X)	4.91	9.32	4.30	--

注：1、公司各期财务报表均按照新会计准则编制，其中 2019 年一季度财务报表未经审计；2、公司未提供 2019 年一季度现金流量表补充资料、费用化利息支出和资本化利息支出，故相关财务指标失效；3、2016 年财务性利息支出=财务费用中的利息支出+票据贴息；4、为准确计算公司的总债务，中诚信国际总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，此外，中诚信国际将 2016 年合并报表上述科目中的有息债务调至相关科目。

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

净债务=总债务-货币资金

营业成本合计=营业成本+利息支出+手续费及佣金支出+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

三费前利润=营业总收入-营业成本合计-营业税金及附加

EBIT（息税前盈余）=利润总额+计入财务费用的利息支出

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

营业毛利率=（营业总收入-营业成本合计）/ 营业总收入

三费收入比=（财务费用+管理费用+销售费用）/ 营业总收入

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

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：主体信用等级的符号及定义

等级符号	含义
AAA	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象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	受评对象不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。

附七：债项信用等级的符号及定义

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 级及以下等级外，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。

附八：中期票据信用等级的符号及定义

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

注：除 AAA 级，CCC 级及以下等级外，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。