

浙江省国有资本运营有限公司 2020 年 公开发行短期公司债券（第一期）信用评级报告

项目负责人：张 卡 kzhang01@ccxi.com.cn

张卡

项目组成员：王 慧 wanghui@ccxi.com.cn

王慧

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 3 月 19 日

声 明

- 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。
- 中诚信国际及其子公司、控股股东及其控制的其他机构没有对该受评对象提供其他非评级服务，经审查不存在利益冲突的情形。
- 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。
- 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，充分履行了实地调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 本评级报告的评级结论是中诚信国际遵照相关法律、法规以及监管部门的有关规定，依据合理的内部信用评级流程和标准做出的独立判断，不存在因评级对象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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站（www.ccxi.com.cn）公开披露。
- 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。
- 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。
- 本次评级结果中的信用等级自本评级报告出具之日起生效，有效期为受评债券的存续期。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维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级，并及时对外公布。

信用等级通知书

信评委函字 [2020]0511D 号

浙江省国有资本运营有限公司：

受贵公司委托，中诚信国际信用评级有限责任公司对贵公司及贵公司拟发行的“浙江省国有资本运营有限公司 2020 年公开发行短期公司债券（第一期）”的信用状况进行了综合分析。经中诚信国际信用评级委员会最后审定，贵公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定，本期短期公司债券的信用等级为 **A-1**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二零年三月十九日

发行要素

发行主体	主体信用等级	评级展望	债项信用等级	本期规模	发行期限	偿还方式	发行目的
浙江省国有资本运营有限公司	AAA	稳定	A-1	不超过5亿元(含5亿元)	270天	到期一次还本付息	补充公司流动资金

概况数据

浙资运营	2016	2017	2018	2019.9
总资产(亿元)	1,342.27	1,528.19	1,735.26	2,033.49
货币资金(亿元)	179.94	205.46	232.00	196.95
总负债(亿元)	1,006.66	1,126.32	1,244.58	1,480.05
总债务(亿元)	452.37	488.15	549.00	632.80
短期债务(亿元)	364.28	387.91	395.87	446.58
所有者权益合计(亿元)	335.61	401.87	490.68	553.44
营业总收入(亿元)	2,639.93	3,339.56	3,679.32	3,054.61
净利润(亿元)	27.19	32.68	49.89	43.82
EBIT(亿元)	54.78	62.01	84.89	74.20
EBITDA(亿元)	64.84	72.17	97.42	-
经营活动净现金流(亿元)	0.49	-115.75	49.05	-67.07
营业毛利率(%)	3.88	3.07	3.47	3.37
总资产收益率(%)	4.24	4.32	5.23	5.25*
资产负债率(%)	75.00	73.70	71.72	72.78
EBITDA/短期债务(X)	0.18	0.19	0.25	-
EBITDA/利息倍数(X)	3.28	4.07	4.62	-

注：1、中诚信国际根据2016年、2017年、2018年审计报告及2019年三季度未经审计的财务报表整理；2016年财务数据为2017年审计报告期初数，2017年财务数据为2018年审计报告期初数，2018年财务数据为审计报告期末数；2、所有者权益包含少数股东权益，净利润包含少数股东损益；3、带*指标已经年化处理。

正面

■ **突出的国有资本运营平台地位。**公司作为浙江省唯一的国有资本运营平台，在新一轮国企改革中地位突出，随着其不断发挥战略投资功能与资源配置功能，未来发展前景良好。

■ **贸易板块的产品销售收入增长态势良好，保持行业领先地位。**近年来，随着行情回暖和公司不断调整贸易品种结构，公司产品销售收入增长良好，下属子公司的钢材、煤炭、化工等贸易品种在全国处于领先地位，经营稳健。

■ **工程施工业务稳步推进，项目量充足。**近年来，公司工程施工业务稳步推进，新签合同保持增长态势，项目量充足，这为公司未来收入的稳定增长提供了保障。

■ **融资渠道畅通。**截至2019年9月末，公司共获得银行等金融机构授信2,371.06亿元，其中尚未使用额度为1,700.09亿元；另外，公司下属子公司物产中大系上市公司，融资渠道畅通且具有多元化。

关注

■ **大宗商品价格波动风险。**公司贸易业务品种覆盖化工类、煤炭和钢材等大宗商品，其价格易受国内外经济状况及供求变化影响，若上述产品价格大幅波动则可能使公司的财务状况和经营业绩受到负面影响。

■ **未来资本支出压力较大。**公司施工业务承揽的项目较多，对资金的需求较大，一定程度上加大公司资本支出压力；此外，公司多只基金处于投资阶段，未来尚需继续投入资金，未来投资压力较大。

■ **资产负债率较高，面临一定债务压力。**截至2019年9月末，公司资产负债率72.78%，有息债务合计632.80亿元，其中短期债务446.58亿元，规模较大，面临一定偿债压力。

■ **经营活动净现金流波动较大。**2016-2018年及2019年1~9月，公司经营活动净现金流分别为0.49亿元、-115.75亿元、49.05亿元和-67.07亿元，经营活动净现金流波动较大且近期呈现大幅净流出状态。

同行业比较

公司名称	2018年部分同类型企业主要指标对比表						
	总资产(亿元)	所有者权益(亿元)	资产负债率(%)	总债务(亿元)	营业收入(亿元)	净利润(亿元)	经营活动净现金流(亿元)
浙资运营	1,735.26	490.68	71.72	549.00	3,679.32	49.89	49.05
联投集团	1,878.50	589.00	68.64	983.73	179.61	12.42	75.54
山东国资	1,311.49	336.16	74.37	277.64	615.88	19.58	19.57

注：“联投集团”为“湖北省联合发展投资集团有限公司”简称；“山东国资”为“山东省国有资产投资控股有限公司”简称。2、联投集团和山东国资的总债务数据摘自对应的信用评级报告。

资料来源：中诚信国际整理

概 况

发债主体概况

浙江省国有资本运营有限公司（以下简称“浙资运营”或公司）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《关于加强省属国有企业改革中国有参股股权和剥离提留等资产管理的复函》（浙政办函【2006】84号）和《关于组建浙江省综合资产经营有限公司的通知》（浙国资发【2007】3号）出资 1,000 万元组建的国资公司，于 2007 年 2 月注册成立。2014 年，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，浙江省国资委同意将 17.90 亿元资本公积转增注册资本，公司注册资本变更为 18.00 亿元。2015 年，公司正式更名为浙江省国有资本运营有限公司。2017 年 3 月，公司再次将 82 亿元资本公积转增注册资本，使得公司注册资本提升至 100 亿元。截至 2019 年 9 月末，公司注册资本及实收资本均为 100 亿元，浙江省国资委持股 100%，系公司实际控制人。

公司经营范围为投资与投资管理以及咨询服务，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。公司合并范围内收入主要由下属子公司物产中大集团股份有限公司（以下简称“物产中大”）贸易板块的产品销售业务、子公司浙江省建设投资集团股份有限公司（以下简称“浙建集团”）的工程施工业务、房地产业务及其他业务等构成。截至 2019 年 9 月末，纳入公司合并范围的下属一级子公司共 10 家。

截至 2018 年末，公司总资产 1,735.26 亿元，所有者权益合计为 490.68 亿元，资产负债率为 71.72%；2018 年，公司实现营业总收入 3,679.32 亿元，净利润 49.89 亿元，经营活动净现金流为 49.05 亿元。

截至 2019 年 9 月末，公司总资产 2033.49 亿元，所有者权益合计 553.44 亿元，资产负债率 72.78%；2019 年 1~9 月，公司实现营业总收入 3,054.61 亿元，

净利润 43.82 亿元，经营活动净现金流为 -67.07 亿元。

本期债券概况

表 1：本期债券基本要素

基本条款	
债券名称	浙江省国有资本运营有限公司 2020 年公开发行短期公司债券（第一期）
发行规模	本期债券发行规模不超过 5 亿元（含 5 亿元）
债券品种和期限	本期债券的期限为 270 天
票面金额和发行价格	票面金额为 100 元，按面值平价发行
债券利率	本期债券为固定利率债券，债券票面利率将根据簿记建档结果确定，采取单利按年计息，不计复利
偿还方式	本期债券到期一次还本付息
募集资金用途	本期发行的募集资金将用于补充流动资金

资料来源：中诚信国际整理

宏观经济和政策环境

宏观经济：在全球经济放缓、外部贸易冲突一波三折及内生性紧缩机制持续等因素影响下，2019 年中国经济增速进一步回落，同比增长 6.1%，在稳增长政策加持下仍保持在预期目标之内。虽然 2019 年四季度经济运行中积极因素一度有所增多，但新型冠状病毒感染的肺炎疫情将对经济带来较大冲击，加大了 2020 年经济运行不确定性。

2019 年中国经济延续供需两弱格局。从需求角度看，房地产投资在建安投资支撑下保持韧性，稳增长发力基建投资有所回升，但制造业投资与民间投资等内生性投资疲弱拉低投资整体增速；在居民部门杠杆率较高背景下扩大内需效果受限，消费增长继续放缓；全球经济走弱、中美贸易冲突压力下出口增速同比回落。需求疲弱生产较为低迷，工业与服务业生产均同比放缓。

内部结构分化态势加剧。从需求结构来看，投资与消费对经济增长贡献率回落，“衰退型顺差”导致净出口对经济增长贡献率上升。从产业结构来看，第三产业增速回落较大，新动能相关产业增长放缓；生产端与消费端价格背离，内部需求不足 PPI 低位运行，猪价上涨带动 CPI 上行；此外，区域分

化加剧，部分省、市经济增速回落明显。

宏观风险：在国内外多重风险挑战持续的情况下，新型冠状病毒感染的肺炎疫情进一步加大了经济运行的风险，成为 2020 年中国经济面临的最大“黑天鹅”事件。在疫情冲击下，中国经济下行压力将进一步加大，第三产业面临的冲击尤为突出，企业尤其是中小企业面临较大的生存压力，而宏观经济下行与微观主体经营恶化或加剧就业难。与此同时，在信用风险仍处于高发态势的当下，疫情冲击所导致的经济下行有可能进一步加剧信用风险释放。此外，央地财税不平衡体制下地方政府收支压力持续存在，部分省份隐性债务风险较为突出，疫情冲击或进一步加大地方财政平衡压力。从外部环境来看，当今世界面临百年未有之大变局，外部地缘政治风险仍需高度警惕。

宏观政策：2019 年 12 月召开的中央政治局会议与中央经济工作会议明确 2020 年经济工作“稳”字当头，确保经济运行在合理区间。但随着疫情爆发人员流动受到较大限制，稳增长政策效果将受到较大程度抑制。不过，在疫情缓解之后政策稳增长力度或将有所加大，以促进生产恢复。具体来看，积极财政政策或将加快节奏，尤其是地方专项债的发行与投放工作将加快，以进一步发挥基建托底作用。此外，针对服务业受疫情冲击的具体情况，各地或有望出台对应的减税降费措施。货币政策或边际宽松，充分利用 LPR、降准、再贴现、再贷款等工具，加大对受疫情冲击的区域、行业、企业的支持力度，为恢复生产营造良好货币信用环境。

宏观展望：受疫情影响，人员流动受限、春节假期延长，交通运输、旅游、娱乐等服务业首当其冲。我们认为，疫情对中国宏观经济的冲击或将在一季度集中体现，一季度中国经济增速将有较大程度放缓。如果疫情在一季度被基本控制，稳增长政策发力和消费、生产计划的后置可能会给二季度经济反弹提供机会。在下半年，随着逆周期宏观调控政策的发力，经济增速或将回升，2020 年全年经济或前低后稳。由于疫情拖得越久，经济影响也就越大，同时考虑到世界卫生组织已经将此列为国际关

注的突发公共卫生事件，后续实际情况仍需视疫情的严重程度和持续时间而定。

中诚信国际认为，肺炎疫情或将打断中国经济的短时回稳进程，加大其短期下行压力，但稳增长政策作用的发挥和部分产业在疫情之下仍保持较快增长能在一定程度上缓冲经济下行。针对疫情，各级政府持续采取强有力的管控措施，疫情对中国经济的影响或偏于短期，中期影响或有限。由于目前尚处疫情发展阶段，其持续时间和严重程度对经济影响甚为重要，后续仍需密切关注疫情的变化。但总体上来看，疫情并不会打断中国既定的改革开放与经济转型进程，中国经济中长期增长韧性犹存。

行业分析

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。受 2008 年国际金融危机的影响，进出口需求萎靡导致对外贸易受到严重冲击，外贸行业陷入一段时期的低潮，但是进入 2010 年，随着世界经济的进一步复苏，我国经济企稳回升，对外贸易实现了恢复性增长。2011 年，在全球经济复苏乏力的背景下，我国对外贸易进出口稳中有升，进出口额创历史新高。2012 年欧洲主权债务危机继续深化、国际市场需求下滑，我国 GDP 同比增长 7.8%，是进入 1999 年以来增速的最低值；当年，我国进出口总额 3.87 万亿美元，同比增长 6.2%。2013 年，我国对外贸易景气度适度回升，当年进出口总额 4.16 万亿美元，扣除汇率因素后同比增长 7.6%，增速较上年同期上升了 1.4 个百分点，其中，出口 2.21 万亿美元，增长 7.9%；进口 1.95 万亿美元，增长 7.3%，进口增速显著提升。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

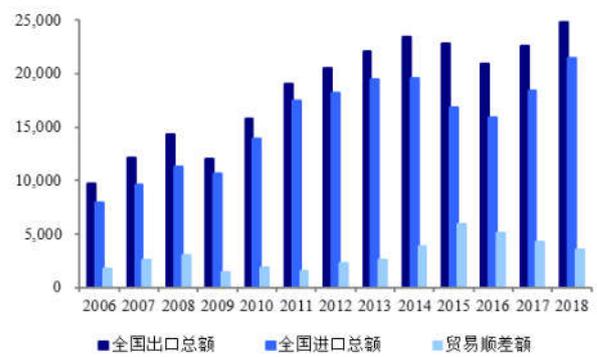
比增长 6.1%，进口总额 1.96 万亿美元，同比增长 0.4%。2015 年，全球经济总体复苏乏力，国内经济下行压力较大，对外贸易发展进入新常态，2015 年我国进出口总额 3.96 万亿美元，同比下降 8.0%。其中，出口 2.28 万亿美元，同比下降 2.8%；进口 1.68 万亿美元，同比下降 14.1%。2016 年，受大宗商品价格低迷，发达经济体增速放缓等因素影响，世界经济复苏缓慢，国内经济下行压力仍较大，2016 年我国进出口总额 3.7 万亿美元，同比下降 6.8%。其中，出口 2.1 万亿美元，同比下降 7.7%；进口 1.6 万亿美元，同比下降 5.5%。2017 年，全球经济温和复苏，国内经济回稳向好，我国进出口总额 4.10 万亿美元，同比增长 11.37%，扭转了连续两年下降的局面。其中，出口 2.26 万亿美元，进口 1.84 万亿美元。2018 年，我国进出口总额 4.62 万亿美元，同比增长 12.6%，其中出口 2.48 万亿美元，同比增长 9.9%。

对外贸易结构上，近年来我国进、出口增长并不均衡，出口平均增速高于进口。2012 年，相对于出口增速，进口增速的回落更为明显，我国实现贸易顺差 0.23 万亿美元，同比大幅增长 48.1%。其中，进口增速回落的主要原因是价格因素，2012 年商品进口量同比有所增加，而同期进口价格总体下跌了 0.7%。另外，受国内经济下行压力增大的影响，国内需求进一步走低；发达国家在高新技术领域对华出口限制也是造成我国进口下滑的重要原因。2013 年，我国实现贸易顺差 0.26 万亿美元，同比增长 12.55%；2013 年随着国内外经济形势的低位回转，我国对外贸易形势逐步趋稳，增速同比回落；从性质上看，产业链长、增值率较高的一般贸易占我国进出口总值比重有所上升，附加值低的加工贸易占比有所下降；且民营企业贸易比重有所上升，对外资企业的依赖减小，整体来看贸易结构趋于合理。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，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 年我国进出口总额有所下降，贸易质量得到提升，贸易结构更趋合理。2016 年，我国实现贸易顺差 0.51 万亿美元，同比下降 13.9%。2017 年，我国实现贸易顺差 0.42 万亿美元，继续收窄。2018 年，我国实现贸易顺差 0.35 万亿美元，同比收窄 16.2%。

图 1：2006~2018 年我国进出口总额和贸易顺差情况

单位：亿美元



资料来源：商务部

在国内经济稳中向好、外贸发展内生动力增强等因素推动下，中国外贸总体形势向好，但不确定不稳定因素有所增多。从国内看，中国经济发展不平衡不充分问题仍然突出；从国际看，世界经济政治形势更加错综复杂，“逆全球化”和贸易保护主义势力抬头，主要经济体宏观经济政策调整溢出效应凸显，地缘政治风险此起彼伏，世界经济复苏基础并不稳固。近来，中美贸易摩擦加剧，贸易战后续发展存在很大不确定性，有可能制约我国经济增长和去杠杆进程。

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抑制。同时发达经济体引导产业回归，并更加重视扩大出口，东盟等新兴市场和发展中国家利用低成本优势加快发展外向型产业，致使我国订单向外转移的趋势明显，中国在国际市场竞争中压力加大。

但另一方面，近期国内经济结构调整持续推

进，内生增长动力有效增强；政府也通过推进丝绸之路经济带和 21 世纪海上丝绸之路合作建设、扩大自贸试验区布局、实行以备案制为主的对外投资管理方式、完善出口退税负担机制、完善扩大进口的财税金融政策、鼓励先进技术设备和关键零部件进口、提高贸易便利化水平等系列措施，推进我国外贸转型升级，构建开放型经济新体制。上述因素均对我国未来外贸增长和质量优化形成了正面的支撑力量，也对外贸企业的发展提供了良好的空间。

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态势，刺激国内贸易景气度不断上升。2011 年国内生产总值达到 471,564 亿元，同比增长 9.2%；同期，社会消费品零售总额为 181,226 亿元，同比增长 17.1%（扣除价格因素，实际增长 11.6%）。2012 年国内生产总值 519,322 亿元，同比增长 7.8%；全年社会消费品零售总额 207,167 亿元，同比增长 14.3%（扣除价格因素，实际增长 12.1%）。2013 年国内生产总值 568,845 亿元，同比增长 7.7%；社会消费品零售总额 237,810 亿元，同比增长 13.10%（扣除价格因素，实际增长 11.5%），增速均出现同比下滑。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，同比名义增长 12.0%（扣除价格因素，实际增长 10.9%）。2015 年国内生产总值 676,708 亿元，同比增长 6.90%；社会消费品零售总额 300,931 亿元，同比名义增长 10.70%（扣除价格因素，实际增长 10.60%）。2016 年国内生产总值 744,127 亿元，按不变价格计算，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 827,121.7 亿元，按可比价格计算，同比增长 6.9%；社会消费品零售总额 366,261 亿元，同比增长 10.2%。2018 年，我国国内生产总值 900,309.5 亿元，同比增长 6.6%；社会消费品零售总额 380,987 亿元，同比增长 9.0%。

图 2：2006~2018 年我国 GDP 和社会消费品零售额规模及其增速



内贸政策方面，商务部的《国内贸易发展规划（2011-2015）》中指出着力加强流通基础设施建设，重点加强农村和农产品流通基础设施建设；加强现代流通体系建设，完善分销体系，推动内贸领域改革与创新，全面提高国内贸易的服务水平。此内贸规划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。2016 年 11 月，《国内贸易流通“十三五”发展规划》发布，针对“十三五”期间我国内贸流通发展，提出健全管理体制机制、加大财政金融支持、调整优化税费政策、优化土地要素支撑、推进人才队伍建设、完善统计监测体系等措施，以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，到 2020 年基本形成现代化、法治化、国际化的大流通、大市场体系。2016 年 11 月，我国商务部等 13 部门印发了《关于开展加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动的意见》（商秩发〔2016〕427 号），部署开展为期两年的加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动（以下简称“专项行动”）。为推进专项行动实施，2017 年 6 月，我国商务部印发了《2017 年加快内贸流通创新推动供给侧结构性改革扩大消费专项行动实施方案》（商办秩函〔2017〕184 号，以下简称“方案”），方案提出

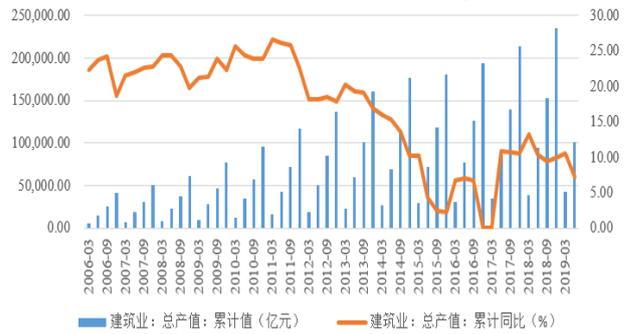
以“优商品、通商路、减商负、立商信”为着力点，促进消费需求扩大和消费升级。其中，在畅通流通网络方面，提出融通线上线下渠道，支持和引导融合型、共享型、智慧型和链条式创新，支持流通与相关产业跨界融合等措施；在降低流通成本方面，主要提出降低三大成本，降低制度性成本，继续推进降费减税，降低技术性成本，推动农产品冷链物流标准化，降低组织性成本，鼓励流通企业扩大连锁经营规模，全面启动“农商互联”。方案有望从政策上促进消费需求扩大，推动消费升级，形成长效机制，更好地服务经济结构调整转型。

总体上，近年来，我国劳动力、资金、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。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内需的释放；同时十九大报告提出乡村振兴战略及以城市群为主体构建大中小城市和小城镇协调发展的战略，有利于形成村镇化和城镇化均衡发展，也为我国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。

建筑行业

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%。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。2017~2018 年，全国建筑业总产值分别达 213,953.96 亿元和 235,086.00 亿元，同比增长分别为 10.50%和 9.90%。2019 年上半年，全国建筑业总产值 101,616.00 亿元，同比增长 7.2%。

图 3：2006~2019.H1 全国建筑业总产值及增速



资料来源：国家统计局

虽然近年来全社会固定资产投资继续保持较快的增长态势，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。从固定资产投资的细分行业来看，基建、制造业和房地产三大行业固定资产投资在城镇固定资产投资中的占比基本保持在 78%左右，但过去 10 年间三大行业投资增速整体处于下行趋势，除基建外其他两个行业的固定资产投资增速都出现了大幅下降。从三大投资表现看，房地产业受热点城市严厉调控影响投资增速降幅最显著，2017 年增长 3.6%，较上年下降 3.2 个百分点；制造业全年增长 4.8%，较上年提升 0.6 个百分点；基建投资仍是拉动整体投资增长的主力，2017 年增长 14.9%，较上年下降 0.8 个百分点。受年初至今房地产景气带动，房建投资增速相对平稳，2018 年全国房地产开发投资 12.03 万亿元，比上年增长 9.50%，维持相对高位；基建投资受宏观降杠杆、PPP (Public-Private Partnership) 清库以及地方政府债务约束等影响，增速持续下行，2018 年全年增速仅为 3.80%；制造业投资整体虽仍较低迷，但从 2018 年 3 月起已经明显触底回升，2018 年全年制造业投资增长 9.50%，同比提升 4.70 个百分点。2019 年上半年，全国固定资产投资完成额 29.91 万亿元，同比增长 5.8%。其中基建投资 7.94 万亿元，同比增长 3.11%；房地产开发投资 6.16 万亿元，同比增长 10.92%；工业投资 10.03 万亿元，同比增长 3.79%。2018 年以来，地产投资持续保持超市场预期的韧性，一方面与地产行业加速集中有关，另一方面归因于行业资金来源趋紧；基建投资自 2018 年下半年政策转向以来，基本面弱

势改善。

2018 年上半年我国基础设施投资增速明显低于预期，自 7 月开始央行释放定向 MLF 鼓励银行投放信贷、投资中低等级产业债、资管新规细则落地对过渡期内的存量产品以及非标融资边际放松；国务院会议及政治局会议提出系列经济政策，确立了“保基建促投资”的发展基调，对我国建筑业的发展起到良好的支撑作用。中诚信国际认为，近年全社会固定资产投资虽然继续保持较快的增长态势，但增速逐年回落，对建筑行业形成一定压力，而随着基数的不断增加，全社会固定资产投资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，受益于新型城镇化进程的提速，京津冀协同发展、雄安新区建设、长江三角洲区域一体化发展及粤港澳大湾区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。

建筑行业业绩方面，2017 年建筑行业上市公司整体业绩持续向好，合计完成营业收入 4.35 万亿元，历史上首次超过 4 万亿元，同比增长 11.95%；归母净利润实现 1,397 亿元，同比增长 23.65%，增速创近年新高，连续五年保持两位数以上增长。2018 年，建筑行业的营收和归母净利润分别为 4.86 万亿元和 1,493.55 亿元，分别同比增长 11.45%和 6.99%，营业收入和净利润增速均有所下滑。

此外，2017 年 4 月 26 日，住房和城乡建设部发布《建筑业发展“十三五”规划》，提出“十三五”期间全国建筑业总产值年均增长 7%，到 2020 年全国装配式建筑面积占新建建筑面积比例达到 15%。同时提出今后五年建筑业发展的主要目标：以完成全社会固定资产投资建设任务为基础，建筑业增加值年均增长 5.5%，全国建筑企业对外工程承包营业额年均增长 6%，进一步巩固建筑业在国民经济中的支柱地位；促进大型企业做优做强，形成一批以开发建设一体化、全过程工程咨询服务、工程总承包为业务主体、技术管理领先的龙头企业；巩固保持超高层房屋建筑、高速铁路、高速公路、大体量

坝体、超长距离海上大桥、核电站等领域的国际技术领先地位；城镇新建民用建筑全部达到节能标准要求，能效水平比 2015 年提升 20%，且 2020 年城镇绿色建筑占新建建筑比重达到 50%，绿色建材应用比例达到 40%；同时加快修订建筑法等法律法规，进一步完善建筑市场法律法规体系。

中诚信国际认为，基础设施行业作为政府刺激经济增长的重要手段仍将发挥作用，且随着国内总体投资增速放缓及“一带一路”政策的有效推进，拓展国外市场将成为建筑企业发展的必然趋势。此外，装配式建筑作为行业迈向工业化的一大转折，是建筑业可持续发展的根本途径，发展绿色建筑、实现产业升级、加快信息化将逐步成为建筑业今后发展中的主要方向。但同时，伴随城镇化率的提升，我国建筑企业“马太效应”逐步明显，大型企业通过兼并、重组、扩张等方式占据行业垄断地位，小型企业将更多地依赖技术、专业等方面优势在细分市场寻求发展空间，在市场布局、产品结构、企业管理和技术升级等方面的转型将有助于培养企业未来核心竞争力。

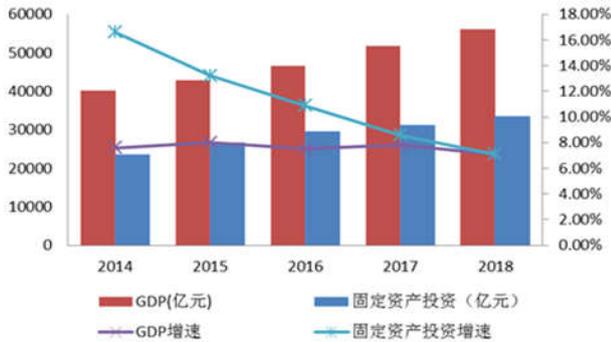
区域环境

浙江省经济概况

浙江省地处我国东南沿海长三角经济带，是经济比较发达的沿海对外开放省份，经济发展的内在动力和活力较强，经济增长质量较好。

根据初步核算，2016~2018 年浙江省全年地区生产总值（GDP）分别为 47,251 亿元、51,768 亿元和 56,197 亿元，同比增长分别为 7.6%、7.8%和 7.1%。其中，2018 年第一产业增加值 1,967 亿元，第二产业增加值 23,506 亿元，第三产业增加值 30,724 亿元，分别增长 1.9%、6.7%和 7.8%，第三产业对 GDP 增长的贡献率为 56.2%。三次产业增加值结构由上年的 3.7:43.0:53.3 调整为 3.5:41.8:54.7。2018 年末全省常住人口 5,737 万人，比上年末增加 80 万人。人均 GDP 为 98,643 元，同比增长 5.7%。

图 4：2014~2018 年浙江省 GDP 及固定资产投资规模及其增长情况



资料来源：公开资料

2018 年浙江省固定资产投资 33,336 亿元，比上年增长 7.1%。非国有投资增长 15.9%，占 68.0%；民间投资增长 17.8%，占 63.1%。基础设施、服务业、高新技术产业、装备制造业投资分别增长 7.7%、10.1%、22.6%、9.6%。全年房地产开发投资比上年增长 20.9%，其中住宅投资增长 26.8%。商品房销售面积 9,755 万平方米，增长 1.6%；商品房销售额 14,090 亿元，增长 14.2%。

供给侧结构性改革深入推进。2018 年全年处置“僵尸企业”393 家。规模以上工业企业产能利用率为 81.9%。规模以上工业中，高耗能行业增加值占 33.3%，比上年下降 0.7 个百分点。2018 年末商品房待售面积比上年末下降 24.4%，其中，商品住宅待售面积下降 38.2%。2018 年末规模以上工业企业资产负债率为 55.5%，规模以上服务业企业资产负债率为 52.6%。

2018 年浙江省规模以上工业企业利润总额 4,452 亿元，增长 5.3%，其中，高新技术、战略性新兴产业利润总额分别增长 5.6%、5.4%，17 个传统制造业利润增长 7.2%。主营业务收入利润率为 6.48%。规模以上服务业企业营业利润 2,142 亿元，增长 7.1%。全年全员劳动生产率为 14.7 万元/人，按可比价计算比上年提高 6.0%；规模以上工业劳动生产率 22.5 万元/人，提高 8.3%。

经济新动能加快成长。2018 年全年以新产业、新业态、新模式为主要特征的“三新”经济增加值占 GDP 的 24.9%。数字经济核心产业增加值 5,548 亿元，按现价计算比上年增长 13.1%。在规模以上工

业中，数字经济核心产业、文化、节能环保、健康产品、高端装备、时尚制造业增加值分别增长 11.8%、4.4%、7.2%、8.0%、9.2%和 9.7%；高技术、高新技术、装备制造、战略性新兴产业增加值分别增长 13.7%、9.4%、10.0%、11.5%，占比分别为 12.8%、51.3%、40.7%和 29.6%。在战略性新兴产业中，新一代信息技术和物联网、海洋新兴产业、生物产业增加值分别增长 19.9%、10.1%和 11.8%。规模以上工业新产品产值率为 36.4%，比上年提高 1.9 个百分点。碳纤维增强复合材料、光纤、太阳能电池、城市轨道交通、新能源汽车、智能手机、智能电视、工业机器人等产量快速增长。规模以上服务业企业营业收入 15,045 亿元，比上年增长 14.2%，其中，战略性新兴服务业营业收入 6,631 亿元，增长 22.0%。网络零售额 16,719 亿元，增长 25.4%；省内居民网络消费 8,471 亿元，增长 25.0%。

2018 年浙江省财政总收入 11,706 亿元，比上年增长 13.6%；一般公共预算收入 6,598 亿元，增长 11.1%，其中，税收收入 5,587 亿元，增长 11.6%，占一般公共预算收入的 84.7%。一般公共预算支出 8,628 亿元，增长 14.6%，民生支出占财政支出的 73.4%。

总体来看，浙江省经济实力很强，在全国各省中排名靠前，整个区域经济增长态势良好，经济产业结构不断优化，经济新动能对经济增长的贡献不断提高，经济增长质量不断改善，良好的经济增长使得浙江省财政不断增长。

竞争优势

突出的国有资本运营平台地位

公司所在地浙江省经济实力较强，是经济发达的沿海对外开放省份，区位优势显著，对公司发展提供了良好机遇。公司作为浙江省唯一的国有资本运营平台，在新一轮国企改革中地位突出，随着其不断发挥战略投资功能与资源配置功能，未来发展前景良好。

贸易业务在行业中的竞争力较强

公司下属子公司物产中大是浙江省最大的省属贸易企业之一，连续六年进入世界五百强企业榜单，2018年排名第270位。公司钢材、煤炭及化工等主要产品贸易业务在全国具备一定规模优势和市场竞争能力，经营规模、经济效益、综合实力等主要指标名列全国同行前茅。同时，公司围绕贸易主业开展物流以及金融服务等业务，为公司流通产业的深度发展提供支持。物产中大贸易业务在行业具有较强的竞争力，为公司的业务规模和抗风险能力提供了保障。

工程施工业务稳步推进，项目量充足

公司工程施工业务运营主体浙建集团是浙江省内建筑行业龙头企业，施工经验丰富，具有一定品牌知名度，公司多项工程获省部级以上优质工程、国家级优质工程奖。公司工程施工业务稳步推进，近三年来新开工面积、施工面积和新签合同金额不断增长，公司施工能力不断提高、施工规模稳定上升。截至2019年6月末，在手未完工的合同金额为1,357亿元，项目量充足，这为公司未来收入提供了充分的保障。

业务运营

公司经营业务以商贸流通板块与建筑板块为核心，同时还覆盖了房地产、金融和物流配送等行业，形成了多元化业务布局，各业务板块发展势头良好。其中，公司商贸流通板块主要通过控股子公司物产中大实现，包括金属材料、化工、整车、煤

炭、矿产品等业务，是公司营业收入的主要来源；建筑板块业务主要通过控股子公司浙建集团实现，其中工程施工业务是重点业务方向，也是整个建筑板块的核心业务。

2016~2018年及2019年1~9月，公司实现营业收入分别为2,639.93亿元、3,339.56亿元、3,679.32亿元和3,054.61亿元，其中，主营业务收入分别为2,618.68亿元、3,375.65亿元、3,649.72亿元和3,017.95亿元，近三年持续稳定上升。其中，同期产品销售板块业务收入占主营业务收入的比重分别为75.63%、82.25%、80.55%和82.71%，是公司最重要的核心业务和收入来源，该业务板块主要来源于物产中大，主要产品有钢材、汽车、煤炭、化工等几大品种，此外还有部分炉料、油品、纺织服装、机电等其他贸易品种；同期，工程施工板块业务收入占主营业务收入的比重分别为19.36%、14.88%、16.31%和16.39%，是公司第二大业务板块，该板块主要为子公司浙建集团经营的房建工程施工、交通市政施工等；同期房产销售板块收入占主营业务收入的比重分别为1.50%、0.40%、0.10%和0.03%，在主营业务收入中占比较小，近三年呈下降趋势主要是公司出于聚焦主业发展的考虑，近年逐步收缩房地产业务所致。同期，其他业务板块收入占主营业务收入的比重分别为3.50%、2.47%、3.04%和0.88%，在主营业务收入中占比较小。其他业务板块构成较分散，包括金融、物流、劳务、设计、租赁等业务，并非浙资运营核心业务，业务收入及业务占比均呈波动趋势。

表 2：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月公司主营业务收入构成

单位：亿元

项目	2016		2017 ¹		2018		2019年1-9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
产品销售	1,980.59	75.63%	2,776.53	82.25%	2,939.74	80.55%	2,496.03	82.71%
工程施工	506.97	19.36%	502.24	14.88%	595.13	16.31%	494.64	16.39%
房产销售	39.40	1.50%	13.62	0.40%	3.82	0.10%	0.84	0.03%
其他	91.73	3.50%	83.26	2.47%	111.03	3.04%	26.44	0.88%
主营业务收入	2,618.68	100.00%	3,375.65	100.00%	3,649.72	100.00%	3,017.95	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

¹ 因2017年收入明细的2018期初数难以获取，故此处2017年收入采用年末数

产品销售板块

公司的产品销售板块主要包括子公司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，公司钢材、汽车、煤炭销售实物量居于全国前列，行业地位优势突出。其中，钢材和汽车销售作为公司传统优势业务，近年来所占比重稳定，成为公司产品销售板块长期稳定的收入来源，汽车业务主要为通过向上游汽车厂商采购汽车产品然后依托强大的销售网络向下游客户再次销售，通过购销差价盈利；煤炭、化工等产品销售作为公司的重要收入来源，虽然所占比重相对较低，但增长速度较快，成为公司新的利润增长点。

产品销售板块主要经营主体物产中大是浙江省最大的省属贸易企业，基于其多年的贸易业务基础，钢材、煤炭、化工等产品贸易量居于全国前列，拥有稳定的供应商和客户关系。物产中大于 2015 年完成了对其原股东浙江省物产集团有限公司的吸收合并，经营规模及实力进一步增强。物产中大是国家 120 家大型企业试点企业集团和 20 家重点培育发展的大型流通企业以及浙江省政府确定的 26 家重点流通企业之一，其经营规模、经济效益、综合实力等主要经济指标一直名列全国同行前茅，连续多年成功入围世界 500 强、中国企业 500 强前百位及浙江省百强企业第一位。

表 3: 公司产品销售板块收入结构情况

单位：亿元

项目	2016		2017		2018		2019年1-9月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
钢材	546.24	27.58%	933.11	33.61%	1050.61	35.74%	1,063.44	45.08%
汽车（含售后服务）	298.67	15.08%	325.90	11.74%	322.55	10.97%	281.39	11.93%
煤炭	224.04	11.31%	329.41	11.86%	359.42	12.23%	305.45	12.95%
化工（含民爆）	298.68	15.08%	454.08	16.35%	439.58	14.95%	459.39	19.47%
其他贸易品种	612.96	30.95%	734.03	26.44%	767.58	26.11%	249.33	10.57%
合计	1,980.59	100.00%	2,776.53	100.00%	2,939.74	100.00%	2,359.00	100.00%

注：销售金额系不含税金额

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

钢材板块

钢材板块业务主要依托物产中大下属浙江物产金属集团有限公司经营实现。

目前，钢材贸易是公司最主要的贸易产品，2016~2018年及2019年1~9月，公司钢材的销售收入分别为546.24亿元、933.11亿元、1,050.61亿元和1,063.44亿元，钢材销量分别达2,264.96万吨、2,755.41万吨、2,789.43万吨和2,636.92万吨，2017年公司销售额和销售量提升较大，主要系大宗商品市场回暖，钢材均价和销量提升。公司钢材大部分系内销，少量出口。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、型钢等各种类型钢材的几乎所有品类。

表 4: 钢材经营业务主要数据

	2016	2017	2018	2019.1-9
销售金额（亿元）	546.24	933.11	1,050.61	1,063.44
销售实物量（万吨）	2,264.96	2,755.41	2,789.43	2,636.92
进口量（万吨）	1.92	2.19	1.9	14.13
出口量（万吨）	139.13	286.42	285.81	26.55
销售均价（元/吨）	2,710.26	3,961.59	4,364.26	4,469.39

注：1、销售金额系不含税金额；2、2017年的数据包含转口。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务模式方面，公司通过连锁分销、配供配送、供应链服务和电子商务等模式，与供应链上下游各环节紧密契合，最终将钢材产品输送给机械、汽车制造商和基建工程等下游客户。连锁分销，即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。物产中大先后在省内外建立钢材连锁网点，加大对终端客户的销售量。省内的网点主要包括绍兴、宁波、台州、金华等地，省外的网点覆盖广东、天津、陕西、上海、辽宁、湖北、湖南、四川、江苏等省份。在连锁分销网点中，自营终端的占比约为65%，代理终端占比约为35%。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。集成式供应链服务，以集团的贸易主业为基础，以供应链客户的需求为导向，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，同时还提供物流、金融、信息、商务、技术等集成服务。电子商务平台方面，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，该销售平台面向集团所有钢铁业务和部分钢厂现货资源开展网上洽谈、网上交易、网上结算、网上开单、网下配送等功能于一体的电子商务服务。

销售客户方面，以2018年为例，公司钢材贸易前五大客户销售额合计占该业务销售总额的比重为6.27%；2019年1-9月，公司钢材贸易前五大客户销售额合计占该业务销售总额的比重为4.02%，客户集中度较低。

表 5：2018 年钢材板块前五大客户情况表

单位：亿元

序号	公司名称	销售金额	销售占比	是否关联方
1	江阴瑞和金属制品有限公司	30.25	2.48%	否
2	唐山连创制钢科技有限公司	16.14	1.33%	否
3	嘉吉投资（中国）有限公司	10.27	0.84%	否
4	江苏超强工程材料有限公司	9.98	0.82%	否
5	中国建筑第四工程局有限公司	9.66	0.79%	否
合计		76.30	6.27%	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 6：2019 年 1-9 月，公司钢材板块前五大客户情况表

单位：亿元

序号	公司名称	销售金额	销售占比	是否关联方
1	唐山连创制钢科技有限公司	12.65	1.19%	否
2	上海找钢网信息科技股份有限公司	10.40	0.98%	否
3	上海钢银电子商务股份有限公司	7.10	0.67%	否
4	中国建筑第四工程局有限公司	6.84	0.64%	否
5	中铁物贸集团上海有限公司	5.77	0.54%	否
合计		42.77	4.02%	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

采购方面，公司与中国中钢集团公司、江西萍钢实业股份有限公司、鞍钢集团公司、新华联合冶金控股集团有限公司、酒泉钢铁（集团）有限责任公司等全国近二十家大型钢铁集团建立了合作关系，经过多年发展，已成为全国合作钢厂最多、销售量最大的市场化的钢材流通企业之一。在控制价格风险方面，公司凭借其与其钢厂长期稳定的合作关系，除每年与钢厂签订一次框架协议外，钢厂还通过延长给公司的报价时间，以及降价补偿等优惠措施，尽量弥补公司在钢材跌价上的损失。

以2018年为例，公司钢材贸易对前五大供应商采购额合计占该业务采购总额的比重为8.31%，集中度较低；2019年1-9月，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的比重为6.66%。

因贸易品种和时点差异，公司钢材贸易业务供应商和客户存在重合的情况。

表 7：2018 年钢材板块前五大上游供应商情况表

单位：亿元

序号	公司名称	采购金额	采购金额占比	是否关联方
1	日照宝华新材料有限公司	25.15	2.09%	否
2	中车物流有限公司	25.13	2.09%	否
3	鞍钢股份有限公司	18.16	1.51%	否
4	河北津西钢铁集团股份有限公司	16.77	1.39%	否
5	唐山瑞丰钢铁（集团）有限公司	14.68	1.22%	否
合计		99.87	8.31%	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 8：2019 年 1-9 月钢材板块前五大上游供应商情况表

单位：亿元

序号	公司名称	采购金额	采购金额占比	是否关联方
1	鞍钢股份有限公司	21.52	2.05%	否
2	日照宝华新材料有限公司	15.03	1.43%	否
3	唐山瑞丰钢铁（集团）有限公司	11.53	1.10%	否
4	上海宝钢钢材贸易有限公司	11.45	1.09%	否
5	赤峰远联钢铁有限责任公司	10.34	0.99%	否
合计		69.87	6.66%	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，公司对大部分客户均采取款到发货的结算方式，以最大限度地减少下游风险的向上传导；目前，公司的信用销售主要是对风险相对较小的大型建设工程项目的配供配送。同时公司对赊销客户原则上要求采取投保中信保、太平洋保险等措施，以严格控制应收款的回收风险。目前公司在选择下游企业的过程中也逐渐向信用度好的大型直接用钢企业集中，减少向二级代理商供货，以降低下游企业的违约行为带来的风险。公司对下游客户的收款方式主要包括现款、银行承兑汇票、国内信用证和国际信用证，其中以现款为主、银行承兑汇票为辅，使用现款结算，有利于企业资金及时回笼。对于资金不充裕的客户，公司会提供一定的金融服

务，比如分期付款或延长付款账期，一般是两个月，收取一定的服务费用。对上游，钢材的采购通常是先行支付预付款项，公司对供应商的付款方式主要包括现款、银行承兑汇票、国内信用证和国际信用证，付款结算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。公司平均货款回笼周期约为 60 天。

汽车板块

公司主要从事汽车业务的子公司是物产中大下属浙江物产元通汽车集团有限公司（以下简称“物产元通”），该公司主营业务有机电设备、汽车、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。物产元通是浙江省最大的汽车经销商，拥有很多汽车品牌特许代理资格，截至 2019 年 9 月末，公司旗下经销的汽车品牌已经涵盖了国内外 8 个大系的 45 个品牌，覆盖包括一汽大众、上海大众、奥迪、上海通用、一汽丰田等在内的绝大部分主流品牌。同时，公司已建立起完善的汽车供销网络，旗下 4S 店广泛分布于浙江省内，在苏州、厦门、漳州、成都、重庆、西安、西宁等也拥有销售门店，截至 2019 年 9 月末，公司共有网点数 173 个，其中 4S 店 136 家，位于浙江省和杭州市的 4S 店分别为 122 家和 58 家。

公司汽车销售以狭义乘用车（轿车、MPV 和 SUV）为主，占比约 90%，其中轿车在 70% 左右。在发展汽车销售业务的基础上，公司更大力拓展二手车交易、汽车快修和汽车用品连锁经营等汽车售后服务业务，同时搭建云服务平台提供 O2O 新车销售、售后服务、二手车、金融理财、车圈、积分商城服务，线上线下互动同步带动汽车业务的整体提升。2016-2018 年和 2019 年 1-9 月，公司汽车业务主营业务收入分别为 298.67 亿元、325.90 亿元、322.55 亿元和 281.39 亿元，2016-2018 年和 2019 年 1-6 月销售量分别为 182,403 辆、185,012 辆、183,900 辆和 96,090 辆，其中，同期汽车售后服务收入分别为 41.52 亿元、29.66 亿元、49.71 亿元和 28.13 亿元。

表 9：公司汽车板块经营规模主要数据

单位：亿元、辆、万元/辆

年度	2016	2017	2018	2019.1-6
销售实物量	182,403	185,102	183,900	96,090
销售均价	16.74	17.25	17.43	17.49
汽车售后服务收入	41.52	29.66	49.71	28.13

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

汽车销售方面，具体来看，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。汽车售后业务方面，公司已建立了包括售后服务维修、汽车金融、汽车用品、二手车交易、汽车云服务等多项子业务，公司 4S 店的售后服务体系主要包括零配件供应及信息反馈两项服务；汽车金融服务包括按揭贷款、汽车租赁、融资租赁等。汽车销售方面，2018 年，公司汽车板块前五大品牌销售额合计占该业务销售总额的比重为 46.02%。

表 10：2018 年公司汽车销售前五大品牌情况

单位：亿元、%

序号	品牌	销售金额	销售金额占比	是否关联方
1	奥迪	36.76	11.49	否
2	上海大众	32.92	10.29	否
3	上海通用	31.83	9.95	否
4	宝马	23.88	7.46	否
5	北京现代	21.84	6.83	否
合计		147.23	46.02	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

采购方面，公司已与国内众多汽车供应商建立了良好的合作关系，销售品牌包括上海通用、上海大众、奥迪、奔驰、一汽大众、北京现代、进口大众、长安福特、东风日产、进口 JEEP、雷克萨斯等。以 2018 年为例，公司汽车板块对前五大供应商采购额合计占该业务采购总额的比重为 51.50%，集中度较高主要跟汽车行业竞争格局有关。2019 年 1~9 月，公司汽车板块对前五大供应商采购额合计占该业务采购总额的比重为 45.52%。

表 11：2018 年公司汽车采购前五大供应商情况

单位：亿元、%

序号	公司名称	采购金额	采购占比	是否关联方
1	一汽-大众销售有限责任公司	59.2	17.98	否
2	上海上汽大众汽车销售有限公司	33.82	10.27	否
3	上汽通用汽车销售有限公司	32.54	9.88	否
4	东风日产汽车销售有限公司	22.25	6.76	否
5	丰田汽车（中国）投资有限公司	21.77	6.61	否
合计		169.58	51.50	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 12：2019 年 1~9 月公司汽车采购前五大供应商情况

单位：亿元、%

序号	公司名称	采购金额	采购占比	是否关联方
1	一汽-大众销售有限责任公司	45.20	16.91	否
2	华晨宝马汽车有限公司	22.78	8.52	否
3	上海上汽大众汽车销售有限公司	20.45	7.65	否
4	东风日产汽车销售有限公司	17.91	6.70	否
5	上汽通用汽车销售有限公司	15.30	5.73	否
合计		121.64	45.52	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

煤炭板块

煤炭业务板块主要来自物产中大下属浙江物产环保能源股份有限公司（以下简称“物产环能”），物产环能系全国最大的煤炭贸易企业之一。物产环能在煤炭贸易业务方面不断推动改造营销方式和网络渠道，以集购分销模式、供应链服务模式、煤炭加工模式和代理模式为主，依托物流、信息和金融方面的平台支撑反哺贸易，加快传统贸易模式向“进销对接、以销定进、锁定风险”的深度、集约、特色化的供应链集成服务运行模式转变。

公司煤炭业务的主要贸易品种可分为电厂和水泥厂使用的动力煤、钢厂使用的焦煤与化工煤三类，其中以动力煤销售量最大，占煤炭总贸易量的 85% 以上。2016-2018 年和 2019 年 1-9 月，公司煤炭贸易主营业务收入分别为 224.04 亿元、329.41 亿

元、359.42 亿元和 305.45 亿元，同期煤炭销售量分别为 5,078.08 万吨、5,900.73 万吨、6,226.11 万吨和 4,375.83 万吨。近年来，煤炭行业行情波动较大，价格呈现先升后跌的格局，导致煤炭业务的销售额和销售量不同步。

公司下属子公司物产环能与国内大多数大中型煤矿企业均建立了良好的业务关系，公司每年会与主要煤矿公司签订年度框架协议，获取优惠采购价格，同时保证了煤炭来源的稳定性；经营过程中，公司通过以销定采的方式，赚取购销差价。以 2018 年为例，公司主要的前五大煤炭供应商的煤炭供应量合计占到公司煤炭总采购量的 21.73%；2019 年 1-9 月，公司前五大煤炭供应商的煤炭供应量合计占到公司煤炭总采购量的 22.20%。

表 13：2018 年公司前五大煤炭供应商情况

单位：亿元、%

序号	供应商名称	采购金额	占比	是否关联方
1	神华销售集团华东能源有限公司	22.34	5.40	否
2	宁波浙缘煤炭销售有限公司	22.31	5.40	否
3	天津市广路通煤炭销售有限公司	20.80	5.03	否
4	中煤集团山西华昱能源有限公司	14.81	3.58	否
5	大同煤业股份有限公司	9.61	2.32	否
合计		89.87	21.73	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 14：2019 年 1-9 月公司前五大煤炭供应商情况

单位：亿元、%

序号	供应商名称	采购金额	占比	是否关联方
1	宁波浙缘煤炭销售有限公司	19.47	6.46	否
2	天津市广路通煤炭销售有限公司	13.67	4.53	否
3	神华销售集团华东能源有限公司	13.67	4.53	否
4	中煤集团山西华昱能源有限公司	11.12	3.69	否
5	上海中煤华东有限公司	9.00	2.99	否
合计		66.93	22.20	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

销售方面，公司作为全国最大的煤炭贸易企业，市场参与时间较长，按照“立足浙江、布局全国、连接国际”的分销服务网络建设目标，物产环能依托秦皇岛、天津、青岛、上海、宁波、乍浦等港口，加快推进港口中转和分销网络建设，重点拓展杭嘉湖、台州、金华等地市场，有较稳定的客户群体。以 2018 年为例，公司前五大客户销售额占该业务销售总额的 12.10%；2019 年 1-9 月，公司前五大客户销售额占该业务销售总额的 14.68%。

表 15：2018 年公司煤炭销售前五大客户情况

单位：亿元、%

序号	客户名称	销售金额	占比	是否关联方
1	玖龙纸业（东莞）有限公司	15.28	3.69	否
2	厦门港务贸易有限公司	9.44	2.28	否
3	玖龙纸业（太仓）有限公司	9.15	2.21	否
4	苏美达国际技术贸易有限公司	8.12	1.96	否
5	厦门象屿物流集团有限责任公司	8.12	1.96	否
合计		50.10	12.10	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 16：2019 年 1-9 月公司煤炭销售前五大客户情况

单位：亿元、%

序号	客户名称	销售金额	占比	是否关联方
1	巨化集团公司物资装备分公司	15.99	5.23	否
2	玖龙纸业（东莞）有限公司	8.98	2.94	否
3	浙江巨化能源有限公司	7.49	2.45	否
4	苏美达国际技术贸易有限公司	7.20	2.36	否
5	厦门国贸集团股份有限公司	5.19	1.70	否
合计		44.85	14.68	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，煤炭业务对供应商的付款方式主要为银行承兑汇票、国际信用证、现款，以现款为主；对下游客户的收款方式主要为银行承兑汇票、国内信用证、现款等其他方式，以现款为主。公司平均货款回笼周期约为 30 天。

化工及民爆产品贸易

公司化工板块主要由物产中大下属经营管理化工产品的主要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。公司民爆板块主要由物产中大下属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。2016-2018年和2019年1-9月，公司化工产品（含

民爆产品）主营业务收入分别为298.68亿元、454.08亿元、439.58亿元和459.39亿元。

公司化工产品贸易的主要品类包括液体化工、聚酯纤维、塑料原料、橡胶、硫磺等，公司化工贸易以液化、化纤、塑料和橡胶为主，2018年以上四项合计销售量占总化工产品贸易量的72.08%。

表 17：公司化工产品销售情况

单位：万吨

年份	2016年		2017年		2018年		2019年1-9月	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比	数量	占比
橡胶	14.04	2.51%	69.72	10.54%	92.85	13.53%	78.84	13.07%
塑料	200.06	35.71%	142.53	21.55%	103.83	15.13%	81.33	13.48%
液化	200.65	35.82%	193.5	29.25%	154.12	22.46%	132.51	21.97%
化纤	121.47	21.69%	173.8	26.27%	143.73	20.95%	184.97	30.66%
其他	23.91	4.27%	81.97	12.39%	191.57	27.92%	125.62	20.82%
合计	560.13	100.00%	661.52	100.00%	686.1	100.00%	603.24	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

化工品采购方面，公司主要采取合约采购、代理采购、按市场需求状况三种模式。以2018年为例，公司化工业务前五大供应商的采购额在该业务总采购额的占比合计17.85%，2019年1~9月，公司化工业务前五大供应商的采购额在该业务总采购额的占比合计14.27%。

表 18：公司 2018 年化工业务前五大上游供应商情况

单位：亿元、%

序号	供应商	采购额	占采购总额比重	是否关联方
1	华祥（中国）高纤有限公司	33.56	7.18	否
2	陕西北元化工集团股份有限公司	15.02	3.22	否
3	逸盛大石化有限公司	12.71	2.72	否
4	中国石化化工销售有限公司华东分公司	11.49	2.46	否
5	呼伦贝尔市根河森粮实业有限责任公司	10.61	2.27	否
合计		83.38	17.85	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 19：公司 2019 年 1-9 月化工业务前五大上游供应商情况

单位：亿元、%

序号	供应商	采购额	占采购总额比重	是否关联方
1	华祥（中国）高纤有限公司	21.13	4.65	否
2	浙江宏途供应链管理有限公司	13.66	3.01	是（联营）
3	舟山良海粮油有限公司	13.56	2.99	否
4	中国石化化工销售有限公司华东分公司	9.32	2.05	否
5	OLAM INTERNATIONAL LTD	7.16	1.58	否
合计		64.83	14.27	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

化工品销售方面，公司采取分销和增值服务相结合的模式和供应链服务模式。以2018年为例，公司化工业务前五大客户的销售额在该业务总销售额的占比合计15.37%，2019年1~9月公司化工业务前五大客户的销售额在该业务总销售额的占比合计19.41%。

表 20: 公司 2018 年化工业务前五大下游客户情况

单位: 亿元、%

序号	客户名称	销售额	占销售总额比重	是否关联方
1	华祥(中国)高纤有限公司	29.03	6.40	否
2	浙江物产石化有限公司	18.12	3.99	否
3	桐昆集团浙江恒腾差别化纤有限公司	8.63	1.9	否
4	舟山格伦赛夫石油化工有限公司	7.55	1.66	否
5	天津宏盛昌贸易有限公司	6.42	1.42	否
合计		69.75	15.37	-

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

表 21: 公司 2019 年 1-9 月化工业务前五大下游客户情况

单位: 亿元、%

序号	客户名称	销售额	占销售总额比重	是否关联方
1	华祥(中国)高纤有限公司	14.80	7.40	否
2	舟山良海粮油有限公司	10.09	5.04	否
3	杭州生意家实业有限公司	6.26	3.13	否
4	浙江双兔新材料有限公司	4.43	2.21	否
5	中国石化化工销售有限公司华东分公司	3.25	1.63	否
合计		38.84	19.41	-

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

表 22: 公司民爆板块经营情况

单位: 吨、%

	2016		2017		2018	
	数量	占比	数量	占比	数量	占比
总销量	99,500.00	100	121,159.00	100	-	-
其中: 炸药	87,400.00	87.84	99,081.00	81.78	-	-
其他	12,100.00	12.16	22,078.00	18.22	-	-

资料来源: 公司提供, 中诚信国际整理

其他产品贸易

公司其他贸易品种主要包括炉料、油品、纺织服装、木材等产品的进出口等, 主要由公司自身及其控股子公司物产国际和物产金属进行经营管理。

结算方面, 公司化工业务对供应商的付款方式主要为现款、银行承兑汇票、国际信用证, 以现款为主; 对下游客户的收款方式主要为现款、银行承兑汇票、国内信用证等其他方式, 以现款为主、银行承兑为辅。公司平均货款回笼周期约为 30 天。

物产民爆按照集研发、生产、销售和爆破服务四位一体模式, 在浙江省内建立浙北、浙南、浙西三个贸工一体化基地, 打造民爆产业链。物产民爆拥有民用爆破物品销售许可证【编号: (浙) MB 销许证字(001)】、民用爆炸物品生产许可证【编号: MB 生许证字(099 号)】、危险化学品经营许可证【编号: 浙杭安检字(2014) 05004865】、爆破作业单位许可证【编号: 3300001300225】等专营资质。2017 年 9 月, 物产中大与浙江省机电集团有限公司签订了《民爆企业重组协议》。按照该协议, 物产中大以其控股子公司物产民爆中的全部股权作为出资, 与机电集团共同新设立“浙江新联民爆器材有限公司”(以下简称“新联民爆”)。本次重组完成后, 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, 因此, 2017 年末, 物产民爆不再纳入物产中大合并报表范围。

表 23：公司其他主要产品贸易情况

单位：亿元

	2016		2017		2018		2019.1-9	
	收入	占比	收入	占比	收入	占比	收入	占比
炉料	111.53	38.71%	183.32	56.46%	130.48	33.91%	294.96	52.38%
油品	37.8	13.12%	80.1	24.67%	89.34	23.22%	136.84	24.30%
纺织服装	26.67	9.26%	23.4	7.21%	70.18	18.24%	28.57	5.07%
机电	112.09	38.91%	37.87	11.66%	94.81	24.64%	102.78	18.25%
合计	288.09	100.00%	324.69	100.00%	384.81	100.00%	563.15	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司在炉料、油品、纺织服装、木材等品种的贸易方面，以国内定向采购和国外进口相结合，上游开拓多元化的资源渠道，下游构建以终端用户为主的分销网络。同时，公司在纺织服装贸易业务方面还提供服装款式、服装设计、面料开发等个性化增值服务，较好地提高了客户粘性。结算方面，该板块的结算模式主要通过信用证模式。

炉料贸易方面，公司主要的上游供应商和下游客户集中在华北地区。上游供应商包括青岛隆宇坤国际贸易有限公司、中建材供应链管理有限公司、天津物产九江国际贸易有限公司等；主要下游客户包括唐山市祥宝贸易有限公司、山东鲁丽钢铁有限公司等。

油品贸易方面，公司主要的上游供应商包括中国石油天然气股份有限公司、宁波福申和佳贸易有限公司等；主要的下游客户包括福建联合石油化工有限公司、上海鹏盾石油化工有限公司、杭州明润化工有限公司等。

纺织服装贸易方面，公司主要的上游供应商包括浙江宇展印染有限公司、平湖中大新佳服饰有限公司等；下游客户大多为海外客户。

机电业务方面，公司主要的客户为铜陵有色金属集团、浙江甬金金属科技股份有限公司等。

此外，2018年5月，物产中大控股子公司物产金属发起设立浙江物产中大石油有限公司（以下简称“物产中大石油”）。2019年3月，物产中大发布公告称，物产中大石油已经获得原油非国营贸易进口资格，系浙江省首家拥有该资质的贸易公司，且物产中大石油注册资本10.00亿元，物产金属持股

66.00%，浙江天禄能源有限公司持股24.00%，舟山交通投资集团有限公司持股10.00%，各方出资额尚未到位。

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，本次交易在2018年为物产中大带来投资收益7.21亿元。

此外，2019年，物产中大已非公开发行普通股（A股）7.55亿股，募集资金总额（含发行费用）为38.15亿元，募集资金拟用于供应链集成服务项目及供应链支撑平台项目和补充流动资金。截至2019年10月末，公司募集资金总额扣除与发行有关的费用后的募集净额为37.99亿元已到账，其中新增注册资本7.55亿元，资本公积-股本溢价净额为30.43亿元。本次非公开发行股票完成后，物产中大的资本实力进一步增强。

工程施工板块

公司工程施工板块主要包括子公司浙建集团及其下属子公司经营的房建工程施工和交通市政施工业务，以房建施工业务为主，交通市政施工业务为辅，其中交通市政施工业务主要包括路桥、隧道、市政、交通设施施工和地铁施工。

浙建集团是浙江省内建筑行业龙头企业，施工经验丰富，已经形成完善的招投标体系、良好的成本控制和工程质量控制，具有一定品牌知名度，因此在浙江省的重大工程承接方面有明显的竞争优势。公司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，施工总承包和专业 对外经营权、外派劳务权和进出口权。
 总承包壹级资质 45 项，甲级设计资质 8 项，拥有

表 24：公司 2016~2018 年及 2019 年 1~9 月工程施工板块新签合同构成情况

单位：亿元、%

主要板块	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
房建工程施工	667	85.62	830	83.42	901	81.91	867	90.41
交通市政施工	112	14.38	165	16.58	199	18.09	92	9.59
合计	779	100.00	995	100.00	1,100	100.00	959	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

房建施工板块

房建工程施工板块是公司工程施工板块的主要组成部分，近三年及一期，房建工程施工收入在工程施工业务收入中的占比一直在 95% 左右。

近年来，公司先后建设了杭州火车东站枢纽工程、浙江音乐学院楼等一批精品房建工程，累计竣工面积 1 亿多平米，并且多项工程获省部级以上优质工程、国家级优质工程奖。同时，公司施工能力不断提高，施工规模稳定上升。2016 年-2018 年，公司的新开工面积分别为 1,622 万平方米、1,821 万平方米和 1,789 万平方米，新签合同额分别为 667 亿元、814 亿元和 901 亿元，其中少量系海外业务。

2018 年，公司房建施工面积达到 6,772 万平方米，截至 2018 年末，公司在手未完工的合同金额高达 708 亿元。

国内在建房建工程项目主要有“美丽新昌”小城镇环境综合整治工程 PPP 项目合同、镇海区骆驼街道棚户区改造、菏泽嘉利学府项目和淮安市淮阴人民医院门诊医技病房综合楼、行政综合楼工程施工项目等；海外业务的主要在建房建项目有阿尔及利亚 4 万人体育场项目、香港英华女校工程、阿尔及利亚布利达省 Bouinan 1,500 套 ENPI 项目和香港观塘 NKIL6514 平台项目等。

表 25：2016~2018 年房建工程施工经营情况表

单位：万平方米、亿元

指标	2016 年	2017 年	2018 年
新开工面积	1,622.00	1,821.00	1,789.00
施工面积	4,869.00	5,889.00	6,772.00
竣工面积	1,472.00	1,622.00	906.00
竣工率 (%)	30.23	27.54	13.38
在施工中标项目数量 (个)	682	664	577
新签合同金额	667	814	901
海外业务新签合同额	63	63	72
在手合同金额	480	602	708

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

国内项目方面，公司主要通过参与公开招投标获得房建工程施工项目，公司中标后的项目主要以自行施工为主，但对于公司中标的重大项目涉及专业施工部分，为有效利用其他专业公司的相对优势，在经过建设单位认可的条件下，在符合法律法

规要求对专业施工部分（主要是涉及大型钢结构和桩基部分）采用分包方式包给具有相应资质的企业。

海外业务方面，业务的开拓与承揽统一由浙建集团下设的海外部负责，具体包括市场调研、市场

开发以及与当地政府建立业务合作关系。公司承揽业务模式是先由海外部负责寻找和挖掘海外市场上施工项目招标信息，进行前期接触和初步判断，认为可行的，则再交由国内工程总承包部负责制定具体投标计划，由海外部负责参与当地工程的公开招标。项目中标后均由公司自行负责施工和建设。目前，公司海外业务的承揽主要集中在阿尔及利亚、香港和新加坡等国家和地区，公司海外业务以自主竞标承接为主，无政策性的援建任务。海外业务主要采用当地货币结算，为控制汇率风险，公司将当地政策允许可转汇的资金（一般为项目合同金额的30%左右）及时结转成美元并汇回国内结汇。

原材料采购方面，公司施工主要原材料为钢材、水泥及其他建筑材料。对外采购的钢材，自2010年开始，浙建集团下设子公司浙江建设金属有限公司和浙江建设商贸物流有限公司作为工程施工板块钢材采购集中平台。目前公司已基本实现钢材集中采购模式，以降低采购成本。对于外购水泥和其他地方建筑材料，仍由各子公司自行招标采购。对于施工设备，公司统一按照公司的投资管理制度规定采购，而重大施工设备各子公司采购前需上报公

司本级审批。公司原材料采购结算方式主要采用现款、承兑汇票、赊购等。原材料供应商比较分散，主要为项目当地建筑材料供应企业，无单一较大的供应商，单一供应商占比均在5%以下。

区域分布方面，公司形成了以浙江省为中心，影响力逐渐辐射至全国各大城市及海外市场的经营格局，其中2016-2018年和2019年1-9月，浙江省的业务金额占比分别为46.48%、56.87%、51.50%和67.09%；同期省外业务金额占比分别为44.08%、35.54%、40.51%和27.94%，其他则为海外业务。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。截至2019年9月末，公司业务已辐射亚洲、非洲十多个国家和地区，经营区域遍布国内30个省区市。公司海外业务主要分布在阿尔及利亚、香港和新加坡国家和地区。2016~2018年和2019年1~9月，公司海外业务新签合同额分别为63.00亿元、63.00亿元、72.00亿元和43.00亿元，同期海外业务收入分别为49.99亿元、52.74亿元、62.47亿元和39.29亿元。公司海外业务主要选择在政治环境较为稳定，风险较低国家和地区，业务运营较为稳定。

表 26：2016~2018 年及 2019 年 1~9 月房建工程施工新签合同金额区域分布

单位：亿元

地区	2016 年		2017 年		2018 年		2019 年 1-9 月	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比	金额	占比
浙江	310	46.48%	472	56.87%	464	51.50%	581	67.09%
外省	294	44.08%	295	35.54%	365	40.51%	242	27.94%
海外	63	9.44%	63	7.59%	72	7.99%	43	4.97%
合计	667	100%	830	100%	901	100%	866	100.00%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

结算方面，在合同签订后，业主或发包方支付一定比例的预付工程款，一般按合同金额的10%-30%。此后，公司按工程施工进度按月进行工程款项结算，项目竣工后进行工程款清算。在会计核算上，公司按实际工程完工进度确认工程收入，结转成本。

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。近三年及一期，交通市政施工收入在工程施工业务收入中的占比约在5%左右，占比较小。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。

公司交通市政施工板块业务获取模式与房建施工相同，主要通过参与公开举行的招投标获得交

通工程施工项目，通过完工百分比法确认收入和成本。

为拓展交通市政施工板块业务，公司未来或会加大 PPP 项目拓展力度，公司一般作为社会资本方，PPP 模式具有投资规模大、建设运营周期长等特点，

收益方式包括使用者付费、政府付费及政府缺口补助等，但是该模式下，会使得公司面临较大的资本支出压力。截至 2019 年 6 月末，公司在手控股的 PPP 项目投资总额 278.37 亿元，已投资额 109.47 亿元。

表 27：截至 2019 年 9 月末，公司主要在建房建和交通市政项目情况

单位：万元

项目地点	项目名称	合同金额	工程性质	开工日期
杭州市	浙江省之江文化中心建设工程	260,867.00	房屋建筑	2019/1/31
杭州市	之江度假区单元 XH1711-R21-06A 地块拆迁安置房	160,860.00	房屋建筑	2018/12/15
杭州市	杭州地铁 3 号线一期工程土建施工 SG3-1 标段	130,581.00	交通市政	2018/4/1
杭州市	双浦单元 XH23-R21-B05 地块拆迁安置房	118,637.00	房屋建筑	2019/6/9
杭州市	杭州经济技术开发区文体中心项目 EPC 总承包工程	113,786.00	房屋建筑	2019/1/16
湖州市	申嘉湖高速公路安吉孝源至唐舍段工程第 TJ03 标段	111,641.00	交通市政	2018/12/1
杭州市	河庄街道城乡一体化安置小区（棚户区三期）项目 I 标设计-采购-施工（EPC）工程总承包	116,504.00	房屋建筑	2019/6/1
海宁市	海宁市绿能环保项目	103,723.00	房屋建筑	2018/10/31
杭州市	义蓬街道城乡一体化安置小区（棚户区三期）项目	89,368.00	房屋建筑	2018/11/8
温州市	文成县下沙垟城中村改造项目	84,258.00	房屋建筑	2018/5/1
杭州市	浮山单元 XH2007-R21-03 地块拆迁安置房工程	82,941.00	房屋建筑	2019/4/30
杭州市	笕桥镇弄口社区经济联合社商业综合用房项目	81,478.00	房屋建筑	2018/1/28
杭州市	建德恒大温泉小镇项目主体及配套建设工程	79,900.00	房屋建筑	2018/3/15
杭州市	杭政储出[2017]12 号地块旅馆兼容公共交通场站用房工程	77,126.00	房屋建筑	2018/5/30
湖州市	湖州安吉健康小镇项目主体及配套建设工程	71,000.00	房屋建筑	2018/2/8
杭州市	杭州至临安城际铁路工程 SGHL-3 标段（车站）	60,698.00	交通市政	2017/3/24
杭州市	良渚新城杜甫村农民高层公寓五期地块三（FG08-R2-05 地块）工程设计采购施工（EPC）总承包项目	98,925	房屋建筑	2019/4/18
杭州市	杭州地铁 7 号线工程盈中车辆段 III 标段盈中车辆段 III 标段	52,799	交通市政	2019/7/1
杭州市	杭州地铁 4 号线二期工程勾庄车辆段施工 II 标段	61,691	交通市政	2019/7/1
河北省	河北怀安经济开发区基础设施建设 PPP 项目	302,700.00	市政道路	2017/10/16
甘肃省	兰州红楼时代广场（上部工程）	72,912.61	房地产板块	2016/3/20
湖南省	湖南怀化岳麓青城项目总承包工程	450,000.00	建筑板块	2017/9/14
四川省	中港广场项目建安总承包工程	80,000.00	建筑板块	2017/3/20
湖北省	金太阳-永利城 K2-A 地块一标段商品房建设工程	94,461.00	建筑板块	2017/8/1
湖北省	名都花园南区三期地块一、地块三项目施工	89,056.35	建筑板块	2018/4/26
西藏自治区	国道 216 线（西藏境）区界至改则段公路新建工程	150,869.83	交通市政板块	2016/3/20

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

整体来看，公司工程施工业务稳步推进，新签合同金额保持较高规模，在手项目量充足，对公司未来业务形成良好保障，但是未来交通市政项目 PPP 业务的拓展或使得公司的资本支出压力有所加大。

房产销售板块

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。

2016~2018 年，公司房地产销售收入分别为 39.40 亿元、13.62 亿元和 3.82 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 2019 年 9 月末，物产中大下属房地产项目已整体转让；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 2 个，其中苏州枫华紫园已经完工交付，已决算，祥符阳光郡持股 50%，为参股项目。同期末，富建投资下属房地产项目 5 个，除淮安正中尚品项目股权已转让外，其他项目均已交付。截至 2019 年 9 月末，公司主要房地产项目总可售面积为 98.21 万平方米，已累计销售 91.14 万平方米。

截至 2019 年 6 月末，浙江建投及富建投资均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 28：截至 2019 年 9 月末公司投资的主要房地产项目概况

单位：万平方米、亿元

项目名称	位置	持股比例	项目类别	资金来源	可售面积	预计投资	截至 2019 年 9 月末累计投资	截至 2019 年 9 月末累计销售面积	截至 2019 年 9 月末累计销售金额	项目进度
苏州枫华紫园	苏州	85%	住宅+商业	自筹+贷款	22.59	20.47	20.32	22.12	20.08	已交付，已决算
祥符阳光郡	杭州	50%	住宅	自筹+贷款	26.00	56.00	53.67	25.94	56.93	已交付，待结算
临安太阳城花园	杭州	100%	住宅+商业	自筹	12.80	7.10	6.73	12.8	6.78	已售罄
太仓太和丽都	苏州	100%	住宅	自筹+贷款	23.98	14.96	14.27	23.74	18.64	已交付，待决算
衢州香溪美庭	区中	100%	住宅	自筹	3.65	1.35	1.32	3.65	1.43	已交付，已决算
淮安正中尚品	淮安	70%	住宅+商业	自筹	6.30	4.00	-	-	-	股权已转让
宁波海顿公馆	宁波	100%	住宅+商业	自筹+贷款	2.89	4.20	3.9	2.89	5.35	已交付，已决算，已售罄
合计	-	-	-	-	98.21	108.08	100.21	91.14	109.21	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，中诚信国际将对存量项目的销售转让情况保持关注。

其他板块

公司其他业务板块中主要包括金融、物流等业务。金融板块主要是由浙江富浙资本管理有限公司（以下简称“富浙资本”）、浙江富浙资产管理有限公司（以下简称“富浙资产”）及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等公司进行经营；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。

富浙资产成立于 2017 年，其定位为资源配置平台，主要对股东划入的资产进行经营、出租等实现收益。富浙资本成立于 2017 年，其定位为资本运作及战略性投资平台，2018 年 6 月，富浙资本下设子公司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。基金业务方面，截至 2019 年 6 月末，公司投资的基金有 22 个，其中参与管理 5 个、不参与管理 17 个，基金总规模 870.655 亿元，认购金额 74.102 亿元，已投资金额 52.11 亿元，目前退出较少，产生收益较小。

表 29：截至 2019 年 6 月末，公司基金业务情况

单位：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	是否退出
浙江浙商产业投资基金合伙企业	29.68	10	7.96	0.79	参与	否
杭州牵海创业投资合伙企业	4.03	0.4	0.4	0.03	不参与	否
国新国同（浙江）投资基金合伙企业（I 期）	700.8	30	30	0.09	不参与	否
浙江深改产业发展合伙企业（有限合伙）	100	20	0.05	-	参与	否
浙江省浙创启元创业投资有限公司	1.51	0.38	0.38	-	参与	否
宁波庆成股权投资管理合伙企业（重庆园林）	0.4	0.15	0.15	-	不参与	否
杭州富阳中南承象投资合伙企业（融金汇中）	1	0.312	0.312	-	不参与	否
杭州安胜股权投资基金合伙企业（明泰铝业）	1.215	1.205	1.205	-	不参与	否
杭州浙民投航天投资合伙企业（火箭项目）	0.61	0.18	0.18	-	不参与	否
杭州峻壹投资管理合伙企业（万邦德）	8.01	6	6	-	不参与	否
深圳市创东方富饶股权投资基金合伙企业（创东方军民融合产业基金）	3.5	0.26	0.26	-	不参与	否
杭州松思投资管理合伙企业（永创智能）	1	0.865	0.865	-	不参与	否
杭州赛智珩科投资合伙企业（呼嘭智能）	1.15	0.15	0.15	-	不参与	否
嘉兴古道智宸股权投资合伙企业（龙澄环保）	0.45	0.1	0.1	-	不参与	否
杭州乾矽投资管理合伙企业（麦迪科技）	3.76	0.145	0.145	-	不参与	否
杭州宏石风煌助推壹号股权投资合伙企业（华讯科技）	3.25	0.3	0.3	-	不参与	否
浙江新兴动力合伙企业	3.03	0.015	0.015	-	参与	否
杭州越骏股权投资合伙企业	2.85	1.99	1.99	-	参与	否
杭州博纳企业管理合伙企业	0.45	0.15	0.15	-	不参与	否
上虞宾诚投资管理合伙企业	0.3	0.3	0.3	-	不参与	否
湖州新城实业投资合伙企业	0.41	0.2	0.2	-	不参与	否
杭州朗健投资合伙企业	3.25	1	1	0.24	不参与	是
合计	870.655	74.102	52.11	1.15	-	-

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

其中，规模较大的基金系国新国同（浙江）投资基金合伙企业（以下简称“国新国同基金”，公司不参与该基金管理），该基金系国务院国资委批准设立的基金，总规模 1,500 亿元，分两期设立，主要投向航天、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 亿元，由央企集团公司、大型金融集团等 16 家机构共同出资认购，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，联合浙江省内其他 5 家大型国企认缴国新国同基金 I 期 100 亿元，其中公司出资 30 亿元，在富浙投资的持股比例为 30%，系富浙投资控股股东。富浙投资在基金份额占比 14.27%，该基金计划存续期 5 年，可延长两次退出期，每次延长期限不超过 1 年，基金收益主要为投资收益，截至 2019 年 6 月末，国新国同基金 I 期已投项目 20 个，完成投资决策 314 亿元，实际投资约 230 亿元，基金前期收购相关已投项目的预期收益率不低于 8%。

中大期货成立于 1993 年，具有超过 20 年期货业务经验，拥有中国证监会批复的商品期货经纪业务资格、金融期货经纪业务资格、金融期货交易结算业务资格、期货投资咨询业务资格及资产管理业务资格，是上海期货交易所会员单位、大连商品交易所会员单位、郑州商品交易所会员单位、中国金融期货交易所交易结算会员。公司的期货业务包括了期货经纪业务（含商品期货与金融期货）与期货投资咨询业务。期货经纪业务主要通过向客户收取手续费获得利润——期货公司接受客户委托代客户买卖商品期货或金融期货合约、办理结算、交割手续，在委托完成后公司将按成交金额的一定比例向客户收取手续费。期货投资咨询业务则主要通过向客户提供风险管理顾问、研究分析、交易咨询等投资咨询服务以获取相应服务费。其中，中大期货的商品期货经纪业务和金融期货经纪业务在各大商品期货交易所的交易额的市场占有率均不足 1%。

公司融资租赁业务主要通过浙江省富浙融资

租赁有限公司（原名浙江省铁投融资租赁有限公司，以下简称“富浙融资租赁”）以及物产中大下属浙江中大元通融资租赁有限公司（以下简称“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。公司主要租赁模式分为直租与回租。公司的融资租赁业务的收入最主要来源为利差收益和利息收入。另外，租赁物品的处置收益、租赁服务手续费以及资金运作收益也是公司融资租赁业务收入的重要组成部分。

公司物流板块业务是以区域物流基地为枢纽，整合内外部物流服务资源，构建、运营可控物流大网络，以市场客户需求为导向，为客户提供从采购、生产到分销全过程的物流总包、供应链金融、信息咨询等增值、集成服务，塑造、提升 ZJMIL 服务品牌影响力，着力打造物产物流供应链集成服务商。目前公司已在杭州、宁波、武义、上海等地建立集剪切加工、配供配送为一体的物流基地，大力发展供应链集成服务。在重资产型基地建设运营方面，公司目前重点推进迁安、宁波、武义等区域的平台建设，为开展电子商务、供应链集成服务和生产性服务业提供支撑，提升区域集成运作层次；培育发展三方物流，建立完善高端、监管、标准库等物流网结点。

此外，2018 年，浙江省国资委将浙江省盐业集团有限公司和浙江省环境科技有限公司的 100% 国有产权无偿划转给公司，2019 年浙江省国资委将浙江安邦护卫集团有限公司 100% 国有产权无偿划转至公司，截至 2019 年 11 月安邦护卫已完成工商变更登记，这使得公司的业务范围有所增加。2018 年末，浙江省盐业集团有限公司的总资产、总负债和总收入和净利润分别为 48.06 亿元、17.41 亿元、6.77 亿元和 -0.61 亿元；2019 年 9 月末/2019 年 1~9 月，其总资产、总负债、

总收入和净利润分别为 40.27 亿元、7.63 亿元、8.08 亿元和 1.62 亿元。同时，浙江省环境科技有限公司 2018 年的总资产、总负债、总收入和净利润分别为 1.61 亿元、0.55 亿元、0.53 亿元和 0.08 亿元；2019 年 9 月末/2019 年 1~9 月，其总资产、总负债、总收入和净利润分别为 1.61 亿元、0.55 亿元、0.26 亿元和 0.02 亿元。

战略规划

伴随着深化国企改革顶层设计和具体实施方案的落地，公司坚持服务战略功能与市场运作功能（以下简称“双重功能”）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，努力打造省级一流国有资本运营平台。公司宗旨系盘活存量优化国资布局，做强增量服务区域发展。盘活存量，优化国有资本布局结构；做好增量，服务国企深化改革和区域经济跨越发展。公司整体发展战略可简述为“1233”发展战略。

“1”，围绕一条轴线，即以资本运作为轴线贯穿金融、信息和物流三大平台。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、专业化的运作能力，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。第一，服务战略功能。公司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，使公司在优化国有资本结构布局、引导产业转型升级等方面发挥推动作用，以服务浙江省经济发展和国资国企改革。第二，市场运作功能。作为市场运作主体，公司以追求国资增值回报为目标，按照市场化要求实行商业化运作，通过资本运作、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、资本运作平台、战略投资平台。第一，资源配置平台。公司承接浙江省委省政府和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。第二，资本运作平台。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。第三，战略投资平台。公司构建多渠道、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基金及其他特色产业基金、并购基金等，开展国有资本投融资业务，引领和撬动更多社会资本服务浙江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。公司采用政策性划转、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，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。公司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，使更多社会资本服务浙江省经济结构调整和转型发展。

具体目标方面，主要以 2020 年的量化和定性指标为主。经济类指标方面，在合并物产中大集团、省建设集团的情形下，2020 年底力争实现资

产总规模达到 1,900 亿元，净资产超过 600 亿元，当年实现利润总额 77 亿元左右，净利润 60 亿元左右。公司资产结构和盈利水平处于合理区间，资产负债率在 68% 左右，净资产收益率在 10% 左右。功能类指标方面，到 2020 年控股上市公司 1~2 家，发起或参与 3~5 支产业投资基金，管理产业基金规模超 100 亿元，力争拥有金融牌照 2 个以上，资产证券化率达到 75% 以上。

公司治理

公司根据现代企业制度的要求，成立了董事会、监事会，公司不设股东会，省国资委作为出资人，行使股东会职权。公司设党委会，其中党委书记 1 名，可设副书记 1-2 名，其他党委员若干名，涉及“三重一大”等重大事项决策时，党委会应专题研究，并把党委会研究作为董事会决策的前置条件，同时行使审计公司发展战略规划、传达学习党的路线等权利。董事会方面，公司董事会由 6 名成员构成，设董事长一名，职工董事一名，除职工董事外，其他董事由省国资委派出，每届任期 3 年，届满可以连任。按照章程，公司监事会成员 5 人，截至目前公司监事会成员 3 人，2 人尚未到位，公司监事人员的缺位未影响公司的正常经营管理。公司建立总经理办公会议制度，设总经理 1 名，副总经理若干名。公司下设党委办公室、党群工作部、组织（人力资源）部、纪检监察部、投资发展部、资产运营部、财务管理部、审计法务风控部等职能部门。公司部门设置基本满足目前管理需要。

公司依据相关法律、法规、规定和《公司章程》，按照现代企业制度要求，围绕内部防控重点，建立了符合公司实际的一整套现代企业管理制度，如全面预算管理制度、风险管理制度等。

财务分析

以下分析基于天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2016 年报表、2017 年报表和 2018 年报表以及未经审计的

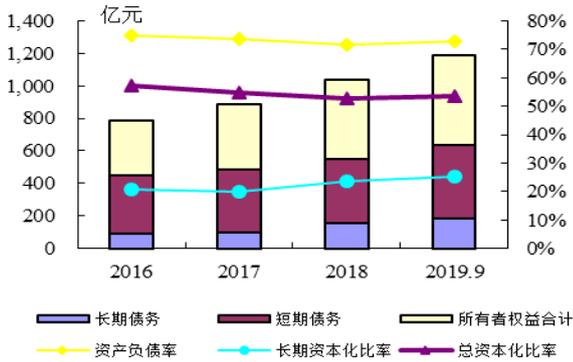
2019 年三季度财务报表。公司财务报表使用新会计准则编制，为合并口径数据，其中 2016 年财务数据为 2017 年审计报告期初数，2017 年财务数据为 2018 年审计报告期初数，2018 年财务数据为审计报告期末数。

资本结构

随着公司经营规模的逐步扩大，公司总资产规模持续增长。2016-2018 年末，公司总资产分别为 1,342.27 亿元、1,528.19 亿元和 1,735.26 亿元；同期，总负债分别为 1,006.66 亿元、1,126.32 亿元和 1,244.58 亿元。所有者权益方面，2016~2018 年末公司所有者权益分别为 335.61 亿元、401.87 亿元和 490.68 亿元，呈逐年递增的趋势，2017 年末所有者权益增加较多主要系其他权益工具（主要系永续债）增加、利润积累以及控股子公司物产中大和浙建集团的权益增长带动少数股东权益增长；2018 年，浙江省国资委将浙江省盐业集团有限公司和浙江省环境科技有限公司的 100% 国有产权无偿划转给公司，同时，将广德长广新型墙体材料有限公司 100% 股权无偿划出，上述行为使得当年资本公积大幅增加 19.21 亿元；且当年新增发行永续债 19.98 亿元，使得其他权益工具同步大幅上升，此外，少数股东权益增长 40.57 亿元。截至 2019 年 9 月末，公司总资产、总负债和所有者权益分别为 2,033.49 亿元、1,480.05 亿元和 553.44 亿元，随着业务拓展，资产和负债规模均有所上升，所有者权益有所上升主要是少数股东权益增长。

财务杠杆方面，2016-2018 年末，公司资产负债率分别为 75.00%、73.70% 和 71.72%；同期，总资本化比率分别为 57.41%、54.85% 和 52.80%。截至 2019 年 9 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 72.78% 和 53.35%，加上永续债后，公司的资产负债率为 76.00%，总资本化比率 59.02%。

图 5: 2016-2018 年和 2019 年 9 月末公司资本结构



资料来源: 公司财务报告, 中诚信国际整理

资产构成方面, 2016-2018 年末和 2019 年 9 月末, 公司流动资产占总资产的比例分别为 68.59%、65.43%、64.20%和 64.40%, 是总资产的主要构成部分。截至 2018 年末, 公司流动资产为 1,113.97 亿元, 主要由货币资金、应收账款和存货构成, 其在流动资产占比分别为 20.83%、25.00%和 28.89%。货币资金 232.00 亿元, 主要系银行存款及现金, 受限货币资金 51.04 亿元, 主要系票据保证金、用于担保或质押的定期存款等; 应收账款为 278.50 亿元, 主要系浙建集团业务形成对客户的应收款和贸易业务的应收款, 账龄一年以内的应收款占比在 87.56%左右, 应收对象较为分散, 对前五大客户的应收账款余额占比均低于 1%; 公司存货为 321.80 亿元, 主要包括原材料、库存商品、工程施工等。截至 2019 年 9 月末, 公司流动资产较 2018 年末增加 195.51 亿元、增长 17.55%, 主要系对客户的应收账款增加 49.26 亿元以及业务规模的扩大预付给供货商的预付款项上升 91.39 亿元和库存商品、原材料和工程施工等上升使存货增加 63.33 亿元。

截至 2018 年末, 公司非流动资产为 621.29 亿元, 主要由可供出售金融资产、长期应收款和固定资产构成, 其在非流动资产占比分别为 25.28%、30.91%和 16.73%。公司可供出售金融资产 157.06 亿元, 主要系可供出售权益工具, 其中按公允价值计量的有 57.11 亿元, 按成本计量的 100.97 亿元, 公司股票投资领域较为分散, 市场

波动对其收益影响不大, 主要权益工具有对国新国同基金的投资、物产中大打包出售房地产公司导致的多家被出售的公司丧失控制权日标的公司股权的公允价值改列为可供出售金融资产、子公司富浙资本对外投资以及盐业集团等纳入合并范围使得对应的可供出售金融资产也纳入报表等; 长期应收款 192.05 亿元, 主要系物产中大融资租赁业务形成的长期融资款及浙建集团 PPP 项目工程预付款等; 公司固定资产为 103.92 亿元, 主要系与生产经营紧密相关的房屋建筑物、机器设备、运输设备、通用设备等, 公司作为大型企业集团, 拥有遍布全国的分销、物流网络及一定规模的制造业实体, 因经营需要, 公司在浙江省内及其他省份拥有较多的房产。截至 2019 年 9 月末, 非流动资产较 2018 年末增加 102.72 亿元、增长 16.53%, 主要包括可供出售金融资产增加 19.51 亿元主要系国新国同基金增加投资、PPP 工程预付款增加等使长期应收款增加 45.90 亿元和物产中大的对联营企业的权益性投资及有限合伙企业的投资增加使长期股权投资增加 21.65 亿元。

负债构成方面, 2016-2018 年末和 2019 年 9 月末, 公司负债以流动负债为主, 流动负债的占比分别为 88.72%、88.32%、85.45%和 85.62%。截至 2018 年末, 公司流动负债 1,063.51 亿元, 主要由短期借款、应付票据、应付账款、预收款项和其他应付款构成, 其在流动负债的占比分别为 16.19%、15.61%、32.41%、9.11%和 10.50%。公司短期借款为 172.16 亿元, 主要由物产中大的和浙建集团开展业务形成借款, 以信用借款和保证借款为主; 应付票据 166.00 亿元, 由商业承兑汇票和银行承兑汇票构成, 以银行承兑汇票为主, 占比约为 99%; 应付账款 344.70 亿元, 主要以应付大宗商品贸易业务供应商货款及房地产业务应付工程款为主, 应付对象较为分散, 最大的应付账款占比在 1%左右, 无单笔应付对象较大的情况; 公司预收款项 96.85 亿元, 主要系预收工程施工款、货款和预收售房款等; 其他应付款 111.63 亿元, 主要包括押金保证金及与已售地产项目公司

转让款等。截至 2019 年 9 月末，公司流动负债较 2018 年末增加 203.73 亿元、增长 19.16%，主要系浙建集团与物产中大举债使短期借款增 41.15 亿元以及业务规模扩大、收到客户的货款增加使预收款项增加 105.44 亿元

截至 2018 年末，公司非流动负债为 181.08 亿元，主要由长期借款和应付债券构成，其在非流动负债占比分别为 30.40%和 53.33%。长期借款 55.05 亿元，主要以保证借款和质押借款为主；应付债券 96.56 亿元，期限以 3-5 年期为主，利率随债券市场行情有所波动，但整体处于较低区间，发行利率以 4%-5%为主。截至 2019 年 9 月末，非流动负债较 2018 年末增加 31.74 亿元、增长 17.53%主要系公司举债规模扩大使长期借款增加 27.18 亿元和应付债券增加 5.97 亿元。

表 30: 截至出报告日，公司应付长期债券情况

单位：亿元

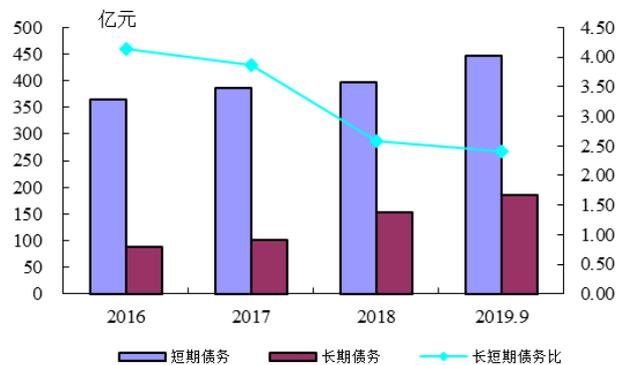
债券名称	发行规模	发行日期	债券期限	利率
15 浙国资	16.00	2015-10-19	5 年 (3+2)	4.58%
17 物产中大 MTN001	15.00	2017-10-26	3 年	5.05%
18 物产中大 MTN001	15.00	2018-04-24	3 年	5.00%
18 浙资运营 MTN001	7.00	2018-04-19	3 年	4.84%
18 中大 Y	20.00	2018-11-26	3+N	5.20%
18 浙资 01	9.00	2018-12-13	5 年	4.15%
19 物产中大 MTN001	15.00	2019-02-25	3 年	3.70%
19 浙资运营 MTN001	5.00	2019-04-24	3 年	4.18%
19 浙资 01	6.00	2019-08-20	5 年	3.89%
19 浙纾 02	7.00	2019-11-19	5 年 (3+2)	3.72%
19 浙资运营 PPN001	2.00	2019-11-26	3 年	3.95%
合计	117.00	-	-	-

资料来源：公开资料，中诚信国际整理

有息债务方面，近年来随着公司业务规模扩张带来的资金需求的增加，导致债务规模也随之增加。2016-2018 年末和 2019 年 9 月末，公司总债务规模分别为 452.37 亿元、488.15 亿元、549.00

亿元和 632.80 亿元。从债务构成来看，2016-2018 年末和 2019 年 9 月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 4.14 倍、3.87 倍、2.59 倍和 2.40 倍，短期债务规模分别为 364.28 亿元、387.91 亿元、395.87 亿元和 446.58 亿元，短期偿债面临一定压力。根据公司债务到期分布最新数据，截至 2019 年 9 月末，公司一年（含）以内、一年至两年（含）、两年至三年（含）和三年以上到期的分别为 446.58 亿元、34.30 亿元、44.31 亿元和 107.61 亿元。

图 6: 2016~2018 年和 2019 年 9 月末公司债务结构



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

表 31: 截至 2019 年 9 月末公司未来债务到期分布情况

单位：亿元

分布期限	一年（含）以内	一年至两年（含）	两年至三年（含）	三年以上
金额	446.58	34.30	44.31	107.61

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

整体而言，随着公司业务不断拓展，公司的资产规模不断增长，且资产构成以流动资产为主，资产质量较好；公司资产负债率较高，且基金业务和工程施工业务的开展对公司资本支出需求较大，或使公司资产的杠杆率进一步提高，中诚信国际将持续关注公司未来资本支出及公司杠杆率的变化。

盈利能力

2016-2018 年和 2019 年 1~9 月，公司分别实现营业收入总收入 2,639.93 亿元、3,339.56 亿元、3,679.32 亿元和 3,054.61 亿元。公司收入主要来

源于产品销售板块、工程施工板块和房产销售等，整体而言，收入规模逐年上升。

毛利率方面，2016-2018年和2019年1~9，公司的综合毛利率分别为3.78%、3.01%、3.43%和3.29%，呈现波动趋势，公司综合毛利率的波动主要跟收入结构、贸易产品行情以及工程结算进度等有关；随着2017年公司因业务调整剥离房地产板块，2017年和2018年房地产板块毛利率受结转进度和项目结转区域等影响，毛利率波动较大；由于2018年发行新增两家子公司，两家公司的营业收入及利润计入其他业务板块，导致该年其他业务毛利率上升较多。2019年1~9月公司综合毛利率略有下滑但总体保持稳定。

表 32：2016-2018 年和 2019 年 1-9 月公司毛利率情况

业务板块	2016	2017	2018	2019.1-9
产品销售	2.35%	2.07%	2.18%	2.44%
工程施工	4.40%	4.52%	4.10%	5.35%
房产销售	29.05%	9.77%	32.98%	33.33%
其他	11.77%	14.50%	23.99%	14.52%
主营业务毛利率	3.48%	2.77%	3.19%	3.04%
综合毛利率	3.78%	3.01%	3.43%	3.29%

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

注：受数据可获得性影响，2017年各板块毛利率采用当年期末数据披露

期间费用方面，2016-2018年及2019年1~9月公司期间费用合计分别为63.43亿元、72.60亿元、84.21亿元和66.24亿元，同期期间费用收入占营业总收入的比例为2.40%、2.17%、2.29%和2.17%，近年来期间费用收入比相对稳定。

表 33：2016-2018 年及 2019 年 1-9 月公司期间费用情况

单位：亿元、%

项目	2016	2017	2018	2019.1-9
销售费用	21.06	21.50	23.71	17.68
管理费用	30.93	32.85	39.54	29.50
财务费用	11.44	16.38	18.34	16.58
研发费用	0	1.86	2.62	2.48
期间费用合计	63.43	72.60	84.21	66.24
营业总收入	2,639.93	3,339.56	3,679.32	3,054.61
期间费用收入占比	2.40	2.17	2.29	2.17

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

利润总额方面，2016-2018年和2019年1~9月，公司利润总额分别为37.50亿元、44.69亿元、65.61亿元和55.61亿元，主要来自于经营性业务利润和投资收益。2016-2018年和2019年1~9月，公司经营性业务利润分别为30.03亿元、28.49亿元、43.93亿元和35.83亿元；同期投资收益为27.03亿元、18.92亿元、30.80亿元和21.49亿元，主要来自公司参股公司和处置股权产生的投资收益（参股公司如浙江产权交易所有限公司、杭州环水投资合伙企业（有限合伙）和浙江新东港药业股份有限公司等，处置股权如相关房地产项目公司、杭州信江科技发展有限公司和浙江省浙启元创业投资有限公司等）、以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产在持有期间取得的投资收益、可供出售金融资产持有期间取得的投资收益和处置可供出售金融资产形成的投资收益以及购买理财产生的收益。

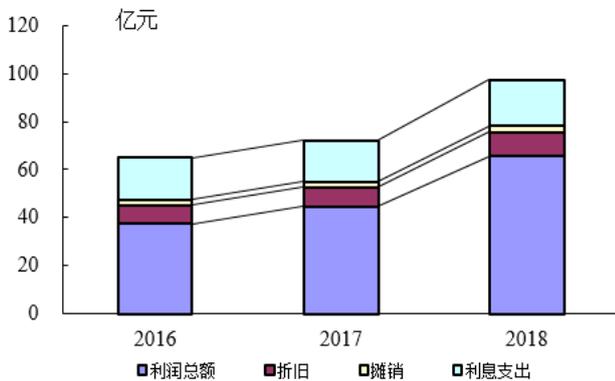
总的来看，近年来随着公司业务的逐步开展，其收入规模稳定增长，利润总额主要由公司经营性业务利润和投资收益，盈利能力较好。

偿债能力

经营活动现金流方面，2016-2018年和2019年1~9月，公司经营活动净现金流分别为0.49亿元、-115.75亿元、49.05亿元和-67.07亿元，2017年现金流出较大主要系受大宗商品行情回暖影响，子公司物产中大采购商品支出及存货等对资金占用规模均同比增加，加之公司下属融资租赁业务规模的扩大，导致公司经营活动净现金流流出较多；2019年1-9月，公司经营活动净现金流流出较多，受业务规模扩大及备货等原因影响，公司现金流状况依然呈现净流出状态。从经营性现金流对债务本息保障程度来看，2016-2018年以及2019年1~9月，公司经营活动净现金/总债务分别为0倍、-0.24倍、0.09倍和-0.14倍，2016-2018年公司经营活动净现金/利息支出分别为0.02倍、-6.52倍、2.33倍。整体来看，公司经营活动净现金流对债务本息覆盖能力有限。

获现能力方面，2016-2018年，公司 EBITDA 分别为 64.84 亿元、72.17 亿元和 97.42 亿元，主要由利润总额构成。从 EBITDA 对债务本息的保障来看，2016-2018 年末，公司总债务/EBITDA 指标分别为 6.98 倍、6.76 倍和 5.64 倍，同期的 EBITDA 利息倍数分别为 3.28 倍、4.07 倍和 4.62 倍，整体来看，EBITDA 对债务本息保障程度一般。

图 7：2016~2018 年公司 EBITDA 构成分析



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

表 34：2016~2018 年和 2019 年 9 月末公司偿债能力分析

	2016	2017	2018	2019.9
总债务 (亿元)	452.37	488.15	549.00	632.80
经营活动净现金 (亿元)	0.49	-115.75	49.05	-67.07
EBITDA (亿元)	64.84	72.17	97.42	-
总债务/EBITDA (X)	6.98	6.76	5.64	-
EBITDA 利息倍数 (X)	3.28	4.07	4.62	-
经营活动净现金/总债务 (X) *	0.00	-0.24	0.09	-0.14
经营活动净现金/利息支出 (X)	0.02	-6.52	2.33	-
资产负债率 (%)	75.00	73.70	71.72	72.78
总资本化比率 (%)	57.41	54.85	52.80	53.35

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

注：标*的指标三季度报数据已年化

银行授信方面，截至 2019 年 9 月末，公司从各主要合作金融机构获得综合授信额度为 2,371.06 亿元，尚未使用的授信额度达 1,700.09 亿元，备用流动性充足。

对外担保方面，截至 2019 年 9 月末，公司对外担保余额 4.44 亿元，担保对象主要为关联方浦

江富春紫光水务有限公司和浙江中大国安投资管理有限公司，担保金额较小，整体风险相对可控。

受限资产方面，截至 2019 年 9 月末，公司受限资产合计 231.17 亿元，占当期末净资产的 41.77%，主要为抵质押的货币资金、固定资产和长期应收款等。

截至 2019 年 9 月末，未决诉讼方面，公司及涉及的重大诉讼或仲裁案件，主要涉及物产中大和浙建集团，多以公司及其子公司为原告，且性质上均不属于为第三方提供担保引发的诉讼或仲裁。中诚信国际将持续关注公司相关未决诉讼进展情况、款项回收情况及其对公司盈利能力的影响。

整体来看，公司资产质量良好，收入结构多元化且规模大，抗风险能力较强，同时公司具有良好的融资渠道，融资能力较强，整体而言，公司偿债能力极强。

评级结论

综上所述，中诚信国际评定浙江省国有资本运营有限公司主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；评定“浙江省国有资本运营有限公司 2020 年公开发行短期公司债券（第一期）”的债项信用等级为 **A-1**。

中诚信国际关于浙江省国有资本运营有限公司 2020 年公开发行短期公司债券（第一期）的跟踪评级安排

根据中国证监会相关规定、评级行业惯例以及本公司评级制度相关规定，自首次评级报告出具之日（以评级报告上注明日期为准）起，本公司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，以对本期债券的信用风险进行持续跟踪。跟踪评级包括定期和不定期跟踪评级。

在跟踪评级期限内，本公司将于本期债券发行主体及担保主体（如有）年度报告公布后两个月内完成该年度的定期跟踪评级，并根据上市规则于每一会计年度结束之日起 6 个月内披露上一年度的债券信用跟踪评级报告；对于一年期内的固定收益类产品，本公司将于本期债券正式发行后的第六个月发布定期跟踪评级结果及报告。此外，自本次评级报告出具之日起，本公司将密切关注与发行主体、担保主体（如有）以及本期债券有关的信息，如发生可能影响本期债券信用级别的重大事件，发行主体应及时通知本公司并提供相关资料，本公司将在认为必要时及时启动不定期跟踪评级，就该事项进行调研、分析并发布不定期跟踪评级结果。

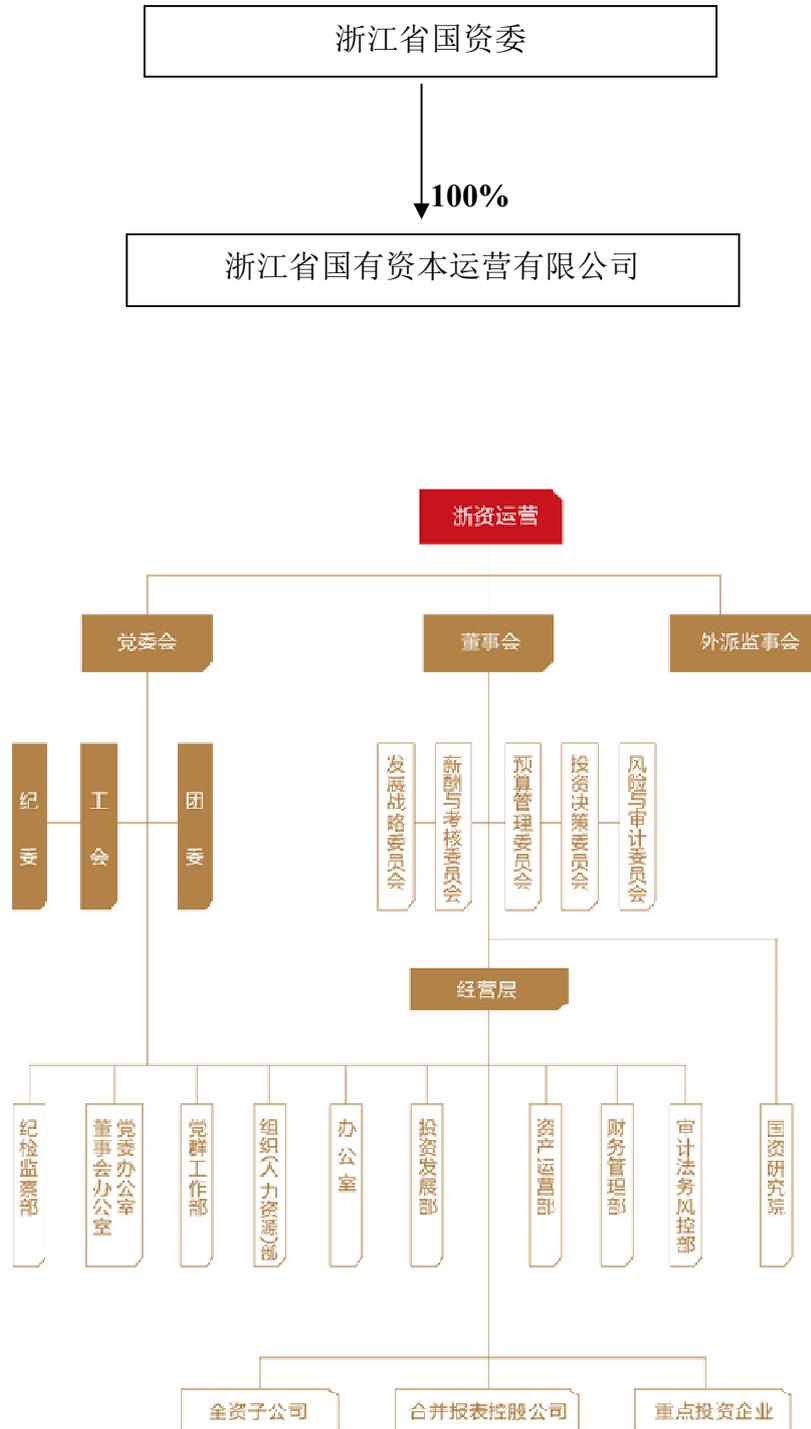
本公司的定期和不定期跟踪评级结果等相关信息将根据监管要求或约定在本公司网站（www.ccxi.com.cn）和交易所网站予以公告，且交易所网站公告披露时间不得晚于在其他交易场所、媒体或者其他场合公开披露的时间。

如发行主体、担保主体（如有）未能及时或拒绝提供相关信息，本公司将根据有关情况进行分析，据此确认或调整主体、债券信用级别或公告信用级别暂时失效。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2020 年 3 月 19 日

附一：浙江省国有资本运营有限公司股权结构图及组织结构图（截至 2019 年 9 月末）



资料来源：公司提供

附二：浙江省国有资本运营有限公司财务数据及主要指标（合并口径）

财务数据（单位：万元）	2016	2017	2018	2019.9
货币资金	1,799,422.84	2,054,626.46	2,319,975.92	1,969,453.34
应收账款净额	1,825,010.45	2,620,573.53	2,785,047.55	3,277,667.51
其他应收款	1,261,885.49	630,308.51	536,456.37	645,790.05
存货净额	2,773,418.61	2,814,834.39	3,217,989.73	3,851,289.42
长期投资	1,524,196.78	1,838,466.18	1,856,832.96	2,276,904.34
固定资产	767,033.46	903,604.51	1,039,259.17	984,989.22
在建工程	118,940.07	81,418.42	129,166.21	148,427.56
无形资产	197,629.41	217,035.00	298,602.39	275,082.55
总资产	13,422,719.93	15,281,886.69	17,352,630.90	20,334,913.24
其他应付款	1,067,172.26	906,302.17	1,116,312.72	1,266,090.01
短期债务	3,642,771.50	3,879,139.62	3,958,740.60	4,465,792.23
长期债务	880,953.90	1,002,368.99	1,531,223.88	1,862,247.40
总债务	4,523,725.39	4,881,508.61	5,489,964.48	6,328,039.63
净债务	2,724,302.56	2,826,882.14	3,169,988.57	4,358,586.29
总负债	10,066,575.67	11,263,207.99	12,445,844.75	14,800,490.67
费用化利息支出	172,836.82	173,251.90	192,807.02	185,881.61
资本化利息支出	24,705.68	4,165.96	17,945.52	-
所有者权益合计	3,356,144.27	4,018,678.71	4,906,786.15	5,534,422.57
营业总收入	26,399,296.43	33,395,618.39	36,793,203.98	30,546,053.00
经营性业务利润	300,328.16	284,851.40	439,324.17	358,280.64
投资收益	270,324.88	189,175.26	307,993.47	214,881.75
净利润	271,927.58	326,847.61	498,879.28	438,237.86
EBIT	547,821.38	620,124.04	848,871.61	741,978.91
EBITDA	648,356.39	721,654.06	974,168.36	-
经营活动产生现金净流量	4,850.37	-1,157,492.17	490,491.45	-670,714.36
投资活动产生现金净流量	-189,896.71	316,760.66	-79,254.67	-551,404.21
筹资活动产生现金净流量	288,503.25	835,205.56	-205,439.88	864,173.28
资本支出	193,715.73	343,680.79	330,578.14	144,979.52
财务指标	2016	2017	2018	2019.9
营业毛利率(%)	3.88	3.07	3.47	3.37
期间费用率(%)	2.40	2.12	2.22	2.17
EBITDA 利润率(%)	2.46	2.16	2.65	-
总资产收益率(%)	4.24	4.32	5.23	5.25*
净资产收益率(%)	8.55	8.05	11.08	8.39
流动比率(X)	1.03	1.01	1.05	1.03
速动比率(X)	0.72	0.72	0.74	0.73
存货周转率(X)	9.15	9.46	11.04	15.33
应收账款周转率(X)	14.47	18.61	13.21	18.64
资产负债率(%)	75.00	73.70	71.72	72.78
总资本化比率(%)	57.41	54.85	52.80	53.35
短期债务/总债务(%)	80.53	79.47	72.11	70.57
经营活动净现金/总债务(X)	0.00	-0.24	0.09	-0.14*
经营活动净现金/短期债务(X)	0.00	-0.30	0.12	-0.20*
经营活动净现金/利息支出(X)	0.02	-6.52	2.33	-
总债务/EBITDA(X)	6.98	6.76	5.64	-
EBITDA/短期债务(X)	0.18	0.19	0.25	-
EBITDA 利息倍数(X)	3.28	4.07	4.62	-
EBIT 利息保障倍数(X)	2.77	3.50	4.03	3.49

注：1、2019年三季度报未经审计；2、中诚信国际分析时将公司其他应付款、其他流动负债中的有息债务调整至短期债务，将长期应付款中的有息债务调整至长期债务；3、带*指标已经年化处理。

附三：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式	
资本结构	现金及其等价物(货币等价物)	=货币资金(现金)+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
	长期投资	=可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资
	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/交易性金融负债+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
	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)
	经营效率	存货周转率
应收账款周转率		=营业总收入/应收账款平均净额
现金周转天数		=应收账款平均净额×360天/营业收入+存货平均净额×360天/营业成本-应付账款平均净额×360天/(营业成本+期末存货净额-期初存货净额)
盈利能力	营业成本合计	=营业成本+利息支出+手续费及佣金成本+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
	营业毛利率	=(营业总收入-营业成本合计)/营业总收入
	期间费用率	=(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业总收入
	经营性业务利润	=营业总收入-营业成本合计-税金及附加-期间费用+其他收益
	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
	总资产收益率	=EBIT/总资产平均余额
	净资产收益率	=净利润/所有者权益合计平均值
	EBIT利润率	=EBIT/当年营业总收入
	EBITDA利润率	=EBITDA/当年营业总收入
现金流	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
	经调整的经营净现金流(CFO-股利)	=经营活动净现金流(CFO)-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	FCF	=经营活动净现金流-购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金-分配股利、利润或偿付利息支付的现金
	留存现金流	=经营活动净现金流-(存货的减少+经营性应收项目的减少+经营性应付项目的增加)-(分配股利、利润或偿付利息所支付的现金-财务性利息支出-资本化利息支出)
偿债能力	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
	利息支出	=费用化利息支出+资本化利息支出
	EBITDA利息保障倍数	=EBITDA/利息支出
	EBIT利息保障倍数	=EBIT/利息支出

注：“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”为金融及涉及金融业务的相关企业专用。根据《关于修订印发2018年度一般企业财务报表格式的通知》(财会[2018]15号)，对于已执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“长期投资=债权投资+其他权益工具投资+其他债权投资+其他非流动金融资产+长期股权投资”。

附四：信用等级的符号及定义

主体等级符号	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。

中长期债券等级符号	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。

短期债券等级符号	含义
A-1	为最高级短期债券，还本付息风险很小，安全性很高。
A-2	还本付息风险较小，安全性较高。
A-3	还本付息风险一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息风险较高，有一定的违约风险。
C	还本付息风险很高，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。