

浙江东方金融控股集团股份有限公司

2020 年公开发行公司债券(第一期)

跟踪评级报告



上海新世纪资信评估投资服务有限公司

Shanghai Brilliance Credit Rating & Investors Service Co., Ltd.

概述

编号:【新世纪跟踪(2020)100099】

评级对象: 浙江东方金融控股集团股份有限公司 2020 年公开发行公司债券(第一期)

20 东方 01

主体/展望/债项/评级时间

本次跟踪: AAA/稳定/AAA/2020 年 5 月 26 日

前次跟踪: -

首次评级: AAA/稳定/AAA/2019 年 9 月 11 日

主要财务数据及指标

项 目	2017 年	2018 年	2019 年
金额单位: 人民币亿元			
母公司口径数据:			
货币资金	3.21	2.88	3.02
刚性债务	10.46	17.17	23.24
所有者权益	101.03	91.72	108.07
经营性现金净流入量	8.41	-11.15	-13.54
合并口径数据及指标:			
总资产	191.15	183.63	217.67
总负债	83.95	85.43	96.85
刚性债务	16.97	24.91	35.56
所有者权益	107.19	98.19	120.82
营业总收入	98.11	107.18	117.27
净利润	7.42	7.79	9.68
EBITDA	11.24	11.41	13.36
资产负债率[%]	43.92	46.53	44.49
权益资本与刚性债务比率[%]	631.64	394.18	339.76
流动比率[倍]	1.09	1.05	1.31
现金比率[%]	53.09	86.11	71.68
净资产收益率[%]	7.85	7.59	8.84
EBITDA/利息支出[倍]	17.22	16.34	13.37
EBITDA/刚性债务[倍]	0.66	0.46	0.38

注 1: 根据浙江东方经审计的 2017-2019 年财务数据整理、计算;

注 2: 本评级报告除特别说明外, 所有数值保留两位小数, 若出现总数与各分项数值之和尾数不符的情况, 均为四舍五入所致。

分析师

李玉鼎 lyd@shxsj.com

王隽颖 wangjy@shxsj.com

Tel: (021) 63501349 Fax: (021) 63500872

上海市汉口路 398 号华盛大厦 14F

http://www.shxsj.com

评级观点

上海新世纪资信评估投资服务有限公司(以下简称“本评级机构”)对浙江东方金融控股集团股份有限公司(以下简称“浙江东方”、“该公司”或“公司”)2020 年公开发行公司债券(第一期)的跟踪评级反映了 2019 年以来浙江东方在金融牌照等方面保持优势, 同时也反映了公司在信用风险管理方面继续面临压力。

主要优势:

- **区域经济优势及股东支持。**浙江省经济发展水平较好, 民营经济活跃, 金融资源丰富, 浙江东方作为当地省属唯一的国有上市金控平台, 将持续受益于区域经济发展, 且可在政策、资本注入、业务协同等方面获得地方政府及浙江国贸的有力支持。
- **金融业务发展机遇。**浙江东方拥有信托、期货、融资租赁、股权投资等控股子公司, 以及人寿保险、私募基金管理等合营公司, 持牌金融机构及多元化的业务格局有利于提升公司的综合竞争力。
- **财务结构较为稳健。**2017 年资产重组完成后, 浙江东方的资产规模及资本实力均得到增长, 公司目前负债率较低, 且持有较为充裕的货币资金及易变现金融资产, 流动性管理能力较强。

主要风险:

- **经济及金融环境风险。**在宏观经济增速放缓及金融监管强化的环境下, 浙江东方旗下金融业务面临的政策调整风险及业务经营压力均有所上升。
- **金融资产价值波动。**浙江东方金融资产投资规模较大, 权益类资产价值受证券市场波动影响

较大。

- **风险管理压力较大。**浙江东方及其下属子公司业务范围涵盖信托、期货、融资租赁、直接投资等多项业务。公司业务范围广，管理难度较大。在宏观经济增速放缓的情况下，公司下属子公司浙金信托风险项目规模持续增加，其风险管理压力较大。

➤ 未来展望

通过对浙江东方及其发行的本期债券主要信用风险要素的分析，本评级机构给予公司 AAA 主体信用等级，评级展望为稳定；认为本期债券还本付息安全性很强，并给予本期债券 AAA 信用等级。

上海新世纪资信评估投资服务有限公司



浙江东方金融控股集团股份有限公司

2020 年公开发行公司债券(第一期)

跟踪评级报告

跟踪评级原因

按照浙江东方金融控股集团股份有限公司 2020 年公开发行公司债券(第一期)(以下简称“20 东方 01”)信用评级的跟踪评级安排,本评级机构根据浙江东方提供的经审计的 2019 年财务报表及相关经营数据,对公司的财务状况、经营状况、现金流量及相关风险进行了动态信息收集和分析,并结合行业发展趋势等方面因素,进行了定期跟踪评级。

浙江东方于 2020 年 1 月完成 20 东方 01 的发行,公司已发行债券情况见下表。

图表 1. 公司已发行债券概况

债项名称	发行金额(亿元)	期限(年)	发行利率(%)	起息日	本息兑付情况
20 东方 01	10.00	3	3.63	2020-01-14	无异常

资料来源:浙江东方

概况

浙江东方金融控股集团股份有限公司(600120.SH,以下简称“浙江东方”、“该公司”或“公司”)可追溯至 1988 年,其前身系中国纺织品进出口总公司浙江省针棉织品分公司,后经外经贸部批准更名为浙江省针棉织品进出口公司,是浙江省对外经济贸易合作厅所属从事针棉织品进出口业务国有省级专业外贸公司。1992 年,经浙股[1992]47 号文和浙股募[1992]13 号文批准,由浙江省针棉织品进出口公司独家发起,并向社会法人和内部职工定向募集股份,设立浙江东方股份有限公司,注册资本为 1.33 亿元,总股本为 1.33 亿股。1994 年,浙江东方股份有限公司更名为浙江东方集团股份有限公司,后于 1997 年 7 月经浙江省人民政府证券委员会批准,分立为浙江东方集团股份有限公司(该公司)和浙江东方集团控股有限公司。

1997 年 11 月,经中国证券监督管理委员会证发字[1997]507 号和证监字[1997]508 号文批准,该公司向社会公开发行人民币普通股 1050 万股,发行完成后公司总股份为 0.50 亿元,控股股东为浙江东方集团控股有限公司(持股 46.19%),实际控制人为浙江省国资委。2007 年 4 月,浙江省省属国有企业改革领导小组下发《关于荣大、中大、东方三家外贸集团公司合并重组改革总体方案的批复》(浙企改发【2007】3 号),批准浙江东方集团控股有限公司与浙

江中大集团控股有限公司、浙江荣大集团控股有限公司合并重组为新的国有独资集团公司，即浙江省国际贸易集团有限公司（以下简称“浙江国贸”）。

经多次增资扩股，截至 2020 年 3 月末，该公司股本为 15.91 亿元，控股股东为浙江国贸，实际控制人仍为浙江省国资委。

图表 2. 浙江东方前十大股东情况

序号	股东名称	持股数（亿股）	持股比例（%）
1	浙江省国际贸易集团有限公司	7.70	48.38
2	中国证券金融股份有限公司	0.78	4.90
3	浙江浙盐控股有限公司	0.70	4.40
4	中央汇金资产管理有限责任公司	0.41	2.57
5	华安基金-兴业银行-杭州市金融投资集团有限公司	0.28	1.76
6	全国社保基金一零二组合	0.14	0.88
7	芜湖华融融斌投资中心(有限合伙)	0.14	0.88
8	全国社保基金五零一组合	0.14	0.88
9	浙江中大集团投资有限公司	0.11	0.68
10	嘉实基金-农业银行-嘉实中证金融资产管理计划	0.08	0.48
合计	-	10.47	65.81

资料来源：浙江东方（截至 2020 年 3 月末）

2017 年，该公司以发行股份方式向浙江国贸购买其持有的浙商金汇信托股份有限公司（以下简称“浙金信托”）56% 股权、大地期货有限公司（以下简称“大地期货”）87% 股权及中韩人寿保险有限公司（以下简称“中韩人寿”）50% 股权；向浙江中大集团投资有限公司（以下简称“中大投资”）购买其持有的大地期货 13% 股权。通过本次资产重组，公司在原有融资租赁、直接投资和基金管理业务的基础之上，纳入信托、期货、人寿保险（合营）、财富管理等多家金融子公司，成为浙江省属第一家国有上市金控平台。2019 年末公司的经营范围涉及金融投资、国内外贸易、服装制造、跨境电商等领域，旗下拥有 46 家全资或控股子公司，业务遍及国内及海外市场。

截至 2019 年末，该公司经审计的合并口径资产总额为 217.67 亿元，负债总额为 96.85 亿元，所有者权益为 120.82 亿元；当年实现营业总收入 117.27 亿元，净利润 9.68 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 8.03 亿元）。

截至 2020 年 3 月末，该公司未经审计的合并口径资产总额为 230.83 亿元，负债总额为 110.17 亿元，所有者权益为 120.66 亿元；2020 年一季度公司实现营业总收入 17.84 亿元，净利润 0.51 亿元（其中归属于母公司所有者的净利润 0.30 亿元）。

业务

1. 宏观环境

2020 年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发、原油市场动荡影响下，境外金

融市场剧烈震荡，全球经济衰退概率大幅上升，主要经济体货币和财政政策均已进入危机应对模式，全球流动性风险暂缓但债务风险将有所抬头。受境内外疫情的冲击，国内经济增长压力陡增，宏观政策调节力度显著加大。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序仍处恢复状态，经济增长长期向好、保持中高速、高质量发展的大趋势尚未改变。

2020年以来，在新冠肺炎疫情全球爆发和原油市场动荡影响下，境外金融市场特别是美、欧等主要经济体的股票、能源及化工产品价格均出现大跌，全球经济衰退概率大幅上升。本轮金融市场暴跌的根本原因是全球金融危机后发达经济体货币政策长期宽松下，杠杆率高企、资产价格大幅上涨，而实体经济增长明显放缓，导致金融脆弱性上升。主要经济体货币及财政政策均已进入危机应对模式，其中美联储已将联邦基准利率下调至0且重启了量化宽松政策、欧洲央行和日本央行也推出了巨量的资产购买计划。空前的全球性政策宽松有利于暂时缓解流动性风险和市场的悲观情绪，但高杠杆下的资产价格下跌以及经营受阻引发的全球性债务风险将有所抬头。

境内外疫情的发展对国内经济增长造成了明显冲击，供需两端均大幅下滑，就业和物价稳定压力上升。在国内疫情基本得到控制的条件下，我国经济秩序正有序恢复，消费有望在需求回补以及汽车等促消费政策支持下逐步回稳；制造业投资与房地产投资持续承压，基建加码将有力对冲整体投资增长压力；对外贸易在海外疫情未得到控制前面临较大压力，贸易冲突仍是长期内面临的不稳定因素。规模以上工业企业的复工复产推进较快，工业结构转型升级的大趋势不变，而工业企业面临的经营压力较大。在高杠杆约束下需谨防资产泡沫风险以及中央坚定发展实体经济的需求下，房地产调控政策总基调不会出现较大变化但会呈现一定区域差异。我国“京津冀协同发展”、“长三角一体化发展”、“粤港澳大湾区建设”等区域发展战略不断落实，区域协同发展持续推进。

为应对国内外风险挑战骤升的复杂局面，我国各类宏观政策调节力度显著加大。积极的财政政策更加积极有为，财政赤字率的提高、特别国债的发行以及地方政府专项债券规模增加为经济的稳定增长和结构调整保驾护航；地方政府举债融资机制日益规范化、透明化，稳增长需求下地方政府的债务压力上升但风险总体可控。稳健货币政策更加灵活适度，央行多次降准和下调公开市场操作利率，市场流动性合理充裕，为经济修复提供了宽松的货币金融环境；再贷款再贴现、大幅增加信用债券市场净融资规模以及贷款延期还本付息等定向金融支持政策有利于缓解实体经济流动性压力，LPR报价的下行也将带动实体经济融资成本进一步下降。前期的金融监管强化以及金融去杠杆为金融市场在疫情冲击下的平稳运行提供了重要保障，金融系统资本补充有待进一步加强，从而提高金融机构支持实体经济的能力和抗风险能力。

同时，疫情并未改变我国深化对外开放和国际合作的决心，中美第一阶段协议框架下的金融扩大开放正在付诸行动，商务领域“放管服”改革进一步推

进，外商投资环境持续优化，将为经济高质量发展提供重要动力。资本市场中外资持有规模持续快速增长，在主要经济体利率水平较低及我国资本市场开放加快的情况下，人民币计价资产对国际投资者的吸引力不断加强。

我国经济已由高速增长阶段转向中高速、高质量发展的阶段，正处在转变发展方式、优化经济结构、转换增长动力的攻关期。2020年，是我国全面建成小康社会和“十三五”规划收官之年，“坚持稳字当头”将是我国经济工作以及各项政策的重要目标。短期内，疫情对我国经济造成的冲击在一揽子宏观政策推动下将逐步得到缓释。从中长期看，随着我国对外开放水平的不断提高、创新驱动发展战略的深入推进，我国经济的基本面有望长期向好并保持中高速、高质量发展。同时，在地缘政治、国际经济金融面临较大的不确定性以及国内杠杆水平较高的背景下，我国的经济增长和发展依然会伴随着区域结构性风险、产业结构性风险、国际贸易和投资的结构性摩擦风险以及国际不确定性冲击因素的风险。

2. 公司所处区域及行业经济环境

浙江东方业务涉及信托业务、期货经纪业务、融资租赁业务等方面，浙江省经济状况、信托、期货和融资租赁行业环境将对其业务经营具有重要影响。

(1) 浙江省区域经济及财政环境

浙江省地理位置优越，整体经济发展水平居全国前列，民营经济发达。近年来省内经济运行稳中向好，三大需求平稳增长，产业结构不断优化，供给侧结构性改革持续显效。

浙江省地处中国经济最为发达和活跃的长江三角洲，紧临我国经济中心上海，是我国重要的出海口和通商口岸。依托优越的地理位置，浙江省经济较为发达，各主要经济指标处于全国各省（自治区）前列。浙江省产业结构较为均衡。2019年浙江省三次产业结构占比为3.4：42.6：54.0。浙江省第二产业以纺织服装、化工和设备制造业为支柱产业，国民经济行业分类中各大类行业总产值占比均不超过10%，行业分散度较高；第三产业以批发和零售业、金融业、房地产业和交通运输、仓储和邮政业等为主。

浙江省财政综合财力雄厚，综合财力处于全国前列。2019年全省实现一般公共预算收入7048亿元，其中收入中税收占比为83.7%，一般公共预算收入稳定性强。从经济运行看，全省经济运行稳中向好，三大需求平稳增长，产业结构不断优化，供给侧结构性改革继续深化。2019年，全省固定资产投资增速有所回升，投资结构持续优化。固定资产投资同比增长10.1%。非国有投资增长6.8%，占66.0%；民间投资增长7.2%，占61.5%。消费市场平稳运行，新兴消费较快发展。全年社会消费品零售总额27176亿元，比上年增长8.7%；批零单位通过公共网络实现的商品零售额增长25.6%。外贸回暖态势明显。全年货物进出口总额30832亿元，比上年增长8.1%。其中，出口23070亿元，

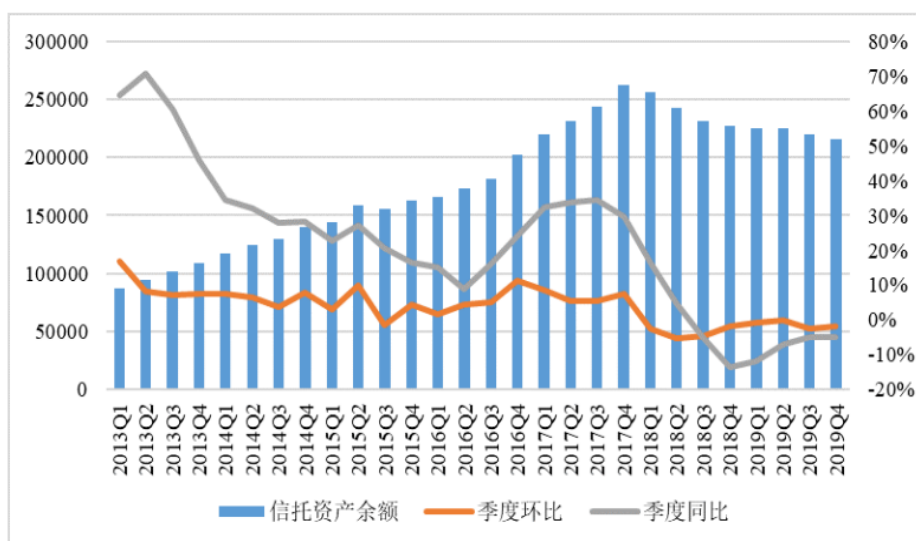
增长 9.0%，出口占全国的 13.4%，份额比上年提高 0.5 个百分点；进口 7762 亿元，增长 5.8%。民营经济出口 18415 亿元，增长 11.5%，占出口总额的 79.8%，比重比上年提高 1.8 个百分点。工业经济稳中向好。全年规模以上工业增加值 16157 亿元，比上年增长 6.6%。其中，国有及国有控股企业增长 4.7%，私营企业增长 8.0%；外商投资企业增长 2.1%，港澳台商投资企业增长 6.1%。供给侧结构性改革深入推进。规模以上工业企业产能利用率为 81.3%。规模以上工业中，高耗能行业增加值增长 7.1%，按可比价计算占 35.3%。年末商品房待售面积比上年末下降 12.8%，其中，商品住宅待售面积下降 17.8%。规模以上工业企业资产负债率为 55.1%，规模以上服务业企业资产负债率为 53.8%。全年规模以上工业企业每百元营业收入中的成本为 83.57 元，下降 0.38 元。交通、生态保护和环境治理业、科学研究和技术服务业投资分别增长 16.3%、19.5% 和 99.1%。

(2) 信托行业运营环境

近两年来，监管部门加大信托通道乱象整治、引导信托业回归本源，随着监管强化和金融去杠杆，信托资产规模明显收缩，后随着资产管理行业过渡期监管边际放松，信托业规模负增长的步伐放缓，但 2019 年下半年通道业务和房地产业务监管加压，信托业务结构随之调整，行业转型压力上升。在信用分层继续、信用事件仍频发的背景下，2019 年信托风险项目规模仍呈扩散化趋势，整体信托风险规模大幅上升，信托公司风控能力亟待加强。

信托业与宏观经济、金融环境具有高度的相关性，金融危机后宏观经济由高速增长阶段转入新常态，经济刺激政策激发了强劲的融资需求，银行业接轨巴塞尔协议 III 推进审慎监管，金融分业监管滋生了监管规避和套利空间，并恶化于同业杠杆的高企，期间信托业发展呈现出较为鲜明的阶段性特征。2010-2012 年，在银行信贷资源受到严格管控的情况下，依托跨市场投资的牌照优势、信托制度本身的风险隔离优势以及刚性兑付的隐形保证，信托公司为政府融资平台和房地产企业旺盛的融资需求提供了交易安排，信托资产季度环比增速维持在 15% 以上的高位，年复合增长率为 56.75%。2013 年至 2016 年上半年，在金融业鼓励创新、放松管制的政策导向下大资管放开，券商资管和基金子公司非标业务快速扩张，银信合作业务在监管限制下变形为银证信合作、银基信合作，而宏观经济下行、股票市场剧烈动荡中伞形信托的清理均对信托业产生较大影响，但期间信托资产规模仍稳定攀升，2013-2015 年复合增长率为 22.26%。进入 2016 年下半年，金融监管以降杠杆、防风险为主，证监会规范券商资管及基金子公司的风险监督，通道资金开始回流至信托，信托资产环比增速明显回升。进入 2016 年下半年，金融监管以降杠杆、防风险为主，证监会规范券商资管及基金子公司的风险监督，通道资金开始回流至信托，信托资产环比增速明显回升。2016 年末，信托资产规模突破 20 万亿元，2017 年末进一步增至 26.25 万亿元，较上年末的增幅为 29.81%。

图表 3. 信托资产规模及增速情况（单位：亿元）



资料来源：中国信托业协会

2017 年底，以资管新规征求意见稿的发布为标志，金融监管顶层设计不断完善，资产管理行业统一监管、去杠杆去通道、打破刚兑的政策趋势强化，银行业面临高压监管，资管细分行业跨业竞争进一步规范化。银行表内同业负债和表外融资的监管不断强化，对通道类业务产生挤出效应；监管部门直接约束非标投向，银信业务也面临更有力的窗口指导，在地方政府平台融资平台和房地产等领域尤为明显。在前期监管不断加码的背景下，2018 年以来信托业的通道业务受到压制，信托资金来源在重要的机构交易对手面临严监管的背景下也受限，信托公司整体经营面临冲击，信托资产规模降幅明显。但随着资产管理系列政策的正式落地，资产管理业务过渡期监管边际放松，信托资产规模收缩压力有所减轻。2018 年，信托资产规模持续下降，当年末信托资产规模为 22.70 万亿元，较上年末减少 13.50%。

监管部门不断通过现场检查、监管评级、窗口指导等方式，督促信托公司由高速增长向高质量发展转变。据媒体报道，2019 年 7 月银保监会对部分信托公司窗口指导，针对近期部分房地产信托业务增速过快、增量过大的信托公司展开约谈示警要求控制房地产信托业务增量和增速。同期，银保监会向各银保监局信托监管处室（辽宁、广西、海南、宁夏除外）下发信托部关于进一步做好下半年信托监管工作的通知，要求禁止信托公司继续开展违反资管新规要求，为各类委托方监管套利、隐匿风险提供便利的通道业务；督促信托公司依法依规开展房地产信托业务，提高风险防控前瞻性和主动性，控制业务发展增速；引导信托公司根据金融服务供给侧结构性改革的需要，大力发展具有直接融资特点的资金信托，服从国家宏观调控要求，为实体经济提供针对性强、附加值高的金融服务。2019 年，信托公司在 4 月、8 月及 12 月开展了三轮风险排查，其中第三轮风险排查重点为主动管理类信托业务的非标资金池信托、融资类信托和金融同业投资信托等；事务管理类信托业务的金融同业信托通道业务和资产证券化业务；固有业务的固有资产质量、固有负债水平及拨备计提情况等。在监管持续收严的环境下，2019 年下半年信托资产规模降幅扩大，

年末信托资产规模为 21.6 万亿元，较上年末下降 4.85%。

信托资金运用方面，近两年来在信托资产总量收缩的背景下，实体信托规模也呈现下降趋势，但占比持续攀升，行业脱虚向实的效果初显。具体来看，信托资金运用于交易性金融资产、可供出售及持有至到期金融资产、买入返售等占比持续下降，表明嵌套产品的增长趋势得到一定扭转；运用于贷款及长期股权投资的占比不断提高，信托资金向支持实体经济倾斜。从行业投向来看，2017 年末，信托资产的投向占比排名依次为工商企业 27.84%、金融机构 18.76%、基础产业 14.49%、证券市场 14.15% 和房地产 10.42%。2018 年末，资金信托运用结构为工商企业 29.90%、金融机构 15.99%、基础产业 14.59%、证券市场 11.59% 和房地产 14.18%，其中房地产信托资金占比明显上升，金融机构和证券市场信托资金占比则相应下降。2019 年上半年，房地产融资条件仍较为紧张，非标融资需求旺盛，随后房地产信托业务监管加码，抑制了下半年房地产信托的放量增长。2019 年末，资金信托资金投向行业占比为工商企业 30.60%、金融机构 13.96%、基础产业 15.72%、证券市场 10.92% 和房地产 15.07%。

近年来，宏观经济下行压力加大，在政策调控的影响下，流动性冲击引发的信用风险加速暴露，信托行业违约风险亦有所上升。从风险资产规模和风险项目数量的变动来看，2019 年末信托行业风险资产规模为 5770.47 亿元，较上年末增加 159.71%；风险项目个数为 1547 个，较上年末增加 675 个。基于对于公开信息的整理，发生风险事件的信托产品受益人从仅为民营企业扩散至大型国有企业乃至省级政府融资平台；业务类型从通道业务扩散至非通道业务。整体来看，信托业风险呈扩散化趋势，或与民营企业违约激增、城投平台非标违约频发以及房地产融资渠道收紧相关。在打破刚性兑付、信用利差扩大、违约风险加剧之下，中低评级发行人再融资压力加大，信托风险持续暴露的压力依然存在。

(3) 期货行业运营环境

我国期货市场起步较晚，期货品种仍然较少，未来发展空间较大。目前期货公司业务模式相对单一，对期货经纪带来的手续费收入和利息净收入的依赖度高，盈利水平易受市场景气度影响，周期性波动明显。随着证监会推动以净资本为核心的风险监控指标体系，以及对期货公司分类监管思路的贯彻执行，行业内部分化日趋明显，市场集中度逐步提升。

在近期外部经济环境复杂多变的背景下，我国期货市场波动较大，期货公司面临的外部环境不确定性因素在增多，但总体运行仍较平稳。根据中期协统计数据，近年来，受金融期货限仓政策及期货保证金调整影响，我国期货市场期货成交量成交额及成交量均有所波动。

在期货市场规模大幅波动、监管政策趋严以及市场竞争日益激烈的情况下，我国期货行业的业绩表现亦出现一定波动，但总体运行仍较平稳，手续费

在经历短期的波动之后逐步企稳回升。

随着中国证监会推动以净资本为核心的风险监管指标体系，以及对期货公司分类监管思路的贯彻执行，我国期货行业的内部分化日趋明显，市场集中度逐步提升。我国期货行业集中度较低，难以形成规模效应。在以净资本为核心的风险监管指标体系下，期货公司扩大业务规模、经营各类业务的资格条件均与其净资本规模挂钩。但目前我国期货公司同质化竞争现象仍较严重，市场竞争日趋激烈，行业创新转型需求仍较大，优质期货公司具备创新业务先试先行、资本实力、业务规模、人才引进等多方面的优势，呈现强者恒强的态势。未来国内期货公司最终易形成少数几家具有综合竞争力的大型期货公司及在某些细分市场具有竞争优势的中小期货公司并存的行业格局。

受市场发展水平和监管环境影响，国内期货公司业务模式相对单一，对期货经纪带来的手续费收入和利息净收入的依赖度高，盈利水平易受市场景气度影响，周期性波动明显。手续费收入与我国期货市场的交易量、交易额高度相关，期货市场的交易规模直接影响我国期货公司的总体收入和利润水平。由于我国期货行业的同质化竞争日益加剧，降低手续费率成为近年来行业内竞争的主要手段，行业平均手续费率逐年下降。

近年来，我国期货市场的监管政策在积极应对市场异常波动，加强监管执法力度的同时，继续保持市场监管转型的思路不变，在风险可控、规范发展的基础上陆续推动期货产品和业务创新。创新业务的陆续推出有利于丰富期货公司的收入来源，改善业务结构；同时，还可以促进行业内部的差异化竞争，有效缓解目前以手续费率为主要手段的竞争模式，为期货公司实现从纯粹的交易通道中介向衍生品金融服务商的转型提供了机遇，推动行业向差异化竞争转型。期货行业是产品推动型行业，其成长性很大程度决定于期货交易品种的增长。随着市场中交易品种的增加，交易参与主体的数量和活跃度将会提升，整个期货市场的交易量将随之进一步扩大。

随着我国期货行业法规体系、监管体系的日渐成熟和分类监管的正式实施，我国期货公司的内部控制体系和风险防范能力得到了显著提升，但期货业务的日趋复杂，创新业务的陆续推出对期货公司风险管理、内部控制能力提出了越来越高的要求。此外，虽然近年来我国期货公司资本规模、内部控制体系和风险防范能力有了显著提升，但与银行、保险公司和证券公司相比，国内期货公司的资本金整体来看规模偏小，而金融行业是资本密集型的行业，净资本规模偏小很难抵御较大的经营风险。

(4) 融资租赁行业运营环境

近年来，我国融资租赁行业处于爆发式增长阶段，市场参与者和业务规模逐年扩大。2020年1月，银保监会下发了《融资租赁业务经营监管管理暂行办法（征求意见稿）》，正在向业内征求意见。《征求意见稿》对融资租赁公司业务范围和融资渠道提出要求，制定了一系列监管指标，并要求对存量融资租

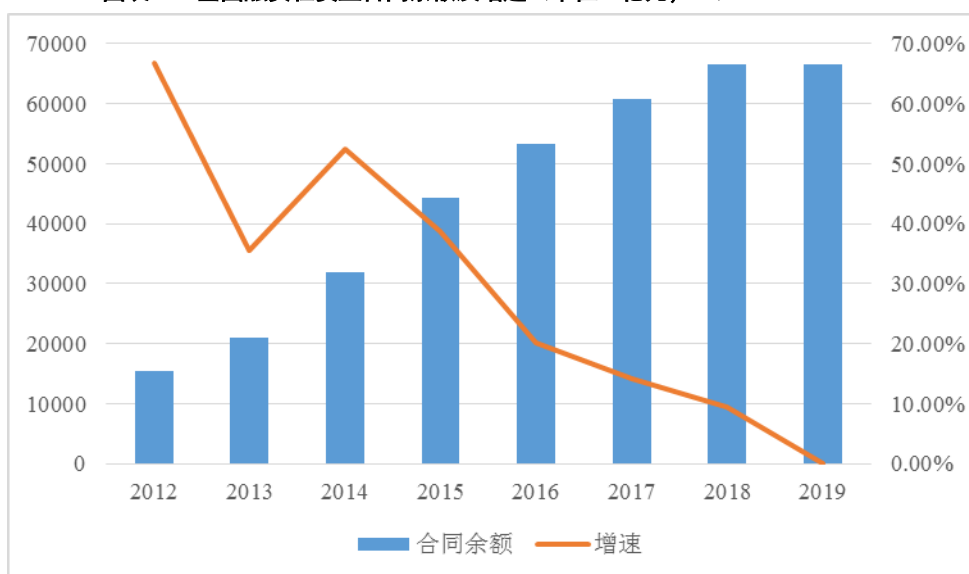
赁企业进行分类并进行清理，监管环境有所收紧。

目前，我国融资租赁公司业务以售后回租为主，具有较为明显的类信贷特点，各类融资租赁公司之间竞争较为激烈。租赁公司投放资产的行业分布较为广泛，客户集中度普遍较高，不利于风险的分散。资金融通方面，我国融资租赁公司的资金主要来源于银行借款，但因金融租赁公司是持牌金融机构，其融资渠道更为广泛。随着政策层面的放开和资本市场的成熟，融资租赁公司逐步通过发行债券、资产证券化产品在资本市场进行直接融资。融资租赁公司的融资成本因信用资质的不同分化较为明显。

融资租赁行业在发达国家是与“银行信贷”、“资本市场”并驾齐驱的三大金融工具之一，在国家经济和金融体系发展中扮演着重要的角色。我国现代租赁业始于二十世纪八十年代初，主要为进口先进设备及技术提供资金。由于行业及监管结构重整，租赁业于九十年代经历了一段停滞时期。顺应中国加入世界贸易组织的开放承诺，随着中国政府多项法律及法规政策的颁布，2004年以来，我国融资租赁行业开始步入发展正轨，并于2009年起进入快速发展阶段。2015年以来，随着国家各项扶持、鼓励融资租赁行业发展政策的出台，融资租赁行业进一步呈现爆发式增长。

近年来，在产业升级、城镇化进程的积极推进下，公共基础设施、医疗教育和交通运输等投资需求旺盛，我国租赁行业经历高速增长，2010年至2017年7年间，融资租赁合同余额年复合增速达到36.18%。但2018年以来，受行业监管体制和会计准则即将发生重大变化等因素影响，融资租赁企业数量、注册资本和租赁业务合同余额的增速明显减缓，为2006年以来的最低。根据中国租赁联盟、联合租赁研发中心和天津滨海融资租赁研究院统计，截至2019年末，全国融资租赁企业（不含单一项目公司、分公司、SPV公司和收购海外的公司）总数约为12130家，注册资本金33255.00亿元，融资租赁业务合同余额66540.00亿元。

图表 4. 全国融资租赁业合同余额及增速（单位：亿元，%）



资料来源：WIND，中国租赁联盟，联合租赁研发中心，天津滨海租赁研究院

融资租赁有融资和融物相结合的特点。经过近年来的快速发展，我国融资租赁行业已经取得了较大的发展成就，行业参与主体的数量和市场容量均大幅上升，但相较于我国的总投资额而言，租赁业务的体量仍处于较低水平。与发达国家相比，国内融资租赁行业的发展仍处在初级阶段，这突出体现在两个方面，一个方面是市场渗透率较低，另一方面是业务层次不高。根据世界租赁报告的统计，截至 2017 年末，绝大部分发达国家融资租赁渗透率均超过 10%，美国长期维持在 20% 以上。然而，截至 2017 年底，我国融资租赁渗透率为 6.8%，与发达国家 15%-30% 的租赁渗透率相比，仍有较大的发展空间。

相较于银行、证券、保险等传统金融机构，融资租赁行业监管体系建设相对滞后，可以分为多头监管和统一监管两个阶段。在 2018 年 4 月之前，我国租赁行业的监管呈现出“一个市场、两套监管体系、三种企业准入标准”的特征，其中银保监会¹负责金融租赁公司监管；商务部负责内资试点融资租赁公司（以下简称“内资租赁公司”）和外商投资融资租赁公司（以下简称“外商租赁公司”）的管理。两大监管体系的监管思路和监管措施呈现出明显的差异。金融租赁公司的监管主要依据是《金融租赁公司管理办法》，对内资和外资融资租赁的监管的法律依据主要是商务部 2013 年 9 月 18 日发布的《融资租赁企业监督管理办法》（商流通发[2013]337 号）。相较银监会监管系统而言，商务部对各类融资租赁公司的监管相对宽松，且随着“简政放权”的推进，相关审批流程不断简化，准入标准相应下降。

为了有效防范和化解融资租赁行业风险隐患，减少监管套利空间，2018 年 5 月，商务部发布《关于融资租赁公司、商业保理公司和典当行管理职责调整有关事宜的通知》（商办流通函[2018]165 号），将制定融资租赁公司经营和监管规则的职责划归银保监会。至此，融资租赁公司统一归口监管，但基

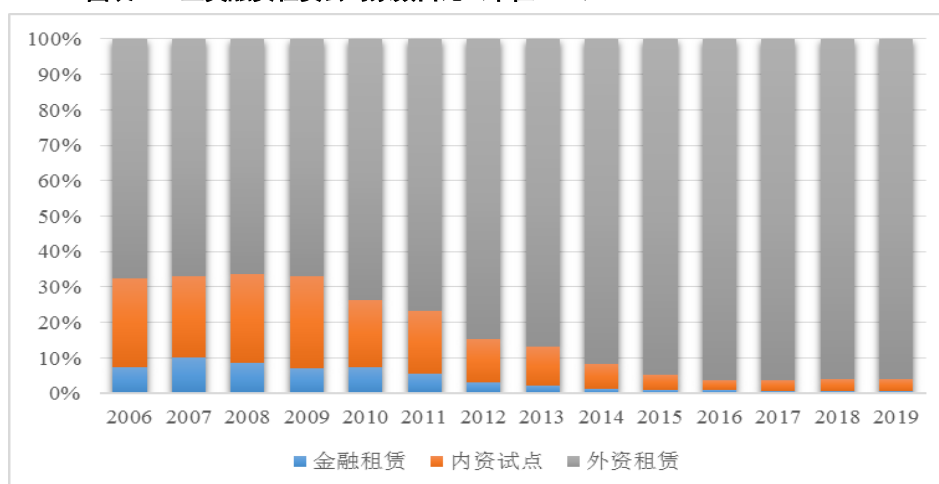
¹原银监会

于监管效率和成本上的考虑，除金融租赁公司继续直接由中央金融管理部门或其派出机构监管外，外商租赁公司和内资租赁公司将由地方金融监管部门实施监管。

2020年1月，为引导融资租赁公司合规经营，明确市场定位，落实监管责任，强化监督管理，促进融资租赁行业规范发展，银保监会下发了《融资租赁业务经营监督管理暂行办法（征求意见稿）》（以下简称《征求意见稿》），正在向社会公开征求意见。《征求意见稿》对融资租赁公司业务范围和融资渠道提出要求，制定了一系列监管指标，主要包括融资租赁公司风险资产总额不得超过净资产的8倍，对单一承租人的全部融资租赁业务余额不得超过净资产的30%；单一集团的全部融资租赁业务余额不得超过净资产的50%；对一个关联方的全部融资租赁业务余额不得超过净资产的30%；对全部关联方的全部融资租赁业务余额不得超过净资产的50%；对单一股东及其全部关联方的融资余额不得超过该股东在融资租赁公司的出资额，且应同时满足本办法对单一客户关联度的规定等。征求意见稿的发布，将对融资租赁公司的业务、盈利等方面产生较大影响。

除对租赁公司的融资渠道和监管指标提出要求外，《征求意见稿》还要求对存量的融资租赁公司进行分类清理。《征求意见稿》要求地方金融监管部门按照经营风险、违法违规情形将辖内融资租赁公司划分为正常经营、非正常经营和违法违规经营等三类，并提出分类处置意见。

由于设立门槛与监管要求存在一定差异，目前各类租赁公司发展存在一定的不均衡性。其中，金融租赁公司数量较少，且由于审批较严，增速相对较慢。内资租赁公司增速较为平稳，2017年以来，随着相关审批权限的下放，数量增幅较为明显。外商租赁公司由于设立门槛相对较低，数量占比最高，发展速度最快；但部分企业也存在无实际开展业务、违法经营等问题。截至2019年6月末，金融租赁公司、内资租赁公司和外商租赁公司数量占比分别为0.58%、3.37%和96.04%。然而在实际业务量方面，金融租赁公司业务规模占比却最高，外商租赁公司的业务规模占比并未因公司数量的大幅增长而提升。以租赁合同余额为例，截至2019年末，金融租赁、内资租赁和外商租赁三类租赁公司租赁合同余额占比分别为37.62%、31.27%和31.11%。整体来看，租赁公司竞争格局呈现出金融租赁公司数量少但业务体量较大、外商租赁公司数量和业务量占比明显不匹配的特点。

图表 5. 三类融资租赁公司家数占比（单位：%）


资料来源：中国租赁联盟，联合租赁研发中心，天津滨海融资租赁研究院，新世纪评级整理

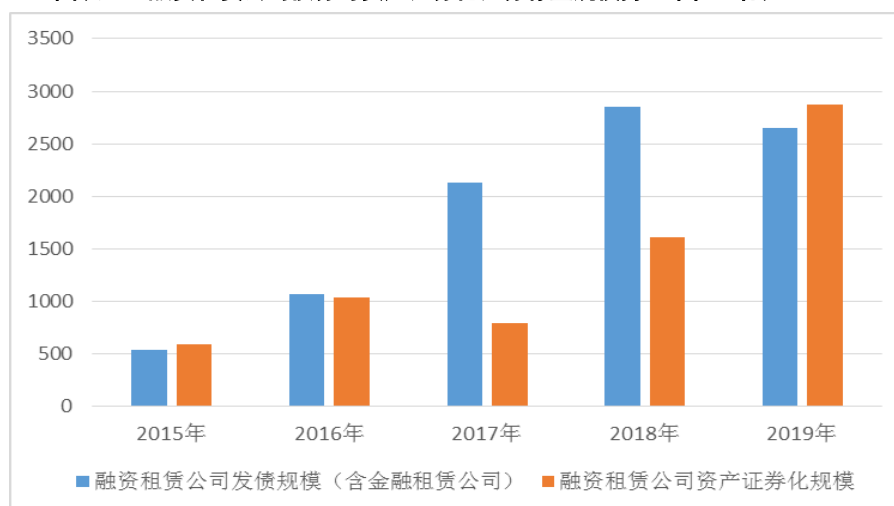
目前，国内融资租赁公司主要从事融资租赁业务。业务模式以售后回租为主，“类贷款”特征明显。为实现利润最大化，经营贷款或“类贷款”业务的公司普遍有做大规模、下沉客户层级、加大期限错配程度的冲动。此外，由于行业监管相对宽松，产能过剩行业、融资平台公司等融资受限的主体转向融资租赁公司融资。由于类信贷业务主要是向承租人提供资金，最主要的竞争力为利率水平，我国各类背景的融资租赁公司业务差异化程度相对较低，且融资租赁公司多为全国范围内展业，竞争较为激烈。业务投放方面，融资租赁业务投放领域较为广泛，包括交通运输、仓储和邮政业、能源行业、基础设施及不动产行业、通用机械设备行业、工业装备行业、医疗制药行业和建筑工程行业等等，不同行业收益率差异较大。此外，由于大部分租赁公司人员相对精简，杠杆水平相对较高，融资租赁公司客户集中度相对较高，不利于风险的分散。

国内融资租赁公司的资金主要来源于银行贷款等传统融资方式。各类融资租赁公司因资源禀赋不同，融资渠道存在一定差异。金融租赁公司因持有金融牌照，根据《金融租赁公司管理办法》，进行同业拆借等业务，且由于金融租赁公司信用资质普遍强于商业租赁公司，其融资渠道较一般商业租赁公司更为广泛。直接融资方面，随着政策层面的放开和资本市场的成熟，融资租赁公司的融资渠道逐步多元化：2009年8月，中国人民银行和银监会共同发布公告，允许合格的金融租赁公司在银行间债券市场发行金融债券；而其他融资租赁公司纷纷通过公开发行股份并上市、国内发行债券、赴香港发行人民币点心债、发行资产管理计划、进行境外借款以及与信托公司合作等多种方式获取资金，支持业务高速发展。其中，2014年以来，随着国内债券市场的高速发展，直接融资渠道已成为融资租赁公司重要的融资方式。据 Wind 统计，2016-2019 年国内融资租赁公司（含金融租赁公司）债券发行规模²分别为 1071.30 亿元、2130.10 亿元、2849.72 亿元和 2653.80 亿元（其中金融租

²不含资产证券化产品

赁公司债券发行规模分别为 280.00 亿元、519.00 亿元、903.00 亿元和 648.00 亿元)。此外,以租赁租金为基础资产的资产证券化产品规模亦呈现井喷状态,2016-2019 年,发行规模分别为 1035.23 亿元、793.21 亿元、1603.81 亿元和 2874.62 亿元,分别占同期企业资产证券化规模的 22.13%、9.99%、8.01% 和 6.10%。随着融资渠道的扩宽,融资租赁公司负债管理工具进一步丰富。但是也需要关注到,近年来,在我国金融供给侧改革逐步推进的背景下,类金融行业面临的监管环境正在逐步收紧,未来,融资租赁公司面临的流动性管理难度或将进一步加大。

图表 6. 融资租赁公司债券与资产证券化证券存量规模持 (单位: 亿元)



资料来源: WIND, 新世纪评级整理

融资成本方面,由于大部分金融租赁公司股东背景较强,注册资本金和业务规模相对较大,信用资质相对较好,融资成本低于商业租赁公司。对于非持牌的商业租赁公司,根据股东背景、资本金规模、业务体量、业务投向、风控能力和盈利状况等因素,融资成本会有较为显著的差异。

3. 业务运营

该公司形成了金融、类金融业务与传统商贸共同发展的多元业务格局。近年来,在原有融资租赁及投资业务的基础之上,公司纳入信托、期货、人寿保险等多家金融子公司,金融业务板块持续发展;商贸业务规模较易受市场环境影响,盈利贡献较弱。未来公司将推动公司各板块的业务协同、金融和类金融板块的创新发展以及商贸板块的整合重组。

该公司早期主要从事商业贸易,涉及进出口贸易及内贸业务;公司自 2008 年开始从事直接投资,包括非上市公司的股权投资及上市公司的定增投资,并逐步培育、提升私募基金管理能力;公司于 2012 年投资设立国金租赁,涉足融资租赁业务;期间公司还涉足少量房地产业务,形成了以商贸为主、类金融为辅的业务模式。2017 年公司完成资产重组,通过浙金信托、大地期货、中韩人寿(合营)分别经营信托、期货和人身险业务,转变为“金控+商贸”的

发展思路，形成了金融和类金融业务与传统商贸共同发展的多元业务格局。

综合来看，近年来在原有类金融业务的基础之上，该公司纳入信托、期货、人寿保险等多家金融子公司，金融业务板块得到有力促进；商贸业务规模较易受市场环境的影响，盈利贡献较弱。目前公司经营范围涉及金融服务、国内外贸易、服装制造、跨境电商等领域。截至 2019 年末，公司旗下拥有 30 多家全资或控股子公司，近 20 家参股公司，业务遍及国内及海外市场。2017-2019 年，公司各业务板块营业收入及营业毛利润情况如下表所示。

图表 7. 浙江东方收入结构情况（单位：亿元，%）

营业收入	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
金融及类金融	20.93	21.33	45.21	42.18	68.71	58.59
商品流通	74.90	76.34	60.77	56.70	38.82	33.10
其他	2.42	2.47	1.27	1.18	10.33	8.81
抵消	-0.13	-0.13	-0.07	-0.06	-0.59	-0.50
合计	98.11	100.00	107.18	100.00	117.27	100.00
营业毛利润	2017 年		2018 年		2019 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
金融及类金融	5.82	61.34	9.85	85.46	11.49	61.50
商品流通	2.56	26.99	1.17	10.13	2.38	12.75
其他	0.65	6.80	0.31	2.73	3.50	18.74
抵消	0.46	4.87	0.19	1.68	1.31	7.01
合计	9.49	100.00	11.53	100.00	18.69	100.00

资料来源：浙江东方

（1）金融业务

该公司主要通过多家金融类子公司、合营公司等分别经营信托、期货、人身险、基金管理、直接投资、融资租赁、财富管理等金融和类金融业务。

图表 8. 公司金融业务主要持股情况（单位：亿元、%）

机构名称	简称	注册资本	公司持股比例	备注
浙商金汇信托股份有限公司	浙金信托	17.00	78.00	控股子公司
大地期货有限公司	大地期货	2.40	100.00	全资子公司
浙江国金融资租赁股份有限公司	国金租赁	0.80 亿美元	91.57	控股子公司
浙江般若资产管理股份有限公司	般若理财	1.00	100.00	全资子公司
中韩人寿保险有限公司	中韩人寿	10.00	50.00	合营公司

资料来源：浙金东方（截至 2019 年末）

A. 信托业务

信托业务是该公司主要利润来源之一，由浙金信托开展。浙金信托成立于 1993 年 5 月，前身为金华市信托投资公司。2017 年，浙江东方通过发行股份购买资产的方式获得浙金信托 56% 股份成为其第一大股东并募集配套资金向浙金信托增资 9.50 亿元。经增资扩股后，2019 年末，浙金信托注册资本为 17 亿元，浙江东方、中国国际金融股份有限公司及传化集团有限公司分别持有其

78%、17.5%和 4.5%股份。

浙金信托的信托业务主要包括基础设施建设信托、房地产信托、工商企业信托业务、证券投资类信托等；固有业务主要包括存放同业、债券投资业务、认购公司自身信托产品、认购中国信托业保障基金等。受监管强化和金融去杠杆的影响，浙金信托信托业务规模快速下降，2017-2019 年末，浙金信托管理信托资产规模分别为 1585.11 亿元、1080.52 亿元和 889.99 亿元，母公司口径固有资产规模分别为 26.67 亿元、29.85 亿元和 25.01 亿元。随新增项目规模放缓和已清算结束事务管理类项目规模减少，浙金信托盈利水平有所波动。2017-2019年浙金信托母公司口径分别实现营业收入 5.19 亿元、7.41 亿元和 5.55 亿元；分别实现净利润 1.52 亿元、1.54 亿元和 1.05 亿元。

信托业务方面，浙金信托以实施“大品牌·大客户”战略为主要方针，其房地产业务向行业排名前 30 客户集中，建立了城市白名单制；政府平台业务向直辖市、江浙等经济发达地区拓展；上市公司投融资业务针对符合国家产业导向、前景良好、经营稳健、具有良好存续经营预期和抗风险能力的上市公司开展。在资产端上，浙金信托与万科、碧桂园、世茂、天沃科技等具有行业龙头地位和品牌价值的大型集团、优质公司签订了战略合作协议。在资金端上，浙金信托销售路径日益丰富和多元化，与招商银行总行、建设银行总行建立了代销合作，与浙商银行总行、华夏银行总行签订了战略合作协议并拓展了地方城商行和农商行作为辅助渠道。综合而言，浙金信托确立了较明确的业务发展方向，销售渠道不断拓宽。

2018 年以来，受监管趋严及金融去杠杆的影响，浙金信托信托业务规模降幅较大。2018 年末及 2019 年末，浙金信托管理的信托规模余额分别为 1080.52 亿元和 889.99 亿元，分别较上年末下降 31.83%和 17.63%，2019 年末信托资产投向以贷款和持有至到期投资为主，占信托资产的比例分别为 45.95%和 31.84%；按资产分布来看，浙金信托信托资产主要分布于房地产业、实业及金融机构，三者占信托资产的比例分别为 28.02%、22.34%和 30.83%。同年末，浙金信托信托业务主动管理类信托业务规模为 318.47 亿元，占全部信托业务规模的 35.78%。

图表 9. 浙金信托信托资产运用情况（单位：亿元、%）

资产运用	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资产	7.65	0.48	16.29	1.51	28.48	3.20
贷款	491.29	30.99	447.49	41.41	408.96	45.95
以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产投资	17.4	1.1	11.04	1.02	10.20	1.15
可供出售金融资产投资	88.87	5.61	63.28	5.86	19.93	2.24
持有至到期投资	766.38	48.35	334.34	30.94	283.35	31.84
长期股权投资	115.59	7.29	109.5	10.13	71.32	8.01
其他	97.92	6.18	98.59	9.13	67.75	7.61
合计	1585.11	100	1080.52	100	889.99	100

资料来源：浙金信托 2017-2019 年度报告

从新增项目情况来看，得益于资本实力的增强，近年来浙金信托新增信托规模迅速扩张，尤其是被动管理型信托业务规模。2018 年以来，在金融强监管、资管去通道的环境下，公司新增被动管理型信托业务剧烈收缩，新增主动管理业务规模亦有所下降。从清算结束项目情况看，在 2018 年浙金信托前期被动管理型信托项目清算结束后，整体清算项目规模有较大幅度减少，资本利润率亦持续下降，但被动管理型项目占比的大幅下降使得其整体信托报酬率有所提升。整体来看，浙金信托未来仍需持续加强新业务的拓展和主动管理能力以提升整体资本利润率和信托报酬率。

图表 10. 浙金信托新增项目情况（单位：亿元）

新增项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	项目数	金额	项目数	金额	项目数	金额
集合类	113	712.34	70	254.15	74	228.46
单一类	123	961.66	56	103.54	36	94.96
财产管理类	31	546.28	3	5.18	3	23.23
合计	267	2220.28	129	362.87	113	346.65
其中：主动管理型	88	297.47	69	242.51	72	223.21
被动管理型	179	1922.82	60	120.36	41	123.44

资料来源：浙金信托 2017-2019 年度报告

图表 11. 浙金信托年度已清算结束的信托项目情况（单位：亿元、%）

已清算结束 主动管理型信托项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	实收	报酬率	实收	报酬率	实收	报酬率
证券投资类	-	-	-	-	2.40	2.33
股权投资类	32.01	1.30	93.20	0.72	60.70	1.81
融资类	18.58	2.33	152.75	1.88	284.29	2.15
已清算结束 被动管理型信托项目	2017 年		2018 年		2019 年	
	实收	报酬率	实收	报酬率	实收	报酬率
事务管理类	276.87	0.19	979.64	0.14	313.10	1.15
资本利润率	11.19		7.75		4.93	
信托报酬率	0.36		0.46		0.74	

资料来源：浙金信托 2017-2019 年度报告

注：此处报酬率为加权平均实际年化信托报酬率。

信托业务信用风险管理方面，浙金信托针对事务管理类、房地产、地方政府融资平台、上市公司融资、股权投资、证券投资和新型业务等七类信托业务领域，制定年度《信托业务开展的指导意见》，明确各类信托业务的准入要求、展业模式和风控措施；细化传统重点信托业务的展业要求，设有《地方政府融资平台信托业务指引》、《关于房地产信托业务开展的指导意见》、《房地产信托业务集中度控制指引》；建立资本市场信托业务警示名单，并定期更新。

其中，在地方政府融资平台信托业务方面，浙金信托对区域选择、交易对手（借款人或担保人）选择、担保措施等方面均设置了准入要求。浙金信托原则上要求地方政府债务率（地方政府性债务余额/地方政府可支配财力）不超过 100%；要求借款人或担保人为发债主体；担保人应优先选择有较好的盈利性项目、优质资产和经营性收入来源且主体评级不低于 AA 级的发债主体担保。

在房地产信托业务方面，浙金信托亦在交易对手（借款人或担保人）的选择、用款项目所在区域的选择、用款项目的选择、增信措施等方面设置了展业要求，浙金信托根据条件将交易对手划分为优先合作类、鼓励合作类、正常合作类和谨慎合作类；控制单一交易对手风险限额，包括最高限额和基础限额，最高限额原则上不超过浙金信托净资本的 2 倍；针对区域选择，建立城市白名单，原则上项目所在区域应为白名单内城市辖区、县或县级市，优先合作类交易对手可视情况适当放宽至白名单外房地产市场发展情况良好的城市。

浙金信托主动管理型信托项目中房地产信托占比较高。截至 2019 年末，浙金信托存续房地产信托 61 个，其中，事务管理类房地产信托 28 个，信托规模 96.04 亿元；主动管理类房地产信托 33 个，实收信托规模 153.34 亿元。主动管理类房地产信托项目中，具有房地产类抵押作为风险缓释措施的信托项目实收信托规模为 144.84 亿元。根据资产风险分类情况，存续房地产信托的风险分类为正常类的房地产信托项目金额为 238.56 亿元，占比为 95.66%，分类为关注类的金额为 9 亿元，占比为 3.61%，分为可疑类 1.82 亿元，占比 0.73%。

针对信托业务后期风险管理，浙金信托制定了《信托项目存续期风险管理操作指引》，明确业务部门是信托项目的第一责任人、存续期风险管理的具体实施部门，负责信托项目存续期事务处理，并对项目风险变化情况进行持续的跟踪、监测，定期开展非现场监测和现场检查等工作，各个信托项目均应由业务部门指定专人，负责具体执行存续期风险管理工作。浙金信托由运营管理部全面负责信托项目存续期风险管理的体系及制度建设，组织指导业务部门开展存续期风险管理工作，对业务部门存续期风险管理工作完成情况及完成质量进行监督检查并进行评价；协助收集交易各方内、外部相关负面信息，对发现的风险或潜在风险隐患及时提出预警；不定期组织开展各项专项检查，并根据需要参与现场检查工作。

此外，浙金信托要求对于存在风险隐患的存续项目，制订和完善风险化解预案和措施，积极化解风险隐患；按季实施固有业务和信托业务的资产风险分类，持续关注固有资产和信托资产风险状况。对于存续信托业务，浙金信托关注三个月内到期信托项目以及重点关注项目的收息分配等重要节点、运营管理状况和风险状况。浙金信托定期开展年度全面风险评估，掌握和评估公司经营面临的主要风险隐患，防范各类风险。

固有业务方面，浙金信托固有业务以应收款项类金融资产投资为主，2019 年末浙金信托交易性金融资产余额为 14.59 亿元，主要系以自有资金投资自身管理的信托项目受益权，或购买自身发行的信托项目；其他类资产主要由买入返售金融资产和债权投资组成，其中买入返售金融资产余额为 2.84 亿元，全部为银行间债券逆回购；债权投资余额 2.80 亿元，主要为自身发行信托项目。

图表 12. 浙金信托固有资产运用情况（单位：亿元、%）

资产运用	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资产	1.19	4.44	0.53	1.78	0.27	1.06

资产运用	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
贷款及应收款	15.72	58.95	16.13	54.04	-	-
交易性金融资产	0.59	2.22	-	-	14.59	58.33
可供出售金融资产	4.06	15.22	2.46	8.23	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-	-
其他	5.11	19.17	10.73	35.95	10.16	40.61
合计	26.67	100.00	29.85	100.00	25.01	100.00

资料来源：浙金信托 2017-2019 年度报告（母公司口径）

浙金信托自营资产信用风险资产五级分类如下表所示。2018 年以来，浙金信托《浙金·汇实 9 号盾安实业应收债权投资集合资金信托计划》（以下简称“汇实 9 号”）、《浙金·金服项目集合资金信托计划》（以下简称“金服项目”）、《浙金·汇实 13 号凯迪阳光新能源集合资金信托计划》（以下简称“汇实 13 号”）、《浙金·汇实 10 号赤山湖 PPP 集合资金信托计划》（以下简称“汇实 10 号”）四个项目的交易对手浙江盾安实业有限公司（以下简称“盾安实业”）、三胞集团有限公司（以下简称“三胞集团”）、凯迪阳光生物能源投资有限公司（以下简称“凯迪阳光”）和南京建工集团有限公司（以下简称“南京建工”）出现流动性问题。针对上述交易对手，浙金信托均已成立对应的债权人委员会，并积极采取措施化解相关债务风险。截至 2019 年末，浙金信托公司针对上述信托计划投资本金共计计提减值损失 2.55 亿元。

同年末，浙金信托新增风险项目汇实 9 号账面本息合计 21364.11 万元，累计确认公允价值变动损失及坏账准备 5372.42 万元；金服项目账面本息合计 67663.86 万元，累计确认公允价值变动损失及坏账准备 2029.92 万元；汇实 13 号账面本息合计 31862.47 万元，累计确认公允价值变动损失及坏账准备 19117.48 万元；汇实 10 号账面本息合计 3118.86 万元，累计确认公允价值变动损失及坏账准备 935.66 万元。

此外，浙金信托《浙金·汇利 44 号证券投资集合资金信托计划》（以下简称“汇利 44 号”）和《浙金·汇实 61 号贵人鸟股票质押集合资金信托计划》（以下简称“汇实 61 号”），分别因标的股票中天能源股价大幅下跌和因客户出现利息欠息，宣布提前到期，客户未还款出现风险。针对后者，2019 年 7 月，晋江政府已针对贵人鸟债务问题成立了专项工作小组，协调、处置、重整各债权机构未清偿债务。工作小组已提交初步化解方案，目前正在就具体处置方案深入沟通中。截至 2019 年末，汇利 44 号本息账面余额为 2.15 亿元，累计确认公允价值变动损益及减值准备为 1.03 亿元。

图表 13. 浙金信托固有资产信用风险资产五级分类（单位：亿元、%）

资产运用	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
正常类	19.31	90.41	16.43	60.33	10.67	40.24
关注类	-	-	9.76	35.83	9.03	34.08
次级类	2.05	9.59	1.05	3.84	3.56	13.44

资产运用	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
可疑类	-	-	-	-	3.24	12.24
损失类	-	-	-	-	-	-
合计	21.35	100.00	27.24	100.00	26.51	100.00

资料来源：浙金信托 2017-2019 年度报告

总体而言，近两年来在资产管理行业监管强化和金融去杠杆的影响下，浙金信托大幅压缩被动管理型信托业务，主动管理型信托业务开展也受限于房地产、融资类信托监管的收紧。同时，公司的信用风险有所上升，风险项目的化解、处置周期较长，对公司的盈利水平造成不利影响。总体来看，浙金信托未来业务的持续拓展对其业务新增管理、存量管理、期间管理等多方面管理能力提出了进一步的要求。

B. 期货业务

该公司期货业务由大地期货开展。大地期货成立于 1995 年，经历多次增资、股权转让后，截至 2016 年 7 月末，其注册资本为 2.40 亿元，浙江国贸和中大投资分别持有其 87% 和 13% 的股份。2017 年，浙江东方通过发行股份购买资产的方式取得大地期货 100% 股权，大地期货成为该公司全资子公司。截至 2019 年末，大地期货经审计的母公司口径资产总额为 40.35 亿元，负债总额为 32.95 亿元，所有者权益为 7.40 亿元；2019 年实现营业总收入 1.43 亿元，净利润 0.16 亿元。

大地期货主营业务包括期货经纪业务、期货投资咨询和资产管理业务。此外，大地期货通过子公司浙江济海开展大宗商品期货、现货结合方面的风险管理服务业务，经营范围主要涵盖仓单服务、合作套保、基差交易、定价服务等。近年来，大地期货营业总收入（剔除大宗商品销售）主要来源于期货经纪业务带来的交易手续费净收入和交易手续费减免返还收入以及自有资金和客户保证金带来的利息净收入，收入水平易受市场环境波动影响，整体营收稳定性尚有不足。大地期货营业网点较少，其总部位于浙江省杭州市。截至 2020 年 3 月末，大地期货分支机构共 14 家（包括在北京、上海、山东、福建、浙江等地设有 2 家分公司及 12 家营业部）以及 1 家风险管理子公司和 1 家香港子公司。

图表 14. 大地期货营业部、客户权益和手续费收入情况

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
营业部（家）	12	14	14
客户权益（亿元）	23.02	26.45	32.28
项目	2017 年	2018 年	2019 年
手续费收入（亿元）	1.04	0.84	0.60

资料来源：浙江东方

大地期货以提升整体客户权益规模为目标。近年来，大地期货客户权益结构中小型客户拓展速度较快，1000 万元以上亦有所增加。代理交易额分布方

面，代理交易额仍集中在1亿元以上，2019年以来3000万元-1亿元交易占比有所上升，2019年末1亿元以上客户交易额占代理交易额的比重为79.75%。综合来看，大地期货客户权益集中度和代理交易额集中度较高。

图表 15. 大地期货客户权益结构和代理交易额分布情况（单位：户、%）

客户权益结构	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	户数	期末金额占比	户数	期末金额占比	户数	期末金额占比
1000 万元以上	34	59.60	35	64.88	44	69.40
100-1000 万元	224	25.36	220	20.95	218	17.84
100 万元以下	16547	15.04	18936	14.17	20806	12.76
合计	16805	100.00	19191	100.00	21068	100.00
代理交易额分布	户数	交易额占比	户数	交易额占比	户数	交易额占比
1 亿元以上	1599	96.52	1661	95.76	296	76.54
3000 万元-1 亿元	971	2.55	1055	3.11	417	13.77
3000 万元以下	2320	0.92	2644	1.12	2725	9.68
合计	4890	100.00	5360	100.00	3438	100.00

资料来源：浙江东方

近年来，受证监会多项政策影响，大地期货金融期货和商品期货成交量和成交额有所波动。2019 年大地期货金融期货和商品期货合计成交额和成交量分别为 1.98 万亿元和 0.34 亿手。

图表 16. 大地期货期货成交量、成交金额和市场占有率情况

项目		2017 年	2018 年	2019 年
成交量（亿手）	金融期货	0.0009	0.0007	0.0024
	商品期货	0.42	0.34	0.34
	合计	0.42	0.34	0.34
成交额（万亿元）	金融期货	0.09	0.07	0.24
	商品期货	2.12	1.91	1.74
	合计	2.21	1.98	1.98

资料来源：浙江东方

注：此表数据为双边口径

大地期货经纪业务的商品期货交易额的比重高于行业平均水平，金融期货占比则偏低。近年来，受股指期货限仓政策影响，手续费率水平较低的金融期货交易额大幅降低，带动了整体经纪手续费率的回升。一季度证券市场单边行情带动了大地期货金融期货交易量的提升，该期公司佣金率略有下滑。

图表 17. 大地期货经纪业务佣金率情况

项目	2017 年	2018 年	2019 年
公司佣金率（万分之）	0.199	0.512	0.0035
公司金融期货交易额占比（%）	3.95	3.48	-

资料来源：浙江东方

注：佣金率=（手续费净收入+交易所手续费返还收入）/交易额*10000。

除手续费收入外，自有资金和保证金利息净收入亦是大地期货重要的收入来源。相关收入水平主要取决于保证金可存款规模、对银行的议价能力和货币市场整体利率走势。除存入银行外，大地期货亦在保证净资本充足性的前提下

使用自有资金投资部分风险较低的金融产品，以获取高于银行存款利率的投资回报。截至 2019 年末，大地期货合计投资规模为 2.14 亿元。其中，交易性金融资产中其他类投资主要为信托计划投资 1.00 亿元。

图表 18. 大地期货自有资金和期货保证金运用情况（单位：亿元）

科目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
银行存款余额	17.07	17.31	0.37
其中：自有资金	0.25	0.42	15.89
期货保证金	16.82	16.88	1.81
交易性金融资产	1.01	2.44	2.14
其中：基金	0.57	1.04	-
国债	0.28	1.12	-
金融债	-	-	0.09
企业债	-	0.20	0.37
期货	-	-	-
其他	0.16	0.53	1.68
可供出售金融资产	1.34	0.69	0.69
其中：股权	0.60	-	-
其他	0.74	0.69	0.69
应付货币保证金	21.03	24.77	31.59
期货保证金存款/应付货币保证金（%）	80.28	66.01	50.23

资料来源：浙江东方

2016 年以来，受资产管理行业的政策调整影响，大地期货资产管理业务规模持续下降。截至 2019 年末，大地期货资产管理部正常运行 3 支主动管理型资管产品，产品受托资金余额为 5230 万元。

图表 19. 大地期货资产管理业务发展情况

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
期末受托管理资金规模（亿元）	2.19	0.06	0.54
主动管理占比（%）	100.00	100.00	100.00
资产管理业务收入（万元）	333.77	23.79	14.27
资产管理业务个人客户数量（户）	15	2	12
资产管理业务机构客户数量（户）	0	1	5

资料来源：浙江东方

其他业务方面，大地期货主要以风险管理子公司为经营主体，运用仓单服务、基差贸易、合作套保、场外衍生品业务及做市业务等试点业务，将风险管理业务与贸易仓储、物流、融资等服务相结合，为实体企业提供专业化、个性化的一揽子风险管理服务。

风险管理方面，大地期货确立了风险管理三道防线，即各部门及分支机构实施有效自我控制为第一道防线；风险管理岗位、部门进行事前和事中实施专业的风险管理为第二道防线；审计、稽核部门实施事前审核，事中、事后监督、评价为第三道防线。同时，大地期货建立自下而上的风险报告机制，各业务部门和分支机构向合规、风控部门报送风险报告；合规、风险管理部对风控情况进行汇总、整理、分析，向分管领导、总经理、首席风险官报告。在发生重

大或突发事件时，各部门及分支机构同时向各风险部门和公司领导报告，使公司内部风险信息得到及时有效地沟通，实现公司内部风险控制信息共享，为公司管理风险和制定风险控制措施提供依据。

从期货经纪业务强制平仓情况来看，受金融期货开仓限制及商品期货保证金调整的影响，近年来大地期货成交手数有所下降，但受期货行情影响大地期货每天结算后出现强平客户及被采取强平客户数量仍有一定波动。综合来看，在极端市场环境下大地期货仍面临一定的信用风险控制压力。

图表 20. 大地期货强平客户情况

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
成交手数（亿手）	0.42	0.34	0.344
每天结算后出现强平客户（人次）	98	88	299
被采取强平处理客户（人次）	1784	1755	1680
强平手数（手）	10178	7370	7419

资料来源：浙江东方

同时，大地期货存在一定数量的保证金优惠客户。随着实际有交易的优惠客户数量逐步扩大，其信用风险管理难度也有所上升。大地期货仍需在公司业务持续扩张的同时，相应提高保证金优惠门槛，以保证风险与收益处于相对对等的水平。

图表 21. 大地期货期货经纪业务客户申请优惠保证金的情况（单位：户）

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
年度申请优惠保证金客户	999	1371	1526
实际有交易的优惠保证金客户	1174	1468	1760
已有优惠保证金人数	3098	4467	5839

资料来源：浙江东方

总体而言，大地期货客户权益稳定增长，但受监管和市场环境的影响，大地期货成交量和成交金额有所下降。在此情况下，大地期货手续费收入亦有所下滑。资管业务方面，受资管新规的影响，整体发展较为缓慢。大地期货已建立了系统的风险管理架构，但内外部环境存在的不确定性和个体信用风险迁移将持续挑战其风险管理能力。

C. 投资业务

浙江东方投资业务系以本部及全资子公司东方产融作为主要投资平台，通过行业研究挖掘项目标的，从多途径获得投资信息以及利用自身储备资源开拓投资渠道，寻找具有成长性的目标企业，在进行系统的尽职调查后，履行相应程序，以参股形式或者联合成立基金间接投资的方式，投资于企业股权。从实际操作模式来看，公司投资业务大致可分为直接股权投资、私募股权基金投资以及上市公司定增项目三类。

近年来，浙江东方投资规模保持增长，投资业务为公司贡献了较为可观的收入及盈利。2017 年末及 2018 年末，公司可供出售金融资产余额及以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产中权益类投资余额合计为 53.37 亿元

和 31.74 亿元，占资产总额的比重分别为 27.92% 和 17.29%；2019 年末，公司交易性金融资产、其他权益工具投资及其他非流动资产中权益类投资余额合计 50.04 亿元，占资产总额的比重为 22.99%，较上年末权益类投资增量主要来自永安期货(2018-2019 年末账面价值分别为 12.62 亿元和 30.46 亿元)。2017-2019 年，公司分别实现投资收益 9.16 亿元、10.47 亿元和 2.17 亿元。同期，公司因权益工具投资公允价值变动引起其他综合收益税后净额分别为 3.73 亿元、-14.27 亿元和 13.29 亿元。截至 2019 年末，公司直接股权投资项目概况如下表所示。

图表 22. 浙江东方直接股权投资业务情况（单位：亿元）

企业名称	投资时间	行业分类	注册地	类型	持股比例	初始投资额	退出及分红收益	账面价值
永安期货	2009	金融服务	杭州	上市	12.70%	4.58	0.83	30.46
华安证券	2000	金融服务	合肥	上市	1.99%	0.81	0.62	5.22
硅谷天堂	2011	金融服务	北京	上市	1.69%	0.50	0.15	0.56
海康威视	2008	工业制造	杭州	上市	0.31%	0.02	45.27	9.12
合计	-	-	-	-	-	5.91	46.87	45.36

资料来源：浙江东方（截至 2019 年末）

浙江东方旗下私募股权基金投资及管理业务主要通过子公司东方产融和合营公司浙江国贸东方投资管理有限公司（以下简称“国贸东方资本”）、杭州东方嘉富资产管理有限公司（以下简称“东方嘉富”）开展，涉及 VC、PE、PIPE 和夹层基金。业务的营收来源于各支基金的管理费和超额业绩报酬，两项收入分别取决于管理基金的规模以及专业的投研分析能力。公司依托其省属国有上市公司的背景以及近年来的经验积累，目前已具备一定的资金募集及投资能力；此外，公司还与天堂硅谷、上海高特佳等积极开展投资合作。2019 年末，公司基金管理业务在管规模为 139.87 亿元，累计资管规模为 184.57 亿元。

东方产融为浙江东方全资子公司，注册资本 1 亿元，具有中国证券投资基金业协会登记的私募基金管理人资格。东方产融的三个主要业务方向为：围绕上市公司的核心发展战略，积极有效地利用上市公司资源优势进行战略投资和财务投资；利用产融的自身平台优势和上市公司的资金优势，以 FOF 为主要发展方向，打造核心母基金群，其母基金群的产品将分为东方平台母基金、全市场母基金及基金份额转让母基金三种类型，利用母基金的特点尽可能的扩大优质资产的触及面，提高深入度；加强与公司内部金融牌照的协同，以及同全市场优秀资产管理人的合作，共同发起或设立覆盖不同行业、不同阶段、不同细分领域的各类基金或资管产品。国贸东方资本和东方嘉富两家投资管理平台公司均具有私募基金管理人资格，是浙江东方权益资产管理的重要组成。

目前浙江东方投资的基金类型涵盖 VC、PE、定增、并购以及夹层基金等类型，上述基金聚焦的投资领域包括金融科技、跨境电商、人工智能、医疗健康等创业创新领域；另外还围绕供给侧结构性改革，通过并购整合方式投资于产品及服务转型升级的传统企业。截至 2019 年末，公司已退出 4 只私募股权投资基金，初始投资成本合计 0.64 亿元，退出及分红收益合计 0.48 亿元；在

投私募股权基金 14 只，初始投资成本合计 12.97 亿元。同年末，公司旗下私募股权基金已投资项目累计 76 个，累计投资金额 25.466 亿元，累计回收资金 15.02 亿元，其中 14 个项目已经实现退出，在投项目合计 62 个，投资总额 22.87 亿元，投资回收总额 9.43 亿元；投资的企业中，15 家实现成功上市，1 家已首发过会。

图表 23. 浙江东方在投私募股权基金情况（单位：亿元）

基金名称	管理人	成立日期	基金规模	实缴规模	公司出资额	投资领域
浙江天堂硅谷盈通创业投资有限公司	天堂硅谷	2010.06	0.31	0.31	0.07	专项股权
浙江东翰高投长三角投资合伙企业（有限合伙）	杭州东翰高投长三角	2010.09	1.21	1.21	0.20	专项股权
苏州汇源同谷股权投资合伙企业（有限合伙）	杭州汇金同谷投资管理企业	2012.09	1.01	0.76	0.07	专项股权
杭州兆富投资合伙企业（有限合伙）	东方国贸资本	2012.11	5.67	5.67	1.60	专项股权
南通高特佳汇金投资合伙企业（有限合伙）	上海高特佳	2013.05	1.64	1.64	0.20	专项股权
杭州金研睿成启汉投资管理合伙企业（有限合伙）—贝达药业基金	杭州浙金睿成	2013.06	0.79	0.79	0.19	专项股权
上海仲益哲忱杜坤投资管理合伙企业（有限合伙）-南证大厦基金	上海仲益哲忱	2014.05	2.00	2.00	0.10	专项股权
杭州兴富投资管理合伙企业（有限合伙）	杭州东方嘉富	2016.05	5.35	5.35	2.50	专项股权
宁波东方首新股权投资合伙企业（有限合伙）	杭州燕园方融投资管理有限公司	2017.03	0.31	0.31	0.15	新三板挂牌及拟挂牌企业股权
杭州驰富投资管理合伙企业（有限合伙）	杭州东方嘉富	2017.07	6.09	6.09	3.00	专项股权
诸暨甲子品字标浙江制造股权投资合伙企业（有限合伙）	东方产融	2017.12	6.00	2.53	1.25	专项股权
诸暨联砺品字标浙江制造集成电路股权投资合伙企业（有限合伙）	杭州联力	2017.12	9.30	6.39	2.50	专项股权
江苏燕园东方创业投资合伙企业（有限合伙）-新三板基金二期	杭州燕园方融投资管理有限公司	2018.01	2.00	2.00	1.00	专项股权
宁波嘉隼诺融股权投资合伙企业（有限合伙）	宁波东方嘉隼投资管理有限公司	2020.01	2.082	0.6246	0.30	股权
上海盛维东方嘉睿股权投资基金合伙企业（有限合伙）	盛维创业投资管理（上海）有限公司	2019.12	4.52	2.00	1.00	股权
合计	-	-	47.27	36.91	12.97	-

资料来源：浙江东方（截至 2019 年末）

上市公司定增业务方面，浙江东方通过投资资产管理计划、私募基金等产品间接参与。截至 2019 年末，公司在投定增类资管产品 4 个，初始投资额合计 5.31 亿元，投资概况如下表所示，在证券市场大幅调整阶段，公司该类投资面临一定的价值波动风险。

图表 24. 浙江东方在投定增项目情况（单位：亿元）

项目名称	管理人	公司初始投资额	投资时间	定增主体
华安理财 2 号避险增利集合资产管理计划	华安证券	0.05	2012.03	-
东方嘉富-兴瑞 1 号专项私募基金	东方嘉富	1.73	2016.11	金固股份
东方嘉富-兴好 1 号私募基金	东方嘉富	0.25	2017.07	-
东方嘉富-兴好 1 号私募基金	东方嘉富	1.95	2017.02	中天能源、润新科技、上海海兰、劳雷海洋科技有限公司
合计	-	5.31	-	-

资料来源：浙江东方

D. 融资租赁业务

浙江东方的融资租赁业务由国金租赁负责。国金租赁成立于 2012 年，由浙江东方、浙江省五金矿产进出口有限公司、Forever Treasure Int'l Investment Limited 投资设立，初始注册资本 2500 万美元，后增至 8000 万美元。国金租赁主要从事融资租赁、经营性租赁、租赁交易咨询等业务，为医疗健康产业、公用事业以及工业制造等行业提供融资服务。

国金租赁在成立初期主要投资于浙江省内的制造业企业，后随着中小企业信用环境的恶化自 2013 年开始陆续出现风险暴露，国金租赁随即调整业务方向，以医院和教育行业为主，项目主要集中在四川、云南、湖南等地区并由各县级政府平台提供担保。得益于近年来融资租赁行业良好的发展环境以及市场人员积累的客户资源，国金租赁业务取得了较快的发展。2019 年以来，公司积极储备优质项目、加快落地投放，租赁业务规模维持稳定增长。2017-2019 年，国金租赁分别新增投放租赁项目投放 5 笔、32 笔和 36 笔，对应租赁资金投放金额分别为 2.25 亿元、18.55 亿元和 25.20 亿元。截至 2019 年末，国金租赁资产总额为 38.81 亿元，所有者权益为 7.71 亿元；2019 年实现营业总收入 3.11 亿元，净利润 0.85 亿元。

图表 25. 国金租赁融资租赁项目投放情况（单位：笔、亿元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年
新增投放租赁业务笔数	5	32	36
融资租赁款投放额	2.25	18.55	25.20

资料来源：浙江东方

从业务投放行业分布看，国金租赁项目向公用事业行业集中。截至 2020 年 3 月末，其应收融资租赁款余额为 48.42 亿元（含未实现融资收益），资金投向主要为医疗和教育行业，占比分别为 38.07% 和 59.40%。

图表 26. 国金租赁应收融资租赁款行业分布情况（单位：亿元、%）

行业	2017 年末		2018 年末		2019 年末	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
医疗	4.20	46.69	20.05	74.77	19.25	42.59
教育	3.38	37.54	0.04	0.13	-	-
公用	0.25	2.73	5.44	20.28	24.71	54.67
工业	1.17	13.04	1.29	4.82	1.24	2.74
合计	9.00	100.00	26.82	100.00	45.20	100.00

资料来源：浙江东方

从租赁方式来看，国金租赁业务以售后回租为主，截至 2019 年末，其融资租赁业务全部为售后回租项目。从项目投放期限分布看，期限多为 3-5 年及以上，按月或按季收取租金。

从客户集中度看，国金租赁租赁项目投放金额较小，截至 2019 年末，其最大五家单一客户应收融资租赁款余额合计和最大单一客户应收租融资租赁款余额分别为 4.00 亿元和 0.80 亿元，占总租赁资产余额比例分别为 10.15% 和

2.03%，随融资租赁业务规模的增长客户集中度较年初有所下降。

图表 27. 国金租赁前五大客户情况(单位：万元、%)

承租方名称	2018 年末租赁资产余额	占比
百色市人民医院	7677.76	3.31
兴义市人民医院	7676.41	3.31
嵊州市城东新城建设发展有限公司	7600.37	3.27
三台县人民医院	7348.38	3.17
蒙自县人民医院	7195.93	3.1
合计	37498.85	16.16

承租方名称	2019 年末租赁资产余额	占比
宁波南部滨海经济开发区城市建设投资有限公司	8000	2.03
嘉兴市秀洲新区开发建设有限公司	8000	2.03
浙江湖州环太湖集团有限公司	8000	2.03
嵊州市黄泽江水利综合整治有限公司	8000	2.03
兰溪市鸿业建设有限公司	8000	2.03
合计	40000	10.15

资料来源：国金租赁

注：租赁资产余额已扣除未实现融资收益

资产质量方面，截至 2020 年 3 月末，国金租赁应收融资租赁款本金分类为关注类的金额为 2.11 亿元，不良类为 1.02 亿。不良类资产主要为 2015 年前投放的 5 笔风险项目，已全额计提资产减值准备，其于 2013-2014 年间投放，承租人为江苏、浙江和上海地区的民营工业制造业企业，其中 4 笔项目涉及法人的连带责任担保措施。

国金租赁放款资金主要来源于母公司资金支持，截至 2019 年末其他应付款余额为 18.81 亿元，其中拆借款 18.60 亿元；长期应付款余额为 4.05 亿元。

(2) 商贸及房地产业务

该公司商贸流通业务主要为两个部分：进出口贸易业务以及内贸业务。进出口贸易业务主要由公司下属各进出口子公司开展和经营，出口商品分类为纺织服装，梭织服装、家用纺织品、服饰类、鞋靴类等，贸易模式主要是根据海外客户订单和国内供应商生产情况，通过接单、采购、出口、结汇、退税等环节实现服务交易，子公司自身无零售业务，无零售门店；此外，子公司还从事部分代理进出口业务，经营模式为通过收取代理费获得收益。内贸业务主要包括钢材、有色金属、纸浆、化工产品、食品等贸易，贸易模式主要为采购、销售；公司开展期现结合业务，所涉及的主要产品为白银、橡胶、PTA，经营模式为无风险套保模式。2019 年，浙江东方商贸业务板块各子公司及少量房地产业务项目公司经营情况如下表所示。2020 年以来，全球新冠肺炎疫情爆发，在传统外贸业务受到冲击的同时，公司配合母公司浙江国贸开展防疫物资的贸易业务，将在一定程度上缓释外贸业务下滑的压力。

图表 28. 浙江东方商贸业务及房地产业务各子公司经营情况（单位：万元、%）

公司名称	业务性质	注册资本	资产规模	持股比例	净利润	营业收入	所有者权益
浙江东方集团供应链管理有限公司	商贸流通	1200.00	9822.21	51.00	170.64	60284.23	-763.74
浙江东方集团泓业进出口有限公司	商贸流通	1000.00	6615.59	60.00	892.15	20316.07	2885.05
浙江东方集团服装服饰进出口有限公司	商贸流通	1250.00	5962.96	62.40	603.34	16890.69	4246.01
浙江东方集团振业进出口有限公司	商贸流通	1638.00	8066.98	61.00	484.02	14963.24	3457.27
浙江东方集团骏业进出口有限公司	商贸流通	700.00	4755.35	65.00	746.54	16794.46	1917.53
浙江东方集团嘉业进出口有限公司	商贸流通	1200.00	5389.43	61.00	748.52	19013.61	3430.24
浙江东方集团新业进出口有限责任公司	商贸流通	1367.10	4974.01	56.25	505.22	13469.78	3198.89
浙江东方集团恒业进出口有限公司	商贸流通	1000.00	2580.27	65.00	206.25	3860.92	2148.16
浙江东方集团茂业进出口有限公司	商贸流通	1360.00	3698.23	65.00	217.98	6973.67	2440.06
浙江东方集团华业进出口有限公司	商贸流通	1300.00	3742.44	61.85	276.18	11117.20	2460.90
浙江东方集团盛业进出口有限公司	商贸流通	550.00	1897.84	65.00	113.29	5003.03	1064.32
浙江东方集团凯业进出口有限公司	商贸流通	902.00	3020.76	65.00	251.03	5970.70	1429.69
浙江东方集团建业进出口有限公司	商贸流通	500.00	3151.58	60.00	614.61	12690.39	2142.82
浙江东方集团国际货运有限公司	商贸流通	550.00	1499.83	56.50	1083.41	5383.02	-1719.70
杭州舒博特新材料科技有限公司	商贸流通	8000.00	4583.37	100.00	410.82	1102.91	1659.61
浙江国贸东方房地产有限公司	房地产	25500.00	67622.77	60.00	25741.38	100239.15	21752.08
浙江新帝置业有限公司	房地产	3000.00	22249.32	61.00	1233.78	581.90	8571.24

资料来源：浙江东方（截至 2019 年末）

该公司旗下从事房地产开发业务的子公司为浙江国贸东方房地产有限公司和浙江新帝置业有限公司,截至 2019 年末仍有国贸仁皇一期柏翠庄、新帝朗郡、君澜阁三个存量项目,期末账面价值分别为 0.07 亿元、0.21 亿元和 1.44 亿元。其中,国贸仁皇一期柏翠庄位于湖州市,已全部实现销售;新帝朗郡项目位于杭州市,竣工时间较早,目前尚余少量待售房产;君澜阁项目位于湖州市,于 2019 年 7 月竣工,当年结转大额营业收入,并贡献较好盈利。2019 年,公司房地产分部实现营业收入 10.08 亿元,净利润 2.99 亿元。预计 2020 年房地产板块的收益贡献较为有限,且随着在售楼盘的逐步交付,公司将不再从事其他的房地产开发业务。

管理

该公司控股股东为浙江国贸,实际控制人为浙江省国资委,产权结构清晰。公司建立了与自身业务状况相适应的法人治理结构,法人治理结构完善。

1. 产权关系与公司治理

(1) 产权关系

截至 2020 年 3 月末，该公司控股股东为浙江国贸，持股比例为 48.38%，实际控制人为浙江省国资委。公司产权状况详见附录一。

(2) 公司治理

该公司建立了健全的包括股东大会、董事会、监事会和管理层在内的治理结构，并制定相应的议事规则，明确决策、执行、监督等方面的职责权限，形成了科学有效的职责分工和制衡机制。在职责分配方面，公司把内部控制的各项要求融入公司管理和业务流程中，建立了完善的权责管理体系、制定了完善的授权管理文件。通过这些规定，公司构建了下属公司在一定的范围内进行自主决策，但重要事项或交易必须经过母公司管理层、董事会或股东会审批的较为全面的分级授权机制。此外，公司还建立了内部审计工作程序与机制，并通过持续开展内部审计工作，保证对内部控制和风险防范制度有效性的监督检查和报告机制。

董事会是该公司的决策机构，对公司股东大会负责，在事先充分听取公司党委意见情况下，依法自主或经过有关报批手续后决定公司的重大事项。董事会由 9 名董事组成，设董事长一名、独立董事三名，董事长为公司的法定代表人。董事由股东大会选举或更换，任期三年。董事任期届满，可连选连任。董事在任期届满以前，股东大会不能无故解除其职务。董事长由公司董事担任，以全体董事的过半数选举产生和罢免。

该公司监事会由五名监事组成，设监事会主席一名，监事会主席由全体监事过半数选举产生和罢免。监事由股东代表和公司职工代表担任。公司职工代表担任的监事不得少于监事人数的三分之一。监事每届任期三年。股东担任的监事由股东大会选举或更换，职工担任的监事由公司职工民主选举产生或更换，监事连选可以连任。监事可以列席董事会会议，并对董事会决议事项提出质询或者建议。

2. 运营管理

(1) 管理架构及模式

该公司根据实际经营需要设置了董事会办公室、综合办公室（安全生产部）、人力资源部、党群工作部、战略发展部、法务风控部、审计部、纪律检查室、资产财务部、投资管理部、信息科技部和外贸管理服务中心等 12 个部门。其中，战略发展部主要负责宏观环境、市场及竞争对手分析，集团战略、集团面临的重大问题的研究制定，作为战略管理委员会的执行机构牵头负责集团整体战略规划及日常战略管理工作，集团业务协同机会的挖掘、梳理与牵头

落实等工作。资产财务部主要负责集团财务及制度建设，集团全面预算管理，集团财务核算管理，集团资金管理，担保管理，税收筹划、出口退税和税务管理，对外申报，协助年度财务报告的审计，公司固定资产的财务管理，参与集团业绩管理与经营规划，集中的会计核算、运营中心等工作。投资管理部主要负责集团投资计划和管理，审查各子公司报送的年度投融资计划，对计划外投融资项目申请提出审查意见等工作。整体来看，公司内部组织机构设置合理，能够满足目前业务发展需要，为公司合理规范运营管理提供有力保障。公司组织结构图见附录二。

截至2019年末，该公司纳入合并范围的公司合并范围内的主体合计46家，其中包括国金租赁、东方产融、大地期货、浙金信托等。

截至2019年末，除存在控制关系已纳入公司合并范围的子公司，该公司无其他重大关联交易事项。

(2) 管理制度及水平

为建立统一、规范、有效的内部控制体系，增强风险防范能力，为集团战略发展提供可靠保障，该公司建立健全了一系列的内部控制制度。在投资管理方面，为加强公司资金管理，提高资金使用效率，防范经营风险，加强公司对外投资管理，保障对外投资安全，提高对外投资收益，公司根据财政部《内部控制基本规范》及其配套指引、上海证券交易所有关规定等有关法律法规，制定了公司投资管理制度。公司对外投资实行专业管理和逐级审批，董事长对单项投资额在3000万元以内的，且一年内累计金额在公司最近一期经审计净资产10%以内的项目拥有决策权；董事会对单项金额在公司最近一期经审计净资产50%以内，且一年内累计金额在公司最近一期经审计总资产50%以内的事项或单笔金额在公司最近一期经审计净资产的30%以内的项目行使决策权；股东大会主要审议公司在一年内购买、出售重大资产超过公司最近一期经审计总资产30%的事项。按照投资期限的长短，公司对外投资分为短期投资和长期投资，两类投资均严格制定了相关投资流程，并分别从资金审批、投资备案、资产保管等方面和投资计划制定、项目审批和授权、项目管理等方面对两类投资制定了相关细则。公司还通过投资管理部对投资项目进行跟踪管理，并在投资进行收回、转让、核销等投资处置方面亦制定了相关细则。

在财务管理方面，为了加强公司内部财务管理，保障公司整体资产营运安全，完善公司的管理制度，同时为了规范公司会计确认、计量和报告行为，使公司的会计工作有章可循、有法可依，保证会计信息质量，维护股东的权益，该公司根据《会计法》、《企业会计准则》、《会计基础工作规范》及上市公司有关法律、法规的规定，特制定《浙江东方金融控股集团股份有限公司财务管理制度》。

该公司人力资本仍偏向于传统产业，金融行业专业技术人员占比相对较低。从母公司和主要子公司人员的专业构成来看，公司技术人员占统计人数的7.06%。从学历构成来看，公司硕士及以上学历人员占统计人数比例为16.40%，

较同类金融控股公司相比，公司金融行业专业人员占比仍相对较低。

图表 29. 浙江东方母公司和主要子公司员工情况

专业构成	人数	占员工总数的比例
生产人员	329	21.32%
销售人员	664	43.03%
技术人员	109	7.06%
财务人员	81	5.25%
行政人员	360	23.33%
合计	1543	100.00%
学历构成	人数	占员工总数的比例
硕士及以上	253	16.40%
本科	690	44.72%
大专	344	22.29%
初高中	256	16.59%
合计	1543	100.00%

资料来源：浙江东方（截至 2019 年末）

(3) 过往债务履约及其他行为记录

根据公开市场信息、审计报告披露信息、该公司提供的 2020 年 4 月 14 日《企业基本信用信息报告》以及其他信息，公司不存在违约记录。

3. 发展战略

该公司将按照“党建聚力、管理提质、市场引领、协同驱动”的工作主线，践行“专业、诚信、协同、创新”的企业价值观，充分发挥自身资源优势，进一步加强业务协同及资源共享，实施人才战略招贤纳士，构建完善的金融业务布局，围绕核心业务形成特色竞争力和市场影响力，以“为客户创造财富，为股东提升价值，为员工谋求发展”为使命，致力打造以“大资管”为核心，最具特色的国有上市金融控股集团。

财务

该公司负债主要为经营性负债，刚性债务规模较小，负债经营程度处于合理水平。目前公司可动用的货币资金仍较充裕，且持有一定规模的上市公司股权，能够对债务的偿还形成较好保障。公司金融及投资板块稳定发展，传统商贸板块处于转型升级阶段；房地产板块于 2019 年实现良好盈利，但随着在售项目的清盘，未来收益贡献有限。得益于投资项目退出积累，公司投资收益较为稳定，但受金融市场环境变化影响，公司权益类投资工具市值仍具有一定不确定性。公司期货、融资租赁等业务盈利能力有待进一步体现，盈利结构仍有较大优化空间。

大华会计师事务所对该公司 2017-2019 年的财务报表进行了审计，并出具

了标准无保留意见的审计报告。公司执行企业会计准则及其他相关规定。

(1) 债务分析

A. 债务结构

2017-2019年末,该公司所有者权益分别为107.19亿元、98.19亿元和120.82亿元。从净资产构成看,公司所有者权益以未分配利润和资本公积为主,2019年末占比分别为49.39%和10.09%。

该公司负债规模处于合理水平,2017-2019年末,合并口径负债总额分别为83.95亿元、85.43亿元和96.85亿元;同期末资产负债率分别为43.92%、46.53%和44.49%。

从负债结构看,该公司流动负债占比较高,2017-2019年末,公司流动负债占负债总额的比例分别为86.10%、87.05%和74.38%。公司流动负债以经营性负债为主,构成中短期借款和其他流动负债占比较高。公司其他流动负债主要为期货公司应付货币保证金、应付质押保证金和期货风险准备金。

非流动负债方面,2017-2019年末,该公司非流动负债余额分别为11.67亿元、11.07亿元和24.81亿元,2020年公司成功发行公司债券,非流动负债比例有所提升。各期末非流动负债占负债总额的比例分别为13.90%、12.95%和25.62%。公司非流动负债主要为长期借款和递延所得税负债。2017-2019年末递延所得税负债余额分别占非流动负债的比例分别为82.47%、43.26%和41.05%;2019年末,公司长期借款余额为9.52亿元,占非流动负债为38.38%。

图表 30. 浙江东方负债结构 (单位: %)

项目	2017 年末	2018 年末	2019 年末
刚性债务占比	18.22	26.82	34.43
其中: 短期借款	13.70	18.05	23.82
应付票据及应付账款	4.40	4.04	5.89
应付利息	0.04	0.05	-
一年内到期的长期借款	0.08	0.02	0.44
长期借款	0.00	4.66	9.83
应付债券	-	-	-
其他应付款占比	3.42	4.60	3.87
其他流动负债占比	27.16	29.33	31.29
流动负债合计占比	86.10	87.05	74.38

资料来源: 浙江东方

整体来看,该公司杠杆水平处于合理水平,负债主要为经营性负债,刚性债务规模较小。2020年公司债券发行后,公司整体杠杆经营水平有所增加。

B. 或有负债

根据该公司2019年度审计报告披露信息,该年末公司或有负债主要为公司控股子公司浙江新帝置业有限公司与杭州住房公积金管理中心和有关按揭贷款银行签署的协议,浙江新帝置业有限公司为部分购房者办妥相关房产抵

押手续前的按揭贷款提供连带责任保证；控股子公司东方浩业公司 2019 年末已资不抵债，无证据表明东方浩业公司能够有效改善公司的财务和经营状况。截至 2019 年末，公司对东方浩业公司拆出资金余额为 1.84 亿元，公司有较大可能承担原应由少数股东承担超额亏损的额外义务，公司已计提预计负债 1.04 亿元。

(2) 现金流分析

2017-2019 年，该公司经营活动产生的现金流量净额分别为 8.41 亿元、-11.15 亿元和-13.54 亿元。2018 年以来公司经营活动产生的现金流量净额呈净流出状态，主要系子公司融资租赁业务项目投放增加所致。

2017-2019 年，该公司投资活动产生的现金流量净额分别为-27.27 亿元、1.95 亿元和-0.36 亿元，2018 年投资活动产生的现金流量净额较上期增加主要系公司本期投资支付的现金减少所致。同期，公司筹资活动产生的现金流量净额分别为 21.06 亿元、6.03 亿元和 12.10 亿元，2018 年以来筹资活动产生的现金流量净额较上期减少 71.39%，主要系公司纳入合并范围的结构化主体收到其他投资者的投资款减少所致。

2017-2019 年，该公司 EBITDA 分别为 11.24 亿元、11.41 亿元和 13.36 亿元，2019 年公司 EBITDA 对利息支出的保障倍数为 13.37 倍。

图表 31. 该公司 EBITDA 和经营性净现金流对债务的覆盖情况

指标名称	2017 年	2018 年	2019 年
EBITDA/利息支出(倍)	17.22	16.34	13.37
EBITDA/刚性债务(倍)	0.66	0.46	0.38
非筹资性现金净流入量与流动负债比率(%)	-28.77	-12.55	-19.00
非筹资性现金净流入量与负债总额比率(%)	-24.59	-10.87	-15.26

资料来源：浙江东方

(3) 资产质量分析

随着各项业务的持续发展，该公司资产规模逐年增长，2017-2019 年末，公司合并口径资产总额分别为 191.15 亿元、183.63 亿元和 217.67 亿元。公司非流动资产占比相对较高，2019 年末非流动资产占总资产的比为 56.62%；2019 年末公司流动比率和速动比率分别为 1.31 和 1.22，资产流动性指标表现较好。

2017-2019 年末，该公司流动资产分别为 78.84 亿元、77.86 亿元和 94.43 亿元。公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产和其他流动资产构成，2019 年末分别占流动资产的 26.41%、28.27%和 27.58%。其中，货币资金余额为 24.94 亿元，主要为银行存款和其他货币资金，其他货币资金主要系期货保证金存款；交易性金融资产余额为 4.18 亿元，主要系公司投资业务所投股权、资管计划及基金等；其他流动资产余额为 24.00 亿元，主要为应收货币保证金和信托产品。

2017-2019 年末，该公司非流动资产分别 112.30 亿元、105.77 亿元和 123.24

亿元，主要由长期应收款、长期股权投资、其他权益工具投资和其他非流动金融资产构成。2019 年末上述科目余额分别为 37.69 亿元、23.43 亿元、31.06 亿元和 15.45 亿元，占非流动资产的比重分别为 30.59%、19.01%、25.20% 和 12.54%。其中，可供出售金融资产主要系公司投资业务所投股权、资管计划及基金等。公司长期股权投资主要系对合营企业中韩人寿及联营企业的投资。其他权益工具投资主要是持有的永安期货的股份。其他非流动金融资产主要系持有的华安证券及广发银行的股份以及部分信托产品。

(4) 盈利分析

该公司盈利主要来源于金融及类金融板块，其中信托业务和直投业务利润贡献占比较高，其他利润主要为期货业务、融资租赁业务及财富管理业务。

近年来，随大地期货风险管理子公司期现交易业务规模的增长、国金租赁投放规模的扩大，该公司营业收入稳定增长。2017-2019 年，该公司分别实现营业总收入 98.11 亿元、107.18 亿元和 117.27 亿元。

从收入结构来看，2019 年营业收入中大地期货和该公司贸易业务贡献占比较大，两者营业收入分别为 47.85 亿元和 38.82 亿元，分别占当期营业收入的比例为 40.80% 和 33.10%。按分部板块划分看，公司营业收入主要来源于金融及类金融和贸易板块，2019 年两者营业收入贡献占比分别为 58.59% 和 33.10%。此外，得益于房地产板块君澜阁项目的收入结转，当年公司实现房地产销售收入 10.08 亿元，且盈利水平良好。

除业务形成的收入外，该公司直接投资形成的投资收益是公司收入的有力补充。2017-2019 年，公司投资收益分别为 9.16 亿元、10.47 亿元和 2.17 亿元。因 2019 年公司会计科目有所调整，现投资收益主要为权益法核算的长期股权投资收益和交易性金融资产在持有期间的投资收益，2019 年上述投资收益分别为 0.97 亿元和 0.87 亿元，占当期投资收益总额比重为 44.88% 和 40.02%。公司处置交易性金融资产取得的投资收益主要为出售海康威视股票取得的投资收益，2017-2019 年公司处置海康威视股票分别取得投资收益 4.16 亿元、5.37 亿元和 0.70 亿元。此外，2019 年公司的投资收益来源还包括银行理财产品收益及信托产品收益，两者分别贡献投资收益 0.07 亿元和 0.64 亿元。

近年来，随业务规模扩大，该公司营业总成本逐年增长。2017-2019 年，公司营业总成本分别为 97.94 亿元、107.44 亿元和 109.03 亿元。从成本构成情况看，公司营业总成本主要由各板块营业成本和期间费用构成。其中各期营业成本占营业总成本的比例分别为 89.88%、88.75% 和 90.07%，主要系商品销售成本。同期，公司期间费用规模保持稳定。资产减值损失主要为可供出售金融资产减值损失。

近年来，该公司营业利润及净利润维持稳定，2017-2019 年，公司营业利润分别为 10.22 亿元、10.24 亿元和 11.82 亿元；净利润分别为 7.42 亿元、7.79 亿元和 9.68 亿元。同期，公司营业利润率分别为 11.13%、10.35% 和 10.90%；

净利润率分别为 8.07%、7.87%和 9.20%。总体来看，公司投资收益对公司盈利形成了一定补充，但公司金融和类金融板块的业务收入和投资收益易受市场风险和宏观经济影响，盈利稳定性偏弱。

外部支持

作为浙江省属唯一的国有上市金控平台，该公司可在资金、业务协同及政策等方面持续得到浙江省政府的大力支持。2017 年，公司以发行股份方式成功获取浙江国贸其持有的浙金信托公司 56%股份、大地期货公司 87%股权及中韩人寿 50%股权。浙江国贸为公司控股股东，实际控制人为浙江省国资委。

该公司控股股东浙江国贸集团成立于 2008 年，是浙江省政府投资设立的国有独资公司，并由浙江省国资委代行出资人职能，实际控制人为浙江省国资委。浙江国贸集团经营范围涉及商贸流通、金融服务和医药健康三大产业，拥有该公司和浙江英特集团股份有限公司（英特集团，000411.SZ）两家上市公司。截至 2018 年末，浙江国贸集团资产总额 888.10 亿元，所有者权益合计 253.61 亿元（其中少数股东权益 117.06 亿元）；2018 年，公司实现营业收入 583.89 亿元，利润总额 24.12 亿元。

跟踪评级结论

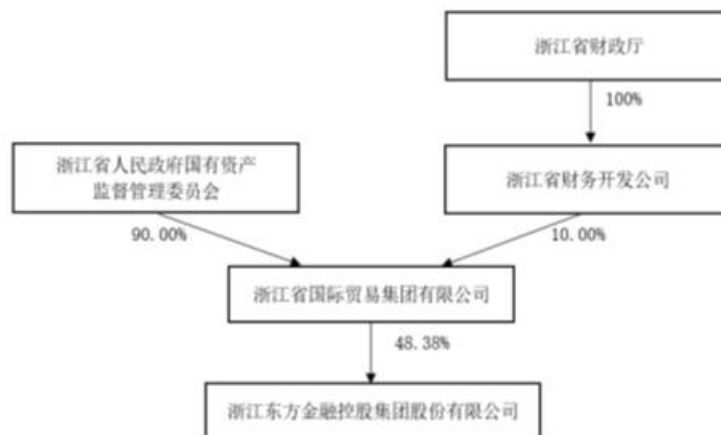
该公司形成了金融和类金融业务与传统商贸共同发展的多元业务格局。近年来，在原有融资租赁及投资业务的基础之上，公司成功纳入信托、期货、人寿保险等多家金融子公司，金融业务板块持续发展；受国内外经济局势影响，商贸板块收入和利润未有增长，公司将加快推进传统商贸的转型升级。目前，公司的经营范围涉及金融投资、国内外贸易、服装制造、跨境电商等领域，旗下拥有 30 多家全资或控股子公司，近 20 家参股公司，业务遍及国内及海外市场。

该公司金融及投资板块稳定发展，传统商贸板块处于转型升级阶段。得益于投资项目退出积累，公司投资收益较为稳定，但受金融市场环境变化影响，公司权益类投资工具市值仍具有一定不确定性。公司期货、融资租赁等业务盈利能力有待进一步体现，盈利结构仍有较大优化空间。公司负债主要为经营性负债，刚性债务规模较小，负债经营程度处于合理水平。2020 年公司债券发行后，公司整体杠杆经营水平有所增加。目前公司可动用的货币资金仍较充裕，且持有一定规模的上市公司股权，能够对债务的偿还形成较好保障。

同时，我们仍将持续关注：（1）该公司信托业务的风险项目情况及相关项目的处置和计提情况；（2）公司投资业务投资收益以及项目退出情况；（3）公司整体负债情况及偿债资金情况。

附录一：

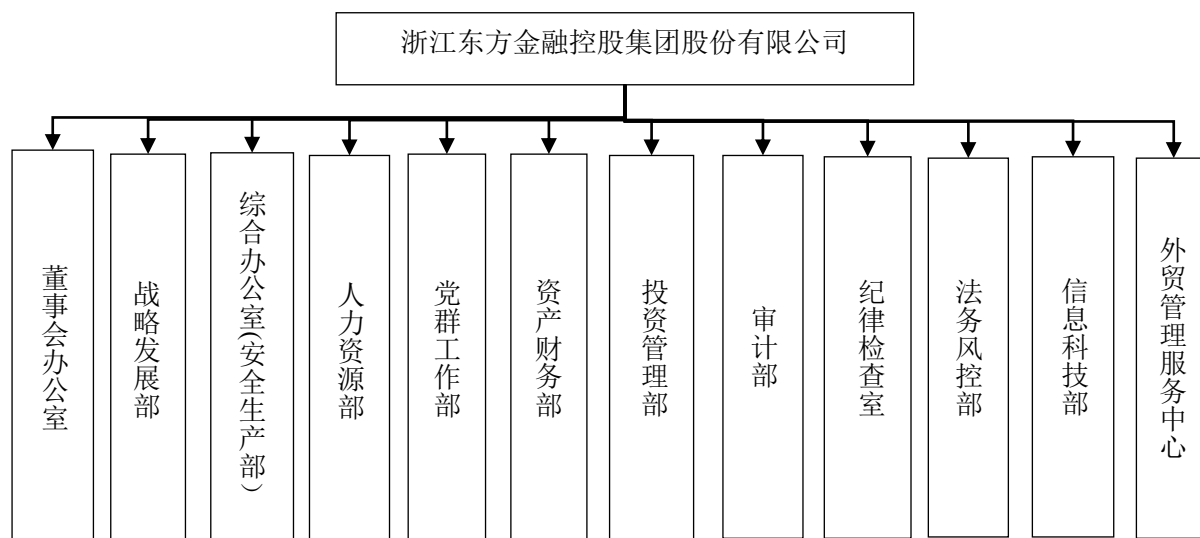
公司股权结构图



资料来源：浙江东方（截至 2019 年末）

附录二：

公司组织结构图



资料来源：浙江东方（截至 2019 年末）

附录三：

主要财务数据及指标表

主要财务数据与指标[合并口径]	2017年	2018年	2019年
资产总额 [亿元]	191.15	183.63	217.67
货币资金 [亿元]	29.51	26.62	24.94
刚性债务[亿元]	16.97	24.91	35.56
所有者权益 [亿元]	107.19	98.19	120.82
营业总收入[亿元]	98.11	107.18	117.27
净利润 [亿元]	7.42	7.79	9.68
EBITDA[亿元]	11.24	11.41	13.36
资产负债率[%]	43.92	46.53	44.49
长期资本固定化比率[%]	94.48	96.80	84.62
权益资本与刚性债务比率[%]	631.64	394.18	339.76
流动比率[%]	109.08	104.69	131.09
速动比率 [%]	91.36	86.94	122.50
现金比率[%]	53.09	41.41	71.68
有形净值债务率[%]	82.26	91.78	83.58
营运资金与非流动负债比率[%]	56.22	31.55	90.27
应收账款周转速度[次]	27.56	37.14	42.08
存货周转速度[次]	4.90	7.35	10.17
固定资产周转速度[次]	86.96	99.42	102.93
总资产周转速度[次]	0.57	0.57	0.58
毛利率[%]	10.28	11.03	8.37
营业利润率[%]	11.13	10.35	10.90
总资产报酬率[%]	6.36	5.85	6.41
净资产收益率[%]	7.85	7.59	8.84
净资产收益率*[%]	8.23	7.31	7.81
营业收入现金率[%]	119.38	114.91	99.58
EBITDA/利息支出[倍]	17.22	16.34	13.37
EBITDA/刚性债务[倍]	0.66	0.46	0.38

注：表中数据依据浙江东方经审计的 2017-2019 年度审计报告整理、计算。

附录四：

各项财务指标的计算公式

指标名称	计算公式
资产负债率(%)	期末负债合计/期末资产总计×100%
长期资本固定化比率(%)	期末非流动资产合计/(期末负债及所有者权益总计-期末流动负债合计)×100%
权益资本与刚性债务比率(%)	期末所有者权益合计/期末刚性债务余额×100%
流动比率(%)	期末流动资产合计/期末流动负债合计×100%
速动比率(%)	(期末流动资产合计-期末存货余额-期末预付账款余额-期末待摊费用余额)/期末流动负债合计×100%
现金比率(%)	[期末货币资金余额+期末交易性金融资产余额+期末应收银行承兑汇票余额]/期末流动负债合计×100%
有形净值债务率(%)	期末负债合计/(期末所有者权益合计-期末无形资产余额-期末商誉余额-期末长期待摊费用余额-期末待摊费用余额)×100%
营运资金与非流动负债比率(%)	(期末流动资产合计-期末流动负债合计)/期末非流动负债合计×100%
担保比率(%)	期末未清担保余额/期末所有者权益合计×100%
应收账款周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初应收账款余额+期末应收账款余额)/2]
存货周转速度(次)	报告期营业成本/[(期初存货余额+期末存货余额)/2]
固定资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初固定资产余额+期末固定资产余额)/2]
总资产周转速度(次)	报告期营业收入/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]
毛利率(%)	1-报告期营业成本/报告期营业收入×100%
营业利润率(%)	报告期营业利润/报告期营业收入×100%
总资产报酬率(%)	(报告期利润总额+报告期列入财务费用的利息支出)/[(期初资产总计+期末资产总计)/2]×100%
净资产收益率(%)	报告期净利润/(期初所有者权益合计+期末所有者权益合计)/2×100%
净资产收益率*(%)	报告期归属于母公司所有者的净利润/(期初归属母公司所有者权益合计+期末归属母公司所有者权益合计)/2×100%
营业收入现金率(%)	报告期销售商品、提供劳务收到的现金/报告期营业收入×100%
经营性现金净流量与流动负债比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
经营性现金净流量与负债总额比率(%)	报告期经营活动产生的现金流量净额/[(期初负债总额+期末负债总额)/2]×100%
非筹资性现金净流量与流动负债比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初流动负债合计+期末流动负债合计)/2]×100%
非筹资性现金净流量与负债总额比率(%)	(报告期经营活动产生的现金流量净额+报告期投资活动产生的现金流量净额)/[(期初负债合计+期末负债合计)/2]×100%
EBITDA/利息支出[倍]	报告期 EBITDA/ (报告期列入财务费用的利息支出+报告期资本化利息)
EBITDA/刚性债务[倍]	EBITDA/[(期初刚性债务余额+期末刚性债务余额) /2]

上述指标计算以公司合并财务报表数据为准；

刚性债务=短期借款+一年内到期的非流动负债+拆入资金+其他应付款中的有息债务+其他流动负债中的有息债务+长期借款+应付债券+长期应付款中的有息债务+其他非流动负债中的有息债务；

EBITDA=利润总额+列入财务费用的利息支出+固定资产折旧+无形资产及其他资产摊销。

附录五：

评级结果释义

本评级机构主体信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	发行人偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低
	AA 级	发行人偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低
	A 级	发行人偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低
	BBB 级	发行人偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般
投 机 级	BB 级	发行人偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高
	B 级	发行人偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高
	CCC 级	发行人偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高
	CC 级	发行人在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务
	C 级	发行人不能偿还债务

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，表示略高或略低于本等级。

本评级机构中长期债券信用等级划分及释义如下：

等 级		含 义
投 资 级	AAA 级	债券的偿付安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
	AA 级	债券的偿付安全性很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
	A 级	债券的偿付安全性较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
	BBB 级	债券的偿付安全性一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
投 机 级	BB 级	债券的偿付安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高违约风险。
	B 级	债券的偿付安全性较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
	CCC 级	债券的偿付安全性极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
	CC 级	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债券本息。
	C 级	不能偿还债券本息。

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，表示略高或略低于本等级。

评级声明

除因本次评级事项使本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构、评级人员与评级对象不存在任何影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级人员履行了评级调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的评级报告遵循了真实、客观、公正的原则。

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

本评级机构的信用评级和其后的跟踪评级均依据评级对象所提供的资料，评级对象对其提供资料的合法性、真实性、完整性、正确性负责。

本跟踪评级报告用于相关决策参考，并非是某种决策的结论、建议。

本次跟踪评级的信用等级自本跟踪评级报告出具之日起至被评债券本息的约定偿付日有效。在被评债券存续期内，新世纪评级将根据《跟踪评级安排》，定期或不定期对评级对象实施跟踪评级并形成结论，决定维持、变更、暂停或中止评级对象信用等级。

本评级报告所涉及的有关内容及数字分析均属敏感性商业资料，其版权归本评级机构所有，未经授权不得修改、复制、转载、散发、出售或以任何方式外传。

本次评级所依据的评级技术文件

- 《新世纪评级方法总论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业信用评级方法概论》（发布于 2014 年 6 月）
- 《工商企业评级模型（通用）MX-GS001（2019.8）》（发布于 2019 年 8 月）

上述评级技术文件可于新世纪评级官方网站查阅。