

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）跟踪评级报告（2020）

项目负责人：翟贾筠 jyzhai@ccxi.com.cn

项目组成员：赵敏 mzhao@ccxi.com.cn

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2020 年 09 月 28 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。

■ 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]跟踪 3658号

浙江省国有资本运营有限公司：

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

维持贵公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；

维持“20 浙资 S1”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

二零二零年九月二十八日

评级观点：中诚信国际维持浙江省国有资本运营有限公司（以下简称“浙资运营”）的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 浙资 S1”的债项信用等级为 **A-1**。中诚信国际肯定了突出的国有资本运营平台地位、供应链集成服务业务收入增长态势良好且保持行业领先地位、工程施工业务稳步推进且项目量充足和融资渠道畅通等方面的优势对公司整体信用实力提供了有力支持。同时，中诚信国际关注到对外贸易环境变化、公司未来资本支出压力较大、资产负债率较高且短期债务规模较大等因素可能对其经营及整体信用状况造成的影响。

概况数据

浙资运营（合并口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	1528.19	1,736.38	2,026.26	2,195.67
所有者权益合计（亿元）	401.87	491.68	553.19	564.15
总债务（亿元）	488.15	550.48	651.51	785.33
短期债务（亿元）	387.91	395.50	407.89	521.09
营业总收入（亿元）	3,339.56	3,679.04	4,384.50	863.28
净利润（亿元）	32.68	50.04	55.85	10.95
EBITDA（亿元）	73.03	97.27	108.40	--
经营活动净现金流（亿元）	-115.75	43.43	50.71	-123.02
资产负债率(%)	73.70	71.68	72.70	74.31
EBITDA/短期债务(X)	0.19	0.25	0.27	--
浙资运营（母公司口径）	2017	2018	2019	2020.3
总资产（亿元）	139.49	183.68	211.12	220.57
所有者权益合计（亿元）	112.61	137.24	144.36	144.04
总债务（亿元）	15.92	41.81	61.84	66.84
短期债务（亿元）	0.00	10.00	10.00	10.00
营业总收入（亿元）	0.17	0.03	0.03	0.00
净利润（亿元）	4.81	3.98	4.42	-0.12
EBITDA（亿元）	5.64	5.25	6.63	--
经营活动净现金流（亿元）	4.85	-8.58	-0.82	4.16
资产负债率(%)	19.27	25.28	31.62	34.69
EBITDA/短期债务(X)	--	0.53	0.66	--

注：中诚信国际根据 2018 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；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。

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。
- **供应链集成服务业务收入增长态势良好，保持行业领先地位。**公司钢材、煤炭和化工产品销售规模进一步增长，同时汽车经销业务保持增长，带动公司供应链集成服务进一步发展，核心贸易品种在全国仍处于领先地位，经营稳健。

同行业比较

公司名称	总资产 (亿元)	所有者权益 (亿元)	资产负债率 (%)	营业收入 (亿元)	净利润 (亿元)	经营活动净现金流 (亿元)
浙江省国有资本运营有限公司	2,026.26	553.19	72.70	4,384.50	55.85	50.71
山东省国有资产投资控股有限公司	1,415.72	329.15	76.75	716.66	23.63	27.30
福建省投资开发集团有限责任公司	1,188.12	547.46	53.92	43.66	22.28	12.51
陕西投资集团有限公司	1,674.17	567.76	66.09	773.53	31.33	33.10

资料来源：中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债券简称	本次债项信用等级	上次债项信用等级	发行金额（亿元）	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
20 浙资 S1	A-1	A-1	5.00	5.00	2020/03/25~2020/12/20	-

■ **工程施工业务稳步推进，项目量充足。**2019 年，公司工程施工业务稳步推进，新签合同额进一步增加，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 2020 年 3 月末，公司共获得银行等金融机构授信 2,555.33 亿元，其中尚未使用额度为 1,823.44 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；2019 年 12 月底，子公司浙建集团借壳多喜爱上市完成资产交割，融资渠道进一步拓宽。

关注

■ **对外贸易环境变化。**2019 年以来，大宗商品市场景气度上升，但各国贸易保护主义升级、国际贸易摩擦加剧，对外贸易环境变化较大，中诚信国际将持续关注对外贸易环境变化对公司供应链业务的影响。

■ **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，短期债务规模大。**截至 2020 年 3 月末，公司资产负债率 74.31%，仍维持在较高水平，总债务合计 785.33 亿元，其中短期债务 521.09 亿元，短期债务规模较大，债务结构有待优化。

评级展望

中诚信国际认为，浙江省国有资本运营有限公司信用水平在未来 12~18 个月内将保持稳定。

■ **可能触发评级下调因素。**公司地位下降，致使股东及相关各方支持意愿减弱等；公司的财务指标出现明显恶化，再融资环境恶化，债务规模大幅增长等。

跟踪评级原因

根据国际惯例和主管部门要求，中诚信国际需对公司存续期内的债券进行定期与不定期跟踪评级，对其风险程度进行跟踪监测。本次评级为定期跟踪评级。

募集资金使用情况

“20 浙资 S1”募集资金 5 亿元，截至 2020 年 6 月末，募集资金已使用 9,200 万元，募集资金期末余额 4.08 亿元。募集资金各次资金提取均履行了公司财务制度规定的审批程序。

宏观经济和政策环境

宏观经济：虽然在新冠肺炎疫情冲击下一季度 GDP 同比大幅负增长，但随着疫情防控和复工复产成效的显现，二季度 GDP 当季同比由负转正，上半年 GDP 降幅收窄至-1.6%。后续中国经济有望延续复苏势头，但内外风险及结构性问题的存在仍将对经济回暖带来一定制约，复苏的节奏或边际放缓。

二季度以来，随着国内疫情防控取得成效、复工复产推进，中国经济持续修复。从生产侧来看，工业生产恢复较快，二季度各月工业增加值同比增长。从需求侧来看，基建与房地产投资回升带动投资底部反弹；随着大部分区域居民活动趋于正常化消费略有改善；出口虽然上半年累计同比负增长，但在疫情全球蔓延而中国率先复工复产背景下仍显著好于预期。但需要关注的是，宏观数据回暖主要是政策性因素带动，市场化的修复力量依然偏弱。具体来看，服务业恢复相对较慢，服务业生产指数虽由负转正但依然低位运行；制造业投资、民间投资疲弱，消费修复相对较为缓慢等等。从价格水平来看，随着疫情冲击缓解和“猪周期”影响的弱化，CPI 高位回落；需求不足 PPI 持续低迷但后续降幅或有望小幅收窄，全年通胀通缩压力或仍可控。

宏观风险：当前中国经济运行依然面临多重挑战。首先，尽管中国经济在全球率先从疫情冲击中复苏，但疫情海外蔓延持续，疫情依然是需要关注

的重要风险：一方面，疫情之下全球经济衰退在所难免，中国经济依然面临外部需求疲弱的压力；另一方面，国内疫情防控既要防外部输入，又要妥善处置疫情在个别区域的二次爆发，对国内生产生活仍有一定的影响。第二，大国博弈与疫情冲击、国际政治角力等多重因素交织下，以美国为首的西方国家对中国挑畔行为增多，地缘政治风险加剧。第三，当前国内经济供给面与需求面的恢复并不同步，经济下行期微观主体行为也趋于保守，企业自发投资动力不足，居民部门消费倾向向下移，结构性问题的存在使得后续经济进一步复苏的难度加大。第四，国内宏观政策逐步向常态化过度，信用或边际略为收紧，叠加疫情冲击、经济下行背景下的企业经营压力加大，信用风险有可能加速释放；此外，经济增长放缓财政收入大幅下滑但财政支出加大，政府部门尤其是地方政府的收支平衡压力进一步凸显。

宏观政策：“两会”政府工作报告明确提出，加大“六稳”工作力度，以保促稳，下半年宏观政策将继续坚持底线思维，统筹考虑稳增长、防风险工作。考虑到政府工作报告并未提出全年经济增速具体目标，且当前我国经济复苏势头较好，继续通过强刺激保经济总量增长的必要性降低，宏观政策或逐步从对冲疫情冲击的应急政策向常态化政策转变，更加注重结构调整。在具体政策措施上，货币政策延续稳健灵活适度、更趋常态化，重心或向直达实体倾斜；政府工作报告明确财政赤字率按 3.6% 以上安排，新增专项债额度大幅提升，并发行一万亿元特别国债，积极财政在更加积极同时，支出结构也将进一步优化，重点投向民生及新基建等领域。值得一提的是，政府工作报告将稳就业、保民生置于优先位置，考虑到中小企业在稳就业方面发挥的重大作用，对中小企业的政策支持仍有望进一步加大。

宏观展望：考虑到内外风险和结构性矛盾制约以及宏观政策刺激力度的边际弱化，相比于二季度经济的快速反弹，下半年经济修复的节奏和力度或边际放缓。但在国内疫情防控得力、稳增长政策持

续发挥作用的背景下，经济将有望保持复苏态势。

中诚信国际认为，得益于中国强有力的疫情防控和宏观调控政策，2020年中国经济有望实现正增长，是疫情之下全球难得的全球GDP依旧能保持增长的经济体，但仍需关注疫情全球蔓延及地缘政治风险给中国经济带来的冲击。从中长期来看，中国市场潜力巨大，改革走向纵深持续释放制度红利，中国经济中长期增长韧性持续存在。

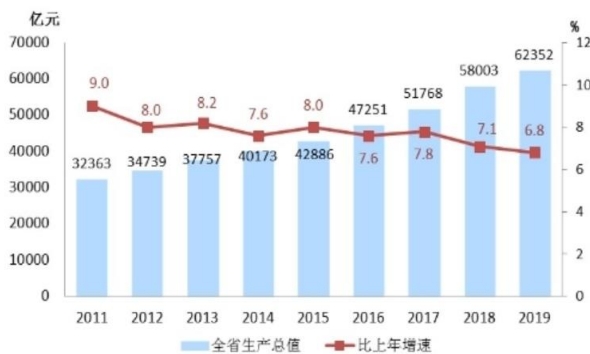
近期关注

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，为公司发展提供了良好的外部条件

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，2019年浙江省全年地区生产总值（GDP）为62,352亿元，比上年增长6.8%。其中，第一产业增加值2,097亿元，第二产业增加值26,567亿元，第三产业增加值33,688亿元，分别增长2.0%、5.9%和7.8%，第三产业对GDP增长的贡献率为58.9%。三次产业增加值结构由上年的3.4:43.6:53.0¹调整为3.4:42.6:54.0。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1：2011~2019年浙江省GDP及增长速度



资料来源：浙江省统计局

¹ 根据第四次全国经济普查结果和我国GDP核算制度规定，2018年浙江GDP修订为58,003亿元，三次产业增加值结构修订为3.4:43.6:53.0。

2019年浙江省固定资产投资比上年增长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%。交通投资、高新技术产业投资、民间项目投资、生态环保和公共设施投资分别增长16.3%、21.8%、13.7%和4.1%。工业投资、制造业投资和装备制造业投资分别增长9.7%、12.9%和13.2%。全年房地产开发投资比上年增长7.4%，其中住宅投资增长8.0%，办公楼投资增长9.7%，商业营业用房投资下降0.6%。商品房销售面积9,378万平方米，下降3.9%；商品房销售额14,352亿元，增长1.9%。

供给侧结构性改革继续深化。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%。2019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%。

2019年浙江省规模以上工业企业利润总额4759亿元，增长5.4%，其中，高新技术、装备制造、战略性新兴产业利润总额分别增长7.8%、7.3%、9.8%；营业收入利润率为6.35%，提高0.12个百分点。规模以上服务业企业营业收入18284亿元，比上年增长16.3%。规模以上服务业企业营业利润2465亿元，增长16.1%。

经济新动能加快成长。2019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25.7%。数字经济核心产业增加值6,229亿元，按可比价计算比上年增长14.5%。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14.3%、4.4%、5.7%、8.3%、5.2%和4.2%；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14.3%、8.0%、7.8%、9.8%，占比分别为14.0%、54.5%、40.9%和31.1%；人工智能产业增长21.3%。

值结构修订为3.4:43.6:53.0。

在战略性新兴产业中，新一代信息技术、新能源、生物、新材料产业增加值分别增长 18.4%、11.9%、11.6%和 8.8%。网络零售额 19,773 亿元，增长 18.4%；省内居民网络消费 9,984 亿元，增长 18.5%。

2019 年浙江省财政总收入 12,268 亿元，比上年增长 4.8%；一般公共预算收入 7,048 亿元，增长 6.8%。其中，税收收入 5,898 亿元，增长 5.6%，占一般公共预算收入的 83.7%。公共预算收入与经济基本同步，减税降费政策成效得到较好体现。一般公共预算支出 10,053 亿元，增长 16.5%，民生支出占财政支出的 76.2%。

2019 年以来，我国贸易行业受到世界经济疲软、中美贸易战等因素的影响；近期爆发的新冠疫情也对外贸带来了进一步挑战

2019 年，世界经济增速继续放缓，中美贸易摩擦进一步升级，外部经贸环境仍然复杂严峻；在此背景下，我国政府出台的稳外贸政策效应逐渐释放，与欧盟、东盟及“一带一路”沿线国家贸易伙伴的合作进一步加强。2019 年，我国货物贸易进出口总值 31.54 万亿元，比 2018 年增长 3.4%，但增速有所放缓；其中，出口 17.23 万亿元，同比增长 5%；进口 14.31 万亿元，同比增长 1.6%。

从中美贸易战来看，2019 年 5 月，美国政府宣布，对中国进口的 2,000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10%提高至 20%。同月，我国政府决定，自 6 月 1 日起对已实施加征关税的 600 亿美元清单中的部分，提高加征关税税率，对之前加征 5%的商品，仍继续加征 5%关税。2020 年 1 月，《中美第一阶段经贸协议》在华盛顿签署，美方宣称自 2020 年 2 月 14 日起，已于 2019 年 9 月 1 日起加征 15%关税的 1,200 亿美元商品，加征关税由 15%调整为 7.5%，中方决定调整对原产于美国约 750 亿美元进口商品的加征关税措施。

从国内贸易情况来看，2019 年以来我国经济下行压力有所加大，大宗商品整体呈大幅波动态势，劳动力、资金和环保等投入要素价格继续高企，对

国内生产要素和消费品流通企业带来了一定的挑战。

2020 年以来，全球爆发的新冠肺炎疫情对外贸订单量及物流等方面带来较大的冲击。2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，我国货物贸易进出口总额同比下降 6.4%至 6.57 万亿元；其中，出口 3.33 万亿元，同比下降 11.4%；进口 3.24 万亿元，同比下降 0.7%。

中诚信国际认为，2019 年，外贸环境仍然复杂，我国进出口增速放缓。内贸继续面临经济疲软、商品价格波动及成本上涨的压力。尽管中美贸易关系暂时缓解，但后续走向仍具有不确定性；同时，国内新冠疫情逐渐得到控制，但海外疫情持续蔓延，对出口订单需求等方面带来负面影响，我国外贸业务或将继续承压。

改善专项债配套融资、降低基建项目资本金比例等一系列政策为基建稳增长提供重要动能

2018 年以来，国内基建投资受到地方政府债务控制、宏观去杠杆、PPP 项目审查趋严等因素影响，增速大幅下降至 3.8%。2019 年，在基建补短板的支撑下，基建投资增速逐步企稳，但“稳增长”效果仍显不足。

为进一步发挥基建投资的逆周期调节作用，2019 年下半年来国家陆续出台相关鼓励政策。6 月，中共中央、国务院印发《关于做好地方政府专项债券发行及项目配套融资工作的通知》，允许将专项债券作为符合条件的重大项目资本金；9 月，国务院常务会议提出要提前下达 2020 年部分专项债额度，确保年初即可使用见效，并强调专项债资金不得用于土地储备和房地产相关领域；同月，中共中央、国务院印发《交通强国建设纲要》，制定了我国交通建设三个阶段的目标；11 月，国务院印发《关于加强固定资产投资项目资本金管理的通知》，将港口、沿海及内河航运项目最低资本金比例由 25%调整为 20%，公路(含政府收费公路)、铁路、城建、物流、生态环保、社会民生等领域的补短板基础设施

施项目，在投资回报机制明确、收益可靠、风险可控的前提下，资本金比例最多可下调 5 个百分点；同月，财政部提前下达 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元。

中诚信国际认为，随着上述政策利好的逐步释放，短期内铁路、公路、城市轨道交通、市政管网、水利环保等基建投资作为逆周期调节工具的作用有望得到充分体现，对建筑施工企业的稳健发展提供支撑。

新冠肺炎疫情短期内将对建筑业产值、盈利、新签合同等产生较大影响，长期影响有限

2020 年初，受新冠疫情影响，各地政府陆续出台了关于春节后建筑企业延迟复工或新开工时间的相关要求。从实际情况来看，国内大部分工程施工项目受制于农民工返程受限、地方复工政策等因素，复工时间较往年明显延后，一季度建筑业产值面临较大冲击。同时，人员返工隔离、防疫物资采购、增强日常监测监控等防控措施将导致建筑业成本费用的增加；而疫情结束后的集中开工或使得上游建筑材料和机械设备供给偏紧，叠加“用工荒”问题，亦将抬升工程成本。虽然部分地方政府出台政策明确将防疫成本列入工程造价予以追加，但疫情带来的建筑业盈利承压问题仍值得关注。此外，疫情带来的房地产销售承压、基建新项目的招标发包进度滞后等亦将对短期内建筑业新签合同产业一定影响。

从长期来看，一季度为建筑施工的传统淡季，受此次疫情影响的项目可通过赶工期弥补，全年建筑业产值仍有望保持较强韧性。同时，2020 年对投资稳增长的要求更为紧迫，后续通过基建等投资逆周期调节的力度有望加大，进而提振建筑业需求。整体来看，本次疫情对我国建筑业及建筑企业信用水平带来的长期影响有限。

跟踪期内，物产中大继续保持很强的规模优势；钢材、煤炭和化工产品销售规模进一步增长，同时汽车经销业务保持增长，带动公司供应链集成服务进一步发展

公司的供应链集成服务业务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”，股票代码：600704.SH）运营。物产中大是浙江省最大的省属贸易企业，各主要业务板块在省内处于领先地位，保持着很强的规模优势。2019 年，公司供应链集成服务板块实现营业收入 3,429.77 亿元，同比增长 18.28%。其中，金属、能源、化工等生产资料核心品种营业规模均位列全国前三，汽车服务业务在全国汽车经销商集团中位列综合实力排名第八。

公司供应链集成服务板块主要包括大宗商品贸易和汽车经销两大类。从贸易结构来看，公司主要以国内贸易为主，进出口贸易为辅，当年实现进出口总额 78.19 亿美元，同比增长 8.79%，内贸为主的结构能够更好的规避汇率波动等风险。

公司大宗商品贸易业务的主要贸易品种包括钢材、煤炭和化工产品，2019 年实现营业收入 3,057.46 亿元，同比增长 22.57%。其中，钢材是公司最主要的贸易产品；受益于钢材市场景气度回升，公司扩大钢材贸易规模，加上钢材价格水平整体维持在较高水平，2019 年公司钢材贸易实现营业收入 1,322.03 亿元，同比上升 25.83%。煤炭方面，受 2019 年下游需求减弱影响，公司当期煤炭销量同比小幅下降，加上价格下行，2019 年煤炭业务收入同比小幅下降至 357.20 亿元。化工产品方面，公司作为新加坡商品交易所 OTC 业务唯一做市商，通过打通国际国内橡胶 CAD 模式，带动 2019 年橡胶销量进一步增长；同时公司不断通过在油品、聚酯、聚烯烃、玉米等多个行业复制供应链模式，深度整合流通环节、提高盈利质量；2019 年，公司化工产品贸易量的增长带动化工贸易收入同比增长 6.59%至 468.55 亿元。

表 1：近年来物产中大大宗商品销售情况（万吨、亿元）

	2017	2018	2019	2020.1~3
钢材销量	2,755.41	2,789.43	3,603.28	777.19
钢材销售额	1,091.58	1,217.38	1,465.57	293.21
煤炭销售实物量	5,900.73	6,226.11	5,964.47	1,427.84
煤炭销售额	385.57	414.04	388.29	80.71
化工产品销售总量	661.52	686.10	749.66	191.54

注：以上销售金额为含税收入。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司汽车服务板块在浙江省内竞争优势明显，2019 年在全国汽车经销商集团综合实力名列第八。截至 2020 年 3 月末，公司拥有 4S 店 134 家，代理品牌以大众、通用及宝马等中高端车型为主。2019 年，公司通过线上线下一站式汽车新零售平台“车家佳”拓宽销售渠道，汽车销售量和销售金额同比分别增长 6.60%和 9.41%；同时，在后服务市场，公司维修车辆和二手车拍卖业务同比保持增长，且汽车救援平台在浙江省救援业务的市场份额突破 50%。在汽车销量增长的带动下，公司 2019 年汽车服务（整车及后服务）实现收入 365.22 亿元，同比增长 13.12%。

表 2：近年来物产中大汽车经销业务情况

	2017	2018	2019	2020.1~3
销售量（量）	185,102	183,900	196,031	25,437
销售金额（亿元）	319.23	319.90	350.01	49.56
销售均价（万元/辆）	17.25	17.43	17.85	19.48
4S 店数量（家）	139	139	135	134
维修车辆（万辆）	167.65	170.76	172.71	30.31
二手车交易（辆）	55,637	80,700	124,919	21,488

资料来源：公司提供

物流是公司供应链集成服务的重要支撑，近年来公司物流资源持续完善，目前已在杭州、上海、宁波、金华、无锡、天津等地共设立 10 个物流基地。2019 年，公司物流网点数已达 84 个（包含 34 个自控型网点和 50 个准入库），主要分布在华北、华东和华南等大宗商品核心物流节点；同时，受益于贸易业务规模的扩大，当期公司累计物流服务量超 3,700 万吨，同比增长 29%。

中诚信国际认为，2019 年以来，物产中大继续在钢材、煤炭、化工及汽车方面保持显著的竞争优

势，稳定的渠道和规模优势使得公司供应链集成服务收入保持快速增长。2020 年一季度，受疫情、中美贸易摩擦以及经济增速的放缓等因素影响，公司大宗商品业务增速有所放缓，且汽车服务板块受到较大冲击，中诚信国际将持续关注后期该板块业务运营压力。

跟踪期内浙建集团与多喜爱完成资产交割，实现整体上市；浙建集团建筑施工业务继续保持省内龙头地位，区域化战略布局的日趋稳固，市场竞争力不断提升，新签合同额保持增长；同时，围绕建筑施工业务开展的工业制造、工程服务等业务保持良好发展趋势

公司工程施工板块运营主体主要包括子公司浙江省建设投资集团有限公司（以下简称“浙建集团”）及其下属子公司。浙建集团系浙江省国资委下属唯一建筑企业，浙江省内建筑行业龙头企业，在浙江省的重大工程承接方面有明显的竞争优势。

2019 年 4 月，浙建集团与多喜爱集团股份有限公司（以下简称“多喜爱”）控股股东签订股份转让协议，股份转让完成后，浙建集团直接持有多喜爱 29.83%的股份，成为多喜爱第一大股东。2019 年 9 月，根据《多喜爱集团股份有限公司重大资产置换及换股吸收合并浙江省建设投资集团股份有限公司暨关联交易报告书（草案）（修订稿）》，多喜爱以其拥有的置出资产与浙资国运拥有的部分置入资产的交易定价等值部分进行置换，同时，多喜爱向交易对方以非公开发行股份的方式购买置入资产超出置出资产定价的差额部分，并对浙建集团进行吸收合并。吸收合并完成后，浙建集团将注销法人资格，多喜爱将承接浙建集团的全部资产、负债、业务、人员及其他一切权利和义务，浙建集团全体股东将成为多喜爱股东，合计持有多喜爱股权比例为 83.92%，其中浙资运营持股比例为 37.90%，浙资运营及其一致行动人合计持股 60.86%。截至 2020 年 4 月末，上述重大资产重组事项已完成，浙建集团控股股东变更为多喜爱，浙资国运持有多喜爱

37.90%股份，实际控制人仍为浙江省人民政府国有资产监督管理委员会。

公司建筑施工业务按业务类型分为房建和交通市政业务，其中房屋建筑工程是公司的核心业务，业务领域涵盖普通住宅、公共建筑以及小城镇、美丽乡村等新型业务，交通市政业务主要包括路桥、隧道、市政、交通设施施工和地铁施工等，占公司业务比重较低。2019年，受益于我国城市化进程的发展以及浙江省良好的经济发展，公司房建业务新签合同额进一步增加，占当期建筑业务新签合同总额的84.53%；同期，公司把握浙江省基础设施建设大力推进以及亚运会带来的发展机遇，继续拓展交通市政业务，当期新签合同额与上年基本持平，占当期建筑业务新签合同总额的15.47%，对建筑施工业务起到了重要补充作用。截至2020年3月末，公司在手合同额为938.5亿元，现有项目储备较为充沛，能对公司未来稳定经营形成一定支撑。

表 3：近年来浙建集团新签合同情况（亿元）

业务类型	2017	2018	2019	2020.1~3
房屋建筑	830	901	1,033	282
交通市政	165	199	189	25
合计	995	1,100	1,222	307

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

2019年，公司浙江房建业务省内新签合同额继续保持稳定增长，占比达64.47%，外省和国外市场受竞争日益激烈影响，同比均有所下降，但仍能对新签合同额的增长形成较好支持。

表 4：近年来浙建集团房屋建筑业务新签合同区域情况（亿元）

业务区域	2017	2018	2019	2020.1~3
浙江	472	464	666	154
外省	295	365	311	104
国外	63	72	56	24
合计	830	901	1,033	282

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从客户结构来看，公司客户主要以政府或政府平台为主，辅以部分大型民营房地产开发企业，且不存在对单一客户依赖度较高的现象，有利于分散整体经营风险。2019年，公司前五大客户收入合计50.47亿元，占当期营业总收入的6.68%，同比小幅

下降。

业务模式方面，公司建筑施工业务模式主要包括EPC、施工总承包和PPP项目施工等。2019年，公司继续巩固传统施工总承包模式的优势并推动EPC模式的发展，以实现业务模式的改革创新对施工业务的带动，其中总承包和EPC模式下新签合同额同比均有所增长，PPP模式受地方政府债务压降、监管环境变化以及公司控制资本运营项目总投资额等因素的影响，公司当期未新签订该模式下合同。

表 5：近年来浙建集团新签合同业务模式情况（亿元）

业务模式	2017	2018	2019	2020.1~3
EPC	177	224	397	97
PPP	128	98	--	--
总承包	690	778	825	210
合计	995	1,100	1,222	307

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司工业制造业务主要依托建筑施工业务充分发挥了产业链协同效应，主要业务包括建设工程机械、电力施工机械、环保机械、金属结构件以及起重机智能监控系统的设计等。公司在工业制造领域拥有起重设备安装工程专业承包壹级等多项资质。此外，子公司浙江省建设机械集团有限公司（以下简称“浙江建机”）是浙江省塔式起重机制造龙头企业，连续10余年被认定为国家高新技术企业。随着当地建筑行业的不断发展，工业制造业务经营规模保持较快增长，2019年，实现收入32.55亿元，同比增长41.46%。

公司工程服务业务主要包括建筑材料商贸物流、工程融资租赁、工程物业及工程咨询管理等，对公司主业形成了有益的产业链协同作用。其中，工程融资租赁业务包括为公司项目提供前期资金支持、周转材料融资和产业园建设等。2019年，公司工程服务业务实现收入20.39亿元，同比下降8.24%。跟踪期内，根据浙国资产权（2019）46号《浙江省国资委关于同意协议转让浙江建设融资租赁有限公司100%股权的批复》，公司将原子公司浙江建设融资租赁有限公司（以下简称“建设租

赁”）的全部股权作价人民币 2.37 亿元，分别转让给幸福之江资本运营有限公司和富春有限公司。

跟踪期内，期货和融资租赁业务均实现快速发展，公司金融服务业务收入大幅增长，但当期均计提资产减值损失，中诚信国际将持续关注公司在金融服务快速发展中的风险管控情况

公司金融服务业务主要由物产中大下属各子公司负责运营，涵盖期货、融资租赁和财务公司等，2019 年实现收入 51.06 亿元，同比增长 213.27%。

公司期货业务由中大期货有限公司（以下简称“中大期货”）负责经营。中大期货经营商品期货多年，是我国各大商品期货交易所会员单位。2019 年，受益于期现结合业务规模的扩大，中大期货营业收入同比增长 247.76%至 25.63 亿元；同期，净利润为-0.33 亿元，主要系认购的私募基金逾期未兑付，中大期货对可供出售金融资产计提较大规模资产减值损失所致。2020 年 1~3 月，中大期货实现营业收入 2.94 亿元，净利润为 0.06 亿元。

公司融资租赁业务由浙江物产融资租赁有限公司（以下简称“物产融租”）负责经营，主要业务涵盖乘用车租赁、商用车租赁以及公共事业类项目、工程机械类项目租赁。2019 年，物产融租业务规模持续扩大，盾构机保有量持续增长，使得营业收入同比增长 99.77%至 34.96 亿元；同期，受当期对部分涉诉事项计提资产减值损失等因素影响，其净利润同比大幅下降 71.43%至 0.10 亿元。截至 2020 年 3 月末，物产融租发放贷款及垫款 18.56 亿元，融资租赁长期应收款规模为 74.82 亿元，其中逾期未收回 2.62 亿元，公司已按相关规定对发放贷款、垫款和融资租赁款计提减值损失或风险准备金。

物产中大财务有限公司（以下简称“物产财务”）主要为成员单位提供财务和融资顾问服务等，有助于公司提升资金管理能力和降低融资成本。截至 2019 年末，物产财务资产总额 104.48 亿元，2019 年物产财务营业收入为 2.49 亿元，同比下降

21.59%，主要系公司调整内部贷款利率，贷款规模减少所致；净利润为 0.73 亿元，同比增加 7.26%。

另外，2017 年，公司投资设立浙江富浙资本管理有限公司（以下简称“富浙资本”）和浙江富浙资产管理有限公司（以下简称“富浙资产”）。其中富浙资本定位为资本运作及战略性投资平台，其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；富浙资产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。

投资方面，浙资国运 2020 年度全年计划投资总额为 58.23 亿元。2020 年一季度，浙资国运新增决策项目 11 个，决策金额 16.24 亿元，投放金额合计 4.57 亿元；续投项目 7 个，投放 7.78 亿元。其中新兴产业领域投资项目 2 个，决策金额 5.99 亿元。

基金业务方面，公司投资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，其中公司认缴 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 2020 年 3 月末，国新国同基金 I 期已投项目 20 个，投资金额约 326.2 亿元，截至 2020 年 4 月 30 日，公司对国新国同基金 I 期认缴金额 30 亿元，已全部实缴到位。

财务分析

以下分析基于经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2018 年审计

报告、经大华会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2019 年审计报告以及未经审计的 2020 年一季度财务报表。公司财务报表使用新会计准则编制，为合并口径数据，其中 2017 年财务数据为 2018 年审计报告期初数，2018 年财务数据为 2019 年审计报告期初数，2019 年财务数据为审计报告期末数。

跟踪期内公司业务稳步开展，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构成，盈利能力较好

公司经营业务仍然以子公司物产中大经营的供应链集成服务业务和浙建集团负责的建筑施工业务为核心，同时还覆盖了金融服务、工业制造、工程服务、安保守押、盐类及盐化工等产品销售、房产销售等板块，形成了多元化业务布局。2019 年，公司实现营业总收入 4,384.50 亿元，同比增长 19.18%。分板块来看，2019 年，公司供应链集成服务业务收入为 3,422.68 亿元，占比 78.06%，同比增长 18.11%，仍然是公司最重要的核心业务和收入来源；工程施工业务收入为 689.91 亿元，占比 15.74%，同比增长 15.98%，是公司第二大业务板块；其他业务板块占公司营业收入比重均较小，其中金融服务业务收入增长 213.27%，主要得益于物产中大下属期货和融资租赁业务规模扩张所致；工业制造业务收入增长 41.46%，主要受益于工程施工板块业务增长带来的良好的产业链协同效应；主营业务中的其他业务同比增长 86.41%，主要系 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，公司业务收入新增守押安防类服务收入 19.25 亿元所致。2020 年一季度，公司实现营业总收入 863.28 亿元。

毛利率方面，2019 年，公司实现综合毛利率 3.40%，较上年小幅下降 0.12 个百分点。公司收入主要来源于供应链集成服务，其中大宗商品贸易收入占比较大，由于贸易行业特性，公司毛利率一直处于相对较低水平。2020 年一季度，公司综合毛利率为 3.23%。

表 6：公司营业总收入及毛利率情况（亿元）

收入	2018	2019	同比增减
主营业务收入	3,649.42	4,340.91	18.95%
供应链集成服务	2,897.79	3,422.68	18.11%
工程施工	594.86	689.91	15.98%
高端实业	71.49	80.03	11.96%
金融服务	16.30	51.06	213.27%
工业制造业务	23.01	32.55	41.46%
工程服务业业务	22.22	20.39	-8.24%
其他	23.76	44.29	86.41%
其他业务收入	25.48	39.43	54.73%
利息收入	1.94	2.01	3.60%
手续费及佣金收入	2.19	2.15	-1.67%
合计	3,679.04	4,384.50	19.18%
毛利率	2018	2019	同比增减
主营业务毛利率	3.18%	3.10%	-0.08 个百分点
供应链集成服务	1.96%	1.79%	-0.17 个百分点
工程施工	4.12%	4.49%	0.37 个百分点
高端实业	18.89%	16.79%	-2.09 个百分点
金融服务	29.04%	18.41%	-10.62 个百分点
工业制造业务	14.67%	14.04%	-0.63 个百分点
工程服务业业务	8.48%	9.40%	0.93 个百分点
其他	47.52%	29.59%	-17.93 个百分点
其他业务毛利率	37.18%	26.03%	-11.14 个百分点
利息收入	100.00%	100.00%	-
手续费及佣金收入	100.00%	100.00%	-
综合毛利率	3.52%	3.40%	-0.12 个百分点

注：1、“其他”板块包含守押安防类服务、盐类及盐化工等产品销售、房产销售、融资租赁、咨询服务等业务收入；2、2019 年审计报告将公司 2018 年和 2019 年收入板块进行重分类，故未列示 2017 年营业收入细分情况；3、公司未提供 2020 年一季度收入明细。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，2019 年和 2020 年一季度，公司期间费用分别为 93.00 亿元和 22.17 亿元，期间费用占营业总收入的比例分别为 2.12% 和 2.57%，由于公司营收规模较大，期间费用占营业收入比重一直维持在较低水平。

利润总额方面，2019 年，公司实现利润总额 71.46 亿元，同比增长 8.68%，主要来自于经营性业务利润和投资收益。其中，经营性业务利润为 54.17 亿元；投资收益为 25.30 亿元，主要来自公司参股公司和处置股权产生的投资收益、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处置金融工具取得的投资收益。2020 年一季度，公司实现利润总额 14.18 亿元，其中经营性业务利润 5.26 亿元，投资收益 8.88 亿元。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

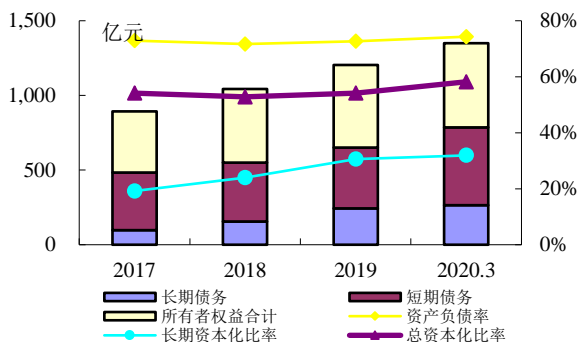
	2017	2018	2019	2020.3
期间费用合计	72.60	84.07	93.00	22.17
期间费用率(%)	2.17	2.29	2.12	2.57
经营性业务利润	28.71	43.57	54.17	5.26
资产减值损失	12.32	13.14	5.07	1.23
公允价值变动收益	0.14	-0.21	-1.73	-1.23
投资收益	18.92	31.32	25.30	8.88
营业外损益	-0.01	1.07	0.04	0.62
利润总额	44.69	65.75	71.46	14.18
EBITDA 利润率(%)	2.19	2.64	2.47	--
总资产收益率(%)	4.38	5.22	4.94	--

资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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；跟踪期内，公司财务杠杆仍维持在较高水平，同比变动不大，但债务结构有所优化

随着公司经营规模的逐步扩大，公司总资产规模持续增长。2019 年末，公司总资产为 2,026.26 亿元，同比增长 16.69%；同期末，公司负债总额为 1,473.07 亿元，同比增长 18.35%。所有者权益方面，2019 年末公司所有者权益为 553.19 亿元，同比增长 12.51%，主要系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。2020 年 3 月末，公司总资产、总负债和所有者权益分别为 2,195.67 亿元、1,631.52 亿元和 564.15 亿元，均较上年末进一步增长。

财务杠杆方面，近年来公司财务杠杆基本维持平稳。2019 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 72.70%和 54.08%。2020 年 3 月末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 74.31%和 58.19%。

图 2：2017-2019 年和 2020 年 3 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，公司资产以流动资产为主。2019 年末以及 2020 年 3 月末，公司流动资产占总资产的比例分别为 62.78%和 65.20%。截至 2019 年末，公司流动资产为 1,272.07 亿元，同比增长 13.02%，主要由货币资金、应收账款和存货构成，上述科目在流动资产占比分别为 21.52%、27.97%和 27.54%。其中，货币资金 273.80 亿元，同比增长 17.94%，公司货币资金主要系银行存款及现金，受限货币资金 38.36 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 355.82 亿元，同比增长 27.73%，公司应收账款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 88.82%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合计为 6.38%；公司存货为 350.27 亿元，主要包括库存商品、在途物资、工程施工等。截至 2020 年 3 月末，公司流动资产为 1,431.64 亿元，较 2019 年末增长 12.54%，其中新增合同资产 147.38 亿元，主要系根据新收入准则，将部分存货重分类至合同资产所致，同期末存货减少 69.97 亿元至 280.30 亿元。

截至 2019 年末，公司非流动资产为 754.19 亿元，同比增长 23.47%，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 23.03%、33.28%和 14.41%。公司可供出售金融资产 173.73 亿元，主要系可供出售权益工具，其中按公允价值计量的有 34.59 亿元，按成本计量的 140.45 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；长期应收款 250.96 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 108.69 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。截至 2020 年 3 月末，公司非流动资产 764.03 亿元，较 2019 年末变动不大。

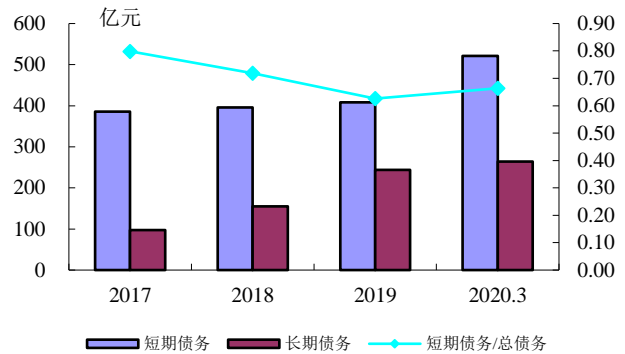
负债构成方面，2019 年末和 2020 年 3 月末，公司负债以流动负债为主，流动负债的占比分别为 81.52%和 82.01%。截至 2019 年末，公司流动负债 1,200.91 亿元，同比增长 13.15%，主要由短期借款、

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 12.88%、13.84%、33.41%、10.79%和 10.30%。其中，短期借款为 154.69 亿元，同比下降 10.27%，主要由物产中大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 166.23 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 401.17 亿元，同比增长 16.37%，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，账龄大多在 1 年以内；公司预收款项 129.63 亿元，同比增长 33.84%，主要系预收工程施工款、货款和预收售房款等；其他应付款 123.68 亿元，同比增长 10.07%，主要包括押金保证金及与关联方借款等。截至 2020 年 3 月末，公司流动负债 1,337.95 亿元，较 2019 年末增长 11.41%，主要系当期短期借款增加所致。

截至 2019 年末，公司非流动负债为 272.16 亿元，同比增长 48.41%，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 41.83%和 47.35%。其中，长期借款 113.86 亿元，同比增长 106.02%，主要信用借款和质押借款大幅增加所致，2019 年末，公司长期信用借款 14.68 亿元，利率区间为 4.35%~5.29%，质押借款 69.39 亿元，利率区间为 4.14%~16.70%；应付债券 128.88 亿元，主要系公司及子公司发行的中期票据、企业债券、公司债券等。截至 2020 年 3 月末，公司非流动负债小幅增长至 293.57 亿元，较 2019 年末增长 7.87%。

总债务方面，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。2019 年末和 2020 年 3 月末，公司总债务规模分别为 651.51 亿元和 785.33 亿元。从债务构成来看，2019 年末和 2020 年 3 月末，公司长短期债务比（短期债务/长期债务）分别为 1.67 倍和 1.97 倍，短期债务规模分别为 407.89 亿元和 521.09 亿元，短期偿债面临一定压力。

图 3：2017~2019 年和 2020 年 3 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

跟踪期内随着债务规模的攀升，公司经营活动净现金流及 EBITDA 对债务本金的覆盖有所弱化，但仍能保障债务利息偿付；且公司拥有充足的外部授信和畅通的股权融资渠道，中诚信国际认为公司仍具备极强的偿债能力

现金流方面，2019 年及 2020 年 1~3 月，公司经营活动净现金流分别为 50.71 亿元和 -123.02 亿元，其中 2019 年经营活动净现金流较 2018 年平稳增长；2020 年 1-3 月，受物产中大购买商品支付现金增加及浙建集团施工业务投入增加等因素影响，公司当期经营活动现金流呈现大幅净流出状态。同期，公司投资活动净现金流分别为 -76.70 亿元和 -3.99 亿元，其中 2019 年呈现大幅净流出状态主要系多喜爱借壳重组上市增加投资支付 12.53 亿元而使现金减少。同期，公司筹资活动净现金流分别为 80.45 亿元和 122.13 亿元，其中 2019 年筹资活动净现金流由负转正主要系当期发行债券、长期借款等筹资流入规模增加所致。

从经营性现金流对债务本息保障程度来看，2019 年，公司经营活动净现金/总债务和经营活动净现金/利息支出分别为 0.08 倍和 2.36 倍，公司经营活动净现金流对债务本金的覆盖能力有限，但对利息的覆盖有所提升。

获现能力方面，2019 年，公司 EBITDA 为 108.40 亿元，同比增长 11.44%，主要由利润总额构成。从 EBITDA 对债务本息的保障来看，2019 年，公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息倍数分别为 6.01 倍

和 5.04 倍，整体来看，EBITDA 对债务利息仍能够形成一定保障。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2017	2018	2019	2020.3
短期债务	387.91	395.50	407.89	521.09
EBITDA	73.03	97.27	108.40	--
经营净现金流	-115.75	43.43	50.71	-123.02
投资活动净现金流	31.68	-12.71	-76.70	-3.99
货币资金/短期债务	0.53	0.59	0.67	0.56
EBITDA/短期债务	0.19	0.25	0.27	--
EBITDA 利息倍数	3.93	4.69	5.04	--
经营净现金流/短期债务	-0.30	0.11	0.12	-0.94*
经营净现金流/总债务	-0.24	0.08	0.08	-0.63*
经营活动净现金流/利息支出	-0.31	0.01	0.00	-0.17
(CFO-股利)/总债务	-0.31	0.01	0.00	-0.17
FCF/总债务	-0.38	-0.05	-0.06	-0.19

注：标*的指标一季度报数据已年化

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

债务到期分布方面，截至 2020 年 3 月末，公司存量债务为 785.33 亿元，其中一年以内到期债务 521.09 亿元，规模较大，但考虑到公司银行授信充足，融资渠道畅通，公司偿债风险可控。

银行授信方面，截至 2020 年 3 月末，公司从各主要合作金融机构获得综合授信额度为 2,555.33 亿元，尚未使用的授信额度达 1,823.44 亿元，备用流动性充足。

对外担保方面，截至 2020 年 3 月末，公司对外担保余额 11.61 亿元，其中包括物产中大对关联方担保金额 3.44 亿元以及浙建集团为原子公司建设租赁的担保金额 7.47 亿元，担保金额较小，整体风险相对可控。

受限资产方面，截至 2019 年末，公司受限资产合计 246.18 亿元，占当期末总资产的 12.15%，主要为抵质押的货币资金、应收票据、应收账款和长期应收款等。

截至 2019 年末，未决诉讼方面，公司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，其中物产中大发生的未决诉讼及仲裁事项涉案金额约 16.93 亿元，公司已按预计可回收情况对相关涉诉款项全部或部分计提减值损失 8.20 亿元；浙建集团作为原告及被告的未决诉讼所涉及的诉讼标

的金额为 22.17 亿元，主要为与工程质量、工程款等相关的纠纷。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

过往债务履约情况：根据公开资料显示，截至 2020 年 3 月末，公司在公开市场无信用违约记录。根据企业提供的《企业信用报告》，截至 2020 年 6 月 9 日，公司本部借款均能到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。

外部支持

作为浙江省唯一的国有资本运营平台，在浙江省地位突出，能够得到浙江省政府的大力支持

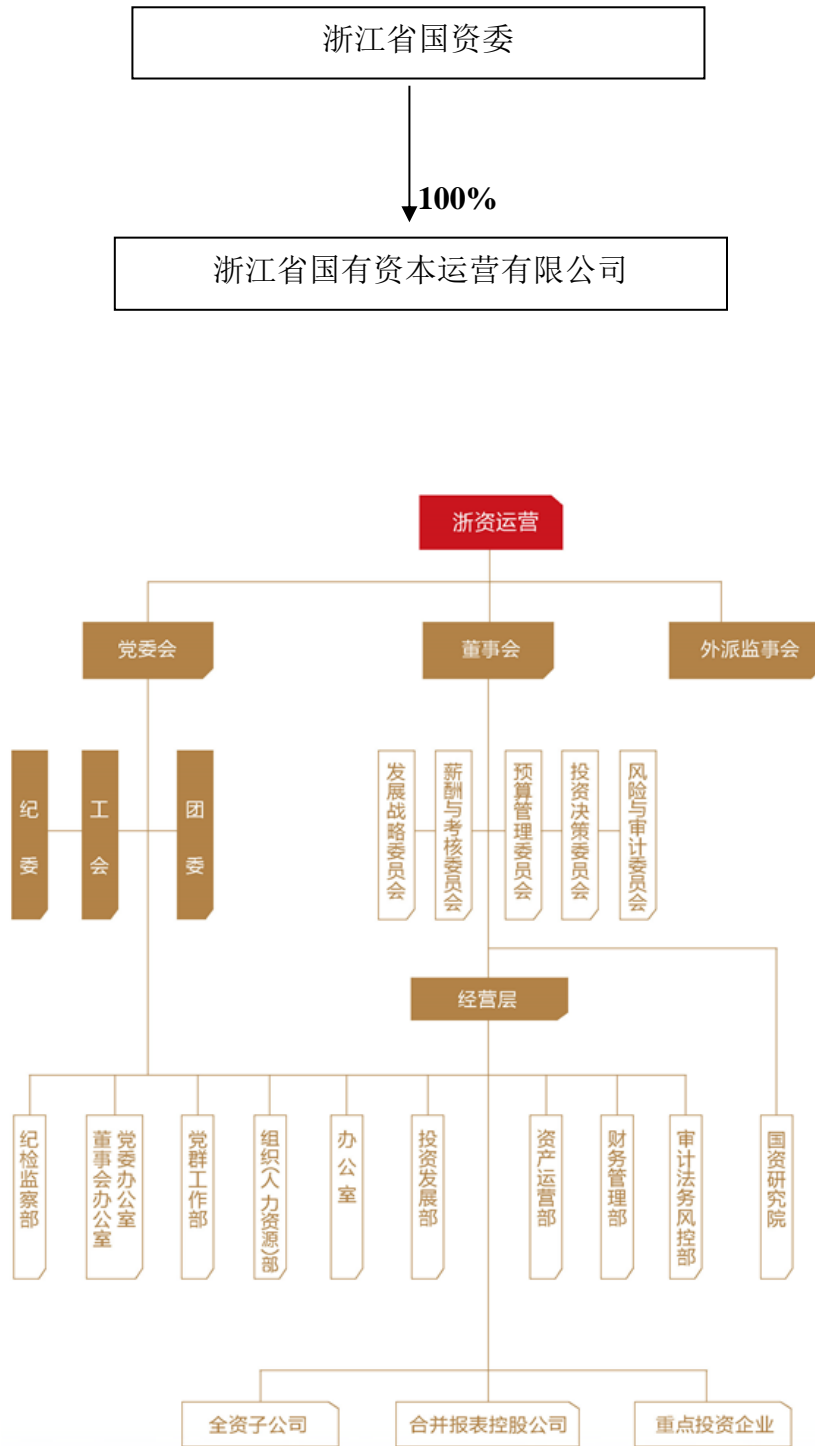
公司作为浙江省唯一的国有资本运营平台，在新一轮国企改革中地位突出，并且陆续获得资产划转及资本注入，发展基础不断夯实。2018 年，浙江省国资委将浙江省盐业集团有限公司和浙江省环境科技有限公司的 100% 国有产权无偿划转给公司，2019 年浙江省国资委将浙江安邦护卫集团有限公司 100% 国有产权无偿划转至公司，截至 2019 年 11 月安邦护卫已完成工商变更登记，2020 年 4 月，浙江省国资委将省公安厅下属浙江广安科贸有限公司 100% 国有产权划转至公司，相应增加公司资本公积。

子公司物产中大在浙江省国资委的支持下，进行了多次资产整合，资本实力不断增强。2015 年 10 月，在浙江省政府的大力支持下，公司通过非公开发行股份吸收合并浙江物产，并向煌讯投资有限公司发行 0.17 亿股股份购买浙江物产之子公司物产国际 9.6% 股权，浙江物产实现整体上市；同时通过非公开发行 3.02 亿股新股募集本次发行股份购买资产的配套资金 26.27 亿元；2019 年 10 月，物产中大通过非公开发行股票募集资金 38.15 亿元。子公司浙建集团作为浙江省国资委下属重要的施工企业，在业务协同、内部管理和资金等方面可以获得政府的大力支持，有利于公司整合内外部的资源，实现自身业务的快速发展。

评级结论

综上所述，中诚信国际维持浙江省国有资本运营有限公司的主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“20 浙资 S1”的债项信用等级为 **A-1**。

附一：浙江省国有资本运营有限公司股权结构图和组织结构图（截至 2020 年 3 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）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	2,054,626.46	2,321,585.95	2,737,977.45	2,926,912.31
应收账款净额	2,620,573.53	2,785,798.33	3,558,207.29	3,250,837.93
其他应收款	630,308.51	536,045.87	507,655.53	498,526.88
存货净额	2,814,834.39	3,216,500.11	3,502,683.96	4,276,805.86
长期投资	1,838,466.18	1,750,319.06	2,356,576.21	2,375,777.88
固定资产	903,604.51	1,040,563.49	1,086,941.77	1,096,745.91
在建工程	81,418.42	127,923.40	182,663.17	196,070.77
无形资产	217,035.00	298,623.12	287,950.25	294,362.36
总资产	15,281,886.69	17,363,834.11	20,262,569.80	21,956,709.01
其他应付款	906,302.17	1,123,652.50	1,236,777.16	1,413,297.27
短期债务	3,879,139.62	3,955,013.18	4,078,923.21	5,210,878.34
长期债务	1,002,368.99	1,549,827.69	2,436,130.85	2,642,398.23
总债务	4,881,508.61	5,504,840.87	6,515,054.06	7,853,276.57
净债务	2,826,882.14	3,183,254.93	3,777,076.61	4,926,364.26
总负债	11,263,207.99	12,447,069.75	14,730,698.73	16,315,159.97
费用化利息支出	181,859.16	189,627.44	214,690.86	--
资本化利息支出	4,165.96	17,945.52	202.76	--
所有者权益合计	4,018,678.71	4,916,764.36	5,531,871.07	5,641,549.05
营业总收入	33,395,618.39	36,790,373.85	43,844,980.46	8,632,778.50
经营性业务利润	287,078.32	435,729.23	541,746.37	52,551.24
投资收益	189,175.26	313,177.20	253,024.90	88,807.49
净利润	326,847.61	500,431.49	558,456.04	109,537.95
EBIT	628,731.30	847,173.35	929,280.58	--
EBITDA	730,261.32	972,708.61	1,084,020.17	--
经营活动产生现金净流量	-1,157,492.17	434,306.77	507,103.99	-1,230,171.26
投资活动产生现金净流量	316,760.66	-127,126.91	-766,996.30	-39,944.47
筹资活动产生现金净流量	835,205.56	-101,382.97	804,524.72	1,221,319.39
资本支出	343,680.79	330,578.14	381,995.77	112,376.86
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	3.01	3.41	3.31	3.15
期间费用率(%)	2.17	2.29	2.12	2.57
EBITDA 利润率(%)	2.19	2.64	2.47	--
总资产收益率(%)	4.38	5.22	4.94	--
净资产收益率(%)	8.86	11.10	10.69	7.84*
流动比率(X)	1.01	1.06	1.06	1.07
速动比率(X)	0.72	0.76	0.77	0.75
存货周转率(X)	11.58	11.77	12.61	8.59*
应收账款周转率(X)	15.01	13.59	13.81	10.13*
资产负债率(%)	73.70	71.68	72.70	74.31
总资本化比率(%)	54.85	52.82	54.08	58.19
短期债务/总债务(%)	79.47	71.85	62.61	66.35
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.24	0.08	0.08	-0.63*
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.30	0.11	0.12	-0.94*
经营活动净现金流/利息支出(X)	-6.22	2.09	2.36	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-31.33	1.11	-0.02	-69.22*
总债务/EBITDA(X)	6.68	5.66	6.01	--
EBITDA/短期债务(X)	0.19	0.25	0.27	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	3.93	4.69	5.04	--
EBIT 利息保障倍数(X)	3.38	4.08	4.32	--

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；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：浙江省国有资本运营有限公司财务数据及主要指标（母公司口径）

财务数据（单位：万元）	2017	2018	2019	2020.3
货币资金	20,756.76	67,273.16	96,487.75	195,734.91
应收账款净额	0.95	0.85	0.65	0.65
其他应收款	280,081.65	227,369.31	177,392.68	151,595.55
存货净额	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	1,021,874.94	1,254,520.98	1,317,616.09	1,307,296.72
固定资产	11,030.40	10,605.28	10,151.61	10,040.12
在建工程	--	--	--	--
无形资产	2,164.10	2,135.22	5,307.06	5,262.02
总资产	1,394,906.56	1,836,837.67	2,111,186.73	2,205,677.01
其他应付款	65,528.57	8,837.67	21,210.45	69,932.49
短期债务	0.00	100,000.00	100,000.00	100,000.00
长期债务	159,209.12	318,082.73	518,366.70	568,440.37
总债务	159,209.12	418,082.73	618,366.70	668,440.37
净债务	138,452.36	350,809.57	521,878.95	472,705.46
总负债	268,776.72	464,395.87	667,602.35	765,230.95
费用化利息支出	6,048.00	12,219.36	21,411.02	--
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00	--
所有者权益合计	1,126,129.84	1,372,441.80	1,443,584.38	1,440,446.06
营业总收入	1,689.31	265.57	265.90	11.25
经营性业务利润	-4,290.91	-8,870.69	-8,992.36	-2,314.76
投资收益	61,414.81	52,356.54	58,236.98	1,273.64
净利润	48,098.29	39,785.91	44,241.48	-1,249.24
EBIT	55,260.61	52,016.50	65,652.54	--
EBITDA	56,384.12	52,547.21	66,251.15	--
经营活动产生现金净流量	48,510.99	-85,822.37	-8,179.99	41,580.17
投资活动产生现金净流量	-105,963.66	-138,245.45	-160,027.23	47,716.99
筹资活动产生现金净流量	-6,048.00	250,584.21	177,421.81	49,950.00
资本支出	190.00	68.23	3,233.81	6.05
财务指标	2017	2018	2019	2020.3
营业毛利率(%)	61.74	23.15	23.32	-0.26
期间费用率(%)	296.25	3,303.83	3,262.81	20,075.73
EBITDA 利润率(%)	3,337.70	19,786.82	24,915.37	--
总资产收益率(%)	4.02	3.22	3.33	--
净资产收益率(%)	4.27	3.18	3.14	-0.35*
流动比率(X)	5.25	4.15	2.98	2.91
速动比率(X)	5.25	4.15	2.98	2.91
存货周转率(X)	--	--	--	--
应收账款周转率(X)	1,778.22	295.07	354.54	69.22*
资产负债率(%)	19.27	25.28	31.62	34.69
总资本化比率(%)	12.39	23.35	29.99	31.70
短期债务/总债务(%)	0.00	23.92	16.17	14.96
经营活动净现金流/总债务(X)	0.30	-0.21	-0.01	0.25*
经营活动净现金流/短期债务(X)	--	-0.86	-0.08	1.66*
经营活动净现金流/利息支出(X)	8.02	-7.02	-0.38	--
经调整的经营净现金流/总债务(%)	26.67	-22.36	-5.94	24.88*
总债务/EBITDA(X)	2.82	7.96	9.33	--
EBITDA/短期债务(X)	--	0.53	0.66	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	9.32	4.30	3.09	--
EBIT 利息保障倍数(X)	9.14	4.26	3.07	--

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2019 年审计报告及 2020 年一季度未经审计的财务报表整理；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。

附四：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/交易性金融资产+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+租赁负债+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	=营业成本/存货平均净额
	应收账款周转率	=营业收入/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	营业毛利率	=（营业收入-营业成本）/营业收入
	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-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-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
	经调整的经营活净现金流（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”。

附五：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。