

浙江省国有资本运营有限公司

2021 年度跟踪评级报告

项目负责人：江林燕 lyjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：段 斌 bduan@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021)60330991

2021 年 06 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。

■ 本跟踪评级报告及评级结论不得用于其他债券的发行等证券业务活动。

信用等级通知书

信评委函字[2021]跟踪 1776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“19 浙纾 02”、“18 浙资 01/18 浙国资债 01”、“19 浙资 01/19 浙国资债 01”、“20 浙资 01/20 浙国资债 01”和“19 浙资运营 MTN001”的信用等级为 **AAA**。

特此通告

中诚信国际信用评级有限责任公司

二零二一年六月二十八日

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“19 浙纾 02”、“18 浙资 01/18 浙国资债 01”、“19 浙资 01/19 浙国资债 01”、“20 浙资 01/20 浙国资债 01”和“19 浙资运营 MTN001”的债项信用等级为 **AAA**。中诚信国际肯定了公司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，区域布局优化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）	2018	2019	2020
总资产（亿元）	1,736.38	2,014.97	2,241.87
所有者权益合计（亿元）	491.68	545.08	604.03
总债务（亿元）	550.48	651.51	673.60
短期债务（亿元）	395.50	407.89	428.47
营业总收入（亿元）	3,679.04	4,384.50	4,869.96
净利润（亿元）	50.04	56.17	59.97
EBITDA（亿元）	97.27	108.72	122.62
经营活动净现金流（亿元）	43.43	50.71	33.49
资产负债率(%)	71.68	72.95	73.06
浙资运营（母公司口径）	2018	2019	2020
总资产（亿元）	183.68	211.12	224.19
所有者权益合计（亿元）	137.24	144.36	146.20
总债务（亿元）	41.81	61.84	72.70
短期债务（亿元）	10.00	10.00	16.00
营业总收入（亿元）	0.03	0.03	0.002
净利润（亿元）	3.98	4.42	6.99
EBITDA（亿元）	5.25	6.63	-
经营活动净现金流（亿元）	-8.58	-0.82	-0.66
资产负债率(%)	25.28	31.62	34.79

注：中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告的财务报表整理；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；公司未提供母公司口径现金流量补充表，部分相关指标失效。

评级模型

本次评级适用评级方法和模型：通用(TY 2019 02)

浙江省国有资本运营有限公司打分卡结果			
重要因素	指标名称	指标值	分数
盈利能力 (20%)	EBITDA 利润率(%)*	2.55	4
	总资产收益率(%)*	5.02	8
财务政策与 偿债能力 (30%)	总资本化比率(%)*	52.72	8
	总债务/EBITDA(X)*	5.71	8
	EBITDA 利息保障倍数(X)*	4.89	8
规模与多元 化(30%)	(CFO-股利)/总债务(%)*	-0.62	5
	营业总收入(亿元)	4,869.96	10
运营实力 (20%)	业务多样性	10	10
	资源禀赋	10	10
	资源控制力	10	10
打分结果			aa+
BCA			aa+
支持评级调整			1
评级模型级别			AAA
打分卡定性评估与调整说明：			
受评企业的评级模型级别在基础信用评估级别(aa+)的基础上通过支持评级调整得到。其中，基础信用评估级别综合反映了打分卡级别以及其他调整项等因素的考量。支持评级主要考虑了政府等外部支持因素。最终级别由信评委投票决定，不排除与模型打分结果存在差异。			

*指标采用 2018 年~2020 年三年平均值

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。**供应链集成服务业务凭借良好的竞争优势和上下游资源，收入增长态势良好。2020 年，公司钢材、铁矿石、煤炭、化工等营业规模均列全国前 3 位，汽车销售服务位列全国第八名；公司主要贸易品种继续保持明显的规模优势。

■ **工程施工业务稳步推进，区域布局优化。**2020 年公司浙江省内新签合同额有所增加，但随着公司省外业务的开拓，其占新签合同总额的比重有所下降。此外，公司在跟踪期内完成对新疆塔建三五九建工有限责任公司（以下简称“塔建三五九”）的收购，有利于拓展新疆业务。

■ **融资渠道畅通。**截至 2020 年末，公司共获得银行等金融机构授信 2,883.34 亿元，其中尚未使用额度为 2,183.41 亿元；另外，公司拥有物产中大和多喜爱两家上市公司，融资渠道畅通。

关注

■ **对外贸易环境变化。**2021 年以来，中国经济复苏，大宗商品市场景气度持续上升，全球经济有望复苏，贸易环境显著改善。但国际贸易保护主义、国际贸易摩擦等现象仍不可避免，中诚信国际将持续关注外贸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 年末，公司资产负债率 73.06%，仍维持在较高水平，总债务合计 673.60 亿元，其中短期债务 428.47 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。

评级历史关键信息

浙江省国有资本运营有限公司					
主体评级	债项评级	评级时间	项目组	评级方法和模型	评级报告
AAA/稳定	20 浙资 01/20 浙国资债 01 (AAA)	2020/09/29	翟贾筠、马蕙桐、赵敏	中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	18 浙国资债 01/18 浙资 01 (AAA) 19 浙国资债 01/19 浙资 01 (AAA) 19 浙资运营 MTN001 (AAA)	2020/07/13	李龙泉、赵敏、马蕙桐	中诚信国际通用评级方法与模型 TY_2019_02	阅读全文
AAA/稳定	19 浙国资债 01/19 浙资 01 (AAA)	2019/07/31	余茜、李傲颜	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法(通用) CCXI TY_2016_01	阅读全文
AAA/稳定	19 浙资运营 MTN001 (AAA)	2018/12/05	余茜、李傲颜	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法(通用) CCXI TY_2016_01	阅读全文
AAA/稳定	18 浙国资债 01/18 浙资 01 (AAA)	2018/10/25	赵珊迪、李傲颜	中诚信国际信用评级有限责任公司评级方法(通用) CCXI TY_2016_01	阅读全文

同行业比较

2020 年部分投资控股企业主要指标对比表						
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	2,241.87	604.03	73.06	4,869.96	59.97	33.49
山东省国有资产投资控股有限公司	1,573.31	429.78	72.68	861.90	31.81	67.73
福建省投资开发集团有限责任公司	1,271.56	572.62	54.97	51.11	23.67	27.05
陕西投资集团有限公司	2,005.26	660.01	67.09	754.16	38.10	39.47

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	上次评级时间	发行金额 (亿元)	债券余额 (亿元)	存续期	特殊条款
18 浙国资债 01/18 浙资 01	AAA	AAA	2020/07/13	9.00	9.00	2018/12/13~2023/12/13	-
19 浙资运营 MTN001	AAA	AAA	2020/07/13	5.00	5.00	2019/04/24~2022/04/24	-
19 浙国资债 01/19 浙资 01	AAA	AAA	2020/07/13	6.00	6.00	2019/08/20~2024/08/20	-
20 浙资 01/20 浙国资债 01	AAA	AAA	2020/09/29	5.00	5.00	2020/11/12~2023/11/12	-
19 浙纾 02	AAA	AAA	2020/07/13	7.00	7.00	2019/11/19~2024/11/19 5(3+2)	附第 3 年末发行人调整票面利率选择权及投资者回售选择权。

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

“19 浙纾 02” 募集资金 7 亿元，截至 2020 年末，募集资金已使用完毕，其中，3.70 亿元通过募集资金专户划转至子公司账户用于置换中欧股份纾困基金出资额；1.40 亿元通过募集资金专户划转至公司基本户用于置换华鼎股份纾困基金出资额；1.89 亿元通过募集资金专户划转至公司基本户后，再划转至子公司账户用于补充营运资金。

宏观经济和政策环境

宏观经济：2021 年一季度，受上年同期低基数影响，GDP 同比增速高达 18.3%，剔除基数效应后的两年同比增速也继续向潜在增速回归。但两年复合增速及季调后的 GDP 环比增速均弱于上年三、四季度，或表明经济修复动能边际弱化，后续三个季度 GDP 同比增速或将逐季下调，年末累计同比增速或将大抵回归至潜在增速水平。

从一季度经济运行来看，生产逐步修复至疫情前水平，消费虽有滞后但持续改善，供需修复正向循环叠加输入因素影响下，价格中枢有所抬升。从生产端来看，第二产业及工业的两年复合增速已恢复至疫情前水平，特别是工业两年复合增速已略超疫情前，第三产业的两年复合增速较疫情前虽仍有较大距离，当季同比增速也低于第二产业，但对经济增长的贡献率回升至 50% 以上，产业结构扭曲的情况有所改善。从需求端来看，一季度投资、消费两年复合增速尚未恢复至疫情前水平，需求修复总体落后于生产，但季调后的投资及社零额环比增速持续回升，内需修复态势不改，3 月出口增速虽有回落但仍处高位，短期内中国出口错峰优势仍存，但后续应关注海外供给修复对中国出口份额带来

的挤出。从价格水平来看，剔除食品与能源的核心 CPI 略有上涨，大宗商品价格上涨影响下 PPI 出现上扬态势，但 CPI 上行基础总体较弱、PPI 上行压力边际放缓，全年通胀压力整体或依然可控。

宏观风险：2021 年内外经济形势依然复杂。宏观数据高增下部分微观主体困难与局部金融风险犹存，海外经济及政策波动加大外部不确定性与不稳定性。从微观家庭看，消费支出两年复合增速仍低于疫情前，家庭谨慎储蓄水平上升，加之经济修复过程中收入差距或有所扩大，边际消费倾向反弹仍需时间。从企业主体看，投资扩张的意愿依然较低，加之大宗商品价格上涨较快，部分下游企业的利润水平或被挤压，经济内生动能仍待进一步释放。从金融环境看，产出缺口虽逐步缩小但并未完全消失，信用周期边际调整下

信用缺口或有所扩大，同时考虑到当前经济运行中投机性及庞氏融资者占比处于较高水平，“双缺口” 并存或导致部分领域信用风险加速释放，加剧金融系统脆弱性。从外部环境来看，美国政府更替不改对华遏制及竞争基调，大国博弈持续，同时各国应对疫情的政策效果不同加大了国际资本流动与全球复苏不平衡，需警惕外部环境变化对我国政策正常化及金融市场运行带来的扰动。

宏观政策：2021 年政府工作报告再次强调，“要保持宏观政策连续性、稳定性、可持续性”，政策不会出现急转弯，但如我们之前所预期，随着经济修复，出于防风险的考虑，宏观政策边际调整不可避免。财政政策虽然在 2020 年的基础上边际收紧，但积极力度仍超疫情前，减税降费支持微观主体，财政紧平衡下地方政府专项债作用继续凸显；总体稳杠杆思路下货币政策稳中边际收紧，强调灵活精准、合理适度，在转弯中力求中性，继续强调服务实体经济。值得一提的是，3 月 15 日召开的国务院常务会议明确提出，“要保持宏观杠杆率基本稳定，政府杠杆率要有所降低”，这是在 2018 年 4 月中央财经委员会第一次会议提出“地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来”之后，第二次明确“总

体稳杠杆、政府部门去杠杆”的思路，显示了中央对地方政府债务风险的高度重视，相关领域的监管或将有所趋严。

宏观展望：即便内外经济环境复杂、宏观政策边际收紧、信用周期向下，但中国经济总体仍处在持续修复过程中，基数效应扰动下全年 GDP 季度增速或呈现“前高后低”走势，剔除基数效应后的复合年度增速将回归至潜在增速水平。

中诚信国际认为，2021 年中国经济仍将以修复为主线，宏观政策将兼顾风险防范与经济修复，注重对微观主体修复的呵护，并为未来政策相机抉择预留足够空间。从中长期来看，中国市场潜力巨大，畅通内循环将带动国内供应链、产业链运行更为顺畅，扩大内需的基础更加广泛，中国经济增长韧性持续存在。

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，2020 年浙江省全年地区生产总值（GDP）为 64,613 亿元，比上年增长 3.6%。其中，第一产业增加值 2,169 亿元，增长 1.3%；第二产业增加值 26,413 亿元，增长 3.1%；第三产业增加值 36,031 亿元，增长 4.1%。三次产业增加值结构由上年的 3.3:42.1:54.6¹调整为 3.3:40.9:55.8。2019 年末全省常住人口 5,850 万人，比上年末增加 113 万人。

2020 年固定资产投资比上年增长 5.4%。非国有投资增长 3.7%，占 64.9%；民间投资增长 2.6%。工业投资、制造业投资和装备制造业投资分别增长 6.7%、3.4%和 12.6%。2020 年房地产开发投资比上

年增长 6.8%，其中住宅投资增长 4.7%，办公楼投资增长 14.3%，商业营业用房投资增长 2.4%。商品房销售面积 10250 万平方米，增长 9.3%；商品房销售额 17145 亿元，增长 19.5%。

供给侧结构性改革继续深化。2020 年规模以上工业企业平均产能利用率为 79.1%，其中四季度已恢复至 82.7%，高于上年全年 1.4 个百分点。全年规模以上工业增加值 16,715 亿元，比上年增长 5.4%。其中，国有及国有控股企业增长 3.8%，私营企业增长 4.0%；外商投资企业增长 5.7%，港澳台商投资企业增长 4.8%。17 个传统制造业增加值增长 2.3%。规模以上工业销售产值 73,336 亿元，增长 1.8%，其中，出口交货值 12,128 亿元，增长 0.5%。规模以上工业新产品产值率为 39.0%，比上年提高 1.3 个百分点。列入国家“三新”统计的 11 种新产品中，新能源汽车（77.7%）、碳纤维及其复合材料（58.7%）、光缆（50.8%）、工业机器人（43.6%）、太阳能电池（39.3%）、集成电路（21.2%）等产量快速增长。

数字经济逆势成长。2020 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 27.0%。数字经济核心产业增加值 7,020 亿元，按可比价格计算比上年增长 13.0%。在规模以上工业中，数字经济核心产业、健康产品、节能环保、文化、高端装备、时尚制造业增加值分别增长 16.8%、14.3%、8.7%、7.9%、7.9%和 4.9%；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 15.6%、9.7%、10.8%和 10.2%；人工智能产业增长 16.6%。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 21.0%、14.8%、11.5%和 5.2%。

2020 年财政总收入 12,421 亿元，比上年增长 1.2%；一般公共预算收入 7,248 亿元，增长 2.8%。其中，税收收入 6,262 亿元，增长 6.1%，占一般公共预算收入的 86.4%。一般公共预算支出 10,082 亿元，增长 0.3%。

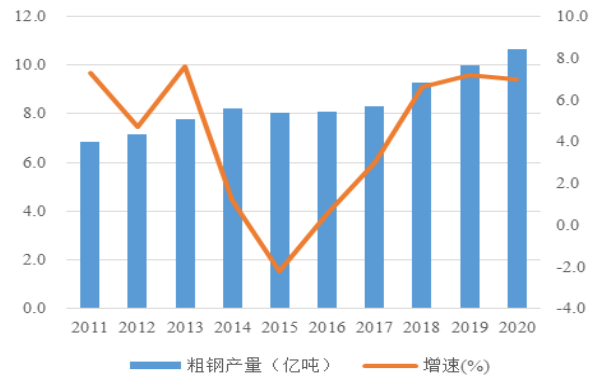
结构修订为 3.3:42.1:54.6。

¹ 2019 年浙江 GDP 修订为 62,462 亿元，三次产业增加值

2020 年以来,新冠肺炎疫情致使上半年钢铁下游需求弱化,钢铁企业利润普遍下行;下半年以来,主要下游行业复工复产为钢材需求量带来强劲支撑,经营情况显著回暖,但全年盈利水平仍同比降低

2020 年,全国经济经历新冠肺炎疫情冲击,全国范围内交通运输成本大幅上升,加之下游建筑施工暂停,钢贸商进货量较低,上半年钢铁行业景气度显著下滑。但随着疫情得到有效控制,复工复产有序推进,下半年以来行业景气度迅速回升;得益于钢价上涨驱动,加之近年来企业通过设备技改及添加辅料等手段提升生产效率,粗钢产量较上年进一步提升,2020 年全国生铁、粗钢和钢材产量分别为 8.88 亿吨、10.65 亿吨和 13.25 亿吨,同比分别增长 4.3%、7.0%和 10.0%,粗钢产量再创历史新高。根据 2021 年 4 月通知,国家发展改革委、工业和信息化部将于 2021 年组织开展全国范围的钢铁去产能“回头看”检查以及粗钢产量压减工作,其中钢铁去产能“回头看”将重点检查 2016 年以来各有关地区相关工作落实情况;粗钢产量压减工作将在去产能成果基础上,重点压减环保绩效水平差、耗能高、工艺装备水平相对落后的企业的粗钢产量,确保 2021 年全国粗钢产量同比下降。中诚信国际认为该项举措将有助于化解行业内过剩产能,抑制粗钢产量增长。此外,工信部于 2021 年 5 月发布的新《钢铁行业产能置换实施办法》中提出要大幅提高钢铁置换比例、扩大大气污染防治重点区域、明确置换范围、严守不新增产能红线,停滞超一年半的产能置换工作将于 2021 年 6 月 1 日起重启。

图 1: 近年来我国粗钢产量及增速



资料来源: 国家统计局, 中诚信国际整理

价格方面, 由于疫情导致下游行业停工停产, 2020 年一季度钢价整体走弱, 中国钢材价格指数延续下行趋势, 于 5 月初降至 96.62 点, 达到近年来低位; 但随着国内疫情得到有效控制, 建筑业及制造业有序复工复产为钢材需求带来强劲支撑, 钢价呈现稳步上升趋势, 并于 12 月末升至近年来高点。2021 年以来, 受补库存需求拉动, 以及“碳中和”目标及 3 月唐山限产对市场预期造成影响, 钢价经历 1~2 月小幅下滑后迅速上升, 4 月初钢材价格指数已升至 140.67 点。

图 2: 近年来我国部分钢材品种价格走势 (元/吨)

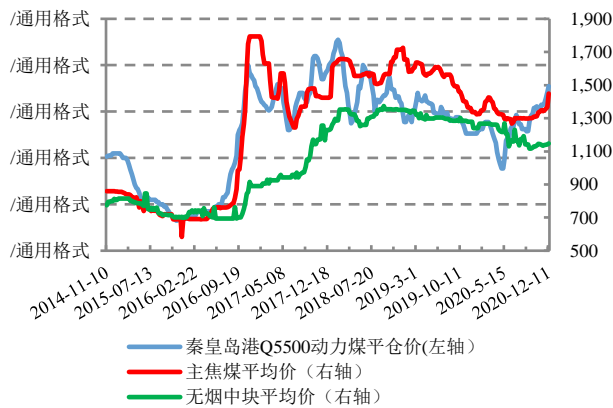


资料来源: 公开资料, 中诚信国际整理

2020 年上半年，受新冠肺炎疫情影响，煤炭下游行业开工率不足，我国煤炭价格整体呈下行态势；但下半年以来，受下游需求回升、港口库存下降及煤炭进口收缩等多重因素影响，煤炭价格大幅回升

近年来，受益于供给侧改革的严格执行，我国煤炭市场供需关系得到明显改善。其中，2017 年以来，原神华集团²开始重拾年度长协价和现货价的价格双轨制，并按要求制定了较明确的长协价定价机制，即“基准价 535 元+浮动价”的定价模式。目前看来，以制定长协价格、落实长协合同为主的平抑煤价政策使得动力煤价格趋于稳定。

图 3：2015 年以来煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：中国煤炭市场网，中诚信国际整理

自 2020 年初新冠肺炎疫情爆发以来，我国煤炭市场整体呈供需两弱格局，其中煤炭企业复工复产时间相对较早，但煤炭下游主要行业开工率不足，且煤炭进口仍保持增长态势，1~6 月我国煤炭价格整体呈下行态势。但下半年以来，受下游需求回升、港口库存下降及煤炭进口收缩等多重因素影响，动力煤及焦煤价格大幅回升。截至 2020 年 12 月 11 日，秦皇岛 5,500 大卡动力煤平仓价及全国主焦煤均价分别为 655 元/吨和 1,449 元/吨，较年初分别上升 17.49% 和 9.33%；全国无烟块煤均价为 1,147 元/吨，虽较前三季度有所回升，但较年初仍下降 7.51%。

随着疫情影响逐步减弱，并叠加前期积累的消费需求持续释放以及多项促消费政策效果的逐步显现，我国汽车行业有望实现加速回暖

汽车行业是我国国民经济的重要支柱产业之一，目前已形成多品种、全系列的各类整车和零部件生产及配套体系。2006~2020 年，我国汽车销量年均复合增长率为 9.38%，产量占全球比重亦由 2006 年的 10.6% 升至 2020 年的 32.5%，我国已连续十多年位居世界第一汽车生产国。

近年来，受小排量乘用车车辆购置税减半政策逐步退出、前期销量透支、国内经济下行压力较大及消费者信心不足等因素影响，我国汽车市场增速逐步放缓甚至出现下降。据中国汽车工业协会统计，2017~2020 年，我国汽车总销量分别为 2,887.9 万辆、2,808.1 万辆、2,576.9 万辆和 2,531.1 万辆，销量增速分别为 3.0%、-2.8%、-8.2% 和 -1.9%，中国汽车市场连续第三年出现负增长，但是在 2020 年疫情严重冲击下，2020 年产销降幅较 2019 年出现明显收窄。

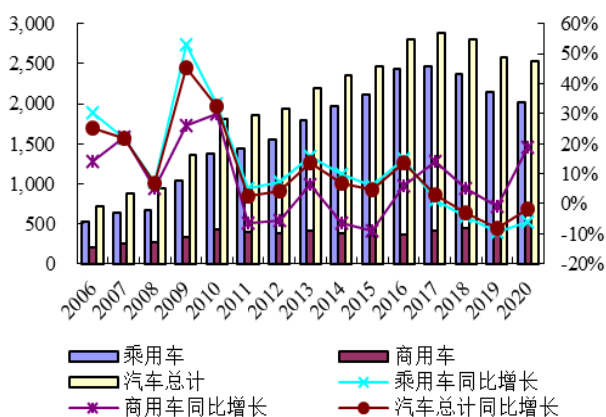
汽车类消费占社会消费品零售总额达 25% 以上，其下滑严重影响整个社会消费品零售总额的增长；此外，汽车产业链条较长，刺激汽车消费是国家稳定消费和经济增长的抓手之一。2019 年尤其 2020 年疫情发生以来，国家出台了一系列旨在促进汽车消费的政策，北京、湖北、重庆、江苏、甘肃、吉林、新疆、海南等多个省份也同步出台了稳定和扩大汽车消费的相关政策举措。

2020 年 3 月以来，随着疫情在国内得到有效控制以及在国家及地方出台促进汽车消费政策的带动下，汽车企业生产经营状况逐渐恢复并持续好转，行业产销加速回暖，4 月我国汽车单月销量同比增速已由负转正并于 5 月开始持续保持两位数的增长速度。2020 年，我国汽车产销分别完成 2,522.5 万

² 2018 年，原神华集团有限责任公司（以下简称“原神华集团”）与原中国电集团有限公司（以下简称“原国电集团”）完成联合重组，原神华集团更名为国家能源投资集团有限责任公司（以下简称“国家能源集团”），并作为母公司吸收合并原国电集团。

辆和 2,531.1 万辆，同比分别下降 2.0%和 1.9%，降幅收窄至 2%以内。短期看，随着国内经济环境逐步向好及促进消费政策的带动，市场需求预计将进一步释放，我国汽车行业景气度有望触底回升。但中诚信国际也关注到，当前国际环境仍然复杂严峻，世界经贸复苏进程迟缓，或间接影响我国经济增长，同时近期出现的如芯片供应紧张等问题或将对汽车生产造成不利影响，行业生产节奏可能有所放缓。

图 4：近年来我国汽车销量走势（万辆）



资料来源：中国汽车工业协会，中诚信国际整理

从豪华车市场来看，受益于消费升级及豪华车型投放增多等因素影响，近年来我国豪华车呈快速增长态势。据乘联会统计，2020 年，国内豪华车实现累计销量 252.91 万辆，同比增长 14.7%，占乘用车销量比重升至 13.1%。在乘用车消费市场不断成熟，汽车普及度不断提高的情况下，我国乘用车消费中换购需求的占比也在不断上升，而随着社会的不断发展，居民可支配收入的不断提高，乘用车换购市场的消费升级趋势愈发明显。在此背景下，自主品牌向上突破的节奏是否能跟上消费升级的速度对其经营业绩尤为重要。

总体来看，近年来我国汽车市场景气度持续波动。2020 年以来，随着疫情影响逐步减弱、前期积累的消费需求持续释放以及多项促消费政策效果的逐步显现，行业产销加速回暖。

新型城镇化的深入推进为建筑业发展提供持续动力

多年来，我国城镇化建设释放出巨大的内需能量，成为经济发展的重要源动力。国家统计局数据显示，截至 2020 年末我国常住人口城镇化率超过 60%，但仍明显低于发达国家 80%的水平，也低于许多同等发展阶段国家的水平，未来一段时期我国的城镇化率仍有较大的提升空间。

为进一步提高我国城镇化水平，2021 年 4 月，国家发展改革委印发《2021 年新型城镇化和城乡融合发展重点任务》，在促进农业转移人口有序融入城市、提升城市群和都市圈承载能力、促进大中小城市和小城镇协调发展、加快建设现代化城市、提升城市治理水平、加快推进城乡融合发展、组织实施七个方面提出 24 条措施。同时，《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》中亦提出“坚持走中国特色新型城镇化道路，深入推进以人为核心的新型城镇化战略”。

中诚信国际认为，新型城镇化战略的推进有望加速我国城镇化率的提升，并促使人口进一步向中心城市和核心城市群流动，在加快农业转移人口市民化、完善城镇化空间布局、全面提升城市品质的过程中，能够产生大量的城市基础设施建设需求，为建筑企业提供市场空间。除旧城改造以外，新型城镇化所要避免的交通拥堵、环境恶化、设施短缺、住房紧张等问题，会衍生出广阔的新兴建筑市场。整体来看，伴随着我国新型城镇化进程的推进，会催生对住宅、公共建筑的新建和改造以及城市综合交通网络、地下管网、海绵城市、环境治理等建设的需求，为今后一段时期我国建筑企业的发展带来支撑。

跟踪期内，物产中大继续保持很强的规模优势，钢材销售规模同比大幅上升，中诚信国际将持续关注贸易环境变化对公司供应链业务变化的影响

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。2020年，公司供应链集成服务板块（包含贸易和汽车经销）实现营业收入3,806.62亿元，同比增长11.22%，保持稳定增长态势。

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，内贸为主的结构能够更好的规避汇率波动等风险。2020年公司坚持国际化发展战略，实现进出口总额（含转口）113亿美元，同比增长47.1%，进出口业务规模大幅增长，主要是由于钢材进口量大幅上升所致。

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。其中，钢材是公司最主要的贸易产品，2020年以来，受益于基建投资拉动钢材需求快速增长，公司加大与大型央企、国企的对接力度，钢材贸易实现营业收入2,069.91亿元，同比增长56.57%。物产中大国际贸易集团有限公司（以下简称“物产国际”）利用国内外需求和价格倒挂契机，大力开拓钢材进口业务，钢材进口量实现大幅度增长，公司钢材的销售收入呈大幅上升态势。

煤炭方面，2020年公司煤炭贸易实现营业收入339.16亿元，同比下降5.05%。虽然我国基建投资力度扩大的传导作用带动煤炭需求有所上升，但受煤炭价格下跌的影响，公司煤炭的销售收入呈小幅下滑态势。

化工产品方面，2020年公司化工产品贸易实现营业收入425.77亿元，同比下降9.13%。受子公司物产中大化工集团有限公司优化垂直供应链商业模式及华欣聚酯项目落地等因素影响，公司液化及

化纤产品贸易量大幅增长，化工产品销售总量达976.84万吨，同比增长30.30%；但受化工产品价格下跌影响，公司化工产品的销售收入同比小幅下降。

表 1：近年来物产中大大宗商品销售情况（万吨、亿元）

	2018	2019	2020	2021.Q1
钢材销量	2,789.43	3,603.28	5,116.14	1,223.91
其中：进口量	1.90	65.83	555.12	31.43
出口量	285.81	35.17	55.46	30.02
煤炭销售实物量	6,226.11	5,964.47	6,638.35	1,694.06
煤炭销售额	414.04	388.29	356.18	110.81
化工产品销售总量	686.10	749.66	976.84	248.46

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。公司在2021年中国汽车经销商集团百强排行榜中名列第七，排名较2020年有所上升。截至2021年3月末，公司拥有4S店127家，代理品牌以大众、通用及宝马等中高端车型为主。2020年，受疫情影响，公司汽车线下销售受阻，销量同比下降10.96%，但受益于销售车型单车均价提升，实现销售金额347.03亿元，同比基本持平。同时，公司二手车交易业务同比增长，且汽车救援平台在浙江省救援业务的市场份额突破50%，使得公司后市场服务业务收入同比上升8.84%至51.22亿元。

表 2：近年来物产中大汽车经销业务情况

	2018	2019	2020	2020.Q1
销售量（辆）	183,900	196,031	174,551	44,555
销售金额（亿元）	319.90	350.01	347.03	90.86
销售均价（万元/辆）	17.43	17.85	19.88	20.39
4S店数量（家）	139	135	126	127
维修车辆（万辆）	170.76	172.71	158.75	39.83
二手车交易（辆）	80,700	124,919	139,454	46,188
汽车售后服务收入（亿元）	49.71	47.06	51.22	13.29

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12个物流基地。2020年末，公司物流网点数已达118个（包含43个自控型网点和75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 5,200 万吨，同比增长 42%。

中诚信国际认为，2020 年以来，公司继续在钢材、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。但国际贸易保护主义、国际贸易摩擦等现象仍不可避免，中诚信国际将持续关注贸易环境变化对公司供应链业务变化的影响。

跟踪期内，浙建集团与重组交易相关的多喜爱股份过户及新增股份登记手续全部完成；浙建集团继续保持了省内龙头地位，区域化战略布局日趋稳固，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。

截至 2021 年 3 月末，公司生产经营业务遍布全国 31 个省市自治区以及阿尔及利亚、香港、日本、新加坡等全球 10 多个国家和地区，形成了国内 8 大区域市场和以阿尔及利亚为中心的北非市场、以香港为核心的东南亚市场。公司建筑施工业务按业务类型分为房屋建筑工程和交通市政工程，其中房屋建筑工程是公司的核心业务，近年来占新签合同额的 80% 以上，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，其中普通住宅占比约为 31.99%。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。

2020 年，公司承揽了浙江大学校友企业总部经济园二期 EPC 工程总承包工程、阿里巴巴达摩院南湖园区项目施工总承包工程以及香港九龙油塘崇信街与仁宇围交界的油塘内地段第 44 号住宅等项目，带动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比重升至 90.48%；公司交通市政承揽项目减少，新签合同额同比有所下降。截至 2020 年末，公司在手合同额为 933.50 亿元，可对公司未来业绩形成一定支撑。

表 3：近年来浙建集团新签合同情况（亿元）

业务类型	2018	2019	2020	2021.Q1
房屋建筑	901	1,033	1,122	286
交通市政	199	189	118	43
合计	1,100	1,222	1,240	329

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从区域布局来看，2020 年，公司继续保持了在浙江省内的龙头地位，省内新签合同额同比进一步增加；同时，得益于省外开拓，浙江省外及海外新签合同额亦同比增加。全年浙江省内新签合同额占比为 61.14%，较去年的 64.47% 有所下降，单一区域占比有所下降，区域布局更加优化。此外，2020 年 11 月，公司与新疆生产建设兵团第一师国有资产监督管理委员会、阿拉尔统众国有资产经营有限责任公司和新疆青松建材化工（集团）股份有限公

司签订了《新疆塔建三五九建工有限责任公司增资扩股及股权转让协议》，并于2020年12月29日签订《新疆塔建三五九建工有限责任公司增资扩股及股权转让协议之补充协议》。公司向塔建三五九单方增资，增资后公司持有塔建三五九66.00%的股权，公司已于2020年12月29日一次性支付全部增资款18,792.19万元。塔建三五九已于2021年3月19日完成股权工商变更登记手续。塔建三五九拥有国家房屋建筑工程施工总承包壹级、水利水电工程施工总承包贰级、公路桥梁工程施工总承包贰级、市政工程施工总承包贰级等总承包资质；具备钢结构工程专业承包壹级、河湖整治工程专业承包贰级、超重设备安装工程专业承包叁级、输变电工程专业承包叁级资质等。2020年，塔建三五九新签合同额32.58亿元。其中，师内工程占比76.92%。2020年其实现营业总收入14.47亿元；净利润0.27亿元。

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	2018	2019	2020	2021.Q1
浙江	464	666	686	182
外省	365	311	353	22
国外	72	56	83	82
合计	901	1,033	1,122	286

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从重大项目承揽情况来看，随着竞争日趋激烈，公司2020年承揽的重大项目合同额占当年新签合同额的比重有所下降。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。

表5：公司重大项目（5亿元以上）承揽情况（个、亿元）

	2019	2020	2021.1-3
重大工程数量	53	46	13
重大工程金额	504	468	105
新签合同总额	1,222	1,240	329
重大工程占比	41%	38%	32%

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、金属结构件的生

产和设计等，经营主体为子公司浙江省建设机械集团有限公司（以下简称“建机集团”）；工程相关其他业务主要系建筑材料商贸物流、工程物业和工程咨询管理等。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。2020年，实现收入33.35亿元，同比增长2.46%。

公司工程服务业务主要包括建筑材料商贸物流、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。2020年，公司工程服务业务实现收入23.11亿元，同比增长13.33%。为推进上市工作，浙建集团于2019年转让原子公司浙江建设融资租赁有限公司（以下简称“建设租赁”）的全部股权至幸福之江资本运营有限公司和富春有限公司，作价人民币2.37亿元。截至2020年末，公司已收到全额转让款，建设租赁尚未完成工商变更手续。

2020年，物产中大医疗健康 and 环保能源业务规模不断扩大，中诚信国际将持续关注新业务板块的投资及培育对公司经营和盈利能力的影响

公司高端实业板块主要包括医疗健康、环保公用，由下属子公司物产中大负责运营。

医药健康业务板块是物产中大重点培育板块之一，主要涉及医药生产、医疗健康及养老等业务。2020年，在新冠疫情背景下，医疗器械业务和医用耗材业务规模扩大，带动医药健康业务收入同比大幅上升232.65%至14.68亿元。目前已布局综合医院3家，床位数约1,537张，2020年医院净利润为-2,095万元；同时“郎和”和“郎颐”高端养老机构已示范运行，且入驻率超过预期。

物产中大环保能源业务涉及污泥处理、电线电缆以及热电业务。在污泥处理方面，截至2020年末，公司拥有年处理污泥85万吨、年供热能力1,100万吨的产能。公司电线电缆业务主要由嵊州中大元通线缆科技有限公司负责运营，公司业务规模快速扩大，2020年公司线缆产量达80.61万千米，同比增长34.20%；实现营业收入50.22亿元，同比增长

30.63%。目前公司已启动湖州市德清县乾元镇新材料园区内建设线缆智能制造基地建设项目，该项目总投资预算为 10.62 亿元，其中 7.35 亿元资金已通过非公开发行股票方式筹集；项目建设周期为 36 个月，项目建成后，公司将新增 33.5 万千米电线电缆的生产能力，公司线缆业务规模或将继续扩大。热电方面，公司已拥有 5 家热电企业，合计装机规模 31.3 万千瓦，公司节能减排、污泥焚烧、生物质发电等多项技术获得国家专利。2020 年公司电费收入和蒸汽费收入为分别为 7.80 亿元和 14.57 亿元，电费收入同比增长 3.17%，蒸汽费收入同比减少 9.16%。

跟踪期内，公司金融服务业务收入大幅增长，期货业务盈利能力较弱，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等情况

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，2020 年实现收入 77.98 亿元，同比增长 52.74%。

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。2020 年，中大期货实现营业收入 11.51 亿元，同比下降 55.09%，净利润为-0.36 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。2021 年 1~3 月，中大期货实现营业收入 2.37 亿元，净利润为 0.07 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。2020 年，物产融租营业收入为 33.73 亿元³，净利润为 0.53 亿元。截至 2020 年末，物产融租发放贷款及垫款余额 19.72 亿元，融资租赁长期应收款规模为 86.13 亿元，无逾期未收回款项，但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 2020 年末，物产财务资产总额 129.85 亿元，2020 年物产财务营业收入为 2.85 亿元，同比上升 14.45%，净利润为 0.77 亿元，同比上升 5.48%，主要系物产财务贷款规模扩大所致。

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 53.9 亿元。2020 年度，浙资国运新增决策项目 47 个，决策金额 70.83 亿元，投放金额合计 53.99 亿元；续投资项目 13 个，投放金额 17.85 亿元。项目退出方面，截至 2020 年 9 月末，公司退出项目合计 93 个（含部分退出），回收资金 49.76 亿元，其中成本 39.89 亿元，收益 9.87 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。富浙投资在基金份额占比 14.27%，该基金计划存续期同，按可比口径物产融租当期收入规模有所增长。

³ 2020 年，部分汽车采购业务报表列支确认口径与上年不

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年末，国新国同基金I期已投资项目17个，投资金额约254.35亿元，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~2020年审计报告。公司财务报表使用新会计准则编制，为合并口径数据，其中2018年财务数据为2019年审计报告期初数，2019年财务数据为2020年审计报告期初数，2020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，盈利能力良好

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。2020年，公司实现营业总收入4,869.96亿元，同比增长11.07%。分板块来看，2020年，公司供应链集成服务业务收入为3,806.62亿元，占比78.17%，同比增长11.22%，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728.57亿元，占比14.96%，同比增长5.60%，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。

毛利率方面，公司供应链集成服务转型升级进一步深化，逐步减少低附加值的被动代理业务占比，附加值服务占比升高，供应链集成服务毛利率水平有所上升，2020年，供应链集成服务毛利率为2.46%。同期，公司实现综合毛利率3.69%，较上年小幅增长0.29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。

表6：公司营业总收入及毛利率情况（亿元）

收入	2018	2019	2020
主营业务收入	3,649.42	4,340.91	4,814.62
供应链集成服务	2,897.79	3,422.68	3,806.62
工程施工	594.86	689.91	728.57
高端实业	71.49	80.03	108.80
金融服务	16.30	51.06	77.98
工业制造业务	23.01	32.55	33.35
工程服务业业务	22.22	20.39	23.11
其他	23.76	44.29	36.19
其他业务收入	25.48	39.43	51.37
利息收入	1.94	2.01	1.57
手续费及佣金收入	2.19	2.15	2.39
合计	3,679.04	4,384.50	4,869.96
毛利率	2018	2019	2020
主营业务毛利率	3.18%	3.10%	3.44%
供应链集成服务	1.96%	1.79%	2.46%
工程施工	4.12%	4.49%	4.79%
高端实业	18.89%	16.79%	13.63%
金融服务	29.04%	18.41%	4.78%
工业制造业务	14.67%	14.04%	11.84%
工程服务业业务	8.48%	9.40%	14.34%
其他	47.52%	29.59%	30.63%
其他业务毛利率	37.18%	26.03%	19.50%
利息收入	100.00%	100.00%	100.00%
手续费及佣金收入	100.00%	100.00%	100.00%
综合毛利率	3.52%	3.40%	3.69%

注：“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。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

期间费用方面，随着公司业务规模扩大期间费用亦随之增长。2020年度公司期间费用为98.98亿元，同比增长6.42%；期间费用占营业总收入的比例分别为2.03%，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，2020年，公司实现利润总额80.95亿元，同比增长12.70%，主要来自于经营性业务利润和投资收益。营业收入规模增长叠加毛利率提升，使得公司经营性业务利润大幅增长。2020年，经营性业务利润为79.38亿元，同比增长46.52%；同年，投资收益为18.14亿元，主要来自联营企业、合营企业的投资收益、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资产取得的投资收益。

表 7：近年来公司盈利能力相关指标（亿元）

	2018	2019	2020
销售费用	23.71	26.16	24.35
管理费用	39.53	43.95	48.13
财务费用	18.211	18.56	20.10
研发费用	2.62	4.33	6.40
期间费用合计	84.07	93.00	98.98
期间费用率(%)	2.29	2.12	2.03
经营性业务利润	43.57	54.17	79.38
资产减值损失	13.14	5.07	9.22
公允价值变动收益	-0.21	-1.73	-4.67
投资收益	31.32	25.30	18.14
利润总额	65.75	71.46	80.95

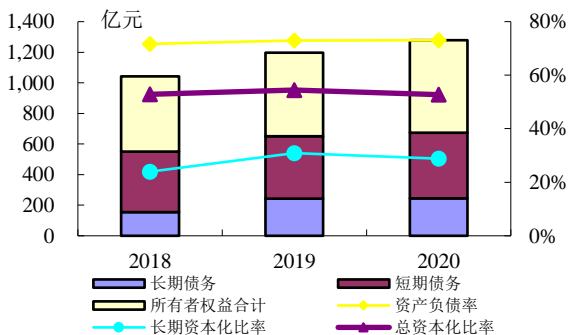
资料来源：公司财务报表，中诚信国际整理

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；跟踪期内，公司财务杠杆水平有所提升

随着公司经营规模的逐步扩大，公司总资产规模持续增长。2020 年末，公司总资产为 2,241.87 亿元，同比增长 11.26%；同期末，公司负债总额为 1,637.84 亿元，同比增长 11.43%。所有者权益方面，2020 年末公司所有者权益为 604.03 亿元，同比增长 10.81%，主要系控股子公司物产中大的权益增长带动少数股东权益增长。

财务杠杆方面，近年来公司财务杠杆呈现微增态势。2020 年末，公司资产负债率和总资本化比率分别为 73.06%和 52.72%，财务杠杆仍维持在较高水平。

图 5：2018~2020 年公司资本结构



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。2020 年末，公司流动资产占总资产的 63.86%。截至 2020 年末，公司流动资产为 1,431.62 亿元，同比增长 13.20%，主要由货币资金、应收账款、存货、合同资产和一年内到期的非流动资产构成，上述科目在流动资产占比分别为 19.98%、26.35%、17.50%、10.82%和 1.84%。其中，货币资金 286.06 亿元，同比增长 4.48%，公司货币资金主要系银行存款及现金，受限货币资金 42.87 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 377.19 亿元，同比增长 10.83%，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 87.75%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 6.94%；公司存货为 250.58 亿元，同比增长 17.04%，主要包括库存商品、在途物资等；公司合同资产为 154.86 亿元，同比增长 13.61%，主要为浙建集团建造合同形成的已完工未结算资产。一年内到期的非流动资产为 26.31 亿元，同比增长 80.09%，主要系一年内到期的长期应收融资租赁款和浙建集团已完工 PPP 项目工程款增长所致。

截至 2020 年末，公司非流动资产为 810.26 亿元，同比增长 7.99%，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 18.18%、25.63%和 15.32%。同年末，公司可供出售金融资产 147.30 亿元，同比下降 4.63%，主要系可供出售权益工具，其中按公允价值计量的有 20.74 亿元，按成本计量的 123.82 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 207.70 亿元，同比增长 34.95%，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 124.13 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，同比增长 14.20%，主要系房屋及建筑物和专用设备增加所致。

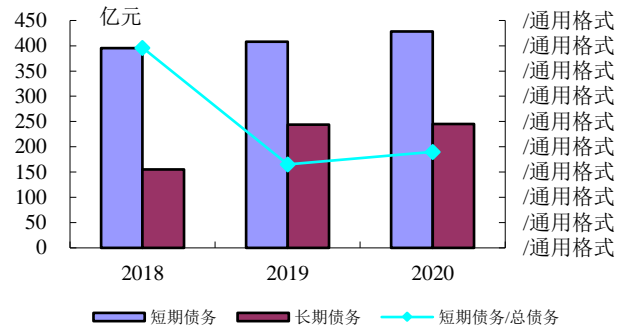
负债构成方面，公司负债以流动负债为主。截至 2020 年末，公司流动负债 1,363.81 亿元，同比

增长 13.45%，主要由短期借款、应付票据、应付账款、合同负债、其他流动负债和其他应付款构成，其在流动负债的占比分别为 11.45%、12.27%、31.92%、11.71%、11.03%和 9.11%。其中，短期借款为 156.18 亿元，同比增长 0.96%，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 167.36 亿元，由商业承兑汇票和银行承兑汇票构成，其中以银行承兑汇票为主，占比约为 99%；应付账款 435.34 亿元，同比增长 8.52%，主要以应付大宗商品贸易业务供应商货款及应付工程款为主，账龄大多在 1 年以内；合同负债 159.74 亿元，同比增长 37.77%，主要系预收贸易客户款项和工程施工款等；其他流动负债为 150.46 亿元，同比增长 38.32%，主要包括短期应付债券（SCP）、应付期货业务客户保证金、应交税费-待转销项税额等；其他应付款 124.31 亿元，同比增长 0.51%，主要包括押金保证金及与关联方借款等。

截至 2020 年末，公司非流动负债为 274.03 亿元，同比增长 2.34%，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 45.71%和 43.28%。其中，长期借款 125.27 亿元，同比增长 10.03%，主要质押借款增加所致；应付债券 118.61 亿元，同比下降 7.97%，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。

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。2020 年末，公司总债务规模分别为 673.60 亿元，同比增加 3.39%。从债务构成来看，同年末公司长短期债务比（短期债务/长期债务）为 1.75 倍，短期债务规模分 428.47 亿元，短期偿债面临一定压力。

图 6：2018~2020 年公司债务结构



资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

跟踪期内，随供应链业务资金占用和钢材备货规模上升，公司经营活动净流入规模有所下降，公司经营活动净现金流及 EBITDA 对债务本金的覆盖能力较弱，但仍能保障债务利息偿付；同时，公司拥有充足的外部授信和畅通的融资渠道，中诚信国际认为公司仍具备极强的偿债能力

现金流方面，2020 年，公司经营活动净现金流分别为 33.49 亿元，同比下降 33.96%，主要系子公司物产中大供应链业务资金占用规模增加以及钢材备货规模上升所致。从经营性现金流对债务本息保障程度来看，2020 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 0.05 倍和 1.35 倍，公司经营活动净现金流对债务本金的覆盖能力有限且对利息支出的覆盖有所弱化。

表 8：近年来公司现金流及偿债指标情况（亿元、X、%）

	2018	2019	2020
短期债务	395.50	407.89	428.47
长期债务	154.98	243.61	245.13
总债务	550.48	651.51	673.60
EBITDA	97.27	108.40	122.62
经营活动净现金流	43.43	50.71	33.49
货币资金/短期债务	0.59	0.67	0.67
总债务/EBITDA	5.66	5.99	5.49
EBITDA 利息保障倍数	4.69	5.06	4.94
经营净现金流/短期债务	0.11	0.12	0.08
经营净现金流/总债务	0.08	0.08	0.05
经营活动净现金流/利息支出	2.09	2.36	1.35

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

获现能力方面，2020 年，公司 EBITDA 为 122.62 亿元，同比增长 12.79%，主要由利润总额构成。从

EBITDA 对债务本息的保障来看, 2020 年, 公司总债务/EBITDA 和 EBITDA 利息保障倍数分别为 5.49 倍和 4.94 倍, 整体来看, EBITDA 对债务利息仍能形成一定保障。

银行授信方面, 截至 2020 年末, 公司从各主要合作金融机构获得综合授信额度为 2,883.34 亿元, 尚未使用的授信额度达 2,183.41 亿元, 备用流动性充足。

债务到期分布方面, 截至 2020 年末, 公司存量债务为 673.60 亿元, 其中一年以内到期债务 443.87 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。

对外担保方面, 截至 2020 年末, 公司对外担保余额 3.01 亿元, 担保金额较小, 整体风险相对可控。

受限资产方面, 截至 2020 年末, 公司受限资产合计 275.17 亿元, 占当期末总资产的 12.27%, 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 2020 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案件共 22 起, 其中涉案金额 5,000 万以上未决诉讼及仲裁事项共 18 起, 1 亿元以上的共 11 起, 涉案金额合计约 29.94 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; 浙建集团作为被告的未决诉讼涉诉金额为 2.37 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 2021 年 5 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 2021 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

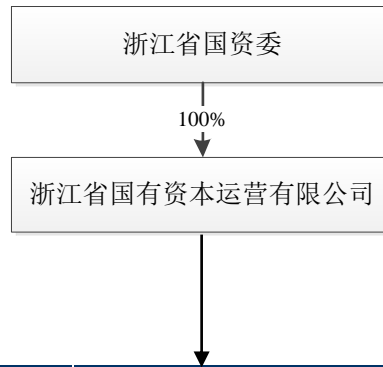
公司作为浙江省唯一的国有资本运营平台, 在新一轮国企改革中地位突出, 并且陆续获得资产划转及资本注入, 发展基础不断夯实。2018 年, 浙江省国资委将浙江省盐业集团有限公司和浙江省环境科技有限公司的 100% 国有产权无偿划转给公司, 2019 年浙江省国资委将浙江安邦护卫集团有限公司 100% 国有产权无偿划转至公司, 截至 2019 年 11 月安邦护卫已完成工商变更登记, 2020 年 4 月, 浙江省国资委将省公安厅下属浙江广安科贸有限公司 100% 国有产权划转至公司, 相应增加公司资本公积。

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。

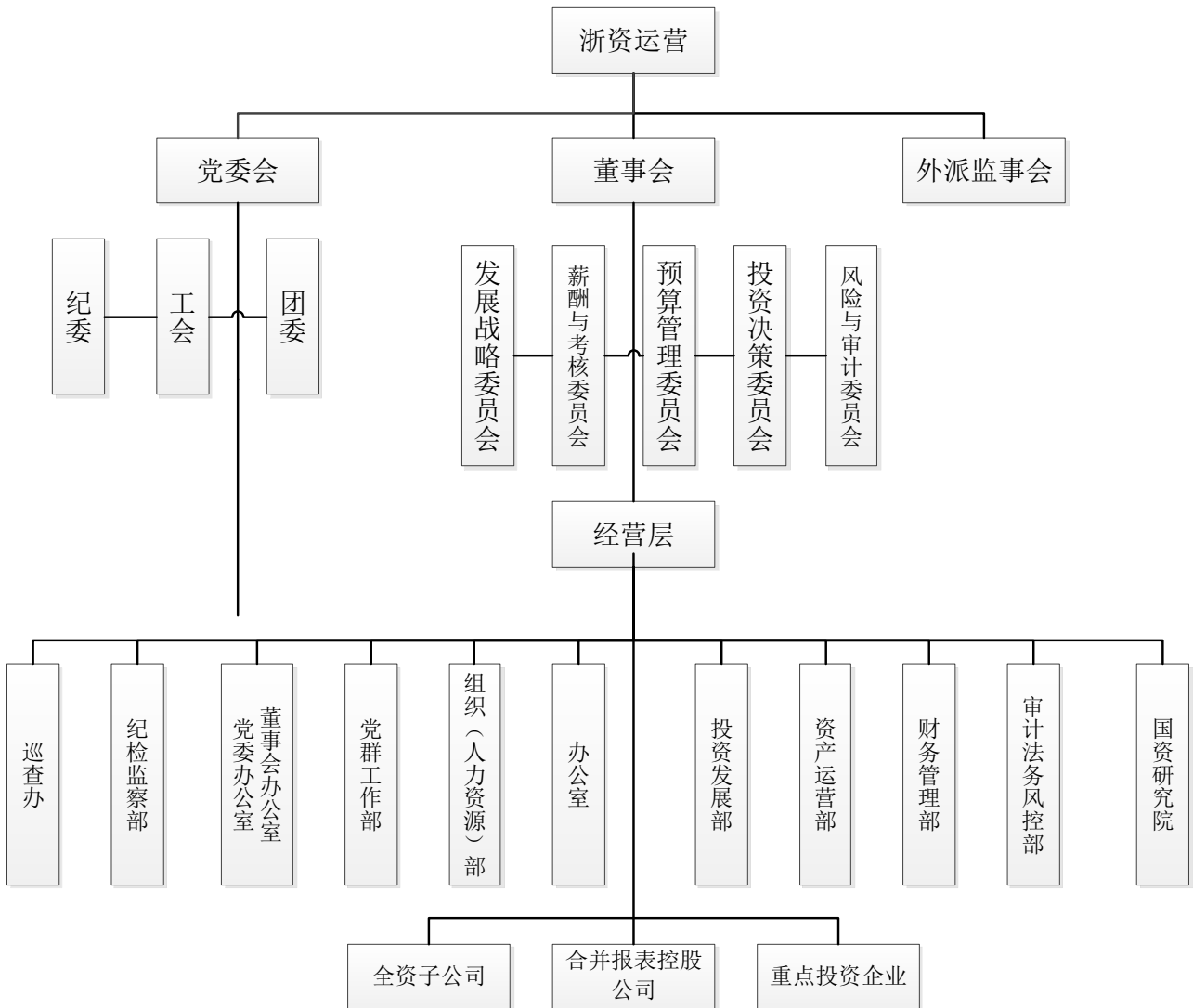
评级结论

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“19 浙纾 02”、“18 浙资 01/18 浙国资债 01”、“19 浙资 01/19 浙国资债 01”、“20 浙资 01/20 浙国资债 01”和“19 浙资运营 MTN001”的债项信用等级为 **AAA**。

附一：浙江省国有资本运营有限公司股权结构图和组织结构图(截至 2020 年末)



全称	简称	持股比例
浙江富浙资本管理有限公司	富浙资本	100%
浙江富浙资产管理有限公司	富浙资产	100%
浙江省发展资产经营有限公司	发展资产	100%
浙江省富浙融资租赁有限公司	富浙融资租赁	81.63%
浙江省盐业集团有限公司	盐业集团	85%
浙江富物资产管理有限公司	富物资产	100%
浙江富建投资管理有限公司	富建投资	100%
多喜爱集团股份有限公司	多喜爱	37.9%
物产中大集团股份有限公司	物产中大	26.08%
浙江安邦护卫集团有限公司	安邦护卫	55.8%
浙江广安科贸有限公司	广安科贸	100%



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）	2018	2019	2020
货币资金	2,321,585.95	2,737,977.45	2,860,627.99
应收账款净额	2,785,798.33	3,558,207.29	3,771,896.34
其他应收款	536,045.87	507,655.53	396,963.08
存货净额	3,216,500.11	3,502,683.96	4,054,388.24
长期投资	1,750,319.06	2,356,576.21	2,167,806.66
固定资产	1,040,563.49	1,086,941.77	1,241,292.28
在建工程	127,923.40	182,663.17	122,513.20
无形资产	298,623.12	287,950.25	563,449.38
总资产	17,363,834.11	20,262,569.80	22,418,729.95
其他应付款	1,123,652.50	1,236,777.16	1,243,073.31
短期债务	3,955,013.18	4,078,923.21	4,284,748.11
长期债务	1,549,827.69	2,436,130.85	2,451,276.80
总债务	5,504,840.87	6,515,054.06	6,736,024.92
净债务	3,183,254.93	3,777,076.61	3,875,396.93
总负债	12,447,069.75	14,730,698.73	16,378,390.52
费用化利息支出	189,627.44	214,690.86	228,486.61
资本化利息支出	17,945.52	202.76	19,810.96
所有者权益合计	4,916,764.36	5,531,871.07	6,040,339.43
营业总收入	36,790,373.85	43,844,980.46	48,699,552.01
经营性业务利润	435,729.23	541,746.37	793,792.27
投资收益	313,177.20	253,024.90	181,414.82
净利润	500,431.49	558,456.04	599,696.16
EBIT	847,173.35	929,280.58	1,037,945.60
EBITDA	972,708.61	1,084,020.17	1,226,231.97
经营活动产生现金净流量	434,306.77	507,103.99	334,912.64
投资活动产生现金净流量	-127,126.91	-766,996.30	-110,199.68
筹资活动产生现金净流量	-101,382.97	804,524.72	-136,752.40
资本支出	330,578.14	381,995.77	300,485.08
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	3.41	3.31	3.61
期间费用率(%)	2.29	2.12	2.03
EBITDA 利润率(%)	2.64	2.48	2.52
总资产收益率(%)	5.22	4.97	4.88
净资产收益率(%)	11.10	10.84	10.44
流动比率(X)	1.06	1.05	1.05
速动比率(X)	0.76	0.76	0.75
存货周转率(X)	10.60	12.60	12.41
应收账款周转率(X)	15.94	14.15	13.56
资产负债率(%)	71.68	72.95	73.06
总资本化比率(%)	52.82	54.45	52.72
短期债务/总债务(%)	71.85	62.61	63.61
经营活动净现金流/总债务(X)	0.08	0.08	0.05
经营活动净现金流/短期债务(X)	0.11	0.12	0.08
经营活动净现金流/利息支出(X)	2.09	2.36	1.35
经调整的经营净现金流/总债务(%)	1.11	-0.02	-2.95
总债务/EBITDA(X)	5.66	5.99	5.49
EBITDA/短期债务(X)	0.25	0.27	0.29
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.69	5.06	4.94
EBIT 利息保障倍数(X)	4.08	4.34	4.18

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告的财务报表整理；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。

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）	2018	2019	2020
货币资金	67,273.16	96,487.75	180,890.88
应收账款净额	0.85	0.65	0.00
其他应收款	227,369.31	177,392.68	363,009.54
存货净额	0.00	0.00	0.00
长期投资	1,254,520.98	1,317,616.09	1,300,700.27
固定资产	10,605.28	10,151.61	9,746.39
在建工程	--	--	--
无形资产	2,135.22	5,307.06	1,659.77
总资产	1,836,837.67	2,111,186.73	2,241,917.90
其他应付款	8,837.67	21,210.45	20,024.86
短期债务	100,000.00	100,000.00	160,000.00
长期债务	318,082.73	518,366.70	567,000.00
总债务	418,082.73	618,366.70	727,000.00
净债务	350,809.57	521,878.95	546,109.12
总负债	464,395.87	667,602.35	779,901.24
费用化利息支出	12,219.36	21,411.02	28,863.74
资本化利息支出	0.00	0.00	0.00
所有者权益合计	1,372,441.80	1,443,584.38	1,462,016.66
营业总收入	265.57	265.90	23.39
经营性业务利润	-8,870.69	-8,992.36	-6,473.39
投资收益	52,356.54	58,236.98	80,423.55
净利润	39,785.91	44,241.48	69,867.15
EBIT	52,016.50	65,652.54	98,730.88
EBITDA	52,547.21	66,251.15	--
经营活动产生现金净流量	-85,822.37	-8,179.99	-6,575.16
投资活动产生现金净流量	-138,245.45	-160,027.23	-23,500.86
筹资活动产生现金净流量	250,584.21	177,421.81	52,933.65
资本支出	68.23	3,233.81	1,144.42
财务指标	2018	2019	2020
营业毛利率(%)	23.15	23.32	4.36
期间费用率(%)	3,303.83	3,262.81	27,100.88
EBITDA 利润率(%)	19,786.82	24,915.37	--
总资产收益率(%)	3.22	3.33	4.54
净资产收益率(%)	3.18	3.14	4.81
流动比率(X)	4.15	2.98	3.78
速动比率(X)	4.15	2.98	3.78
存货周转率(X)	--	--	--
应收账款周转率(X)	295.07	354.54	71.97
资产负债率(%)	25.28	31.62	34.79
总资本化比率(%)	23.35	29.99	33.21
短期债务/总债务(%)	23.92	16.17	22.01
经营活动净现金流/总债务(X)	-0.21	-0.01	-0.01
经营活动净现金流/短期债务(X)	-0.86	-0.08	-0.04
经营活动净现金流/利息支出(X)	-7.02	-0.38	-0.23
经调整的经营净现金流/总债务(%)	-22.36	-5.94	-8.44
总债务/EBITDA(X)	7.96	9.33	--
EBITDA/短期债务(X)	0.53	0.66	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.30	3.09	--
EBIT 利息保障倍数(X)	4.26	3.07	3.42

注：1、中诚信国际根据 2018 年~2020 年审计报告的财务报表整理；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。

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。