

跟踪评级公告

联合〔2019〕1411号

浙江省国有资本运营有限公司：

联合信用评级有限公司通过对贵公司主体长期信用状况和贵公司公开发行的公司债券进行跟踪评级，确定：

浙江省国有资本运营有限公司主体长期信用等级为 AAA，评级展望为“稳定”

浙江省国有资本运营有限公司公开发行的“15 浙国资”信用等级为 AAA

特此公告

联合信用评级有限公司

评级总监：

二〇一九年六月二十日

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号PICC大厦12层（100022）

电话：010-85172818

传真：010-85171273

<http://www.unitedratings.com.cn>

浙江省国有资本运营有限公司 公司债券 2019 年跟踪评级报告

主体长期信用等级

跟踪评级结果：AAA 评级展望：稳定

上次评级结果：AAA 评级展望：稳定

债项信用等级

债券简称	债券余额	债券期限	本次评级结果	上次评级结果	上次评级时间
15 浙国资	15.86 亿元	5 (3+2) 年	AAA	AAA	2018/06/25

跟踪评级时间：2019 年 6 月 21 日

主要财务数据：

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	1,528.19	1,735.26	1,854.60
所有者权益 (亿元)	401.87	490.68	521.01
长期债务 (亿元)	100.35	153.12	147.15
全部债务 (亿元)	486.68	545.78	622.35
营业总收入 (亿元)	3,339.56	3,679.32	913.82
净利润 (亿元)	32.68	49.89	14.47
EBITDA (亿元)	73.03	97.42	--
经营性净现金流 (亿元)	-115.75	49.05	-71.94
营业利润率 (%)	2.98	3.39	3.62
净资产收益率 (%)	8.86	11.18	--
资产负债率 (%)	73.70	71.72	71.91
全部债务资本化比率 (%)	54.77	52.66	54.43
流动比率 (倍)	1.01	1.05	1.06
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.15	0.18	--
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.93	4.95	--
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	4.60	6.14	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4. 本报告将公司其他中的有息负债、其他流动负债中的短期债券、长期应付款中的应付融资租赁款调整至债务核算；5. 公司进行了前期会计差错更正并对 2017 年数据进行了追溯调整，本报告 2017 年财务数据来自公司 2018 年审计报告的期初余额或上年同期数；6. 营业利润率、应收账款周转次数、总资产周转次数、现金收入比等指标采用营业总收入计算；7. 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

评级观点

跟踪期内，浙江省国有资本运营有限公司（以下简称“公司”）作为浙江省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“浙江省国资委”）下属的省级国有资本运营平台，在外部发展环境、经营规模、功能定位等方面继续保持综合竞争优势。同时，联合信用评级有限公司（以下简称“联合评级”）也关注到应收类款项及预付款项继续对公司资金形成占用，且其回收情况仍有一定不确定性，公司未来有一定资金支出压力，资产减值损失继续侵蚀利润，债务期限结构有待优化等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司已形成以建筑行业、商品流通行业为主，服务行业、租赁行业等其他行业为辅的经营体系，未来随着公司参股、控股企业规模的不断扩大、股权投资的深入、投融资体系的完善，且随着浙江省国有企业改革的深入推进，公司国有资本运营职能将进一步发挥，公司经营规模及盈利水平有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“15 浙国资”的债项信用等级为“AAA”。

优势

1. 浙江省经济实力较强，公司作为浙江省国资委全资持股的国有独资公司，仍具备一定资源优势。

2. 2018 年，公司建筑施工业务板块项目储备仍较丰富，新签订合同金额同比大幅增长；商贸流通板块收入进一步提高，具有规模优势，经营较为稳定。

3. 作为浙江省国资委下属省级国有资本运营平台，公司将继续发挥重要职能，并继续在股权划拨等方面获得较大力度的外部支持。

关注

1. 公司应收类款项及预付款项仍保持在较高规模, 面临一定资金占用压力, 且回收情况有一定不确定性; 应收账款进一步计提较高坏账准备, 资产减值损失对利润有一定侵蚀。
2. 公司及子公司在工程施工、PPP 项目、股权、基金投资等方面计划投资规模较高, 存在一定资金支出压力; PPP 项目建设和运营周期长, 且国家密集出台关于 PPP 项目相关政策举措, 可能面临一定政策风险。
3. 跟踪期内, 子公司浙江省建设投资集团股份有限公司(以下简称“浙建集团”)进行重组上市, 截至本报告出具日, 上述交易尚未完成, 联合评级将持续关注该事项最新进展; 公司作为业绩承诺方, 与上市公司签订了业绩预测补偿协议, 一旦浙建集团未来业绩无法达到预测, 公司将承担一定补偿责任。
4. 公司投资收益占利润总额的比重仍较高。
5. 公司面临一定短期偿债压力, 债务期限结构有待优化。

分析师

尹 丹

电话: 010-85172818

邮箱: yind@unitedratings.com.cn

徐汇丰

电话: 010-85172818

邮箱: xuhf@unitedratings.com.cn

传真: 010-85171273

地址: 北京市朝阳区建国门外大街 2 号

PICC 大厦 12 层 (100022)

Http: //www.unitedratings.com.cn

信用评级报告声明

除因本次跟踪评级事项联合信用评级有限公司（联合评级）与评级对象构成委托关系外，联合评级、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。

联合评级与评级人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证所出具的跟踪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联合评级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。本评级报告所依据的评级方法在公司网站公开披露。

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、建议等。

本跟踪评级报告中引用的评级对象相关资料主要由评级对象提供，联合评级对所依据的文件资料内容的真实性、准确性、完整性进行了必要的核查和验证，但联合评级的核查和验证不能替代评级对象及其它机构对其提供的资料所应承担的相应法律责任。

本跟踪评级报告自出具之日起至本次（期）债券到期兑付日有效；本次（期）债券存续期间，联合评级将持续开展跟踪评级，根据跟踪评级的结论，在存续期内评级对象的信用等级有可能发生变化。

分析师：


徐江丰
联合信用评级有限公司

一、主体概况

浙江省国有资本运营有限公司（以下简称“公司”）原为成立于2007年2月的浙江省综合资产经营有限公司，初始注册资本为1,000万元。后经历次资本公积转增实收资本，2017年4月，公司注册资本变更为100.00亿元。截至2019年3月末，公司注册资本及实收资本均为100.00亿元，较2017年末无变化，仍是由浙江省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“浙江省国资委”）实际控制的国有独资公司。

公司属资本投资服务行业，跟踪期内经营范围未发生变更。

截至2019年3月末，公司总部下设办公室、党群工作部、组织（人力资源）部、监察部、投资发展部（产业研究中心）、资产运营部、财务管理部和审计法务风控部等职能部门，较上年变化不大。公司总部拥有员工59人。

截至2018年末，公司合并资产总额1,735.26亿元，负债合计1,244.58亿元，所有者权益490.68亿元，其中归属于母公司所有者权益240.88亿元。2018年，公司实现营业总收入3,679.32亿元，净利润49.89亿元，其中归属于母公司所有者的净利润19.51亿元；经营活动产生的现金流量净额49.05亿元，现金及现金等价物净增加额20.69亿元。

截至2019年3月末，公司合并资产总额1,854.60亿元，负债合计1,333.58亿元，所有者权益521.01亿元，其中归属于母公司所有者权益249.20亿元。2019年1—3月，公司实现营业总收入913.82亿元，净利润14.47亿元，其中归属于母公司所有者的净利润4.85亿元；经营活动产生的现金流量净额-71.94亿元，现金及现金等价物净增加额-44.62亿元。

公司注册地址：浙江省杭州市求是路8号公元大厦北楼25楼；法定代表人：桑均尧。

二、债券概况及募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可〔2015〕2182号”文核准，公司获准面向合格投资者公开发行面值不超过16亿元的公司债券，债券发行总额16亿元，期限为5年（存续期内附第3年末公司上调票面利率选择权和投资者回售选择权），于2015年10月21日发行结束，最终票面利率3.78%，证券简称“15浙国资”，证券代码“136000.SH”，于2015年11月24日上市。该债券付息日为2016年至2020年间每年的10月19日。2018年10月，“15浙国资”的0.14亿元已完成回售，目前债券余额为15.86亿元。

按照募集说明书约定，公司债券募集资金用途为补充流动资金；截至本报告出具日，“15浙国资”扣除相关费用后的募集资金已使用完毕，其中2.65亿元用于偿还金融机构贷款和支付利息，其余款项主要用于对浙江省浙商资产管理有限公司增资、受让浙江省建设投资集团股份有限公司（以下简称“浙建集团”）部分资产等；此外，公司存在使用短期限制资金购买保本理财的情形，公司已针对上述事项进行整改。公司已分别于2016年10月、2017年10月和2018年10月完成“15浙国资”第一至三年度的利息兑付工作。

本次债券设置了加速清偿措施，如债券受托管理协议项下的违约事件发生且一直持续30日仍未得到纠正，则触发加速清偿情形。受托管理协议项下的违约事件主要包括：本次债券到期、加速清偿或回购时，公司未能偿付到期应付本金；公司未能偿付本次债券的到期利息且持续超过30天仍未得到纠正；公司在资产、财产或股份上设定抵质押，出售其重大资产，以致对对本次债券的还本付息能力产生实质不利影响等。一旦触发上述情形，则将加大公司的即期兑付压力。

三、行业及区域环境分析

作为控股型国有资本投资运营主体，跟踪期内对公司有重要影响的两大子公司仍为浙建集团和物产中大集团股份有限公司（以下简称“物产中大”，证券代码：600704.SH），公司收入仍主要来自建筑施工、商贸流通（以钢材为主）等业务。

1. 建筑行业

（1）行业概况

建筑业是国家的支柱产业之一，我国政府不断加快转变经济发展方式，调整经济结构，全社会固定资产投资保持了平稳较快增长。但自 2010 年以来，固定资产投资增速不断回落，2018 年，全国固定资产投资（不含农户）增速为 8.1%、7.2%和 5.9%，较上年下降 1.3 个百分点。

在投资驱动的影响下，近 10 年来我国建筑业总产值保持了逐年增长的态势。2018 年全国建筑业总产值 235,086 亿元，较上年增长 9.9%，增速较上年略有下滑。

建筑施工企业施工领域多涉及房建与基建业务。2018 年房地产开发投资增速为 9.5%，较上年增加 2.5 个百分点。基建投资对于经济拉动作用较为显著，保持基础设施领域补短板力度成为国家推进供给侧结构性改革、巩固经济稳中向好态势、促进就业和提升长期综合竞争力的重要举措。但 2018 年，全国基础设施投资增速为 3.8%，较上年的 19.0%大幅下降，随着去杠杆政策的实施以及 PPP 政策的收紧，当年基础设施建设投资增速较低。

总体看，2018 年我国建筑业产值规模不断上升，增速有所下滑，但在 2015 年触底后有所反弹，未来随着基建投资的发力，建筑业产值有望保持良好的上升趋势。

（2）行业需求

2018 年全社会固定资产投资 645,675 亿元，比上年增长 5.9%，较上年回落 1.30 个百分点；全国基础设施投资 17.96 万亿元，同比增长 3.80%，增速较 2017 年（14.90%）回落 11.10 个百分点；全国房地产开发投资 12.03 万亿元，比上年增长 9.50%，增速较上年增长 2.50 个百分点，行业整体需求增速呈现放缓趋势，2018 年房地产整体投资增速有所上升，但在房地产政策持续收紧背景下，预计增速未来会有所回落。2018 年，全国各类棚户区改造开工 626 万套，顺利完成年度目标任务，完成投资 1.74 万亿元。城镇棚户区改造是民生工程，也是拉动经济增长的重要手段，同时也为建筑业行业需求增长提供动力。商务部数据显示，2018 年，我国企业对“一带一路”沿线的 56 个国家实现非金融类直接投资 156.4 亿美元，同比增长 8.9%，占同期总额的 13%。在“一带一路”沿线的 63 个国家对外承包工程完成营业额 893.3 亿美元，占同期总额的 52%。“一带一路”投资合作稳步推进。据国务院发展研究中心估算，“十三五”期间，“一带一路”基础设施投资需求至少达 10.60 万亿美元。

总体看，建筑行业整体需求增速有所放缓，基础设施投资增速的放缓将对建筑业短期发展速度造成影响；但棚改等惠民工程以及“一带一路”战略实施有望为建筑施工企业盈利增长提供动力。

（3）上游原材料

建筑行业上游主要是建材等原材料供给行业，如钢铁制造业、水泥制造业和玻璃制造业等。建筑施工企业在采购时主要在项目地附近就近采购，采购价格基本随行就市。原材料成本在建筑施工企业的生产成本中占比较大，原材料价格波动对企业成本控制有较大影响。

钢材和水泥是建筑施工行业主要原材料，建筑行业利润易受建筑材料价格波动的影响。2018 年，受去产能政策及环保限产等因素影响，钢材和水泥价格呈震荡上升趋势。

总体看，钢材和水泥价格有所上升，对建筑施工企业成本控制提出较高挑战。

（4）行业政策

近两年政府相关部门出台了系列 PPP 相关政策，包括《关于加快运用 PPP 模式盘活基础设施存量资产有关工作的通知》、《关于加强中央企业 PPP 业务风险管控的通知》、《关于进一步加强政府和社会资本合作（PPP）示范项目规范管理的通知》及《关于推进政府和社会资本合作规范发展的实施意见》等，中央仍然将严控地方政府债务风险作为 PPP 开展实施的重中之重；鼓励民间资本参与 PPP 项目，盘活存量资产，提高公共服务效率，进一步夯实 PPP 持续发展基础。

总体看，“一带一路”的新型战略布局及 PPP 模式的推广将为建筑业带来新的发展机遇。我国建筑行业目前处于政策调整期，PPP 模式在中国全面推广的时间较短，未形成较为完善、健全、清晰的法律、法规体系。近期 PPP 项目管理趋严，PPP 模式存在一定的政策变动及政府信用风险，或将对建筑行业产生一定影响。

2. 钢材行业

我国钢铁消费总量变化受宏观经济形势影响明显，表现出一定的周期性。2018 年，钢铁行业在供给侧改革持续推进、去产能和防范“地条钢”、严防已化解的过剩产能复产以及取暖季限产不搞“一刀切”等因素的影响下，市场呈震荡运行格局。

从钢材下游看，2018 年，受补库存及房企追求高周转影响，全国房地产开发投资完成额同比增长 9.50%，增速略有提高；受去杠杆及 PPP 项目整改清库等影响，基建投资增速较上年下降 15.20 个百分点至 3.80%；受供给侧改革带动原材料和加工制造业利润回升影响，制造业投资增速有所回升。2018 年全国生铁、粗钢、钢材的产量分别为 7.71 亿吨、9.28 亿吨和 11.06 亿吨，较上年分别增长 3.0%、6.6%和 8.5%；粗钢表观消费量 8.7 亿吨，较上年增长 14.8%。

2018 年，钢材市场震荡运行，但价格整体保持在高位。2017 年 12 月，受季节性消费淡季、房地产加大调控力度等因素影响，钢材的市场需求有所缩减，价格震荡下滑，至 2018 年 3 月末 Myspic 综合钢价指数由 2017 年 12 月底的 158.42 点降至 141.50 的低点后逐步波动回升，年内最高点为 2018 年 8 月末的 164.72 点。2018 年四季度，钢价出现断崖式下跌，至 2018 年末，Myspic 综合钢价指数降低至 141.03 点，主要是第四季度市场处于淡季、预期悲观所致。2019 年以来钢价有所回升，但价格弱于上年同期。

总体看，2018 年以来钢材价格仍高位运行，但整体波动较大，未来走势仍有不确定性。

3. 浙江省经济环境分析

2018 年，浙江省实现地区生产总值（GDP）56,197 亿元，较上年增长 7.1%；三次产业结构为 2018 年的 3.5:41.8:54.7；人均 GDP 98,643 元（按年平均汇率折算为 14,907 美元），较上年增长 5.7%。

2018 年，浙江省财政总收入 11,706 亿元，较上年增长 13.6%；一般公共预算收入 6,598 亿元，较上年增长 11.1%，其中，税收收入 5,587 亿元，增长 11.6%，占一般公共预算收入的 84.7%，占比较高，一般公共预算收入的质量和稳定性较好。

2018 年，浙江省固定资产投资比上年增长 7.1%。非国有投资增长 15.9%，占 68.0%；民间投资增长 17.8%，占 63.1%。基础设施、服务业、高新技术产业、装备制造业投资分别增长 7.7%、10.1%、22.6%、9.6%。全年房地产开发投资比上年增长 20.9%，其中住宅投资增长 26.8%。商品房销售面积 9,755 万平方米，增长 1.6%；商品房销售额 14,090 亿元，增长 14.2%。2018 年，浙江省社会消费品零售总额 25,008 亿元，较上年增长 9.0%。

近年来，浙江省进一步深化国资国企改革，加快推动国有资本投资、运营公司改革试点，把推进国有资产证券化作为发展混合所有制经济的重要方式，积极推动省属企业股份制改革和上市培育工作。2018年，浙江省国有企业整体运行情况平稳。根据国务院国资委发布数据，2018年，浙江省国资委监管的省属企业累计实现营业收入8,714.5亿元，同比增长12.5%；实现利润总额371.4亿元，同比增长16%，有9家企业利润同比增幅超过10%。截至2018年末，浙江省属企业资产总额11,883.6亿元，增长8.1%；净资产4,808.9亿元，增长8.2%。总体看，浙江省经济实力较强，2018年进一步增长，为公司运营发展提供良好的外部环境。随着浙江省深入推进国企改革，公司作为省属重要的国有资产运营主体，将进一步发挥重要职能。

四、管理分析

公司经营班子实施职业经理人制度，于2017年12月完成职业经理人市场化选聘工作。经公司董事会会议研究决定，聘任尹国平为公司总经理，王伟、姜小栋为公司副总经理，聘任期为3年，试用期为1年。根据浙江省国资委文件精神，委派隋剑光、邵铭法为公司外部董事，聘任期为3年。经公司第一次职工代表大会选举通过，民主选举徐方根为公司职工董事、陈满娜为公司职工监事，聘任期为3年。公司于2018年11月20日召开职工大会，以民主程序选举甄建敏为公司职工董事、杨永钢为公司职工监事，免去徐方根职工董事职务。根据浙江省国资委文件精神，经研究决定，隋剑光同志不再担任公司外部董事。

公司现任总经理尹国平先生，1978年生，历任中国石油天然气股份有限公司财务部资金计划处高级主管、中国石油天然气股份有限公司财务部机关财务处副处长、中国石油天然气股份有限公司财务部资金运行与控制处副处长、北京纺织控股有限责任公司财务总监、中国核工业集团公司资本运营部副主任、中国工核工业集团公司市场开发与资本经营部副主任等职。

总体看，跟踪期内公司完成职业经理人市场化选聘，公司董事、监事及管理层人员发生了较大调整，系属于正常的人事变动；管理制度延续以往模式，基本可满足公司经营发展需要。

五、经营分析

1. 经营概况

公司是浙江省人民政府授权的国有资产投资和经营主体，主营业务收入仍主要来自下属公司的工程施工和商贸流通（产品销售）业务。2018年公司营业总收入3,679.32亿元，较上年增长10.17%，主要系产品销售收入增长所致。2017—2018年，主营业务收入占营业收入的比重维持在99%以上，公司主业突出。

分业务板块看，2018年，公司商贸流通收入较上年增长9.88%，收入增速较上年的38.28%有所趋缓，受大宗商品市场波动影响较大；随着各项工程的实施，公司工程施工板块实现收入595.13亿元，较上年增长15.93%。租赁和商务服务收入规模较小，对公司影响不大。

表1 2017—2018年公司营业总收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2017年			2018年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
产品销售	2,636.57	79.04	1.77	2,897.12	78.83	1.92
工程施工	513.35	15.39	4.13	595.13	16.19	4.10

汽车销售及售后服务	34.10	1.02	23.82	42.62	1.16	20.05
工业制造业务	15.86	0.48	7.24	23.01	0.63	14.67
工程服务业业务	22.72	0.68	7.47	22.22	0.60	8.48
房产销售	13.71	0.41	10.24	3.82	0.10	32.90
物流配送	6.55	0.20	22.25	4.51	0.12	17.65
金融业务	7.14	0.21	87.74	7.90	0.21	88.16
融资租赁业务	0.74	0.02	68.11	1.07	0.03	76.79
咨询服务	--	--	--	1.37	0.04	39.61
其他	84.80	2.54	14.02	76.43	2.08	28.42
合计	3,335.53	100.00	3.01	3,675.19	100.00	3.43

资料来源：公司审计报告，联合评级整理

从毛利率看，2018年公司工程施工板块及商贸流通业务毛利率较上年变化不大，仍处于较低水平。2018年公司综合毛利率3.43%，较上年提高0.42个百分点，主营业务盈利能力仍较弱。

2019年1—3月，公司营业总收入913.82亿元，较上年同期增长27.99%；净利润14.47亿元，较上年同期增长22.94%。

总体看，跟踪期内，公司经营稳健，工程施工和商贸流通业务收入稳步增长，但受业务结构影响，综合毛利率仍不高，盈利能力有待改善。

2. 工程施工业务

公司工程施工业务板块主要来自子公司浙建集团，公司对其持股比例为 70.00%。

(1) 工程施工业务概况

浙建集团工程施工收入主要来自房建及交通市政工程施工业务。2018 年，浙建集团房屋工程施工收入 551.25 亿元，较上年增加 77.48 亿元；交通市政施工收入 44.45 亿元，较上年增加 15.56 亿元¹。房屋工程施工及交通市政施工毛利率分别为 4.07%和 4.48%，较上年保持稳定。

从施工资质看，浙建集团（含下属子公司）拥有的建筑业资质主要包括房建施工总承包特级资质 4 项，施工总承包及专业承包壹级资质多项，并有多项甲级设计资质，拥有的建筑业资质齐全。

(2) 工程施工运营情况

房建工程施工板块

2018 年，浙建集团房建工程新签订合同金额较上年大幅增加 131 亿元至 901 亿元，项目承揽情况较好；2019 年 1—3 月，房建业务新签订合同金额为 327 亿元。截至 2019 年 3 月末，浙建集团房建施工业务在手合同金额为 779 亿元，项目储备仍较充足，可为未来收入增长提供支撑。但房建业务受房地产调控政策影响较大，国内热点城市房地产政策整体有所收紧，未来浙建集团房建施工业务仍面临不确定性。

从业务区域分布看，浙建集团 2018 年新承接订单金额中，浙江省内业务占比为 51.50%，浙江省外业务占比为 40.51%，主要分布于湖北、四川、海南等，海外业务占比为 7.99%。公司海外业务以房建施工为主，2018 年及 2019 年一季度，海外业务收入分别为 62.47 亿元和 11.01 亿元，分布在阿尔及利亚、香港和新加坡等国家和地区，区域集中度较高，且海外业务大多采用当地币或美元结算，仍可能面临一定国别、政治风险及汇率波动风险。

交通市政施工板块

交通市政施工板块业务主要包括路桥、隧道、市政、交通设施施工和地铁施工。2018 年，浙建

¹ 房屋与交通市政工程施工收入合计数为 595.70 亿元，与公司合并报表中的 595.13 亿元存在差异，系合并抵消所致

集团交通市政工程新签订合同金额为 199 亿元，较上年增加 53 亿元。截至 2019 年 3 月末，交通市政工程在手合同金额为 240 亿元。

PPP 项目

近年来，浙建集团加大了 PPP 项目的拓展力度，截至 2019 年 3 月末，在手 PPP 项目 23 个，其中 20 个纳入浙建集团财务报表合并范围，另有 3 个未并表。在手 PPP 项目主要位于浙江省内。项目注册资本金合计 72.21 亿元，其中浙建集团按照出资比例承担的注册资本金合计 44.23 亿元。项目总投资额合计 376.89 亿元，已完成投资 73.45 亿元，后续仍有较大资金支出压力，其中 6 个项目的融资来源尚未落实。

浙建集团 PPP 项目采用 BOT 模式建设和运营，建设期以 2 年为主，运营周期一般在 8~12 年不等。通常，浙建集团为 PPP 项目公司的投资方，其下属子公司为施工总承包方，承接的建安合同金额合计 244.30 亿元。浙建集团从事的 PPP 项目投资规模较高，且项目的运营期较长，面临一定资本支出压力、资金占用及投资回收期长的风险。此外，近年来我国密集出台规范和整顿 PPP 项目的相关政策和举措，浙建集团从事 PPP 项目可能面临一定政策风险。

总体看，2018 年浙建集团新签订合同金额较上年大幅提高，仍以房建为主，项目承揽能力较强，在手合同额规模较大，施工项目储备仍较丰富。但房建业务受行业调控政策影响较大，未来仍有不确定性，PPP 项目存在一定资本支出及资金占用压力。

3. 商贸流通及业务

公司商贸流通业务板块主要由子公司物产中大运营，截至 2019 年 3 月末公司直接持有物产中大 34.06% 股份，是其控股股东。物产中大主要从事大宗商品贸易、进出口业务、汽车整车销售与汽车后服务，电子商务技术服务、金融服务等业务。

(1) 大宗商品贸易

2018 年物产中大的大宗商品收入仍主要来自钢材、煤炭、化工品贸易，此外还涉及矿产品、有色金属、油品等，大宗产品贸易仍呈现一定多元化特征。近两年物产中大主要产品贸易情况见下表，各类产品收入继续增长，但增速较上年有所放缓。

表 2 2017—2018 年物产中大主要大宗商品贸易收入及毛利率情况表（单位：亿元、%）

商品	2017 年			2018 年		
	收入	收入增速	毛利率	收入	收入增速	毛利率
钢材	933.11	70.82	1.74	1,050.61	12.59	1.73
煤炭	329.41	47.03	1.90	359.42	9.11	1.57
化工（含民爆）	454.08	52.03	1.03	439.58	-3.19	0.97
其他贸易品种	572.50	17.29	1.16	644.83	12.64	0.70
合计	2,289.10	47.01	1.48	2,494.44	8.97	1.31

资料来源：公司提供

注：“其他”主要包括矿产品、油品、有色金属等

模式方面，物产中大近年来致力于从赚取买卖价差的传统贸易商转型为供应链集成服务商，围绕产业链上下游各主体、环节和要素搭建集成化服务平台，构建与客户共享的供应商资源网络、物流配送网络和终端分销网络。近年来，随着供应链模式的深入推进，物产中大钢材、煤炭、化工品等大宗商品的采购支出金额较高，形成了较大规模的库存商品，可能造成一定库存积压。截至 2018 年末，物产中大存货账面余额 189.89 亿元，跌价准备余额为 5.40 亿元。大宗商品行业形势受宏观经济、政策、市场供需等影响因素较大，未来仍有不确定性，且经济和行业的周期性波动使得物产中

大的库存商品存在一定跌价风险。

钢材板块

2018 年，物产中大钢材实物销售量 2,789.43 万吨，较上年增长 1.23%，增速较低；销售均价 4,364.26 元/吨，较上年增长 10.16%。

物产中大钢材（含普通钢、不锈钢、硅钢等）贸易业务涵盖了方钢、螺纹、中厚钢板、涂镀、线材、型钢等多个品类，仍主要采取连锁分销、配送配供和供应链服务模式。2017—2018 年，钢材业务前 5 大供应商合计采购金额占比为 7.24%和 8.31%，对前 5 大下游客户销售金额占钢材业务总销售金额的 6.29%和 6.27%，供应商及客户集中度不高。

煤炭业务板块

物产中大煤炭业务仍主要采取集购分销、供应链服务等模式。2018 年，物产中大煤炭销售实物量 6,226.11 万吨，较上年增长 5.51%，销售均价 665.01 元/吨，较上年增长 1.77%。2018 年煤炭业务采购金额前五大供应商为合计采购金额占煤炭总采购额的 21.73%，为保证煤炭供应，物产中大与大型煤炭生产厂商建立长期合作关系，供应商集中度仍较高。前五大下游客户合计销售金额占煤炭业务含税销售总额的 12.07%，客户集中度仍不高。

化工业务

物产中大化工品贸易品类较为齐全，涵盖聚酯纤维、塑料原料、液体化工、橡胶、硫磺等。2018 年化工业务的贸易数量（实物吨）为 686.1 万吨，较上年增长 3.72%；其中，橡胶占 13.53%，塑料占 15.13%，液体化工占 22.46%，化纤占 20.95%，其他占 27.92%。化工贸易主要采取两种模式，一是分销和增值服务相结合，二是供应链服务模式，较上年变化不大。

总体看，物产中大的商品贸易量较大，仍具有一定规模优势；2018 年以来，物产中大的主要大宗商品实物销售量及收入增速有所放缓。

（2）汽车业务

物产中大汽车业务定价方式是以汽车厂家出厂价为指导价，根据市场供需变化制定相应的价格。主要盈利模式为依托销售网络对向上游汽车厂商采购的汽车产品再次销售，通过购销差价盈利。物产中大通过自建或租赁方式开设 4S 店，运营期间，汽车厂家一般与汽车 4S 店签订年度采购协议，同时汽车 4S 店结合自身销售情况和汽车厂家的商务政策，将年度采购目标分解至每个季度或每个月，按季/月向汽车厂家订货采购。

2018 年，物产中大 4S 店 139 家，较上年无变化；汽车销售量 183,900 辆，较上年下降 0.65%，销售均价 17.43 万元/辆，较上年增长 1.04%；销售额 319.9 亿元，较上年增长 0.21%。

2018 年，物产中大汽车板块前五大供应商保持稳定，主要有：一汽-大众销售有限责任公司、上海上汽大众汽车销售有限公司、东风日产汽车销售有限公司、上汽通用汽车销售有限公司和丰田汽车（中国）投资有限公司，采购金额合计 205.03 亿元，占汽车业务采购总额的 62.29%，供应商集中度适中。主要的汽车销售品牌包括北京现代、上海大众、奥迪、上海通用别克、一汽大众等，较上年变化不大。

总体看，物产中大汽车销售业务具有较为成熟的运营模式，整体发展较为稳定。

4. 重大对外投资

（1）投资国新国同（浙江）投资基金合伙企业（有限合伙）

2016 年 11 月，公司与另外 5 家浙江省属国有企业共同出资成立浙江富浙投资有限公司（以下简称“富浙投资”），注册资本 100 亿元，公司认缴比例为 30%。富浙投资作为有限合伙人认缴国新

国同（浙江）投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“国同基金”）100 亿元基金份额。国同基金第一期总规模合计 700.80 亿元（全体合伙人的总认缴出资额），主要投向航天、船舶、军民融合产业、可再生能源技术等产业。2018 年，富浙投资向国同基金新增出资 28.97 亿元，截至 2018 年末累计出资 49.73 亿元²，尚余 50.27 亿元未出资。

（2）未来投资计划

跟踪期内，公司发起设立、参与组建了 100 亿元市场化债转股基金“浙江省新兴动力基金”、运营总规模 50 亿元的浙江省国有资产证券化投资基金等多只基金。2019 年，公司总部及所属二级子公司计划对外投资总额 78.50 亿元，主要是参与基金出资、上市公司并购重组、上市公司定增项目、国有资产证券化等投资项目。

总体看，公司充分履行了公司作为省级国有资本运营公司的职能，有望通过对外投资获得一定投资收益；但同时公司面临较大资金支出需求，且对投资项目筛选及风险防控提出一定挑战。

5. 外部支持

（1）股权划拨

根据浙国资产权〔2018〕31 号文件，以 2017 年 12 月 31 日为基准日，将浙江省盐业集团有限公司（以下简称“盐业集团”）和浙江省环境科技有限公司（以下简称“省环科公司”）100%国有产权按经审计后账面数无偿划转给公司。2018 年，公司将盐业集团和省环科公司纳入合并范围，并分别增加资本公积 26.50 亿元和 0.89 亿元。

盐业集团主要从事盐类的生产和销售。截至 2018 年末，盐业集团合并资产总额 48.06 亿元，合并所有者权益合计 30.66 亿元，2018 年合并营业收入 13.85 亿元（其中盐类收入 7.41 亿元，非盐类收入 5.81 亿元），净利润 3.12 亿元。

省环科公司的主要业务范围包括环境影响评价及规划编制服务，环保技术咨询等。截至 2018 年末，省环科公司合并资产总额 1.61 亿元，所有者权益合计 1.06 亿元，2018 年合并营业收入 1.34 亿元，净利润 0.17 亿元。

（2）政府补助

2018 年，公司合并利润表中的政府补助收入合计 3.75 亿元（计入其他收益和营业外收入），较上年增长 100.56%，提升了公司盈利能力。

总体看，2018 年公司在股权划转及政府补助方面继续获得较高力度的外部支持。

6. 重大事项

浙建集团重组上市

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”或“上市公司”）控股股东陈军、黄娅妮夫妇签订《股份转让协议》。控股股东陈军、黄娅妮夫妇拟将其持有的上市公司 6,086.00 万股股份（占上市公司股本总额的 29.83%）以及由此所衍生的所有股东权益转让给浙建集团，转让价格为 20.5882 元/股，转让价款合计为 12.53 亿元。

2019 年 5 月，浙建集团已成为多喜爱的第一大股东，持股比例为 29.83%，此时上市公司无控股股东及实际控制人。根据 2019 年 6 月 6 日多喜爱发布的公告，上市公司以其拥有的置出资产与公司拥有的部分置入资产的交易定价等值部分进行置换；置出资产截至评估基准日（2018 年 12 月 31 日）的评估值为 7.20 亿元，置入资产截至评估基准日的评估价值为 82.66 亿元；上市公司将通过定向非

² 计入对国新国同（浙江）投资基金合伙企业（有限合伙）的可供出售金融资产，按成本法计量。

公开发行股份的方式购买置入资产超过支出资产定价的差额部分，并对浙建集团进行吸收合并，浙建集团将注销法人资格，上市公司作为存续主体，将承接浙建集团的全部资产、负债、业务、人员、合同、资质及其他一切权利和义务；同时，浙建集团持有的上市公司股票将相应注销。上述交易和权益变动后，浙建集团目前的全体股东将成为上市公司的股东，其中公司对上市公司的持股比例将变为 37.90%，成为上市公司的控股股东，上市公司的实际控制人将变更为浙江省国资委。截至 2018 年底，公司对浙建集团持股比例为 45.94%，交易完成后公司对新上市公司的持股比例略低于此。公司与浙建集团原股东将成为一致行动人，交易后将合计持有上市公司总股本的 60.86%。

此外，本次交易设置了业绩承诺，公司及一致行动人作为业绩承诺方，与上市公司签订了《盈利预测补偿协议》，确认并承诺浙建集团于 2019—2021 年度的净利润（浙江集团合并报表范围内，扣除非经常性损益的归属于母公司的净利润）分别不低于 6.87 亿元、7.84 亿元和 8.61 亿元；如本次交易未能在 2019 年实施完毕，则承诺净利润将根据业绩承诺期间的变更做出相应调整。如浙建集团在业绩承诺期间内任一会计年度的当年期末实际净利润累计数未能达到当年期末承诺净利润累计数的，则多喜爱应在该年度的年度报告披露后，以书面方式通知业绩承诺方，由业绩承诺方按照《盈利预测补偿协议》约定的方式向多喜爱进行利润补偿。2016—2018 年，浙建集团分别实现归属于母公司所有者的净利润 4.58 亿元、6.69 亿元和 8.20 亿元，若未来浙建集团在交易完成后出现经营业绩未达预期的情况，公司及其一致行动人将履行业绩补偿责任。

本次资产置换及换股吸收合并交易尚需取得浙江省国资委的正式批准、上市公司股东大会审议通过本次交易正式方案、上市公司审议通过豁免公司及其一致行动人免于要约方式增持多喜爱股份、证监会核准、其他法律法规要求的审批/备案程序等，上述核准取得的时间尚不确定。

总体看，浙建集团将通过本次交易实现上市，有望获得相对便利的直接融资渠道；未来公司对浙建集团（新上市主体）将继续保持控股地位，但持股比例有所下降；截至本报告出具日，重组交易尚未完成，联合评级将持续关注上述事项的进展。

7. 未来发展

公司作为浙江省唯一一家省级国有资本运营平台，在后续发展中将继续把发挥平台服务功能作为首要任务，坚持把深化改革作为动力，重点同构浙江省国企改革发展基金、浙江省新型动力基金等的运作；提高国有资本配置和运营效率，发挥基金的杠杆效应，放大国有资本功能。

总体看，公司未来业务发展思路明确，发展战略符合浙江省对于国资运营和国企改革战略部署和发展趋势。

六、财务分析

1. 财务概况

公司提供的 2018 年度合并财务报表经天健会计师事务所（特殊普通合伙）审计，并出具了标准无保留意见的审计报告。公司 2019 年 1—3 月财务报表未经审计。

会计政策变更方面，2018 年公司根据财政部 2018 年 6 月发布的《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）文件要求，对财务报表的列报进行了调整，并对可比会计期间的比较数据或项目名称进行相应调整，仅对财务报表列报格式产生影响，对公司总资产、总负债、净利润、其他综合收益无影响。

2018 年，公司进行会计差错更正，调整金额较大的主要是应收票据及应收账款（与上年审计报

告期末数的差异为 79.13 亿元)和存货(与上年审计报告期末数的差异为-66.85 亿元),占公司合并报表比重不大。

截至 2018 年末,公司纳入财务报表合并范围的二级子公司合计 10 家,较上年末增加盐业集团和省环科公司,减少一家广德长广新型墙体材料有限公司。公司合并范围内增加和减少的子公司规模不大,且构成公司合并资产、收入主要来源的子公司物产中大和浙建集团的主业未发生变更,公司财务报表可比性较强。

2. 资产质量

截至 2018 年末,公司合并资产总额 1,735.26 亿元,较年初增长 13.55%,流动资产及非流动资产均有增长;其中流动资产占 64.20%,非流动资产占 35.80%。公司资产以流动资产为主,资产结构较年初变化不大。

流动资产

截至 2018 年末,公司流动资产 1,113.97 亿元,较年初增长 11.41%,主要系货币资金、应收账款及存货增加所致;公司流动资产主要由货币资金(占 20.83%)、应收票据及应收账款(占 29.56%)、预付款项(占 8.32%)和存货(占 28.89%)构成,流动资产结构较年初变化不大。

截至 2018 年末,公司货币资金 232.00 亿元,较年初增长 12.91%,主要系销售回款增加所致;货币资金中有 51.03 亿元受限资金,受限比例为 22.00%,主要为用于质押的定期存款、票据保证金等。应收票据及应收账款账面价值 329.30 亿元,较年初增长 10.13%,主要系应收票据增加所致;其中应收票据 50.80 亿元,较年初增长 37.48%,应收账款 278.50 亿元,较年初增长 6.28%。应收账款账面余额中的 91.38%采用账龄组合法计提坏账准备,账龄组合中,1 年以内的占 87.56%,1~2 年的占 5.64%,其余在 3 年及以上,整体账龄较短。应收账款计提坏账余额 21.97 亿元,主要来自贸易及施工业务,其中采用信用风险组合计提 14.44 亿元,单项金额重大且单独计提坏账准备 7.53 亿元,综合计提比例 7.31%;应收账款前五大欠款方合计金额为 9.67 亿元,占比为 3.22%,集中度较低。预付款项 92.72 亿元,较年初增长 15.66%,主要系预付货款增加所致;预付款项仍主要为预付货款及工程款,坏账准备 0.04 亿元。存货账面价值 321.80 亿元,较年初增长 14.32%,主要系库存商品及工程施工增加所致;存货主要由库存商品(占 54.59%)和工程施工(占 35.90%)构成,累计计提跌价准备 7.42 亿元,主要系物产中大对库存商品计提。

非流动资产

截至 2018 年末,公司非流动资产 621.29 亿元,较年初增长 17.60%,主要系可供出售金融资产、长期应收款、固定资产增加所致;公司非流动资产主要由可供出售金融资产(占 25.28%)、长期应收款(占 30.91%)和固定资产(占 16.73%)构成。

截至 2018 年末,公司可供出售金融资产 157.06 亿元,较年初增长 7.86%,主要系权益投资增加所致。可供出售金融资产主要为可供出售权益工具(占 99.06%),被投资企业数量较多,主要包括国新国同(浙江)投资基金合伙企业(有限合伙)49.73 亿元、浙江浙商产业投资基金合伙企业(有限合伙)5.91 亿元等;可供出售金融资产中,56.34 亿元采用公允价值计量,99.24 亿元采用成本法计量,减值准备 2.50 亿元。公司长期应收款 192.05 亿元,较年初增长 33.62%,主要系子公司浙建集团应收 PPP 项目工程款增加所致;长期应收款主要是融资租赁款(占 49.07%)、BT 代建款(占 4.97%)和 PPP 工程预付款(占 44.00%)构成,坏账准备余额为 1.46 亿元。公司固定资产账面价值 103.93 亿元,较年初增长 15.01%;公司固定资产主要由房屋及建筑物(占 50.78%)和专用设备(占 33.51%)

构成，累计计提折旧 52.30 亿元；固定资产成新率 64.04%，成新率一般；减值准备 1.25 亿元；账面价值 12.21 亿元（占 11.75%）的固定资产尚未办妥产权证书。

截至 2018 年末，公司受限资产 133.26 亿元，其中受限货币资金 51.03 亿元，受限应收票据及应收账款 20.60 亿元、存货 7.12 亿元、可供出售金融资产 2.14 亿元、一年内到期的非流动资产 1.82 亿元、长期应收款 23.43 亿元、固定资产 6.51 亿元、投资性房地产 17.51 亿元、无形资产 3.10 亿元，主要系用于借款抵质押而受限；受限资产占总资产比重为 7.68%，占净资产的 27.16%，受限比例尚可；受限投资性房地产占投资性房地产总额的 48.22%，投资性房地产受限比例偏高。

截至 2019 年 3 月末，公司合并资产总额 1,854.60 亿元，较年初增长 6.88%；其中流动资产占 66.01%，非流动资产占 33.99%。公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

总体看，公司资产规模继续增长，资产构成符合公司业务特征；应收及预付款项继续造成一定资金占用，且计提较高坏账准备；大宗商品形成了较大规模的库存商品，受市场行情波动影响，有一定存货积压风险和跌价风险。

3. 负债及所有者权益

截至 2018 年末，公司负债总额 1,244.58 亿元，较年初增长 10.50%，主要系非流动负债增长所致；其中流动负债占 85.45%，非流动负债占 14.55%。公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

流动负债

截至 2018 年末，公司流动负债 1,063.51 亿元，较年初增长 6.91%；公司流动负债主要由短期借款（占 16.19%）、应付票据及应付账款（占 48.02%）、其他应付款（占 10.84%）、预收款项（占 9.11%）和其他流动负债（占 6.76%）构成。

截至 2018 年末，公司短期借款 172.16 亿元，较年初下降 9.78%；短期借款主要是信用借款（占 44.18%）、保证借款（占 30.59%）、抵押借款（占 8.11%）和质押借款（占 9.67%）。应付票据及应付账款 510.71 亿元，较年初增长 20.51%；公司加大票据结算支付方式，应付票据 166.00 亿元，较年初增长 47.18%；应付账款 344.70 亿元，较年初增长 10.84%，账龄以 1 年以内为主。预收款项 96.85 亿元，较年初增长 8.07%，主要是预收货款和工程款。其他应付款 115.29 亿元，较年初增长 22.61%，主要系押金保证金及应付暂收款增加所致。其他流动负债 71.88 亿元，较年初下降 29.58%，主要系短期债券兑付所致；其他流动负债主要包括短期融资券（占 55.65%）、应付期货业务客户保证金（占 19.52%）和待转销项税（占 20.98%），本报告将其中的超短期融资券计入短期债务。

非流动负债

截至 2018 年末，公司非流动负债 181.08 亿元，较年初增长 37.66%，主要系长期应收款增长所致；公司非流动负债主要由长期借款（占 30.40%）、应付债券（占 53.33%）和长期应付款（占 5.52%）构成。

截至 2018 年末，公司长期借款 55.05 亿元，较年初增长 67.25%；长期借款主要由质押借款（占 41.07%）、抵押借款（占 7.84%）、保证借款（占 35.07%）、信用借款（占 5.50%）和质押保证借款（占 10.51%）构成。应付债券 96.56 亿元，较年初增长 58.68%，主要系公司发行债券及中期票据所致；从应付债券余额到期分布情况看，将于 2020 年到期的占 31.90%，将于 2021 年到期的占 53.80%，将于 2023 年到期的占 9.32%，将于 2038 年到期的占 4.97%，主要集中于 2020~2021 年到期。长期应付款 9.99 亿元，较年初下降 35.55%，主要系应付融资租赁款减少所致；本报告将长期应付款中的融资租赁款调整计入长期债务。

截至 2018 年末，公司债务总额 545.78 亿元，较年初增长 12.14%。其中，短期债务占 71.94%，长期债务占 28.06%，以短期债务为主。短期债务 392.66 亿元，较年初增长 1.64%，较年初变化不大。长期债务 153.12 亿元，较年初增长 52.59%，主要系浙建集团投资 PPP 项目以及公司对外进行金融投资使得对外融资需求增加所致。截至 2018 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.72%、52.66%和 23.78%，较年初分别下降 1.98 个百分点、下降 2.11 个百分点和提高 3.80 个百分点。

此外，物产中大 2014 年 12 月发行规模为 40.00 亿元永续中票“14 浙物产 MTN001”（期限为 5+N，债券存续期底 5 年末有公司赎回选择权，行权日为 2019 年 12 月 26 日），浙建集团于 2017 年 7 月发行 8 亿元永续票据“17 浙江建投 MTN001”，物产中大 2018 年 11 月发行 20 亿元永续期公司债券“18 中大 Y1”，于公司合并报表“所有者权益-其他权益工具”中列报（期末账面价值为 67.35 亿元），考虑到该债券的性质与特点，若将其从所有者权益中剔除并且调整至负债和长期债务进行测算，则截至 2018 年末，公司债务总额增至 613.13 亿元，资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 75.60%、59.16%和 34.24%，较调整前分别上升 3.88 个百分点、6.50 个百分点和 10.46 个百分点。

截至 2019 年 3 月末，公司负债总额 1,333.58 亿元，较年初增长 7.15%；其中流动负债占 86.80%，非流动负债占 13.20%。公司以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。截至 2019 年 3 月末，公司债务总额 622.35 亿元，较年初增长 14.03%。其中，短期债务 475.19 亿元（占 76.36%），较年初增长 21.02%。长期债务 147.15 亿元（占 23.64%），较年初下降 3.90%。截至 2019 年 3 月末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 71.91%、54.43%和 22.02%，较年初分别提高 0.18 个百分点、提高 1.77 个百分点和下降 1.76 个百分点。

总体看，随着融资规模扩大，公司债务水平较年初进一步增长，债务负担偏重；债务构成仍以短期债务为主，长期债务主要为债券，存续债券多集中于 2020~2021 年到期，债务期限结构有待改善。

所有者权益

截至 2018 年末，公司所有者权益为 490.68 亿元，较年初增长 22.10%，主要系发行永续债券以及资本公积和未分配利润增加所致。其中，归属于母公司所有者权益占比为 49.09%，少数股东权益占比为 50.91%。归属于母公司所有者权益 240.88 亿元，其中实收资本、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 41.51%、11.68%、4.94%和 13.37%。权益稳定性有待改善。

截至 2018 年末，公司资本公积 28.13 亿元，较年初增加 19.21 亿元，主要系划入盐业集团及省环科公司的股权所致。截至 2018 年末，公司少数股东权益 249.80 亿元，较年初增长 19.39%，主要系非全资子公司物产中大（少数股东持股比例为 69.32%）、浙建集团（少数股东持股比例为 54.06%）权益增长所致。

截至 2019 年 3 月末，公司所有者权益 521.01 亿元，较年初增长 6.18%，其中归属于母公司的所有者权益占 47.83%，权益结构较年初变化不大。

总体看，受益于发行永续债券、资产划入以及利润累积，公司权益规模有所增长；但少数股东权益和未分配利润占比仍较高，权益稳定性一般。

4. 盈利能力

2018 年，公司实现合并营业总收入 3,679.32 亿元，较上年增长 10.17%，主要系子公司的商品贸易和工程施工收入增加所致；同期，公司营业成本 3,549.20 亿元，较上年增长 9.71%，成本增速与收

入增速基本持平；营业利润 64.22 亿元，较上年增长 43.67%，营业利润率 3.39%，较上年提高 0.41 个百分点，主营业务盈利能力较弱。2018 年，公司实现净利润 49.89 亿元，较上年增长 52.63%；其中归属于母公司所有者的净利润为 19.51 亿元，较上年增长 108.80%。

从期间费用看，2018 年，公司期间费用总额为 84.21 亿元，较上年增长 15.99%，主要系管理费用增加所致。从构成看，公司销售费用、管理费用、研发费用和财务费用占比分别为 28.16%、46.96%、3.11%和 21.78%，以管理费用和财务费用为主。其中销售费用为 23.71 亿元，较上年增长 10.27%，主要系职工薪酬增加所致。管理费用为 39.54 亿元，较上年增长 20.37%，主要系职工薪酬、办公费增加所致。研发费用为 2.62 亿元，较上年增长 40.49%。财务费用为 18.34 亿元，较上年增长 11.91%，主要系利息支出增加所致。2018 年，公司费用收入比³为 2.29%，较上年增加 0.11 个百分点，公司费用控制能力较好。

2018 年，公司资产减值损失 13.13 亿元，较上年增长 6.6%，主要来自坏账损失 2.55 亿元、存货跌价损失 4.47 亿元、可供出售金融资产减值损失 5.41 亿元和商誉减值损失 0.62 亿元。2018 年，公司实现投资收益 30.80 亿元，较上年增长 62.81%，主要系处置股权投资产生投资收益较上年增加较多所致；其中处置股权投资产生投资收益 10.46 亿元（主要是物产中大处置的浙江新东港药业股份有限公司股权），较上年增加 7.63 亿元；投资收益主要来自股权投资、可供出售权益工具按照权益法核算产生的投资收益、处置股权投资、金融资产和委托贷款收益；投资收益占利润总额的比重为 46.05%，对利润影响较大。2018 年，公司实现其他收益 3.26 亿元，较上年增长 87.30%，主要系获得的各类补贴收入增加所致；其他收益占利润总额的比重为 4.96%，对利润影响不大。2018 年，公司实现营业外收入 2.76 亿元，较上年增长 50.18%，主要系获得的政府补助、富欣热电收到的原股东补偿款增加所致。2018 年，公司实现利润总额 65.61 亿元，较上年增长 46.81%。营业外收入占利润总额比重为 4.20%，对利润影响不大。

从盈利指标看，2018 年，公司总资产收益率、总资产报酬率和净资产收益率分别为 7.19%、5.20%和 11.18%，较上年分别提高 1.11 个百分点、提高 0.82 个百分点和提高 2.31 个百分点。

2019 年 1—3 月，公司合并营业总收入 913.82 亿元，较上年同期增长 27.99%；净利润 14.47 亿元，较上年同期增长 22.94%。

总体看，受益于子公司经营业绩提升，2018 年公司合并营业总收入及净利润较上年大幅增长；公司主营业务盈利能力较弱，利润来源对投资收益的依赖程度仍较高，且资产减值损失对利润继续形成一定侵蚀。

5. 现金流

从经营活动看，2018 年公司经营活动现金流入额为 4,352.04 亿元，较上年增长 13.59%，主要系物产中大收到的商品销售款、浙建集团回收的工程款增加所致；同期，公司经营活动现金流出量为 4,302.99 亿元，较上年增长 9.02%，主要系采购商品及工程施工支出同比增加所致。2018 年，公司经营活动产生的现金流量净额为 49.05 亿元，较上年的-115.75 亿元大幅增长并转为净流入状态，主要系 2017 年大宗商品市场上扬，物产中大加大了备货，采购支出较多所致；公司现金收入比⁴为 113.64%，较上年的 111.49%变化不大，收入实现质量较好。

从投资活动看，2018 年公司投资活动现金流入量为 216.58 亿元，较上年下降 11.62%，投资活动现金流入主要是收回投资收到的现金等，2017 年物产中大收回了转让地产资产包所含的债权资金，

³本报告费用收入比的计算公式为：费用收入比=（销售费用+管理费用+研发费用+财务费用）/营业总收入×100%

⁴本报告现金收入计算方法为：现金收入比=（销售商品、提供劳务收到的现金+收取利息、手续费及佣金的现金）/营业总收入×100%

因此 2017 年的金额偏高；同期，公司投资活动现金流出额为 224.51 亿元，较上年增长 5.21%，主要是支付 PPP 项目款、对外股权投资、购买理财产品支付的资金。2018 年，公司投资活动产生的现金流量净额为-7.93 亿元，较上年的 31.68 亿元大幅减少，并转为净流出状态。

从筹资活动看，2018 年公司筹资活动现金流入额为 924.33 亿元，较上年大幅下降 8.63%，主要系债务融资规模减少所致；同期，公司筹资活动现金流出额为 944.88 亿元，较上年增长 1.81%，主要系还本付息支付资金的规模较上年提高所致。2018 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为-20.54 亿元⁵，较上年大幅减少 104.06 亿元。

2019 年 1—3 月，公司经营活动现金净流出 71.94 亿元，投资活动现金净流出 37.58 亿元，筹资活动现金净流入 64.99 亿元。

总体看，2018 年公司经营活动现金流状况有所改善，但投资及筹资活动转为现金净流出状态；公司未来项目投资、金融投资和债券还本付息仍高度依赖于对外融资以弥补资金缺口。

6. 偿债能力

从短期偿债能力指标看，截至 2018 年末，公司流动比率为 1.05 倍，与上年的 1.01 倍基本持平；速动比率 0.74 倍，较年初的 0.72 倍有变化不大，流动资产、速动资产对流动负债覆盖程度一般。截至 2018 年末，公司现金短期债务比为 0.74 倍，较年初的 0.64 倍略有提高。截至 2019 年 3 月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比分别为 1.06 倍、0.75 倍和 0.53 倍。整体看，公司短期偿债能力指标表现尚可。

从长期偿债能力指标看，2018 年公司 EBITDA 为 97.42 亿元，较上年增长 33.40%，主要系利润总额提高所致；EBITDA 的构成中，折旧占 10.28%，摊销占 2.58%，计入财务费用的利息支出占 19.79%，利润总额占 67.35%。2018 年，公司 EBITDA 利息倍数为 4.95 倍，较上年的 3.93 倍有所提高，EBITDA 对利息的覆盖程度仍较好；EBITDA 全部债务比为 0.18 倍，较上年的 0.15 倍略有提高，EBITDA 对全部债务的保障能力一般。

截至 2018 年末，公司合并口径对外担保主要是浙建集团下属子公司对外提供的担保合计 0.16 亿元，此外子公司浙江富建投资管理有限公司之子公司为购房户在其办妥房产抵押登记手续之前向相关金融机构申请的住房公积金和银行按揭贷款提供阶段性的连带责任担保，担保金额不大，预计对公司经营及财务状况影响较小。

截至 2018 年末，物产中大及其子公司涉及的重大未决诉讼或仲裁金额合计 15.46 亿元，物产中大及子公司主要是起诉方；浙建集团涉及的诉讼或仲裁事件中，债权标的合计 10.41 亿元，债务标的 6.56 亿元；子公司浙江富物资产管理公司（以下简称“富物公司”）主要未决诉讼 1 起，系其子公司作为债权人，因际华三五零二资源有限公司未按合同约定支付 0.16 亿元货款而产生的诉讼纠纷；子公司盐业集团涉及的主要诉讼纠纷 1 起，系其他公司拖欠盐业集团 0.04 亿元货款产生。整体看，公司面临潜在的诉讼风险。

截至 2018 年末，公司及合并范围内的子公司共获得金融机构授信总额度 1,813.95 亿元，其中尚未使用银行授信余额 1,297.24 亿元。公司间接融资渠道较畅通。此外，子公司物产中大为上海证券交易所上市公司，直接融资渠道畅通。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（机构信用代码：G1033010601778160X），截至 2019 年 5 月 15 日，公司无已结清和未结清的关注或不良信贷信息记录，过往债务履约情况良好。

总体看，考虑到浙江省经济运行情况较好、实力很强，公司作为省属国有资产运营主体，在当

⁵ 2018 年公司债务规模增加，而筹资活动为现金净流出，主要由于票据收付的资金计入经营活动现金流。

地国有资产运营管理中仍将持续发挥重要作用，公司整体偿债能力极强。

7. 母公司财务概况

截至2018年末，母公司资产总额183.68亿元，所有者权益137.24亿元。2018年母公司实现营业收入0.03亿元，利润总额3.98亿元。

截至2019年3月末，母公司资产总额185.58亿元，所有者权益136.82亿元，负债48.76亿元，全部债务41.82亿元，其中应付债券31.82亿元，为“15浙国资”、“18浙资运营MTN001”和“18浙国资债01”，母公司其他流动负债10亿元，为“18浙资运营SCP001”，将于2019年7月23日到期；此外，2019年4月公司发行5亿元3年期“19浙资运营MTN001”；母公司资产负债率26.27%，全部债务资本化比率23.41%。2019年1—3月，母公司实现营业收入64.78万元，利润总额-731.11万元。

七、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至2018年末，公司现金类资产达289.09亿元，为“15浙国资”债券余额（15.86亿元）的18.23倍，公司现金类资产对债券的覆盖程度很高；合并净资产达490.68亿元，为“15浙国资”债券余额（15.86亿元）的30.94倍，公司较大规模的现金类资产和净资产能够对“15浙国资”的按期偿付起到较强的保障作用。

从盈利情况来看，2018年公司EBITDA为97.42亿元，为“15浙国资”债券余额（15.86亿元）的6.14倍，公司EBITDA对“15浙国资”债券余额的覆盖程度很高。

从现金流情况来看，公司2018年经营活动产生的现金流入额为4,352.04亿元，为“15浙国资”债券余额（15.86亿元）的274.40倍，公司经营活动现金流入量对“15浙国资”债券余额的覆盖程度很高。

综合以上分析，随着浙江省国有企业改革的深入推进，公司国有资本运营的职能得到充分发挥，公司经营规模及盈利能力有望继续提升。并考虑到公司经营规模、企业性质及功能定位等因素，公司对“15浙国资”的偿还能力极强。

八、综合评价

跟踪期内，公司作为浙江省国资委下属的省级国有资本运营平台，在外部发展环境、经营规模、功能定位等方面继续保持综合竞争优势。同时，联合评级也关注到应收类款项及预付款项继续占用公司资金、回收情况仍有一定不确定性，公司未来有一定资金支出压力，投资收益占利润总额的比重较高，资产减值损失继续侵蚀利润，债务期限结构有待优化等因素可能对公司信用水平带来的不利影响。

公司已形成以建筑行业、商品流通行业为主，服务行业、租赁行业等其他行业为辅的经营体系，未来随着公司参股、控股企业规模的不断扩大、股权投资的深入、投融资体系的完善，且随着浙江省国有企业改革的深入推进，公司国有资本运营职能将进一步发挥，公司经营规模及盈利水平有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司“AAA”的主体长期信用等级，评级展望为“稳定”；同时维持“15浙国资”的债项信用等级“AAA”。

附件 1 截至 2018 年末公司纳入合并范围的二级子公司情况

序号	企业全称	企业简称	注册地及主要经营地	业务性质	实收资本 (万元)	持股比例 (%)	享有的 表决权 比例 (%)	投资额 (万元)
1	浙江富浙资本管理有限公司	富浙资本	杭州市	实业投资	133,178.83	100	100	226,741.05
2	浙江富浙资产管理有限公司	富浙资产	杭州市	实业投资	35,000.00	100	100	62,332.23
3	浙江省发展资产经营有限公司	发展资产	杭州市	实业投资	100,000.00	100	100	133,586.55
4	浙江省富浙融资租赁有限公司	富浙融资租赁	杭州市	融资租赁	30,000.00	100	100	29,583.98
5	浙江省环境科技有限公司	省环科公司	杭州市	技术服务	2,500.00	100	100	8,894.48
6	浙江省盐业集团有限公司	盐业集团	杭州市	零售批发	50,000.00	100	100	265,022.23
7	浙江富物资产管理有限公司	富物资产	杭州市	服务业	2,000.00	100	100	2,000.00
8	浙江富建投资管理有限公司	富建投资	杭州市	服务业	100.00	100	100	100
9	浙江省建设投资集团股份有限公司	浙建集团	杭州市	建设投资	96,000.00	45.94	45.94	44,100.00
10	物产中大集团股份有限公司	物产中大	杭州市	批发贸易	430,668.24	30.68	30.68	388,263.92

资料来源：公司审计报告

附件 2 浙江省国有资本运营有限公司

主要财务指标

项目	2017 年	2018 年	2019 年 3 月
资产总额 (亿元)	1,528.19	1,735.26	1,854.60
所有者权益 (亿元)	401.87	490.68	521.01
短期债务 (亿元)	386.33	392.66	475.19
长期债务 (亿元)	100.35	153.12	147.15
全部债务 (亿元)	486.68	545.78	622.35
营业总收入 (亿元)	3,339.56	3,679.32	913.82
净利润 (亿元)	32.68	49.89	14.47
EBITDA (亿元)	73.03	97.42	--
经营性净现金流 (亿元)	-115.75	49.05	-71.94
应收账款周转次数 (次)	14.01	12.70	--
存货周转次数 (次)	11.34	11.51	--
总资产周转次数 (次)	2.33	2.25	--
现金收入比率 (%)	111.49	113.64	119.12
总资本收益率 (%)	6.08	7.19	--
总资产报酬率 (%)	4.38	5.20	--
净资产收益率 (%)	8.86	11.18	--
营业利润率 (%)	2.98	3.39	3.62
费用收入比 (%)	2.17	2.29	2.46
资产负债率 (%)	73.70	71.72	71.91
全部债务资本化比率 (%)	54.77	52.66	54.43
长期债务资本化比率 (%)	19.98	23.78	22.02
EBITDA 利息倍数 (倍)	3.93	4.95	--
EBITDA 全部债务比 (倍)	0.15	0.18	--
流动比率 (倍)	1.01	1.05	1.06
速动比率 (倍)	0.72	0.74	0.75
现金短期债务比 (倍)	0.64	0.74	0.88
经营现金流动负债比率 (%)	-11.64	4.61	-6.22
EBITDA/待偿本金合计 (倍)	4.60	6.14	--

注：1. 本报告中，部分合计数与各相加数直接相加之和在尾数上存在差异，系四舍五入造成；除特别说明外，均指人民币；2. 本报告中数据如无特别注明均为合并口径；3. EBITDA/待偿本金合计=EBITDA/本报告所跟踪债项合计待偿本金；4. 本报告将公司其他流动负债中的短期债券、长期应付款中的应付融资租赁款调整至债务核算；5. 公司进行了前期会计差错更正并对 2017 年数据进行了追溯调整，本报告 2017 年财务数据来自公司 2018 年审计报告的期初余额或上年同期数；6. 营业利润率、应收账款周转次数、总资产周转次数、现金收入比等指标采用营业总收入计算；7. 2019 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 3 有关计算指标的计算公式

指 标 名 称	计 算 公 式
增长指标	
年均增长率	(1) 2 年数据: 增长率= (本期-上期) / 上期 ×100% (2) n 年数据: 增长率=[(本期/前 n 年) ^{1/(n-1)} -1] ×100%
经营效率指标	
应收账款周转次数	营业收入 / [(期初应收账款余额+期末应收账款余额) / 2]
存货周转次数	营业成本 / [(期初存货余额+期末存货余额) / 2]
总资产周转次数	营业收入 / [(期初总资产+期末总资产) / 2]
现金收入比率	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入 ×100%
盈利指标	
总资本收益率	(净利润+计入财务费用的利息支出) / [(期初所有者权益+期初全部债务+期末所有者权益+期末全部债务) / 2] ×100%
总资产报酬率	(利润总额+计入财务费用的利息支出) / [(期初总资产+期末总资产) / 2] ×100%
净资产收益率	净利润 / [(期初所有者权益+期末所有者权益) / 2] ×100%
主营业务毛利率	(主营业务收入-主营业务成本) / 主营业务收入 ×100%
营业利润率	(营业收入-营业成本-营业税金及附加) / 营业收入 ×100%
费用收入比	(管理费用+营业费用+财务费用) / 营业收入 ×100%
财务构成指标	
资产负债率	负债总额 / 资产总计 ×100%
全部债务资本化比率	全部债务 / (长期债务+短期债务+所有者权益) ×100%
长期债务资本化比率	长期债务 / (长期债务+所有者权益) ×100%
担保比率	担保余额 / 所有者权益 ×100%
长期偿债能力指标	
EBITDA 利息倍数	EBITDA / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
EBITDA 全部债务比	EBITDA / 全部债务
经营现金债务保护倍数	经营活动现金流量净额 / 全部债务
筹资活动前现金流量净额债务保护倍数	筹资活动前现金流量净额 / 全部债务
短期偿债能力指标	
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	(流动资产合计-存货) / 流动负债合计
现金短期债务比	现金类资产 / 短期债务
经营现金流动负债比率	经营活动现金流量净额 / 流动负债合计 ×100%
经营现金利息偿还能力	经营活动现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
筹资活动前现金流量净额利息偿还能力	筹资活动前现金流量净额 / (资本化利息+计入财务费用的利息支出)
本次债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流入量偿债倍数	经营活动产生的现金流入量 / 本次债券到期偿还额
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额 / 本次债券到期偿还额

注： 现金类资产=货币资金+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融资产+应收票据

长期债务=长期借款+应付债券

短期债务=短期借款+以公允价值计量且其变动计入当期损益的金融负债+应付票据+一年内到期的非流动负债

全部债务=长期债务+短期债务

EBITDA=利润总额+计入财务费用的利息支出+折旧+摊销

所有者权益=归属于母公司所有者权益+少数股东权益

附件 4 公司主体长期信用等级设置及其含义

公司主体长期信用等级划分成 9 级，分别用 AAA、AA、A、BBB、BB、B、CCC、CC 和 C 表示，其中，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。

AAA 级：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：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：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：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；

BB 级：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：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：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：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：不能偿还债务。

长期债券（含公司债券）信用等级符号及定义同公司主体长期信用等级。