



浙江省国有资本运营有限公司 2023 年度跟踪评级报告

中诚信国际信用评级有限责任公司 | 编号: 信评委函字[2023]跟踪 1392 号

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发行人构成委托关系外，中诚信国际及其评估人员与发行人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，以及其他根据监管规定收集的信息，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，但中诚信国际对于相关信息的合法性、真实性、完整性、准确性不作任何保证。
- 中诚信国际及项目人员履行了尽职调查和诚信义务，有充分理由保证本次评级遵循了真实、客观、公正的原则。
- 评级报告的评级结论是中诚信国际依据合理的内部信用评级标准和方法、评级程序做出的独立判断，未受发行人和其他第三方的干预和影响。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，也不能作为任何人购买、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使用本报告所述的评级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，中诚信国际将定期或不定期对发行人进行跟踪评级，根据跟踪评级情况决定维持、变更评级结果或暂停、终止评级等。
- 本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。

中诚信国际信用评级有限责任公司

2023 年 6 月 27 日

本次跟踪发行人及评级结果	浙江省国有资本运营有限公司	AAA/稳定
--------------	---------------	--------

本次跟踪债项及评级结果	“18 浙国资债 01/18 浙资 01”、“19 浙国资债 01/19 浙资 01”和“20 浙国资债 01/20 浙资 01”	AAA
-------------	---	-----

评级观点

本次跟踪维持主体及债项上次评级结论，中诚信国际认为浙江省经济财政实力位居全国前列，民营经济和数字经济突出，经济增长质量较好，是高质量发展的代表，潜在的支持能力很强；浙江省国有资本运营有限公司（以下简称“浙资运营”或“公司”）战略地位重要、业务规模优势显著、区域竞争优势很强以及浙江省经济持续增强等可对其整体信用实力提供有力支撑。同时，中诚信国际关注到供应链集成服务业务易受外部环境影响、工程施工业务中恒大集团等民营房企企业持续风险暴露而计提较大规模减值损失、债务持续增加及短期债务比重较高、权益工具投资等金融资产较易受市场行情影响等因素对其经营及信用状况造成的影响。

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。

调级因素

可能触发评级上调因素：不适用。

可能触发评级下调因素：公司资产质量显著下降；风险控制出现重大漏洞和缺陷；财务状况恶化；外部支持能力及意愿大幅弱化等。

正 面

- 作为浙江省国有资本运营平台，地位突出。公司作为浙江省省属唯一的国有资本运营平台，在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仍保持显著的规模优势。物产中大集团股份有限公司（以下简称“物产中大”）系浙江省最大的省管贸易企业，凭借良好的竞争优势和上下游资源，供应链集成服务业务收入仍保持增长态势，主要贸易品种继续保持明显的规模优势。
- 工程施工业务具有很强的区域竞争优势，继续保持省内龙头地位。浙江省建设投资集团股份有限公司（以下简称“浙江建投”）系浙江省省管建筑企业，主要业务为省内房建工程施工，继续保持省内龙头地位。

关 注

- 供应链集成服务业务易受外部环境影响。近年来，大宗商品价格波动、国际贸易摩擦等因素加大了公司业务发展的不确定性。
- 工程施工业务中恒大集团等民营房企持续风险暴露，计提大额减值损失。浙江建投存量项目中涉及到较多以恒大集团为主的出险房企项目，关注相关债权的后续处理进展、回款情况以及减值计提情况等。
- 债务规模持续增加，短期债务比重较高，短期偿债压力加大。公司债务规模持续增加，近三年短期债务占比约 65%，2023 年 3 月末因一季度备货增加等影响上升至 73.11%，短期偿债压力加大。
- 权益工具投资等金融资产较易受市场行情影响，关注金融资产价值波动对公司盈利水平的影响。公司持有较大规模的以公允价值计量的金融资产，特别是权益工具，受市场行情影响波动较大，将一定程度上影响公司利润水平，中诚信国际对此保持关注。

项目负责人：江林燕 lyjiang@ccxi.com.cn

项目组成员：陈 苹 chenping@ccxi.com.cn

评级总监：

电话：(021)60330988

传真：(021) 60330991

财务概况

浙资运营（合并口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	2,266.04	2,619.64	2,925.61	3,262.33
所有者权益合计（亿元）	614.31	690.37	792.21	810.99
负债合计（亿元）	1,651.73	1,929.26	2,133.40	2,451.35
总债务（亿元）	692.58	758.44	802.91	990.68
营业总收入（亿元）	4,869.96	6,613.43	6,786.77	1,509.21
净利润（亿元）	60.00	83.45	86.04	21.91
EBIT（亿元）	97.35	126.59	124.24	34.45
EBITDA（亿元）	116.18	148.85	149.96	--
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	33.48	57.45	15.00	-99.71
营业毛利率(%)	3.61	3.13	2.95	3.65
总资产收益率(%)	4.30	5.18	4.48	4.45
EBIT 利润率(%)	2.00	1.91	1.83	2.28
资产负债率(%)	72.89	73.65	72.92	75.14
总资本化比率(%)	52.99	52.35	50.34	54.99
总债务/EBITDA(X)	5.96	5.10	5.35	--
EBITDA 利息保障倍数(X)	4.68	5.67	6.01	--
FFO/总债务(X)	0.14	0.16	0.06	--
浙资运营（母公司口径）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
资产总计（亿元）	224.24	233.40	228.86	241.70
负债合计（亿元）	77.94	84.75	72.01	83.82
总债务（亿元）	73.61	80.83	67.83	61.77
所有者权益合计（亿元）	146.30	148.65	156.86	157.88
投资收益（亿元）	8.04	5.96	5.96	1.38
净利润（亿元）	6.99	4.61	5.33	1.03
EBIT（亿元）	10.12	7.77	8.28	2.04
经营活动产生的现金流量净额（亿元）	-0.66	-0.95	-0.10	16.91
经调整的净资产收益率(%)	4.78	3.13	3.49	2.61
资产负债率(%)	34.76	36.31	31.46	34.68
总资本化比率(%)	33.47	35.22	30.19	28.12
总债务/投资组合市值(%)	36.31	34.18	24.48	22.82
现金流利息保障倍数(X)	2.36	1.80	1.99	25.23

注：1、中诚信国际根据提供的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 2021 年和 2022 年审计报告以及未经审计的 2023 年一季度财务报表整理；2、2020~2021 年财务数据均采用下一年度审计报告期初数，其余各期财务数据系当期报告期末数；3、中诚信国际分析时将其他应付款、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；4、本报告中所引用数据除特别说明外，均为中诚信国际统计口径，其中“--”表示不适用或数据不可比，带“*”指标已经年化处理，特此说明。

评级历史关键信息

杭州市金融投资集团有限公司					
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	18 浙国资债 01/18 浙资 01 (AAA)	2022/6/27	江林燕、陈苹	中诚信国际通用评级方法与模型 TY 2019 02	阅读全文
	19 浙国资债 01/19 浙资 01 (AAA)				
	20 浙国资债 01/20 浙资 01 (AAA)				
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
AAA/稳定	19 浙国资债 01/19 浙资 01 (AAA)	2019/7/31	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	20 浙资 01/20 浙国资债 01 (AAA)	2020/9/29	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

同行业比较（2022 年母公司口径数据）

公司简称	业务定位	地区	GDP (万亿元)	一般公共预算收入 (亿元)	总资产 (亿元)	实收资本 (亿元)	资产负债率 (%)	投资收益 (亿元)	净利润 (亿元)
浙资运营	浙江省重要的国有资	浙江省	7.77	8,039.38	228.86	100.00	31.46	5.96	5.33

	本运营平台								
山东国投	山东省重要的国有资本运营平台	山东省	8.74	7,104.04	265.98	45.00	54.24	10.21	-6.51
上海国资	上海市重要的国有资产管理运营主体	上海市	4.47	7,608.19	716.51	55.00	44.02	25.36	18.04
北京国资	北京市重要的国有资产管理运营主体	北京市	4.16	5,714.36	619.48	100.00	56.36	31.67	20.26

中诚信国际认为，与同行业相比，浙资运营的投资策略一般，投资风险低，投资组合中上市公司比重较高，资产流动性和资本实力较强，财务风险很低。

注：“山东国投”系“山东省国有资产投资控股有限公司”的简称，“上海国资”系“上海国有资产经营有限公司”的简称，“北京国资”系“北京市国有资产经营有限责任公司”的简称。

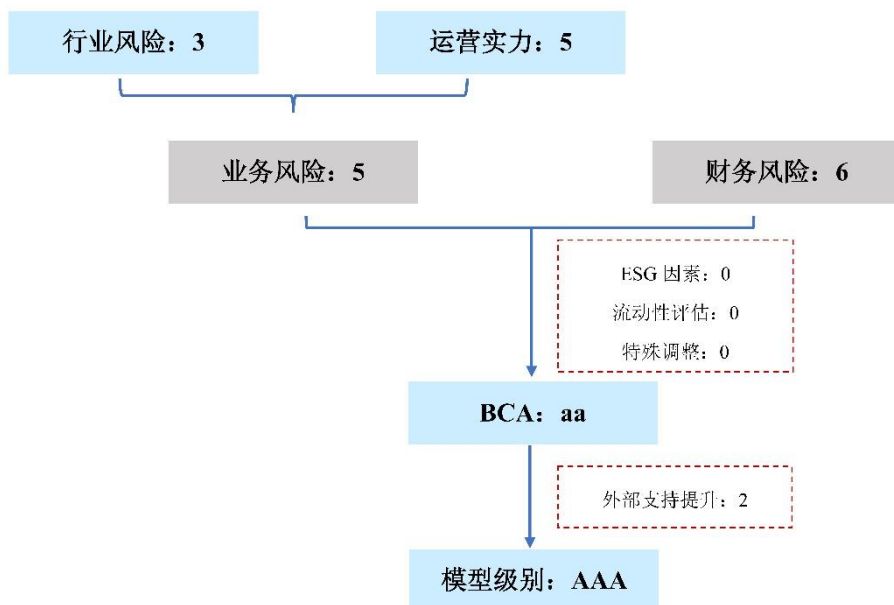
资料来源：公开信息，中诚信国际整理

本次跟踪债项情况

债项简称	本次债项 评级结果	上次债项 评级结果	上次评级 时间	发行金额 (亿元)	债项余额 (亿元)	存续期	特殊条款
18 浙国资债 01/18 浙资 01	AAA	AAA	2022/6/27	9.00	9.00	2018/12/13~2023/12/13	--
19 浙国资债 01/19 浙资 01	AAA	AAA	2022/6/27	6.00	6.00	2019/8/20~2024/8/20	--
20 浙国资债 01/20 浙资 01	AAA	AAA	2022/6/27	5.00	5.00	2020/11/12~2023/11/12	--

● 评级模型

浙江省国有资本运营有限公司评级模型打分(2023_01)



● 方法论

中诚信国际投资控股企业评级方法与模型 C210100_2022_01

■ 业务风险：

浙资运营属于投资控股企业，投资于行业信用风险程度不同的多个行业，面临的行业风险处于均衡状态，中国投资控股行业风险评估为中等；公司职能定位突出，投资管理和风险控制机制较为健全；母公司所持上市公司股权较为优质，每年可贡献稳定的投资收益；但母公司直接对外投资规模较小，尚处于培育发展期，未来投资收益及退出等有待观察。

■ 财务风险：

公司本部盈利能力一般，利润主要来自对子公司的投资收益，持有的上市公司股权资产较为优质，可贡献较为稳定的收益；财务杠杆水平很低，债务规模波动下降，占投资组合市值的比重持续下降，且现金流利息覆盖倍数很高，整体偿债能力很强。

■ 个体信用状况（BCA）：

依据中诚信国际的评级模型，其他调整项当期状况对浙资运营个体基础信用等级无影响，浙资运营具有 aa 的个体基础信用等级，反映了其较低的业务风险和很低的财务风险。

■ 外部支持：

浙江省作为长三角沿海省份，经济财政实力位居全国前列。浙资运营作为浙江省省属国有资本运营平台，根据浙江省委、省政府关于进一步深化省属国有企业改革发展的决策部署，全力推进转型创新发展，具备重要性和极高的政府关联度。综合考虑个体信用状况、外部支持能力和意愿，外部支持提升子级是实际使用的外部支持力度。

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

公司于 2018 年 12 月发行“2018 年浙江省国有资本运营有限公司公司债券(第一期)”，债券简称“18 浙国资债 01/18 浙资 01”，债券代码“152042.SH/1880287.IB”，发行规模 9 亿元，募集资金拟用于向“国新国同基金 I 期”出资；截至 2022 年末，募集资金已使用完毕，使用用途与募集说明书约定一致。

公司于 2019 年 8 月发行“2019 年浙江省国有资本运营有限公司公司债券(第一期)”，债券简称“19 浙国资债 01/19 浙资 01”，债券代码“152255.SH/1980244.IB”，发行规模 6 亿元，募集资金拟用于向“国新国同基金 I 期”进行部分出资；截至 2022 年末，募集资金已使用完毕，使用用途与募集说明书约定一致。

国新国同（浙江）投资基金合伙企业（以下简称“国新国同基金”）系国务院国资委批准设立的基金，该基金以市场化运作为导向，为中国企业参与“一带一路”建设、促进国际产能和装备制造合作以及开展国际投资并购等提供人民币资金和专业支持，追求长期稳定的投资回报。该基金由国新国控（杭州）投资管理有限公司作为执行事务合伙人，总规模 1,500 亿元，分两期设立，2016 年 11 月设立国新国同基金 I 期，基金规模 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，公司以下属子公司浙江富浙资本管理有限公司（以下简称“富浙资本”）旗下浙江富浙投资有限公司作为参与主体，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，公司认缴 30 亿元，已全部实缴到位，其中 15 亿元资金来自“18 浙国资债 01/18 浙资 01”和“19 浙国资债 01/19 浙资 01”募集资金。截至 2022 年末，国新国同基金 I 期运作正常，累计投资项目 18 个，投资金额约 256.67 亿元，主要分布在新能源、航空航天装备、高端设备制造等领域。此外，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，目前处于第一个退出期。

公司于 2020 年 11 月发行“2020 年第一期浙江省国有资本运营有限公司公司债券”，债券简称“20 浙资 01/20 浙国资债 01”，债券代码“152647.SH/2080353.IB”，发行规模 5 亿元，募集资金拟用于“浙江深改产业发展合伙企业（有限合伙）”（以下简称“深改基金”）出资；截至 2022 年末，募集资金已使用完毕，使用用途与募集说明书约定一致。深改基金系公司牵头设立的浙江省国有企业改革发展基金，基金规模 42.20 亿元，于 2019 年 10 月完成备案登记，由浙江富浙股权投资基金管理有限公司作为执行事务合伙人，计划存续至 2027 年，目前仍处于投资期；截至 2022 年末，公司通过富浙资本已实缴出资约 20 亿元，其中 5 亿元来自“20 浙资 01/20 浙国资债 01”募集资金；同期末，深改基金运作正常，累计投资项目 35 个，投资金额超 39 亿元，主要投向国企资产证券化项目、国企混合所有制改革项目、国有上市公司再融资和并购重组项目、浙江八大万亿产业（信息、环保、健康、旅游、时尚、金融、高端装备制造、文化八大万亿产业）项目，重点关注成长期和成熟期阶段项目，兼顾部分战略新兴产业初创期阶段项目。

近期关注

宏观经济与行业政策

2023 年一季度中国经济修复略超预期，GDP 同比增长 4.5%，环比增长 2.2%，第三产业和最终消费对经济增长的贡献率明显提升，微观主体预期边际改善，产出缺口相较去年四季度有所收窄。

中诚信国际认为，当前经济修复呈现出一定结构分化特征，服务业修复好于工业，消费恢复以接触型消费回暖为主，基建投资高位运行，房地产投资降幅收窄但延续下降，出口短期反弹但高新技术产品出口偏弱。同时，在经济持续复苏的过程中风险与挑战仍存。从外部环境看，地缘冲突及大国博弈风险持续，科技等领域的竞争压力或加大；从增长动能看，消费虽有所回暖但“明强实弱”，投资仍较为依赖政策性因素的驱动，全球经济走弱下出口下行压力仍存；从微观预期看，居民谨慎性动机下消费动力不足，企业预期改善尚未转化为民间投资的回升；从债务压力看，高债务压力加剧经济金融脆弱性，制约政策稳增长空间，尤其是地方政府债务压力上扬，结构性及区域性风险较为突出。

中诚信国际认为，随着经济修复进入关键期，中国宏观经济政策将继续保持连续性与精准性。财政政策继续“加力提效”，准财政政策或有所延续，发挥稳增长的主力作用，并以有效带动全社会投资和促进消费为主要着力点。货币政策保持宽松但更加注重“精准有力”，结构性货币政策重要性持续提升，并注重配合财政政策落地见效。2023 年政府工作报告对恢复与扩大消费、建设现代产业体系、支持民营经济以及扩大利用外资等重点领域做出有针对性的部署，宏观政策充分注重短期稳增长与中长期调整的结合。

综合以上因素，中诚信国际认为，未来中国宏观经济将延续复苏态势，受低基数影响，二季度经济增速将成为年内高点，2023 年全年 GDP 增速为 5.7% 左右。从中长期来看，中国式现代化持续推进为经济高质量发展提供支撑，中国经济长期向好的基本面未变。

详见《2023 年一季度宏观经济与政策分析》，报告链接 <https://www.ccx.com.cn/coreditResearch/detail/9964?type=1>

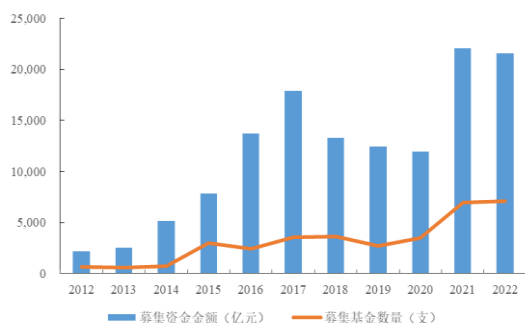
行业概况

中诚信国际认为，2022 年中国股权投资市场外部承压、内部求变，各市场在优化调整中延续高质量发展态势；在国有资本股权投资参与度加深、新基建加速布局的背景下，大型政策性基金、基础设施投资基金集中设立，推动市场募资规模维持高位；投资节奏在外部经济承压情况下趋缓；退出节奏亦有所放缓，但并购、股转和回购的交易热度明显提升。

近年来国家层面出台多项政策扶持培育机构投资者，鼓励险资、银行理财参与股权投资，发挥其长期稳定资金优势，增加市场的长期资金供给，引导我国股权投资市场在经济承压下保持平稳发展态势。根据清科研究中心数据显示：2022 年我国股权投资市场人民币基金募资总规模达 21,582.55 亿人民币；2022 年共发生 10,650 起投资案例，涉及金额 9,076.79 亿元，同比分别下滑 13.6%、36.2%，硬科技投资成为市场主导，半导体、新能源和汽车等行业投资总量逆势上涨；退出案例数为 4,365 笔，同比小幅下降 3.7%，被投企业 IPO 数量及占比同步减少，并购、股转和回购的交易热度明显提升。

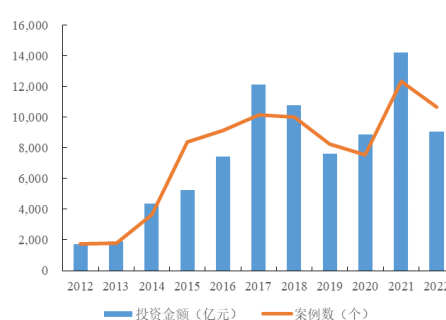
募资方面，根据清科研究中心统计数据，2022 年中国股权投资市场平稳发展，募资总量整体保持稳定，新募基金数量达 7,061 支，同比实现小幅提升；在国有资本股权投资参与度加深、新基建加速布局的背景下，大型政策性基金、基础设施投资基金集中设立，推动市场募资规模维持高位，2022 年新募集基金总规模达 21,582.55 亿人民币。随着行业监管的逐步健全以及各类资本的有序入局，行业合规性要求以及市场 LP 差异化诉求有所增加，机构募资面临的要求随之逐渐升级，在此背景下，多数不具备或缺乏国资、大型金融机构、产业资源与背景的中小机构募资难度进一步上升，故而多以募集项目基金、专项基金和专注特定领域的小型产业基金等小规模基金为主。

图 1：2012~2022 年中国股权投资市场基金募资情况
(包括早期投资、VC、PE)



资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

图 2：2012~2022 年中国股权投资市场投资情况
(包括早期投资、VC、PE)

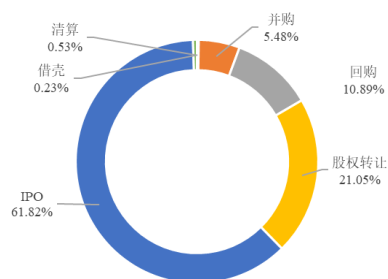


资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

投资方面，根据清科研究中心统计数据，2022 年股权投资市场热度有所下降，在经历 2021 年的补足式增长后，2022 年中国股权投资市场回归平稳，投资案例数和金额分别同比下滑 13.6%和 36.2%；产业结构升级背景下国有资本赋能硬科技产业发展，半导体、清洁技术、汽车等领域获大量资金注入，带动 TOP100 的投资案例合计吸纳了超 2,960 亿元人民币，占市场总投资金额的 32.6%。

退出方面，根据清科研究中心统计数据，2022 年被投企业 IPO 案例数共 2,696 笔，同比下降 13.0%；并购性质的案例数量显著提升，并购/借壳/SPAC 的案例同比上升 29.7%，股转和回购案例数同比分别上升 10.1%、21.8%。退出分布方面，2022 年被投企业 IPO 案例数占比 61.8%，相比 2021 年下降 6.6 个百分点。股转和回购占比分别上升 2.6 个百分点和 2.3 个百分点，并购退出占比同比上升 1.2 个百分点。总体来看，2022 年随着 IPO 项目溢价逐步降低和上市不确定性持续增加，VC/PE 机构也开始调整退出策略，积极采用更加灵活、多样的退出方式以获取现金收益。

图 3：2022 年中国股权投资市场退出方式分布 (按退出案例数、笔)



资料来源：清科研究中心，中诚信国际整理

运营实力

中诚信国际认为，公司作为浙江省重要的国有资本运营平台，职能定位重要，业务涵盖投资与投资管理、咨询服务、股权管理、股权投资基金管理、资产管理与处置和金融信息服务等，多元化程度较高；公司投资管理制度较为健全，风险管理制度较为完善，且持有优质上市公司股权，对公司的收入利润贡献较高；公司本部对外投资规模较小，尚处于培育发展期，未来投资收益及退出等有待观察。

跟踪期内，公司仍是浙江省重要的国有资本运营平台，战略地位重要；包括投资业务在内的主要业务仍由子公司负责，本部主要负责集团化统筹管理，本部对外投资规模较小；公司投资管理机制较好，风险控制机制较为完善。

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”）下属国有资本运营平台，承担着重大产业项目投资、国有资产保值增值等任务。业务涵盖投资与投资管理、咨询服务、股权管理、股权投资基金管理、资产管理与处置和金融信息服务等，主要业务由专业化子公司具体运营，本部主要负责下属子公司的股权管理、国有资产运营管理等，其中资产管理主要服务于国企改革三年行动方案和浙江省国有经济战略布局结构调整，承接政府和企业改革剥离的资产，并将变现的国有资产投向重点行业、关键领域和优势企业。

公司投资业务主要由下属子公司富浙资本、发展资产和物产中大等负责，目前已形成股权直投、母基金、产业基金等投资板块；本部投资主要系对子公司投资，对外投资规模较小。

从投资管理机制看，公司严格按照浙江省属企业党委前置研究讨论要求，全面梳理党委会、董事会、总经理办公会议事清单，在承接好浙江省国资委对公司授权试点的基础上，公司董事会对经理班子就资产管理、财务管理、项目投资等事项进行授权。在具体投资业务运作机制上，公司深化健全“投研体系、投决体系、投后体系、责任体系”四套体系，以锚定“机制市场化、团队专业化、管理数字化、定位差异化”四化方向，推动投资业务高质量发展。

从投资方向看，公司围绕浙江省“八大万亿产业”、“三大科创高地”等战略新兴行业，主要聚焦集成电路、新能源、高端制造等战略投资方向，并代表浙江省牵头出资 100 亿元参与国新同基金，参与“一带一路”建设。同时，牵头浙江省属企业地市组盘 150 亿元参与国家集成电路基金（二期），促成 11 个项目落地，累计返投浙江金额 76 亿元。此外，公司发起设立亿元国企改革基金和共富基金，形成以“6+2”基金为代表的基金集群，总规模约 400 亿元，投放股权项目近 280 个，投放科创类项目超过 70 个，新兴产业类占比超过 40%，有力服务国资国企改革、共同富裕示范区建设和全省产业转型。

表 1：非上市公司口径投资业务开展情况（个、亿元）

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
投资项目数	77	49	96	24
投资金额	53.99	48.12	58.40	14.31
退出项目数	110	104	118	67
退出本金	39.77	45.91	36.46	8.42
退出收益	10.58	10.08	12.90	3.23
主要投资行业/领域	集成电路、新能源、高端装备制造等			
主要投资形式/模式	股权直投、基金投资			
主要退出方式	股权转让/回购、上市退出、并购退出等			

注：非上市公司口径不包括公司下属两家上市公司以及安邦护卫，主要系下属子公司富浙资本和发展资产等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

公司本部投资组合中股权直投项目较少，以对子公司的股权投资为主，同时涵盖一定规模的权益工具投资、可转让大额存单和国债逆回购投资等；其中，两家子公司系 A 股上市公司，资产流动性较好；本部投资收益主要来自对子公司的投资，对子公司投资收益近年保持在 5 亿元以上，投资收益及其实现情况较好。

本部投资方面，公司本部长股权投资主要系对子公司投资，对 3 家联营企业的投资规模较小。截至 2022 年末，公司下属一级子公司共 11 家，账面价值合计 138.12 亿元，投资成本合计 117.04 亿元。其中，两家上市公司物产中大（股票代码“600704.SH”）和浙江建投（股票代码“002761.SZ”）以及安邦护卫集团股份有限公司（以下简称“安邦护卫”）均系浙江省国资委直管企业，公司主要负责股权管理。从投资收益看，2020~2022 年，对子公司的投资收益分别为 6.67 亿元、5.17 亿元和 5.40 亿元，账面投资收益率（投资收益/期末长期股权投资账面价值）分别为 5.42%、3.97%和 3.91%；同时，母公司取得投资收益收到的现金分别为 7.47 亿元、5.93 亿元和 5.81 亿元，整体投资收益及投资收益实现情况较好。

表 2：公司重要长期股权投资情况（亿元、万元）

被投资单位	投资成本	2022 年末账面价值	投资收益（万元）		
			2020	2021	2022
合并口径	--	59.68	15,983.22	28,980.02	48,344.16
浙江深改产业发展合伙企业（有限合伙）	--	20.25	1,177.07	10,395.83	16,738.06
浙商创投股份有限公司	--	4.29	116.07	157.58	-751.51
浙江省创业投资集团有限公司	--	3.77	0.00	0.00	10,142.70
丽水市振兴乡村建设发展有限公司	--	2.01	0.00	0.00	-14.61
浙江湖州梓城建设开发有限公司	--	1.95	0.00	0.00	0.00
浙江新联民爆器材有限公司	--	1.48	0.00	0.00	531.25
湖州银行股份有限公司	--	6.46	5,231.07	7,788.45	9,184.76
浙江通诚格力电器有限公司	--	4.05	6,692.89	6,796.58	10,842.41
杭州城投武林投资发展有限公司	--	1.84	0.00	0.00	0.00
综改试验（杭州）股权投资基金合伙企业（有限合伙）	--	2.46	0.00	50.21	109.14
江苏索特电子材料有限公司	--	1.76	0.00	-655.29	-1,942.79
杭州微策生物技术股份有限公司	--	1.51	2,766.12	3,765.24	1,959.24
欧冶链金物宝（安徽）再生资源有限公司	--	1.42	0.00	681.42	2,241.19
衢州市慧城酒店管理有限公司	--	6.43	0.00	0.00	-695.69
母公司口径	118.48	140.31	68,783.21	53,381.34	55,472.45
浙江省环境科技有限公司	0.18	0.50	1,394.21	655.74	869.25
浙江产权交易所有限公司	0.50	0.91	677.65	1,006.23	557.34
浙江省种业集团有限公司	0.75	0.78	0.00	0.00	58.80
对子公司投资	117.04	138.12	66,711.34	51,719.37	53,987.06

注：合并口径被投资单位仅筛选了账面价值不低于 1 亿元的投资。

资料来源：公司审计报告，中诚信国际整理

表 3：截至 2022 年末公司下属一级子公司情况（%、亿元）

序号	一级子公司全称	公司简称	持股比例	投资成本	账面价值
1	浙江富浙资本管理有限公司	富浙资本	100.00	24.47	26.03
2	浙江富浙资产管理有限公司	富浙资产	100.00	6.30	7.78
3	浙江省发展资产经营有限公司	发展资产	100.00	13.36	13.36
4	浙江省富浙融资租赁有限公司	富浙租赁	81.63	2.96	6.96
5	浙江省盐业集团有限公司	盐业集团	85.00	26.50	21.75
6	浙江富物资产管理有限公司	富物资产	100.00	0.20	7.51

7	浙江富建投资管理有限公司	富建投资	100.00	0.01	0.01
8	浙江省建设投资集团股份有限公司	浙江建投	37.90	4.41	5.65
9	物产中大集团股份有限公司	物产中大	25.42	38.83	38.79
10	安邦护卫集团股份有限公司	安邦护卫	55.80	0.00	3.86
11	浙江富浙科技有限公司	富浙科技	100.00	0.00	6.41
--	合计	--	--	117.04	138.12

注：1、公司于 2022 年 7 月新设子公司富浙科技，并将持有的浙江广安科贸有限公司（以下简称“广安科贸”）100%股权按账面净值 0.62 亿元划转至富浙科技；2022 年 10 月，广安科贸被下属子公司浙江广锐信息科技有限公司反向吸收合并；2、根据近期公告，2023 年 4 月公司与浙江建投其他 4 位股东于 2019 年 4 月签署的《一致行动协议》到期且不再续约，到期前公司持有浙江建投 35.90%股权，与一致行动人合计持有 58.87%股权，到期后浙江建投控股地位和实际控制人未发生变更。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 4：公司主要投资资产会计科目分布、主要投资收益明细及公允价值变动等情况（亿元）

会计科目	合并口径		母公司口径	
	2022	2021	2022	2021
交易性金融资产	47.04	79.46	7.85	11.19
其中：债务工具投资	5.10	26.33	4.97	9.37
权益工具投资	38.58	44.08	0.87	1.82
衍生金融资产	3.67	2.46	0.00	0.00
其中：远期合约	1.77	1.42	0.00	0.00
期权	0.96	0.28	0.00	0.00
其他流动资产-短期债权投资	9.77	6.54	0.00	0.00
其他非流动金融资产	153.37	157.66	15.98	15.05
其中：债务工具投资	5.04	7.01	0.00	0.00
权益工具投资	139.58	141.89	7.23	6.30
可转让大额存单	8.75	8.75	8.75	8.75
债权投资	10.65	12.48	--	--
其中：信托	0.00	4.16	0.00	0.00
对外借款	6.25	7.40	0.00	0.00
其他债券	4.40	0.92	0.00	0.00
一年内到期的债权投资	6.56	4.46	--	--
长期股权投资	78.92	65.12	140.31	131.67
其中：对子公司投资	0.00	0.00	138.12	130.33
对合营企业投资	8.05	1.54	0.00	0.00
对联营企业投资	74.69	65.38	2.19	1.35
长投减值准备余额	3.94	1.91	0.00	0.00
投资收益	32.25	19.50	5.96	5.96
权益法核算的长期股权投资收益	10.10	7.95	0.15	0.17
成本法核算的长期股权投资收益	0.00	0.00	5.40	5.17
处置长期股权投资产生的投资收益	1.52	-1.77	0.00	0.00
持有交易性金融资产期间取得的投资收益	3.52	2.14	0.00	0.00
处置交易性金融资产取得的投资收益	18.80	10.74	0.00	0.00
债权投资持有期间的利息收益	0.62	1.09	0.00	0.00
债权投资处置收益	0.86	0.03	0.00	0.00
持有其他非流动金融资产期间取得的投资收益	0.39	1.95	0.09	0.11
处置其他非流动金融资产取得的投资收益	0.12	1.10	0.12	0.10
公允价值变动收益	7.22	11.79	-0.10	0.26
交易性金融资产	-1.61	6.07	-0.03	0.13
衍生金融资产	1.70	-1.81	0.00	0.00
衍生金融负债	-1.51	4.16	0.00	0.00
其他非流动金融资产	9.18	3.24	-0.08	0.13
资产处置收益	10.31	5.93	0.22	0.00
未划分为持有待售的非流动资产处置	7.36	5.62	0.22	0.00
持有待售资产处置收益	2.92	0.29	0.00	0.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

下属子公司（非本部）的长期股权投资中被投资单位相对较多，投资余额不低于 1 亿元的被投资

单位共 14 家，余额占比约 78%，集中度相对较高，其余被投资单位的投资余额较为分散；非本部长投中对有限合伙企业的投资比重约 37%，其中深改基金的投资余额最高；非本部长投的投资收益情况差异较大，整体收益情况有待提升；非本部的权益工具投资规模较高，需关注具体投资标的和后续投资收益与退出情况。

非本部的长期股权投资方面，截至 2022 年末，公司合并口径对合营企业的投资余额为 8.05 亿元，全部系非本部投资的 11 家企业股权，主要为浙江建投下属子公司 2022 年所收购的衢州市慧城酒店管理有限公司 50% 股权。同年末，公司合并口径对联营企业的投资余额为 74.69 亿元，扣除母公司直投的 3 家公司外，非本部的投资余额和被投资单位数量分别为 72.50 亿元和 110 家；其中，投资余额不低于 1 亿元的被投资单位共 13 家，包括富浙资本所投深改基金和浙商创投股份有限公司、发展资产所投浙江省创业投资集团有限公司，以及物产中大所投资企业湖州银行股份有限公司、浙商创投股份有限公司、浙江通诚格力电器有限公司、浙江新联民爆器材有限公司和综改试验（杭州）股权投资基金合伙企业（有限合伙）等，投资余额和当年确认投资收益分别为 53.25 亿元和 4.90 亿元；其余 97 家被投资单位投资余额和当年确认投资收益分别为 19.25 亿元和 0.99 亿元，投资余额均值 1,984.52 万元，投资标的相对分散。此外，2022 年末公司合并口径长期股权投资中的有限合伙企业共计 19 家，全部系非本部投资的联营企业，期末余额合计 28.19 亿元，当年确认投资收益 1.56 亿元；其中，深改基金余额最高，达 20.25 亿元，当年确认投资收益 1.67 亿元；其余 18 家有限合伙企业的投资余额和投资收益分别为 7.94 亿元和 -0.11 亿元，投资收益情况有待改善。

非本部的其他投资方面，除长期股权投资外，下属子公司计入“其他非流动金融资产”的权益工具投资规模较高，其次为计入“交易性金融资产”的权益工具投资，具体投资标的¹情况值得关注。

跟踪期内，公司本部仍主要负责下属国企的股权管理、国有资产运营管理等，主要利润来源于对下属子公司的投资收益。公司合并口径收入仍主要来源于两家上市子公司，其中供应链集成服务业务规模较大，是公司收入的最主要来源，其次为工程施工板块；医疗健康和环保公用等高端实业板块、期货和融资租赁等金融服务板块、工业制造和工业服务等可为公司收入提供重要补充。

表 5：近年来公司营业收入、毛利率和投资收益构成情况（亿元、%）

业务	2020			2021			2022			2023.1~3		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
主营业务	4,814.62	98.94	3.44	6,553.92	99.10	2.92	6,728.95	99.15	2.80	1,496.08	99.13	3.49
供应链集成服务	3,806.62	78.23	2.46	5,319.72	80.44	1.90	5,384.29	79.34	1.65	1,177.64	78.03	2.95
工程施工	728.57	14.97	4.79	856.87	12.96	4.94	842.45	12.41	4.82	219.72	14.56	4.63
高端实业	108.80	2.24	13.63	197.86	2.99	10.85	254.05	3.74	10.71	50.41	3.34	7.69
金融服务	77.98	1.60	4.78	59.93	0.91	20.82	80.27	1.18	16.54	16.00	1.06	4.56
工业制造	33.35	0.69	11.84	39.09	0.59	2.87	27.03	0.40	16.95	6.04	0.40	15.69
工程服务	23.11	0.47	14.34	46.09	0.70	7.18	105.50	1.55	2.97	21.43	1.42	3.65
其他	36.19	0.74	30.63	34.35	0.52	29.42	35.35	0.52	30.04	4.86	0.32	19.08
其他业务	51.37	1.06	19.69	59.52	0.90	25.90	57.83	0.85	20.98	13.13	0.87	22.48

¹ 具体投资标的情况因资料获取有限，无法进一步分析。

合计	4,865.99	100.00	3.61	6,613.43	100.00	3.13	6,786.77	100.00	2.95	1,509.21	100.00	3.65
合并口径												
投资收益		18.14			19.50			32.25			4.22	
母公司投												
资收益		8.04			5.96			5.96			1.38	

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

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，但受大宗商品价格波动、宏观经济下行、地缘政治动荡等影响，2022 年公司供应链集成服务收入增速明显放缓，毛利率进一步下滑；由于贸易业务资金占用规模较大，对公司资金使用效率提出较高要求，关注供应链集成服务业务面临的价格风险、信用风险、汇率波动风险及资金平衡情况等。

公司供应链集成服务业务主要分为大宗商品贸易和汽车经销两大类，由下属子公司物产中大负责。物产中大是浙江省最大的省属贸易企业，核心业务营业规模均位居全国前列，近年来坚持“一体两翼”战略，不断推进稳一体（智慧供应链集成服务）、强两翼（金融服务和高端制造）目标。

从大宗商品贸易看，公司以国内贸易为主、进出口贸易为辅，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，近年来钢材销售实物量逐年增加，2022 年受钢材价格回落影响，钢材销售金额略有下滑。2022 年公司煤炭销售均价基本稳定，但销售实物量同比下降约 17.90%，带动煤炭销售金额下滑 18.54%左右。近年来公司化工产品贸易量稳步上升，其中化纤产品贸易量最高且逐年增加，液化产品和橡胶贸易量明显回升，塑料产品贸易量则逐年收缩，与公司调整优化贸易结构及大宗商品价格行情等较为契合。

表 6：公司大宗商品主要贸易品种销售情况（亿元、万吨、元/吨）

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
钢材销售实物量	5,116.14	5,664.55	6,034.21	1,594.46
进口量	555.12	177.71	87.17	22.14
出口量	55.46	113.75	171.97	39.16
钢材销售金额	1,961.79	2,816.36	2,751.85	683.75
钢材销售均价	3,834.51	4,971.90	4,560.41	4,288.29
煤炭销售实物量	6,638.35	7,122.31	5,847.15	1,369.56
煤炭销售金额	356.18	623.25	507.69	119.14
煤炭销售均价	536.55	875.07	868.27	869.91
化工品销售总量	976.84	1,036.83	1,129.71	350.18
其中：橡胶	104.31	86.24	120.85	27.67
塑料	128.91	104.69	77.86	17.02
液化	265.91	186.89	240.49	63.81
化纤	370.27	434.89	491.49	200.01

注：销售金额系含税金额。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

从汽车经销看，公司汽车服务板块主要由物产中大子公司物产中大元通汽车有限公司（以下简称“元通汽车”）负责运营，元通汽车在浙江省内竞争优势明显，在 2022 年中国汽车经销商集团百强排行榜中名列第六，较 2021 年上升一个名次。截至 2023 年 3 月末，公司旗下经销的汽车品牌已涵盖国内外 8 个大系的 50 个品牌，拥有 4S 店 145 家，代理品牌以大众、通用及宝马等中高端车型为主。2022 年，公司汽车销量和销售均价稳中有升，带动汽车销售金额小幅增加。同时，公司立足建立二手车全产业链服务平台，已全面完成综合智慧数字化升级，二手车出口量居全国前列，拍卖交易规模名列前茅，二手车交易量维持在 20 万辆以上。此外，公司继续完善汽车零部件

平台建设，加强售后服务水平，但受维修车辆下滑影响，2022 年售后服务收入有所下降。

表 7：公司汽车经销业务情况（万辆、亿元、万元/辆、家）

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
整车销售量	17.46	16.77	16.81	2.82
整车销售金额	347.03	347.08	352.39	65.51
整车销售均价	19.88	20.70	20.96	23.27
4S 店数量	126	131	144	145
二手车交易量	13.95	20.67	20.24	4.54
维修车辆	158.75	160.79	146.50	36.94
汽车售后服务收入	51.22	54.79	51.06	14.11

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

物流是公司供应链集成服务的重要支撑，近年来公司积极构建智慧供应链物流体系，降低供应链集成服务成本，重点以物产中大子公司物产中大物流投资集团有限公司（以下简称“物产中大物流”）为承载主体，深入推进实施“百仓计划”。截至 2022 年末，物产中大物流已在华北、华东和华南等大宗商品核心物流节点区域布局物流网点数 154 个，其中带码头仓 18 个、泊位 51 个，铁路专用线 10 条，并试点合作运行中老、中欧班列，搭建与东盟、欧洲地区之间的国际物流新通道，综合物流服务质量达 5,500 万吨。此外，截至 2023 年 3 月末，公司已在杭州、上海、宁波、金华、无锡、天津等地共设立 13 个物流基地。

公司工程施工板块仍由浙江建投负责，浙江建投以房建工程为主，省内龙头地位稳固；具有一定的项目储备，但需关注后续承揽情况；业主以政府（平台）客户为主，民营房企业主占比进一步下降，出险项目的债权风险在逐步化解，但仍需对后续进展保持关注；较为依赖省内市场，海外亦有一定的业务存量，需关注省外市场的拓展和海外业务承揽履约的不确定性；在手 PPP 项目多已进入运营期，目前回款基本正常，需对后续回款保持关注。

浙江建投核心主业为以房建为主的工程施工，包含普通房建、大型公建、城市基础设施建设、综合体开发等，业务模式以工程总承包为主。作为浙江省成立最早的省属国有建筑企业，浙江建投在浙江省建筑企业中排名前列，连续 29 年蝉联浙江省建设工程钱江杯冠军，省内龙头地位稳固。同时，浙江建投亦探索投资驱动模式开展业务，基本形成集投资、设计、建造、运维于一体的较为完整的建筑产业链。此外，浙江建投亦积极拓展海外市场，下属海外事业部前身是成立于 1962 年的浙江省建筑工业厅援外办公室，参与承建了 500 余个海外项目，目前其对外承包工程规模在浙江省建筑企业中排名前列，并在 2022 年 ENR “250 家全球最大国际承包商” 中位列第 69 位。

从业务开展情况看，2022 年受房建市场竞争激烈、政府大项目公招进度放缓等因素影响，浙江建投建筑施工板块新签合同额同比下降 4.94%，其中单项金额在 5 亿元及以上的大项目承揽规模及占比均有所下降。2023 年一季度，建筑板块新签合同额同比下降 1.93%。截至 2023 年 3 月末，其建筑板块在手未完工合同额为 1,023.54 亿元，具备一定的项目储备，但需关注后续承揽情况。

业主方面，浙江建投业主较为分散，2022 年前五大客户新签合同额占比约为 8.00%，集中度较低。政府及平台业主是最主要的客户类型，2022 年新签占比为 52.60%，其余主要为国有性质客户及少部分民企。同时，在房地产市场环境发生变化以及房企资金压力加大的情况下，浙江建投逐步进行业务结构调整，2022 年民营房企业主新签合同额占比下降至 6.05%，以地方性中小房企为主，

如新疆金仓产业开发有限公司、德州嘉泰置业有限公司等，单个项目规模较小，但仍需关注后续履约回款情况。

出险项目方面，浙江建投存量项目中涉及到较多以恒大集团为主的出险房企项目，2022 年末对恒大集团的债权合计 67.69 亿元，累计计提减值准备 24.16 亿元，且仍有一定的计提空间。浙江建投采用应收账款重组、催收、诉讼保全、复工复产等多种方式以化解风险，其中已启动复工复产的项目涉及债权额 25.48 亿元，完成转让和重组的项目涉及债权额 4.37 亿元，其余项目仍处于司法执行状态及债务重组等过程中。此外，浙江建投亦存在除恒大集团外的其他民营房地产公司的部分债权，但较为分散，其中前五大欠款方应收款项余额为 7.62 亿元，已进行单项减值计提，最高计提比例约 43.01%。2022 年，浙江建投通过债务重组、以房抵债、现金收回等方式收回坏账 0.62 亿元。整体来看，出险项目对浙江建投财务报表的影响在逐步落实，但相关债权风险仍需进一步化解，中诚信国际将对相关债权的后续处理进展、回款情况以及减值计提情况保持关注。

表 8：近年来浙江建投建筑施工业务项目承揽情况（亿元、X、%）

指标	2020	2021	2022	2023.1~3
建筑新签合同额	1,239.59	1,292.36	1,228.51	323.63
营业总收入	795.50	953.35	985.35	219.72
建筑新签合同额/营业总收入	1.56	1.36	1.25	1.47
5 亿元以上项目金额	468.33	501.36	420.00	118.22
5 亿元以上项目金额占比	37.78	38.79	34.19	36.53
民营房企业主新签占比	12.07	13.28	6.05	5.26
政府（平台）业主新签占比	50.20	49.94	52.60	66.68
其他业主新签占比	37.73	36.78	41.35	28.06

注：其他业主主要包括国有性质业主及民营非房企业主等。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

表 9：2022 年浙江建投建筑施工业务前五大客户新签情况（亿元、%）

业主名称	合同名称	新签合同额	占比	企业性质
香港房屋协会	香港房屋协会启德房屋发展项目	34.92	2.84	社会组织
武汉市东西湖城市建设投资发展有限公司	金银湖 CBD 设计采购施工总承包(EPC)I 标段	17.00	1.38	国有
杭州市体育局	浙江省全民健身中心工程施工总承包	16.09	1.31	国有
龙游灵衢旅游资源开发有限公司	龙游滨水文化客厅（EPC）工程	15.27	1.24	国有
兰溪市鸿腾实业有限公司	欣旺达浙江锂电产业园圆柱锂电池项目 EPC 总承包工程	15.05	1.23	国有
合计	--	98.33	8.00	--

注：香港房屋协会是为香港市民提供房屋及相关服务的非政府机构，成立于 1948 年，目前采用监事会及执行委员会的双层管治架构。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

业务类型方面，浙江建投施工业务类型集中且较为依赖省内市场。近年来房建工程新签合同额占比保持在 80%以上，业务领域涵盖住宅、工业建筑、公共建筑以及城乡基础设施建设等；交通市政业务主要包括路桥、隧道、市政、交通设施施工等，近年来受政府招投标进度及大项目承揽情况影响，新签合同额有所波动，整体比重较低，未来将进一步优化业务承揽结构，适度提升交通市政业务占比；截至 2023 年 3 月末，浙江建投房屋建筑工程合同存量为 859.53 亿元，交通市政板块在手合同存量为 164.01 亿元。从区域布局来看，浙江建投业务以浙江省内为主，近年以重点发展“一省四区”、“两中心三片区”²为发展目标，继续巩固省内施工优势地位，省内新签合同额保持增长，2022 年省内新签占比提升至 67.56%；外省市场主要以中南、成都、西安、山东、华东

² “一省”指浙江省，“四区”指华东、华中、西北、西南片区，“两中心”指香港、阿尔及利亚，“三片区”指北非、东南亚、南亚。

等区域为主，但仍处于培育过程中，市场份额尚未稳固，2022 年省外市场新签合同额同比下降 28.63%；境外业务主要布局以阿尔及利亚为核心的北非市场和以中国香港为核心的东南亚市场，规模比重较小。

表 10：近年来浙江建投建筑施工业务新签合同额业务构成（亿元、%）

业务类型	2020		2021		2022		2023.1~3	
	新签合同额	占比	新签合同额	占比	新签合同额	占比	新签合同额	占比
房屋建筑	1,121.59	90.48	1,110.44	85.92	1,057.82	86.11	269.37	83.23
交通市政	118.00	9.52	181.92	14.08	170.69	13.89	54.26	16.77
合计	1,239.59	100.00	1,292.36	100.00	1,228.51	100.00	323.63	100.00

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

PPP 项目方面，浙江建投亦参与基础设施投资等资本运营项目的拓展，以投融资带动总承包。2022 年浙江建投投资节奏进一步趋缓，全年完成投资额同比持续下降，进入回款期项目有所增加。截至 2023 年 3 月末，浙江建投已进入执行阶段的控股 PPP 项目共 39 个，均已纳入财政部项目管理库，回款模式以政府付费和可行性缺口补助为主，预计总投资额 282.05 亿元，其中资本金预计投入 66.09 亿元，项目贷款等预计投入 215.96 亿元。截至 2023 年 3 月末，控股 PPP 项目已投资 230.68 亿元，其中全部资本金累计投入 63.08 亿元，项目贷款等累计投入 167.60 亿元，剩余资本金出资额为 3.20 亿元，投资压力较小。同期末，已进入运营期的控股 PPP 项目为 31 个，大部分项目于 2020 年陆续进入运营期，已累计回款 72.95 亿元，回款基本正常且已覆盖实际投资额。综合来看，浙江建投在手 PPP 项目绝大部分位于浙江省内，良好的营商环境和地方经济实力可为项目回款提供良好保障，但较大的 PPP 项目开展规模对资金形成一定占用，推升资产负债率，且 PPP 项目运营周期较长，后续回款及退出情况仍需持续关注。

工业制造和工业服务板块仍由浙江建投负责，可为公司产业链协同形成补充，2022 年相关收入有所下降，但随着“建筑智能制造”主业定位的确立，预计后续业务规模将有所扩张。

浙江建投工业制造和工程相关其他业务（工程服务业务）主要依托建筑施工业务以发挥产业链协同效应。工业制造业务经营主体主要系其子公司浙江省建设工程机械集团有限公司和浙江省建材集团有限公司，业务范围主要涉及金属构件和施工机械设备等，在电力抱杆和地铁管片制造方面具有较强的市场竞争力。2022 年，工业制造业务收入同比下降 30.85%，主要系建筑机械市场需求减少所致。根据公司规划，浙江建投后续将聚焦建筑施工、产业投资和建筑智能制造三大主业，加大对工业制造板块的培育力度，在保持现有制造业务优势的基础上，探索数字化业务和新材料研发等领域，以进一步提升产业链附加值和工业制造板块的利润贡献度。

工程相关其他业务主要系建筑材料商贸物流、工程物业、工程咨询管理和环境治理等业务。商贸物流业务主要由浙江建投子公司浙江建设商贸物流有限公司运营，2022 年通过强化产品集采，并加强培育对钢材、金属材料等建材产品的对外贸易业务，相关贸易量和营业收入均大幅增长。此外，2021 年浙江建投通过公开竞拍方式，新竞得浙江省兰溪市云山街道陈家井矿区矿地综合开发利用项目建筑用石料矿采矿权（以下简称“兰溪矿山项目”），用以生产建筑用砂石料，交易价格为 12.70 亿元，由新设立的浙建（兰溪）矿业有限公司运营；截至 2022 年末，浙江建投累计投资额为 16.52 亿元（含收购价款），仍处于在建阶段，预计 2023 年 6 月试投产，需对矿山项目的投资和运营加以关注。

公司高端实业板块收入近年来呈快速增长态势，可为公司收入提供重要支撑；公司亦主动布局医疗健康 and 环保公用等公共服务行业，关注后续培育情况及盈利情况等。

公司高端实业板块主要由物产中大负责运营，包括电线电缆、热电联产、轮胎制造、医药制药等高端制造行业。

从业务开展情况看，2022 年公司高端实业板块实现收入 254.05 亿元，同比增长 28.40%，呈快速增长态势；同期毛利率为 10.71%，与 2021 年基本相当。根据物产中大 2022 年度报告，物产中大 2022 年高端实业收入同比增长 1.72% 至 201.26 亿元，同期毛利率为 13.52%，同比减少 1.32 个百分点；其中，线缆制造 76.21 亿元、热电联产 31.01 亿元、轮胎制造 42.59 亿元，分别同比增长 9.72%、-0.54% 和 37.59%，毛利率分别为 16.06%、22.78% 和 3.66%。

此外，物产中大依托良好商誉资信和政企合作优势，主动布局医疗健康和环保公用等公共服务行业，截至 2022 年末，医疗健康方面已布局综合医院与养老产业，医院床位数约 2,000 张，已投入运营的养老网点 9 家，床位数 1,677 张；环保公用方面持续推进绿色低碳数智水厂建设，东阳南马一改污水项目、桐庐县富春污水处理厂扩建及清洁排放改造工程 PPP 三期项目正式进入商业运营，已运营污水项目产能突破 50 万吨/日。

金融服务板块主要业务涵盖期货、融资租赁、财务和融资顾问等，整体经营情况较好；2022 年公司金融服务板块收入明显回升，毛利率仍较高。

公司金融服务板块由物产中大负责运营，具体由物产中大下属物产中大期货有限公司（以下简称“物产中大期货”）、物产中大融资租赁集团有限公司（以下简称“物产中大融租”）和物产中大集团财务有限公司（以下简称“物产中大财务”）等负责。

从业务开展情况看，2022 年公司金融服务业务实现收入 80.27 亿元，由 2021 年的同比下滑 23.15% 转变为同比增长 33.94%，回升显著，其中 2021 年收入下滑主要受收入分类口径变化影响；同期毛利率为 16.54%，较 2021 年减少 4.28 个百分点。物产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，近年来持续完善多层次供应链集成服务体系建设，不断深化为公司内外产业链客户提供风险管理服务，参与“乡村振兴计划”，落地山西生猪项目、江西大商所猪饲料成本指数项目等多个项目，并在 2022 年期货行业分类监管评级为 A 级；截至 2022 年末，物产中大期货资产总计 61.25 亿元，负债合计 50.80 亿元；2022 年，物产中大期货实现营业收入 12.00 亿元，较 2021 年小幅增加；净利润为 0.53 亿元，同比有所下滑。物产中大融租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；截至 2022 年末，物产中大融租资产总计 136.67 亿元；2022 年实现营业总收入 31.63 亿元，较 2021 年有所下滑；净利润为 2.25 亿元，相对稳定。物产中大财务主要为成员单位提供财务和融资顾问服务等，助力公司降本增效、赋能主业，2022 年新增融资综合成本进一步降低；截至 2022 年末，物产中大财务资产总计 106.97 亿元；2022 年实现营业总收入 3.07 亿元，较 2021 年小幅下滑；净利润为 1.64 亿元，同比增加 0.64 亿元。

财务风险

母公司口径财务分析

中诚信国际认为，公司本部利润主要来自对子公司的投资收益，2022 年投资收益同比基本持平，取得投资收益收到的现金略有下降，但仍超过当年确认的投资收益；财务杠杆水平很低，债务规模波动下降，占投资组合市值的比重持续下降；现金流利息覆盖倍数很高，货币资金对短期债务的覆盖能力整体较强，本部偿债能力很强。

作为投资控股类企业，公司本部营业收入很小，主要来自租赁收入。本部管理费用逐年增加，对利润形成一定侵蚀，经营性业务利润始终为净亏损。本部利润总额主要来自对子公司投资形成的投资收益。2022 年公司本部投资收益为 5.96 亿元，较 2021 年基本持平。

近年来公司本部资产稳中有升，本部资产主要由货币资金、其他应收款、长期应收款、长期股权投资和其他非流动金融资产等构成，其中长期股权投资占总资产的比例在 55% 以上。截至 2022 年末，长期股权投资包括对子公司投资 138.12 亿元和对联营企业投资 2.19 亿元，当年对子公司投资净增加 7.79 亿元，主要系对新设子公司富浙科技增加投资 6.41 亿元，并对富浙租赁追加投资 2.00 亿元；其他应收款和长期应收款主要系关联方借款，其中其他应收款主要系对富浙资本的集团统借统还贷款 20.32 亿元；其他非流动金融资产系权益工具投资 7.23 亿元和可转让大额存单 8.75 亿元。

公司本部负债主要为有息债务，近年来呈波动下降趋势，财务杠杆水平很低。截至 2023 年 3 月末，本部总债务为 61.77 亿元，基本为发行的各类债券；短期债务占比 38.92%，近年来呈上升趋势，后续债务期限结构有待观察。

公司本部净资产主要由实收资本、资本公积和未分配利润构成，近年来随着未分配利润累计和无偿划入稳中有升，2022 年因浙江省国资委无偿划入 7 家公司股权增加资本公积 5.79 亿元。

公司本部经营活动净现金流受其他与经营活动有关的现金收支影响较大，近三年经营活动往来款收支规模很小，经营活动净现金流呈小幅净流出状态。2023 年一季度，经营活动往来款收支规模大增，其中收到的往来款现金较多，带动本部经营活动净现金流表现为大幅净流入。公司本部投资支付的现金近三年保持在 10 亿元以上，收回投资收到的现金、其他与投资活动有关的现金收支规模波动较大，取得投资收益收到的现金在 5.8 亿元以上，投资活动净现金流自 2021 年以来呈持续净流入状态，其中 2022 年净流入规模相对较高，主要系收到其他与投资活动有关的现金增加 14.21 亿元。综上因素，公司本部经营活动和投资活动资金自 2021 年以来整体呈盈余状态，且盈余金额不断扩大，进而带动本部对外融资规模逐年下降，2022 年筹资活动净流出 18.64 亿元。

偿债能力方面，近年来公司本部现金流利息覆盖倍数在 1.8 倍以上，其中 2023 年一季度大幅提升，主要系经营活动净现金流大幅增加；货币等价物对短期债务的覆盖倍数在 2022 年末因货币资金下降较多而下滑至 1 倍以下，但 2023 年 3 月末已回升至 1.06 倍。此外，在债务规模波动下降、投资组合市值不断上升驱动下，公司本部总债务占投资组合市值的比重持续下降。整体看，公司本部偿债能力很强。

表 11：公司本部主要财务数据及指标情况（亿元、%、X）

指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业总收入	0.00	0.01	0.01	0.00
期间费用合计	0.63	0.30	0.43	0.14
投资收益	8.04	5.96	5.96	1.38
经营性业务利润	-0.65	-0.31	-0.45	-0.16
利润总额	6.99	4.70	5.33	1.37
经调整的净资产收益率	4.78	3.13	3.49	2.61
货币资金	14.09	14.07	7.46	23.68
其他应收款	36.30	33.18	23.48	21.73
长期应收款	24.77	12.29	26.67	33.41
长期股权投资	124.22	131.67	140.31	138.73
其他非流动金融资产	8.19	15.05	15.98	15.98
总资产	224.24	233.40	228.86	241.70
投资组合账面价值	155.81	171.98	171.60	180.11
投资组合市值	202.74	236.50	277.05	270.64
所有者权益合计	146.30	148.65	156.86	157.88
短期债务	16.00	22.01	19.97	24.04
总债务	73.61	80.83	67.83	61.77
资产负债率	34.76	36.31	31.46	34.68
总资本化比率	33.47	35.22	30.19	28.12
经营活动净现金流	-0.66	-0.95	-0.10	16.91
投资活动净现金流	-2.35	4.70	12.14	5.94
取得投资收益收到的现金	7.47	5.93	5.81	0.03
筹资活动净现金流	5.29	2.39	-18.64	-6.64
货币等价物/短期债务	1.46	1.15	0.77	1.06
现金流利息覆盖倍数	2.36	1.80	1.99	25.23
总债务/投资组合市值	36.31	34.18	24.48	22.82

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

合并口径财务分析

中诚信国际认为，2022 年公司合并口径营业收入增速明显放缓，综合毛利率受贸易规模高而整体较低；因民营房企业主风险持续释放、大宗商品价格波动较大等影响，公司持续计提较大规模的减值损失；债务规模不断增加，但 2022 年增速回落，2023 年一季度因季节性备货等因素影响增加短期举债规模，导致财务杠杆水平先下降后回升；2022 年收回投资款和取得投资收益收到的现金大幅增加，带动投资活动现金流转正，但因当年偿债规模较大，筹资活动呈净流出状态；公司获现能力较强，主要偿债指标表现较好，整体偿债能力较强，但由于受限货币资金规模增长较快且短期债务比重较高，导致货币等价物/短期债务持续下滑，面临一定的短期偿债压力。

随着各类业务的持续推进，公司营业总收入近年呈增长趋势，2021 年在供应链集成服务、工程施工及服务、高端实业等业务的快速发展驱动下，增速较快，2022 年增速明显放缓。同时，受供应链集成服务业务毛利率低且占比高影响，公司综合毛利率整体处于低位。

公司利润主要来源于经营性业务利润和投资收益，2022 年投资收益主要系权益法核算的长期股权投资产生的收益 10.10 亿元、处置交易性金融资产取得的收益 18.80 亿元，较 2021 年分别增加 2.15 亿元和 8.06 亿元，其中长投投资收益主要来自对深改基金投资收益 1.67 亿元、浙江省创业投资集团有限公司 1.01 亿元以及物产中大所投 3 家企业的收益，即湖州银行股份有限公司 0.92 亿元、浙江通诚格力电器有限公司 1.08 亿元、浙物瞰澜（杭州）投资合伙企业（有限合伙）（已于 2022 年进行处置）3.96 亿元。同时，公允价值变动收益和资产处置收益亦为公司利润提供一定

补充，其中 2022 年公允价值变动收益主要系权益工具投资和衍生金融资产产生的收益。此外，受工程施工民营房企业主风险持续释放、大宗商品价格波动较大等影响，2022 年公司仍计提较大金额的信用减值损失和资产减值损失，对公司利润形成较大侵蚀。

公司资产保持增长态势，以货币资金、应收账款、预付款项、存货、合同资产、长期应收款、长期股权投资、其他非流动金融资产、固定资产和其他非流动资产等为主。其中，应收账款主要系浙江建投工程施工业务和物产中大贸易业务形成的应收账款，2022 年末小幅下降至 445.31 亿元，对前五大客户的账面余额为 71.87 亿元，其中对恒大集团（第一大应收对象）56.30 亿元、计提坏账准备 11.70 亿元。预付款项主要系物产中大预付供应商货款和浙江建投预支项目款，2022 年以来增速超过 30%，2023 年 3 月末达 257.01 亿元。随着建造合同和贸易业务的持续推进，公司存货规模仍呈较快增长态势增加，2022 年末同比增长 23.13%至 377.38 亿元，2023 年 3 月末增至 523.94 亿元。受施工主业扩张和部分业主结算周期延长影响，2022 年末合同资产同比大幅增长 47.26%，延续 2021 年的快速增长态势，2023 年一季度增速则明显回落，其中 2022 年末对恒大集团的合同资产账面余额为 11.22 亿元，计提减值准备 4.07 亿元。长期应收款主要系物产中大融资租赁业务形成的长期融资款以及浙江建投已完工 PPP 项目工程款和 BT 代建款等构成，2022 年受融资租赁业务规模增加影响，长期应收款同比增长 3.25%至 225.22 亿元。长期股权投资主要系对联营企业的投资款，2021~2022 年，长投同比增速保持在 20%以上。其他非流动金融资产主要系以公允价值计量的权益工具投资，2022 年末小幅下降至 153.37 亿元，关注投资标的公允价值变动情况。固定资产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，2022 年末同比增长 17.80%至 149.28 亿元。其他非流动资产近年来不断减少，主要系未完工 PPP 项目工程款和合同资产质保金等。

公司负债以有息负债、应付账款、其他应付款、合同负债和其他流动负债等为主，近年增速在 10%以上。有息负债方面，公司总债务以银行借款、发行的各类债券和银行承兑汇票为主，近年来呈持续增长态势，2022 年增速有所回落，2023 年一季度在季节性备货等带动下增长较快；同时，受贸易业务性质影响，公司短期债务占比较高，近三年均值 66.53%，2023 年 3 月末上升至 73.11%。应付账款主要系应付大宗商品贸易业务供应商货款及应付原材料供应商货款等，2022 年末同比增长 19.50%至 745.61 亿元，增速较 2021 年有所回落。公司其他应付款持续增加，2023 年 3 月末为 166.70 亿元，主要系押金保证金和浙江建投对分包商的资金占用款等。合同负债主要系预收贸易客户款项和预收工程款，近年来快速增加，2023 年 3 月末达 316.98 亿元，较 2021 年初增加近 1 倍。截至 2022 年末，其他流动负债中除 45.35 亿元短期应付债券外，主要系待转销项税额 63.25 亿元、期货保证金 43.59 亿元。

公司净资产随着少数股东权益增加、未分配利润累积和资产无偿划入等保持增长态势，其中少数股东权益占比较高，近年来在 65%左右，主要系下属子公司物产中大、浙江建投和安邦护卫的少数股东权益以及子公司下属公司的少数股东权益。在净资产不断增加、债务增速回落背景下，公司总资本化比率 2022 年下降 2.01 个百分点，2023 年一季度受季节性备货增加债务融资规模等影响下有所上升。

公司业务规模高且回款相对及时，近三年经营活动净现金流呈持续净流入状态，2022 年受经营活

动往来款支出和购买商品、接受劳务支付的现金相对较多等影响下，净流入规模减少 42.45 亿元。公司投资支付的现金不断增加，2022 年达 233.96 亿元，但当期收回的投资款和取得投资收益收到的现金大幅增加，带动投资活动净现金流由负转正，进而使得经营活动与投资活动合计现金流盈余 38.21 亿元，但因当年偿还债务规模较高，公司筹资活动呈净流出状态。

从偿债能力看，近年来公司 EBITDA 利息保障倍数和现金流利息保障倍数均较高，总债务/EBITDA 指标较低，整体偿债能力较强。但中诚信国际同时关注到，公司短期债务不断增加，占总债务比重较高，且受限货币资金规模增长较快，导致货币等价物对短期债务的保障能力持续下滑，面临一定的短期偿债压力。

表 12：近年来公司合并口径主要财务数据及指标情况（亿元、%、X）

指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
营业总收入	4,869.96	6,613.43	6,786.77	1,509.21
利润总额	80.99	108.23	111.74	28.71
经营性业务利润	79.43	97.88	87.35	26.48
资产减值损失	9.22	12.56	10.45	6.36
信用减值损失	9.17	16.17	16.95	-0.35
公允价值变动收益	-4.67	11.79	7.22	2.00
投资收益	18.14	19.50	32.25	4.22
资产处置收益	6.85	5.93	10.31	1.88
总资产收益率	4.30	5.18	4.48	4.45*
总资产	2,266.04	2,619.64	2,925.61	3,262.33
总债务	692.58	758.44	802.91	990.68
所有者权益合计	614.31	690.37	792.21	810.99
总资本化比率	52.99	52.35	50.34	54.99
经营活动产生的现金流量净额	33.48	57.45	15.00	-99.71
投资活动产生的现金流量净额	-10.71	-70.06	23.20	-14.93
筹资活动产生的现金流量净额	-13.98	34.94	-49.31	148.12
货币等价物/短期债务	0.81	0.66	0.57	--
现金流利息保障倍数	2.06	2.90	1.72	-12.57
总债务/EBITDA	5.96	5.10	5.35	--
EBITDA 利息保障倍数	4.68	5.67	6.01	--

注：带*指标经过年化处理

资料来源：公司财务报告，中诚信国际整理

其他事项

受限情况方面，截至 2022 年末，公司合并范围内受限资产账面价值 305.24 亿元，占同期末总资产的 10.43%，主要系受限的货币资金 122.28 亿元、长期应收款 101.15 亿元、其他非流动资产 30.59 亿元和一年内到期的非流动资产 19.70 亿元，其中受限货币资金主要系票据保证金 65.30 亿元、期货交易保证金 35.42 亿元，其他受限资产主要系用于 PPP 项目借款抵质押的资产以及合同资产质保金等，整体受限资产规模较大，削弱了资产的流动性。或有事项方面，截至 2023 年 3 月末，公司合并范围内对外担保余额合计 3.89 亿元，占同期末净资产的 0.48%，担保对象均为关联方且规模较小，代偿风险可控。未决诉讼方面，截至 2022 年末，公司未决诉讼或仲裁主要涉及物产中大和浙江建投，其中物产中大涉及 6 起案件，主要系下属典当公司、期货公司和融资租赁公司所涉案件，具体可参见物产中大公开披露的 2022 年度报告；浙江建投因未决诉讼或仲裁所形成的债权标的金额为 64.01 亿元、债务标的金额为 7.07 亿元，基本为工程款债务纠纷，具体可参见浙江建投公开披露的 2022 年度报告。

过往债务履约情况：根据公司提供的《企业信用报告》及相关资料，截至 2023 年 5 月，公司本部所有借款均到期还本、按期付息，未出现延迟支付本金和利息的情况。根据公开资料显示，截至报告出具日，公司本部在公开市场无信用违约记录。

假设与预测³

假设

- 2023 年，公司本部业务板块稳步运营，营业收入稳中有升。
- 2023 年，公司本部存在对子公司增资、外部投资等投资计划。
- 2023 年，公司本部债务规模将呈下降趋势。

预测

表 13：公司重点财务指标预测情况（%、X）

重要指标	2021 年实际	2022 年实际	2023 年预测
总债务/投资组合市值（%）	34.18	24.48	22.04~26.93
现金流利息覆盖倍数（X）	1.80	1.99	1.79~2.18

注：上表为母公司口径。

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

调整项

中诚信国际通常从流动性、ESG、特殊事项等方面对前述评估的基础信用等级评估进行修正，并认为上述因素对公司基础信用评估等级无影响。

流动性评估

中诚信国际认为，公司本部短期偿债压力较小，但备用流动性有待提升，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

截至 2023 年 3 月末，公司本部账面货币资金为 23.68 亿元，无受限情况，可为日常经营及债务偿还提供资金来源。同期末，公司合并口径获得的银行授信总额为 3,324.49 亿元，未使用额度为 2,364.67 亿元，其中公司本部未使用额度为 6.15 亿元，整体备用流动性较为充足。公司本部资金流出主要用于债务的还本付息、支持下属子公司业务发展及对外投资。截至 2023 年 3 月末，本部短期债务为 24.04 亿元，债务偿还主要依赖再融资及滚续。综合上述，公司本部短期偿债压力较小，但备用流动性有待提升，未来一年流动性来源可对流动性需求形成有效覆盖。

合并口径方面，截至 2022 年末，公司账面货币资金为 377.95 亿元，其中受限 122.28 亿元，可用货币资金 255.67 亿元。同期末，公司短期债务为 537.40 亿元，面临一定的短期偿债压力。

表 14：截至 2023 年 3 月末公司本部债务到期分布情况（亿元）

母公司口径	2023.4~12	2024	2025	合计
到期金额	15	28	18	61

资料来源：公司提供，中诚信国际整理

³ 中诚信国际对发行人的预测性信息是中诚信国际对发行人信用状况进行分析的考量因素之一。在该项预测性信息作出时，中诚信国际考虑了与发行人相关的重要假设，可能存在中诚信国际无法预见的其他事项和假设因素，该等事项和假设因素可能对预测性信息造成影响，因此，前述的预测性信息与发行人的未来实际经营情况可能存在差异。

ESG 分析⁴

中诚信国际认为，公司注重安全管理，较为关注客户权益保障工作，并积极履行企业社会责任；公司发展战略符合行业政策和公司经营目标，治理结构及内控制度较为健全。综合来看，公司 ESG 表现尚可，对其持续经营和信用风险负面影响较小。

环境方面，公司在环境争议事件管理和环境管理等方面表现较好，无公开披露的环境争议事件。同时，子公司浙江建投所属建筑行业是安全事故和环保事故多发行业之一，公司高度重视生产建设过程中的安全环保问题，不断完善相关的项目管理制度、安全生产制度以及应急处理制度，制定了一系列安全生产相关的管理制度，并落实相关监督考核机制，安全生产投入逐年增长；近三年未发生一般事故及以上的安全生产事故，2022 年年度安全生产工作被浙江省政府考核为优秀。

社会方面，公司员工激励机制、培养体系较为健全；下属子公司从业人员较多，可为缓解就业压力作出一定贡献；同时，公司在投资者责任、社会争议事件管理、产品责任等方面表现较好。

治理方面，中诚信国际从信息披露、内控治理、发展战略、高管行为、治理结构和运行等方面综合考察公司治理情况。总体来看，公司发展战略符合行业政策和公司经营目标，治理结构和内控制度较为健全。

外部支持

中诚信国际认为，浙江省政府支持能力很强，主要体现在以下方面：

公司控股股东和实际控制人为浙江省国资委，浙江省经济财政实力位居全国前列。浙江省地处我国东南沿海长三角经济带，民营经济和数字经济突出，经济发展的内在动力和活力较强，经济增长质量较好，是经济高质量发展的代表。2022 年，浙江省实现地区生产总值（GDP）7.77 万亿元，全国排名第四，同比增长 3.1%；人均 GDP 为 11.85 万元，同比增长 2.2%；第一、二、三产业增加值分别增长 3.2%、3.4%和 2.8%，三次产业增加值结构较 2021 年变化很小，为 3.0:42.7:54.3。从产业构成看，2022 年浙江省规上工业增加值为 2.19 万亿元，同比增长 4.2%，其中数字经济核心产业增加值 8,977 亿元，同比增长 6.3%；高技术产业、战略性新兴产业、装备制造业和高新技术产业增加值分别增长 11.5%、10.0%、6.2%和 5.9%，分别拉动规上工业增加值增长 1.9、3.1、2.8 和 3.9 个百分点；在战略性新兴产业中，新能源、生物、新能源汽车、新一代信息技术产业增加值分别增长 24.8%、10.0%、9.4%和 9.3%。此外，浙江省民营经济发达，对经济财政的贡献度较高；2022 年全省民营经济增加值增长 5.2%，突破 1.5 万亿元，占全省 GDP 的 67%，对规上工业增加值的增长贡献率为 83.2%；规上工业中民营企业数量突破 5 万家，占比 92.2%；民间投资占固定资产投资总额的 56.4%；民营企业进出口增长 16.9%，占全省的 78.3%，比重提升 2.5 个百分点，拉动全省进出口增长 12.8 个百分点；民营经济创造的税收占全省税收收入的 71.7%。另外，浙江省上市公司较多，2022 年末境内上市公司 657 家，累计融资 1.79 万亿元；主板 444 家，占全国主板总数的 13.9%，位居全国第二；创业板 156 家，占全国创业板总数的 12.7%，位居全国第三；科创板 43 家，占全国科创板总数的 8.6%，位居全国第五；北交所 14 家，占全国北交所上市

⁴ 中诚信国际的 ESG 因素评估结果以中诚信绿金科技(北京)有限公司的 ESG 评级结果为基础，结合专业判断得到。

公司总数的 8.6%，位居全国第四。

从财政实力看，2022 年浙江省实现一般公共预算收入 8,039.38 亿元，位居全国第三，扣除留抵退税因素后增长 5.5%；其中税收收入 6,619.86 亿元，占比 82.3%，扣除留抵退税因素后增长 2.0%，收入质量居全国前列；但受卫生健康、科学技术、社保和就业、文娱、教育和农林水等重点支出增加影响，财政自给率下滑至 66.9%。政府性基金收入在房地产和土地市场行情较弱影响下，从 2021 年的 1.16 万亿元下降至 1.01 万亿元。地方政府债务余额由 2021 年的 1.74 万亿元增至 2.02 万亿元，主要系当年专项债发行规模较高。在上述因素综合影响下，全省债务率有所上升，但仍处于全国较低水平，且隐债化解进度走在全国前列，整体再融资环境较好。

同时，浙江省政府对公司的支持意愿很强，主要体现在：

- 1) 区域重要性高：公司作为浙江省国资委直接控股的省级国有资本运营平台，在全省具有唯一性，致力于强化省属企业资源配置平台、国有资本运作平台、省级战略性投资平台作用的发挥，对政府的重要性很高。
- 2) 与政府的关联度极高：在新一轮国企改革中，公司根据浙江省委、省政府关于进一步深化省属国有企业改革发展的决策部署，按照以管资本为主完善国资管理体制的要求，全力推进转型创新发展，努力打造成为治理规范、制度科学、运作专业、竞争力强的一流国有资本运营平台。

综上，中诚信国际认为，浙江省政府很强的支持能力以及对公司很强的支持意愿，可为公司带来很强的外部支持。

同行业比较

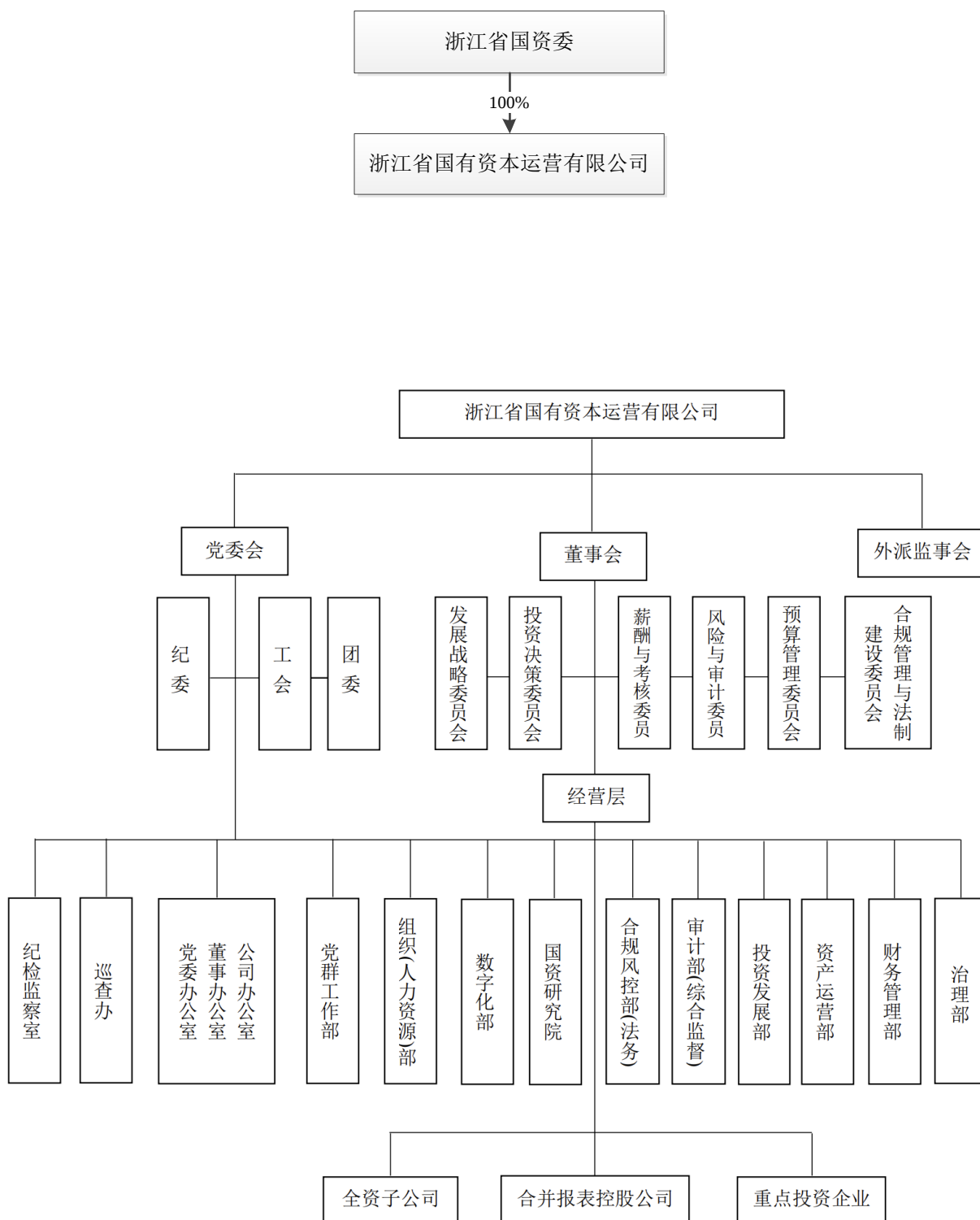
中诚信国际选取了山东国投、上海国资和北京国资作为浙资运营的可比公司，上述公司均为当地重要的国有资本/资产运营平台，在业务和财务方面具有一定的可比性。

中诚信国际认为，浙资运营的业务风险与可比公司没有显著差异，且与可比公司均具有清晰的职能定位，投资管理及风控制度较为健全，投资组合较为多样化，但浙资运营的投资收益较可比公司偏低。浙资运营本部持有优质上市公司股权，投资资产的流动性较好，且财务杠杆水平很低，总体财务风险在可比公司中处于较低水平。

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主体信用等级为 **AAA**，评级展望为稳定；维持“18 浙国资债 01/18 浙资 01”、“19 浙国资债 01/19 浙资 01”和“20 浙国资债 01/20 浙资 01”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及组织结构图（截至 2023 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：亿元）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	282.06	328.93	377.95	462.62
应收账款	378.17	459.67	445.31	425.63
其他应收款	39.23	37.22	39.89	45.74
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	68.25	79.46	47.04	63.31
债权投资	4.16	8.03	4.09	6.42
其他债权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	52.79	65.12	78.92	81.74
其他权益工具投资	0.61	0.81	0.96	0.98
其他非流动金融资产	145.23	157.66	153.37	156.48
固定资产	124.13	126.72	149.28	148.84
投资性房地产	43.84	47.34	49.75	50.91
资产总计	2,266.04	2,619.64	2,925.61	3,262.33
投资组合账面价值	553.11	640.00	662.32	771.56
投资组合市值	553.11	640.00	662.32	771.56
其他应付款	122.25	149.29	158.24	166.70
短期债务	436.78	527.77	537.40	724.27
长期债务	255.80	230.68	265.51	266.40
总债务	692.58	758.44	802.91	990.68
净债务	449.38	493.06	547.24	528.05
负债合计	1,651.73	1,929.26	2,133.40	2,451.35
所有者权益合计	614.31	690.37	792.21	810.99
利息支出	24.83	26.24	24.95	7.82
营业总收入	4,869.96	6,613.43	6,786.77	1,509.21
经营性业务利润	79.43	97.88	87.35	26.48
投资收益	18.14	19.50	32.25	4.22
净利润	60.00	83.45	86.04	21.91
EBIT	97.35	126.59	124.24	34.45
经营活动产生的现金流量净额	33.48	57.45	15.00	-99.71
投资活动产生的现金流量净额	-10.71	-70.06	23.20	-14.93
筹资活动产生的现金流量净额	-13.98	34.94	-49.31	148.12
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总资产收益率（%）	4.30	5.18	4.48	4.45
经调整的净资产收益率（%）	9.77	12.79	11.61	10.93
取得投资收益收到的现金/投资收益（X）	0.98	0.96	0.87	0.33
应收类款项占比（%）	27.54	27.29	24.28	21.86
资产负债率（%）	72.89	73.65	72.92	75.14
总资本化比率（%）	52.99	52.35	50.34	54.99
短期债务/总债务（%）	63.07	69.59	66.93	73.11
总债务/投资组合市值（%）	125.22	118.51	121.23	128.40
现金流利息保障倍数（X）	2.06	2.90	1.72	-12.57
货币等价物/短期债务（X）	0.81	0.66	0.57	--
总债务/EBITDA（X）	5.96	5.10	5.35	--
EBITDA/短期债务（X）	0.27	0.28	0.28	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	4.68	5.67	6.01	--
EBIT 利息保障倍数（X）	3.92	4.82	4.98	--

注：其他应付款和其他流动负债中的有息部分调入短期债务核算，长期应付款中的有息部分调入长期债务核算。

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）	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
货币资金	140,890.88	140,654.81	74,609.16	236,776.31
应收账款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他应收款	363,009.54	331,804.26	234,763.54	217,323.08
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	93,047.35	111,910.48	78,453.69	17,258.97
债权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他债权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
持有至到期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
可供出售金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	1,242,241.13	1,316,749.95	1,403,094.60	1,387,284.93
其他权益工具投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他非流动金融资产	81,916.39	150,501.24	159,819.10	159,817.06
固定资产	9,746.39	9,473.52	9,346.27	9,187.65
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	2,242,420.24	2,333,979.72	2,288,645.57	2,416,990.20
投资组合账面价值	1,558,095.75	1,719,816.48	1,715,976.55	1,801,137.28
投资组合市值	2,027,395.34	2,365,023.08	2,770,487.54	2,706,365.92
其他应付款	10,982.99	7,614.74	12,462.68	188,546.99
短期债务	160,043.21	220,105.43	199,680.16	240,429.18
长期债务	576,086.76	588,207.51	478,633.36	377,254.09
总债务	736,129.97	808,312.94	678,313.51	617,683.26
净债务	595,239.10	667,658.13	603,704.36	380,906.95
负债合计	779,403.34	847,473.62	720,073.07	838,158.84
所有者权益合计	1,463,016.90	1,486,506.10	1,568,572.50	1,578,831.36
利息支出	28,863.74	27,580.02	28,737.54	6,714.43
营业总收入	23.39	145.87	130.50	44.11
经营性业务利润	-6,473.40	-3,103.58	-4,521.94	-1,587.00
投资收益	80,423.55	59,572.11	59,603.23	13,809.03
净利润	69,867.14	46,096.17	53,294.47	10,258.86
EBIT	101,245.83	77,683.10	82,773.59	20,392.40
经营活动产生的现金流量净额	-6,575.16	-9,538.27	-1,024.19	169,109.39
投资活动产生的现金流量净额	-23,500.86	46,991.64	121,408.62	59,439.77
筹资活动产生的现金流量净额	52,933.65	23,856.07	-186,430.08	-66,382.00
财务指标	2020	2021	2022	2023.3/2023.1~3
总资产收益率（%）	4.52	3.39	3.58	3.47
经调整的净资产收益率（%）	4.78	3.13	3.49	2.61
取得投资收益收到的现金/投资收益（X）	0.93	1.00	0.97	0.02
应收类款项占比（%）	27.23	19.48	21.91	22.82
资产负债率（%）	34.76	36.31	31.46	34.68
总资本化比率（%）	33.47	35.22	30.19	28.12
短期债务/总债务（%）	21.74	27.23	29.44	38.92
总债务/投资组合市值（%）	36.31	34.18	24.48	22.82
现金流利息保障倍数（X）	2.36	1.80	1.99	25.23
货币等价物/短期债务（X）	1.46	1.15	0.77	1.06
总债务/EBITDA（X）	7.22	10.32	8.09	--
EBITDA/短期债务（X）	0.64	0.36	0.42	--
EBITDA 利息保障倍数（X）	3.53	2.84	2.92	--
EBIT 利息保障倍数（X）	3.51	2.82	2.88	--

注：其他流动负债中的有息部分调入短期债务核算。

附四：基本财务指标的计算公式

指标	计算公式
资本结构	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
	经调整的所有者权益 所有者权益合计-混合型证券调整
	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+经调整的所有者权益)
	非受限货币资金 货币资金-受限货币资金
	利息支出 资本化利息支出+费用化利息支出+调整至债务的混合型证券股利支出
经营效率	投资组合账面价值 货币资金+长期股权投资+交易性金融资产+其他非流动金融资产+其他权益工具投资+债权投资+其他债权投资+其他投资组合账面价值调整项
	投资组合市值 投资组合账面价值+需要调整为市值的资产期末市值-需要调整为市值的资产原账面价值
	上市公司占比 母公司直接持有的上市公司市值合计/(投资组合市值-货币资金)
	应收类款项占比 (应收账款+其他应收款+长期应收款+应收账款融资调整项)/总资产
盈利能力	营业毛利率 (营业收入-营业成本)/营业收入
	期间费用合计 销售费用+管理费用+财务费用+研发费用
	期间费用率 期间费用合计/营业收入
	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-非经常性损益调整项
	EBIT (息税前盈余) 利润总额+费用化利息支出-非经常性损益调整项
	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
	经调整的净资产收益率 净利润/经调整的所有者权益平均值
现金流	EBIT 利润率 EBIT/营业收入
	收现比 销售商品、提供劳务收到的现金/营业收入
	经调整的经营活动产生的现金流量净额 经营活动产生的现金流量净额-购建固定资产无形资产和其他长期资产支付的现金中资本化的研发支出-分配股利利润或偿付利息支付的现金中利息支出和混合型证券股利支出
	FFO 经调整的经营活动产生的现金流量净额-营运资本的减少(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)
偿债能力	EBIT 利息覆盖倍数 EBIT/利息支出
	EBITDA 利息覆盖倍数 EBITDA/利息支出
	经营活动净现金流利息覆盖倍数 经营活动产生的现金流量净额/利息支出
	现金流利息覆盖倍数 (经营活动产生的现金流量净额+取得投资收益收到的现金)/利息支出

注：1、“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；2、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)，对于未执行新金融准则的企业，长期投资计算公式为：“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”，投资组合账面价值计算公式为：“投资组合账面价值=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+可供出售金融资产+持有至到期投资+长期股权投资+其他投资组合账面价值调整项”；3、根据《公开发行证券的公司信息披露解释性公告第 1 号——非经常性损益》证监会公告[2008]43 号，非经常性损益是指与公司正常经营业务无直接关系，以及虽与正常经营业务相关，但由于其性质特殊和偶发性，影响报表使用人对公司经营业绩和盈利能力做出正常判断的各项交易和事项产生的损益。

附五：信用等级的符号及定义

个体信用评估 (BCA) 等级符号	含义
aaa	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响很小，违约风险很低。
a	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，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	在无外部特殊支持下，受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
c	在无外部特殊支持下，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。

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	受评对象基本不能偿还债务，违约很可能会发生。
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。

中长期债项等级符号	含义
AAA	债券安全性极强，基本不受不利经济环境的影响，信用风险极低。
AA	债券安全性很强，受不利经济环境的影响较小，信用风险很低。
A	债券安全性较强，较易受不利经济环境的影响，信用风险较低。
BBB	债券安全性一般，受不利经济环境影响较大，信用风险一般。
BB	债券安全性较弱，受不利经济环境影响很大，有较高信用风险。
B	债券安全性较大地依赖于良好的经济环境，信用风险很高。
CCC	债券安全性极度依赖于良好的经济环境，信用风险极高。
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。

短期债项等级符号	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	还本付息能力较强，安全性较高。
A-3	还本付息能力一般，安全性易受不利环境变化的影响。
B	还本付息能力较低，有很高的违约风险。
C	还本付息能力极低，违约风险极高。
D	不能按期还本付息。

注：每一个信用等级均不进行微调。



独立·客观·专业

地址：北京市东城区朝阳门内大街南竹杆胡同 2 号银河 SOHO5 号楼

邮编：100010

电话：+86（10）6642 8877

传真：+86（10）6642 6100

网址：www.ccxi.com.cn

Address: Building 5, Galaxy SOHO, No.2 Nanzhugan Lane, Chaoyangmennei Avenue, Dongcheng District, Beijing

Postal Code: 100010

Tel: +86（10）6642 8877

Fax: +86（10）6642 6100

Web: www.ccxi.com.cn