跟 踪 评 级 公 告

联合〔2020〕2179 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浙江省国有资本运营有限公司主体长期信用状况和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：

二〇二〇年七月十 日

地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号 PICC 大厦 10 层（100022）
电话：010-85172818
传真：010-85171273
网址：www. unitedratings.com.cn

浙江省国有资本运营有限公司
公开发行公司债券 2020 年跟踪评级报告

公司长期信用等级

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	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	AAA	AAA	2019 年 6 月 21 日

跟踪评级时间：2020 年 7 月 10 日

主要财务数据：

公司合并口径

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
资产总额（亿元）	1,736.38	2,026.26	2,195.67
所有者权益（亿元）	491.68	553.19	564.15
长期债务（亿元）	154.92	212.75	233.38
全部债务（亿元）	548.03	653.46	788.81
营业总收入（亿元）	3,679.04	4,384.50	863.28
利润总额（亿元）	65.75	71.46	14.18
EBITDA（亿元）	97.27	108.40	--
经营性净现金流（亿元）	43.43	50.71	-123.02
营业利润率（%）	3.38	3.27	3.11
净资产收益率（%）	11.20	10.69	--
资产负债率（%）	71.68	72.70	74.31
全部债务资本化比率（%）	52.71	54.15	58.30
流动比率（倍）	1.06	1.06	1.07
EBITDA 全部债务比（倍）	0.18	0.17	--
EBITDA 利息倍数（倍）	5.02	5.04	--
EBITDA/待偿本金（倍）	6.13	6.83	--
公司本部（母公司）			
资产总额（亿元）	183.68	211.12	220.57
所有者权益（亿元）	137.24	144.36	144.04
全部债务（亿元）	41.81	61.84	66.84
营业收入（亿元）	0.03	0.03	0.001
利润总额（亿元）	3.98	4.42	-0.12
资产负债率（%）	25.28	31.62	34.69
全部债务资本化比率（%）	23.35	29.99	31.70
流动比率（倍）	4.15	2.98	2.91

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=EBITDA/本报告所跟踪债项待偿本金；4. 本报告将公司其他应付款中的有息债务、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. 本报告 2018 年财务数据来自公司 2019 年财务报告的期初余额或上年同期数；6. 2020 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主体，在外部发展环境、外部支持、建筑施工项目储备、产品销售业务经营规模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”）也关注到公司大宗商品业务面临一定经营风险、公司仍存在一定的投资支出压力、具有一定的坏账和跌价损失风险、债务期限结构有待优化等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司已形成以产品销售、工程施工业务为主的经营体系，未来随着公司参股、控股企业规模的不断扩大、对外投资的推进，公司经营有望保持稳定。

综上，联合评级维持公司的主体长期信用等级为“AAA”，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．**外部发展环境良好。**浙江省经济实力强，保持较快增长，公司外部发展环境良好。

2．**外部支持力度很大。**作为浙江省国资委下属的省级国有资本运营主体，公司继续在股权划转及政府补助等方面获得很大力度的外部支持。

3．**建筑施工项目储备较为充足。**2019年，公司建筑施工业务板块新签订合同金额进一步增长，项目储备较为充足。

4．**产品销售业务保持规模优势。**公司产品销售收入进一步提高，仍具有规模优势。

关注

1．**大宗商品业务经营风险。**大宗商品贸易业务受宏观经济、政策、市场供需等因素影

响较大，贸易环境的波动将加大公司大宗商品贸易业务的经营风险。

2．**存在一定的投资支出压力。**公司及子公司在 PPP 项目、基金投资等方面的计划投资规模较高，仍存在一定的投资支出压力。

3．**具有一定的坏账和跌价损失风险。**因产品销售、工程施工、PPP 等业务形成的应收类款项和存货规模大，公司具有一定的坏账和跌价损失风险。

4．**债务期限结构有待优化。**公司债务规模增长较快，短期债务占比高，债务结构有待优化。

分析师

徐汇丰　登记编号（R0040218010006）
袁　琳　登记编号（R0040218080001）

邮箱：lh@unitedratings.com.cn
电话：010－85172818
传真：010－85171273
地址：北京市朝阳区建国门外大街 2 号
PICC 大厦 10 层（100022）
网址：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他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：

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。跟踪期内，公司注册资本、实收资本及实际控制人无变化。截至2020年3月末，公司注册资本及实收资本均为100.00亿元，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。

跟踪期内，公司经营范围未发生变更；公司组织架构略有调整，变化不大。截至2019年末，公司纳入合并范围的一级子公司11家。

截至2019年末，公司合并资产总额2,026.26亿元，所有者权益553.19亿元，其中归属于母公司所有者权益210.53亿元。2019年，公司实现营业总收入4,384.50亿元，净利润55.85亿元，其中归属于母公司所有者的净利润20.65亿元；经营活动产生的现金流量净额50.71亿元，现金及现金等价物净增加额54.47亿元。

截至2020年3月末，公司合并资产总额2,195.67亿元，所有者权益564.15亿元，其中归属于母公司所有者权益222.26亿元。2020年1－3月，公司实现营业总收入863.28亿元，净利润10.95亿元，其中归属于母公司所有者的净利润3.15亿元；经营活动产生的现金流量净额-123.02亿元，现金及现金等价物净增加额-5.05亿元。

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、债券发行及募集资金使用情况

“浙江省国有资本运营有限公司2015年公司债券”于2015年10月21日发行结束，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），最终票面利率3.78%，并于2015年11月24日上市，证券简称“15浙国资”，证券代码“136000.SH”。“15浙国资”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”发行规模中的0.14亿元已完成回售，截至本报告出具日债券余额为15.86亿元，票面利率为4.58%。

按照募集说明书约定，“15浙国资”公司债券募集资金用途为补充流动资金，扣除相关费用后的募集资金已于2016年使用完毕。公司存在使用短期闲置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、2018年10月和2019年10月完成“15浙国资”各期已到期利息的兑付工作。

三、行业及外部环境分析

1. 建筑行业

2019年，建筑行业总产值继续保持增长，但增速略有下滑，原材料价格的上涨增加了企业的成本控制压力，房地产行业政策趋严；但在国家稳增长的宏观背景下，基建投资受到政策支持，PPP模式日益规范化，并且受到政策鼓励。未来，建筑施工行业的增长点主要集中在基础设施建筑领域。

建筑业是国家的支柱产业之一，全社会50%以上的固定资产要通过建筑业形成新的生产能力或使用价值，固定资产投资规模在很大程度上决定了建筑业的规模。2019年，全国固定资产投资（不含农户）增速为5.4%。

经国家统计局初步核算，2019年全国建筑业总产值较上年增长5.7%（上年增速为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。在房地产市场去库存、棚改货

币化安置带动下，2019 年房地产开发投资增速为 9.9%。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。2019 年，全国基础设施投资增速为 3.8%。

上游原材料方面，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。2015 年以来，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。不利于建筑企业对于成本的控制。

行业政策方面，2018 年 10 月，国务院办公厅下发《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，指出补短板是深化供给侧结构性改革的重点任务，在整体投资增速放缓，特别是基础设施投资增速回落较多的背景下，亟需聚焦基础设施领域突出短板，保持有效投资力度，促进内需扩大和结构调整，保持经济运行在合理区间。对于房地产领域，2018 年 12 月中央经济工作会议提出，“要构建房地产市场健康发展长效机制，坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位，因城施策、分类指导，夯实城市政府主体责任，完善住房市场体系和住房保障体系”。政策上仍然坚持“房住不炒、因城施策”调控思路。PPP 模式方面，PPP 项目管理规范化，PPP 模式受到政策鼓励。2018 年 4 月和 2018 年 10 月，财政部和国务院办公厅分别下发《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》和《关于保持基础设施领域补短板力度的指导意见》，对 PPP 规模进行规范的前提下，鼓励 PPP 模式发展。

建筑行业市场竞争激烈且利润水平较低，行业运行成本受原材料和劳动力价格波动影响较大；具有高负债的行业特征，流动资金压力较大，未来建筑企业的融资能力将成为重要的发展关键。

未来发展方面，从长期看，区域经济的持续发展、保障性住房和城镇化建设等都为建筑业企业提供了广阔的市场空间，同时众多区域规划的出台与实施，将迎来大量基础设施建设战略布局与投资，建筑行业仍将伴随着中国城市化发展需求，保持良好的发展前景。

2. 钢材行业

随着钢铁行业供给侧改革及地条钢取缔政策的实施，产能过剩情况有所改善，钢铁价格大幅回升。2019 年，由于产量增加、库存高企，主要钢材品种价格震荡，但相比供给侧改革前仍处于较高水平。2020 年，新冠疫情短期内对钢铁行业景气度造成一定冲击。

由于全球经济增速放缓，以及国内紧缩政策影响，2011－2015 年，国内钢材总体需求呈回落趋势，钢铁行业进入周期性的低谷之中。随着钢铁行业供给侧改革逐步实施，2016 年以来，全国累计压减粗钢产能 1.5 亿吨以上，提前两年超额完成了“十三五”确定的上限目标；合计取缔地条钢企业 700 多家，取缔产能 1.4 亿吨。粗钢产能利用率由 2015 年的 70%提升至 80%以上，已基本进入合理区间。

2019 年，国内粗钢和钢材产量分别达到 9.96 亿吨和 12.05 亿吨，同比分别增长 7.3%和 9.8%，增速同比上升 0.7 个和 1.3 个百分点。

从钢材价格来看，以 Myspic 综合钢价指数[1]为例，2010－2015 年，钢材价格累计下跌 56.56%。截至 2015 年末，Myspic 综合钢价指数为 73.03 点，较上年末下跌 32.81 点。2016 年初以来，随着钢铁行业供给侧改革的逐步实施，国内钢材价格出现一波大幅上涨的行情；Myspic 综合钢价指数从

[1] Myspic 综合钢价指数考虑了长材和板材在中国钢材消费中的权重以及中国华东、华南、中南、华北、西南、东北和西北 7 个行政区域的钢材消费权重，是一个由品种和地区混合而成的加权价格指数；选择 2000 年 7 月份为 100 点，自此开始形成周指数

2015 年 12 月 11 日的最低 69.82 点跃升至 2018 年 8 月 21 日的 164.80 点，涨幅达 136.04%。随后钢材价格在高位震荡后快速下行，Myspic 综合钢价指数于 2018 年 11 月 28 日跌至 139.60 点。受冬季限产影响，钢材价格震荡上行至 2019 年 5 月，而后整体呈下行趋势。截至 2019 年末，国内螺纹钢（HRB400 20mm）均价下跌至 3,833.00 元/吨，较年初下降 2.53%；螺纹钢价格自 2017 年 12 月中旬上涨至阶段性的高位后持续波动下跌至今，已累计下跌约 20%。2020 年初，新冠肺炎疫情导致春节后钢铁下游复工进度缓慢，下游需求减少，叠加交通运输不畅等原因，主要钢材品种价格均出现震荡。新冠疫情在短期内对钢铁需求造成明显冲击。

3. 浙江省经济环境分析

浙江省经济实力强，保持较快增长，为公司运营发展提供良好的外部环境。

根据浙江省统计局发布的《2019 年浙江省国民经济和社会发展统计公报》，2019 年，浙江省地区生产总值（GDP）62,352 亿元，较上年增长 6.8%。其中，第一产业增加值 2,097 亿元，第二产业增加值 26,567 亿元，第三产业增加值 33,688 亿元，分别增长 2.0%、5.9%和 7.8%，第三产业对 GDP 增长的贡献率为 58.9%。三次产业增加值结构为 3.4:42.6:54.0。人均 GDP 为 107,624 元，较上年增长 5.0%。

2019 年，浙江省固定资产投资较上年增长 10.1%。交通投资、高新技术产业投资、民间项目投资、生态环保和公共设施投资分别增长 16.3%、21.8%、13.7%和 4.1%。工业投资、制造业投资和装备制造业投资分别增长 9.7%、12.9%和 13.2%。全年房地产开发投资比上年增长 7.4%，其中住宅投资增长 8.0%，办公楼投资增长 9.7%，商业营业用房投资下降 0.6%。商品房销售面积 9,378 万平方米，下降 3.9%；商品房销售额 14,352 亿元，增长 1.9%。

2019 年，浙江省全年社会消费品零售总额 27,176 亿元，较上年增长 8.7%。按消费类型统计，商品零售额 24,205 亿元，较上年增长 8.6%；餐饮收入额 2,972 亿元，增长 9.4%。

2019 年，浙江省财政总收入 12,268 亿元，较上年增长 4.8%。一般公共预算收入 7,048 亿元，较上年增长 6.8%。其中，税收收入 5,898 亿元，较上年增长 5.6%，占一般公共预算收入的 83.7%。一般公共预算支出 10,053 亿元，较上年增长 16.5%。

四、管理分析

根据《浙江省国有资本运营有限公司董事会文件》（浙资董〔2020〕1 号）决定，公司董事会聘任洪峰同志为公司副总经理。截至 2020 年 3 月末，公司其余董事、监事及高级管理人员较上年无变化。

截至 2020 年 3 月末，公司本部设纪检监察室、巡察办、党委办公室及董事会办公室、党群工作部、组织（人力）资源部、办公室、投资发展部、资产运营部、财务管理部、审计法务风控部、国资研究院共计 11 个职能部门，跟踪期内组织结构略有调整，但变化不大。

五、外部支持

作为浙江省国资委下属的省级国有资本运营主体，公司继续在股权划转及政府补助等方面获得很大力度的外部支持。

根据《浙江省国资委关于划转浙江安邦护卫集团公司国有股权加快推进混合所有制改革有关事项的通知》（浙国资企改〔2019〕10 号），以 2019 年 6 月 30 日为基准日，将浙江省国资委持有的

浙江安邦护卫集团有限公司（以下简称“安邦护卫”）100%国有股权按照清产核资资金审核结果，无偿划转至公司持有。清产核资审定安邦护卫归母净资产为 4.83 亿元。安邦护卫主要业务为金融武装押运、保安服务等。

2020 年，根据《浙江省国资委关于划转浙江广安科贸有限公司的通知》（浙国资产权〔2020〕11 号），为推进生产经营性国有资产集中统一监管，发挥浙江省级国有资本运营平台功能，将浙江省公安厅所持浙江广安科贸有限公司（以下简称“广安公司”）100%国有产权以 2020 年 1 月 31 日为基准日，按照经审计后账面数无偿划转至公司，相应增加公司资本公积，广安公司划转基准日所有者权益的账面价值为 0.67 亿元。广安公司的主要业务范围为证件制作服务、电脑软件开发、网络工程服务、安全技术防范咨询服务等。广安公司股权划转的工商变更登记于 2020 年 4 月完成，公司 2020 年一季报尚未合并广安公司。

2019 年，公司合并利润表中的政府补助收入合计 3.73 亿元（计入其他收益和营业外收入），主要是税收返还、优惠及相关补贴 0.91 亿元、杭州市江干区人民医院合作办医综合改革补助 0.40 亿元、储备盐专项补贴 0.24 亿元、批发商贸流通发展专项补助资金 0.22 亿元。

六、经营分析

1. 经营概况

公司产品销售和工程施工收入稳步增长，但综合毛利率较上年小幅下降。

2019 年，公司营业总收入 4,384.50 亿元，较上年增长 19.18%，主要系产品销售收入和工程施工收入增长所致。分业务板块看，2019 年，公司产品销售收入较上年增长 22.41%，主要系子公司物产中大集团股份有限公司（以下简称“物产中大”）推进供应链集成服务带动贸易规模扩大所致；随着工程施工项目承接量增加以及各项工程的实施，公司工程施工收入较上年增长 19.35%。房产销售和其他收入占比较小，对公司影响不大。公司其他收入较上年有所下降，主要系盐类及盐化工等产品销售收入减少所致。从毛利率看，2019 年公司产品销售及工程施工业务毛利率较上年略有提升。2019 年，公司综合毛利率 3.31%，受毛利率较低的产品销售收入占比提高以及房产销售业务毛利率下降影响，综合毛利率较上年略有下降。

表 1　2018－2019 年公司营业收入构成及毛利率情况（单位：亿元、%）

业务板块	2018 年			2019 年		
	收入	占比	毛利率	收入	占比	毛利率
产品销售	2,939.74	79.99	2.18	3,598.51	82.15	2.57
工程施工	595.13	16.19	4.10	710.30	16.22	4.63
房产销售	3.82	0.10	32.98	4.14	0.09	10.91
其他	136.22	3.71	26.14	67.38	1.54	28.23
合计	**3,674.91**	**100.00**	**3.43**	**4,380.33**	**100.00**	**3.31**

资料来源：公司年报，联合评级整理

2020 年 1－3 月，公司营业收入 862.56 亿元，较上年同期下降 5.54%；毛利率为 3.15%，较上年同期下降 0.52 个百分点。

2．业务运营

（1）产品销售业务

公司产品销售业务板块主要是子公司物产中大的供应链集成服务业务，截至 2020 年 3 月末，公司直接持有物产中大 26.18%股份，是其控股股东。物产中大为上海证券交易所上市公司，证券代码为 600704.SH。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。截至 2019 年末，物产中大合并资产总额 933.32 亿元，所有者权益 306.55 亿元，2019 年实现营业总收入 3,589.22 亿元，净利润 39.13 亿元，经营活动产生的现金流量净额为 53.82 亿元。

大宗商品贸易

物产中大的大宗商品供应链贸易收入进一步增长，具备显著的规模优势，但大宗商品贸易业务受宏观经济、政策、市场供需等因素影响较大。

物产中大的大宗商品收入仍主要来自金属材料（以钢材为主）、煤炭、化工品贸易，此外还涉及矿产品、有色金属、油品等。2019 年，金属材料及化工产品收入较上年有所增长，煤炭收入略有下降，主要系受市场行情波动影响，煤炭销量以及价格下降所致。

表 2　2018－2019 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	2018 年		2019 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
金属材料	1,223.61	1.50	1,680.05	1.23
煤炭	359.42	1.57	357.20	1.37
化工产品（含民爆）	439.58	0.97	468.55	1.32
合计	**2,022.61**	**1.40**	**2,505.79**	**1.27**

资料来源：物产中大 2018 年及 2019 年年报，联合评级整理

模式方面，物产中大近年来逐步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。随着供应链模式的逐步推进，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。截至 2019 年末，物产中大存货账面余额 202.36 亿元，跌价准备余额为 5.48 亿元，受大宗商品市场行情波动影响，物产中大的库存商品存在一定的跌价风险。大宗商品行业形势受宏观经济、政策、市场供需等因素影响较大，贸易环境的波动将加大公司大宗商品贸易业务的经营风险。

汽车销售业务

2019 年，汽车销售量及单价有所增长，但受新冠肺炎疫情影响，2020 年一季度汽车业务收入较上年同期有所下滑。

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。物产中大汽车业务的销售产品以大众、通用、宝马等品牌的中高端车型为主。

2019 年，物产中大 4S 店 135 家，较上年减少 4 家；汽车销售量 196,031 辆，较上年增长 6.60%，销售均价 17.85 万元/辆，较上年的 17.43 万元/辆略有增加。凭借较强的区域竞争实力和通过线上线下一站式汽车销售平台拓宽销售渠道，物产中大汽车销售量较 2018 年有所增长。

2020 年一季度，受新冠肺炎疫情影响，物产中大汽车销售及后服务业务均有所下滑，其中公司

汽车销售量 25,437 辆，销售金额 49.56 亿元，较上年同期均有所减少。

（2）工程施工业务

公司工程施工业务新签订合同金额较上年大幅增长，仍以房建为主，施工项目储备仍较为充足。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 项目存在一定的投资支出压力和投资回收风险。

公司工程施工业务收入主要来自子公司多喜爱集团股份有限公司（以下简称“多喜爱”）的子公司浙江省建设投资集团有限公司（以下简称“浙建集团”，原名为浙江省建设投资集团股份有限公司）。浙建集团原为公司直接持股的子公司，2019 年与多喜爱进行重组上市，成为多喜爱的子公司，详见后文介绍。截至 2019 年末，浙建集团 100%股权已登记至多喜爱名下，公司对多喜爱持股比例为 37.90%。多喜爱为深圳证券交易所的上市公司，证券代码为 002761.SZ。截至 2019 年末，多喜爱合并资产总额 793.24 亿元，所有者权益 59.80 亿元，2019 年实现营业收入 756.49 亿元，净利润 9.02 亿元，经营活动产生的现金流量净额为-8.12 亿元。2019 年，浙建集团新签订工程施工合同金额 1,222 亿元，较上年增加 122 亿元。

从施工资质看，多喜爱（含下属子公司）拥有的建筑业资质主要包括建筑工程施工总承包特级资质 4 项、公路工程施工总承包特级资质 1 项、市政公用工程施工总承包一级资质 3 项、机电工程施工总承包一级资质 2 项，并有多项甲级设计资质，拥有的建筑施工资质齐全。

房建施工业务

2019 年，浙建集团房建工程新签订合同金额较上年大幅增加 132 亿元至 1,033 亿元，项目承揽情况较好，房建新签合同金额中，浙江省内的占比为 64.47%。2020 年 1－3 月，房建业务新签订合同金额为 282 亿元。根据多喜爱年报，截至 2019 年末，房建施工未完工项目 1,667 个，合同金额合计 1,995.55 亿元，累计确认收入 946.75 亿元，未完工部分的金额 920.42 亿元，项目储备仍较充足。但房建业务受房地产调控政策影响较大，业务未来具有不确定性。

市政和交通项目

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。2019 年，浙建集团交通市政工程新签订合同金额为 189 亿元，较上年减少 10 亿元。2020 年 1－3 月，交通市政施工板块新签合同金额为 25 亿元。根据多喜爱年报，截至 2019 年末，市政项目在手合同数 97 个，金额为 215.10 亿元，未完工合同金额 137.14 亿元；轨道交通项目在手合同数量为 58 个，合同金额合计 94.86 亿元，未完工部分的金额为 57.69 亿元。

PPP 项目

2019 年以来，出于控制投资规模的考虑，浙建集团未新签 PPP 项目合同，PPP 在手项目以存量项目为主。截至 2020 年 3 月末，浙建集团控股的 PPP 项 38 个，总投资额 253.34 亿元，已投资 167.73 亿元，后续仍存在一定投资支出压力。PPP 项目投资规模较高，且项目的运营期较长，面临一定的资本支出压力、资金占用及投资回收风险。

（3）重大对外投资

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，但仍面临一定投资支出压力，且对投资项目筛选及风险防控提出一定挑战。

公司已投资金额较大的基金为国新国同（浙江）投资基金合伙企业（有限合伙）（以下简称“国同基金”）。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，公司全资子公司浙江富浙资本管理有限公司对其认缴比例为 30%并纳入合并范围。富浙投资作为有限合伙人认缴国同基金 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投资额），主要投向航天、船舶、军民融合、可再生能源技术等产业。2019 年，富浙投资向国同基金新增出资 50.27 亿元，截至 2019 年末累计出资 100.00 亿元[2]。

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。2020 年，公司计划投资总额为 58.23 亿元。2020 年初至 3 月末，公司新增决策项目 11 个，决策金额 16.24 亿元，投放金额合计 4.57 亿元；续投项目 7 个，投放 7.78 亿元。其中新兴产业领域投资项目 2 个，决策金额 5.99 亿元。

（4）重大事项

浙建集团已基本完成重组上市，有望获得相对便利的直接融资渠道，并有助于深化企业改革、提升运营效率。

跟踪期内，浙建集团与多喜爱通过重大资产重组完成了上市，重组方案包括“重大资产置换”“换股吸收合并”及“剩余股权转让”三部分，具体如下：

2019 年 4 月，浙建集团与多喜爱控股股东陈军、黄娅妮夫妇签订《股份转让协议》。陈军、黄娅妮夫妇拟将其持有的多喜爱 6,086.00 万股股份（占多喜爱股本总额的 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%。

多喜爱以其拥有的置出资产与公司拥有的置入资产的部分股权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，交易定价为 7.16 亿元，置入资产（浙建集团 100%股权）截至评估基准日的评估价值为 82.66 亿元，交易定价为 79.98 亿元。

多喜爱通过向浙建集团原股东定向非公开发行股份的方式购买置入资产超过置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。

公司以置出资产为对价（作价金额等于置出资产交易定价）受让陈军、黄娅妮持有的标的股份，差额部分以现金方式补足。交易完成后，多喜爱持有浙建集团 100%的股权，多喜爱的最终控制方变更为公司与浙建集团除公司外的原其他股东（浙江建阳投资股份有限公司、迪臣发展国际集团投资有限公司、鸿运建筑有限公司、浙江省财务开发有限责任公司）构成的一致行动方。

上述交易和权益变动后，公司对多喜爱的持股比例变为 37.90%，成为多喜爱控股股东，多喜爱的实际控制人变更为浙江省国资委。公司与浙建集团原股东（除公司外的原其他股东）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%。

截至 2019 年末，浙建集团 100%股权已登记至多喜爱名下，完成了工商登记变更手续。浙建集团的全部资产、负债、业务、合同及其他一切权利和义务将由多喜爱享有和承担，在浙建集团与多喜爱办理完毕上述资产过户手续后，浙建集团将办理注销登记手续。多喜爱原控股股东陈军、黄娅妮也已办理完成向公司转让 69,411,970 股多喜爱股份的手续。截至 2020 年 4 月末，与置入资产、置出资产有关的部分资产过户登记手续正在办理中。

此外，公司及一致行动人作为业绩承诺方，与多喜爱签订了《盈利预测补偿协议》，确认并承诺浙建集团于 2019－2021 年度扣除非经常性损益后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，业绩承诺方应按照《盈利预测补偿协议》约定的方式向多喜爱进行利润补偿。根据多喜爱年报披露信息，2019 年浙建集团扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润为 80,678.47 万元，完成了承诺业绩，但仍需关注未来承诺期间的业绩完成情况。

[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

3．未来发展

公司作为浙江省唯一一家省级国有资本运营主体，在后续发展中将继续把发挥平台服务功能作为首要任务，重点通过浙江省国企改革发展基金、浙江省新兴动力基金、浙江省国有资产证券化基金和浙江新兴产业基金等的运作，发挥基金的杠杆效应。

七、财务分析

1．财务概况

大华会计师事务所（特殊普通合伙）对公司 2019 年度财务报告进行了审计，并出具了标准无保留审计意见。公司提供的 2020 年一季度财务报表未经审计。

公司根据财政部 2019 年度新修订的会计准则进行会计政策变更，上述变更主要影响公司财务报表项目的列报，对财务数据影响不大。由于会计政策变更，公司对列报格式变更而涉及的可比期间比较数据进行追溯调整，本报告 2018 年财务数据来自 2019 年度财务报表的期初数或上年同期数。

合并范围变化方面，2019 年，公司合并范围内新增一家一级子公司，为安邦护卫，其规模相对较小，对公司财务数据影响不大。2019 年，公司合并范围内无减少的一级子公司。2020 年第一季度，公司纳入合并范围的一级子公司无变化。整体看，公司财务数据可比性强。

2．资产质量

公司资产规模有所增长，因产品销售、工程施工、PPP 等业务形成的应收类款项和存货规模大，具有一定的坏账和跌价损失风险，但公司在手资金充裕，金融类资产可形成较大规模的投资收益，公司资产质量较好。

截至 2019 年末，公司合并资产总额较年初增长 16.69%。其中，流动资产占 62.78%，公司资产以流动资产为主，资产结构较年初变化不大。

表 3　公司主要资产构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		增长率	2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动资产	**1,125.53**	**64.82**	**1,272.07**	**62.78**	**13.02**	**1,431.64**	**65.20**
货币资金	232.16	13.37	273.80	13.51	17.94	292.69	13.33
应收账款	278.58	16.04	355.82	17.56	27.73	325.08	14.81
预付款项	92.76	5.34	97.17	4.80	4.76	172.08	7.84
存货	321.65	18.52	350.27	17.29	8.90	280.30	12.77
非流动资产	**610.85**	**35.18**	**754.19**	**37.22**	**23.47**	**764.03**	**34.80**
可供出售金融资产	120.64	6.95	173.73	8.57	44.01	168.14	7.66
长期应收款	192.09	11.06	250.96	12.39	30.65	258.77	11.79
固定资产	104.06	5.99	108.69	5.36	4.46	109.67	5.00
资产总额	**1,736.38**	**100.00**	**2,026.26**	**100.00**	**16.69**	**2,195.67**	**100.00**

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

截至 2019 年末，公司流动资较年初增长 13.02%。其中，公司货币资金较年初增长 17.94%，主要系销售回款增加以及融资规模扩大所致。货币资金中有 38.36 亿元受限资金，受限比例为 14.01%，主要为用于质押的定期存款、票据保证金、期货交易保证金等。公司应收账款较年初增长 27.73%，主要系子公司的应收货款及应收工程款增加所致。应收账款账面余额中的 95.52%采用账龄组合法计

提坏账准备，账龄组合中，1 年以内的占 88.82%，1~2 年的占 5.95%，整体账龄较短。应收账款坏账准备余额为 24.73 亿元，计提比例为 6.50%。应收账款前五大欠款方合计金额为 24.25 亿元，占应收账款余额合计数的 6.38%，欠款单位集中度尚可。公司预付款项较年初增长 4.76%，仍主要为预付货款及工程款，坏账准备 0.04 亿元。公司存货较年初增长 8.90%，主要系工程施工增加所致。存货主要由库存商品（184.99 亿元）和工程施工（137.51 亿元）构成，存货跌价准备余额为 6.79 亿元，主要系物产中大对库存商品的计提。

截至 2019 年末，公司非流动资产较年初增长 23.47%。其中，公司可供出售金融资产较年初增长 44.01%，主要系对国同基金增资所致。可供出售金融资产主要为可供出售权益工具（157.04 亿元），被投资企业数量较多，主要包括国同基金、浙江浙商产业投资基金合伙企业等；可供出售金融资产中 34.59 亿元采用公允价值计量，140.45 亿元采用成本法计量，减值准备 1.41 亿元。公司长期应收款较年初增长 30.65%，主要系子公司应收 PPP 项目工程款以及融资租赁款投放增加所致。公司长期应收款主要由 PPP 项目工程款（占 53.19%）、融资租赁款[3]（占 40.90%）、BT 代建款（占 5.14%）等构成，坏账准备余额为 0.81 亿元。公司固定资产账面价值较年初增长 4.46%，主要由房屋及建筑物（占 51.38%）和专用设备（占 34.78%）构成，累计折旧 64.80 亿元；固定资产成新率 64.14%，成新率一般；减值准备 0.57 亿元；账面价值 14.80 亿元（占 13.62%）的固定资产尚未办妥产权证书。

截至 2019 年末，公司受限资产账面价值合计 246.18 亿元，包括受限货币资金 38.36 亿元、应收票据 13.92 亿元、应收账款 12.73 亿元、应收款项融资 9.49 亿元、存货 3.53 亿元、固定资产 8.56 亿元、无形资产 6.89 亿元、投资性房地产 14.47 亿元、长期应收款 129.92 亿元、在建工程 1.07 亿元、一年内到期的非流动资产 5.35 亿元和可供出售金融资产 1.89 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 12.15%，资产受限比例一般。

截至 2020 年 3 月末，公司合并资产总额 2,195.67 亿元，较年初增长 8.36%，其中，流动资产占 65.20%，公司资产结构较年初变化不大。

3. 负债及所有者权益

公司债务规模增长较快，债务构成仍以短期债务为主，债务结构有待优化，整体债务负担适中。

截至 2019 年末，公司负债总额 1,473.07 亿元，较年初增长 18.35%，流动负债及非流动负债均有所增长。其中，流动负债占 81.52%，公司负债以流动负债为主，负债结构较年初变化不大。

表4 公司主要负债构成情况（单位：亿元、%）

科目	2018 年末		2019 年末		增长率	2020 年 3 月末	
	金额	占比	金额	占比		金额	占比
流动负债	**1,061.32**	**85.27**	**1,200.91**	**81.52**	**13.15**	**1,337.95**	**82.01**
短期借款	172.40	13.85	154.69	10.50	-10.27	237.86	14.58
应付票据	166.00	13.34	166.23	11.28	0.14	172.68	10.58
应付账款	344.75	27.70	401.17	27.23	16.37	360.46	22.09
预收款项	96.85	7.78	129.63	8.80	33.84	1.80	0.11
其他应付款	112.37	9.03	123.68	8.40	10.07	141.33	8.66
其他流动负债	72.73	5.84	96.21	6.53	32.29	128.45	7.87
非流动负债	**183.39**	**14.73**	**272.16**	**18.48**	**48.41**	**293.57**	**17.99**
长期借款	55.26	4.44	113.86	7.73	106.02	128.82	7.90

[3] 系公司下属子公司浙江省富浙融资租赁有限公司以及物产中大下属子公司开展的融资租赁业务

应付债券	98.15	7.89	128.88	8.75	31.31	134.11	8.22
负债总额	**1,244.71**	**100.00**	**1,473.07**	**100.00**	**18.35**	**1,631.52**	**100.00**

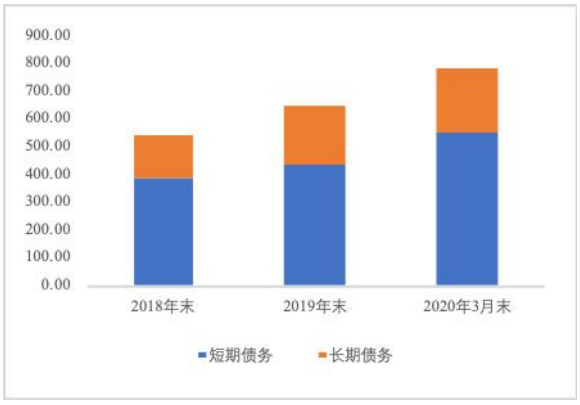
资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

截至 2019 年末，公司流动负债较年初增长 13.15%。其中，公司短期借款较年初有所减少；短期借款主要由信用借款（占 40.14%）、保证借款（占 33.11%）和质押借款（占 14.89%）构成。公司应付票据较年初变化不大，仍主要是银行承兑汇票和信用证。公司应付账款较年初增长 16.37%，主要系应付工程款增长所致。公司预收款项较年初增长 33.84%，主要系预收货款增长所致。公司其他应付款较年初增长 10.07%，其他应付款仍主要为押金保证金、关联方借款、应付暂收款等。公司其他流动负债较年初增长 32.29%，主要系公司及子公司发行多期短期债券所致；其他流动负债主要包括短期融资券（55.34 亿元）、应付期货业务客户保证金（18.97 亿元）和待转销销项税（18.73 亿元），本报告将其中的超短期融资券计入短期债务核算。

截至 2019 年末，公司非流动负债较年初增长 48.41%。其中，公司长期借款较年初增长 106.02%；长期借款主要由质押借款（占 58.31%）、保证借款（占 10.09%）、信用借款（占 12.89%）、质押保证借款（占 8.09%）和抵押借款（占 7.84%）构成。公司应付债券较年初增长 31.31%。其中，公司本部应付债券余额合计 51.84 亿元，子公司浙江富浙资产管理有限公司应付债券余额为 4.71 亿元，物产中大应付债券余额 64.33 亿元，多喜爱应付债券余额 8.00 亿元。从应付债券到期分布情况看，将于 2020 年到期的占 24.04%（公司将于 2020 年到期的债券本金为 30.86 亿元，分别为公司本部将于 2020 年 10 月 19 日到期的“15 浙国资”以及物产中大将于 2020 年 10 月 26 日到期的“17 物产中大 MTN001”，应付本金余额合计 30.86 亿元，仍于财务报表中的“应付债券”列报，本报告将其调整至短期债务核算），将于 2021 年到期的占 17.47%，将于 2022 年到期的占 31.56%，将于 2023 年到期的占 6.98%，将于 2024 年到期的占 16.29%，剩余 3.65%将于 2024 年及以后到期。

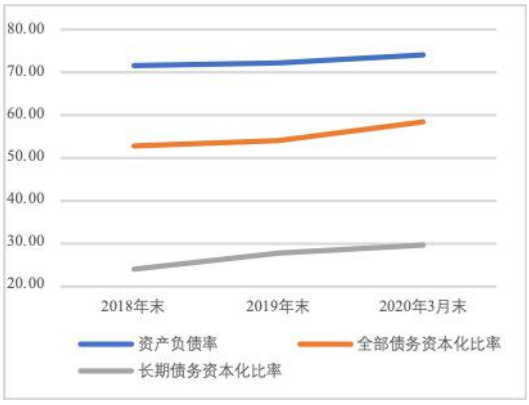
截至 2019 年末，公司债务总额 653.46 亿元，较年初增长 19.24%。其中，短期债务占 67.44%，长期债务占 32.56%，以短期债务为主。公司短期债务 440.71 亿元，较年初增长 12.11%。长期债务 212.75 亿元，较年初增长 37.33%，主要系 PPP 项目以及基金等投资使得对外融资需求增加所致。截至 2019 年末，公司资产负债率、全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 72.70%、54.15%和 27.78%，较年初分别上升 1.02 个百分点、1.44 个百分点和 3.82 个百分点。

图 1　公司长短期债务情况（单位：亿元）



资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

图 2　公司负债及债务率情况（单位：%）



资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

此外，浙建集团于 2017 年 7 月发行 8 亿元永续票据“17 浙江建投 MTN001”，物产中大于 2018 年 11 月发行 20 亿元可续期公司债券“18 中大 Y1”，于“所有者权益-其他权益工具”中列报（截

至 2019 年末账面价值为 27.95 亿元），其规模相对于公司所有者权益而言较小，若将其从所有者权益中剔除并且调整至负债和长期债务测算，对于公司资产负债率和债务资本化比率影响很小。

截至 2020 年 3 月末，公司负债总额 1,631.52 亿元，较年初增长 10.76%，负债结构较年初变化不大。

截至 2020 年 3 月末，公司债务总额 788.81 亿元，较年初增长 20.71%。其中，短期债务 555.43 亿元（占 70.41%），较年初增长 26.03%，主要系子公司物产中大的短期借款和发行超短期融资券规模增加所致。长期债务 233.38 亿元（占 29.59%），较年初增长 9.70%。公司债务结构有待优化。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 74.31%、58.30%和 29.26%，较年初进一步上升，整体债务负担适中。

公司权益规模有所增长，但少数股东权益占比高，所有者权益稳定性一般。

截至 2019 年末，公司所有者权益为 553.19 亿元，较年初增长 12.51%，主要系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 38.06%，少数股东权益占比为 61.94%。归属于母公司所有者权益 210.53 亿元，实收资本、其他权益工具、资本公积、其他综合收益和未分配利润分别占 47.50%、13.27%、9.96%、5.64%和 22.36%。公司所有者权益稳定性一般。

截至 2019 年末，公司资本公积 20.96 亿元，较年初下降 24.80%。其中，资本公积增加额为 6.20 亿元，主要系无偿获得安邦护卫的股权所致。资本公积减少额为 13.11 亿元，主要系浙建集团于 2019 年支付 12.52 亿元价款取得多喜爱 29.83%股份，2019 年 12 月多喜爱吸收合并浙建集团，浙建集团将持有多喜爱长期股权投资账面价值 12.52 亿元与资本公积对冲，相应减少资本公积所致。

截至 2020 年 3 月末，公司所有者权益为 564.15 亿元，较年初增长 1.98%，所有者权益结构和规模较年初变化不大。公司其他权益工具较年初增加 9.99 亿元至 37.93 亿元，主要系浙建集团发行 10.00 亿元可续期公司债券“20 浙建 Y1”所致。

4. 盈利能力

2019 年，公司营业总收入较上年有所增长，减值损失对营业利润形成一定侵蚀，但投资收益对利润的贡献程度较高，公司整体盈利能力尚可。2020 年一季度，公司收入及利润同比均有下滑。

表 5　公司盈利能力情况（单位：亿元、%、个百分点）

项目	2018 年	2019 年	增长率/百分点	2020 年 1－3 月
营业总收入	3,679.04	4,384.50	19.18	863.28
营业成本	3,549.41	4,235.40	19.33	835.38
费用总额	84.07	93.00	10.62	22.17
其中：销售费用	23.71	26.16	10.33	4.93
管理费用	39.53	43.95	11.16	9.54
财务费用	18.21	18.56	1.93	6.71
资产减值损失	-13.14	-5.07	--	-1.23
信用减值损失	0.00	-5.83	--	-0.03
投资收益	31.32	25.30	-19.21	8.88
利润总额	65.75	71.46	8.68	14.18
营业利润率	3.38	3.27	-0.11	3.11
总资本收益率	7.16	6.88	-0.27	--
净资产收益率	11.20	10.69	-0.51	--

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

2019 年，公司营业总收入较上年增长 19.18%，主要系产品贸易和工程施工收入增加所致；同期，公司营业成本较上年增长 19.33%，成本增速与收入增速基本持平。

从期间费用看，2019 年，公司期间费用总额较上年增长 10.62%，主要系销售费用和管理费用增加所致。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 28.13%、47.25%、4.66%和 19.96%。2019 年，公司费用收入比为 2.12%，较上年下降 0.17 个百分点。

2019 年，公司资产减值损失-5.07 亿元，主要来自存货跌价损失-4.57 亿元和可供出售金融资产减值损失-1.01 亿元。公司信用减值损失-5.83 亿元，主要来自坏账损失-5.32 亿元和贷款减值损失-0.42 亿元。公司资产减值损失和信用减值损失的合计数较上年有所减少，占利润总额的 15.25%，对利润形成一定侵蚀。

2019 年，公司投资收益较上年下降 19.21%，主要系上年处置金融资产获得的投资收益较高所致。公司投资收益主要来自长期股权投资、可供出售权益工具按照持有期间产生的投资收益、处置股权投资和金融资产等获得的收益；投资收益占利润总额的比重为 35.41%，对利润影响较大。

从盈利指标看，2019 年，公司总资本收益率和净资产收益率较上年略有下降，整体盈利能力尚可。

2020 年 1－3 月，公司营业收入 862.56 亿元，较上年同期下降 5.54%，利润总额为 14.18 亿元，较上年同期下降 24.15%，主要系受新冠肺炎疫情等因素影响，子公司物产中大及多喜爱的产品销售、建筑施工业务受到一定影响，收入及利润下滑所致。

5. 现金流

2019 年，公司经营活动净现金流有所增长，2020 年一季度受采购商品、工程支出等增加影响，经营活动现金流转为净流出状态，受回收投资规模减少以及对外投资力度加大影响，公司投资活动现金流净流出规模有所扩大，公司投资的项目规模较高，仍有较大的对外融资需求。

表 6　公司现金流量情况（单位：亿元、%）

项目	2018 年	2019 年	增长率	2020 年 1－3 月
销售商品、提供劳务收到的现金	4,127.66	4,680.45	13.39	1,065.44
收到其他与经营活动有关的现金	157.73	102.20	-35.21	28.21
购买商品、接受劳务支付的现金	3,840.11	4,378.13	14.01	1,115.38
支付其他与经营活动有关的现金	152.57	86.81	-43.10	44.19
收回投资收到的现金	129.62	98.18	-24.26	27.70
收到其他与投资活动有关的现金	74.47	57.97	-22.16	22.14
投资支付的现金	103.31	162.11	56.92	29.15
支付其他与投资活动有关的现金	101.02	53.84	-46.70	24.23
取得借款收到的现金	827.23	1,049.56	26.88	691.43
收到其他与筹资活动有关的现金	52.53	69.36	32.03	15.95
偿还债务支付的现金	873.10	973.82	11.54	556.49
支付其他与筹资活动有关的现金	23.78	92.31	288.25	18.28
经营活动产生的现金流量净额	**43.43**	**50.71**	**16.76**	**-123.02**
投资活动产生的现金流量净额	**-12.71**	**-76.70**	**--**	**-3.99**
筹资活动产生的现金流量净额	**-10.14**	**80.45**	**--**	**122.13**
现金及现金等价物净增加额	**20.69**	**54.47**	**163.27**	**-5.05**

资料来源：公司审计报及财务报表，联合评级整理

从经营活动看，2019 年公司经营活动现金流入额为 4,795.38 亿元，较上年增长 11.60%，主要系物产中大收到的销售商品款、浙建集团收到的工程回款增加所致；同期，公司经营活动现金流出量为 4,744.67 亿元，较上年增长 11.54%，主要系采购商品及工程施工支出同比增加所致。2019 年，公司经营活动产生的现金流量净额较上年增长 16.76%；公司现金收入比[4]为 106.75%，较上年的 112.19%变化不大，收入实现质量较高。

从投资活动看，2019 年，公司投资活动现金流入量为 178.51 亿元，较上年下降 20.76%，主要系子公司金融、理财产品等投资回收的规模减少所致。公司投资活动现金流出额为 255.21 亿元，较上年增长 7.23%。2019 年，公司投资活动仍处于现金净流出状态，净流出额较上年大幅增加，主要系回收投资规模减少，以及 PPP 项目投资、对外投资、购买理财产品等支出增加所致。

从筹资活动看，2019 年公司筹资活动现金流入额为 1,197.43 亿元，较上年增长 29.58%，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 1,116.98 亿元，较上年增长 19.57%，主要系还本付息支付资金规模较上年提高所致。2019 年，公司筹资活动产生的现金流量净额为 80.45 亿元[5]，转为净流入状态。

2020 年 1－3 月，公司经营活动现金净流出 123.02 亿元，经营活动现金净流出规模较大，主要系物产中大购买商品支付的现金增加、多喜爱施工业务支出较多所致；公司投资活动现金净流出 3.99 亿元，筹资活动现金净流入 122.13 亿元。

6. 偿债能力

公司短期及长期偿债能力尚可，并考虑到公司作为浙江省唯一的省级国有资本运营主体，可获得有力的外部支持，公司整体偿债能力极强。

表 7　公司偿债能力指标（单位：倍）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 3 月
短期偿债能力指标			
流动比率	1.06	1.06	1.07
速动比率	0.76	0.77	0.86
现金短期债务比	0.73	0.75	0.63
长期偿债能力指标			
EBITDA 利息倍数	5.02	5.04	--
EBITDA 全部债务比	0.18	0.17	--

资料来源：公司审计报告及财务报表，联合评级整理

从短期偿债能力指标看，截至 2019 年末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较年初变化不大，现金短期债务比为 0.75 倍，若剔除受限货币资金，则现金短期债务比为 0.67 倍，现金类资产对短期债务的覆盖程度尚可。截至 2020 年 3 月末，公司流动比率、速动比率和现金短期债务比较年初略有上升。整体看，公司短期偿债能力尚可。

从长期偿债能力指标看，2019 年公司 EBITDA 为 108.40 亿元，较上年增长 11%，主要系利润总额提高所致。2019 年，公司 EBITDA 利息倍数和 EBITDA 全部债务比较上年变化不大，EBITDA 对利息的覆盖程度仍较高，EBITDA 对全部债务的保障能力一般。公司长期偿债能力尚可。

截至 2019 年末，公司合并口径对外担保主要来自多喜爱对外提供的合计 8.68 亿元担保，主要

[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%
[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

是对浙江建设融资租赁有限公司、江西齐天建筑机械租赁有限公司等的贷款提供的连带责任保证担保。此外，子公司浙江富建投资管理有限公司的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。公司或有负债风险相对可控。

诉讼方面，截至 2019 年末，物产中大及其子公司涉及的重大未决诉讼或仲裁事项主要是子公司在 2017 年由于热电锅炉操作间发生蒸汽管道爆裂造成人员伤亡，客户于 2019 年提起诉讼，物产中大的子公司对未来可能发生的赔偿支出进行了估计，并计提预计负债 3,192.26 万元。多喜爱涉及的诉讼或仲裁事件中，债权标的合计 12.40 亿元，债务标的 9.76 亿元。子公司浙江省盐业集团有限公司主要诉讼案件 5 起，金额合计 0.15 亿元，规模较小。

截至 2019 年末，金融机构给予母公司及所有子公司的授信总额度折合人民币 2,422.40 亿元，其中尚未使用授信余额为 1,773.30 亿元。公司间接融资渠道较畅通。

根据公司提供的中国人民银行企业信用报告（统一社会信用代码：91330000798592788H），截至 2020 年 6 月 9 日，公司本部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。

7. 母公司财务分析

公司资产和收入主要来自子公司，母公司债务负担较轻。

公司的收入和利润主要来自子公司物产中大和多喜爱，物产中大和多喜爱为上市主体，公司作为国资运营主体，通过董事会、股东会等治理结构可参与子公司重大事项的决策。

截至 2019 年末，母公司资产总额 211.12 亿元（为公司合并资产总额的 10.42%），较年初增长 14.94%，主要系长期股权投资增加所致。其中，流动资产 36.41 亿元（占 17.25%），非流动资产 174.71 亿元（占 82.75%）。从构成看，母公司流动资产主要由货币资金（占 26.50%）、其他应收款（占 48.72%）和其他流动资产（占 24.77%）构成，非流动资产主要由长期应收款（占 23.46%）、长期股权投资（占 72.04%）构成。截至 2019 年末，母公司货币资金为 9.65 亿元。

截至 2019 年末，母公司所有者权益为 144.36 亿元（为公司合并所有者权益的 26.10%），较年初增长 5.18%。其中，实收资本占 69.27%、资本公积占 20.05%、未分配利润占 9.07%、盈余公积占 1.14%，权益稳定性较强。

截至 2019 年末，母公司负债总额 66.76 亿元，较年初增长 43.76%。其中，流动负债 12.20 亿元（占比 18.28%），非流动负债 54.56 亿元（占比 81.72%）。从构成看，母公司流动负债主要由其他应付款（占 17.38%）、其他流动负债（占 82.15%）构成，非流动负债主要由应付债券（占 95.01%）构成。母公司全部债务 61.84 亿元，占合并口径债务总额的 9.46%，其中短期债务占 41.82%[6]，债务期限构成以长期为主，长期债务全部为应付债券。母公司 2019 年末资产负债率为 31.62%，较年初上升 6.34 个百分点，全部债务资本化比率和长期债务资本化比率分别为 29.99%和 19.95%，较年初分别上升 6.64 个百分点和 1.13 个百分点，母公司债务负担较轻。

2019 年，母公司营业收入为 0.03 亿元，净利润为 4.42 亿元。

截至 2020 年 3 月末，母公司资产总额 220.57 亿元，所有者权益为 144.04 亿元。2020 年 1－3 月，母公司营业收入 0.001 亿元，净利润-0.12 亿元。

[6] 将应于 2020 年 10 月到期但仍于“应付债券”列报的“15 浙国资”（余额 15.86 亿元）调整至短期债务核算

八、公司债券偿还能力分析

从资产情况来看，截至 2020 年 3 月末，公司现金类资产为 351.07 亿元，为“15 浙国资”余额（15.86 亿元）的 22.14 倍，公司现金类资产对“15 浙国资”余额的覆盖程度很高；截至 2020 年 3 月末，公司净资产为 564.15 亿元，为“15 浙国资”余额（15.86 亿元）的 35.57 倍，公司净资产对“15 浙国资”余额按期偿付的保障作用很强。综上，公司现金类资产和净资产能够对“15 浙国资”按期偿付起到很强的保障作用。

从盈利情况来看，2019 年，公司 EBITDA 为 108.40 亿元，为“15 浙国资”余额（15.86 亿元）的 6.83 倍，公司 EBITDA 对“15 浙国资”余额的覆盖程度高。

从现金流情况来看，2019 年，公司经营活动产生的现金流入为 4,795.38 亿元，为“15 浙国资”余额（15.86 亿元）的 302.36 倍，公司经营活动产生的现金流入对“15 浙国资”余额的覆盖程度很高。

综合以上分析，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”余额的偿还能力极强。

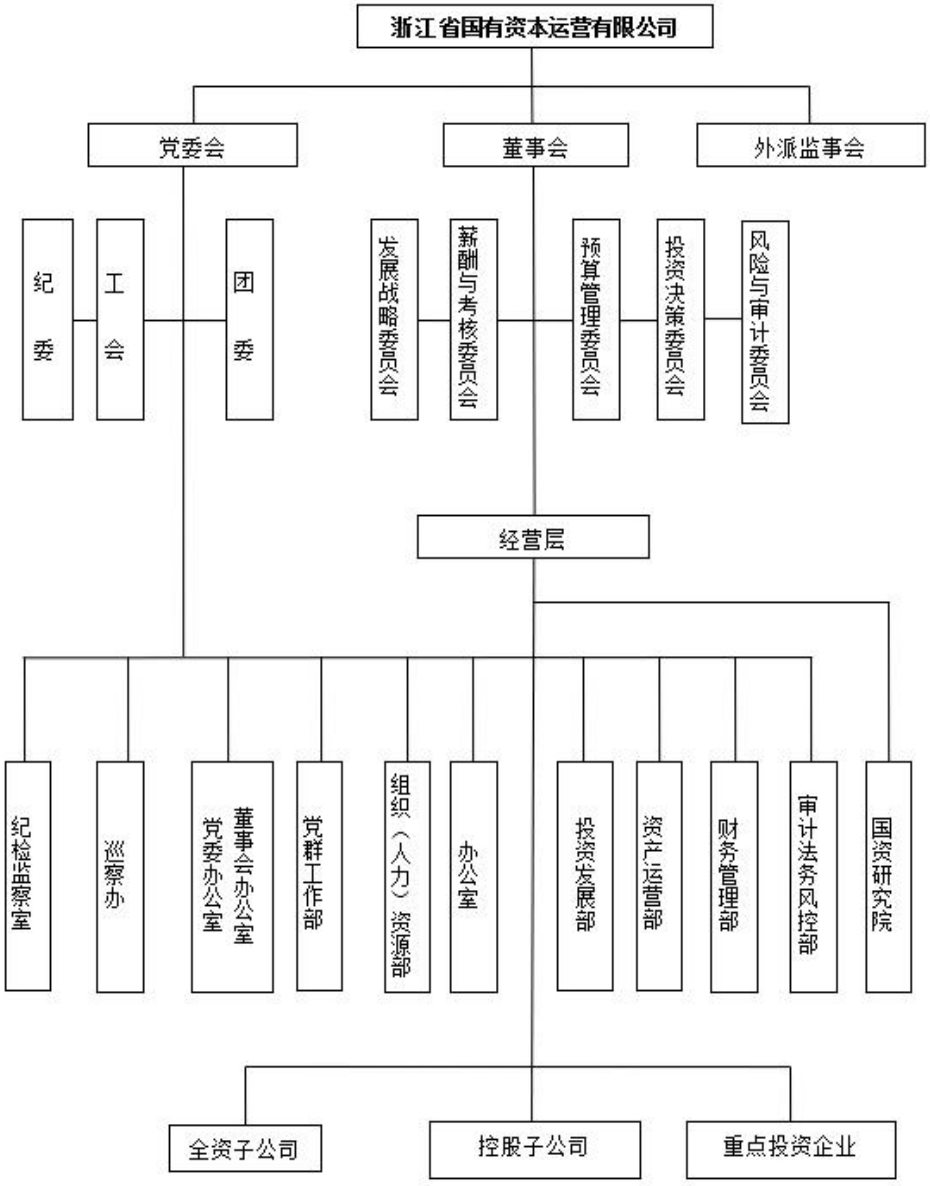
九、综合评价

公司作为浙江省国资委下属的省级国有资本运营主体，在外部发展环境、外部支持、建筑施工项目储备、产品销售业务经营规模等方面继续保持综合竞争优势。同时，联合评级也关注到公司大宗商品业务面临一定经营风险、公司仍存在一定的投资支出压力、具有一定的坏账和跌价损失风险、债务期限结构有待优化等因素对公司信用水平带来的不利影响。

公司已形成以产品销售、工程施工业务为主的经营体系，未来随着公司参股、控股企业规模的不断扩大、对外投资的推进，公司经营有望保持稳定。

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

附件 1　浙江省国有资本运营有限公司
最新组织架构图（截至 2020 年 3 月末）



资料来源：公司提供

附件 2　浙江省国有资本运营有限公司
纳入合并范围的一级子公司情况（截至 2019 年末）

序号	企业全称	企业简称	业务性质	实收资本（万元）	持股比例（%）	享有的表决权比例（%）
1	浙江富浙资本管理有限公司	富浙资本	实业投资	151,178.83	100.00	100.00
2	浙江富浙资产管理有限公司	富浙资产	实业投资	50,000.00	100.00	100.00
3	浙江省发展资产经营有限公司	发展资产	实业投资	100,000.00	100.00	100.00
4	浙江省富浙融资租赁有限公司	富浙融资租赁	融资租赁	50,000.00	100.00	100.00
5	浙江省环境科技有限公司	省环科公司	技术服务	2,500.00	100.00	100.00
6	浙江省盐业集团有限公司	盐业集团	零售批发	50,000.00	100.00	100.00
7	浙江富物资产管理有限公司	富物资产	服务业	2,000.00	100.00	100.00
8	浙江富建投资管理有限公司	富建投资	服务业	100.00	100.00	100.00
9	多喜爱集团股份有限公司	多喜爱	建设投资	121,382.45	37.90	37.90
10	物产中大集团股份有限公司	物产中大	批发贸易	506,218.20	26.18	26.18
11	浙江安邦护卫集团有限公司	安邦护卫	商务服务	5,000.00	100.00	100.00

资料来源：公司审计报告

附件 3-1 浙江省国有资本运营有限公司
主要财务指标（合并口径）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
资产总额（亿元）	1,736.38	2,026.26	2,195.67
所有者权益（亿元）	491.68	553.19	564.15
短期债务（亿元）	393.11	440.71	555.43
长期债务（亿元）	154.92	212.75	233.38
全部债务（亿元）	548.03	653.46	788.81
营业总收入（亿元）	3,679.04	4,384.50	863.28
利润总额（亿元）	65.75	71.46	14.18
EBITDA（亿元）	97.27	108.40	--
经营性净现金流（亿元）	43.43	50.71	-123.02
应收账款周转次数（次）	12.70	12.87	--
存货周转次数（次）	11.51	12.35	--
总资产周转次数（次）	2.25	2.33	--
现金收入比率（%）	112.19	106.75	123.42
总资本收益率（%）	7.16	6.88	--
净资产收益率（%）	11.20	10.69	--
营业利润率（%）	3.38	3.27	--
费用收入比（%）	2.29	2.12	2.57
资产负债率（%）	71.68	72.70	74.31
全部债务资本化比率（%）	52.71	54.15	58.30
长期债务资本化比率（%）	23.96	27.78	29.26
EBITDA 利息倍数（倍）	5.02	5.04	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.18	0.17	--
流动比率（倍）	1.06	1.06	1.07
速动比率（倍）	0.76	0.77	0.86
现金短期债务比（倍）	0.73	0.75	0.63
经营现金流动负债比率（%）	4.09	4.22	--
EBITDA/待偿本金（倍）	6.13	6.83	--

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/本报告所跟踪债项的待偿本金；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．本报告 2018 年财务数据来自公司 2019 年财务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；7．2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 3-2 浙江省国有资本运营有限公司
主要财务指标（本部/母公司）

项目	2018 年	2019 年	2020 年 1－3 月
资产总额（亿元）	183.68	211.12	220.57
所有者权益（亿元）	137.24	144.36	144.04
短期债务（亿元）	10.00	25.86	25.86
长期债务（亿元）	31.81	35.98	40.98
全部债务（亿元）	41.81	61.84	66.84
营业收入（亿元）	0.03	0.03	0.001
利润总额（亿元）	3.98	4.42	-0.12
EBITDA（亿元）	/	/	--
经营性净现金流（亿元）	-8.58	-0.82	4.16
应收账款周转次数（次）	265.57	265.90	--
存货周转次数（次）	/	/	--
总资产周转次数（次）	0.0002	0.0001	--
现金收入比率（%）	108.81	93.06	0.00
总资本收益率（%）	3.38	3.41	--
净资产收益率（%）	3.18	3.14	--
营业利润率（%）	-38.69	-118.99	-504.31
费用收入比（%）	3,303.83	3,262.81	20,075.73
资产负债率（%）	25.28	31.62	34.69
全部债务资本化比率（%）	23.35	29.99	31.70
长期债务资本化比率（%）	18.82	19.95	22.15
EBITDA 利息倍数（倍）	4.30	3.09	--
EBITDA 全部债务比（倍）	0.13	0.11	--
流动比率（倍）	4.15	2.98	2.91
速动比率（倍）	4.15	2.98	2.91
现金短期债务比（倍）	0.67	0.37	0.76
经营现金流动负债比率（%）	-78.37	-6.70	--

注：1. 本报告中数据不加特别注明均为合并口径；2. 本报告部分合计数与各加数直接相加之和在尾数上可能略有差异，系四舍五入造成；3. 母公司 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化；4. 未获取母公司现金流量表补充资料及资本化利息金额，因此母公司 EBITDA 及 EBITDA 利息倍数无法计算；5. 母公司财务报表及附注未披露存货跌价准备，因此存货周转次数无法计算；6. 其他流动负债中的有息债务已纳入债务核算；7. 2020 年一季度财务数据未经审计，相关指标未年化

附件 4　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=（本次－上期）/上期×100% （2）n 年数据：增长率=[(本次/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－税金及附加）/营业收入×100%
费用收入比	（管理费用+销售费用+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）
公司债券偿还能力	
EBITDA 偿债倍数	EBITDA/本期公司债券发行额度
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/本期公司债券发行额度
经营活动现金流量净额偿债倍数	经营活动现金流量净额/本期公司债券发行额度

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+固定资产折旧+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 5　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。